



analitik: Michał Krajczewski, CFA

data sporządzenia: 22.05.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
<b>35,29</b>	<b>44 112,5</b>	<b>70,57%</b>	<b>23 259,5</b>	<b>16,0</b>	<b>1,35</b>

PKO Bank Polski jest największym, uniwersalnym bankiem komercyjnym w Polsce. Lider pod względem wartości aktywów, wolumenu depozytów, kredytów, liczby kont osobistych i kart bankomatowych

Wyniki kwartalne (mln zł)	Q1' 16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17
<b>Wynik odsetkowy</b>	<b>1 853,2</b>	<b>1 909,3</b>	<b>1 971,5</b>	<b>2 020,8</b>	<b>2 046,0</b>
<i>dynamika r/r</i>	<i>10,90%</i>	<i>13,40%</i>	<i>8,44%</i>	<i>8,86%</i>	<i>10,40%</i>
<b>Wynik prowizyjny</b>	<b>635,5</b>	<b>666,6</b>	<b>686,3</b>	<b>705,1</b>	<b>710,0</b>
<i>dynamika r/r</i>	<i>-6,40%</i>	<i>-12,00%</i>	<i>-4,75%</i>	<i>1,66%</i>	<i>11,72%</i>
<b>Koszty ogółem</b>	<b>1360,5</b>	<b>1396,0</b>	<b>1377,9</b>	<b>1456,0</b>	<b>1601,0</b>
<i>dynamika r/r</i>	<i>-3,15%</i>	<i>1,73%</i>	<i>3,17%</i>	<i>-24,32%</i>	<i>-24,32%</i>
<b>Saldo rezerw</b>	<b>-382,2</b>	<b>-400,2</b>	<b>-419,2</b>	<b>-421,2</b>	<b>-391,0</b>
<i>dynamika r/r</i>	<i>2,30%</i>	<i>6,69%</i>	<i>15,71%</i>	<i>15,40%</i>	<i>15,40%</i>
<b>Zysk netto</b>	<b>638,6</b>	<b>873,6</b>	<b>768,5</b>	<b>593,3</b>	<b>525,0</b>
	<i>-1,3%</i>	<i>25,3%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>33,54%</i>	<i>-17,79%</i>
<b>ROE</b>	<b>8,80%</b>	<b>9,17%</b>	<b>8,80%</b>	<b>9,67%</b>	<b>8,60%</b>

## Komentarz do wyników

Bank PKO BP opublikował dziś przed sesją wyniki za I kwartał 2017 r. Były one zgodne z rynkowymi oczekiwaniami, przy czym z uwagi na nieco niższe koszty ryzyka, zysk netto był o 3,2% powyżej konsensusu.

Wynik odsetkowy wyniósł 2 046 mln PLN i był o 1,2% wyższy kw/kw oraz o 10,4% wyższy w ujęciu r/r i był zgodny z rynkowymi oczekiwaniami. Marża odsetkowa w 1Q'17 minimalnie spadła q/q z 3,17% do 3,13%, przy czym w ujęciu krocącym za 12 miesięcy było to 3,18% vs 3,15% po 4Q'16 i 3,08% po 1Q'16. Powyższa poprawa była możliwa z uwagi na wzrost udziału w portfelu kredytowym kredytów konsumpcyjnych i większe przychody z portfela papierów wartościowych przy dalszym obniżeniu średniego oprocentowania bazy depozytowej.

Wynik z prowizji i opłaty wyniósł 710 mln PLN (zgodnie z oczekiwaniami) i był 0,7% kw/kw i 11,7% r/r wyższy. Powyższa poprawa jest efektem poprawy kw/kw i r/r prowizji z tytułu sprzedaży funduszy inwestycyjnych i działalności maklerskiej (+14,1% r/r i +4,2% kw/kw) oraz zwiększonego wolumenu sprzedaży kredytów i ubezpieczeń (+22,2% r/r i +5,1% kw/kw). Na stabilnym poziomie utrzymana największa pozycja wyniku prowizyjnego, czyli opłaty za prowadzenie kont i pozostałe opłaty.

Pozostałe przychody wyniosły 216 mln PLN (+9,6% r/r i +13,1% kw/kw). W ujęciu kwartalnym największym kontrubutorem do wyników było saldo na pozostałych przychodach i kosztach operacyjnych. Wzrost +23,4% r/r ale spadek 23,8% q/q zanotował wynik z pozycji wymiany.

