

poniedziałek, 29 sierpnia 2016 | komentarz specjalny

PKO BP – Wyniki lekko powyżej konsensusu

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 31,62 PLN | cena bieżąca: 26,00 PLN

PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Wynik netto PKO BP w 2Q'16 wyniósł 873,5 mln PLN, +36,8% Q/Q oraz +24,3% R/R, lekko powyżej średnich oczekiwań rynkowych na poziomie 861,0 mln PLN oraz naszej prognozy na poziomie 822,4 mln PLN. Wyniki w 2Q'16 wsparte zostały przez zysk jednorazowy z transakcji VISA w wysokości 471,6 mln PLN (brutto). Jednocześnie bank zanotował lepsze od oczekiwań wyniki na działalności podstawowej oraz kosztach operacyjnych. Wyniki stanowią 57,5% prognozy rocznej rynku oraz 53% naszej prognozy. Niemniej jednak nie oczekujemy wzrostu średnich oczekiwań rynkowych ze względu na znaczące zdarzenia jednorazowe, które miały miejsce w 1H'16. Uważamy, że ze względu na dobrą jakość wyników reakcja rynku powinna być pozytywna.

Wynik odsetkowy w 2Q'16 wyniósł 1 909,3 mln PLN, +3,0% Q/Q oraz +13,4% R/R, powyżej konsensusu. W 2Q'16 wzrost przychodów odsetkowych na poziomie +2,9% Q/Q był wystarczający aby zniwelować wzrost kosztów odsetkowych (+2,5% Q/Q). Marża odsetkowa (do średnich aktywów) wzrosła o 5 p.b. do poziomu 2,83%. Kredyty brutto w 2Q'16 spadły o 1,9% Q/Q, zaś saldo depozytów o 2,3% Q/Q. Wynik prowizyjny wzrósł w kwartale o 4,9% Q/Q, ale spadł o 12,0% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych. Wzrost wyniku z prowizji i opłat to efekt wyższych przychodów z tytułu udzielonych kredytów (+14% Q/Q) oraz kart (+13,7% Q/Q). Koszty operacyjne wzrosły o +2,6% Q/Q oraz o +1,7% R/R do poziomu 1 396 mln PLN, lekko poniżej konsensusu. Saldo rezerw w 2Q'16 zanotowało lekki wzrost o 4,7% Q/Q oraz 6,7% R/R. Koszt ryzyka w 2Q'16 (do średnich kredytów brutto) lekko wzrósł z 77 p.b. w 1Q'16 do 81 p.b. w 2Q'16.

Skonsolidowane wyniki kwartalne PKO BP w 2Q 2016

(mln PLN)	2Q'15	1Q'16	2Q'16P	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy	1 683,4	1 853,2	1 909,3	13,4	3,0
Wynik prowizyjny	757,4	635,4	666,6	-12,0	4,9
Wynik handlowy	106,7	136,6	538,2	404,4	293,9
Pozostałe przychody	134,1	123,6	185,3	38,2	49,9
Przychody pozaodsetkowe	998,2	895,7	1 390,1	39,3	55,2
WNDB	2 681,5	2 748,9	3 299,4	23,0	20,0
Koszty operacyjne	-1 372,3	-1 360,5	-1 396,0	1,7	2,6
Pozostałe koszty	-87,1	-63,4	-152,5	75,0	140,4
Całkowite koszty	-1 459,5	-1 423,9	-1 548,5	6,1	8,7
Wynik operacyjny	1 222,1	1 324,9	1 750,9	43,3	32,1
Saldo rezerw	-375,1	-382,2	-400,2	6,7	4,7
Udział w zyskach jednostek zależnych	7,3	3,3	7,3	-0,2	119,9
Zysk brutto	854,3	946,1	1 358,0	59,0	43,5
Podatek dochodowy	-152,7	-159,8	-265,6	74,0	66,3
Akcjonariusze niekontrolujący	1,3	0,6	2,2	76,1	255,9
Zysk netto	702,9	787,0	1 094,6	55,7	39,1
Podatek bankowy	0,0	148,4	221,0	n.m.	49,0
Zysk netto po podatku	702,9	638,6	873,5	24,3	36,8

Źródło: PKO BP, Dom Maklerski mBanku, PAP

Wyniki vs. oczekiwania

(mln PLN)	2Q'16	konsensus	różnica	2Q'16P	różnica
Wynik odsetkowy	1 909,3	1 889,1	1,1%	1 881,5	1,5%
Wynik prowizyjny	666,6	656,6	1,5%	651,3	2,3%
Działalność podstawowa	2 575,9	2 545,7	1,2%	2 532,8	1,7%
Koszty operacyjne	-1 396,0	-1 409,0	-0,9%	-1 380,9	1,1%
Saldo rezerw	-400,2	-394,0	1,6%	-424,2	-5,7%
Zysk netto	873,5	861,0	1,5%	822,4	6,2%

Źródło: PKO BP, Dom Maklerski mBanku, PAP

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwanie zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Ergoaparat, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, PBKM. Assec Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 47 44
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl