

## Epizod 2016 – Nowa Nadzieja

Po spadku o 26% od początku roku uważamy, że polskie banki w dużej mierze zdyskontowały wpływ podatku bankowego na wyniki. Biorąc pod uwagę potencjalne działania mitygujące (obniżka kosztu depozytów, wyższe marże kredytowe oraz opłaty i prowizje) oraz malejące szanse na kolejny obniżki stóp, zaczynamy dostrzegać isierkę nadziei dla sektora.

### Podatek bankowy istotnie obniży ROA...

Podatek bankowy w wysokości 0,39% aktywów istotnie wpłynie na wyniki sektora bankowego w Polsce. Dla analizowanych przez nas banków, wpływ podatku w 2016 szacujemy na 28% oczyszczonych zysków za 2015. Widzimy potencjał do skompensowania części podatku przez banki (ok. 1/3 w średnim terminie), niemniej jednak rentowność sektora (mierzona ROA) spadnie z ok 1,2% w 2014 do 0,9-1,0% najbliższych latach.

### ... podczas, gdy wymogi kapitałowe nie pozwolą na istotne zwiększeni dźwigni.

Z kolei, nowe wymogi kapitałowe (bufor ochrony kapitału w wysokości 1,25%) oraz domiary kapitałowe dla banków „frankowych” nie pozwolą bankom zlewarować swoich bilansów (mniejsze dywidendy i/lub wolniejszy wzrost). W efekcie spodziewamy się, że ROE sektora w najbliższych latach spadnie do 8-9%, za które inwestorzy płacą 1,3x BV.

### Brak obniżki stóp stwarza szansę

Silne osłabienie PLN w ostatnim czasie w połączeniu z prawdopodobnymi proinflacyjnymi działaniami nowego rządu (polityka socjalna, podatek od sklepów wielkopowierzchniowych), spowodowały istotną zmianę oczekiwań rynkowych odnośnie stóp procentowych. O ile jeszcze niedawno rynek wyceniał obniżki stóp nawet o 50pb, obecnie bardziej prawdopodobny scenariuszem wydaje się brak cięć. W naszej ocenie, taki scenariusz pozwoliłby na bankom na obniżenie kosztu finansowania (w szczególności biorąc pod uwagę niższą dynamikę kredytów), co przyniesie znacznie szybsze efekty niż zmiany w marżach kredytowych.

### Alior Bank, Handlowy i ING preferowanymi ekspozycjami

W sektorze preferujemy 1) Alior Bank - z uwagi na najlepsze perspektywy odrobienia podatku bankowego (relatywnie droższe finansowania, szybko rotujący portfel kredytów oraz poprawę jakości portfela) oraz opcję konsolidacji sektora, 2) Handlowy - z uwagi na atrakcyjne stopy dywidendy (6-7% w najbliższych latach), 3) ING - z uwagi na zrównoważony wzrost podparty wypłatami dywidend.

| Ticker | Rekomend.                | Cena docelowa | Cena bieżąca |
|--------|--------------------------|---------------|--------------|
| ALR PW | Kupuj<br>(Podtrzymana)   | 74,0          | 61,7         |
| BZW PW | Trzymaj<br>(Podtrzymana) | 281,0         | 275,5        |
| BHW PW | Kupuj<br>(Podniesiona)   | 71,0          | 63,7         |
| ING PW | Kupuj<br>(Podniesiona)   | 123,0         | 110,0        |
| MBK PW | Trzymaj<br>(Podtrzymana) | 331,0         | 324,0        |
| MIL PW | Trzymaj<br>(Podtrzymana) | 5,6           | 5,4          |
| PEO PW | Trzymaj<br>(Podtrzymana) | 148,0         | 147,2        |

### WIG-Banki



| Spółka     | Kapitalizacja<br>(mln PLN) | Stopa<br>dywidendy | P/E  |       |       | P/BV |       |       |
|------------|----------------------------|--------------------|------|-------|-------|------|-------|-------|
|            |                            |                    | 2014 | 2015P | 2016P | 2014 | 2015P | 2016P |
| Pekao      | 38 636                     | 6%                 | 17,8 | 17,3  | 19,4  | 2,0  | 1,7   | 1,7   |
| BZ WBK     | 27 334                     | 6%                 | 19,3 | 11,9  | 14,1  | 2,3  | 1,4   | 1,4   |
| ING BSK    | 14 311                     | 4%                 | 16,7 | 13,1  | 13,5  | 1,7  | 1,4   | 1,3   |
| mBank      | 13 654                     | 4%                 | 16,4 | 10,9  | 13,9  | 1,9  | 1,1   | 1,1   |
| Handlowy   | 8 323                      | 7%                 | 15,5 | 13,4  | 14,3  | 2,0  | 1,2   | 1,2   |
| Millennium | 6 599                      | 0%                 | 15,5 | 11,9  | 10,7  | 1,8  | 1,1   | 1,0   |
| Alior Bank | 4 457                      | 0%                 | 17,8 | 14,4  | 13,4  | 1,9  | 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

### Podatek bankowy

Projekt ustawy o podatku bankowym zakłada wprowadzenie dodatkowego obciążenia na sektor bankowy. Podstawą opodatkowania ma być nadwyżka łącznych aktywów banków ponad 4 mld PLN pomniejszona o poziom funduszy własnych (kapitały Tier 1 i Tier 2). Miesięczna stawka została ustalona na poziomie 0,0325% (39pb. w ujęciu rocznym). Podatek ma obowiązywać od 1 lutego 2016 i nie będzie stanowił kosztu uzyskania przychodu.

#### Założenie podatku bankowego

|                           |                                                                 |
|---------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| Stawka                    | 0,0325% miesięcznie                                             |
| Podstawa                  | nadwyżka ponad 4 mld PLN aktywów pomniejszona o fundusze własne |
| Dynamicznie/statycznie    | dynamicznie                                                     |
| Koszt uzyskania przychodu | nie                                                             |
| Obowiązująca od           | 1 lutego 2016                                                   |

Źródło: DM PKO BP

Według naszych szacunków, w 2016 podatek obniży wyniki średnio o 28% w stosunku do 2015.

#### Wpływ podatku bankowego

|     | Podatek w 2016 (PLNm) | Oczyszczony zysk 2015 | Podatek jako % zysku 2015 |
|-----|-----------------------|-----------------------|---------------------------|
| PEO | -556                  | 2308                  | -24%                      |
| BZW | -431                  | 2037                  | -21%                      |
| MBK | -398                  | 1125                  | -35%                      |
| ING | -379                  | 1145                  | -33%                      |
| BHW | -150                  | 674                   | -22%                      |
| MIL | -200                  | 653                   | -31%                      |
| ALR | -114                  | 362                   | -31%                      |

Źródło: DM PKO BP

Bazując na wynikach za 2015 podatek najbardziej obciąży wyniki mBanku (35% oczyszczonego zysku za 2015), z kolei BZ WBK i Handlowy powinny być najmniej dotknięte podatkiem (odpowiednio 21% i 22% wyników).

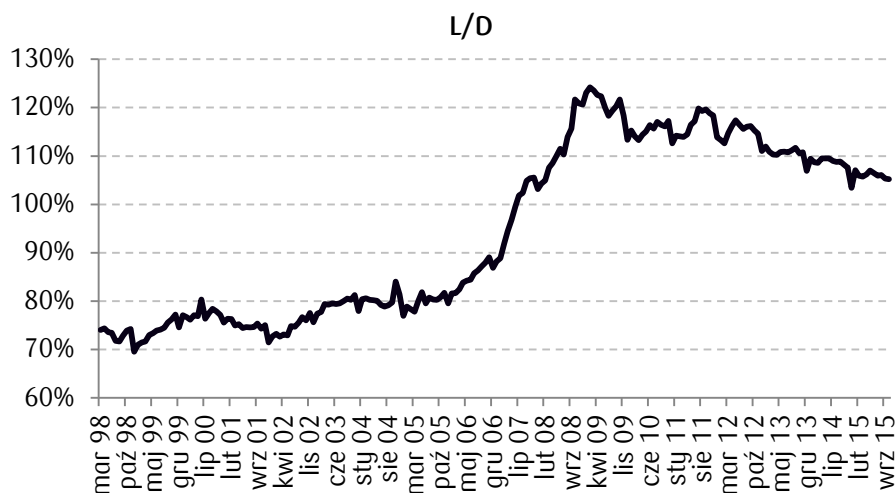
Z uwagi na bardzo rygorystyczną stawkę podatku (prawdopodobnie najwyższy podatek w Europie) oraz fakt, że podatek dotknie cały sektor, naszym zdaniem banki będą szukać rozwiązań mających pozwolić skompensować część obciążeń. Najbardziej prawdopodobne działania to:

1. Optymalizacja kosztu finansowania,
2. Wyższe marże kredytowe,
3. Optymalizacja bilansu,
4. Wyższe opłaty i prowizje,
5. Kontrola kosztów.

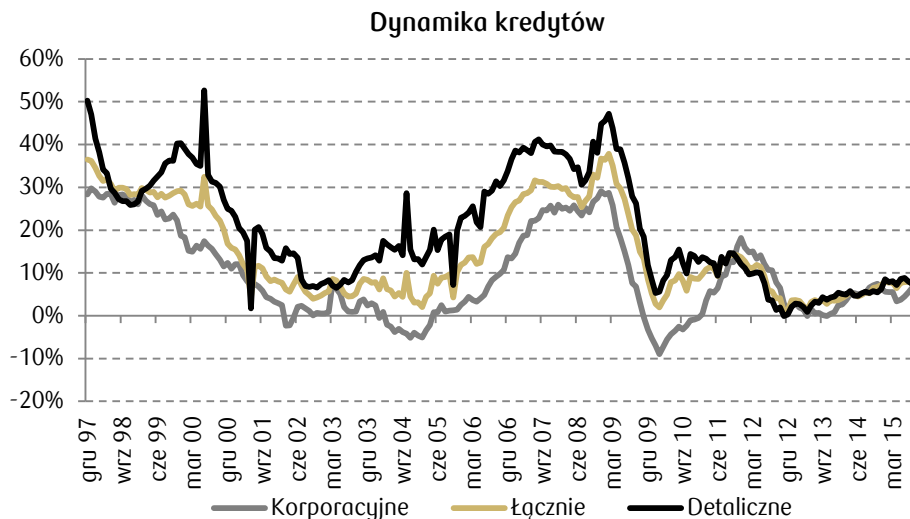
Skala możliwości poprawy efektywności, będzie zależeć od poziomu konkurencji na rynku. W związku z tym uważamy, że rok 2016 upłynie na szukaniu nowych poziomów równowagi cenowej.

### Optymalizacja kosztu finansowania

Naszym zdaniem, najbardziej prawdopodobnym (i mogącym przynieść wymierne efekty w najkrótszym czasie) działaniem banków będą próby optymalizacji kosztu finansowania. Mając na uwadze: 1) niski z historycznego punktu widzenia poziom kredytów do depozytów w sektorze (102% na koniec października), 2) oczekiwany spadek dynamiki kredytów (zakładamy wzrost kredytów o ok. 4-5% w 2016 wobec +6-7% w 2015) oraz 3) prawdopodobne mniejsze zainteresowanie banków trzymaniem nadwyżki płynności w obligacjach skarbowych, uważamy że banki będą w stanie obniżyć koszt depozytów.