Koszty operacyjne w okresie wyniosły 1 563 mln PLN (+14,9% r/r i +7,4% kw/kw), przy czym w 1Q'17 PKO BP, analogicznie do pozostałych banków w sektorze, księgowało roczną składkę na BFG, która wyniosła 157 mln PLN. Z wyłączeniem składki na BFG, koszty operacyjne spadły o 3,4% q/q, a r/r były o 3,8% wyższe. Łącznie poziom kosztów był minimalnie (0,8%) niższy niż oczekiwał rynek.

Saldo rezerw wyniosło 391 mln PLN w 1Q'17 (+2,2% r/r i -7,2% q/q) i było o 6,6% mniejsze od prognoz analityków. Koszt ryzyka w ujęciu narastającym za 12 miesięcy to 76 pb. wobec 75 pb. po 4Q'16 i 72 pb. po 1Q'16. Wskaźnik kredytów niepracujących (tzw. NPL) został zmniejszony do 5,9% z 6,6% przed rokiem.

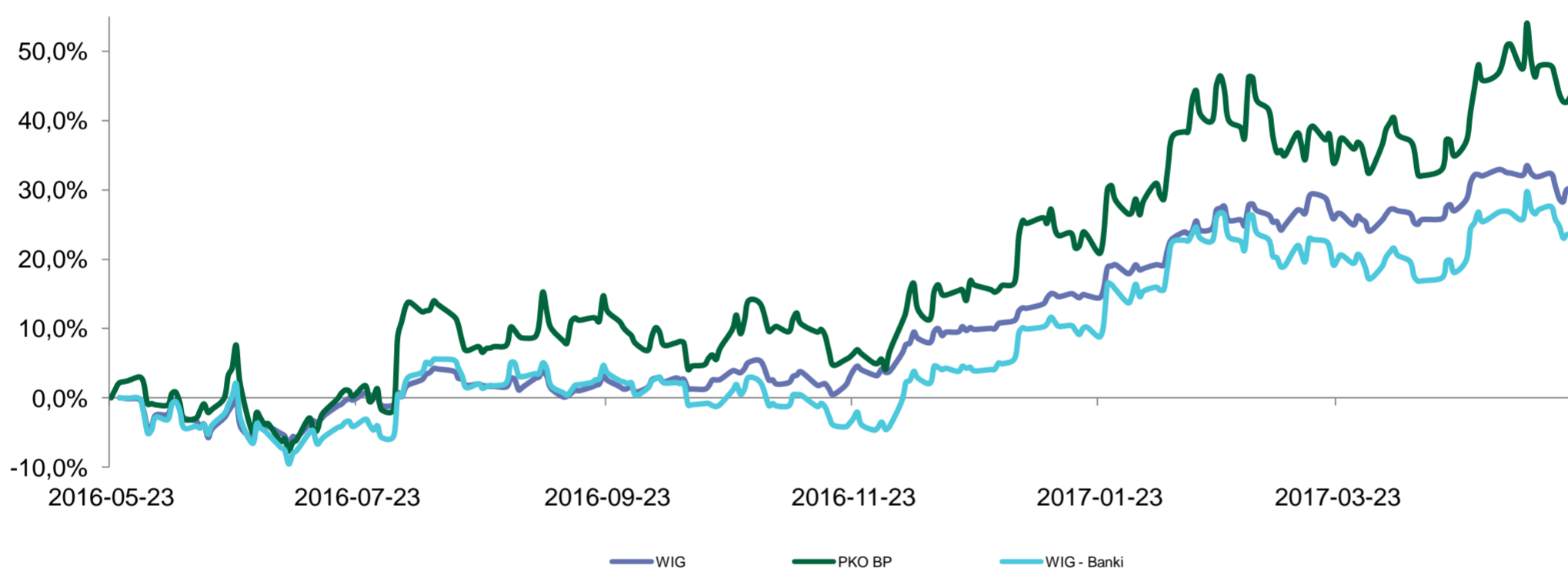
Zysk netto spadł o 17,8% r/r i 11,5% kw/kw z uwagi na wyższą efektywną stawkę podatku dochodowego (25,6% w 1Q'17), a także przez dalszy wzrost kosztów podatku bankowego (+57,0% r/r, stabilnie kw/kw). Z wyłączeniem podatku bankowego zysk netto wyniósłby 758,0 mln PLN (-3,7% r/r i -8,4% kw/kw). Wskaźnik kapitałowy Tier1 zanotował poprawę w 1Q'17 do 14,77% z 14,51% w 4Q'16 zaś TCR spadł z 15,81% do 15,60% na skutek spłaty części pożyczki podporządkowanej w CHF.



