

## Czas brać zyski

Uważamy, że po silnych wzrostach w tym roku (YTD +20%) wyceny polskich banków nie wyglądają już tak atrakcyjnie (17x oczyszczone zyski w 2017). Perspektywy podwyżek stóp oddalają się, podczas gdy w niedługim czasie zaprezentowane zostaną ostateczne rozwiązania w odniesieniu do kredytów frankowych. Dodatkowo zwracamy uwagę, że z uwagi na rosnące wymogi kapitałowe dywidendy w bankach będą pod presją (średnia stopa dywidendy dla analizowanych przez nas banków nie przekroczy 3% do 2019).

### Oddalające się podwyżki stóp

O ile na początku roku pojawiały się oczekiwania, że pierwsze podwyżki stóp mogłyby mieć miejsce już w 2017, obecnie rynek spodziewa się ich dopiero w końcówce 2018 roku. Presja inflacyjna spadła, a Rada Polityki Pieniężnej jasno daje do zrozumienia, że ujemne realne stopy nie są dla niej problemem.

### Rozwiązania frankowe tuż za rogiem

Wydaje się, że powoli zbliżamy się do ostatecznych rozwiązań w kwestii kredytów walutowych. Nasz bazowy scenariusz zakłada 4 mld PLN kosztu dla sektora z tytułu zwrotu spreadów, 2 mld PLN kosztu z tytułu składki na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców, mający wspierać dobrowolną konwersję oraz, co ma największy wpływ na wycenę, zwiększenie wymogów kapitałowych (wzrost wagi ryzyka do 150% oraz podwyższenie minimalnych poziomów wskaźnika LGD).

### Dywidendy pod presją rosnących wymogów

Naszym zdaniem polskie banki nie powrócą w najbliższym czasie do wypłat wysokich dywidend. Z uwagi na wprowadzenie IFRS'u 9-tego, rosnący bufor zabezpieczający oraz wyższe wymogi dla kredytów frankowych, średnia stopa dywidendy dla pokrywanych przez nas banków nie przekroczy do 2019 roku 3%.

### Wycena

Polskie banki są obecnie wyceniane na poziomie ok. 17x oczyszczone zyski w 2017. Średni wskaźnik P/BV wynosi 1,5x, co przy średnim oczyszczonym ROE 9,2% wydaje się być wymagającym poziomem. Naszym zdaniem obecne wyceny uwzględniają już silne perspektywy makroekonomiczne, (wzrost PKB ok. 4%, silny rynek pracy, oczekiwane przyspieszenie wzrostu kredytów). Pomimo założonej dynamiki zysków na poziomie 10% średniorocznie w latach 2016-2020, nie widzimy istotnego potencjału wzrostu dla sektora.

Ticker	Rekomend.	Cena docelowa	Cena bieżąca
ALR PW	Sprzedaj (Obnizona)	59,0	66,5
BZW PW	Sprzedaj (Podtrzymana)	301,0	349,0
BHW PW	Sprzedaj (Obnizona)	62,0	70,1
ING PW	Kupuj (Podtrzymana)	200,0	181,2
MBK PW	Sprzedaj (Podtrzymana)	332,0	447,9
MIL PW	Trzymaj (Obnizona)	7,4	7,2
PEO PW	Trzymaj (Podtrzymana)	140,0	132,0

### WIG-Banki



Spółka	Kapitalizacja (mIn PLN)	Stopa dywidendy	P/E			P/BV		
			2016	2017P	2018P	2016	2017P	2018P
Pekao	34 646	6,6%	15,7	15,4	15,2	1,6	1,5	1,5
BZ WBK	34 633	1,5%	13,2	21,0	16,0	1,5	1,6	1,5
ING BSK	23 568	0,0%	13,6	16,3	14,3	1,6	2,0	1,9
mBank	18 873	0,0%	11,5	37,7	15,9	1,1	1,4	1,3
Handlowy	9 158	6,5%	16,3	19,5	17,0	1,4	1,4	1,3
Millennium	8 734	0,0%	9,2	69,5	12,7	0,9	1,2	1,1
Alior Bank	8 596	0,0%	11,6	26,7	13,8	1,2	1,3	1,2

Źródło: Spółki, P - prognozy DM PKO BP

### Analitik

Jaromir Szortyka  
+48 22 580 39 47  
jaromir.szortyka@pkobp.pl

### Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa

## Argumenty inwestycyjne

### POZYTYWNE:

Naszym jedynym top-pickiem w sektorze jest obecnie ING.

Podoba nam się fakt, że **ING BSK** konsekwentnie rośnie zdecydowanie szybciej niż rynek. Naszym zdaniem szybsze tempo wzrostu powinno być kontynuowane w kolejnych latach z uwagi na dobrą pozycję płynnościową (L/D poniżej 90%) oraz kapitałową (Tier 1 na poziomie 15%). Zwracamy uwagę, że współczynniki kapitałowe ING mogą być istotnie podwyższone (+0,7pp), gdyby zniesiony został tzw. „floor nadzorczy” w metodzie IRB.

### NEGATYWNE:

Jesteśmy negatywnie nastawieni wobec **BZWBK, mBanku, Handlowego oraz Aliora**.

W przypadku **BZ WBK** głównym powodem jest wysoka wycena, tj. 18x oczyszczone zyski w 2017 i P/BV 1,6x, co przy dużej ekspozycji frankowej oraz ROE 10% wydaje się być wymagającym poziomem.

W odniesieniu do **mBanku** zakładamy, że z uwagi na zwiększenie wymogu kapitałowego dla portfela walutowego (-2,7pp na Tier 1), co w istotny sposób obciąży ROE, bank nie będzie mógł wypłacać dywidend aż do 2020.

**Handlowy** ciągle boryka się z presją po stronie przychodów podstawowych i niskim wzrostem kredytów, co przy braku zysków tradinowych powoduje, że jest to obecnie najwyższej wyceniany polski bank (20x zyski w 2017).

W odniesieniu do **Aliora** uważamy, że ze względu na słabą pozycję kapitałową (naszym zdaniem Alior najmocniej ucierpi po wprowadzeniu IFRS 9), bank nie będzie w stanie utrzymać dotychczasowego tempa wzrostu. Dodatkowe ryzyka wiążą się z rezygnacją prezesa oraz potencjalną podażą akcji ze strony EBORu i Innova Capital.

### NEUTRALNIE:

Jesteśmy neutralni wobec **Pekao i Millennium**

Po ostatnich spadkach wycena **Pekao** zaczyna wyglądać atrakcyjnie, tj. 17x oczyszczone zyski, 1,5 P/BV oraz stopa dywidendy 6,5%. Naszą największą obawą jest jednak fakt, że tak wysokie dywidendy mogą być nie do utrzymania. W naszych prognozach zakładamy jeszcze tylko dwa lata wypłat bliskich 100% zysku, po czym spodziewamy się spadku wskaźnika wypłaty do 50%, a stopy dywidendy do ok. 4%.

**Millennium** pozostaje naszą najbardziej preferowaną ekspozycją „frankową”, niemniej jednak potencjał wzrostu jest naszym zdaniem ograniczony. Bank jest obecnie najniższej wyceniany (13x oczyszczone zyski), co odzwierciedla ryzyko związane z portfelem CHF. Widzimy szansę na bardzo istotną poprawę współczynników kapitałowych, przy założeniu zniesienia floora regulacyjnego (+4,5pp.). Pomimo tego, że ze względu na wysoką ekspozycję na kredyty walutowe, dywidendy mogą być ograniczone przez regulatora.

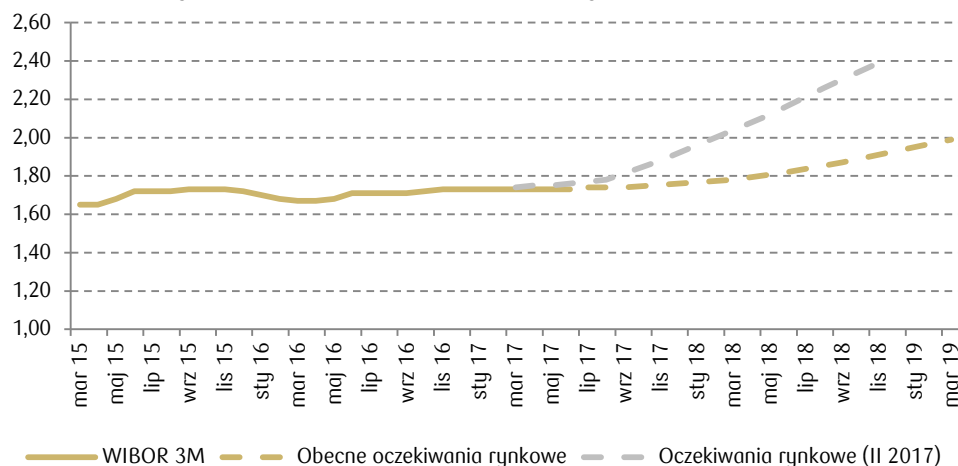
	Rekomendacja	Cena	Cena docelowa	Potencjał wzrostu	P/E			P/BV		ROE			Stopa dywidendy		
					2017 raportowe	2017 oczyszczone	2018	2017	2017 raportowe	2017 oczyszczone	2018	2016	2017	2018	
PEO	Trzymaj	132	140	6%	15.4	16.9	15.2	1.5	9.8%	8.9%	9.9%	6.6%	6.2%	5.9%	
BZW	Sprzedaj	349	307	-12%	21.0	16.6	16.0	1.6	8.1%	10.2%	10.0%	1.5%	2.4%	3.1%	
MBK	Sprzedaj	447.85	332	-26%	37.7	16.4	15.9	1.4	3.8%	8.6%	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%	
ING	Kupuj	181.15	200	10%	16.3	16.1	14.3	2.0	12.9%	13.0%	13.4%	0.0%	3.1%	3.5%	
BHW	Sprzedaj	70.09	62	-12%	19.5	19.5	17.0	1.4	7.0%	7.0%	8.0%	6.5%	4.9%	5.6%	
MIL	Trzymaj	7.2	7.4	3%	69.5	13.2	12.7	1.2	1.8%	9.4%	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%	
ALR	Sprzedaj	66.5	59	-11%	26.7	17.9	13.8	1.3	5.0%	7.5%	9.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
<b>Średnia</b>					<b>29.5</b>	<b>16.7</b>	<b>15.0</b>	<b>1.5</b>	<b>6.9%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.6%</b>	

Źródło: DM PKO BP

### Słabnące oczekiwania na podwyżki stóp procentowych

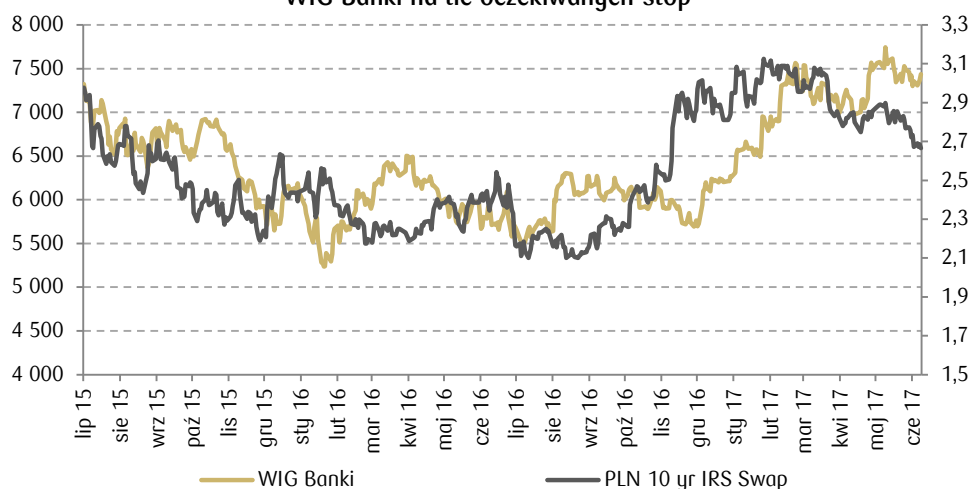
W naszej ocenie głównym powodem wzrostu kursów akcji banków w ostatnich miesiącach były rosnące oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce. W ostatnich tygodniach można jednak zaobserwować spadek rynkowych oczekiwań dotyczących przyszłego kształtowania się stóp procentowych.

Rynkowe oczekiwania stóp procentowych (na bazie FRA)



Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

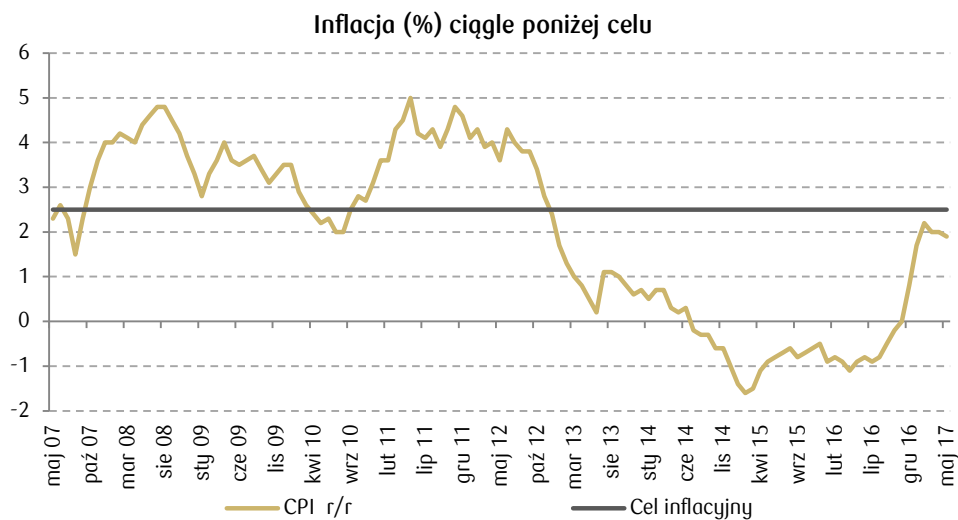
WIG Banki na tle oczekiwanych stóp



Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

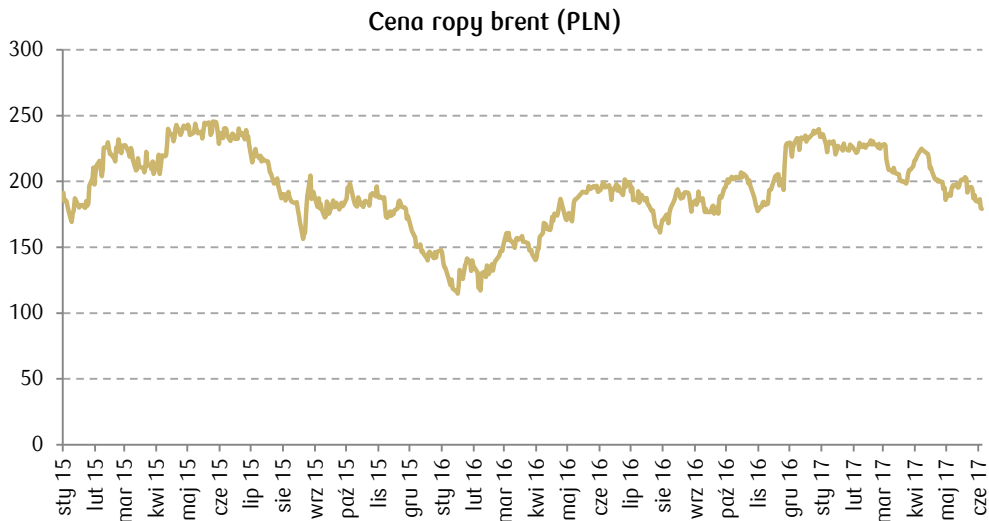
Rewidujemy nasze założenia dotyczące stóp procentowych i obecnie spodziewamy się pierwszej podwyżki dopiero pod koniec 2018.

Pomimo wyraźnego odbicia, inflacja kształtuje się ciągle poniżej celu inflacyjnego (1,9% r/r w maju wobec celu na poziomie 2,5% r/r), chociaż jest już w obrębie dopuszczalnego odchylenia (-1/+1 pp.).

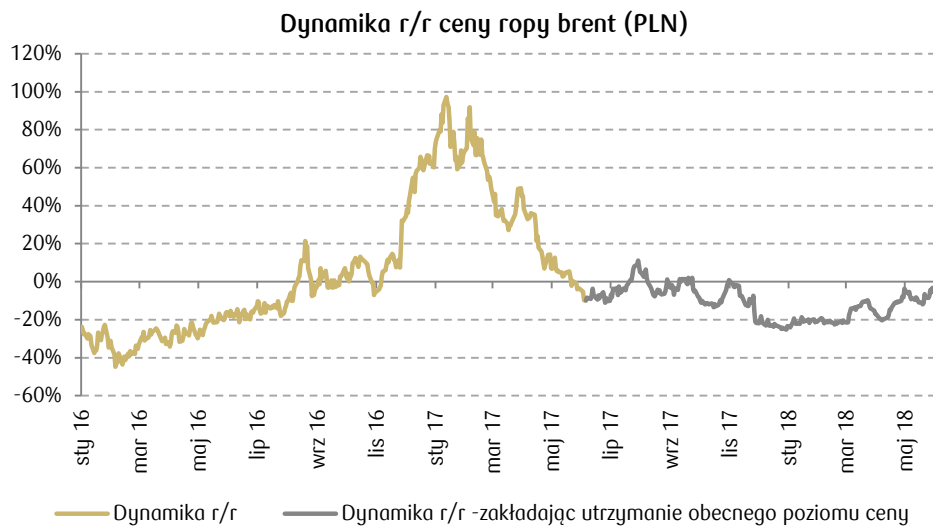


Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

Zwracamy uwagę, że odbicie inflacji było w dużej mierze spowodowane efektem drożejącej ropy naftowej. Biorąc pod uwagę taniejącą ropę (w szczególności w PLN, z uwagi na umacniającą się złotówkę), efekt bazy będzie wygasł (obecnie ropa Brent jest tańsza niż przed rokiem), a w drugiej połowie może być nawet ujemny.



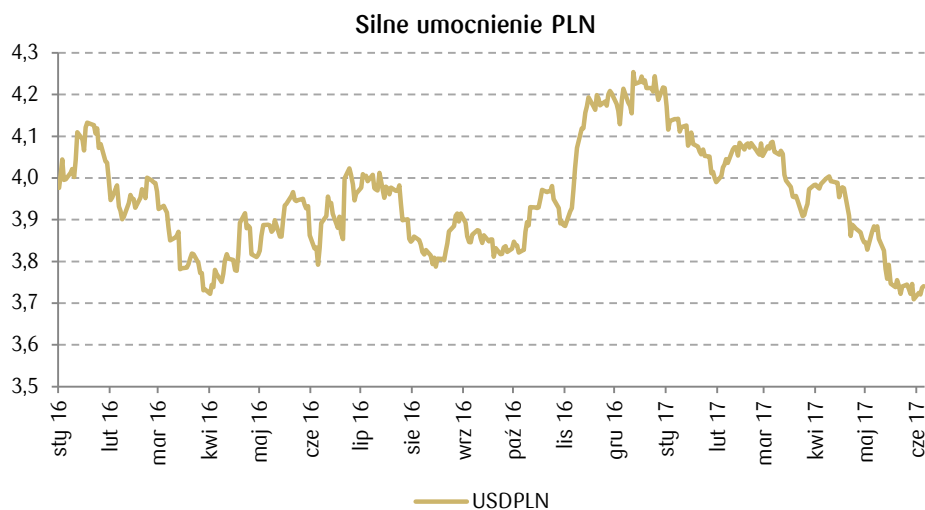
Źródło: DM PKO BP, Bloomberg



Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

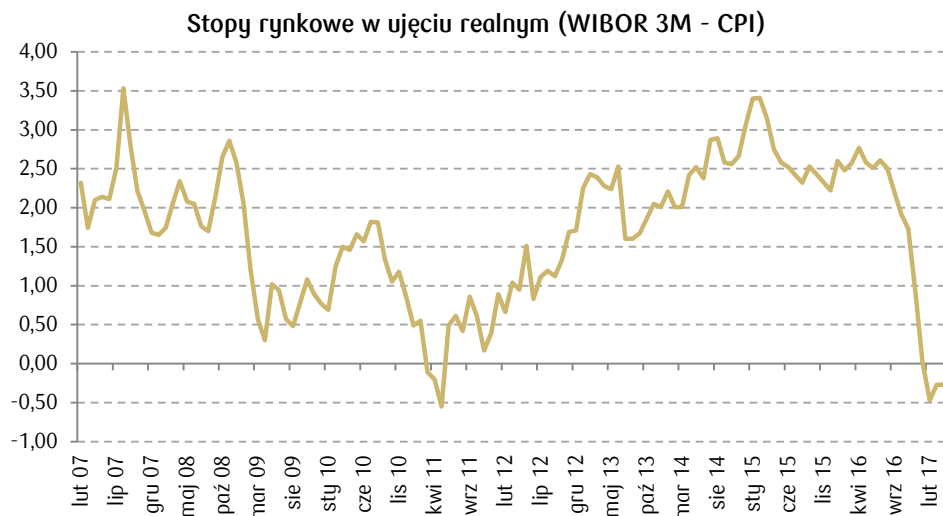
Według naszych szacunków ropa tańsza o 10% obniża inflację o 0,2pp.