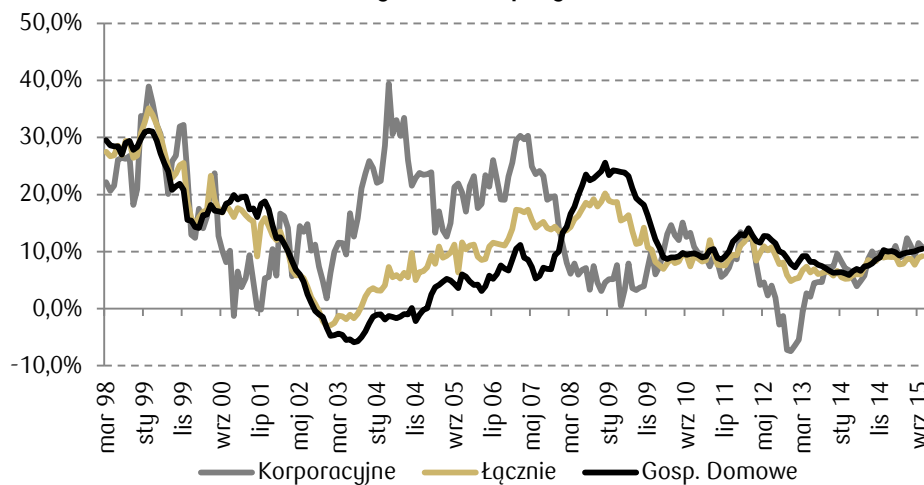


Źródło: NBP, DM PKO BP



źródło: NBP, DM PKO BP

## Dynamika depozytów

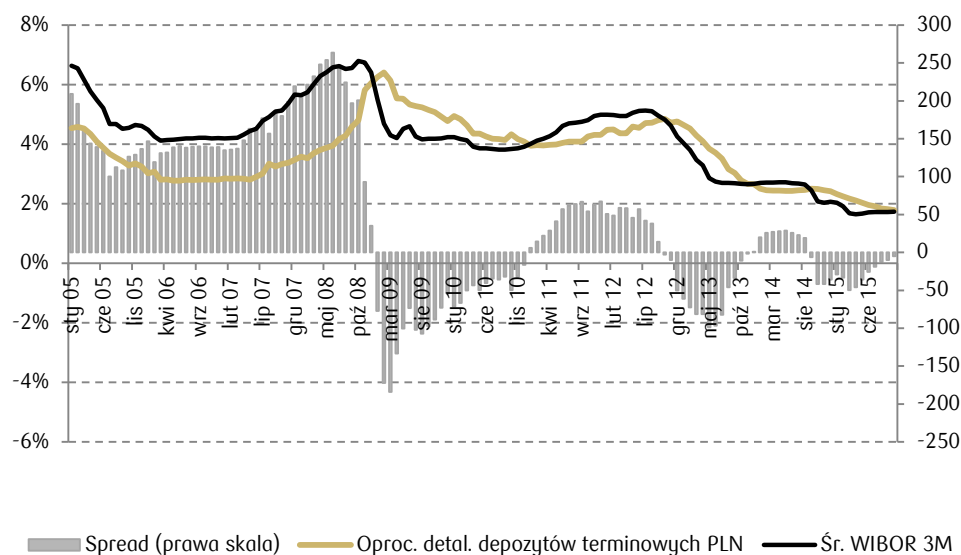


źródło: NBP, DM PKO BP

Kluczowym czynnikiem wpływającym na zdolność banków do poprawy marż depozytowych będzie poziom stop rynkowych. Kolejne obniżki mogą znacząco obniżyć potencjał banków do obniżania kosztu finansowania.

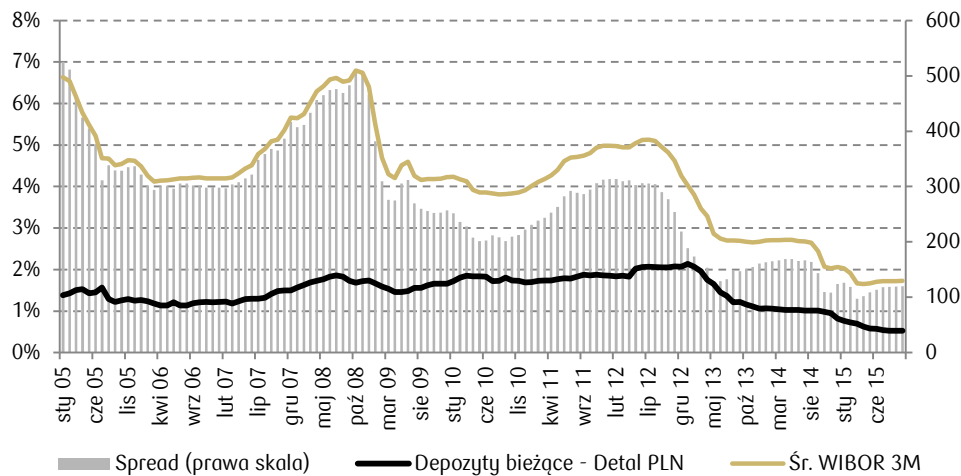
W ostatnich latach polskie banki sukcesywnie obniżały koszt pozyskiwania depozytów wraz ze spadającymi poziomami stóp procentowych.

## Spread na detalicznych depozytach terminowych (obecna baza depozytowa)



Źródło: NBP, Bloomberg, DM PKO BP

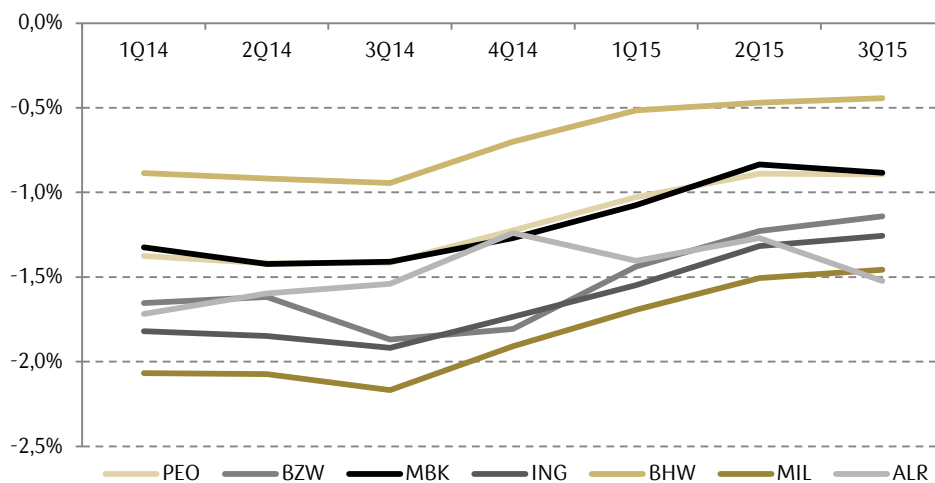
## Spread na detalicznych depozytach bieżących



Źródło: NBP, Bloomberg, DM PKO BP

Spośród banków przez nas analizowanych najniższy koszt depozytów ma Bank Handlowy (0,4% w 3Q15), podczas gdy Millennium oraz Alior Bank płacą najwięcej (po 1,5%).

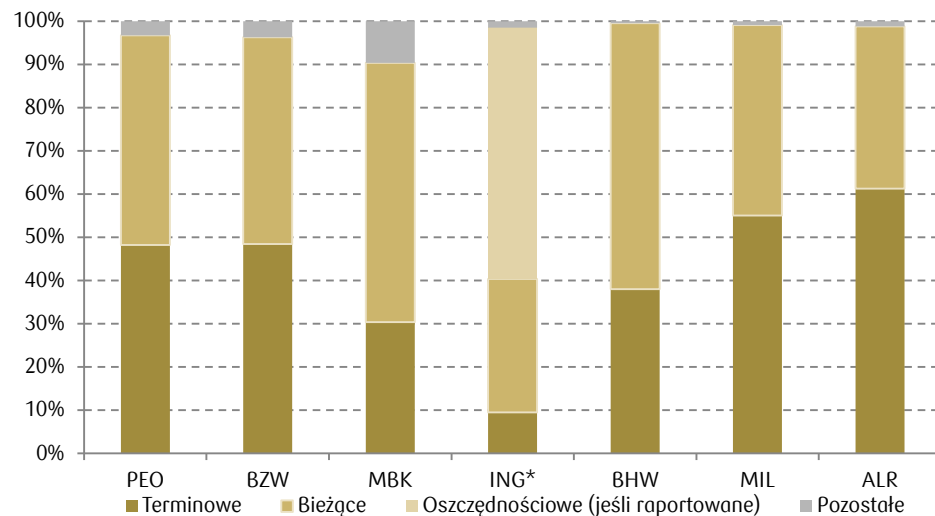
## Koszty depozytów



Źródło: Banki, DM PKO BP

Różnice w koszcie finansowania w dużej mierze wyjaśnia struktura finansowania w podziale na depozyty bieżące i terminowe. Handlowy i mBank mają najwyższy udział rachunków bieżących (odpowiednio 61% i 60% bazy depozytowej), podczas gdy w strukturze finansowania Aliora i Millennium dominują depozyty terminowe.

Struktura depozytów w III kw. 2015



Źródło: Banki, DM PKO BP

Biorąc pod uwagę koszty finansowania, uważamy że Alior Bank i Millennium mają najwięcej przestrzeni po poprawy kosztu finansowania, podczas gdy Handlowy, mBank i Pekao mają najmniej miejsca.

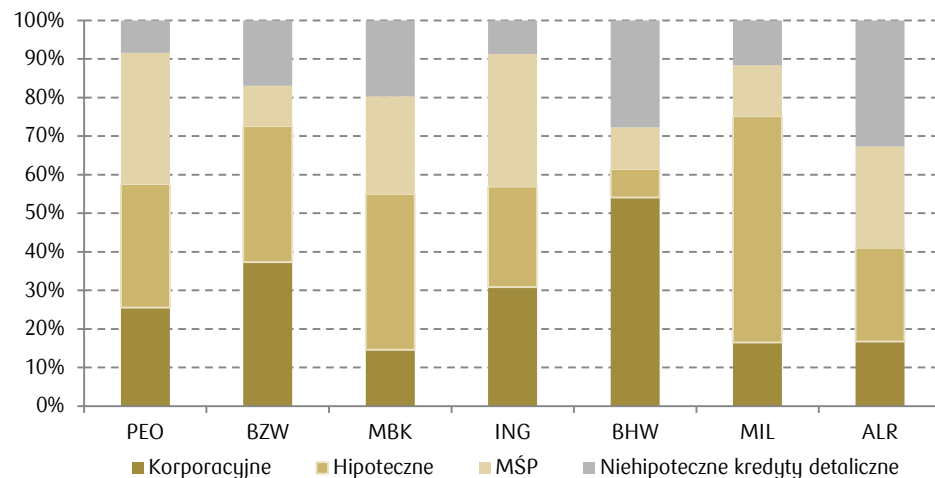
### Wyższe marże kredytowe

Wprowadzenie podatku od aktywów przełoży się naszym zdaniem na wyższe marże kredytowe przy nowo zawieranych umowach. Niemniej jednak z punktu widzenia całościowej rentowności banków działania po stronie aktywów będą mogły przynieść widoczne efekty dopiero w średnim terminie.

W podziale po segmentach spodziewamy się podwyżek marż kredytowych na hipotekach, kredytach konsumpcyjnych oraz w przypadku kredytów dla SME. Nie widzimy natomiast miejsca na wyższe marże w przypadku kredytów na karcie kredytowej oraz w rachunku bieżącym (z uwagi na ograniczenia regulacyjne) oraz w przypadku kredytów dla dużych korporacji (z uwagi na dostęp od innych źródeł finansowania).

Z punktu widzenia możliwości skompensowania wpływu podatku bankowego kluczowym czynnikiem będzie struktura portfela kredytów. Naszym zdaniem banki z wysokim udziałem szybko rotujących kredytów (kredyty konsumpcyjne oraz kredyt obrotowy dla SME) będą w stanie szybciej poprawić łączne marże kredytowe.

Struktura kredytów w III kw. 2015



Źródło: Banki, DM PKO BP

W naszej ocenie Alior Bank (w przypadku którego niehipoteczne kredyty detaliczne oraz kredyty SME stanowią aż 59% portfela) powinien najszybciej poprawić marżę kredytową. Potencjalnie dobrze wygląda również Bank Handlowy, przy czym zwracamy uwagę na: 1) fakt, że 44% niehipotecznych kredytów detalicznych stanowią karty kredytowe oraz 2) prawdopodobnie inną definicję kredytów dla SME.

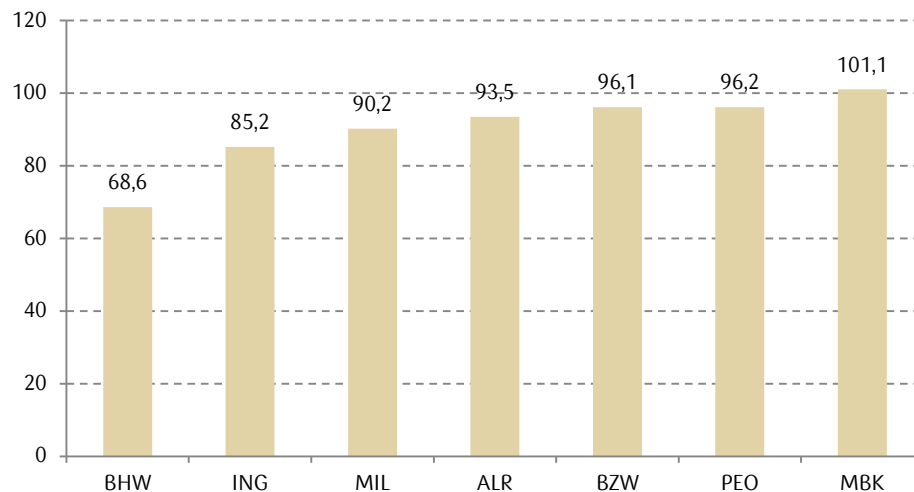
Z kolei w przypadku banków z wysokim udziałem kredytów hipotecznych w portfelu (głównie Millennium i mBank), poprawa marży kredytowej na całym portfelu zajmie więcej czasu.

