



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

PEKAO SA – 3Q'18



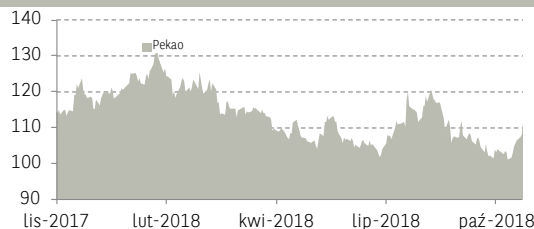
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	111,30
Kapitalizacja (mln zł)	29 212,9
Free float	60,9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	57,0
P/E	14,1
P/BV	1,36

Notowania Pekao SA za ostatnie 12 miesięcy



WYNIKI 2Q18

PLNm	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Wynik odsetkowy	1 152	1 190	1 206	1 236	1 258	9%	2%	1 260	-0,2%
Wynik prowizyjny	580	617	588	617	619	7%	0%	621	-0,4%
Pozostałe przychody	74	208	58	76	56	-24%	-26%		
Wynik na działalności podstawowej	1 806	2 015	1 852	1 929	1 933	7%	0%		
Koszty operacyjne	-838	-878	-1 026	-932	-874	4%	-6%	-888	-1,6%
Wynik operacyjny	968	1 138	826	997	1 059	9%	6%		
Saldo rezerw	-139	-167	-127	-124	-156	13%	26%	-137	13,1%
Podatek bankowy	-131	-139	-139	-139	-141	8%	2%		
Zysk netto	536	1 054	392	540	606	13%	12%	581	4,2%

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Zaraportowane przez bank Pekao SA wyniki finansowe za trzeci kwartał bieżącego roku okazały się być zgodne z oczekiwaniami konsensusu. Zysk netto w skali rocznej wzrósł o 13% do poziomu 606 mln zł wobec oczekiwań na poziomie 581 mln zł. Przebicie oczekiwań na tym poziomie wynika z wydarzenia jednorazowego, jakim jest rozpoznanie przez bank 30 mln zł zysku brutto na sprzedaży nieruchomości. Łącznie w pierwszych trzech kwartałach bank zarobił 1 538 mln zł, wobec 1 454 mln zł w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Zysk netto powyżej oczekiwań konsensusu

Wynik odsetkowy wyniósł 1 258 mln zł (+9% r/r, +2% kw/kw) zgodnie z oczekiwaniami rynku. Marża odsetkowa netto pozostała na poziomie z poprzedniego kwartału, w wysokości 2,83%. Wypłata dywidendy zniwelowała wzrost marży wynikający z działalności, który wyniósł 2 p.b. Przedstawiciele Pekao SA na konferencji podtrzymali, iż bank jest w stanie rosnąć o 1-2 pkt bazowe kwartalnie w zakresie marży, wskazując na wzrost rok do rok o 5 punktów bazowych. Wartość udzielonych kredytów detalicznych wzrosła o 10,4% r/r, przy czym kluczowe z punktu widzenia banku kredyty (hipoteczne, konsumpcyjne) wzrosły o 13,8% r/r. W zakresie kredytów korporacyjnych wzrost wyniósł 3,2%. Był on jednak zaniżany przez sektor publiczny oraz instytucje finansowe. Wzrost kredytów dla pozostałych przedsiębiorstw wyniósł 4,9%.

Marża odsetkowa netto pozostała na dotychczasowym poziomie

Wynik prowizyjny znalazł się na poziomie 619 mln zł, zgodnie z oczekiwaniami konsensusu. Spadek przychodów został odnotowany w segmencie FX oraz rynków kapitałowych. Niemniej jednak należy zauważyć, że jest to element wspólny wyników publikowanych przez większość banków, w związku z niekorzystnym otoczeniem rynkowym. Według przedstawicieli banku w



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLERSKIE

Autorzy: Szymon Nowak

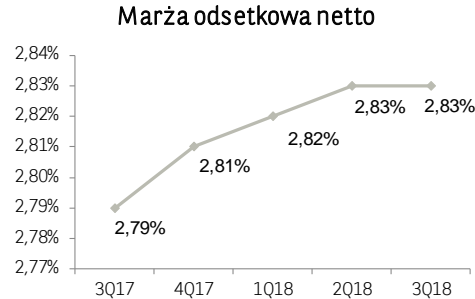
Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



kolejnych kwartałach zaobserwujemy poprawę w FX oraz wyższe przychody z tytułu kart.

Koszty operacyjne w wysokości 874 mln zł wzrosły o 4% w skali roku, lecz spadły o 6% względem ostatniego kwartału, co wynika z wysokiej bazy w drugim kwartale spowodowanej kosztami programu odejść dobrowolnych. Obserwujemy spadek kosztów osobowych, które jednak zostały w dużej mierze pokryte wzrostem kosztów administracyjnych.

Pozytywny trend na poziomie kosztów

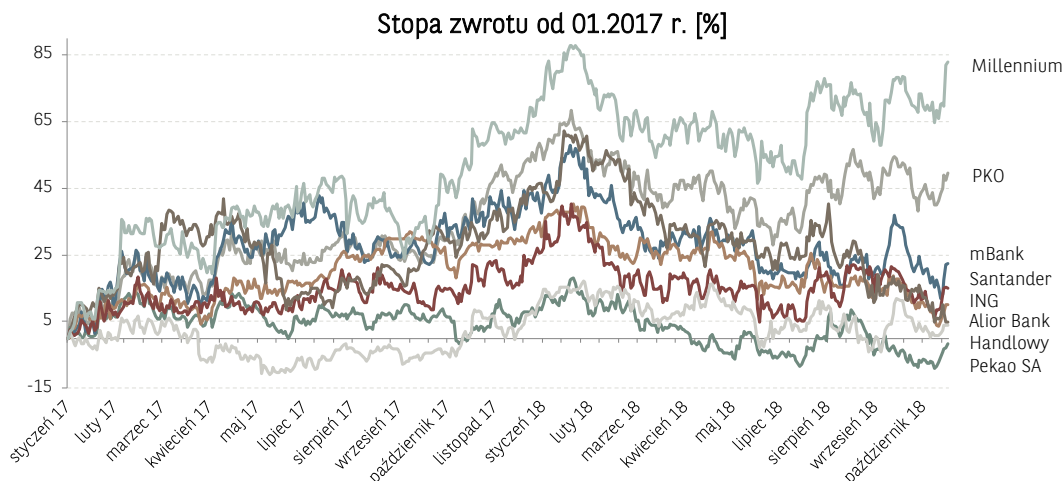


Saldo rezerw wzrosło wyraźnie do poziomu 156 mln zł (+26% kw/kw, +13% r/r), znacząco przewyższając oczekiwania konsensusu na poziomie 134 mln zł. Kwartałne koszty ryzyka wyniosły 44 p.b., co oznacza kwartałny wzrost o 9 punktów bazowych. Niemniej jednak mieszczą się one w przedziale 0,40-0,45, który bank uważa za obecnie standardowy dla swojej działalności. Wskaźnik kredytów NPL wzrósł o 0,1 pp. do poziomu 5,8%. Oczekujemy, na podstawie wypowiedzi przedstawicieli Pekao SA w trakcie konferencji wynikowej, iż w ostatnim kwartale zostanie sprzedany znaczący portfel NPL.

Wyższe od oczekiwań saldo rezerw

Pekao posiada solidną pozycję kapitałową. Łączny wskaźnik kapitałowy wynosi 17,0%, a po planowanej emisji 750 mln zł obligacji podporządkowanych wyniesie 17,6%. Wskaźnik kapitału Tier 1 wynosi 16,0%. Powyższe wskaźniki pozwalają na wypłatę do 100% zysku netto w formie dywidendy. Prezes Michał Krupiński poinformował, iż zarząd banku zamierza zarekomendować wypłatę dywidendy z zysku za 2018 rok co najmniej w takiej samej kwocie w ujęciu nominalnym jak za ubiegły rok, tzn. 7,9 zł na akcję. Przy obecnej cenie sugeruje to stopę dywidendy w minimalnej wysokości 7,1%.

Dywidenda w min. wysokości 7,9 zł na akcję



Podsumowując, oceniamy wyniki Pekao jako solidne, spełniające oczekiwania nasze jak i konsensusu. Bank wyróżnia się na tle sektora silną pozycją kapitałową jak i wzrostem wyniku odsetkowego oraz wysoką stopą dywidendy. W wynikach banku za pozytywne odnotowujemy osiągnięcie dynamik wzrostu zbliżonych do sektora. W połączeniu z niższym tempem wzrostu kosztów operacyjnych, bank znajduje się w pozycji do zwiększenia dynamiki wzrostu zysku netto. Przy aktualnej wycenie banku na poziomie P/E = 11,6x uważamy, że akcje Pekao S.A. pozostają jednym z bardziej atrakcyjnych walorów z sektora bankowego.



KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl

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 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 jakąkolwiek 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

