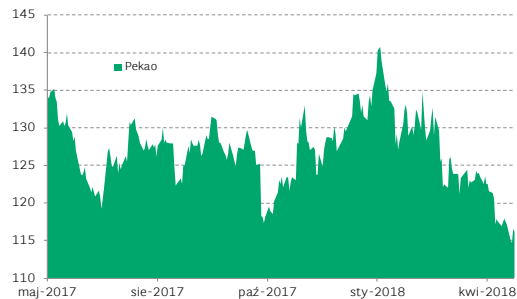




## Bank Pekao – Komentarz do wyników finansowych za 1Q 2018

Szymon Nowak, Analityk, +48 22 507 52 92, [szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl](mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl)

Podstawowe dane o spółce	
Cena	116,15
Kapitalizacja (mln zł)	30 485,9
Free float	60,9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	42,1
P/E	15,3
EV/EBITDA	1,31



### Wyniki finansowe za 1Q 2018

PLNm	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Wynik odsetkowy	1 115	1 113	1 152	1 190	1 206	8%	1%	1 187	2%
Wynik prowizyjny	573	612	580	617	588	3%	-5%	607	-3%
Pozostałe przychody	46	28	74	208	58	25%	-72%		
Wynik na działalności podstawowej	1 735	1 753	1 806	2 015	1 852	7%	-8%		
Koszty operacyjne	-996	-877	-838	-878	-1 026	3%	17%	-1 008	2%
Wynik operacyjny	739	876	968	1 138	826	12%	-27%		
Saldo rezerw	-121	-106	-139	-167	-127	5%	-24%	-144	-12%
Podatek bankowy	-125	-128	-131	-139	-139	11%	0%		
Zysk netto	350	495	536	1 054	392	12%	-63%	391	0%

Bank zrealizował minimalnie lepszy zysk netto od oczekiwań konsensusu.

### Komentarz do wyników

Bank Pekao zaraportował zysk netto za pierwszy kwartał 2018 roku na poziomie 392,3 mln zł (wzrost o 12% r/r, ale spadek o 63% kw/kw) wobec oczekiwań konsensusu na poziomie 390,8. Na pozytywne zaskoczenie na poziomie zysku netto wpłynął lepszy od oczekiwań wynik odsetkowy, który wzrósł o 8% w skali rocznej i 1% w skali kwartalnej do poziomu 1 206 mln zł. Poprawa wyniku odsetkowego zdecydowanie pozytywnie nie tylko wpływa na ostateczny wynik finansowy, lecz również pozytywnie wyróżnia się na tle branży. Marża odsetkowa wyniosła 2,82% wobec 2,81% w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Co pozostaje ważne, skala działalności widocznie wzrosła. Przychody z tytułu udzielonych kredytów i pożyczek wzrosły o niespełna 55 mln zł, podczas gdy odsetki od depozytów pochłonęły zaledwie dodatkowe 6 mln zł. Zdecydowanie pozytywne wyniki prezentuje segment klientów detalicznych oraz małych i średnich przedsiębiorstw.

Gorzej od oczekiwań wypadł natomiast wynik prowizyjny (588 mln zł wobec oczekiwanych 607 mln zł), na co wpłynął znaczący spadek prowizji w obszarze kredytów (-31% kw/kw) jak i kart (-12,6% kw/kw). Z drugiej strony spadki te były po części nadrobione prowizją z tytułu funduszy inwestycyjnych (pierwszy kwartał br. jest pierwszym kwartałem pełnej konsolidacji Pekao TFI).

Rozpatrując kluczowe wskaźniki widoczny jest wzrost ROE do 8,7% wobec 8,35% w analogicznym okresie rok wcześniej, zakładając rozłożenie rocznej opłaty na BFG równomiernie na wszystkie kwartały. Bez powyższego założenia ROE wyniosło 6,9%. Wskaźnik kosztów do przychodów wyniósł 46%, co oznacza wzrost o 40 p.b., głównie w związku z wyższymi nakładami marketingowymi. Koszt ryzyka pozostał na poziomie 41 punktów bazowych.