### Optymalizacja bilansu

Konstrukcja podatku (stawka wyliczana krocząca na koniec każdego miesiąca) będzie naszym zdaniem skłaniać banki do szukania sposobów optymalizacji kształtu swoich bilansów. Jednym z możliwych efektów będzie mniejsza skłonność do zbierania nadwyżki depozytów i lokowania ich papiery skarbowe.

Z punktu widzenia struktury bilansów, naszym zdaniem najwięcej miejsca do optymalizacji mają banki z najniższymi wskaźnikami L/D (Handlowy i ING).

## Kredyty/depozyty



Źródło: Banki, DM PKO BP

## Konsolidacja w sektorze przyspieszy

Kolejnym efektem podatku będzie naszym zdaniem przyspieszenie procesów konsolidacyjnych w sektorze. Pomimo progu 4 mld PLN sumy bilansowej, wpływ podatku na wyniki w przypadku mniejszych banków będzie większy z uwagi na niższe poziomy ROA (m.in. z uwagi na mniejszą skalę działania). W efekcie spodziewamy się, że w najbliższych latach część inwestorów zagranicznych będzie rozważać wyjście z Polski.

W roli potencjalnych konsolidatorów widzimy przede wszystkim PZU z Aliorem oraz Bank Pekao, z uwagi na wysokie poziom kapitałów. Dodatkowo w przypadku PZU/Alior nie bez znaczenia będzie wsparcie rządowo/regulacyjne. Historycznie jako potencjalny nabywca aktywów bankowych w Polsce często wymieniany był BZ WBK, jednak po ostatnich zmianach w strukturze menedżerskiej Santander, nie znane jest podejście Grupy do dalszych akwizycji w Polsce.

## Wpływ podatku na banki będące potencjalnie na sprzedaż

|                    | Aktywa<br>3Q15 | Fundusze własne<br>2Q15 | Baza<br>podatku | Zaannulizowany<br>podatek | Zysk<br>netto 1-<br>3Q15 |
|--------------------|----------------|-------------------------|-----------------|---------------------------|--------------------------|
| Raiffeisen Polbank | 62 343         | 5 818                   | 52 526          | -205                      | 160                      |
| Bank BPH           | 31 922         | 4 667                   | 23 255          | -91                       | 23                       |
| BOS Bank           | 19 776         | 1 754                   | 14 021          | -55                       | -5                       |

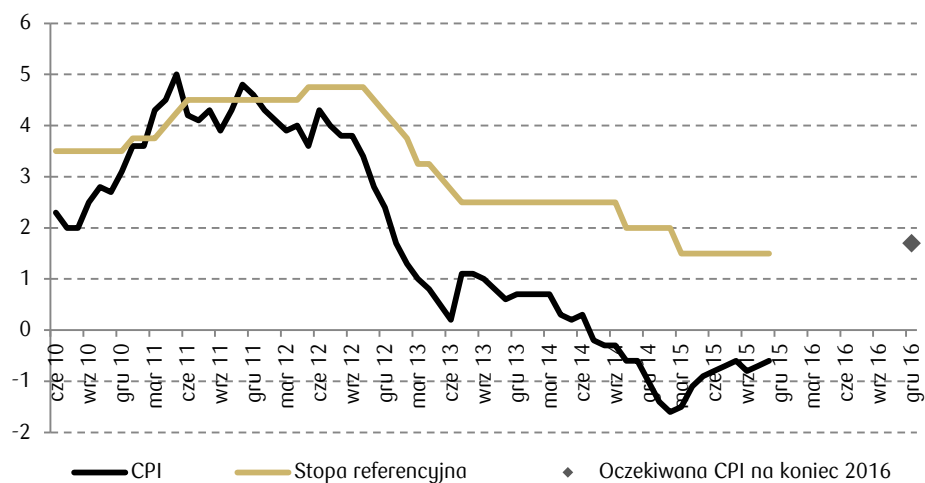
Źródło: DM PKO BP

## Stopy procentowe – mocne odbicie kontraktów FRA

W ostatnich dniach, kontrakty na stopę procentową mocno odbiły wyceniając spadające ryzyko dalszych obniżek stóp procentowych. Mając na uwadze mocne osłabienie PLN, oraz działania rządu, które będą działać proinflacyjnie (polityka socjalna, podatek od sklepów wielkopowierzchniowych), w naszych prognozach nie zakładamy kolejnych obniżek stóp procentowych.

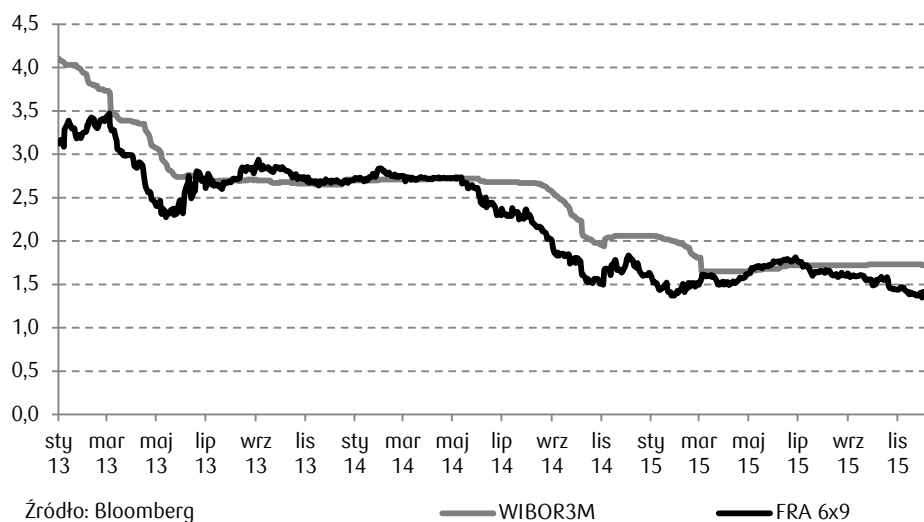


Stopa referencyjna na tle inflacji



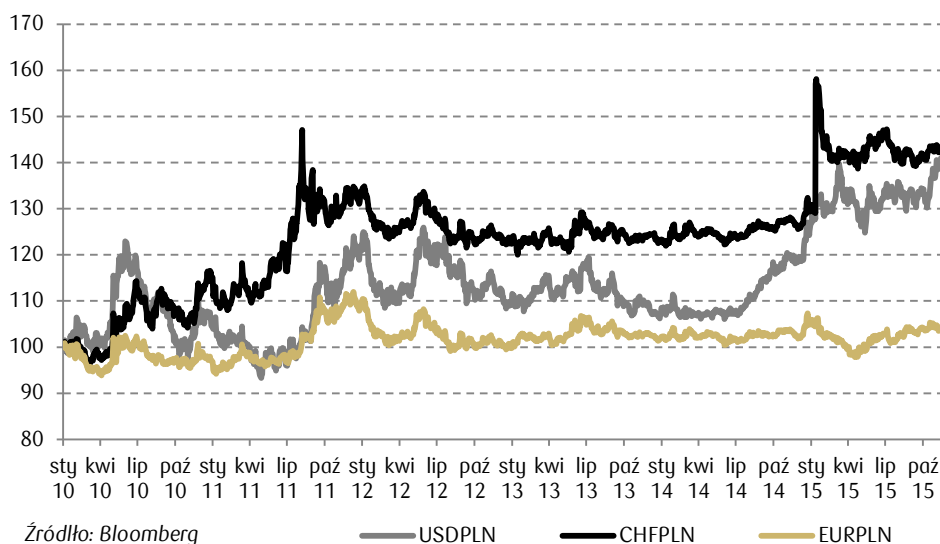
Źródło: NBP, GUS, DM PKO BP

WIBOR3M na tle FRA 6x9

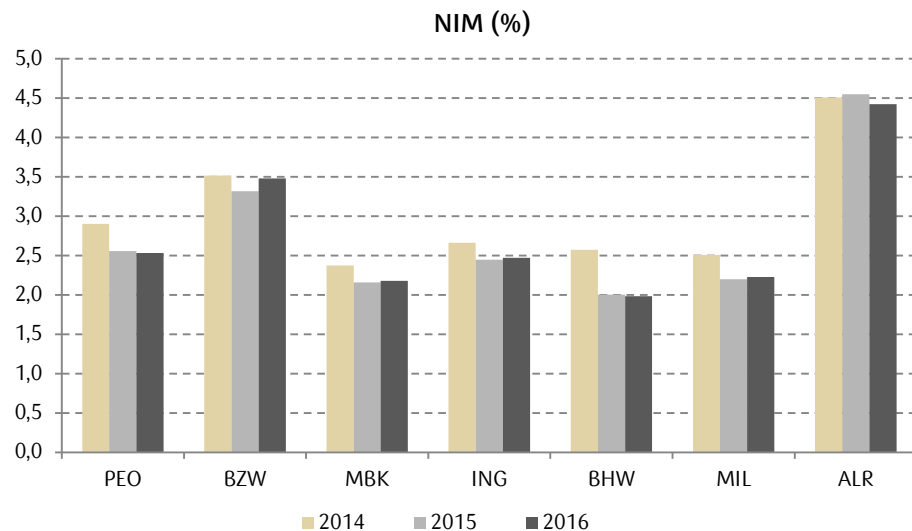


Źródło: Bloomberg

Kursy walutowe



Źródło: Bloomberg



Źródło: Banki, DM PKO BP

### Bufory kapitałowe będą istotnym obciążeniem

Z uwagi na wysokie zaangażowanie niektórych banków w hipoteczne kredyty walutowe, KNF nałożyła na banki dodatkowe bufory kapitałowe. Bufory są wyrażone jako procent łącznych aktywów ważonych ryzykiem i mają obowiązywać do odwołania.

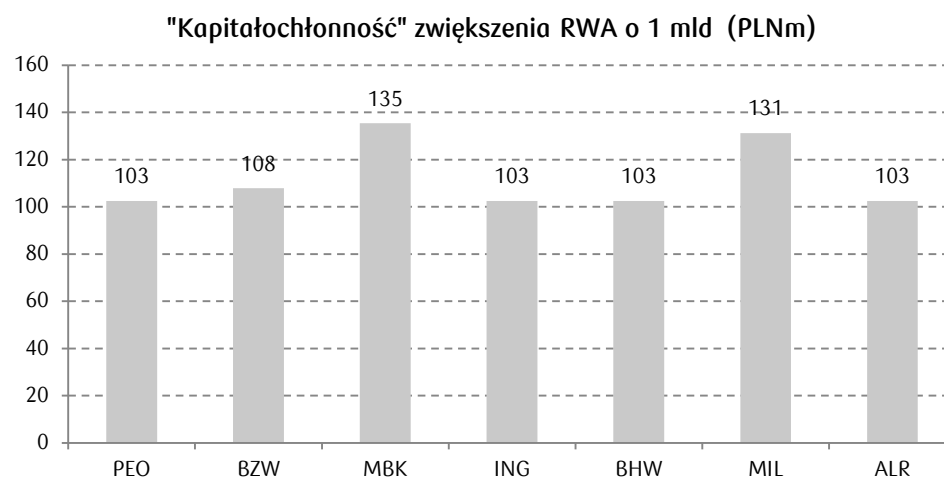
Dodatkowo KNF nałożyła na banki dodatkowy bufor zabezpieczający (ochrony kapitału) w wysokości 1,25% na poziomie CET1