Czynnikiem wpływającym na inflację, jak i przyszłe decyzje rady Polityki Pieniężnej jest również waluta. Od początku roku złotówka umocniła się o 11% w stosunku do USD i 5% w stosunku do EUR. Badania empiryczne szacują efekt pass-through na ok. 0,1, tzn. że umocnienie się PLN o 10% obniża inflację o 1pp.



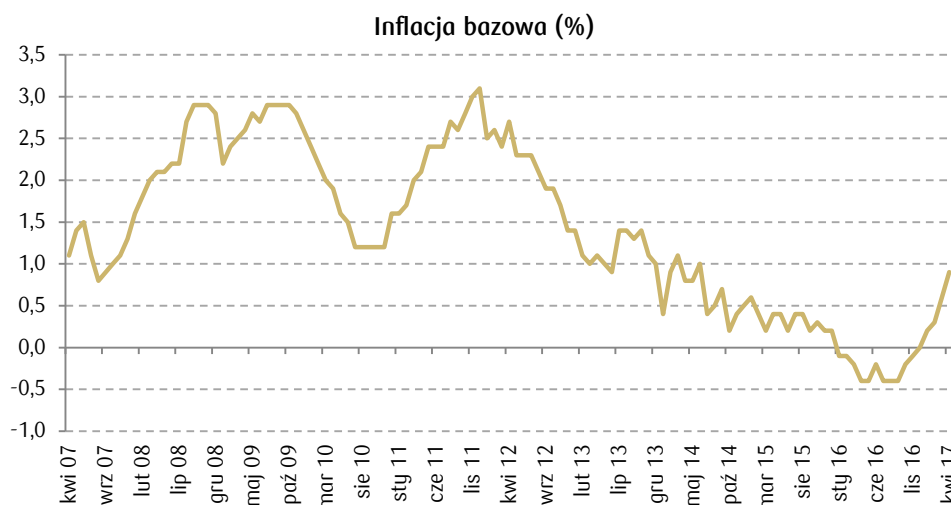
Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

Obecne nastawienie RPP wydaje się być bardzo gołębne. Biorąc pod uwagę, że przed dłuższy czas realne stopy procentowe utrzymywane były na wysokim poziomie, obecny spadek realnych stóp do ujemnych poziomów, nie będzie czynnikiem, który przekona Radę do podwyżek w najbliższym czasie.



Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

Naszym zdaniem kluczowym wskaźnikiem do obserwowania będzie inflacja bazowa. Ostatnie odczyty pokazują, że zaczęła ona rosnąć. Zasadnicze jest pytanie, czy jej dalsze wzrosty (z uwagi na silny rynek pracy) skompensują negatywny wpływ taniejącej ropy i silnej złotówki.



Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

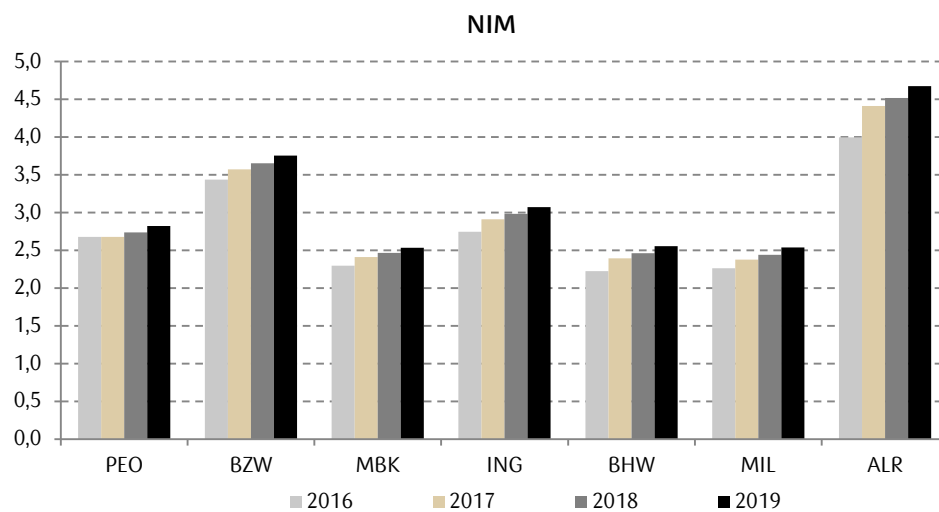
W naszych prognozach zakładamy pierwszą podwyżkę pod koniec 2018. W perspektywie do 2020 zakładamy, że stopy wzrosną o 75 pb.

**Założenia odnośnie stóp procentowych (%)**

	2016	2017	2018	2019	2020
WIBOR 3M	1.73	1.73	1.98	2.23	2.58

Źródło: DM PKO BP

Poniżej prezentujemy nasze oczekiwania odnośnie kształtowania się marż odsetkowych banków.



Źródło: DM PKO BP

### Łagodne podejście do walutowych kredytów...

Kwestia kredytów frankowych wydaje się schodzić na dalszy plan. Kluczowym wydarzeniem ostatnich miesięcy była wypowiedź Prezesa PiS, Jarosława Kaczyńskiego z lutego 2017, w której stwierdził, że rząd nie może podejmować działań które doprowadzą do zachwiania systemu bankowego, a „frankowicze” powinni wziąć sprawę w swoje ręce i walczyć w sądach.

#### ... nie pozostanie jednak całkowicie bez wpływu na banki

O ile drastyczne rozwiązania, jak przymusowa konwersja kredytów walutowych na masową skalę, nie są obecnie dyskutowane, to jednak planowane są działania, które nie pozostaną bez wpływu na sytuację banków.

Rozwiązania które są obecnie procedowane to:

- 1) Zwrot spreadów walutowych.
- 2) Dobrowolna konwersja na drodze nieustawowej – Fundusz Wsparcia Kredytobiorców
- 3) Zwiększenia wag ryzyka.

### Zwrot spreadów walutowych

W przygotowanym przez biuro Prezydenta projekcie ustawy przewidziano, że banki będą musiały zwrócić kredytobiorcom spready walutowe pobrane przy udzieleniu kredytu i spłacaniu rat. Projekt wstępnie zakładał, że koszt tej operacji wyniesie ok. 4mld PLN, jednak szacunki KNF wskazują, że ustawa w obecnym kształcie kosztowałyby banki ok. 9 mld PLN.

Ustawa jest obecnie procedowana w Sejmie. W ostatnim czasie przewodniczący sejmowej Komisji Finansów Publicznych stwierdził, że przewidziane są poprawki do ustawy ze strony biura Prezydenta oraz wyraził chęć, żeby ustawa została przyjęta do końca lipca. Poniżej prezentujemy szacunki kosztów z tytułu zwrotu spreadów dla banków.

Zakładane koszty refundacji spreadów (po podatku)			
mln PLN	Koszt spreadów	Oczyszczony zysk netto 2017	Koszt jako % zysku
PEO	-89	2051	-4%
BZW	-313	2081	-15%
MBK	-432	1149	-38%
ING	-26	1460	-2%
MIL	-356	660	-54%
<b>Sektor</b>	<b>-3,240</b>		

Źródło: DM PKO BP

### Dobrowolna konwersja na drodze nieustawowej – Fundusz Wsparcia Kredytobiorców

W styczniu Komitet Stabilności Finansowej (KSF), w którego skład wchodzi przedstawiciele NBP, KNF, Ministerstwa Finansów oraz BFG przyjął uchwałę w sprawie rekomendacji mających skłonić do konwersji kredytów walutowych na drodze nieustawowej. Jednym z rekomendowanych rozwiązań było wprowadzenie zmian w zasadach funkcjonowania Funduszu Wsparcia Kredytobiorców, w celu stworzenia możliwości przeznaczania środków na proces dobrowolnej konwersji.

Według informacji NBP, trwają prace nad zmianami w FWK. Projekt przewiduje stworzenie dodatkowego subfunduszu, z którego środki miałyby być wykorzystywane do dobrowolnej konwersji. Konstrukcja funduszu ma zakładać mechanizm motywujący banki do szybkiego przewalutowania kredytów – jeśli bank nie wykorzysta swojej puli w ramach funduszu, trafić ma ona do wspólnej puli.

Na obecną chwilę nie są znane, ani dokładna kwota jaką banki miałyby zasilić fundusz, ani mechanizm determinujący poziom składki. Niemniej jednak konstrukcja w postaci funduszu powoduje, że koszty składek zostałyby zaksięgowane jednorazowo, niezależnie od przebiegu dobrowolnych konwersji. Poniżej prezentujemy nasze szacunki kosztów składek na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców, zakładając obciążenie dla banków rządu 2-4 mld PLN oraz proporcjonalne składki bazując na udziale w rynku walutowych kredytów hipotecznych.



Zakładane koszty składki na FWK (po podatku)			
mln PLN	Składka	Oczyszczony zysk netto 2017	Koszt jako % zysku
PEO	-44	2051	-2%
BZW	-156	2081	-8%
MBK	-216	1149	-19%
ING	-13	1460	-1%
MIL	-178	660	-27%
<b>Sektor</b>	<b>-1,620</b>		

Źródło: DM PKO BP

### Zwiększenia wymogu kapitałowego

Kolejnym rozwiązaniem rekomendowanym przez KSF było zwiększenie wag ryzyka dla walutowych kredytów hipotecznych ze 100% do 150% w metodzie standardowej wyznaczania wymogu kapitałowego. Dodatkowo, w przypadku banków stosujących metodę wewnętrznych ratingów (IRB) do wyliczania wymogu kapitałowego zwiększeniu miałyby ulec minimalne wartości parametru LGD, w celu uzyskania efektu ekwiwalentnego do podniesienia wag ryzyka. Według informacji NBP, Ministerstwo Finansów finalizuje prace nad rozporządzeniem wprowadzającym wyższe wagi ryzyka.

	Wpływ zmiany wagi ryzyka dla hipotek walutowych					
	1Q17		Pro-forma		Zmiana	
	CET1	TCR	CET1	TCR	CET1	TCR
PEO	17.7%	17.7%	17.4%	17.4%	-0.3%	-0.3%
BZW	14.7%	15.7%	13.8%	14.7%	-0.9%	-1.0%
MBK	18.8%	21.6%	16.0%	18.4%	-2.7%	-3.2%
ING	13.3%	14.3%	13.2%	14.2%	-0.1%	-0.1%
MIL	17.9%	18.0%	14.5%	14.6%	-3.4%	-3.4%

Źródło: DM PKO BP

Zwiększenie wymogów kapitałowych w największym stopniu obciążą współczynniki kapitałowe Banku Millennium (-3,4pp) oraz mBanku (-2,7pp.)

Poniżej prezentujemy nasze oczekiwania dotyczące newsflowu nt. kredytów frankowych.

#### Kalendarz "frankowy"

Kiedy?	Co?
do końca lipca	Ustawa spreadowa
jesień 2017	Nowe bufory frankowe
1 grudnia 2017	Zwiększenie wag ryzyka
1 stycznia 2018	Fundusz Wsparcia Kredytobiorców

Źródło: DM PKO BP

W scenariuszu bazowym zakładamy, że banki poniosą łącznie 6 mld PLN bezpośrednich kosztów z tytułu zwrotu spreadów oraz składki na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców oraz zostaną zwiększone wymogi kapitałowe, co nie pozostaje obojętne z punktu widzenia dywidend, potencjału ekspansji kredytowej oraz ROE.

### Wyniki 1Q7 nie przyniosły przełomu

Wyniki banków w 1Q17 były generalnie zgodne z niewygórowanymi oczekiwaniami. Na poziomie zagregowanym zysk netto był 2% powyżej konsensusu rynkowego. Wynik odsetkowy, z uwagi na spadek kw/kw, był raczej rozczarowujący. Podobne trendy były widoczne w przypadku marży odsetkowej netto. Po części było to efektem krótszego kwartału, niemniej jednak widać, że wyczerpuje się przestrzeń do repricingu portfela depozytów. Wynik prowizyjny lekko zaskoczył na plus, jednak były to raczej pojedyncze przypadki (Alior Bank, ING BSK, Millennium), a nie trend sektorowy. Nie było większych niespodzianek w odniesieniu do kosztów operacyjnych, podczas gdy odpisy z tytułu utraty wartości zaskoczyły na plus.

Podsumowanie wyników 1Q17										
1Q17 - raportowany (mln PLN)	PKO	PEO	BZW	MBK	ING	BHW	MIL	ALR	GNB	Łącznie
Wynik odsetkowy	2,046	1,115	1,254	749	816	254	393	640	329	7,596
Wynik prowizyjny	710	467	475	250	290	134	166	137	39	2,668
Łączne przychody	2,972	1,730	1,821	1,082	1,135	467	579	868	356	11,008
Koszty operacyjne	-1,563	-996	-838	-578	-564	-343	-271	-489	-254	-5,895
Wynik przed odpisami	1,409	734	983	504	570	124	308	379	102	5,113
Odpisy	-391	-115	-146	-83	-77	-29	-60	-212	-204	-1,316
Zysk netto	525	350	453	219	300	43	140	82	-97	2,016
1Q17 - konsensus (mln PLN)	PKO	PEO	BZW	MBK	ING	BHW	MIL	ALR	GNB	Łącznie
Wynik odsetkowy	2,043	1,105	1,279	754	819	257	396	647	336	7,634
Wynik prowizyjny	710	479	474	242	276	138	156	109	42	2,626
Łączne przychody	n.a.	1,720	1,815	1,067	1,117	n.a.	557	n.a.	371	n.a.
Koszty operacyjne	-1,576	-992	-854	-566	-565	-329	-276	-471	-251	-5,879
Wynik przed odpisami	n.a.	729	961	501	551	n.a.	281	n.a.	120	n.a.
Odpisy	-419	-130	-187	-88	-78	-18	-61	-215	-204	-1,400
Zysk netto	509	327	445	225	288	61	117	78	-75	1,974
1Q17 - różnica	PKO	PEO	BZW	MBK	ING	BHW	MIL	ALR	GNB	Łącznie
Wynik odsetkowy	0%	1%	-2%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-2%	0%
Wynik prowizyjny	0%	-2%	0%	3%	5%	-3%	7%	26%	-6%	2%
Łączne przychody	n.a.	1%	0%	1%	2%	n.a.	4%	n.a.	-4%	n.a.
Koszty operacyjne	-1%	0%	-2%	2%	0%	4%	-2%	4%	1%	0%
Wynik przed odpisami	n.a.	1%	2%	1%	3%	n.a.	10%	n.a.	-15%	n.a.
Odpisy	-7%	-11%	-22%	-6%	-2%	60%	-2%	-2%	0%	-6%
Zysk netto	3%	7%	2%	-3%	4%	-30%	20%	6%	29%	2%

Źródło: DM PKO BP, banki, PAP

Oczyszczając wyniki o jednorazowe zaksięgowanie kosztów z tytułu opłaty na fundusz restrukturyzacyjny za cały rok, zagregowany zysk netto w 1Q17 stanowił 23% całorocznych oczekiwań rynkowych. Dodatkowo banki istotnie nie zmieniły swoich całorocznych oczekiwań (wobec tego, co było prezentowane na początku roku). W związku z tym nie oczekujemy, że wyniki za 1Q17 były powodem do podnoszenia prognoz.

Wyniki 1Q17 wobec całorocznego konsensusu										
mln PLN	PKO	PEO	BZW	MBK	ING	BHW	MIL	ALR	GNB	Łącznie
Raportowany zysk netto	525	350	453	219	300	43	140	82	-97	2,016
Fundusz restrukturyzacyjny	209	178.4	79.5	116.8	70.5	60.9	44	0	46.8	806
Skorygowany zysk netto	682	484	513	306	353	88	173	82	-61	2,620
Konsensus zysku netto 2017	2832	2175	2229	1103	1346	581	611	393	158	11,428
Skor. 1Q17 jako % 2017	24%	22%	23%	28%	26%	15%	28%	21%	-39%	23%

Źródło: DM PKO BP, Bloomberg, banki



Bank	Lepsze/gorsze od konsensusu	Powód	Perspektywy na 2017
PEO	Lepsze	Niższe odpisy	Jednocyfrowy spadek zysku netto w 2017; wynik odsetkowy ciągle pod presją w 2Q17
BZW	Zgodne	Niższy wynik odsetkowy skompensowany niższymi odpisami	Koszty ryzyka na poziomie 80pb; marża odsetkowa powinna się poprawiać
MBK	Zgodne	Niższy wynik odsetkowy skompensowany niższymi odpisami	Koszty ryzyka na poziomie 55-60pb; 1 mld PLN zysku netto
ING	Lepsze	Wyższy wynik prowizyjny	Wyższy popyt na kredyty korporacyjne; koszty ryzyka w 1Q17 reprezentatywne
BHW	Gorsze	Gorsze przychody podstawowe (wynik odsetkowy i prowizyjny)	Wynik handlowy ciągle może być pod presją; chcą poprawić marżę; koszty ryzyka w segmencie korporacyjnym w okolicach zera
MIL	Lepsze	Wyższy wynik prowizyjny	Pozytywny trend w prowizjach; marża 2,5-2,6%; koszty ryzyka 50-60pb
ALR	Lepsze	Wyższy wynik prowizyjny	Wynik prowizyjny w 1Q17 reprezentatywny; marża 4,5%; koszty ryzyka 1,9%; wzrost kredytów netto o 6 mld PLN
GNB	Gorsze	Gorsze przychody podstawowe (wynik odsetkowy i prowizyjny)	Skorygowane koszty na poziomie 1Q17; odpisy w 2Q17 powyżej 200 mln PLN; może być ciężko o zysk w 2017

Źródło: DM PKO BP

### IFRS 9 obciążą kapitały

IFRS 9, który ma wejść w życie od 1 stycznia 2018 wprowadza nowe podejście do szacowania odpisów z tytułu utraty wartości ekspozycji kredytowych. W odróżnieniu od aktualnie stosowanego MSR 9, który bazował na koncepcji strat poniesionych, nowe podejście będzie bazowało na wyznaczaniu strat oczekiwanych. Jest to odpowiedź regulatorów wobec problemu zbyt niskich odpisów kredytowych, który uwidocznił się w trakcie ostatniego kryzysu finansowego („too little, too late”).

Oczekuje się, że wprowadzenie IFRS'u 9 znacząco zwiększy poziom odpisów z tytułu utraty wartości, co obniży kapitały banków. European Banking Authority szacuje na próbnce banków europejskich, że odpisy wzrosną średnio o 18% (mediana 20%, średnia ważona 26%), a negatywny wpływ na współczynniki kapitałowe CET1 wyniesie średnio -59pb (mediana -50pb., średnia ważona -55pb.).

#### Wyniki badania EBA nt. wpływu wprowadzenia IFRS9

	Odpisy	CET1
średnia	+18%	-59pb
mediana	+20%	-50pb
średnia ważona	+26%	-55pb

Źródło: DM PKO BP, EBA

Mając na uwadze silne obciążenie wynikające z nowych regulacji, obecnie rozważane jest wprowadzenie przepisów przejściowych, mających umożliwić rozłożenie wpływu na kapitały w czasie (Komisja Europejska sugerowała 5 lat, EBA 4 lata).