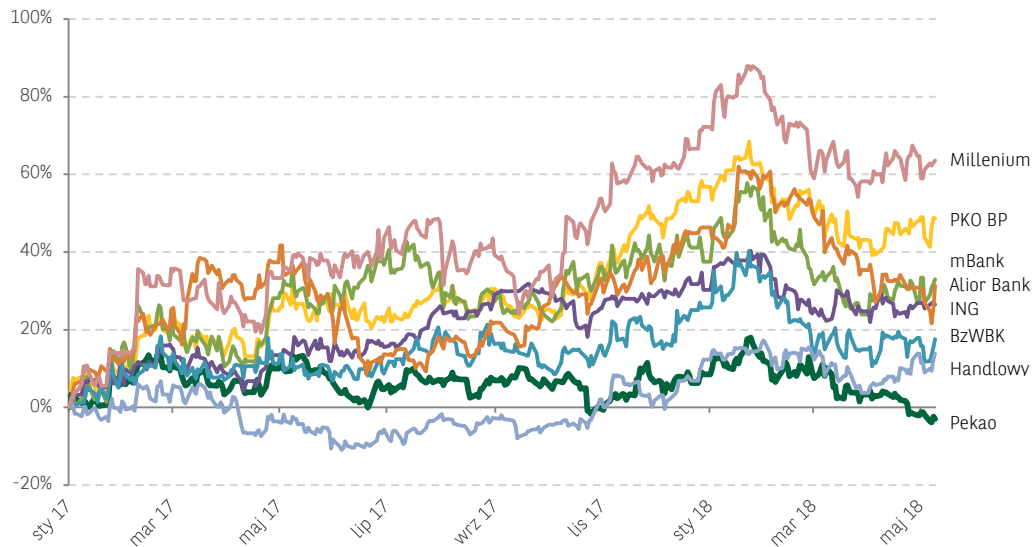
Bank Pekao charakteryzuje się silną pozycją kapitałową. Współczynnik kapitału podstawowego Tier 1 wynosi 16%, co uprawnia bank do wypłaty 100% zysku w formie dywidendy wg. wymagań KNF. Łączny wskaźnik kapitałowy (TCR) wynosi 17,1%, a wskaźnik LCR 135%. Stosunek kredytów do depozytów wynosi 90,6%. Łącznie wskaźniki kapitałowe pokazują bardzo dobrą pozycję banku na tle całego sektora.

Pozycja kapitałowa pozostaje silną stroną Pekao.

Ekonomiści Pekao prognozują wzrost dynamiki wzrostu produktu krajowego brutto w 2018 roku o 4,2%, przy inflacji na poziomie 1,6% i stopie bezrobocia 5,9%. Bank nie spodziewa się zmiany stóp procentowych przez KNF w bieżącym roku.



Stopa zwrotu od 01.2017 r.



Na poziomie zysku netto oceniamy wyniki Pekao pozytywnie, niemniej jednak na poziomie poszczególnych pozycji znalazły się także i negatywne zaskoczenia. Bank wyróżnia się na tle sektora silną pozycją kapitałową jak i wzrostem wyniku odsetkowego. Ponadto stopa dywidendy (7,9 zł na akcje) wynosi niespełna 7%. Pomimo ogólnie pozytywnego wydźwięku wyników zwracamy jednak uwagę na oczekiwania konsensusu rynkowego na poziomie 2,29 mld zł względem zysku netto w 2018 roku. Biorąc pod uwagę wyniki za pierwszy kwartał, nawet po korekcie uwzględniającej koszty BFG, cel ten może okazać się zbyt ambitny. Rozpatrując zachowanie ceny akcji Pekao widać, że wśród inwestorów panuje także niepokój związany z dyskusją na temat możliwej fuzji z Alior Bankiem. Brak konkretnych decyzji wspiera niepewność, co dla notowań pozostaje najmniej pożądaną okolicznością, czego efektem jest zachowanie ceny. Usunięcie tej niepewności w postaci ogłoszenia konkretnych planów dotyczących fuzji, bądź kategoryczne odejście od tego pomysłu mogłoby przyczynić się do wzrostu cen akcji banku, które są wspierane na poziomie danych fundamentalnych.

*Niepewność z przyszłością Pekao pozostaje głównym obciążeniem dla cen akcji.*



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### Internetowe serwisy transakcyjne

**SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

**SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa

EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny

EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)

P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



#### Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Data sporządzenia: 2018-05-10