### Minimalne wymogi kapitałowe w 2016

|      | 3Q15 CET1 ratio | 3Q15 TCR ratio | FX buffer CET1 | FX buffer TCR | Min CET1 ratio | Min TCR ratio |
|------|-----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| PEO* | 17,70%          | 17,70%         | 0,00%          | 0,00%         | 10,25%         | 13,25%        |
| BZW  | 14,47%          | 14,85%         | 0,54%          | 0,72%         | 10,79%         | 13,97%        |
| MBK  | 16,64%          | 20,07%         | 3,29%          | 4,39%         | 13,54%         | 17,64%        |
| ING  | 14,70%          | 14,70%         | 0,00%          | 0,00%         | 10,25%         | 13,25%        |
| BHW  | 16,10%          | 16,10%         | 0,00%          | 0,00%         | 10,25%         | 13,25%        |
| MIL  | 14,65%          | 15,12%         | 2,87%          | 3,83%         | 13,12%         | 17,08%        |
| ALR* | 10,30%          | 12,71%         | 0,00%          | 0,00%         | 10,25%         | 13,25%        |

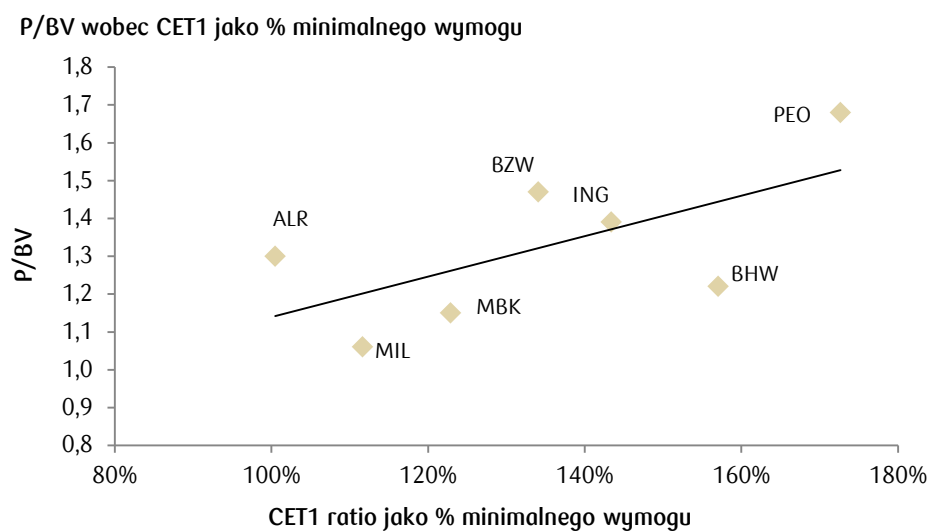
Źródło: Banki, DM PKO BP, \* skonsolidowane

W naszej ocenie dodatkowe bufory związane z kredytami w CHF będą istotnym obciążeniem dla mBanku i Millennium. Mechanizm tych buforów wymusza konieczność utrzymywania wysokiej poduszki kapitałowej oraz efektywnie powodują że dalszy wzrost staje się bardziej kapitałochłonny. W efekcie będzie to obciążać poziom zwrotu na kapitale oraz uniemożliwi większe zlewarowanie bilansów.



Źródło: DM PKO BP

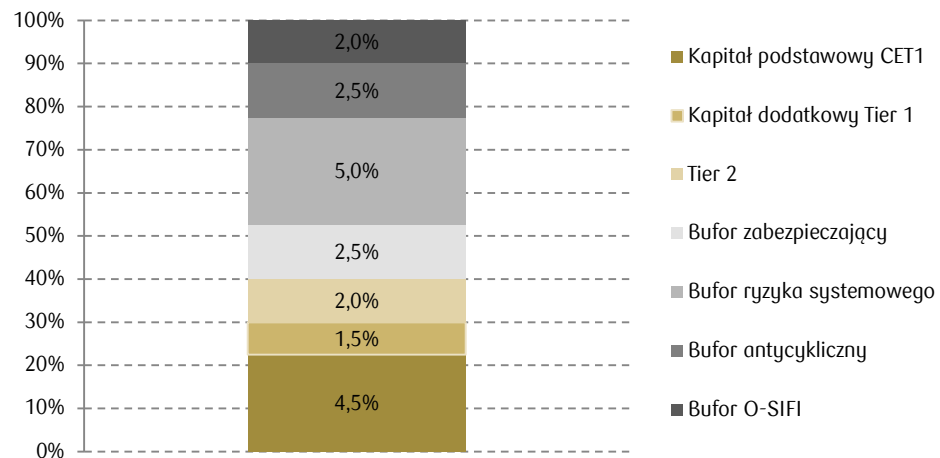
Na wykresie poniżej prezentujemy korelację obecnych wycen banków (P/BV) wobec pokrycia wymogu kapitałowego CET1 (raportowany wskaźnik na koniec 2015 / minimalny wymóg w 2016 z domiarami).



Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

Dodatkowo zwracamy uwagę, że wymogi kapitałowe w Polsce mogą dalej rosnąć. Bufor zabezpieczający docelowo w 2019 ma wynieść 2,5% (wobec 1,25%). Dodatkowo regulator może nałożyć bufor antycykliczny (max 2,5%) oraz bufor dla instytucji istotnych systemowo.

## Wysokość maksymalnych buforów kapitałowych



Źródło: DM PKO BP

## Harmonogram wprowadzania buforów

|                          | 2015               | 2016               | 2017               | 2018               | 2019               |
|--------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Bufor zabezpieczający    |                    | 1,25%              | 1,25%              | 1,875%             | 2,50%              |
| Bufor antycykliczny      |                    | max 2,5%           | max 2,5%           | max 2,5%           | max 2,5%           |
| Bufor ryzyka systemowego | min 1% /<br>max 5% | min 1% /<br>max 5% | min 1% /<br>max 5% | min 1% /<br>max 5% | min 1% /<br>max 5% |
| Bufor G-SIFI             |                    | nie dotyczy        | nie dotyczy        | nie dotyczy        | nie dotyczy        |
| Bufor O-SIFI             |                    | max 2%             | max 2%             | max 2%             | max 2%             |

Źródło: DM PKO BP

## Dywidendy

KNF opublikowała rekomendacje odnośnie podziału zysku za 2015.

KNF pozwala na wypłatę dywidendy przez banki:

- Nie będące objęte programem naprawczym
- Z oceną BION nie gorszą niż 2,5
- Z poziomem dźwigni powyżej 5%
- Z wskaźnikiem Tier 1 powyżej 13,25% +0,75% bufora na kredyty walutowe, w przypadku banków z udziałem w rynku depozytów podmiotów niefinansowych powyżej 5% (11,25% +0,75% bufora dla pozostałych banków).

Dopuszcza się wypłatę **do 50% zysków** w przypadku banków z łącznym Współczynnikiem Wypłacalności (TCR) powyżej 13,25% +100% bufora na kredyty walutowe.

Dopuszcza się **wypłatę do 100%** zysków w przypadku banków ze wskaźnikiem TCR powyżej 16,25% +100% bufora walutowego, w przypadku banków z udziałem ponad 5% w rynku depozytów dla podmiotów niefinansowych (14,25% + 100% bufora dla pozostałych banków).

Regulator poinformuje banki o **indywidualnych zaleceniach** dla banków na bazie wyników za 2015.

Dodatkowo regulator zaleca dalsze wzmocnienie pozycji kapitałowej banków.



### Wymogi dywidendowe

|      | Min dla wypłaty 50% |                |                 |                | Min dla wypłaty 100% |                |
|------|---------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------------|----------------|
|      | 3Q15 CET1 ratio     | 3Q15 TCR ratio | 3Q15 CET1 ratio | 3Q15 TCR ratio | 3Q15 CET1 ratio      | 3Q15 TCR ratio |
| PEO* | 17,70%              | 17,70%         | 13,25%          | 13,25%         | 13,25%               | 16,25%         |
| BZW  | 14,47%              | 14,85%         | 13,79%          | 13,97%         | 13,79%               | 16,97%         |
| MBK  | 16,64%              | 20,07%         | 16,54%          | 17,64%         | 16,54%               | 20,64%         |
| ING  | 14,70%              | 14,70%         | 13,25%          | 13,25%         | 13,25%               | 16,25%         |
| BHW  | 16,10%              | 16,10%         | 11,25%          | 13,25%         | 11,25%               | 14,25%         |
| MIL  | 14,65%              | 15,12%         | 16,12%          | 17,08%         | 16,12%               | 20,08%         |
| ALR* | 10,30%              | 12,71%         | 13,25%          | 13,25%         | 13,25%               | 16,25%         |

Źródło: Banki, DM PKO BP, \* skonsolidowane

Naszym zdaniem:

- Pekao będzie mogło wypłacić do 100% dywidendy,
- Handlowy będzie mógł wypłacić do 100% zysków (zwracamy uwagę że udział BHW w depozytach podmiotów niefinansowych jest poniżej 5%),
- ING powinno móc wypłacić do 50% zysku.
- BZWBK powinno móc wypłacić do 50% zysku za 2015 (zakładamy 33%), dodatkowo spodziewamy się opóźnioną wypłatę 50% zysków za 2014.
- Millennium nie będzie mogło wypłacić dywidendy.
- W przypadku mBanku sytuacja jest niejednoznaczna. W 3Q15 jednostkowy wskaźnik CET1 był na poziomie 16,64%, a skonsolidowany wyniósł 14,1%, wobec wymogu dla wypłaty 50% na poziomie 16,54%. Uważamy, że bazą do oceny możliwości wypłaty jest wskaźnik jednostkowy, chociaż rekomendacja KNF tego nie precyzuje. Dodatkowo nie jest do końca jasne, czy regulator oczekuje spełnienia poziomów przed czy po wypłacie dywidendy oraz na kiedy dokładnie jest wyliczany poziom (koniec roku, czy np. na datę WZA). Niemniej jednak w scenariuszu bazowym zakładamy, że mBank wypłaci 50% zysku za 2015 (ewentualnie 50% zysku za 2014).

### Oczekiwana dywidenda na akcję wypłacona w 2016 r.

|     | Dywidenda na akcję | Stopa dywidendy |
|-----|--------------------|-----------------|
| PEO | 8,1                | 5,6%            |
| BZW | 15,3               | 5,5%            |
| MBK | 14,4               | 4,4%            |
| BHW | 4,5                | 7,2%            |
| ING | 4,2                | 3,8%            |
| MIL | 0,0                | 0,0%            |
| ALR | 0,0                | 0,0%            |

Źródło: DM PKO BP

### Kredyty CHF pozostają ryzykiem

Temat kredytów frankowych ciągle pozostaje ryzykiem dla sektora. O ile scenariusz kilkudziesięciu mld PLN strat dla sektora naszym zdaniem jest mało prawdopodobny (z uwagi na stabilność sektora, gdyż oznaczałby on bankructwo kilku banków), zakładamy jednak jeszcze przynajmniej jedną iterację propozycji ze strony Prezydenta (w szczególności mając na uwadze osłabiający się PLN).

Poniżej prezentujemy szacunki strat w przypadku poszczególnych banków w różnych scenariuszach łącznej straty w sektorze.

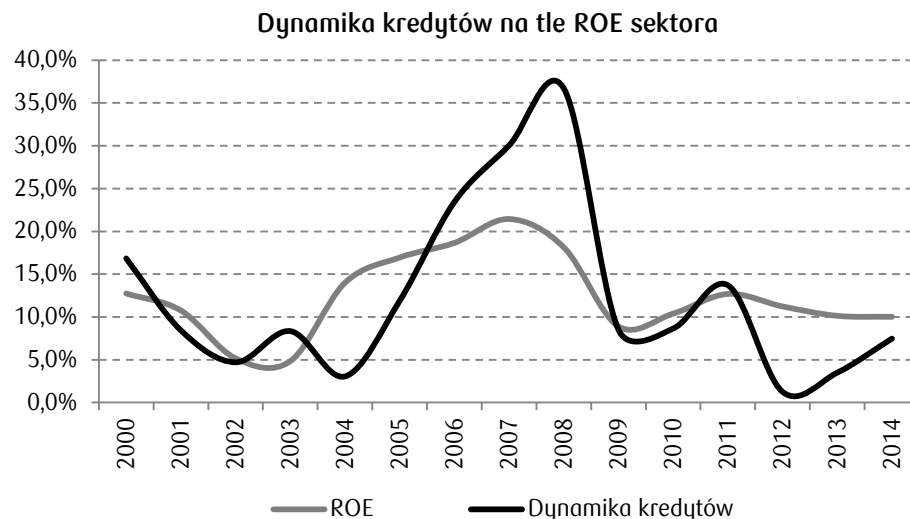
#### Koszty konwersji (PLNm, brutto)

| Sektor | -5 000 | -10 000 | -15 000 | -25 000 | -30 000 |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| PEO    | -172   | -344    | -516    | -860    | -1 032  |
| BZW    | -505   | -1 010  | -1 515  | -2 525  | -3 030  |
| MBK    | -720   | -1 439  | -2 159  | -3 598  | -4 317  |
| BHW    | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| ING    | -50    | -100    | -150    | -250    | -300    |
| MIL    | -671   | -1 343  | -2 014  | -3 357  | -4 028  |
| ALR    | -7     | -14     | -21     | -35     | -42     |

Źródło: DM PKO BP

### Dynamika kredytów pod presją nowych regulacji

Nowe regulacje (podatek bankowy, wyższe wymogi kapitałowe) będą mieć istotny wpływ na zdolność sektora to generowania akcji kredytowej. W bazowym scenariuszu zakładamy, że akcja kredytowa w sektorze spowolni do 4-5% w 2016 z ok. 6-7% w 2015.