Przejście na IFRS 9 powoduje, że dla zdrowych ekspozycji banki będą dokonywać estymacji parametrów ryzyka w horyzoncie 12 miesięcy, a dla ekspozycji, dla których nastąpił wzrost ryzyka lub zmaterializowały się przesłanki utraty wartości, w horyzoncie pozostałego czasu życia ekspozycji. W związku z tym, w naszej ocenie istotnym czynnikiem mającym wpływ na potencjalne zwiększenie odpisów banków, będą miały obecnie stosowane wartości parametru Loss Identification Period (LIP). Poniżej prezentujemy wartości tych parametrów dla polskich banków.

#### Stosowane wartości parametru LIP

PEO	b.d.
BZW	b.d.
MBK	12m segment detaliczny, 6-8m segment korporacyjny
ING	8m małe korporacje i consumer, 9m pozostałe korporacje, 12m hipoteki
BHW	b.d.
MIL	9-12m
ALR	hipoteki 6m, konsument 5m, korporacje 4-5m

Źródło: DM PKO BP, banki

Spośród polskich banków, największe ryzyko widzimy w przypadku Alior Banku, gdzie LIPy wynoszą 4-6 miesięcy. Dobrze z kolei wypadają ING, mBank oraz Millennium. Poniżej prezentujemy nasze założenia wpływu wprowadzenia IFRS 9 na współczynniki kapitałowe. W naszych modelach zakładamy, że wpływ ten będzie rozłożony na 4 lata.

#### Zakładamy wpływ IFRS9 na Tier1 (pb.)

PEO	-40
BZW	-40
MBK	-35
ING	-30
BHW	-40
MIL	-35
ALR	-100

Źródło: DM PKO BP

### IRB – szansa na istotne zwiększenie współczynników ING i Millennium

Zwracamy uwagę, że 31 grudnia 2017 kończy się okres przejściowy w odniesieniu do przepisów regulujących wagi ryzyka w przypadku banków stosujących metody wewnętrznych ratingów (IRB). Przypominamy, że zastosowanie IRB pozwoliło bankom na znaczące zredukowanie wymogu kapitałowego. W okresie przejściowym banki nie mogły w pełni wykorzystać tego efektu, z uwagi na tzw. floor nadzorczy (minimalna wartość w relacji do wymogu według metody standardowej). Okres przejściowy kończy się na koniec 2017, co pozwoliłoby bankom znacząco obniżyć wymogi kapitałowe, jeżeli nie zostaną zredefiniowane reguły adekwatności (w trwających obecnie pracach Komitetu Bazylejskiego pojawiają się propozycje wprowadzenia ograniczeń redukcji RWA na stałe).

W Polsce metodę IRB stosują mBank i Millennium dla portfela detalicznego oraz ING dla portfela korporacyjnego.

Nawet jeżeli floor nadzorczy pozostanie, otwartą kwestią będzie interpretacja przepisów z nim związanych. Istnieje spora rozbieżność pomiędzy interpretacją KNF a praktyką rynkową na rynku europejskim. W sprawozdaniu finansowym za 2016 mBank zmienił sposób interpretacji floor'a, co przełożyło się na istotne zwiększenie raportowanych współczynników kapitałowych (+1,7pp. na poziomie CET1), przy czym zwracamy uwagę, że KNF nie zgadza się z taką interpretacją. Według mBanku, bank musi spełniać minimalne poziomy współczynników kapitałowych z zastosowaniem floora nadzorczego i jeżeli je spełnia to raportowany poziom współczynników jest obliczany już bez floor'a, podczas gdy według KNF raportowany wymóg kapitałowy jest obliczany z zastosowaniem floor'a. Według naszej wiedzy PWC wystąpił do European Banking Authority (EBA) o oficjalną interpretację przepisów.

Wygaśnięcie przepisów przejściowych (bez zredefiniowania floor'a) lub oficjalna interpretacja mogą skutkować istotnym zwiększeniem współczynników kapitałowych ING i Millennium.

Pozytywny wpływ zniesienia "floora regulacyjnego"						
	1Q17		Pro-forma		Różnica	
	T1	TCR	T1	TCR	T1	TCR
MIL	17.9%	18.0%	22.4%	22.6%	4.5%	4.6%
ING	13.3%	14.3%	14.0%	15.0%	0.7%	0.7%

Źródło: DM PKO BP

Jednocześnie zakładamy, że eliminacja floora nadzorczego przełoży się na wyższe bufor kapitałowe z tytułu ekspozycji na walutowe kredyty hipoteczne. Zakładamy, że regulator podniesie skonsolidowany bufor dla mBanku z 3,3pp. do 4,1pp. oraz z 3,1pp. do 5,0pp. dla Millennium.

### Bufor systemowy – uporządkowanie obowiązujących wymogów

Ministerstwo Rozwoju i Finansów przygotowało projekt rozporządzenia, przewidującego utrzymanie przez banki bufora ryzyka systemowego w wysokości 3% łącznej ekspozycji na ryzyko. Wejście w życie planowane jest na 1 stycznia 2018.

W naszej ocenie wprowadzenie bufora systemowego służy uporządkowaniu obowiązujących w Polsce wymogów kapitałowych. W obecnym kształcie minimalny wyjściowy poziom dla polskich banków bazował na piśmie KNF z 2014, które określało minimalny poziom współczynnika Tier 1 na 9% a TCR na 12% (przy buforze systemowym na poziomie 0%). Bazylejskie rozporządzenie CRR zakłada natomiast wyjściowy poziom współczynników na poziomach, odpowiednio 6% i 8%, co powiększone o 3% bufor systemowy określa minimalne „wyjściowe” poziomy na 9% i 11%. Zmniejszeniu o 1pp. ulega zatem wymóg na poziomie łącznego współczynnika kapitałowego TCR.

Wymogi kapitałowe (bez bufora FX)	Obecny kształt		Pro-forma	
	T1	TCR	T1	TCR
	CRR	-	-	6.00%
Rekomendacja KNF	9.00%	12.00%	-	-
Bufor systemowy	0.00%	0.00%	3.00%	3.00%
Bufor zabezpieczający	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
Bufor antycykliczny	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bufor O-SIFI	0.00%-0.75%	0.00%-0.75%	0.00%-0.75%	0.00%-0.75%
Bufor SIFI	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Łącznie</b>	<b>10.25%-11.00%</b>	<b>13.25%-14.00%</b>	<b>10.25%-11.00%</b>	<b>12.25%-13.00%</b>

Źródło: DM PKO BP

### Bufor zabezpieczający będzie rósł

Przypominamy również, że przewidziane są dalsze wzrosty bufora zabezpieczającego. W 2017 wynosi on 1,25%, w 2018 ma wynosić 1,875%, a w 2019 2,5%. W efekcie podniesie to minimalne poziomy współczynniki kapitałowych.

Wzrost minimalnych wymogów T1 (bez bufora FX)	2017			2018			2019		
	T1	TCR	Wzrost	T1	TCR	Wzrost	T1	TCR	Wzrost
CRR	6.00%	8.00%	0.00%	6.00%	8.00%	0.00%	6.00%	8.00%	0.00%
Bufor systemowy	3.00%	3.00%	0.00%	3.00%	3.00%	0.00%	3.00%	3.00%	0.00%
Bufor zabezpieczający	1.25%	1.25%	0.00%	1.88%	1.88%	0.63%	2.50%	2.50%	0.62%
Bufor antycykliczny	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bufor O-SIFI	0.00%-0.75%	0.00%-0.75%	0.00%	0.00%-0.75%	0.00%-0.75%	0.00%	0.00%-0.75%	0.00%-0.75%	0.00%
Bufor SIFI	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Łącznie</b>	<b>10.25%-11.00%</b>	<b>13.25%-14.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>10.88%-11.63%</b>	<b>13.88%-14.63%</b>	<b>0.63%</b>	<b>11.50%-12.25%</b>	<b>14.50%-15.25%</b>	<b>0.75%</b>

Źródło: DM PKO BP

## Dywidendy pozostaną pod presją

Poniżej prezentujemy oczekiwaną ścieżkę kształtowania się współczynników kapitałowych oraz oczekiwanych dywidend dla poszczególnych banków. W naszych prognozach zakładamy, że odpowiednie narzuty ponad minimalne poziomy współczynników, które obowiązywały przy podziale zysku za 2016, będą obowiązywały w kolejnych latach. Dodatkowo zakładamy, że banki w ciągu roku zaliczają do kapitałów planowaną do pozostawienia część zysków za pierwsze półrocze.

- **Pekao – jeszcze tylko dwa lata wysokich dywidend**

Pekao - współczynniki kapitałowe				
	2017	2018	2019	2020
Tier1 (%)	16.2	15.5	15.4	15.3
Minimalny T1	11.0	11.6	12.3	12.3
Min. T1 do wypłaty 50%	14.0	14.6	15.3	15.3
Min. T1 do wypłaty 100%	14.0	14.6	15.3	15.3
TCR (%)	17.4	17.9	17.7	17.5
Minimalny TCR	13.0	13.6	14.3	14.3
Min. TCR do wypłaty 50%	14.0	14.6	15.3	15.3
Min. TCR do wypłaty 100%	17.0	17.6	18.3	18.3
Wskaźnik wypłaty dywidendy	95%	90%	50%	50%
DPS (PLN)	8.2	7.8	4.9	5.4
Stopa dywidendy	6.2%	5.9%	3.7%	4.1%

Źródło: DM PKO BP

- **BZ WBK – 50% wypłaty powinny być możliwe**

BZWBK - współczynniki kapitałowe				
	2017	2018	2019	2020
Tier1 (%)	14.8	15.7	15.6	15.5
Minimalny T1	11.2	11.8	12.5	12.5
Min. T1 do wypłaty 50%	14.2	14.8	15.5	15.5
Min. T1 do wypłaty 100%	14.2	14.8	15.5	15.5
TCR (%)	15.7	16.6	16.4	16.3
Minimalny TCR	13.4	14.0	14.6	14.6
Min. TCR do wypłaty 50%	14.4	15.0	15.6	15.6
Min. TCR do wypłaty 100%	17.4	18.0	18.6	18.6
Wskaźnik wypłaty dywidendy	50%	50%	50%	50%
DPS (PLN)	8.3	10.9	12.1	13.3
Stopa dywidendy	2.4%	3.1%	3.5%	3.8%

Źródło: DM PKO BP



- mBank – brak dywidend do 2020

mBank - współczynniki kapitałowe				
	2017	2018	2019	2020
Tier1 (%)	15.7	16.4	17.6	18.1
Minimalny T1	13.8	14.5	15.1	15.1
Min. T1 do wypłaty 50%	16.8	17.5	18.1	18.1
Min. T1 do wypłaty 100%	16.8	17.5	18.1	18.1
TCR (%)	18.1	18.7	19.9	20.4
Minimalny TCR	16.9	17.5	18.1	18.1
Min. TCR do wypłaty 50%	17.9	18.5	19.1	19.1
Min. TCR do wypłaty 100%	20.9	21.5	22.1	22.1
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	0%	0%
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Źródło: DM PKO BP

- ING – silny wzrost oraz dywidendy możliwe przy braku floor'a nadzorczego

ING - współczynniki kapitałowe				
	2017	2018	2019	2020
Tier1 (%)	15.1	15.7	15.7	15.1
Minimalny T1	10.8	11.4	12.0	12.0
Min. T1 do wypłaty 50%	13.8	14.4	15.0	15.0
Min. T1 do wypłaty 100%	13.8	14.4	15.0	15.0
TCR (%)	16.0	16.6	16.5	15.8
Minimalny TCR	12.8	13.4	14.0	14.0
Min. TCR do wypłaty 50%	13.8	14.4	15.0	15.0
Min. TCR do wypłaty 100%	16.8	17.4	18.0	18.0
Wskaźnik wypłaty dywidendy	50%	50%	50%	50%
DPS (PLN)	5.6	6.4	7.3	8.3
Stopa dywidendy	3.1%	3.5%	4.0%	4.6%

Źródło: DM PKO BP



- Handlowy – wysokie wypłaty cały czas możliwe

Handlowy - współczynniki kapitałowe	2017	2018	2019	2020
Tier1 (%)	16.9	15.9	15.2	14.8
Minimalny T1	10.5	11.1	11.8	11.8
Min. T1 do wypłaty 50%	13.5	14.1	14.8	14.8
Min. T1 do wypłaty 100%	13.5	14.1	14.8	14.8
TCR (%)	16.9	17.3	17.8	17.9
Minimalny TCR	12.5	13.1	13.8	13.8
Min. TCR do wypłaty 50%	13.5	14.1	14.8	14.8
Min. TCR do wypłaty 100%	16.5	17.1	17.8	17.8
Wskaźnik wypłaty dywidendy	95%	95%	85%	85%
DPS (PLN)	3.4	3.9	4.0	4.4
Stopa dywidendy	4.9%	5.6%	5.7%	6.3%

Źródło: DM PKO BP

- Millennium – pomimo ekspozycji CHF, możliwe dywidendy przy braku floor'a nadzorczego

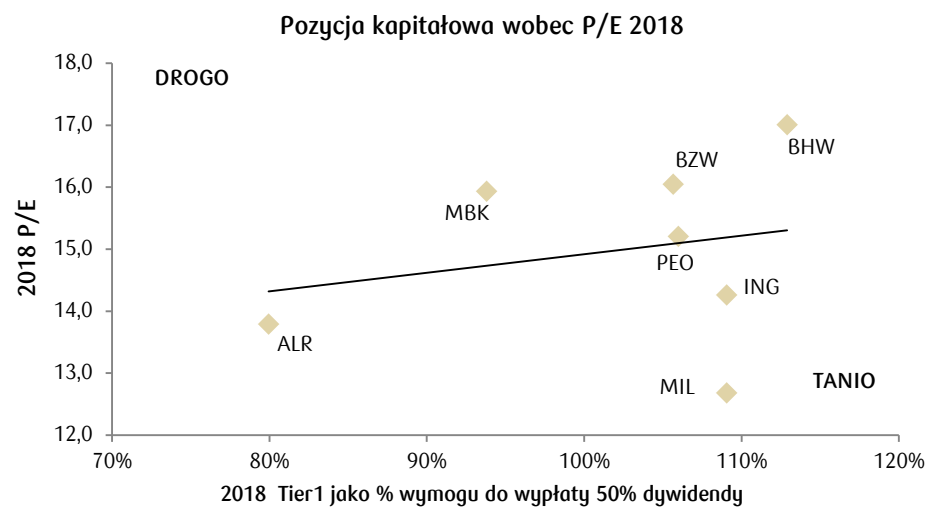
Millennium - współczynniki kapitałowe	2017	2018	2019	2020
Tier1 (%)	18.8	19.5	20.5	20.4
Minimalny T1	14.2	14.9	15.5	15.5
Min. T1 do wypłaty 50%	17.2	17.9	18.5	18.5
Min. T1 do wypłaty 100%	17.2	17.9	18.5	18.5
TCR (%)	19.0	21.7	22.6	22.5
Minimalny TCR	17.5	18.1	18.7	18.7
Min. TCR do wypłaty 50%	20.5	21.1	21.7	21.7
Min. TCR do wypłaty 100%	20.5	21.1	21.7	21.7
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	50%	50%
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.3	0.3
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	4.4%	4.7%

Źródło: DM PKO BP

- Alior – brak dywidend ze względu na słabą pozycję kapitałową

Alior - współczynniki kapitałowe				
	2017	2018	2019	2020
Tier1 (%)	11.3	11.3	11.8	11.8
Minimalny T1	10.5	11.1	11.8	11.8
Min. T1 do wypłaty 50%	13.5	14.1	14.8	14.8
Min. T1 do wypłaty 100%	13.5	14.1	14.8	14.8
TCR (%)	13.4	14.1	14.4	14.3
Minimalny TCR	12.5	13.1	13.8	13.8
Min. TCR do wypłaty 50%	13.5	14.1	14.8	14.8
Min. TCR do wypłaty 100%	16.5	17.1	17.8	17.8
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0%	0%	0%	0%
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Źródło: DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

### Wycena

Do wyceny banków przedstawionych w naszej analizie stosujemy model WEV bazujący na zdyskontowanej wartości rezydualnej powiększonej o bieżącą wartość dywidend wypłacanych w okresie prognozy. Wartość rezydualną obliczamy na rok 2018 na bazie formuły:  $P/BV = (\text{długoterminowe ROE} - \text{stopa wzrostu}) / (\text{koszt kapitału} - \text{stopa wzrostu})$ . Następnie dyskontujemy wartość rezydualną na dzień dzisiejszy i dodajemy bieżącą wartość dywidend wypłacanych w okresie prognozy.

Cenę docelową ustalamy na bazie oczekiwanej 12-miesięcznej stopy zwrotu z inwestycji. Do obliczania kosztu kapitału przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,4%, premię za ryzyko rynkowe równą 5% oraz wartości współczynnika beta w przedziale 1,0-1,2x. Poziomy średnioterminowego zwrotu z kapitału szacujemy na podstawie prognozowanej rentowności banku w znormalizowanym roku.

Założenia wyceny						
Bank	Beta	Koszt kapitału	Stopa wzrostu	Długoterminowe ROE	Docelowe P/BV	
Pekao	1.00	8.4%	3.0%	10.8%	1.42	
mBank	1.00	8.4%	3.0%	8.4%	1.00	
BZ WBK	1.00	8.4%	3.0%	10.4%	1.37	
Handlowy	1.00	8.4%	3.0%	8.9%	1.08	
ING BSK	1.00	8.4%	3.0%	14.3%	2.00	
Millennium	1.00	8.4%	4.0%	9.4%	1.19	
Alior Bank	1.20	9.4%	2.0%	10.4%	1.13	

Źródło: DM PKO BP

### Wycena (dane na jedną akcję)

Bank	BV 2018P	Wartość rezydualna	Zdysk. wart. rezydualna	Wart. bież. dywidend	Wart. godziwa akcji	Cena docelowa	Rekomendacja
Pekao	88	128	108	16	124	140	Trzymaj
mBank	351	351	294	0	294	332	Sprzedaj
BZ WBK	225	309	259	8	267	301	Sprzedaj
Handlowy	52	56	61	8	55	62	Sprzedaj
ING BSK	98	205	172	5	177	200	Kupuj
Millennium	6.4	7.8	6.6	0.0	6.6	7.4	Trzymaj
Alior Bank	56	62.8	51.6	0.0	52	59.0	Sprzedaj

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza - na bazie konsensusu

Bank	Cena	Kapitalizacja (mln EUR)	P/E			P/BV			Div yield	ROE		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Pekao	132.0	8,261	16.2	14.3	13.0	1.5	1.5	1.4	8.7	9.4	10.6	11.6
PKO BP	35.9	10,685	16.2	14.0	12.4	1.3	1.2	1.1	0.0	8.0	8.6	9.1
BZWBK	349.0	8,258	15.5	13.7	12.3	1.6	1.5	1.4	5.4	10.5	10.8	11.4
Handlowy	70.1	2,184	16.3	14.1	13.0	1.3	1.3	1.3	4.5	8.4	9.6	10.4
ING Słaski	181.2	5,620	17.1	14.4	12.8	1.9	1.7	1.6	0.0	12.1	13.0	13.5
mBank	447.9	4,515	17.1	14.7	13.1	1.3	1.2	1.1	0.0	8.1	8.8	9.5
Getin Noble	1.5	316	12.5	4.9	3.8	0.2	0.3	0.2	0.0	2.5	5.1	6.3
Millennium	7.2	2,083	14.1	12.2	10.6	1.1	1.1	1.0	0.0	8.0	8.8	9.5
Alior Bank	66.5	2,050	19.4	11.3	9.2	1.3	1.2	1.0	0.0	5.5	10.7	11.7
<b>Polska mediana</b>			<b>16.2</b>	<b>14.0</b>	<b>12.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.0</b>	<b>8.1</b>	<b>9.6</b>	<b>10.4</b>
OTP	8,906.0	8,093	11.4	10.8	10.4	1.6	1.4	1.3	2.3	14.0	13.6	13.2
Komercni	930.0	6,723	14.1	13.7	13.3	1.6	1.6	1.5	4.5	11.8	11.5	11.4
Erste	33.4	14,355	12.1	11.5	11.1	1.1	1.0	1.0	3.0	9.3	9.2	9.2
Raiffeisen	24.2	7,955	11.1	9.5	8.6	0.8	0.8	0.7	0.0	7.7	8.2	8.3
Moneta	77.4	1,504	11.3	11.5	11.3	1.5	1.6	1.6	10.0	13.1	13.4	14.4
<b>CEE mediana</b>			<b>11.4</b>	<b>11.5</b>	<b>11.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>3.0</b>	<b>11.8</b>	<b>11.5</b>	<b>11.4</b>
Sberbank	150.1	50,831	5	4.9	4.5	1.0	0.9	0.8	3.2	20.7	19.7	18.9
VTB	0.1	13,264	11	9.3	6.5	0.6	0.7	0.6	1.5	6.2	8.9	10.5
Vozrozhdenie	743.0	277	9	-	-	0.7	-	-	0.1	7.8	-	-
Bank St. Petersburg	59.0	407	4	3.6	2.9	0.4	0.4	0.3	2.8	10.0	11.1	12.1
<b>Rosja mediana</b>			<b>7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>2.2</b>	<b>8.9</b>	<b>11.1</b>	<b>12.1</b>
Yapi Kredi	4.4	4,865	5.7	5.0	4.4	0.7	0.6	0.5	0.3	11.9	12.3	12.6
Garanti	9.6	10,186	6.8	5.7	4.9	1.0	0.9	0.8	1.8	15.6	16.3	16.7
Halkbank	13.2	4,169	4.8	4.2	3.6	1.0	0.9	0.9	1.5	14.5	14.3	15.3
Isbank	7.1	8,072	6.4	5.8	4.9	0.8	0.7	0.6	2.7	12.5	13.0	14.1
Vakifbank	6.5	4,080	5.9	4.8	3.3	0.7	0.6	0.5	0.7	10.1	11.5	-
<b>Turcja mediana</b>			<b>5.9</b>	<b>5.0</b>	<b>4.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>1.5</b>	<b>12.5</b>	<b>13.0</b>	<b>14.7</b>
<b>Region mediana</b>			<b>11.4</b>	<b>11.1</b>	<b>9.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>10.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.6</b>

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Wzrost nie do utrzymania

Obniżamy rekomendację do Sprzedaj

### pozycja kapitałowa zbyt słaba, żeby utrzymać wzrost

W naszej ocenie tempo wzrostu kredytów będzie musiało spowolnić ze względu na zbyt słabą pozycję kapitałową (chyba, że kapitały zostaną podniesione). Już obecnie nadwyżka ponad minimalny poziom jest niewielka, podczas gdy wymogi będą rosły (wzrost bufora zabezpieczającego oraz spodziewamy się nałożenia na Alior bufora OSIFI). Dodatkowo naszym zdaniem Alior najmocniej ucierpi przez wprowadzenie IFRS9, ze względu na niski parametry LIP.