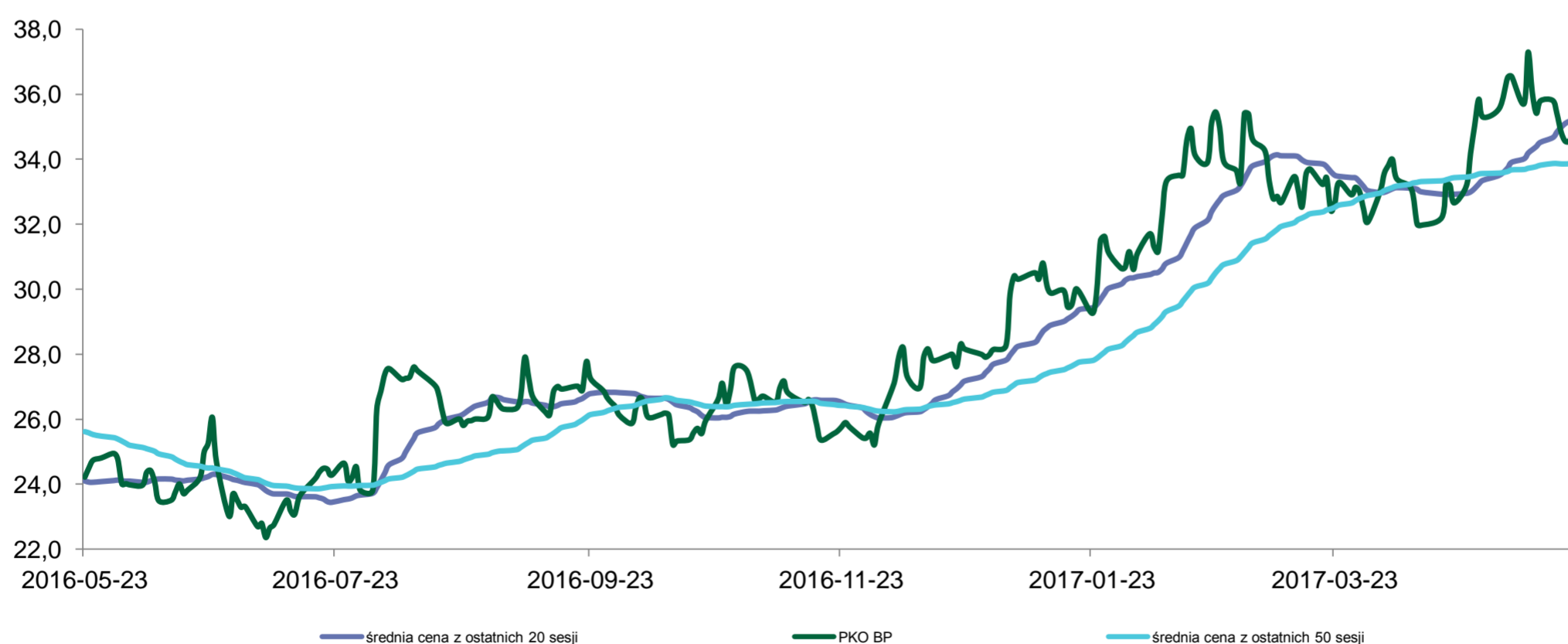
## Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Wyniki Banku oceniamy neutralnie – były one zgodne z rynkowymi oczekiwaniami. Podtrzymujemy jednak pozytywną opinię o PKO BP z uwagi na sprzyjające dla sektora otoczenie makroekonomiczne. Spodziewamy się dalszej poprawy szczególnie wyniku odsetkowego, a prognozowana przez ekonomistów BGŻ BNP Paribas podwyżka stóp procentowych w 2H'17 byłaby czynnikiem wspierającym powyższy scenariusz. Dobra koniunktura na rynku pracy i oczekiwane odbicie inwestycji powinny przełożyć się na utrzymanie niskiego kosztu ryzyka i zwiększenie wolumenów udzielanych kredytów. Dodatkowo dalsze wzrosty na rynku akcji w 2Q'17 sprzyjają osiąganiu wyższych opłat z tytułu prowizji ze sprzedaży funduszy i usług maklerskich.

## PKO BP vs WIG vs WIG - Banki



## Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**      telefon      adres email

<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.anio1@bgzbnpparibas.pl">adam.anio1@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnego**      telefon      adres email

<b>Damian Zemlik</b>	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 329 43 24	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	--

**Internetowe serwisy transakcyjne**

	Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="https://makler.bmbgz.pl/">https://makler.bmbgz.pl/</a>
	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="https://emisja.bmbgz.pl/">https://emisja.bmbgz.pl/</a>

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  
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.





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** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji 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 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)