Źródło: NBP, DM PKO BP

### Zdarzenia jednorazowe w 2015 i 2016

W 4Q15 wyniki banków zostaną obciążone dwoma negatywnymi czynnikami: 1) upadek SK Bank, skutkujący wypłatami środków gwarantowanych, 2) wpłaty na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców. Oba zdarzenia istotnie wpłyną na wyniki banków w 4Q15 (szacujemy spadek wyników dla banków przez nas analizowanych średnio o 41% kw/kw)

#### Kontrybucja na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców (mln PLN)

|     |      |
|-----|------|
| PEO | -25  |
| BZW | -25  |
| MBK | -49  |
| ING | -6   |
| BHW | -1   |
| MIL | -18  |
| ALR | -7,2 |

Źródło: DM PKO BP

#### Wpływ upadłości SK Banku na wynik brutto (mln PLN)

|     |      |
|-----|------|
| PEO | -234 |
| BZW | -171 |
| MBK | -141 |
| ING | -157 |
| BHW | -64  |
| MIL | -103 |
| ALR | -57  |

Źródło: DM PKO BP

#### Prognoza raportowanych zysków w 4Q15

|     | Zaportowany zysk netto 4Q15 | r/r  | kw/kw |
|-----|-----------------------------|------|-------|
| PEO | 386                         | -44% | -37%  |
| BZW | 252                         | -43% | -47%  |
| MBK | 256                         | -17% | -20%  |
| BHW | 114                         | -45% | -19%  |
| ING | 173                         | -25% | -45%  |
| MIL | 61                          | -61% | -63%  |
| ALR | 40                          | -60% | -56%  |

Źródło: DM PKO BP

W 2016 spodziewamy się istotnego zdarzenia jednorazowego – transakcji Visy, co może istotnie wpłynąć na wyniki. W listopadzie Visa Inc. ogłosiła przejęcie Visa Europe za 16,5 mld EUR. 11,5 mld EUR będzie płatne w gotówce, natomiast 5 mld ma być płatne w akcjach. Dodatkowo kwota może wzrosnąć o kolejne 4,7 mld EUR płatne po 4 latach. Visa Europe działała na zasadzie stowarzyszenia członków, w którym udziały miały także banki polskie. Mechanizm podziału na poszczególne kraje oraz banki nie jest na razie znany, jednak na bazie doniesień prasowych szacujemy wpływ na poszczególne banki w 2016.

Zakładany wpływ transakcji Visa na zysk brutto w 2016

|     |     |
|-----|-----|
| PEO | 175 |
| BZW | 250 |
| MBK | 125 |
| BHW | 100 |
| ING | 200 |
| MIL | 140 |
| ALR | 0   |

Źródło: 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.

Dodatkowo wartość godziwą korygujemy o potencjalną stratę z tytułu przewalutowania kredytów we franku szwajcarskim. Jako punkt wyjściowy przyjmujemy scenariusz 15 mld PLN straty brutto dla sektora (mając na uwadze komentarze Prezydenta nt. znalezienia rozsądnego rozwiązania kwestii kredytów CHF). Jeżeli oszacowana strata banku przewyższa wpływ domiaru KNF nałożonego na bank, różnicę odejmujemy od wartości godziwej.

Cenę docelową ustalamy na bazie oczekiwanej 12- miesięcznej stopy zwrotu z inwestycji. Do obliczania kosztu kapitału przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,2%, premię za ryzyko rynkowe równą 5% oraz wartości współczynnika beta w przedziale 1,0-1,15x. 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 | 8,2%           | 3,0%          | 11,7%              | 1,62          |
| mBank      | 1,00 | 8,2%           | 3,0%          | 8,7%               | 1,08          |
| BZ WBK     | 1,00 | 8,2%           | 3,0%          | 10,3%              | 1,40          |
| Handlowy   | 1,00 | 8,2%           | 3,0%          | 9,9%               | 1,30          |
| ING BSK    | 1,00 | 8,2%           | 3,0%          | 10,8%              | 1,46          |
| Millennium | 1,00 | 8,2%           | 3,0%          | 8,8%               | 1,11          |
| Alior Bank | 1,15 | 9,0%           | 3,0%          | 11,2%              | 1,38          |

Źródło: DM PKO BP

### Korekta wyceny z tytułu CHF

| Bank       | Strata w scenariuszu 15 mld PLN | Bufor kapitałowy | Różnica | Różnica na akcję |
|------------|---------------------------------|------------------|---------|------------------|
| Pekao      | -418                            | 0                | -418    | -2               |
| mBank      | -1748                           | 2388             | 0       | 0                |
| BZ WBK     | -1227                           | 598              | -629    | -6               |
| Handlowy   | 0                               | 0                | 0       | 0                |
| ING BSK    | -150                            | 0                | -150    | -1               |
| Millennium | -1631                           | 1076             | -555    | -0,5             |
| Alior Bank | -17                             | 0                | -17     | -0,2             |

Źródło: DM PKO BP



## Wycena (dane na jedną akcję)

| Bank       | BV<br>2018P | Wartość<br>rezydualna | Zdysk. wart.<br>rezydualna | Wart. bież.<br>dywidend | Wart. godziwa<br>akcji | Korekta<br>CHF | Skor wart.<br>godziwa | Cena<br>docelowa | Rekomendacja |
|------------|-------------|-----------------------|----------------------------|-------------------------|------------------------|----------------|-----------------------|------------------|--------------|
| Pekao      | 91          | 152                   | 118                        | 21                      | 138                    | -1,6           | 137                   | 148              | Trzymaj      |
| mBank      | 332         | 362                   | 280                        | 25                      | 306                    | 0,0            | 306                   | 331              | Trzymaj      |
| BZ WBK     | 217         | 304                   | 235                        | 31                      | 266                    | -6,3           | 260                   | 281              | Trzymaj      |
| Handlowy   | 53          | 70                    | 93                         | 11                      | 65                     | 0,0            | 65                    | 71               | Kupuj        |
| ING BSK    | 93          | 140                   | 108                        | 7                       | 115                    | -1,2           | 114                   | 123              | Kupuj        |
| Millennium | 6,4         | 7,1                   | 5,5                        | 0,1                     | 5,7                    | -0,5           | 5,2                   | 5,6              | Trzymaj      |
| Alior Bank | 66          | 90,6                  | 68,4                       | 0,0                     | 68                     | 0              | 68                    | 74,0             | Kupuj        |

Źródło: DM PKO BP



| Wycena porównawcza   |         |                            |             |             |             |            |            |            |            |             |             |             |
|----------------------|---------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Bank                 | Cena    | Kapitalizacja<br>(mln EUR) | P/E         |             |             | P/BV       |            |            | Div yield  | ROE         |             |             |
|                      |         |                            | 2015P       | 2016P       | 2017P       | 2015P      | 2016P      | 2017P      | 2015P      | 2015P       | 2016P       | 2017P       |
| Pekao *              | 147,2   | 8 973                      | 17,3        | 19,4        | 17,6        | 1,7        | 1,7        | 1,7        | 5,5        | 9,5         | 8,6         | 9,4         |
| PKO BP               | 26,3    | 7 629                      | 11,8        | 11,4        | 10,0        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 3,7        | 9,3         | 9,3         | 9,8         |
| BZ WBK *             | 275,5   | 6 348                      | 11,9        | 14,1        | 14,2        | 1,4        | 1,4        | 1,3        | 5,6        | 12,9        | 10,1        | 9,6         |
| mBank *              | 63,7    | 1 933                      | 10,9        | 13,9        | 14,1        | 1,1        | 1,1        | 1,0        | 4,4        | 10,8        | 8,0         | 7,5         |
| ING Śląski *         | 110,0   | 3 324                      | 13,1        | 13,5        | 13,4        | 1,4        | 1,3        | 1,2        | 3,8        | 10,5        | 9,9         | 9,5         |
| Handlowy *           | 324,0   | 3 178                      | 13,4        | 14,3        | 15,6        | 1,2        | 1,2        | 1,2        | 7,1        | 8,7         | 8,5         | 7,8         |
| Millennium*          | 0,6     | 357                        | 11,9        | 10,7        | 12,4        | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 0,0        | 9,3         | 9,5         | 7,5         |
| Getin Noble          | 5,4     | 1 533                      | 8,8         | 6,2         | 4,8         | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 0,0        | 3,3         | 3,8         | 4,6         |
| Alior Bank*          | 61,7    | 1 041                      | 14,4        | 13,4        | 10,8        | 1,3        | 1,2        | 1,0        | 0,0        | 9,4         | 9,1         | 10,3        |
| <b>Poland median</b> |         |                            | <b>11,9</b> | <b>13,5</b> | <b>13,4</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>1,0</b> | <b>3,8</b> | <b>9,4</b>  | <b>9,1</b>  | <b>9,4</b>  |
| OTP                  | 5 970,0 | 5 272                      | 18,3        | 10,1        | 8,3         | 1,3        | 1,2        | 1,1        | 2,7        | 6,9         | 11,5        | 13,1        |
| Komercni             | 4 783,0 | 6 725                      | 13,9        | 13,8        | 13,2        | 1,7        | 1,7        | 1,7        | 6,5        | 12,4        | 12,3        | 12,8        |
| Erste                | 27,9    | 11 991                     | 12,7        | 11,1        | 9,8         | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 1,7        | 8,7         | 9,8         | 10,1        |
| Raiffeisen           | 14,0    | 4 094                      | 26,4        | 11,1        | 5,6         | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 0,0        | 2,0         | 5,1         | 8,2         |
| <b>CEE median</b>    |         |                            | <b>16,1</b> | <b>11,1</b> | <b>9,1</b>  | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>2,2</b> | <b>7,8</b>  | <b>10,6</b> | <b>11,5</b> |
| Sberbank             | 102,5   | 28 701                     | 10,6        | 6,1         | 4,8         | 1,0        | 0,9        | 0,8        | 1,7        | 9,5         | 15,4        | 17,1        |
| VTB                  | 0,1     | 13 035                     | -           | 25,8        | 12,9        | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 0,0        | -2,6        | 5,5         | 8,8         |
| Vozrozhdenie         | 595,0   | 183                        | -           | 14,9        | 5,7         | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 0,1        | -0,9        | 6,6         | 9,7         |
| Bank St. Petersburg  | 42,1    | 240                        | 7,3         | 5,1         | 2,9         | 0,4        | 0,3        | 0,3        | 1,2        | 4,9         | 7,8         | 10,4        |
| <b>Russia median</b> |         |                            | <b>9,0</b>  | <b>10,5</b> | <b>5,3</b>  | <b>0,8</b> | <b>0,7</b> | <b>0,7</b> | <b>0,6</b> | <b>2,0</b>  | <b>7,2</b>  | <b>10,1</b> |
| Yapi Kredi           | 3,4     | 4 506                      | 7,4         | 5,5         | 4,7         | 0,6        | 0,6        | 0,5        | 2,2        | 8,7         | 11,1        | 11,7        |
| Garanti              | 7,4     | 9 564                      | 8,3         | 7,0         | 5,8         | 1,1        | 0,9        | 0,8        | 1,8        | 12,9        | 15,3        | 15,6        |
| Halkbank             | 10,8    | 4 173                      | 5,8         | 4,9         | 4,3         | 0,7        | 0,6        | 0,6        | 1,6        | 12,4        | 14,0        | 13,8        |
| Isbank               | 4,7     | 6 502                      | 6,5         | 5,5         | 4,7         | 0,7        | 0,6        | 0,6        | 3,2        | 10,8        | 12,2        | 12,9        |
| Vakifbank            | 3,9     | 3 048                      | 5,8         | 5,5         | 4,5         | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 1,0        | 10,4        | 11,0        | 13,2        |
| <b>Turkey median</b> |         |                            | <b>6,5</b>  | <b>5,5</b>  | <b>4,7</b>  | <b>0,7</b> | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>1,8</b> | <b>10,8</b> | <b>12,2</b> | <b>13,2</b> |
| <b>Region median</b> |         |                            | <b>11,8</b> | <b>11,1</b> | <b>9,1</b>  | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>1,8</b> | <b>9,3</b>  | <b>9,6</b>  | <b>10,0</b> |

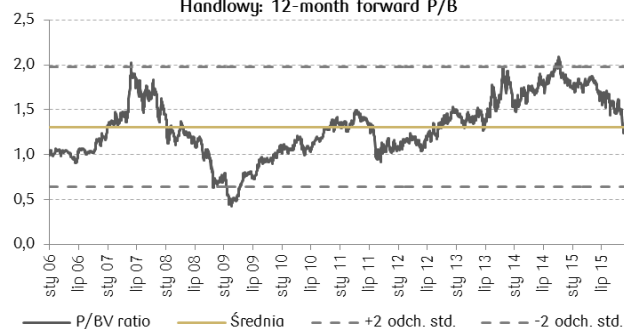
Źródło: \* DM PKO BP, pozostałe Bloomberg

Handlowy: 12-month forward P/E



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Handlowy: 12-month forward P/B



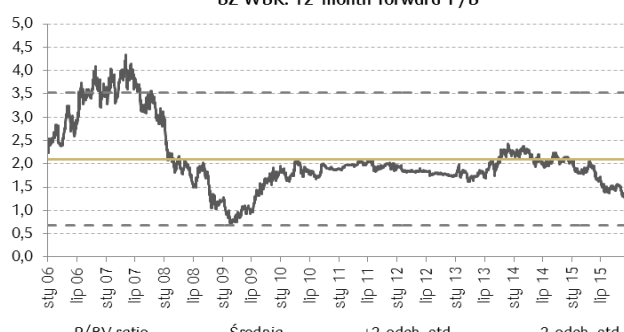
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

BZ WBK: 12-month forward P/E



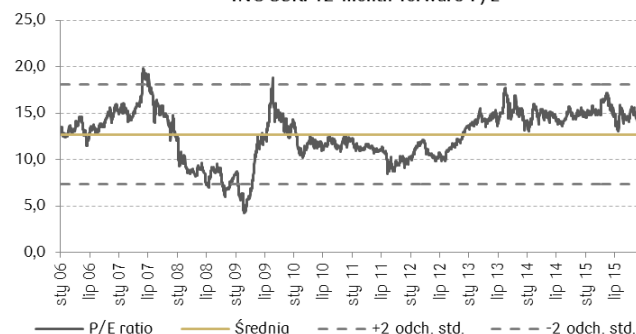
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

BZ WBK: 12-month forward P/B



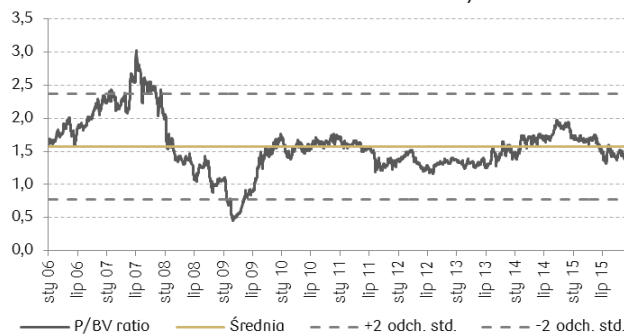
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

ING BSK: 12-month forward P/E



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

ING BSK: 12-month forward P/B



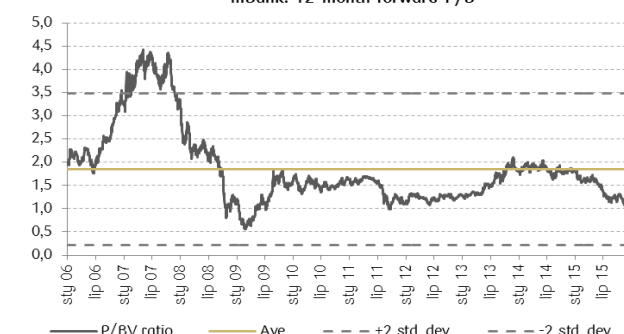
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

mBank: 12-month forward P/E



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

mBank: 12-month forward P/B



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Millennium: 12-month forward P/E



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Millennium: 12-month forward P/B



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Pekao: 12-month forward P/E



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Pekao: 12-month forward P/B



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



### Utrzymujemy rekomendację Trzymaj

#### 1,7x WK za jednocyfrowe ROE

Bank Pekao jest obecnie wyceniany przy wskaźniku 1,7x wartości księgowej, przy średnim oczyszczonym ROE w ciągu najbliższych trzech lat na poziomie 9,5%. W dłuższym terminie zakładamy powrót do dwucyfrowych poziomów dzięki zwiększaniu dźwigni (wyплаты blisko 100% zysków i ponadprzeciętny wzrost portfela kredytowego).

#### Średni potencjał do repricingu

Biorąc pod uwagę już relatywnie niski koszt pozyskiwania depozytów (0,9% w 3Q15), Bank Pekao nie ma naszym zdaniem dużo miejsca na obniżanie kosztu finansowania. Pod względem struktury portfela kredytów Bank Pekao nie odbiega naszym zdaniem od średniej rynkowej.

#### Potencjalny konsolidator na rynku

Z uwagi na silną pozycję kapitałową (wskaźnik CET1 17,7% na koniec 3Q15) Pekao jest potencjalnym kandydatem do bycia konsolidatorem rynku. W wywiadzie prasowym prezes Unicredit stwierdził, że Grupa jest otwarta na akwizycje w Polsce.

#### Informacje

|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| Kurs akcji (PLN)        | 147,20    |
| Upside                  | 1%        |
| Liczba akcji (mn)       | 262,47    |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 38 635,59 |
| Free float              | 50%       |
| Free float (mln PLN)    | 19 279,16 |
| Free float (mln USD)    | 4 907,90  |
| P/BV                    | 1,66      |
| BVPS                    | 88,51     |

#### Dywidenda

|                     |            |
|---------------------|------------|
| Stopa dywidendy (%) | 6,8%       |
| Odciecie dywidendy  | 18.05.2015 |

#### Akcjonariusze

|                  | % Akcji |
|------------------|---------|
| UniCredit S.p.A. | 50,10   |
| -                | -       |
| -                | -       |
| -                | -       |

#### Poprzednie rekom.

|         | Data i cena docelowa |
|---------|----------------------|
| Trzymaj | 06-07-15 174,00      |
| Trzymaj | 19-12-14 191,00      |

#### Kurs akcji



| mln PLN                         | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Wynik odsetkowy                 | 4 506 | 4 461 | 4 170 | 4 420 | 4 799 |
| Wynik prowizyjny                | 2 143 | 2 044 | 2 016 | 2 063 | 2 167 |
| Przychody                       | 7 547 | 7 285 | 6 943 | 7 154 | 7 547 |
| Koszty operacyjne               | 3 489 | 3 429 | 3 748 | 3 482 | 3 495 |
| Odpisy z tytułu utraty wartości | 664   | 560   | 532   | 556   | 580   |
| Zysk netto                      | 2 785 | 2 715 | 2 240 | 1 991 | 2 191 |
| EPS                             | 10,61 | 10,34 | 8,53  | 7,59  | 8,35  |
| DPS                             | 9,96  | 10,00 | 8,13  | 7,23  | 7,96  |
| P/E                             | 15,9  | 17,8  | 17,3  | 19,4  | 17,6  |
| P/BV                            | 1,9   | 2,0   | 1,7   | 1,7   | 1,7   |
| Stopa dywidendy                 | 6,77  | 6,79  | 5,52  | 4,91  | 5,40  |

P - Prognozy DM PKO BP  
mln PLN

|                              | WIG20  | Spółka |
|------------------------------|--------|--------|
| 1 miesiąc                    | -8,5%  | 2,9%   |
| 3 miesiące                   | -17,3% | -7,4%  |
| 6 miesięcy                   | -23,5% | -19,1% |
| 12 miesięcy                  | -20,6% | -17,1% |
| Min 52 tyg. PLN              |        | 134,55 |
| Max 52 tyg. PLN              |        | 196,00 |
| Średni dzienny obrót mln PLN |        | 173,00 |

#### Analitik

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  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | Długoterminowe |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| ROE:                                  | 23,0% | 14,1% | 13,1% | 14,0% | 13,2% | 12,0% | 11,4% | 9,5%  | 8,6%  | 9,4%  | 10,5% | 11,7% | 13,1% | 11,7%          |
| ROA:                                  | 2,8%  | 1,8%  | 1,9%  | 2,1%  | 2,0%  | 1,8%  | 1,7%  | 1,3%  | 1,1%  | 1,1%  | 1,2%  | 1,3%  | 1,4%  | 1,3%           |
| + Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa        | 3,5%  | 2,9%  | 3,1%  | 3,2%  | 3,3%  | 2,9%  | 2,7%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,5%  | 2,5%  | 2,6%  | 2,8%  | 2,6%           |
| - Koszty / Śr. Aktywa                 | 3,0%  | 2,8%  | 2,8%  | 2,6%  | 2,4%  | 2,3%  | 2,1%  | 2,2%  | 1,9%  | 1,8%  | 1,7%  | 1,6%  | 1,6%  | 1,6%           |
| + Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa | 3,0%  | 2,6%  | 2,4%  | 2,3%  | 2,0%  | 2,0%  | 1,8%  | 1,7%  | 1,5%  | 1,4%  | 1,4%  | 1,3%  | 1,3%  | 1,3%           |
| - 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%  | 0,8%  | 0,7%           |
| Dźwignia                              | 8,4   | 7,7   | 6,9   | 6,8   | 6,7   | 6,6   | 6,9   | 7,3   | 7,9   | 8,4   | 8,8   | 9,1   | 9,2   | 9,0            |

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## Pekao: Wycena

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| Długoterminowe ROE               | 11,729 |
| Koszt kapitału (%)               | 8,2    |
| Stopa wzrostu (%)                | 3      |
| Implikowane P/BV (x)             | 1,68   |
| 2018P BVPS                       | 91     |
| Wartość rezydualna 2018P         | 152    |
| NPV wartości rezydualnej         | 118    |
| NPV dywidend                     | 21     |
| NPV wart. rezydualnej + dywidend | 138    |
| Korekta CHF                      | -2     |
| 12-miesięczna cena docelowa      | 148    |
| Potencjał wzrostu                | 1%     |

Źródło: DM PKO BP

## Pekao: Koszt kapitału

|                           |      |
|---------------------------|------|
| Stopa wolna od ryzyka (%) | 3,2  |
| Premia za ryzyko (%)      | 5,0  |
| Beta                      | 1,00 |
| Koszty kapitału (%)       | 8,2  |

Źródło: DM PKO BP

## Pekao: Wrażliwość docelowego P/BV

|                   |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |  |
|-------------------|-----|------------------------|------|------|--|
|                   |     | 9,7                    | 11,7 | 13,7 |  |
| Stopa wzrostu (%) | 2,0 | 1,25                   | 1,57 | 1,89 |  |
|                   | 2,5 | 1,27                   | 1,62 | 1,97 |  |
|                   | 3,0 | 1,29                   | 1,68 | 2,06 |  |
|                   | 3,5 | 1,33                   | 1,75 | 2,18 |  |
|                   | 4,0 | 1,36                   | 1,84 | 2,32 |  |

|                |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |  |
|----------------|-----|------------------------|------|------|--|
|                |     | 9,7                    | 11,7 | 13,7 |  |
| Koszt kapitału | 7,2 | 1,60                   | 2,08 | 2,55 |  |
|                | 7,7 | 1,43                   | 1,86 | 2,28 |  |
|                | 8,2 | 1,29                   | 1,68 | 2,06 |  |
|                | 8,7 | 1,18                   | 1,53 | 1,88 |  |
|                | 9,2 | 1,09                   | 1,41 | 1,73 |  |

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                     | 2010      | 2011      | 2012      | 2013      | 2014      | 2015P     | 2016P     | 2017P     | 2018P     |
|---------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Wynik odsetkowy                             | 4 103,7   | 4 557,9   | 4 927,2   | 4 505,6   | 4 461,3   | 4 169,8   | 4 420,0   | 4 799,0   | 5 231,4   |
| Wynik odsetkowy (dynamika r/r)              | 7,9%      | 11,1%     | 8,1%      | -8,6%     | -1,0%     | -6,5%     | 6,0%      | 8,6%      | 9,0%      |
| Wynik z opłat i prowizji                    | 2 368,0   | 2 448,9   | 2 121,9   | 2 142,8   | 2 043,7   | 2 015,6   | 2 063,4   | 2 166,6   | 2 209,9   |
| Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)     | 3,5%      | 3,4%      | -13,4%    | 1,0%      | -4,6%     | -1,4%     | 2,4%      | 5,0%      | 2,0%      |
| Wynik handlowy                              | 740,5     | 664,6     | 762,3     | 759,5     | 706,4     | 616,8     | 491,0     | 496,6     | 502,1     |
| Pozostałe                                   | 15,4      | 68,6      | 101,3     | 139,4     | 73,4      | 141,2     | 180,0     | 85,0      | 87,6      |
| Przychody ogółem                            | 7 227,5   | 7 740,0   | 7 912,7   | 7 547,3   | 7 284,9   | 6 943,4   | 7 154,4   | 7 547,1   | 8 031,0   |
| Przychody ogółem (dynamika r/r)             | 0,9%      | 7,1%      | 2,2%      | -4,6%     | -3,5%     | -4,7%     | 3,0%      | 5,5%      | 6,4%      |
| Koszty osobowe                              | 1 950,3   | 1 946,2   | 1 910,0   | 1 881,2   | 1 905,1   | 1 911,7   | 1 911,7   | 1 911,7   | 1 911,7   |
| Amortyzacja                                 | 391,7     | 377,5     | 368,8     | 346,4     | 326,7     | 328,5     | 327,6     | 327,6     | 327,6     |
| Koszty rzeczowe                             | 1 314,3   | 1 355,4   | 1 353,0   | 1 261,3   | 1 197,1   | 1 507,7   | 1 243,0   | 1 255,4   | 1 267,9   |
| Koszty ogółem                               | 3 656,4   | 3 679,1   | 3 631,8   | 3 488,8   | 3 428,8   | 3 747,9   | 3 482,2   | 3 494,6   | 3 507,2   |
| Koszty ogółem (dynamika r/r)                | -0,8%     | 0,6%      | -1,3%     | -3,9%     | -1,7%     | 9,3%      | -7,1%     | 0,4%      | 0,4%      |
| Wynik operacyjny                            | 3 571,2   | 4 060,9   | 4 280,9   | 4 058,5   | 3 856,1   | 3 195,5   | 3 672,3   | 4 052,5   | 4 523,9   |
| Wynik operacyjny (dynamika r/r)             | 2,8%      | 13,7%     | 5,4%      | -5,2%     | -5,0%     | -17,1%    | 14,9%     | 10,4%     | 11,6%     |
| Odpisy z tytułu utraty wart.                | 537,9     | 537,9     | 669,5     | 663,7     | 559,6     | 532,1     | 555,8     | 579,9     | 649,5     |
| Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r) | 0,6%      | 0,0%      | 24,4%     | -0,9%     | -15,7%    | -4,9%     | 4,5%      | 4,3%      | 12,0%     |
| Inne                                        | 68,3      | 70,0      | 52,9      | 59,4      | 63,2      | 114,1     | 46,0      | 48,3      | 50,7      |
| Zysk brutto                                 | 3 101,5   | 3 592,9   | 3 664,3   | 3 454,2   | 3 359,7   | 2 777,5   | 3 162,5   | 3 520,9   | 3 925,1   |
| Zysk brutto (dynamika r/r)                  | 3,5%      | 15,8%     | 2,0%      | -5,7%     | -2,7%     | -17,3%    | 13,9%     | 11,3%     | 11,5%     |
| Podatek dochodowy                           | 571,2     | 683,9     | 712,0     | 659,2     | 634,6     | 536,6     | 1 169,9   | 1 328,2   | 1 449,2   |
| Zyski (straty) mniejszości                  | 5,0       | 9,7       | 9,6       | 10,2      | 10,4      | 1,1       | 1,6       | 1,8       | 2,0       |
| Zysk (strata) netto                         | 2 525,3   | 2 899,4   | 2 942,8   | 2 784,8   | 2 714,7   | 2 239,7   | 1 991,0   | 2 191,0   | 2 473,9   |
| Zysk (strata) netto (dynamika r/r)          | 4,7%      | 14,8%     | 1,5%      | -5,4%     | -2,5%     | -17,5%    | -11,1%    | 10,0%     | 12,9%     |
| Zysk na akcję (PLN)                         | 9,63      | 11,05     | 11,21     | 10,61     | 10,34     | 8,53      | 7,59      | 8,35      | 9,43      |
| Bilans                                      | 2010      | 2011      | 2012      | 2013      | 2014      | 2015P     | 2016P     | 2017P     | 2018P     |
| <b>Aktywa</b>                               |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Kasa i należności od sektora fin.           | 12 228,1  | 10 472,3  | 13 261,3  | 11 739,2  | 16 396,3  | 7 350,2   | 7 350,2   | 7 845,6   | 8 324,2   |
| Kredyty i pożyczki                          | 80 842,7  | 95 679,1  | 97 558,5  | 103 943,8 | 114 984,0 | 127 866,5 | 137 913,4 | 147 621,9 | 156 540,0 |
| Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)           | 1,7%      | 18,4%     | 2,0%      | 6,5%      | 10,6%     | 11,2%     | 7,9%      | 7,0%      | 6,0%      |
| Aktywa finansowe                            | 33 196,5  | 32 534,5  | 32 353,0  | 37 431,2  | 30 080,0  | 38 199,7  | 37 699,7  | 39 961,6  | 42 559,2  |
| Inne aktywa                                 | 7 822,5   | 7 904,2   | 7 581,9   | 5 407,5   | 6 164,7   | 5 574,2   | 5 574,2   | 5 740,3   | 6 017,4   |
| Aktywa ogółem                               | 134 089,9 | 146 590,1 | 150 754,7 | 158 521,7 | 167 625,0 | 178 990,5 | 188 537,4 | 201 169,4 | 213 440,7 |
| Aktywa odsetkowe                            | 124 436,8 | 136 120,7 | 140 155,8 | 150 867,1 | 156 541,5 | 169 660,8 | 179 207,7 | 191 432,9 | 203 167,4 |
| Aktywa odsetkowe (dynamika r/r)             | 0,6%      | 9,4%      | 3,0%      | 7,6%      | 3,8%      | 8,4%      | 5,6%      | 6,8%      | 6,1%      |
| Aktywa wazone ryzykiem                      | 95 505,0  | 103 456,4 | 103 634,6 | 108 195,8 | 115 976,9 | 117 741,4 | 126 765,5 | 135 829,9 | 144 259,3 |
| <b>Pasywa</b>                               |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Zobowiązania wobec sektora fin.             | 7 641,1   | 5 900,6   | 7 782,7   | 6 418,6   | 5 345,7   | 7 865,5   | 7 865,5   | 8 450,1   | 8 965,5   |
| Depozyty                                    | 99 807,2  | 108 437,0 | 107 992,6 | 119 796,7 | 125 609,0 | 136 100,6 | 144 100,6 | 153 728,9 | 163 024,5 |
| Depozyty (dynamika r/r)                     | 2,6%      | 8,6%      | -0,4%     | 10,9%     | 4,9%      | 8,4%      | 5,9%      | 6,7%      | 6,0%      |
| Wyemitowane papiery dłużne                  | 1 177,2   | 3 043,9   | 4 758,7   | 3 063,7   | 3 857,0   | 3 627,7   | 5 127,7   | 6 627,7   | 8 127,7   |
| Inne zobowiązania                           | 5 207,4   | 7 851,7   | 6 957,0   | 5 728,5   | 8 767,6   | 8 148,8   | 8 339,1   | 8 956,9   | 9 531,0   |
| Udziały niekontrolujące                     | 82,9      | 85,5      | 92,2      | 94,3      | 28,0      | 15,7      | 15,7      | 23,4      | 23,8      |
| Kapitał przypadający akcjonariuszom         | 20 174,1  | 21 271,5  | 23 171,4  | 23 419,9  | 24 017,7  | 23 232,3  | 23 088,8  | 23 382,4  | 23 768,3  |
| Wartość księgowa na akcję (PLN)             | 76,89     | 81,07     | 88,28     | 89,23     | 91,51     | 88,51     | 87,97     | 89,09     | 90,56     |





| Wskaźniki (%)                            | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
|------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe) | 3,31  | 3,50  | 3,57  | 3,10  | 2,90  | 2,56  | 2,53  | 2,59  | 2,65  |
| Wynik prowizyjny/Przychody ogółem        | 32,8  | 31,6  | 26,8  | 28,4  | 28,1  | 29,0  | 28,8  | 28,7  | 27,5  |
| Koszty/Przychody                         | 50,6  | 47,5  | 45,9  | 46,2  | 47,1  | 54,0  | 48,7  | 46,3  | 43,7  |
| Saldo rezerw/ Średnie kredyty            | 0,64  | 0,58  | 0,66  | 0,63  | 0,49  | 0,42  | 0,40  | 0,39  | 0,41  |
| Stawka podatkowa                         | 18,4  | 19,0  | 19,4  | 19,1  | 18,9  | 19,3  | 37,0  | 37,7  | 36,9  |
| Aktywa odsetkowe/Aktywa                  | 92,8  | 92,9  | 93,0  | 95,2  | 93,4  | 94,8  | 95,1  | 95,2  | 95,2  |
| Kredyty/Aktywa                           | 60,3  | 65,3  | 64,7  | 65,6  | 68,6  | 71,4  | 73,1  | 73,4  | 73,3  |
| Kredyty/Depozyty                         | 81,0  | 88,2  | 90,3  | 86,8  | 91,5  | 93,9  | 95,7  | 96,0  | 96,0  |
| Depozyty/Aktywa                          | 74,4  | 74,0  | 71,6  | 75,6  | 74,9  | 76,0  | 76,4  | 76,4  | 76,4  |
| Współczynnik wypłacalności               | 17,6  | 17,0  | 18,8  | 18,3  | 17,3  | 17,1  | 16,8  | 16,5  | 16,3  |
| Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1) | 17,6  | 17,0  | 18,8  | 18,3  | 17,3  | 17,1  | 16,0  | 15,0  | 14,2  |
| Wskaźnik NPL                             | 0,0   | 6,3   | 7,3   | 7,3   | 6,8   | 6,3   | 6,1   | 6,1   | 6,2   |
| Współczynnik pokrycia rezerwami          | nm    | 72,8  | 64,8  | 65,5  | 70,1  | 68,5  | 67,9  | 69,7  | 71,1  |
| ROA                                      | 1,9   | 2,0   | 2,0   | 1,8   | 1,6   | 1,3   | 1,1   | 1,1   | 1,2   |
| Dywidenda                                | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
| Wskaźnik wypłaty %                       | 70,6% | 48,7% | 74,8% | 93,9% | 96,7% | 95,3% | 95,3% | 95,3% | 95,3% |
| Dywidenda na akcje                       | 6,80  | 5,38  | 8,39  | 9,96  | 10,00 | 8,13  | 7,23  | 7,96  | 8,98  |

Źródło: prognozy DM PKO BP



### Utrzymujemy rekomendację Trzymaj

#### Atrakcyjna stopa dywidendy za 2016

Spodziewamy się, że BZWBK będzie w stanie wypłacić atrakcyjną dywidendę w 2016. Zakładamy 5,75 PLN na akcję wypłaty niepodzielonego zysku za 2014, oraz wypłatę 9,6 PLN z zysku za 2015 (33% zysku). Łącznie spodziewamy się 15,4 PLN, co kształtuje stopę dywidendy na poziomie 5,6%.

#### Średni potencjał do repricingu

Naszym zdaniem pod względem potencjału do „odrabiania” podatku BZ WBK plasuje się w okolicach średniej w sektorze.

#### Czekając na nowego CEO

Bank jest obecnie w procesie wyboru nowego prezesa, po tym jak poprzedni został wicepremierem w nowym rządzie. Według spekulacji mediowych nowy prezes ma pochodzić z wewnątrz banku.

#### Wycena

BZ WBK jest obecnie wyceniany na poziomie 15,7x oczyszczone zyski w 2016, 4% powyżej średniej dla sektora.