### Odejście założyciela, prezesa i akcjonariusza

Istotnym czynnikiem niepewności jest rezygnacja prezesa banku. Wojciech Sobieraj był założycielem banku, jego twarzą oraz gwarantem niezależności (co było szczególnie istotne po przejściu przez PZU). Otwartym pytaniem jest, czy razem z prezesem nie ojadą inni kluczowi menedżerowie?

### Ryzyko podaży do 8% spółki

Dodatkowo widzimy ryzyko podaży akcji. EBOR posiada pakiet 4,8% akcji wart ok. 415 mln PLN. Prawdopodobne jest, że akcje posiada również fundusz private equity Innova Capital (otrzymali akcje w trakcie przejścia Meritum Bank). Zakładając, że nie sprzedali akcji na rynku oraz wzięli udział w podniesieniu kapitałów z prawem poboru, mogą mieć pakiet ok. 3,2%, wart 280 mln PLN.

### Wycena

Alior bank jest obecnie wyceniany na poziomie 14x zyski w 2018, tj. blisko poziomów dla sektora. W naszej ocenie bank powinien być notowany z istotnym dyskontem wobec grupy porównawczej ze względu na słabą pozycję kapitałową (i w konsekwencji brak dywidend).

mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 501	1 946	2 668	2 912	3 230
Wynik prowizyjny	332	331	551	570	589
Przychody	2 166	3 189	3 594	3 859	4 204
Koszty operacyjne	-1 108	-1 567	-1 914	-1 648	-1 670
Odpisy z tytułu utraty wartości	-672	-800	-1 003	-1 142	-1 266
Zysk netto	308	618	322	623	765
EPS	4,27	4,78	2,49	4,82	5,92
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	19,4	11,6	26,7	13,8	11,2
P/BV	1,7	1,2	1,3	1,2	1,1
Stopa dywidendy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	66,50
Upside	-11%
Liczba akcji (mn)	129,26
Kapitalizacja (mln PLN)	8 595,64
Free float	75%
Free float (mln PLN)	6 430,40
Free float (mln USD)	1 718,32
P/BV	1,31
BVPS	50,68

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
PZU	25,19
Aviva OFE	7,58
Genesis AM	6,04
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	16-12-16 59,00
Trzymaj	14-07-16 57,00

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-3,4%	-10,3%
3 miesiące	6,4%	1,8%
6 miesięcy	22,7%	28,6%
12 miesięcy	28,5%	25,8%
Min 52 tyg. PLN		42,03
Max 52 tyg. PLN		76,99
Średni dzienny obrót mln PLN		19,82

Analityk	
Jaromir Szortyka	
+48 22 580 39 47	
jaromir.szortyka@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	



## Alior Bank: Długoterminowe ROE

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	Długoterminowe
ROE:	4.0%	11.0%	12.4%	9.5%	12.7%	5.0%	9.1%	10.1%	10.6%	10.4%
ROA:	0.3%	1.0%	1.2%	0.9%	1.2%	0.5%	0.9%	1.1%	1.2%	1.1%
+ Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa	4.5%	4.3%	4.4%	4.3%	3.8%	4.2%	4.4%	4.5%	4.7%	4.6%
- Koszty / Śr. Aktywa	5.0%	3.6%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	2.5%	2.3%	2.2%	2.3%
+ Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa	2.5%	2.3%	2.4%	1.9%	2.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
- Odpisy / Śr. Aktywa	1.5%	1.7%	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	1.8%
- Podatek / Śr. Aktywa	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
Dźwignia	11.9	11.2	10.7	10.8	10.4	9.9	9.7	9.5	9.1	9.3

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## Alior Bank: Wycena

Długoterminowe ROE	10.4
Koszt kapitału (%)	9.4
Stopa wzrostu (%)	2
Implikowane P/BV (x)	1.13
2018P BVPS	56
Wartość rezydualna 2018P	63
NPV wartości rezydualnej	52
NPV dywidend	0
NPV wart. rezydualnej + dywidend	52
Korekta CHF	0
12-miesięczna cena docelowa	59
Potencjał wzrostu	-11%

Źródło: DM PKO BP

## Alior Bank: Koszt kapitału

Stopa wolna od ryzyka (%)	3.4
Premia za ryzyko (%)	5.0
Beta	1.20
Koszty kapitału (%)	9.4

Źródło: DM PKO BP

## Alior Bank: Wrażliwość docelowego P/BV

	Długoterminowe ROE (%)		
	8.4	10.4	12.4
1.0	0.88	1.12	1.35
1.5	0.87	1.12	1.38
2.0	0.86	1.13	1.40
2.5	0.85	1.14	1.43
3.0	0.84	1.15	1.47

	Długoterminowe ROE (%)		
	8.4	10.4	12.4
8.4	1.00	1.31	1.62
8.9	0.92	1.21	1.50
9.4	0.86	1.13	1.40
9.9	0.81	1.06	1.31
10.4	0.76	1.00	1.24

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	827	999	1 216	1 501	1 946	2 668	2 912	3 230	3 545
Wynik odsetkowy (dynamika r/r)	67,2%	20,7%	21,8%	23,5%	29,6%	37,1%	9,1%	10,9%	9,7%
Wynik z opłat i prowizji	201	275	348	332	331	551	570	589	609
Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)	-40,8%	36,6%	26,5%	-4,7%	-0,2%	66,3%	3,5%	3,3%	3,4%
Wynik handlowy	205	239	277	282	342	313	315	320	335
Pozostałe	43	28	32	52	569	62	62	65	70
Przychody ogółem	1 277	1 540	1 873	2 166	3 189	3 594	3 859	4 204	4 559
Przychody ogółem (dynamika r/r)	28,4%	20,6%	21,6%	15,6%	47,2%	12,7%	7,4%	8,9%	8,4%
Koszty ogółem	-908	-847	-925	-1 108	-1 567	-1 914	-1 648	-1 670	-1 692
Koszty ogółem (dynamika r/r)	-42,0%	6,7%	-9,2%	-19,7%	-41,4%	-22,1%	13,9%	-1,3%	-1,3%
Wynik operacyjny	369	693	948	1 058	1 622	1 681	2 211	2 534	2 867
Wynik operacyjny (dynamika r/r)	3,9%	87,8%	36,8%	11,6%	53,3%	3,6%	31,6%	14,6%	13,1%
Odpisy z tytułu utraty wart.	-279	-405	-547	-672	-800	-1 003	-1 142	-1 266	-1 421
Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r)	-47,3%	-45,4%	-35,0%	-23,0%	-19,0%	-25,4%	-13,9%	-10,8%	-12,2%
Inne	0	0	0	0	-131	-207	-211	-224	-238
Zysk brutto	90	288	401	386	691	471	859	1 044	1 208
Zysk brutto (dynamika r/r)	-45,5%	218,5%	39,4%	-3,8%	79,1%	-31,9%	82,4%	21,6%	15,7%
Podatek dochodowy	-29	-60	-79	-77	-73	-149	-235	-279	-318
Zyski (straty) mniejszości	0	0	1	1	0	0	0	0	0
Skorygowany zysk (strata) netto	61	228	323	365	388	480	623	765	890
Zysk (strata) netto	61	228	321	308	618	322	623	765	890
Zysk (strata) netto (dynamika r/r)	-59,8%	272,9%	41,0%	-4,1%	100,4%	-47,8%	93,4%	22,7%	16,3%
Zysk na akcję	0,96	3,58	4,61	4,27	4,78	2,49	4,82	5,92	6,89
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Aktywa</b>									
Kasa i należności od sektora fin.	1 443	1 321	1 608	2 395	2 449	2 298	2 298	2 298	2 298
Kredyty i pożyczki	14 300	19 658	23 648	30 907	46 278	52 133	56 056	59 671	63 061
Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)	41,1%	37,5%	20,3%	30,7%	49,7%	12,7%	7,5%	6,4%	5,7%
Aktywa finansowe	0	3 644	4 136	5 412	10 218	7 760	8 510	9 510	10 810
Inne aktywa	944	927	775	1 289	2 264	2 259	2 259	2 259	2 259
Aktywa ogółem	16 687	25 550	30 168	40 003	61 210	64 450	69 123	73 737	78 428
Aktywa odsetkowe	20 238	24 611	29 312	38 575	58 874	62 129	66 802	71 417	76 108
Aktywa odsytkowe (dynamika r/r)	35,7%	21,6%	19,1%	31,6%	52,6%	5,5%	7,5%	6,9%	6,6%
Aktywa ważone ryzykiem	14 118	19 292	23 061	30 720	46 512	51 051	54 348	57 026	59 295
<b>Pasywa</b>	<b>21 181</b>	<b>25 550</b>	<b>30 168</b>	<b>40 003</b>	<b>61 210</b>	<b>64 450</b>	<b>69 123</b>	<b>73 737</b>	<b>78 428</b>
Zobowiązania wobec sektora fin.	629	818	1 049	1 051	429	537	537	537	537
Depozyty	17 463	20 842	24 428	33 664	51 369	54 317	58 462	62 340	66 080
Depozyty (dynamika r/r)	29,1%	19,3%	17,2%	37,8%	52,6%	5,7%	7,6%	6,6%	6,0%
Wyemitowane papiery dłużne	351	349	542	896	1 165	1 161	1 161	1 161	1 161
Inne zobowiązania	767	1 356	1 134	878	2 044	1 883	1 787	1 759	1 820
Udziały niekontrolujące	0	0	2	1	1	1	1	1	1
Kapitał przypadający akcjonariuszom	1 971	2 185	3 013	3 513	6 202	6 551	7 175	7 940	8 830
Wartość księgowa na akcję	31,00	34,36	43,06	48,44	47,98	50,68	55,51	61,42	68,31

Wskaźniki (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe)	4,71	4,45	4,51	4,42	3,99	4,41	4,52	4,67	4,81
Wynik prowizyjny/Przychody ogółem	15,8	17,9	18,6	15,3	10,4	15,3	14,8	14,0	13,4
Koszty/Przychody	-71,1	-55,0	-49,4	-51,1	-49,1	-53,2	-42,7	-39,7	-37,1
Saldo rezerw/ Średnie kredyty	-	-2,29	-2,40	-2,33	-1,95	-1,90	-1,95	-2,00	-2,10
Stawka podatkowa	32,3	20,8	19,7	20,0	10,6	31,6	27,4	26,7	26,3
Aktywa odsetkowe/Aktywa	121,3	96,3	97,2	96,4	96,2	96,4	96,6	96,9	97,0
Kredyty/Aktywa	85,7	76,9	78,4	77,3	75,6	80,9	81,1	80,9	80,4
Kredyty/Depozyty	81,9	94,3	96,8	91,8	90,1	96,0	95,9	95,7	95,4
Depozyty/Aktywa	104,7	81,6	81,0	84,2	83,9	84,3	84,6	84,5	84,3
Współczynnik wypłacalności	15,2	12,1	12,8	12,5	13,6	13,4	14,1	14,4	14,3
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,8	10,3	11,2	9,7	11,3	11,3	11,3	11,8	11,8
Wskaźnik NPL	5,7	6,9	8,9	9,3	9,3	11,2	12,0	12,5	13,0
Współczynnik pokrycia rezerwami	66,8	62,1	58,0	63,6	66,6	63,2	68,4	71,7	73,8
ROE	3,96	10,97	12,36	9,45	12,72	5,05	9,08	10,12	10,62
ROA	0,37	0,89	1,07	0,77	1,01	0,50	0,90	1,04	1,13
<b>Dywidenda</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Wskaźnik wypłaty %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dywidenda na akcję	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Źródło: prognozy DM PKO BP



## Wysoka wycena

Utrzymujemy rekomendację Sprzedaj.

### Wyniki 1Q17 wsparte przez niskie koszty ryzyka

BZWBK zaraportował mieszane wyniki za 1Q17. Widoczna presja po stronie wyniku odsetkowego (-2% kw/kw) została skompensowana przez niskie koszty ryzyka (ok. 50pb. dzięki sprzedaży kredytów niepracujących) oraz małe pozytywne zdarzenia jednorazowe.

### Kredyty frankowe obciążą wyniki w 2017 oraz ROE w kolejnych latach

Spodziewamy się, że z uwagi na portfel walutowych kredytów hipotecznych, bank poniesie ok. 580 mln PLN kosztów w 2017 (zwrot spreadów oraz składka na Fundusz Wsparcie Kredytobiorców). Dodatkowo zwiększenie wagi ryzyka dla kredytów frankowych negatywnie wpłynie na współczynniki kapitałowe (-0,9pp na Tier 1), co z kolei obciąży ROE w kolejnych latach.

### Dywidenda za 2017 możliwa, chociaż są ryzyka

W 2017 BZWBK wypłacił symboliczną dywidendę w 2017 (stopa dywidendy ok. 1,6%) z zysków niepodzielonych z lat ubiegłych. Z naszych prognoz zakładamy, że bank wypłaci 50% zysku z 2017 (spodziewamy się, że bank spełni wymagane poziomy kapitałowe), chociaż istnieje ryzyko jej braku (z uwagi na portfel hipotek walutowych).

### Wycena

BZWBK jest obecnie wyceniany na poziomie na poziomie ok. 18x oczyszczone zyski za 2017, co jest jedynym z najwyższych wskaźników w sektorze. Nie znajdujemy uzasadnienia dla premii wobec sektora. Wskaźnik P/BV również wydaje się wysoki (1,6-1,7x), biorąc pod uwagę oczyszczone ROE na poziomie ok. 10%.

mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 309	4 770	5 154	5 435	5 912
Wynik prowizyjny	1 938	1 915	1 959	2 002	2 024
Przychody	7 407	7 451	6 919	7 800	8 308
Koszty operacyjne	-3 465	-3 212	-3 186	-3 200	-3 227
Odpisy z tytułu utraty wartości	-811	-785	-807	-878	-969
Zysk netto	2 307	2 167	1 647	2 158	2 400
EPS	23,25	21,84	16,59	21,75	24,18
DPS	15,30	5,40	8,30	10,87	12,09
P/E	13,8	13,2	21,0	16,0	14,4
P/BV	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5
Stopa dywidendy	4,38	1,55	2,38	3,12	3,46

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	349,00
Upside	-14%
Liczba akcji (mn)	99,23
Kapitalizacja (mln PLN)	34 632,85
Free float	31%
Free float (mln PLN)	10 594,19
Free float (mln USD)	2 830,97
P/BV	1,65
BVPS	211,78

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	1,5%
Odcięcie dywidendy	30.05.2017

Akcjonariusze	% Akcji
Banco Santander S.A.	69,41
NN OFE	6,37
-	-
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Sprzedaj	16-12-16 312,00
Sprzedaj	22-07-16 264,00

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-3,4%	-3,1%
3 miesiące	6,4%	-0,3%
6 miesięcy	22,7%	8,0%
12 miesięcy	28,5%	30,9%
Min 52 tyg. PLN		251,05
Max 52 tyg. PLN		378,50
Średni dzienny obrót mln PLN		22,19

Analityk	
Jaromir Szortyka	
+48 22 580 39 47	
jaromir.szortyka@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

P - Prognozy DM PKO BP



## BZ WBK: Długoterminowe ROE

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	goterminowe
ROE:	23.0%	18.4%	16.2%	15.5%	16.9%	17.7%	17.4%	12.6%	12.8%	11.1%	8.1%	10.0%	10.4%	10.8%	10.4%
ROA:	2.6%	1.7%	1.6%	1.8%	2.1%	2.4%	2.4%	1.6%	1.7%	1.5%	1.1%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
+ Wynik odsetkowy	3.5%	3.3%	2.8%	3.4%	3.7%	3.8%	3.9%	3.3%	3.1%	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%	3.6%
- Koszty / Śr. Aktyw	4.2%	3.4%	2.9%	3.2%	3.3%	3.0%	3.4%	2.5%	2.5%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	1.9%	2.0%
+ Przychody nieodsł	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.3%	2.0%	2.1%	1.7%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%
- Odpisy / Śr. Aktyw	0.0%	0.7%	0.9%	0.8%	0.6%	0.8%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
- Podatek / Śr. Aktyw	0.8%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%
Dźwignia	9.0	10.6	10.2	8.5	8.1	7.4	7.3	7.9	7.6	7.4	7.4	7.2	7.1	7.1	7.1

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## BZ WBK: Wycena

Długoterminowe ROE	10.411
Koszt kapitału (%)	8.4
Stopa wzrostu (%)	3
Implikowane P/BV (x)	1.37
2018P BVPS	225
Wartość rezydualna 2018P	309
NPV wartości rezydualnej	259
NPV dywidend	8
NPV wart. rezydualnej + dywidend	267
Korekta CHF	0
12-miesięczna cena docelowa	301
Potencjał wzrostu	-14%

Źródło: DM PKO BP

## BZ WBK: Koszt kapitału

Stopa wolna od ryzyka (%)	3.4
Premia za ryzyko (%)	5.0
Beta	1.00
Koszty kapitału (%)	8.4

Źródło: DM PKO BP

## BZ WBK: Wrażliwość docelowego P/BV

	Długoterminowe ROE (%)			
	8.4	10.4	12.4	
Stopa wzrostu (%)	2.0	1.00	1.31	1.63
	2.5	1.00	1.34	1.68
	3.0	1.00	1.37	1.74
	3.5	1.00	1.41	1.82
	4.0	1.00	1.46	1.91

	Długoterminowe ROE (%)			
	8.4	10.4	12.4	
Koszt kapitału	7.4	1.23	1.68	2.14
	7.9	1.10	1.51	1.92
	8.4	1.00	1.37	1.74
	8.9	0.92	1.26	1.60
	9.4	0.85	1.16	1.47

Źródło: DM PKO BP

**Prognozy finansowe**

<b>Rachunek zysków i strat</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Wynik odsetkowy</b>	2 301	3 277	3 997	4 309	4 770	5 154	5 435	5 912	6 406
<b>Wynik odsetkowy (dynamika r/r)</b>	11,2%	42,4%	22,0%	7,8%	10,7%	8,0%	5,5%	8,8%	8,4%
Wynik z opłat i prowizji	1 385	1 779	1 848	1 938	1 915	1 959	2 002	2 024	2 047
<b>Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)</b>	2,0%	28,4%	3,9%	4,9%	-1,2%	2,3%	2,2%	1,1%	1,1%
Wynik handlowy	400	542	407	606	780	353	363	371	380
Pozostałe	24	457	251	553	-14	-547	0	0	0
<b>Przychody ogółem</b>	<b>4 110</b>	<b>6 055</b>	<b>6 503</b>	<b>7 407</b>	<b>7 451</b>	<b>6 919</b>	<b>7 800</b>	<b>8 308</b>	<b>8 832</b>
<b>Przychody ogółem (dynamika r/r)</b>	<b>8,9%</b>	<b>47,3%</b>	<b>7,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>12,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,3%</b>
Koszty osobowe	-953	-1 376	-1 450	-1 544	-1 510	-1 531	-1 547	-1 562	-1 578
Amortyzacja	-138	-219	-308	-257	-277	-297	-297	-297	-297
Koszty rzeczowe	-700	-1 232	-1 270	-1 665	-1 425	-1 358	-1 356	-1 368	-1 381
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-1 791</b>	<b>-2 827</b>	<b>-3 028</b>	<b>-3 465</b>	<b>-3 212</b>	<b>-3 186</b>	<b>-3 200</b>	<b>-3 227</b>	<b>-3 256</b>
<b>Koszty ogółem (dynamika r/r)</b>	<b>4,5%</b>	<b>-57,8%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-14,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-0,9%</b>
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>2 319</b>	<b>3 228</b>	<b>3 475</b>	<b>3 941</b>	<b>4 238</b>	<b>3 733</b>	<b>4 600</b>	<b>5 080</b>	<b>5 576</b>
<b>Wynik operacyjny (dynamika r/r)</b>	<b>22,1%</b>	<b>39,2%</b>	<b>7,7%</b>	<b>13,4%</b>	<b>7,5%</b>	<b>-11,9%</b>	<b>23,2%</b>	<b>10,4%</b>	<b>9,8%</b>
Odpisy z tytułu utraty wart.	-502	-729	-837	-811	-785	-807	-878	-969	-1 066
<b>Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r)</b>	<b>-36,7%</b>	<b>-45,3%</b>	<b>-14,7%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-8,9%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>-10,1%</b>
Inne	20	16	1	28	-332	-362	-373	-396	-420
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 837</b>	<b>2 515</b>	<b>2 640</b>	<b>3 158</b>	<b>3 122</b>	<b>2 564</b>	<b>3 349</b>	<b>3 715</b>	<b>4 090</b>
<b>Zysk brutto (dynamika r/r)</b>	<b>19,1%</b>	<b>36,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>19,6%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-17,9%</b>	<b>30,6%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,1%</b>
Podatek dochodowy	-374	-500	-593	-644	-738	-687	-847	-933	-1 022
Zyski (straty) mniejszości	-29	-32	-133	-207	-217	-230	-344	-382	-422
Skorygowany zysk (strata) netto	1 433	1 982	1 915	2 100	1 922	2 081	2 158	2 400	2 647
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>1 433</b>	<b>1 982</b>	<b>1 915</b>	<b>2 307</b>	<b>2 167</b>	<b>1 647</b>	<b>2 158</b>	<b>2 400</b>	<b>2 647</b>
<b>Zysk (strata) netto (dynamika r/r)</b>	<b>21,0%</b>	<b>38,3%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>20,5%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>-24,0%</b>	<b>31,1%</b>	<b>11,2%</b>	<b>10,3%</b>
<b>Zysk na akcję</b>	<b>19,21</b>	<b>21,19</b>	<b>19,29</b>	<b>23,25</b>	<b>21,84</b>	<b>16,59</b>	<b>21,75</b>	<b>24,18</b>	<b>26,67</b>
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Aktywa</b>									
Kasa i należności od sektora fin.	5 615	7 362	9 330	10 083	8 289	6 958	6 958	6 958	6 958
<b>Kredyty i pożyczki</b>	<b>39 868</b>	<b>68 132</b>	<b>85 821</b>	<b>94 931</b>	<b>103 069</b>	<b>107 023</b>	<b>113 747</b>	<b>120 860</b>	<b>128 129</b>
<b>Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)</b>	<b>4,9%</b>	<b>70,9%</b>	<b>26,0%</b>	<b>10,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,0%</b>
Aktywa finansowe	12 801	24 758	32 535	28 952	32 557	30 862	32 362	34 362	36 862
Inne aktywa	1 735	5 837	6 817	5 742	6 186	6 240	6 240	6 240	6 240
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>60 019</b>	<b>106 089</b>	<b>134 502</b>	<b>139 709</b>	<b>150 100</b>	<b>151 083</b>	<b>159 307</b>	<b>168 420</b>	<b>178 189</b>
Aktywa odsetkowe	58 031	99 930	127 446	133 802	143 846	144 732	152 956	162 069	171 838
<b>Aktywa odsytkowe (dynamika r/r)</b>	<b>-0,2%</b>	<b>72,2%</b>	<b>27,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>
Aktywa wazone ryzykiem	50 357	83 673	101 031	109 316	110 208	120 004	118 028	125 516	133 246
<b>Pasywa</b>	<b>60 019</b>	<b>106 089</b>	<b>134 502</b>	<b>139 709</b>	<b>150 100</b>	<b>151 083</b>	<b>159 307</b>	<b>168 420</b>	<b>178 189</b>
Zobowiązania wobec sektora fin.	1 351	6 279	8 360	5 705	4 194	4 165	4 165	4 165	4 165
<b>Depozyty</b>	<b>47 077</b>	<b>78 543</b>	<b>94 982</b>	<b>101 865</b>	<b>112 522</b>	<b>112 652</b>	<b>119 740</b>	<b>127 295</b>	<b>135 305</b>
<b>Depozyty (dynamika r/r)</b>	<b>0,5%</b>	<b>66,8%</b>	<b>20,9%</b>	<b>7,2%</b>	<b>10,5%</b>	<b>0,1%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>
Wyemitowane papiery dłużne	409	1 885	4 913	4 848	5 970	6 316	6 316	6 316	6 316
Inne zobowiązania	2 204	4 899	8 195	6 723	6 395	5 601	5 318	5 472	5 692
Udziały niekontrolujące	93	611	1 521	1 176	1 238	1 333	1 418	1 501	1 593
<b>Kapitał przypadający akcjonariuszom</b>	<b>8 884</b>	<b>13 872</b>	<b>16 531</b>	<b>19 392</b>	<b>19 781</b>	<b>21 016</b>	<b>22 351</b>	<b>23 672</b>	<b>25 119</b>
<b>Wartość księgowa na akcję</b>	<b>119,03</b>	<b>148,29</b>	<b>166,58</b>	<b>195,42</b>	<b>199,33</b>	<b>211,78</b>	<b>225,24</b>	<b>238,54</b>	<b>253,12</b>



<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe)	3,96	4,15	3,52	3,30	3,44	3,57	3,65	3,75	3,84
Wynik prowizyjny/Przychody ogółem	33,7	29,4	28,4	26,2	25,7	28,3	25,7	24,4	23,2
Koszty/Przychody	-43,6	-46,7	-46,6	-46,8	-43,1	-46,0	-41,0	-38,8	-36,9
Saldo rezerw/ Średnie kredyty	-1,24	-1,29	-1,03	-0,85	-0,75	-0,73	-0,76	-0,79	-0,82
Stawka podatkowa	20,4	19,9	22,5	20,4	23,6	26,8	25,3	25,1	25,0
Aktywa odsetkowe/Aktywa	96,7	94,2	94,8	95,8	95,8	95,8	96,0	96,2	96,4
Kredyty/Aktywa	66,4	64,2	63,8	67,9	68,7	70,8	71,4	71,8	71,9
Kredyty/Depozyty	84,7	86,7	90,4	93,2	91,6	95,0	95,0	94,9	94,7
Depozyty/Aktywa	78,4	74,0	70,6	72,9	75,0	74,6	75,2	75,6	75,9
Współczynnik wypłacalności	16,6	13,9	12,9	14,6	15,0	15,7	16,6	16,4	16,3
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	14,3	11,4	12,5	14,1	14,6	14,8	15,7	15,6	15,5
Wskaźnik NPL	5,4	7,9	8,4	7,3	6,6	6,2	6,2	6,2	6,2
Współczynnik pokrycia rezerwami	68,4	61,9	67,4	70,6	68,7	73,8	71,1	69,1	68,4
ROE	17,65	17,42	12,60	12,85	11,06	8,07	9,95	10,43	10,85
ROA	2,39	1,87	1,42	1,65	1,44	1,09	1,35	1,42	1,49
<b>Dywidenda</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Wskaźnik wypłaty %	39,6%	50,5%	0,0%	65,8%	24,7%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Dywidenda na akcję	7,60	10,70	0,00	15,30	5,40	8,30	10,87	12,09	13,34

Źródło: prognozy DM PKO BP

# Handlowy

Bloomberg: BHW PW Equity, Reuters: BHW.WA

## Sprzedaj, 62,00 PLN

Obniżona z: Trzymaj



Dom Maklerski

12 czerwca 2017 r.

## Brak wzrostu

Obniżamy rekomendację do Sprzedaj z ceną docelową 62 PLN.

### Wyniki za 1Q17 obnażyły słabość w przychodach podstawowych

Spodziewaliśmy się, że wstępnie ogłoszony niski poziom zysku netto w 1Q17 był efektem słabego wyniku tradingowego. Zaraportowane wyniki pokazały jednak słabość w obszarze przychodów podstawowych. Wynik odsetkowy oraz marża spadły kw/kw, a wynik przewidywany był 5% poniżej naszych oczekiwań.

### Dywidendy do utrzymania, ale może być konieczność emisji Tier 2

Według naszych szacunków Handlowy powinien być w stanie wypłacać wysokie dywidendy w najbliższych latach (zakładamy średni poziom wypłaty w latach 2017-2020 w wysokości 90%). Utrzymanie wysokich dywidend może jednak wymagać emisji długu podporządkowanego.

### Brak wzrostu

W ostatnich latach Handlowy wyróżnia się zdecydowanie niższą dynamiką portfela kredytowego (CAGR 2012-2016 na poziomie 3%). W kolejnych latach spodziewamy się lekkiego przyspieszenia do ok. 5% średniorocznie. Nie mniej jednak dynamika zysków dalej pozostanie poniżej sektora (CAGR 2016-2020 na poziomie 6% wobec 10% dla sektora).

### Wysoka wycena

Handlowy jest obecnie najwyżej wycenianym polskim bankiem (ok. 20x oczyszczone zyski w 2017). O ile, do pewnego stopnia, premia mogłaby być uzasadniona ze względu na wysoką dywidendę (ok. 5%), to obecne poziomy wydają się nam być zbyt wygórowane.

mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	977	1 004	1 043	1 112	1 202
Wynik prowizyjny	631	561	550	563	574
Przychody	2 052	2 082	1 945	2 045	2 156
Koszty operacyjne	-1 278	-1 202	-1 172	-1 184	-1 191
Odpisy z tytułu utraty wartości	17	-46	-63	-57	-65
Zysk netto	626	602	469	539	611
EPS	4,79	4,60	3,59	4,12	4,67
DPS	4,68	4,53	3,41	3,92	3,97
P/E	19,7	16,3	19,5	17,0	15,0
P/BV	1,8	1,4	1,4	1,3	1,3
Stopa dywidendy	6,68	6,46	4,86	5,59	5,67

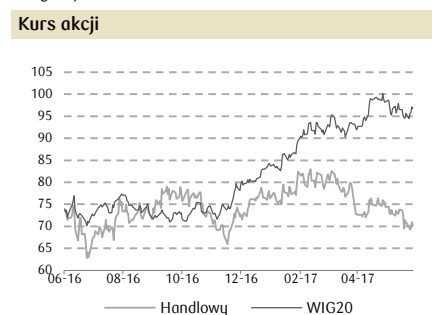
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	70,09
Upside	-12%
Liczba akcji (mn)	130,66
Kapitalizacja (mln PLN)	9 157,93
Free float	25%
Free float (mln PLN)	2 289,48
Free float (mln USD)	611,79
P/BV	1,37
BVPS	51,27

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	6,5%
Odcięcie dywidendy	30.06.2017

Akcjonariusze	% Akcji
Citibank OIC	75,00
-	-
-	-
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	16-12-16 74,00
Trzymaj	22-07-16 73,00



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-3,4%	-7,7%
3 miesiące	6,4%	-10,7%
6 miesięcy	22,7%	-5,6%
12 miesięcy	28,5%	-5,3%
Min 52 tyg. PLN		62,82
Max 52 tyg. PLN		83,01
Średni dzienny obrót mln PLN		3,41

Analityk	
Jaromir Szortyka	
+48 22 580 39 47	
jaromir.szortyka@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	



## Handlowy: Długoterminowe ROE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	Długoterminowe
ROE:	10.8%	8.5%	11.9%	11.4%	14.0%	13.2%	12.9%	8.8%	8.8%	7.0%	8.0%	8.9%	9.7%	8.9%
ROA:	1.5%	1.3%	2.0%	1.8%	2.3%	2.2%	2.0%	1.3%	1.3%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%
+ Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa	3.4%	3.8%	4.0%	3.6%	3.5%	2.8%	2.4%	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%
- Koszty / Śr. Aktywa	3.7%	3.5%	3.7%	3.6%	3.3%	3.1%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%
+ Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa	2.6%	2.7%	2.8%	2.5%	2.9%	2.9%	2.6%	2.2%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
- Odpisy / Śr. Aktywa	0.4%	1.4%	0.6%	0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
- Podatek / Śr. Aktywa	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
Dzwignia	7.3	6.8	5.9	6.2	6.2	6.0	6.5	7.0	6.9	6.9	7.2	7.3	7.5	7.3

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## Handlowy: Wycena

Długoterminowe ROE	8.8628
Koszt kapitału (%)	8.4
Stopa wzrostu (%)	3
Implikowane P/BV (x)	1.09
2018P BVPS	52
Wartość rezydualna 2018P	56
NPV wartości rezydualnej	47
NPV dywidend	8
NPV wart. rezydualnej + dywidend	55
12-miesięczna cena docelowa	62
Potencjał wzrostu	-12%

Źródło: DM PKO BP

## Handlowy: Koszt kapitału

Stopa wolna od ryzyka (%)	3.4
Premia za ryzyko (%)	5.0
Beta	1.00
Koszty kapitału (%)	8.4

Źródło: DM PKO BP

## Handlowy: Wrażliwość docelowego P/BV

	Długoterminowe ROE (%)			
	6.9	8.9	10.9	
Stopa wzrostu (%)	2.0	0.76	1.07	1.38
	2.5	0.74	1.08	1.42
	3.0	0.72	1.09	1.46
	3.5	0.69	1.09	1.50
	4.0	0.65	1.11	1.56

	Długoterminowe ROE (%)			
	6.9	8.9	10.9	
Koszt kapitału	7.4	0.88	1.33	1.79
	7.9	0.79	1.20	1.60
	8.4	0.72	1.09	1.46
	8.9	0.65	0.99	1.33
	9.4	0.60	0.92	1.23

Źródło: DM PKO BP

**Prognozy finansowe**

<b>Rachunek zysków i strat</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Wynik odsetkowy</b>	1 488	1 242	1 164	977	1 004	1 043	1 112	1 202	1 284
<b>Wynik odsetkowy (dynamika r/r)</b>	3,8%	-16,5%	-6,3%	-16,1%	2,8%	4,0%	6,6%	8,0%	6,8%
Wynik z opłat i prowizji	599	642	619	631	561	550	563	574	585
<b>Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)</b>	-6,9%	7,3%	-3,6%	2,0%	-11,1%	-2,1%	2,5%	1,9%	1,9%
Wynik handlowy	658	663	624	456	505	355	370	380	390
Pozostałe	-18	1	17	-12	11	-4	0	0	0
<b>Przychody ogółem</b>	<b>2 727</b>	<b>2 548</b>	<b>2 424</b>	<b>2 052</b>	<b>2 082</b>	<b>1 945</b>	<b>2 045</b>	<b>2 156</b>	<b>2 259</b>
<b>Przychody ogółem (dynamika r/r)</b>	<b>12,3%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-4,9%</b>	<b>-15,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,8%</b>
Koszty osobowe	-720	-690	-580	-566	-553	-528	-533	-538	-542
Amortyzacja	-65	-63	-71	-70	-70	-67	-67	-67	-67
Koszty rzeczowe	-645	-612	-623	-642	-580	-578	-584	-587	-589
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-1 430</b>	<b>-1 365</b>	<b>-1 274</b>	<b>-1 278</b>	<b>-1 202</b>	<b>-1 172</b>	<b>-1 184</b>	<b>-1 191</b>	<b>-1 198</b>
<b>Koszty ogółem (dynamika r/r)</b>	<b>0,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>2,5%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-0,6%</b>
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>1 297</b>	<b>1 183</b>	<b>1 150</b>	<b>774</b>	<b>879</b>	<b>772</b>	<b>862</b>	<b>965</b>	<b>1 061</b>
<b>Wynik operacyjny (dynamika r/r)</b>	<b>30,2%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-32,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>11,6%</b>	<b>12,0%</b>	<b>10,0%</b>
Odpisy z tytułu utraty wart.	-58	36	18	17	-46	-63	-57	-65	-74
<b>Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r)</b>	<b>24,4%</b>	<b>162,3%</b>	<b>-50,8%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-366,1%</b>	<b>-37,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>-13,4%</b>	<b>-14,8%</b>
Inne	1	-1	0	0	-69	-81	-86	-89	-92
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 240</b>	<b>1 218</b>	<b>1 168</b>	<b>791</b>	<b>764</b>	<b>629</b>	<b>719</b>	<b>811</b>	<b>895</b>
<b>Zysk brutto (dynamika r/r)</b>	<b>34,5%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-32,3%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-17,7%</b>	<b>14,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>10,3%</b>
Podatek dochodowy	-269	-245	-220	-164	-163	-160	-180	-200	-219
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skorygowany zysk (strata) netto	970	973	947	679	529	469	539	611	676
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>970</b>	<b>973</b>	<b>947</b>	<b>626</b>	<b>602</b>	<b>469</b>	<b>539</b>	<b>611</b>	<b>676</b>
<b>Zysk (strata) netto (dynamika r/r)</b>	<b>31,7%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>-33,9%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-22,0%</b>	<b>14,8%</b>	<b>13,4%</b>	<b>10,7%</b>
Zysk na akcję	7,42	7,44	7,25	4,79	4,60	3,59	4,12	4,67	5,18
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Aktywa</b>									
Kasa i należności od sektora fin.	3 752	5 034	4 610	4 961	2 943	4 718	4 718	4 718	0
<b>Kredyty i pożyczki</b>	<b>15 288</b>	<b>14 516</b>	<b>15 749</b>	<b>16 942</b>	<b>17 170</b>	<b>17 799</b>	<b>18 964</b>	<b>20 085</b>	<b>0</b>
<b>Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)</b>	<b>11,5%</b>	<b>-5,1%</b>	<b>8,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>1,3%</b>	<b>3,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,9%</b>	<b>nm</b>
Aktywa finansowe	21 877	23 391	27 173	25 416	22 899	21 793	22 493	23 293	0
Inne aktywa	2 592	2 458	2 312	2 188	2 198	3 133	3 133	3 133	0
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>43 509</b>	<b>45 398</b>	<b>49 844</b>	<b>49 507</b>	<b>45 210</b>	<b>47 444</b>	<b>49 308</b>	<b>51 230</b>	<b>0</b>
Aktywa odsetkowe	40 882	42 918	47 516	47 241	42 967	44 267	46 131	48 053	0
<b>Aktywa odsytkowe (dynamika r/r)</b>	<b>3,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-9,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>nm</b>
Aktywa wazone ryzykiem	27 752	28 085	28 209	27 987	27 499	28 333	30 032	31 645	0
<b>Pasywa</b>	<b>43 509</b>	<b>45 398</b>	<b>49 844</b>	<b>49 507</b>	<b>45 210</b>	<b>47 444</b>	<b>49 308</b>	<b>51 230</b>	<b>0</b>
Zobowiązania wobec sektora fin.	2 356	6 378	5 123	6 964	2 311	2 968	2 968	2 968	0
<b>Depozyty</b>	<b>26 852</b>	<b>26 569</b>	<b>29 633</b>	<b>31 586</b>	<b>33 937</b>	<b>35 355</b>	<b>36 726</b>	<b>38 151</b>	<b>0</b>
<b>Depozyty (dynamika r/r)</b>	<b>11,4%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>11,5%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,9%</b>	<b>nm</b>
Wyemitowane papiery dłużne	0	0	0	0	0	0	400	800	0
Inne zobowiązania	6 909	5 144	7 678	4 106	2 172	2 422	2 422	2 419	0
Udziały niekontrolujące	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitał przypadający akcjonariuszom	7 391	7 307	7 411	6 851	6 790	6 699	6 792	6 892	0
<b>Wartość księgowa na akcję</b>	<b>56,57</b>	<b>55,93</b>	<b>56,72</b>	<b>52,43</b>	<b>51,97</b>	<b>51,27</b>	<b>51,98</b>	<b>52,74</b>	<b>0,00</b>



