



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

PEKAO - 2Q'18



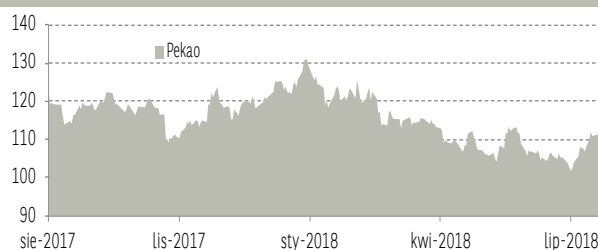
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	118,70
Kapitalizacja (mln zł)	31 155,2
Free float	60,9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	54,4
P/E	15,6
P/BV	1,35

### Notowania Pekao S.A. za ostatnie 12 miesięcy



## WYNIKI 2Q18

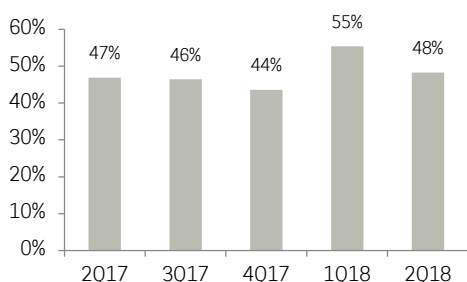
PLNm	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Wynik odsetkowy	1 136	1 152	1 190	1 206	1 236	9%	2%	1 237	0%
Wynik prowizyjny	582	580	617	588	617	6%	5%	604	2%
Pozostałe przychody	39	74	208	58	76	97%	31%		
Wynik na działalności podstawowej	1 757	1 806	2 015	1 852	1 929	10%	4%		
Koszty operacyjne	-823	-838	-878	-1 026	-932	13%	-9%	-918	2%
Wynik operacyjny	933	968	1 138	826	997	7%	21%		
Saldo rezerw	-115	-139	-167	-127	-124	8%	-2%	-133	-7%
Podatek bankowy	-128	-131	-139	-139	-139	8%	0%		
Zysk netto	535	536	1 054	392	540	1%	38%	536	1%

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

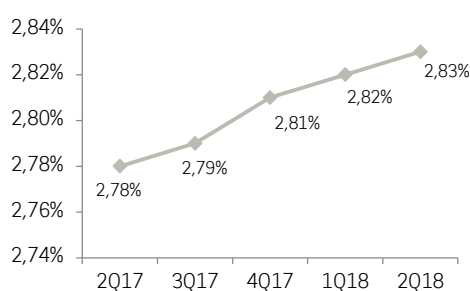
Bank Pekao zaraportował zysk netto za drugi kwartał 2018 roku na poziomie 540 mln zł (wzrost o 1% r/r i 38% kw/kw), co stanowi wynik nieznacznie wyższy od oczekiwań konsensusu na poziomie 536 mln zł. Bardzo wysoka dynamika wzrostu zysku netto w ujęciu kwartalnym wynika z obciążenia pierwszych trzech miesięcy roku kosztami składek na Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Niska dynamika wzrostu rok do roku jest natomiast powiązana z zaksięgowaniem 47 mln zł rezerw na program dobrowolnych odejść. Niemniej jednak wynik na poziomie zysku netto oceniamy pozytywnie.

Zysk netto nieznacznie powyżej oczekiwań konsensusu.

Wskaźnik koszty/dochody



Marża odsetkowa netto



Konsekwentna poprawa marży odsetkowej netto.

Duża dynamika wzrostu została natomiast zrealizowana na poziomie przychodów. Wynik odsetkowy wyniósł 1236 mln zł (9% r/r, 2% kw/kw) i był zgodny z oczekiwaniami. Marża

Autorzy: Szymon Nowak



**BGZ BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLERSKIE

Biurowisko Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bgzbnpparibas.pl  
www.bgzbnpparibas.pl



odsetkowa netto wzrosła o 1 punkt bazowy do poziomu 2,83%, potwierdzając wzrostową tendencję z poprzednich kwartałów. Lepszy od konsensusu wynik prowizyjny bank zawdzięcza znaczącemu wzrostowi prowizji w obszarze kredytów i operacji FX, a także kart. Z drugiej strony widoczny spadek (-9% kw/kw) prowizji Pekao zanotował w obszarze rynków kapitałowych. Wysoka dynamika wzrostu pozostałych przychodów wynika natomiast w dużej mierze z zaksięgowania zysku ze sprzedaży obligacji. Łącznie przychody wzrosły o solidne 10% w skali rocznej i 4% kwartał do kwartału realizując oczekiwania konsensusu. W szczególności odnotowujemy systematyczny wzrost wyniku odsetkowego.

Systematyczny wzrost wyniku odsetkowego.