<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe)	3,69	2,96	2,57	2,06	2,23	2,39	2,46	2,55	5,34
Wynik prowizyjny/Przychody ogółem	22,0	25,2	25,5	30,8	27,0	28,3	27,5	26,6	25,9
Koszty/Przychody	-52,4	-53,6	-52,6	-62,3	-57,8	-60,3	-57,9	-55,2	-53,0
Saldo rezerw/ Średnie kredyty	-0,37	0,23	0,11	0,10	-0,26	-0,35	-0,30	-0,32	-0,71
Stawka podatkowa	21,7	20,1	18,9	20,8	21,3	25,5	25,1	24,7	24,4
Aktywa odsetkowe/Aktywa	94,0	94,5	95,3	95,4	95,0	93,3	93,6	93,8	nm
Kredyty/Aktywa	35,1	32,0	31,6	34,2	38,0	37,5	38,5	39,2	nm
Kredyty/Depozyty	56,9	54,6	53,1	53,6	50,6	50,3	51,6	52,6	nm
Depozyty/Aktywa	61,7	58,5	59,5	63,8	75,1	74,5	74,5	74,5	nm
Współczynnik wypłacalności	18,1	17,5	17,5	17,1	17,4	16,9	17,3	17,8	0,0
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	18,1	17,5	17,5	17,1	17,4	16,9	15,9	15,2	0,0
Wskaźnik NPL	8,6	7,9	5,7	4,0	3,6	3,7	4,9	5,0	nm
Współczynnik pokrycia rezerwami	79,0	78,5	83,1	81,2	86,2	88,5	68,1	68,9	nm
ROE	14,02	13,24	12,87	8,78	8,82	6,95	7,98	8,93	19,63
ROA	2,23	2,14	1,90	1,27	1,33	0,99	1,09	1,19	nm
<b>Dywidenda</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Wskaźnik wypłaty %	78,0%	96,0%	102,5%	97,6%	98,4%	95,0%	95,0%	85,0%	85,0%
Dywidenda na akcję	5,79	7,15	7,43	4,68	4,53	3,41	3,92	3,97	4,40

Źródło: prognozy DM PKO BP





## Król jest jeden

Utrzymujemy rekomendację Kupuj dla ING

### Szansa na istotne wsparcie współczynników kapitałowych

Z końcem 2017 wygasają regulacje nakładające na banki stosujące metodę IRB, tzw. „floor nadzorczy”. Według naszych szacunków pozytywny wpływ na współczynnik Tier 1 banku ING może wynieść 0,7pp., co pozwoli na kontynuację wzrostu portfela kredytów przy jednoczesnej wypłacie dywidendy.

### Ponadprzeciętny wzrost portfela...

ING konsekwentnie rośnie zdecydowanie szybciej od rynku. Wzrost kredytów w 1Q17 wyniósł +12% r/r wobec +6% dla sektora. W naszych prognozach zakładamy, że ING będzie w stanie kontynuować szybszy wzrost na tle sektora z uwagi na wysoką płynność (L/D na poziomie 87%) oraz dobrą pozycję kapitałową (Tier 1 ponad 15% zakładając brak „flooda nadzorczego”).

### ... przełoży się na ponadprzeciętny wzrost wyników

Szybszy wzrost kredytów, przełoży się na ponadprzeciętny wzrost zysków w kolejnych latach. W naszych prognozach zakładamy średnioroczny wzrost oczyszczonego zysku netto w latach 2016-2020 na poziomie 17% wobec 10% dla sektora.

### Wycena

ING jest obecnie wyceniany na poziomie ok. 16x oczyszczony zysk netto w 2017, tj. blisko średnio poziomów dla sektora. Naszym zdaniem ING zasługuje na premię, z uwagi na ponadprzeciętną dynamikę wyników oraz konserwatywny bilans (wskaźnik NPL 2.5% oraz marginalny poziom walutowych kredytów hipotecznych). Wskaźnik P/BV jest zdecydowanie powyżej średniej dla sektora (2,0x), jest to jednak uzasadnione z uwagi na najwyższe ROE w sektorze (13-15% w najbliższych latach).

młn PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	2 467	2 953	3 428	3 771	4 172
Wynik prowizyjny	1 017	1 065	1 155	1 178	1 201
Przychody	3 778	4 325	4 671	5 055	5 482
Koszty operacyjne	-2 156	-2 099	-2 079	-2 110	-2 143
Odpisy z tytułu utraty wartości	-232	-301	-353	-409	-470
Zysk netto	1 127	1 253	1 447	1 653	1 888
EPS	8,66	9,63	11,12	12,70	14,52
DPS	4,30	0,00	5,56	6,35	7,26
P/E	15,0	13,6	16,3	14,3	12,5
P/BV	1,6	1,6	2,0	1,9	1,7
Stopa dywidendy	2,37	0,00	3,07	3,51	4,01

P - Prognozy DM PKO BP

### Informacje

Kurs akcji (PLN)	181,15
Upside	10%
Liczba akcji (mn)	130,10
Kapitalizacja (młn PLN)	23 567,62
Free float	25%
Free float (młn PLN)	5 891,90
Free float (młn USD)	1 574,43
P/BV	1,97
BVPS	91,73

### Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odciecie dywidendy	-

### Akcjonariusze

Akcjonariusze	% Akcji
ING Bank N.V.	75,00
AVIVA OFE	6,92
-	-
-	-

### Poprzednie rekom.

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	03-02-17 190,00
Kupuj	16-12-16 176,00

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-3,4%	0,3%
3 miesiące	6,4%	5,3%
6 miesięcy	22,7%	18,6%
12 miesięcy	28,5%	48,1%
Min 52 tyg. PLN		120,05
Max 52 tyg. PLN		186,45
Średni dzienny obrót młn PLN		5,93

### Analityk

Jaromir Szortyka  
+48 22 580 39 47  
jaromir.szortyka@pkobp.pl

### Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa



## ING BSK: Długoterminowe ROE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	Długoterminowe
<b>ROE:</b>	<b>11.2%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.6%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.5%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.2%</b>	<b>14.3%</b>
ROA:	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
+ Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa	1.9%	2.2%	2.6%	2.8%	2.8%	2.5%	2.5%	2.4%	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%	3.0%
- Koszty / Śr. Aktywa	2.5%	2.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.3%	2.1%	2.1%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%
+ Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
- Odpisy / Śr. Aktywa	0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
- Podatek / Śr. Aktywa	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
Dźwignia	15.1	14.2	11.8	11.1	10.2	9.8	9.8	9.9	10.7	10.9	10.6	10.6	10.7	10.6

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## ING BSK: Wycena

Długoterminowe ROE	14.311
Koszt kapitału (%)	8.4
Stopa wzrostu (%)	3
Implikowane P/BV (x)	2.09
2018P BVPS	98
Wartość rezydualna 2018P	205
NPV wartości rezydualnej	172
NPV dywidend	5
NPV wart. rezydualnej + dywidend	177
Korekta CHF	0
12-miesięczna cena docelowa	200
Potencjał wzrostu	10%

Źródło: DM PKO BP

## ING BSK: Koszt kapitału

Stopa wolna od ryzyka (%)	3.4
Premia za ryzyko (%)	5.0
Beta	1.00
Koszt kapitału (%)	8.4

Źródło: DM PKO BP

## ING BSK: Wrażliwość docelowego P/BV

	Długoterminowe ROE (%)		
	12.3	14.3	16.3
2.0	1.61	1.92	2.24
2.5	1.66	2.00	2.34
3.0	1.72	2.09	2.47
3.5	1.80	2.21	2.61
4.0	1.89	2.34	2.80

	Długoterminowe ROE (%)		
	12.3	14.3	16.3
7.4	2.12	2.57	3.03
7.9	1.90	2.31	2.72
8.4	1.72	2.09	2.47
8.9	1.58	1.92	2.26
9.4	1.45	1.77	2.08

Źródło: DM PKO BP

**Prognozy finansowe**

<b>Rachunek zysków i strat</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Wynik odsetkowy	2 049	2 043	2 330	2 467	2 953	3 428	3 771	4 172	4 627
Wynik odsetkowy (dynamika r/r)	10,7%	-0,3%	14,1%	5,9%	19,7%	16,1%	10,0%	10,6%	10,9%
Wynik z opłat i prowizji	1 048	1 022	1 063	1 017	1 065	1 155	1 178	1 201	1 224
Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)	-0,9%	-2,5%	4,0%	-4,3%	4,7%	8,4%	2,0%	1,9%	1,9%
Wynik handlowy	97	205	119	273	287	89	90	95	100
Pozostałe	11	21	20	21	19	0	15	15	15
<b>Przychody ogółem</b>	<b>3 205</b>	<b>3 290</b>	<b>3 533</b>	<b>3 778</b>	<b>4 325</b>	<b>4 671</b>	<b>5 055</b>	<b>5 482</b>	<b>5 965</b>
Przychody ogółem (dynamika r/r)	8,7%	2,7%	7,4%	7,0%	14,5%	8,0%	8,2%	8,5%	8,8%
Koszty osobowe	-901	-927	-948	-972	-1 039	-1 038	-1 041	-1 045	-1 050
Amortyzacja	-148	-164	-175	-189	-211	-194	-194	-194	-194
Koszty rzeczowe	-817	-778	-807	-995	-849	-847	-875	-903	-934
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-1 866</b>	<b>-1 868</b>	<b>-1 930</b>	<b>-2 156</b>	<b>-2 099</b>	<b>-2 079</b>	<b>-2 110</b>	<b>-2 143</b>	<b>-2 177</b>
Koszty ogółem (dynamika r/r)	-9,8%	-0,1%	-3,3%	-11,7%	2,6%	0,9%	-1,5%	-1,5%	-1,6%
Wynik operacyjny	1 339	1 422	1 603	1 622	2 225	2 592	2 944	3 339	3 788
Wynik operacyjny (dynamika r/r)	7,1%	6,2%	12,7%	1,2%	37,2%	16,5%	13,6%	13,4%	13,4%
Odpisy z tytułu utraty wart.	-363	-267	-268	-232	-301	-353	-409	-470	-549
Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r)	-110,4%	26,4%	-0,2%	13,3%	-29,5%	-17,5%	-15,9%	-14,8%	-16,8%
Inne	36	38	12	0	-280	-327	-357	-389	-423
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 012</b>	<b>1 193</b>	<b>1 347</b>	<b>1 390</b>	<b>1 645</b>	<b>1 912</b>	<b>2 178</b>	<b>2 481</b>	<b>2 817</b>
Zysk brutto (dynamika r/r)	-9,5%	17,9%	13,0%	3,2%	18,3%	16,3%	13,9%	13,9%	13,5%
Podatek dochodowy	-184	-231	-307	-263	-391	-465	-525	-592	-667
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skorygowany zysk (strata) netto	811	962	1 041	1 180	1 156	1 460	1 653	1 888	2 150
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>828</b>	<b>962</b>	<b>1 041</b>	<b>1 127</b>	<b>1 253</b>	<b>1 447</b>	<b>1 653</b>	<b>1 888</b>	<b>2 150</b>
Zysk (strata) netto (dynamika r/r)	-6,0%	16,2%	8,2%	8,3%	11,2%	15,5%	14,2%	14,3%	13,8%
Zysk na akcję	6,36	7,39	8,00	8,66	9,63	11,12	12,70	14,52	16,52
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Aktywa</b>									
Kasa i należności od sektora fin.	5 449	8 370	7 169	4 604	2 938	2 376	2 376	2 376	2 376
Kredyty i pożyczki	48 985	52 238	61 055	72 520	81 980	91 174	100 259	109 513	119 620
Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)	15,7%	6,6%	16,9%	18,8%	13,0%	11,2%	10,0%	9,2%	9,2%
Aktywa finansowe	22 370	24 607	30 189	30 406	31 004	31 065	30 565	31 665	32 965
Inne aktywa	1 462	1 536	1 448	1 363	1 556	1 531	1 531	1 531	1 531
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>78 267</b>	<b>86 751</b>	<b>99 861</b>	<b>108 893</b>	<b>117 478</b>	<b>126 145</b>	<b>134 730</b>	<b>145 084</b>	<b>156 491</b>
Aktywa odsetkowe	73 870	82 053	92 910	101 730	113 466	122 125	130 709	141 064	152 471
Aktywa odsytkowe (dynamika r/r)	12,0%	11,1%	13,2%	9,5%	11,5%	7,6%	7,0%	7,9%	8,1%
Aktywa wazone ryzykiem	46 701	42 156	49 269	57 639	62 420	65 500	67 646	73 032	78 856
<b>Pasywa</b>	<b>78 267</b>	<b>86 751</b>	<b>99 861</b>	<b>108 893</b>	<b>117 478</b>	<b>126 145</b>	<b>134 730</b>	<b>145 084</b>	<b>156 491</b>
Zobowiązania wobec sektora fin.	4 555	4 827	6 123	3 914	5 043	5 607	5 607	5 607	5 607
Depozyty	57 858	67 330	75 659	87 819	95 825	102 721	110 540	120 004	130 286
Depozyty (dynamika r/r)	9,5%	16,4%	12,4%	16,1%	9,1%	7,2%	7,6%	8,6%	8,6%
Wyemitowane papiery dłużne	567	566	867	866	1 531	1 506	1 506	1 506	1 506
Inne zobowiązania	7 152	5 398	6 755	5 614	4 601	4 375	4 362	4 339	4 410
Udziały niekontrolujące	2	2	3	3	2	2	2	2	2
Kapitał przypadający akcjonariuszom	8 134	8 626	10 454	10 678	10 475	11 934	12 713	13 625	14 681
<b>Wartość księgowa na akcję</b>	<b>62,52</b>	<b>66,31</b>	<b>80,35</b>	<b>82,07</b>	<b>80,51</b>	<b>91,73</b>	<b>97,72</b>	<b>104,73</b>	<b>112,84</b>



<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe)	2,93	2,62	2,66	2,54	2,74	2,91	2,98	3,07	3,15
Wynik prowizyjny/Przychody ogółem	32,7	31,1	30,1	26,9	24,6	24,7	23,3	21,9	20,5
Koszty/Przychody	-58,2	-56,8	-54,6	-57,1	-48,5	-44,5	-41,8	-39,1	-36,5
Saldo rezerw/ Średnie kredyty	-0,77	-0,51	-0,46	-0,34	-0,38	-0,40	-0,42	-0,44	-0,47
Stawka podatkowa	18,2	19,4	22,8	18,9	23,8	24,3	24,1	23,9	23,7
Aktywa odsetkowe/Aktywa	94,4	94,6	93,0	93,4	96,6	96,8	97,0	97,2	97,4
Kredyty/Aktywa	62,6	60,2	61,1	66,6	69,8	72,3	74,4	75,5	76,4
Kredyty/Depozyty	84,7	77,6	80,7	82,6	85,6	88,8	90,7	91,3	91,8
Depozyty/Aktywa	73,9	77,6	75,8	80,6	81,6	81,4	82,0	82,7	83,3
Współczynnik wypłacalności	14,6	17,3	14,2	13,7	14,7	16,0	16,6	16,5	15,8
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	14,6	17,3	14,2	13,7	13,7	15,1	15,7	15,7	15,1
Wskaźnik NPL	3,8	4,3	3,8	3,1	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7
Współczynnik pokrycia rezerwami	75,4	67,4	72,5	68,2	70,7	70,2	69,2	69,7	71,8
ROE	11,38	11,47	10,91	10,67	11,85	12,91	13,41	14,34	15,19
ROA	1,06	1,11	1,04	1,04	1,07	1,15	1,23	1,30	1,37
<b>Dywidenda</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Wskaźnik wypłaty %	0,0%	59,5%	50,0%	49,6%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Dywidenda na akcję	0,00	4,40	4,00	4,30	0,00	5,56	6,35	7,26	8,26

Źródło: prognozy DM PKO BP

## Brak dywidend do 2020

Utrzymujemy rekomendację Sprzedaj.

### 800 mln PLN straty na frankach w 2017

W naszych prognozach zakładamy, że mBank zaksięguje 800 mln PLN straty na portfelu hipotek walutowych w 2017 z tytułu zwrotu spreadów oraz składki na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców.

### Współczynnik Tier 1 spadnie o 2,7pp. w wyniku wyższych wymogów...

Szacujemy, że planowane zwiększenie minimalnego poziomu wskaźnika LGD dla banków stosujących metodę IRB, mające dać efekt analogiczny do zwiększenia wagi ryzyka do 150% w przypadku metody standardowej, obniży współczynnik wypłacalności Tier 1 o 2,7pp.

### ... w rezultacie nie spodziewamy się dywidend do 2020, co obciąży ROE

Pomimo faktu, że mBank stosuje bardzo korzystną interpretację tzw. floor'a nadzorczego (choć KNF się z nią nie zgadza), co zwiększyło Tier1 o 1,7pp., w naszych prognozach mBank nie spełnia minimalnych wymogów kapitałowych do wypłaty dywidendy aż do 2020, ze względu na zwiększenie wymogu kapitałowego dla portfela walutowego. W rezultacie akumulacji kapitału ROE banku będzie pod istotną presją (nawet pomimo wzrostu NIM i spadku C/I).

### Wycena

mBank jest obecnie wyceniany na poziomie ok. 16x oczyszczone zyski za 2017, tj. blisko średnich poziomów dla sektora. Naszym zdaniem mBank powinien być wyceniany z dyskontem, z uwagi na bardzo duży portfel frankowy oraz brak dywidend w najbliższych latach. Poziom wskaźnika P/BV (1,3x) również nie wydaje się atrakcyjny w perspektywie ROE poniżej 9%.

mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	2 511	2 833	3 070	3 153	3 353
Wynik prowizyjny	897	906	993	1 023	1 045
Przychody	4 093	4 295	3 549	4 461	4 688
Koszty operacyjne	-2 054	-1 963	-1 968	-1 977	-1 998
Odpisy z tytułu utraty wartości	-421	-365	-458	-502	-543
Zysk netto	1 301	1 219	500	1 185	1 304
EPS	30,88	28,93	11,87	28,11	30,94
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	13,1	11,5	37,7	15,9	14,5
P/BV	1,4	1,1	1,4	1,3	1,2
Stopa dywidendy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

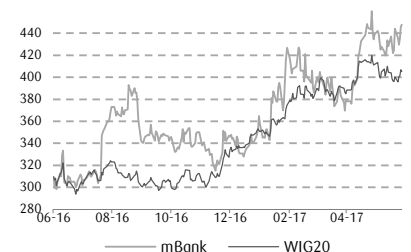
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	447,85
Upside	-26%
Liczba akcji (mn)	42,14
Kapitalizacja (mln PLN)	18 873,00
Free float	30%
Free float (mln PLN)	5 748,72
Free float (mln USD)	1 536,17
P/BV	1,39
BVPS	322,54

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Commerzbank AG	69,54
NN OFE	5,32
-	-
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Sprzedaj	16-12-16 306,00
Trzymaj	22-07-16 314,00

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-3,4%	-2,6%
3 miesiące	6,4%	14,8%
6 miesięcy	22,7%	30,9%
12 miesięcy	28,5%	45,5%
Min 52 tyg. PLN		298,20
Max 52 tyg. PLN		459,90
Średni dzienny obrót mln PLN		9,43

Analityk	
Jaromir Szortyka	
+48 22 580 39 47	
jaromir.szortyka@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

P - Prognozy DM PKO BP



## mBank: Długoterminowe ROE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	Długoterminowe
ROE:	23.8%	3.2%	11.6%	15.2%	13.6%	10.8%	12.1%	11.2%	9.7%	3.8%	8.4%	8.5%	8.4%	8.4%
ROA:	1.2%	0.2%	0.8%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	0.9%	0.4%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%
+ Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa	2.0%	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%
- Koszty / Śr. Aktywa	2.2%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%
+ Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa	2.0%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.1%	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
- Odpisy / Śr. Aktywa	0.4%	1.3%	0.7%	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
- Podatek / Śr. Aktywa	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
Dzwignia	19.2	20.4	15.5	12.6	11.2	10.3	10.5	10.4	10.2	9.9	9.3	8.9	8.4	8.9

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## mBank: Wycena

Długoterminowe ROE	8.401
Koszt kapitału (%)	8.4
Stopa wzrostu (%)	3
Implikowane P/BV (x)	1.00
2018P BVPS	351
Wartość rezydualna 2018P	351
NPV wartości rezydualnej	294
NPV dywidend	0
NPV wart. rezydualnej + dywidend	294
Korekta CHF	0
12-miesięczna cena docelowa	332
Potencjał wzrostu	-26%

Źródło: DM PKO BP

## mBank: Koszt kapitału

Stopa wolna od ryzyka (%)	3.4
Premia za ryzyko (%)	5.0
Beta	1.00
Koszty kapitału (%)	8.4

Źródło: DM PKO BP

## mBank: Wrażliwość docelowego P/BV

	Długoterminowe ROE (%)			
	6.4	8.4	10.4	
Stopa wzrostu (%)	2.0	0.69	1.00	1.31
	2.5	0.66	1.00	1.34
	3.0	0.63	1.00	1.37
	3.5	0.59	1.00	1.41
	4.0	0.55	1.00	1.45

	Długoterminowe ROE (%)			
	6.4	8.4	10.4	
Koszt kapitału	7.4	0.77	1.23	1.68
	7.9	0.69	1.10	1.51
	8.4	0.63	1.00	1.37
	8.9	0.58	0.92	1.25
	9.4	0.53	0.84	1.16

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	2 280	2 154	2 491	2 511	2 833	3 070	3 153	3 353	3 538
Wynik odsetkowy (dynamika r/r)	5,2%	-5,5%	15,6%	0,8%	12,8%	8,4%	2,7%	6,3%	5,5%
Wynik z opłat i prowizji	787	835	902	897	906	993	1 023	1 045	1 067
Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)	-6,4%	6,1%	8,0%	-0,5%	1,0%	9,5%	3,1%	2,1%	2,1%
Wynik handlowy	415	448	441	625	509	277	284	290	295
Pozostałe	89	165	106	60	47	-790	0	0	0
Przychody ogółem	3 571	3 602	3 939	4 093	4 295	3 549	4 461	4 688	4 900
Przychody ogółem (dynamika r/r)	1,4%	0,9%	9,4%	3,9%	4,9%	-17,4%	25,7%	5,1%	4,5%
Koszty osobowe	-808	-808	-844	-855	-877	-882	-892	-901	-910
Amortyzacja	-196	-188	-190	-200	-224	-204	-204	-204	-204
Koszty rzeczowe	-657	-682	-736	-1 000	-863	-882	-881	-893	-904
Koszty ogółem	-1 661	-1 683	-1 771	-2 054	-1 963	-1 968	-1 977	-1 998	-2 018
Koszty ogółem (dynamika r/r)	1,1%	-1,3%	-5,2%	-16,0%	4,4%	-0,2%	-0,5%	-1,1%	-1,0%
Wynik operacyjny	1 909	1 919	2 169	2 039	2 332	1 581	2 484	2 690	2 882
Wynik operacyjny (dynamika r/r)	3,7%	0,5%	13,0%	-6,0%	14,4%	-32,2%	57,1%	8,3%	7,2%
Odpisy z tytułu utraty wart.	-445	-478	-516	-421	-365	-458	-502	-543	-602
Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r)	-19,1%	-7,5%	-8,0%	18,4%	13,3%	-25,4%	-9,6%	-8,2%	-10,7%
Inne	0	0	0	0	-329	-362	-366	-377	-386
Zysk brutto	1 465	1 441	1 653	1 618	1 638	761	1 616	1 769	1 894
Zysk brutto (dynamika r/r)	-0,2%	-1,6%	14,7%	-2,1%	1,2%	-53,5%	112,2%	9,5%	7,1%
Podatek dochodowy	-267	-309	-363	-314	-416	-261	-431	-465	-492
Zyski (straty) mniejszości	-1	-3	-3	-3	-3	0	0	0	0
Skorygowany zysk (strata) netto	1 187	1 104	1 287	1 186	1 024	1 149	1 185	1 304	1 402
Zysk (strata) netto	1 197	1 129	1 287	1 301	1 219	500	1 185	1 304	1 402
Zysk (strata) netto (dynamika r/r)	5,5%	-5,7%	13,9%	1,1%	-6,3%	-59,0%	136,8%	10,1%	7,5%
Zysk na akcję	28,42	26,20	30,53	30,88	28,93	11,87	28,11	30,94	33,26
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Aktywa</b>									
Kasa i należności od sektora fin.	8 764	5 122	6 806	7 835	12 247	9 117	9 117	9 117	9 117
Kredyty i pożyczki	66 947	68 210	74 582	78 434	81 763	84 499	88 435	91 706	94 204
Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)	-1,3%	1,9%	9,3%	5,2%	4,2%	3,3%	4,7%	3,7%	2,7%
Aktywa finansowe	23 947	28 454	33 709	34 644	37 003	33 809	34 309	35 409	36 509
Inne aktywa	2 487	2 496	2 889	2 610	2 730	2 765	2 765	2 765	2 765
Aktywa ogółem	102 145	104 283	117 986	123 523	133 744	130 189	134 626	138 997	142 595
Aktywa odsetkowe	96 855	99 437	110 231	117 564	129 204	125 744	130 180	134 551	138 149
Aktywa odsytkowe (dynamika r/r)	7,1%	2,7%	10,9%	6,7%	9,9%	-2,7%	3,5%	3,4%	2,7%
Aktywa wazone ryzykiem	61 730	58 822	66 500	69 392	65 259	76 606	77 870	79 072	79 658
<b>Pasywa</b>	<b>98 923</b>	<b>100 457</b>	<b>113 858</b>	<b>119 696</b>	<b>129 800</b>	<b>127 939</b>	<b>132 375</b>	<b>136 746</b>	<b>140 344</b>
Zobowiązania wobec sektora fin.	21 111	19 224	13 384	12 019	8 487	6 367	6 367	6 367	6 367
Depozyty	57 984	61 674	72 422	81 141	91 418	90 244	93 532	96 582	98 789
Depozyty (dynamika r/r)	6,9%	6,4%	17,4%	12,0%	12,7%	-1,3%	3,6%	3,3%	2,3%
Wyemitowane papiery dłużne	4 892	5 402	10 342	8 946	12 660	13 561	13 561	13 561	13 561
Inne zobowiązania	5 317	3 964	6 637	5 314	4 184	4 147	4 111	4 128	4 117
Udziały niekontrolujące	24	27	30	33	27	28	28	28	28
Kapitał przypadający akcjonariuszom	9 594	10 167	11 043	12 242	13 024	13 592	14 777	16 081	17 483
Wartość księgowa na akcję	227,67	241,25	262,05	290,51	309,05	322,54	350,65	381,59	414,86

Wskaźniki (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe)	2,43	2,19	2,38	2,20	2,30	2,41	2,46	2,53	2,59
Wynik prowizyjny/Przychody ogółem	22,0	23,2	22,9	21,9	21,1	28,0	22,9	22,3	21,8
Koszty/Przychody	-46,5	-46,7	-44,9	-50,2	-45,7	-55,4	-44,3	-42,6	-41,2
Saldo rezerw/ Średnie kredyty	-0,64	-0,68	-0,70	-0,53	-0,44	-0,53	-0,56	-0,58	-0,62
Stawka podatkowa	18,2	21,4	22,0	19,4	25,4	34,3	26,7	26,3	26,0
Aktywa odsetkowe/Aktywa	94,8	95,4	93,4	95,2	96,6	96,6	96,7	96,8	96,9
Kredyty/Aktywa	65,5	65,4	63,2	63,5	61,1	64,9	65,7	66,0	66,1
Kredyty/Depozyty	115,5	110,6	103,0	96,7	89,4	93,6	94,6	95,0	95,4
Depozyty/Aktywa	56,8	59,1	61,4	65,7	68,4	69,3	69,5	69,5	69,3
Współczynnik wypłacalności	19,0	19,4	14,7	17,3	20,3	18,1	18,7	19,9	20,4
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	13,0	14,2	12,2	14,3	17,3	15,7	16,4	17,6	18,1
Wskaźnik NPL	5,2	6,3	6,4	5,7	5,4	5,3	5,4	5,5	5,6
Współczynnik pokrycia rezerwami	69,6	53,6	56,8	64,3	62,1	65,1	68,7	72,6	78,2
ROE	13,57	11,43	12,13	11,18	9,65	3,76	8,35	8,45	8,35
ROA	1,17	1,08	1,09	1,05	0,91	0,38	0,88	0,94	0,98
<b>Dywidenda</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Wskaźnik wypłaty %	35,2%	64,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%
Dywidenda na akcję	10,00	17,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	16,63

Źródło: prognozy DM PKO BP



## Preferowana ekspozycja frankowa

Obniżamy rekomendację do Trzymaj, jednak w dalszym ciągu Millennium pozostaje preferowaną ekspozycją frankową.

### Bardzo dobre wyniki za 1Q17

Bank Millennium zaraportował bardzo dobre wyniki za 1Q17. W szczególności na plus wyróżniły się przychody podstawowe, a w szczególności wynik prowizyjny (+24% r/r i +6% kw/kw). Zakładamy, że pozytywne tendencje w przychodach będą kontynuowane (dalsza poprawa marży odsetkowej), co przełoży się na poprawę oczyszczonego wyniku o 32% r/r.

### Kredyty frankowe obciążą wyniki oraz ROE

Z naszych prognoz zakładamy, że Millennium poniesie w 2017 ok. 660 mln PLN kosztów z tytułu zwrotu spreadów walutowych oraz składki na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców, przez co raportowany zysk netto wyniesie jedynie ok. 130 mln PLN. Zwiększenie wymogów kapitałowych obniży współczynnik wypłacalności o 3,4pp.

### IRB szansą na istotne poprawienie współczynników kapitałowych

Szacujemy, że zniesienie floora nadzorczego przy kalkulowaniu wymogu kapitałowego pod IRB podniosłoby współczynniki kapitałowe Millennium aż o 4,5pp na Tier 1. Taka zmiana, nawet pomimo wzrostu wymogów z tytułu kredytów frankowych, pozwoliłaby naszym zdaniem na powrót do wypłat dywidendy, co przy obecnych wycenach wiązałoby się z atrakcyjną stopą dywidendy (ok. 4-5%).

### Wycena

Millennium jest obecnie jednym z najniżej wycenianych polskich banków (ok. 13x oczyszczone zyski w 2017), co w dużej mierze jest uzasadnione z uwagi na najwyższy udział kredytów frankowych.

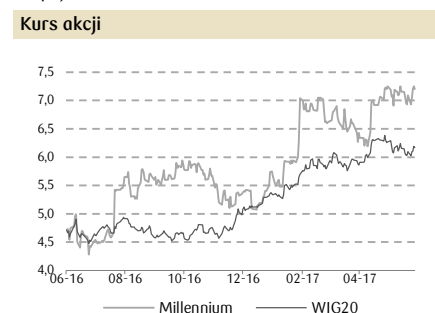
mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 365	1 506	1 600	1 648	1 746
Wynik prowizyjny	596	581	656	677	699
Przychody	2 017	2 472	1 764	2 492	2 618
Koszty operacyjne	-1 087	-1 112	-1 107	-1 117	-1 122
Odpisy z tytułu utraty wartości	-241	-231	-240	-253	-272
Zysk netto	547	701	126	689	766
EPS	0,45	0,58	0,10	0,57	0,63
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,32
P/E	14,5	9,2	69,5	12,7	11,4
P/BV	1,2	0,9	1,2	1,1	1,0
Stopa dywidendy	0,00	0,00	0,00	0,00	4,38

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	7,20
Upside	3%
Liczba akcji (mn)	1 213,12
Kapitalizacja (mln PLN)	8 734,44
Free float	50%
Free float (mln PLN)	4 358,49
Free float (mln USD)	1 164,67
P/BV	1,23
BVPS	5,88

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
BCP S.A.	50,10
NN OFE	9,48
Aviva OFE	5,44
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	16-12-16 6,00
Kupuj	22-07-16 5,30



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-3,4%	-0,1%
3 miesiące	6,4%	8,6%
6 miesięcy	22,7%	35,3%
12 miesięcy	28,5%	53,2%
Min 52 tyg. PLN		4,28
Max 52 tyg. PLN		7,25
Średni dzienny obrót mln PLN		5,71

Analityk	
Jaromir Szortyka	
+48 22 580 39 47	
jaromir.szortyka@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	



## Millennium: Długoterminowe ROE

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	Długoterminowe
ROE:	19.5%	15.5%	0.1%	9.5%	10.8%	10.0%	10.5%	11.7%	9.0%	10.5%	1.8%	9.2%	9.3%	9.4%	9.4%
ROA:	1.7%	1.1%	0.0%	0.7%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	0.2%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%
+ Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa	2.8%	2.4%	1.3%	2.0%	2.3%	2.2%	2.2%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.5%
- Koszty / Śr. Aktywa	3.8%	3.1%	2.2%	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
+ Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa	3.4%	2.4%	1.9%	1.7%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.0%	1.4%	0.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%
- Odpisy / Śr. Aktywa	0.2%	0.3%	0.9%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
- Podatek / Śr. Aktywa	0.4%	0.3%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.6%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
Dźwignia	11.7	14.6	16.4	13.4	11.3	11.0	10.8	10.6	10.4	10.1	9.7	9.2	8.5	8.1	8.6

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## Millennium: Wycena

Długoterminowe ROE	9.4
Koszt kapitału (%)	8.4
Stopa wzrostu (%)	4.0
Implikowane P/BV (x)	1.22
2018P BVPS	6.4
Wartość rezydualna 2018P	7.8
NPV wartości rezydualnej	6.6
NPV dywidend	0.0
NPV wart. rezydualnej + dywidend	6.6
Korekta CHF	0.0
12-miesięczna cena docelowa	7.4
Potencjał wzrostu	3%

Źródło: DM PKO BP

## Millennium: Koszt kapitału

Stopa wolna od ryzyka (%)	3.4
Premia za ryzyko (%)	5.0
Beta	1.00
Koszty kapitału (%)	8.4

Źródło: DM PKO BP

## Millennium: Wrażliwość docelowego P/BV

	Długoterminowe ROE (%)			
	7.4	9.4	11.4	
Stopa wzrostu (%)	3.0	0.81	1.18	1.55
	3.5	0.79	1.19	1.60
	4.0	0.76	1.22	1.67
	4.5	0.73	1.24	1.76
	5.0	0.69	1.28	1.87

	Długoterminowe ROE (%)			
	7.4	9.4	11.4	
Koszt kapitału	7.4	0.99	1.57	2.16
	7.9	0.86	1.37	1.89
	8.4	0.76	1.22	1.67
	8.9	0.68	1.09	1.50
	9.4	0.62	0.99	1.36

Źródło: DM PKO BP

**Prognozy finansowe**

<b>Rachunek zysków i strat</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Wynik odsetkowy</b>	1 161	1 220	1 454	1 365	1 506	1 600	1 648	1 746	1 839
<b>Wynik odsetkowy (dynamika r/r)</b>	1,7%	5,1%	19,2%	-6,1%	10,3%	6,3%	3,0%	6,0%	5,3%
Wynik z opłat i prowizji	546	589	612	596	581	656	677	699	722
<b>Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)</b>	-2,8%	7,8%	3,9%	-2,5%	-2,5%	12,8%	3,2%	3,4%	3,3%
Wynik handlowy	244	207	203	220	491	204	207	213	218
Pozostałe	2	-9	-53	-164	-105	-696	-41	-41	-41
<b>Przychody ogółem</b>	<b>1 953</b>	<b>2 006</b>	<b>2 216</b>	<b>2 017</b>	<b>2 472</b>	<b>1 764</b>	<b>2 492</b>	<b>2 618</b>	<b>2 738</b>
<b>Przychody ogółem (dynamika r/r)</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>10,4%</b>	<b>-9,0%</b>	<b>22,6%</b>	<b>-28,6%</b>	<b>41,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,6%</b>
Koszty osobowe	-558	-547	-547	-547	-559	-577	-584	-590	-597
Amortyzacja	-55	-54	-55	-50	-55	-52	-52	-52	-52
Koszty rzeczowe	-507	-488	-509	-490	-499	-479	-481	-479	-478
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-1 121</b>	<b>-1 090</b>	<b>-1 111</b>	<b>-1 087</b>	<b>-1 112</b>	<b>-1 107</b>	<b>-1 117</b>	<b>-1 122</b>	<b>-1 127</b>
<b>Koszty ogółem (dynamika r/r)</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-0,4%</b>
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>832</b>	<b>917</b>	<b>1 104</b>	<b>930</b>	<b>1 360</b>	<b>657</b>	<b>1 375</b>	<b>1 496</b>	<b>1 612</b>
<b>Wynik operacyjny (dynamika r/r)</b>	<b>8,8%</b>	<b>10,2%</b>	<b>20,4%</b>	<b>-15,8%</b>	<b>46,2%</b>	<b>-51,7%</b>	<b>109,5%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,7%</b>
Odpisy z tytułu utraty wart.	-238	-234	-265	-241	-231	-240	-253	-272	-299
<b>Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r)</b>	<b>-37,1%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-13,4%</b>	<b>9,1%</b>	<b>4,2%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-9,9%</b>
Inne	2	-2	0	-1	-175	-188	-190	-194	-201
<b>Zysk brutto</b>	<b>596</b>	<b>681</b>	<b>838</b>	<b>688</b>	<b>953</b>	<b>229</b>	<b>932</b>	<b>1 030</b>	<b>1 111</b>
<b>Zysk brutto (dynamika r/r)</b>	<b>0,9%</b>	<b>14,2%</b>	<b>23,2%</b>	<b>-18,0%</b>	<b>38,7%</b>	<b>-76,0%</b>	<b>307,6%</b>	<b>10,5%</b>	<b>7,9%</b>
Podatek dochodowy	-124	-145	-188	-141	-252	-103	-244	-264	-282
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>472</b>	<b>536</b>	<b>651</b>	<b>547</b>	<b>701</b>	<b>126</b>	<b>689</b>	<b>766</b>	<b>829</b>
<b>Zysk (strata) netto (dynamika r/r)</b>	<b>1,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>21,5%</b>	<b>-16,0%</b>	<b>28,3%</b>	<b>-82,1%</b>	<b>448,3%</b>	<b>11,2%</b>	<b>8,3%</b>
<b>Zysk na akcję</b>	<b>0,39</b>	<b>0,44</b>	<b>0,54</b>	<b>0,45</b>	<b>0,58</b>	<b>0,10</b>	<b>0,57</b>	<b>0,63</b>	<b>0,68</b>
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Aktywa</b>									
Kasa i należności od sektora fin.	3 858	4 932	4 997	4 295	3 047	2 797	2 797	2 797	2 797
<b>Kredyty i pożyczki</b>	<b>40 232</b>	<b>41 766</b>	<b>44 143</b>	<b>46 369</b>	<b>47 020</b>	<b>47 307</b>	<b>48 805</b>	<b>50 576</b>	<b>52 576</b>
<b>Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)</b>	<b>-2,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,0%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,0%</b>
Aktywa finansowe	7 709	9 546	10 841	14 714	17 808	16 988	16 792	16 297	15 603
Inne aktywa	943	774	759	857	918	928	928	928	928
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>52 742</b>	<b>57 017</b>	<b>60 740</b>	<b>66 235</b>	<b>68 793</b>	<b>68 020</b>	<b>69 322</b>	<b>70 598</b>	<b>71 903</b>
Aktywa odsetkowe	51 522	56 032	59 962	65 307	67 857	66 891	68 193	69 469	70 774
<b>Aktywa odsytkowe (dynamika r/r)</b>	<b>3,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>3,9%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9%</b>
Aktywa wazone ryzykiem	34 823	36 654	35 256	37 130	36 730	36 787	36 270	36 958	37 834
<b>Pasywa</b>	<b>52 742</b>	<b>57 017</b>	<b>60 740</b>	<b>66 235</b>	<b>68 793</b>	<b>68 020</b>	<b>69 322</b>	<b>70 598</b>	<b>71 903</b>
Zobowiązania wobec sektora fin.	2 492	2 349	2 037	1 444	1 271	1 405	1 405	1 405	1 405
<b>Depozyty</b>	<b>41 434</b>	<b>45 305</b>	<b>47 591</b>	<b>52 810</b>	<b>55 876</b>	<b>55 926</b>	<b>56 356</b>	<b>57 048</b>	<b>57 750</b>
<b>Depozyty (dynamika r/r)</b>	<b>10,7%</b>	<b>9,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,2%</b>
Wyemitowane papiery dłużne	1 514	1 324	2 379	1 774	1 978	1 458	1 458	1 458	1 458
Inne zobowiązania	2 479	2 676	2 967	3 764	2 727	2 103	2 285	2 103	2 260
Udziały niekontrolujące	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kapitał przypadający akcjonariuszom</b>	<b>4 824</b>	<b>5 363</b>	<b>5 765</b>	<b>6 443</b>	<b>6 941</b>	<b>7 129</b>	<b>7 818</b>	<b>8 583</b>	<b>9 030</b>
<b>Wartość księgowa na akcję</b>	<b>3,98</b>	<b>4,42</b>	<b>4,75</b>	<b>5,31</b>	<b>5,72</b>	<b>5,88</b>	<b>6,44</b>	<b>7,08</b>	<b>7,44</b>



<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe)	2,29	2,27	2,51	2,18	2,26	2,37	2,44	2,54	2,62
Wynik prowizyjny/Przychody ogółem	28,0	29,3	27,6	29,6	23,5	37,2	27,2	26,7	26,4
Koszty/Przychody	-57,4	-54,3	-50,2	-53,9	-45,0	-62,8	-44,8	-42,8	-41,1
Saldo rezerw/ Średnie kredyty	-0,57	-0,55	-0,60	-0,52	-0,48	-0,49	-0,51	-0,53	-0,56
Stawka podatkowa	20,8	21,3	22,4	20,5	26,4	45,1	26,1	25,6	25,4
Aktywa odsetkowe/Aktywa	97,7	98,3	98,7	98,6	98,6	98,3	98,4	98,4	98,4
Kredyty/Aktywa	76,3	73,3	72,7	70,0	68,4	69,5	70,4	71,6	73,1
Kredyty/Depozyty	97,1	92,2	92,8	87,8	84,2	84,6	86,6	88,7	91,0
Depozyty/Aktywa	78,6	79,5	78,4	79,7	81,2	82,2	81,3	80,8	80,3
Współczynnik wypłacalności	14,5	14,5	15,2	16,7	17,4	19,0	21,7	22,6	22,5
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,9	13,4	14,5	16,4	17,3	18,8	19,5	20,5	20,4
Wskaźnik NPL	5,1	4,4	4,2	4,6	4,5	4,8	4,9	5,0	5,1
Współczynnik pokrycia rezerwami	58,6	69,0	70,6	66,3	62,6	61,7	63,7	65,5	67,8
ROE	10,04	10,52	11,70	8,95	10,48	1,79	9,22	9,34	9,42
ROA	0,90	0,94	1,07	0,83	1,02	0,18	0,99	1,08	1,15
<b>Dywidenda</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Wskaźnik wypłaty %	0,0%	49,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Dywidenda na akcję	0,00	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,32	0,34

Źródło: prognozy DM PKO BP

## Jeszcze tylko dwa lata wysokich dywidend

Utrzymujemy rekomendację Trzymaj.

### Jeszcze tylko dwa lata wysokich dywidend

Oczekujemy, że Pekao będzie w stanie wypłacać wysokie dywidendy (wskaźnik wypłaty bliski 100%) jeszcze tylko przez dwa lata (z zysków za 2017 i 2018). Rosnący bufor zabezpieczający, wpływ IFRS 9, wyższe wagi dla hipotek walutowych oraz wzrost kredytów mogą naszym zdaniem spowodować, że począwszy od 2019 wskaźnik wypłaty spadnie do 50%, a w rezultacie stopa dywidendy do ok. 4%.

### Czekając na nowy zarząd

Po przejściu przez PZU oraz wymianie rady nadzorczej, oczekujemy zmian w składzie zarządu banku. Na obecną chwilę ciężko ocenić, w jakim kierunku może podążać bank pod nowym kierownictwem.

### Przejęcie Pioneer'a

Jako część umowy nabycia przez PZU Pekao, bank nabył udziały UniCredit w Pioneer Pekao IM oraz w Pioneer PTE za kwotę 140 mln EUR. Według naszych szacunków transakcja została dokonana przy wskaźniku 15x zyski w 2016 i doda ok. 2% do wyników Pekao w kolejnych latach. Dodatkowo Pekao rozpozna jednorazowy zysk na transakcji (w wyniku przeszacowania własnych udziałów) w kwocie 400 mln PLN, dzięki czemu raportowany zysk w 2017 nie spadnie.

### Wycena

Pekao jest obecnie wyceniany na poziomie ok. 17x oczyszczone zyski za 2017 oraz ok. 1,5x wartość księgową, tj. z premią wobec sektora. Jednocześnie Pekao oferuje jedną z najwyższych dywidend w sektorze. Niemniej jednak z uwagi na fakt, że taki poziom dywidend jest nie do utrzymania w długim terminie, uważamy obecną wycenę rynkową jako adekwatną.

mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 167	4 382	4 524	4 799	5 232
Wynik prowizyjny	2 006	1 959	2 443	2 496	2 522
Przychody	6 994	7 302	7 360	7 426	7 891
Koszty operacyjne	3 758	3 494	3 427	3 382	3 362
Odpisy z tytułu utraty wartości	518	501	505	547	612
Zysk netto	2 292	2 279	2 254	2 279	2 586
EPS	8,73	8,68	8,59	8,68	9,85
DPS	8,70	8,68	8,16	7,81	4,93
P/E	19,4	15,7	15,4	15,2	13,4
P/BV	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5
Stopa dywidendy	6,59	6,58	6,18	5,92	3,73

P - Prognozy DM PKO BP

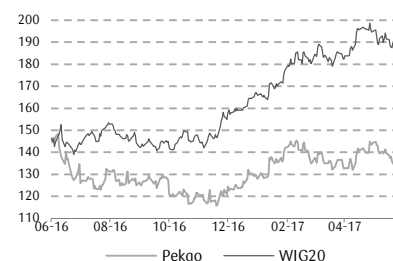
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	132,00
Upside	6%
Liczba akcji (mn)	262,47
Kapitalizacja (mln PLN)	34 646,04
Free float	60%
Free float (mln PLN)	20 787,63
Free float (mln USD)	5 554,85
P/BV	1,51
BVPS	87,66

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	6,6%
Odcięcie dywidendy	20.06.2017

Akcjonariusze	% Akcji
PZU	20,00
PFR	12,80
UniCredit	6,26
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	16-12-16 127,00
Trzymaj	22-07-16 132,00

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-3,4%	-8,9%
3 miesiące	6,4%	-2,2%
6 miesięcy	22,7%	7,3%
12 miesięcy	28,5%	-13,4%
Min 52 tyg. PLN		115,75
Max 52 tyg. PLN		148,40
Średni dzienny obrót mln PLN		105,82

Analityk	
Jaromir Szortyka	
+48 22 580 39 47	
jaromir.szortyka@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	



## Pekao: Długoterminowe ROE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	Długoterminowe
ROE:	23.0%	14.1%	13.1%	14.0%	13.2%	12.0%	11.4%	9.7%	9.8%	9.8%	9.9%	11.0%	11.7%	10.8%
ROA:	2.8%	1.8%	1.9%	2.1%	2.0%	1.8%	1.7%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
+ Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa	3.5%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%	2.9%	2.7%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	2.7%
- Koszty / Śr. Aktywa	3.0%	2.8%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%
+ Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa	3.0%	2.6%	2.4%	2.3%	2.0%	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
- Odpisy / Śr. Aktywa	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
- Podatek / Śr. Aktywa	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
Dźwignia	8.4	7.7	6.9	6.8	6.7	6.6	6.9	7.1	7.4	7.6	7.9	8.2	8.3	8.1

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## Pekao: Wycena

Długoterminowe ROE	10.849
Koszt kapitału (%)	8.4
Stopa wzrostu (%)	3
Implikowane P/BV (x)	1.45
2018P BVPS	88
Wartość rezydualna 2018P	128
NPV wartości rezydualnej	108
NPV dywidend	16
NPV wart. rezydualnej + dywidend	124
Korekta CHF	0
<b>12-miesięczna cena docelowa</b>	<b>140</b>
Potencjał wzrostu	6%

Źródło: DM PKO BP

## Pekao: Koszt kapitału

Stopa wolna od ryzyka (%)	3.4
Premia za ryzyko (%)	5.0
Beta	1.00
<b>Koszty kapitału (%)</b>	<b>8.4</b>

Źródło: DM PKO BP

## Pekao: Wrażliwość docelowego P/BV

	Długoterminowe ROE (%)			
	8.8	10.8	12.8	
Stopa wzrostu (%)	2.0	1.07	1.38	1.70
	2.5	1.08	1.42	1.75
	3.0	1.08	1.45	1.82
	3.5	1.09	1.50	1.91
	4.0	1.10	1.56	2.01

	Długoterminowe ROE (%)			
	8.8	10.8	12.8	
Koszt kapitału	7.4	1.33	1.78	2.24
	7.9	1.19	1.60	2.01
	8.4	1.08	1.45	1.82
	8.9	0.99	1.33	1.67
	9.4	0.91	1.23	1.54

Źródło: DM PKO BP

**Prognozy finansowe**

<b>Rachunek zysków i strat</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Wynik odsetkowy	4 927	4 506	4 461	4 167	4 382	4 524	4 799	5 232	5 647
Wynik odsetkowy (dynamika r/r)	8,1%	-8,6%	-1,0%	-6,6%	5,2%	3,2%	6,1%	9,0%	7,9%
Wynik z opłat i prowizji	2 122	2 143	2 044	2 006	1 959	2 443	2 496	2 522	2 544
Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)	-13,4%	1,0%	-4,6%	-1,9%	-2,3%	24,7%	2,2%	1,0%	0,9%
Wynik handlowy	762	760	706	677	939	89	99	105	111
Pozostałe	101	139	73	145	21	304	32	32	32
<b>Przychody ogółem</b>	<b>7 913</b>	<b>7 547</b>	<b>7 285</b>	<b>6 994</b>	<b>7 302</b>	<b>7 360</b>	<b>7 426</b>	<b>7 891</b>	<b>8 335</b>
Przychody ogółem (dynamika r/r)	2,2%	-4,6%	-3,5%	-4,0%	4,4%	0,8%	0,9%	6,3%	5,6%
Koszty osobowe	1 910	1 881	1 905	1 909	1 897	1 880	1 863	1 847	1 834
Amortyzacja	369	346	327	331	341	337	337	337	337
Koszty rzeczowe	1 353	1 261	1 197	1 518	1 256	1 209	1 182	1 178	1 185
<b>Koszty ogółem</b>	<b>3 632</b>	<b>3 489</b>	<b>3 429</b>	<b>3 758</b>	<b>3 494</b>	<b>3 427</b>	<b>3 382</b>	<b>3 362</b>	<b>3 356</b>
Koszty ogółem (dynamika r/r)	-1,3%	-3,9%	-1,7%	9,6%	-7,0%	-1,9%	-1,3%	-0,6%	-0,2%
Wynik operacyjny	4 281	4 058	3 856	3 235	3 808	3 933	4 044	4 529	4 978
Wynik operacyjny (dynamika r/r)	5,4%	-5,2%	-5,0%	-16,1%	17,7%	3,3%	2,8%	12,0%	9,9%
Odpisy z tytułu utraty wart.	669	664	560	518	501	505	547	612	694
Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r)	24,4%	-0,9%	-15,7%	-7,5%	-3,3%	0,9%	8,3%	11,9%	13,4%
Inne	53	59	63	113	-411	-473	-502	-532	-562
<b>Zysk brutto</b>	<b>3 664</b>	<b>3 454</b>	<b>3 360</b>	<b>2 831</b>	<b>2 897</b>	<b>2 955</b>	<b>2 995</b>	<b>3 384</b>	<b>3 723</b>
Zysk brutto (dynamika r/r)	2,0%	-5,7%	-2,7%	-15,7%	2,3%	2,0%	1,3%	13,0%	10,0%
Podatek dochodowy	712	659	635	538	617	701	715	798	871
Zyski (straty) mniejszości	10	10	10	1	0	0	0	0	0
Skorygowany zysk (strata) netto	2 943	2 785	2 715	2 366	1 959	2 051	2 279	2 586	2 852
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>2 943</b>	<b>2 785</b>	<b>2 715</b>	<b>2 292</b>	<b>2 279</b>	<b>2 254</b>	<b>2 279</b>	<b>2 586</b>	<b>2 852</b>
Zysk (strata) netto (dynamika r/r)	1,5%	-5,4%	-2,5%	-15,6%	-0,6%	-1,1%	1,1%	13,5%	10,3%
Zysk na akcję	11,21	10,61	10,34	8,73	8,68	8,59	8,68	9,85	10,86
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Aktywa</b>									
Kasa i należności od sektora fin.	13 261	11 739	16 396	15 196	9 131	7 409	7 409	7 409	7 409
Kredyty i pożyczki	97 559	103 944	114 984	122 059	122 664	130 660	139 778	148 099	155 944
Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)	2,0%	6,5%	10,6%	6,2%	0,5%	6,5%	7,0%	6,0%	5,3%
Aktywa finansowe	32 353	37 431	30 080	25 937	38 056	34 424	35 424	37 224	40 224
Inne aktywa	7 582	5 407	6 165	5 593	4 364	4 224	4 232	4 241	4 249
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>150 755</b>	<b>158 522</b>	<b>167 625</b>	<b>168 786</b>	<b>174 215</b>	<b>176 717</b>	<b>186 844</b>	<b>196 972</b>	<b>207 826</b>
Aktywa odsetkowe	140 156	150 867	156 542	159 564	167 648	170 382	180 500	190 621	201 466
Aktywa odsytkowe (dynamika r/r)	3,0%	7,6%	3,8%	1,9%	5,1%	1,6%	5,9%	5,6%	5,7%
Aktywa wazone ryzykiem	103 635	108 196	115 977	114 450	113 109	120 100	125 851	131 014	135 595
<b>Pasywa</b>	<b>150 755</b>	<b>158 522</b>	<b>167 625</b>	<b>168 786</b>	<b>174 215</b>	<b>176 717</b>	<b>186 844</b>	<b>196 972</b>	<b>207 826</b>
Zobowiązania wobec sektora fin.	7 783	6 419	5 346	5 959	4 830	5 274	5 274	5 274	5 274
Depozyty	107 993	119 797	125 609	128 868	137 816	140 061	148 843	157 416	165 668
Depozyty (dynamika r/r)	-0,4%	10,9%	4,9%	2,6%	6,9%	1,6%	6,3%	5,8%	5,2%
Wyemitowane papiery dłużne	4 759	3 064	3 857	2 903	1 523	2 314	3 314	4 314	5 314
Inne zobowiązania	6 957	5 728	8 768	7 631	7 135	6 044	6 243	6 263	6 305
Udziały niekontrolujące	92	94	28	16	15	15	23	24	25
Kapitał przypadający akcjonariuszom	23 171	23 420	24 018	23 408	22 897	23 008	23 146	23 681	25 240
<b>Wartość księgowa na akcję</b>	<b>88,28</b>	<b>89,23</b>	<b>91,51</b>	<b>89,18</b>	<b>87,24</b>	<b>87,66</b>	<b>88,19</b>	<b>90,23</b>	<b>96,16</b>



<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe)	3,57	3,10	2,90	2,64	2,68	2,68	2,74	2,82	2,88
Wynik prowizyjny/Przychody ogółem	26,8	28,4	28,1	28,7	26,8	33,2	33,6	32,0	30,5
Koszty/Przychody	45,9	46,2	47,1	53,7	47,8	46,6	45,5	42,6	40,3
Saldo rezerw/ Średnie kredyty	0,66	0,63	0,49	0,42	0,39	0,38	0,39	0,41	0,44
Stawka podatkowa	19,4	19,1	18,9	19,0	21,3	23,7	23,9	23,6	23,4
Aktywa odsetkowe/Aktywa	93,0	95,2	93,4	94,5	96,2	96,4	96,6	96,8	96,9
Kredyty/Aktywa	64,7	65,6	68,6	72,3	70,4	73,9	74,8	75,2	75,0
Kredyty/Depozyty	90,3	86,8	91,5	94,7	89,0	93,3	93,9	94,1	94,1
Depozyty/Aktywa	71,6	75,6	74,9	76,3	79,1	79,3	79,7	79,9	79,7
Współczynnik wypłacalności	18,8	18,3	17,3	17,7	17,6	17,4	17,9	17,7	17,5
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	18,8	18,3	17,3	17,7	17,6	16,2	15,5	15,4	15,3
Wskaźnik NPL	7,3	7,3	6,8	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7
Współczynnik pokrycia rezerwami	64,8	65,5	70,1	71,9	72,6	73,3	75,2	77,9	81,3
ROE	13,24	11,95	11,45	9,67	9,84	9,82	9,87	11,05	11,66
ROA	1,95	1,76	1,62	1,36	1,31	1,28	1,22	1,31	1,37
<b>Dywidenda</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Wskaźnik wypłaty %	74,8%	93,9%	96,7%	99,6%	100,0%	95,0%	90,0%	50,0%	50,0%
Dywidenda na akcję	8,39	9,96	10,00	8,70	8,68	8,16	7,81	4,93	5,43

Źródło: prognozy DM PKO BP



## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Tomasz Kasowicz	(sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, sektor deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

### Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Robert Noworyta	(sales)	(022) 521 52 46	robert.noworyta@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedeccus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedeccus@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kaluza	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Joanna Wilk	(trader)	(022) 521 48 93	joanna.wilk@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajeniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinię zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchylił się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

#### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

#### Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	24 (35%)
Trzymaj	35 (51%)
Sprzedaj	9 (13%)

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Alior Bank	1, 3, 4
BZ WBK	3, 4
Handlowy	3
ING BSK	-
mBank	3, 4
Millennium	3, 4
Pekao	3

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że DM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

#### **Ujawnienia**

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Alior Bank, BZ WBK, Handlowy, ING BSK, mBank, Millennium, Pekao.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

#### **Pozostałe ujawnienia**

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W DM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ilekroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego należy przyjąć, że jest to cena z 09.06.2017 z godziny zamknięcia notowań.

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „Dziennik”.