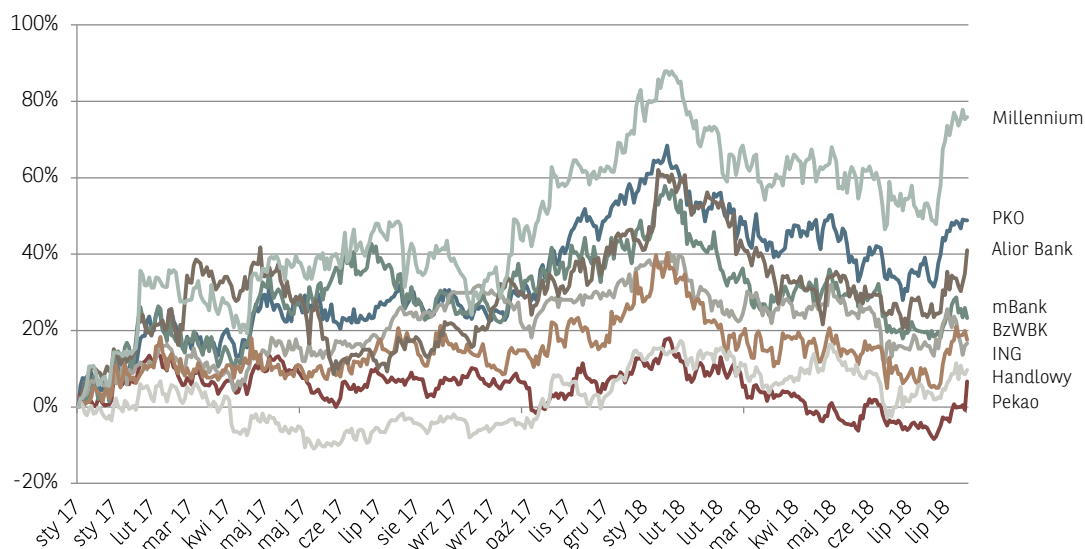
Koszty operacyjne okazały się być natomiast o 2% wyższe od konsensusu i w skali roku zwiększyły się aż o 13%. Jednym z głównych powodów pozostaje powyżej wspomniane zaksięgowanie 47 mln zł rezerw na program dobrowolnych odejść. Zakładając wykluczenie tej pozycji koszty w skali roku wzrosłyby o 7,5%, co wynika m.in. z zwiększonymi wydatkami na marketing.

Wyższe koszty operacyjne.

Pozytywny wpływ na wynik banku miało niższe od oczekiwanego saldo rezerw, które wyniosło 124 mln zł. Koszty ryzyka w drugim kwartale wyniosły 35 p.b. Współczynnik kapitału podstawowego Tier 1 wynosi 16,33% (16,04 w 1Q'18), co uprawnia bank do wypłaty 100% zysku w formie dywidendy wg. wymagań KNF. Łączny wskaźnik kapitałowy (TCR) wynosi 17,36% (17,07% w 1Q'18). Pozycja kapitałowa Pekao pozostaje więc bardzo pozytywna.

Solidna pozycja kapitałowa.

Stopa zwrotu od 01.2017 r.



Na poziomie zysku netto oceniamy wyniki Pekao pozytywnie. **Bank wyróżnia się na tle sektora silną pozycją kapitałową jak i wzrostem wyniku odsetkowego oraz wysoką stopą dywidendy.** Pomimo ogólnie pozytywnego wydźwięku wyników zwracamy jednak uwagę na oczekiwania konsensusu rynkowego na poziomie 2,21 mld zł względem zysku netto w 2018 roku, które i tak od pierwszego kwartału zostały już zrewidowane w dół o 0,08 mld zł. Biorąc pod uwagę wyniki za pierwszy i drugi kwartał, nawet po korekcie uwzględniającej koszty BFG oraz rezerwy na program dobrowolnych odejść, cel ten może okazać się wciąż zbyt ambitny. Rozpatrując zachowanie ceny akcji Pekao widać, że wśród inwestorów panował także niepokój związany z dyskusją na temat możliwej fuzji z Alior Bankiem. Dzisiejsza **decyzja o odstąpieniu banków od negocjacji widocznie pozytywnie wpłynęła na wycenę akcji zarówno Pekao jak i Alior Banku.** Bank Pekao nie uczestniczył w hossie, która objęła sektor bankowy na warszawskim parkiecie w drugiej połowie ubiegłego roku, pozostając konsekwentnie w trendzie bocznym. Oczekujemy, że zdjęcie z inwestorów niepewności względem możliwej fuzji w połączeniu z solidną sytuacją fundamentalną będzie wspierać ceny akcji Pekao. Zaznaczamy jednak, że poziom konsensusu względem wyniku banku za cały 2018 rok pozostaje elementem ryzyka.

Zakończenie negocjacji w sprawie fuzji z Alior Bankiem będzie wspierać notowania Pekao.



## KONTAKT

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

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	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>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół 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>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl">paulina.soldaj@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 księgową) – 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  
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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ 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 (0%; + 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 odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji 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)