#### Informacje

|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| Kurs akcji (PLN)        | 275,45    |
| Upside                  | 2%        |
| Liczba akcji (mn)       | 99,23     |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 27 334,15 |
| Free float              | 31%       |
| Free float (mln PLN)    | 8 361,52  |
| Free float (mln USD)    | 2 128,59  |
| P/BV                    | 1,44      |
| BVPS                    | 191,71    |

#### Dywidenda

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

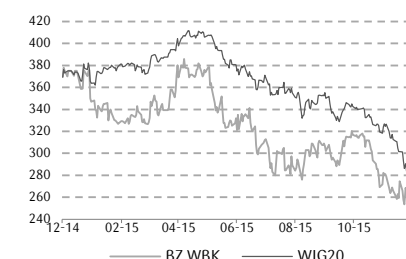
#### Akcjonariusze

|                      | % Akcji |
|----------------------|---------|
| Banco Santander S.A. | 69,41   |
| ING OFE              | 5,15    |
| -                    | -       |
| -                    | -       |

#### Poprzednie rekom.

|         | Data i cena docelowa |
|---------|----------------------|
| Trzymaj | 06-07-15 324,00      |
| Trzymaj | 19-12-14 381,00      |

#### Kurs akcji



| mln PLN                         | 2013   | 2014   | 2015P  | 2016P  | 2017P  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy                 | 3 277  | 3 997  | 4 293  | 4 662  | 4 920  |
| Wynik prowizyjny                | 1 779  | 1 848  | 1 936  | 1 973  | 2 052  |
| Przychody                       | 6 055  | 6 503  | 7 407  | 7 231  | 7 325  |
| Koszty operacyjne               | -2 827 | -3 028 | -3 489 | -3 247 | -3 261 |
| Odpisy z tytułu utraty wartości | -729   | -837   | -787   | -814   | -833   |
| Zysk netto                      | 1 982  | 1 915  | 2 302  | 1 944  | 1 919  |
| EPS                             | 21,19  | 19,86  | 23,20  | 19,59  | 19,34  |
| DPS                             | 10,70  | 0,00   | 15,30  | 9,79   | 9,67   |
| P/E                             | 14,6   | 19,3   | 11,9   | 14,1   | 14,2   |
| P/BV                            | 2,1    | 2,3    | 1,4    | 1,4    | 1,3    |
| Stopa dywidendy                 | 3,88   | 0,00   | 5,55   | 3,56   | 3,51   |

P - Prognozy DM PKO BP

mln PLN

|                              | WIG20  | Spółka |
|------------------------------|--------|--------|
| 1 miesiąc                    | -8,5%  | 1,4%   |
| 3 miesiące                   | -17,3% | -10,8% |
| 6 miesięcy                   | -23,5% | -17,0% |
| 12 miesięcy                  | -20,6% | -24,0% |
| Min 52 tyg. PLN              |        | 253,50 |
| Max 52 tyg. PLN              |        | 386,00 |
| Średni dzienny obrót mln PLN |        | 22,34  |

#### Analityk

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

#### Adres:

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



## BZ WBK: Długoterminowe ROE

|                       | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE:                  | 23,0% | 18,4% | 16,2% | 15,5% | 16,9% | 17,7% | 17,4% | 12,6% | 12,9% | 10,1% | 9,6%  | 10,0% | 10,2% | 10,6% | 10,3% |
| ROA:                  | 2,6%  | 1,7%  | 1,6%  | 1,8%  | 2,1%  | 2,4%  | 2,4%  | 1,6%  | 1,7%  | 1,4%  | 1,3%  | 1,4%  | 1,4%  | 1,5%  | 1,5%  |
| + Wynik odsetkowy     | 3,5%  | 3,3%  | 2,8%  | 3,4%  | 3,7%  | 3,8%  | 3,9%  | 3,3%  | 3,2%  | 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%  | 2,6%  | 2,3%  | 2,2%  | 2,2%  | 2,1%  | 2,1%  | 2,1%  |
| + Przychody nieodsi   | 4,1%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,3%  | 2,0%  | 2,1%  | 1,7%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,4%  | 1,5%  |
| - Odpisy / Śr. Aktyw  | 0,0%  | 0,7%  | 0,9%  | 0,8%  | 0,6%  | 0,8%  | 0,9%  | 0,7%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,7%  |
| - Podatek / Śr. Aktyw | 0,8%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,8%  | 0,8%  | 0,8%  | 0,8%  | 0,8%  | 0,8%  |
| Dźwignia              | 9,0   | 10,6  | 10,2  | 8,5   | 8,1   | 7,4   | 7,3   | 7,9   | 7,6   | 7,3   | 7,3   | 7,2   | 7,1   | 7,0   | 7,1   |

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## BZ WBK: Wycena

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| Długoterminowe ROE               | 10,287 |
| Koszt kapitału (%)               | 8,2    |
| Stopa wzrostu (%)                | 3      |
| Implikowane P/BV (x)             | 1,40   |
| 2018P BVPS                       | 217    |
| Wartość rezydualna 2018P         | 304    |
| NPV wartości rezydualnej         | 235    |
| NPV dywidend                     | 31     |
| NPV wart. rezydualnej + dywidend | 266    |
| Korekta CHF                      | -6     |
| 12-miesięczna cena docelowa      | 281    |
| Potencjał wzrostu                | 2%     |

Źródło: DM PKO BP

## BZ WBK: Koszt kapitału

|                           |      |
|---------------------------|------|
| Stopa wolna od ryzyka (%) | 3,2  |
| Premia za ryzyko (%)      | 5,0  |
| Beta                      | 1,00 |
| Koszty kapitału (%)       | 8,2  |

Źródło: DM PKO BP

## BZ WBK: Wrażliwość docelowego P/BV

|                   | Długoterminowe ROE (%) |      |      |      |
|-------------------|------------------------|------|------|------|
|                   | 8,3                    | 10,3 | 12,3 |      |
| Stopa wzrostu (%) | 2,0                    | 1,01 | 1,34 | 1,66 |
|                   | 2,5                    | 1,02 | 1,37 | 1,72 |
|                   | 3,0                    | 1,02 | 1,40 | 1,79 |
|                   | 3,5                    | 1,02 | 1,44 | 1,87 |
|                   | 4,0                    | 1,02 | 1,50 | 1,97 |

|                | Długoterminowe ROE (%) |      |      |      |
|----------------|------------------------|------|------|------|
|                | 8,3                    | 10,3 | 12,3 |      |
| Koszt kapitału | 7,2                    | 1,26 | 1,73 | 2,21 |
|                | 7,7                    | 1,12 | 1,55 | 1,98 |
|                | 8,2                    | 1,02 | 1,40 | 1,79 |
|                | 8,7                    | 0,93 | 1,28 | 1,63 |
|                | 9,2                    | 0,85 | 1,18 | 1,50 |

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                     | 2010     | 2011     | 2012     | 2013      | 2014      | 2015P     | 2016P     | 2017P     | 2018P     |
|---------------------------------------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Wynik odsetkowy                             | 1 822,2  | 2 068,6  | 2 301,1  | 3 276,6   | 3 996,8   | 4 293,4   | 4 662,2   | 4 919,8   | 5 213,8   |
| Wynik odsetkowy (dynamika r/r)              | 16,6%    | 13,5%    | 11,2%    | 42,4%     | 22,0%     | 7,4%      | 8,6%      | 5,5%      | 6,0%      |
| Wynik z opłat i prowizji                    | 1 343,2  | 1 357,7  | 1 385,0  | 1 778,6   | 1 847,8   | 1 935,7   | 1 973,2   | 2 052,1   | 2 093,2   |
| Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)     | 2,2%     | 1,1%     | 2,0%     | 28,4%     | 3,9%      | 4,8%      | 1,9%      | 4,0%      | 2,0%      |
| Wynik handlowy                              | 325,7    | 346,9    | 400,1    | 542,4     | 406,8     | 577,6     | 313,5     | 321,3     | 329,2     |
| Pozostałe                                   | 11,8     | 0,2      | 23,5     | 457,1     | 251,3     | 599,9     | 282,0     | 32,0      | 32,0      |
| Przychody ogółem                            | 3 502,8  | 3 773,3  | 4 109,7  | 6 054,7   | 6 502,7   | 7 406,5   | 7 230,9   | 7 325,2   | 7 668,1   |
| Przychody ogółem (dynamika r/r)             | 7,3%     | 7,7%     | 8,9%     | 47,3%     | 7,4%      | 13,9%     | -2,4%     | 1,3%      | 4,7%      |
| Koszty osobowe                              | -959,0   | -976,8   | -953,1   | -1 375,5  | -1 449,6  | -1 546,7  | -1 546,7  | -1 546,7  | -1 546,7  |
| Amortyzacja                                 | -128,8   | -215,9   | -137,9   | -219,3    | -308,0    | -272,4    | -267,7    | -267,7    | -267,7    |
| Koszty rzeczowe                             | -641,6   | -682,3   | -700,0   | -1 232,1  | -1 269,9  | -1 670,3  | -1 432,6  | -1 446,9  | -1 461,4  |
| Koszty ogółem                               | -1 729,4 | -1 875,0 | -1 791,1 | -2 826,9  | -3 027,5  | -3 489,3  | -3 247,0  | -3 261,3  | -3 275,8  |
| Koszty ogółem (dynamika r/r)                | -6,6%    | -8,4%    | 4,5%     | -57,8%    | -7,1%     | -15,3%    | 6,9%      | -0,4%     | -0,4%     |
| Wynik operacyjny                            | 1 773,5  | 1 898,3  | 2 318,7  | 3 227,7   | 3 475,2   | 3 917,2   | 3 983,9   | 4 063,9   | 4 392,4   |
| Wynik operacyjny (dynamika r/r)             | 7,9%     | 7,0%     | 22,1%    | 39,2%     | 7,7%      | 12,7%     | 1,7%      | 2,0%      | 8,1%      |
| Odpisy z tytułu utraty wart.                | -420,8   | -367,0   | -501,8   | -729,3    | -836,6    | -786,9    | -814,1    | -832,8    | -895,5    |
| Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r) | 12,5%    | 12,8%    | -36,7%   | -45,3%    | -14,7%    | 5,9%      | -3,5%     | -2,3%     | -7,5%     |
| Inne                                        | 4,5      | 11,1     | 19,7     | 16,3      | 1,4       | 20,8      | 28,0      | 29,4      | 30,9      |
| Zysk brutto                                 | 1 357,2  | 1 542,4  | 1 836,6  | 2 514,7   | 2 640,0   | 3 151,1   | 3 197,9   | 3 260,5   | 3 527,7   |
| Zysk brutto (dynamika r/r)                  | 16,8%    | 13,6%    | 19,1%    | 36,9%     | 5,0%      | 19,4%     | 1,5%      | 2,0%      | 8,2%      |
| Podatek dochodowy                           | -316,6   | -315,6   | -374,4   | -500,1    | -592,7    | -619,6    | -1 070,2  | -1 138,4  | -1 209,9  |
| Zyski (straty) mniejszości                  | -66,3    | -42,5    | -28,8    | -32,3     | -132,6    | -229,5    | -184,0    | -202,8    | -221,5    |
| Zysk (strata) netto                         | 974,2    | 1 184,3  | 1 433,4  | 1 982,3   | 1 914,7   | 2 302,1   | 1 943,6   | 1 919,4   | 2 096,4   |
| Zysk (strata) netto (dynamika r/r)          | 10,0%    | 21,6%    | 21,0%    | 38,3%     | -3,4%     | 20,2%     | -15,6%    | -1,2%     | 9,2%      |
| Zysk na akcję (PLN)                         | 13,33    | 16,21    | 19,21    | 21,19     | 19,86     | 23,20     | 19,59     | 19,34     | 21,13     |
| Bilans                                      | 2010     | 2011     | 2012     | 2013      | 2014      | 2015P     | 2016P     | 2017P     | 2018P     |
| <b>Aktywa</b>                               |          |          |          |           |           |           |           |           |           |
| Kasa i należności od sektora fin.           | 3 154,1  | 2 629,7  | 5 615,4  | 7 362,4   | 9 329,6   | 6 866,4   | 6 866,4   | 7 096,1   | 7 379,9   |
| Kredyty i pożyczki                          | 32 838,3 | 38 017,2 | 39 867,6 | 68 132,1  | 85 820,6  | 93 203,4  | 98 414,2  | 103 191,3 | 107 825,3 |
| Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)           | -5,0%    | 15,8%    | 4,9%     | 70,9%     | 26,0%     | 8,6%      | 5,6%      | 4,9%      | 4,5%      |
| Aktywa finansowe                            | 15 649,2 | 17 629,9 | 12 801,4 | 24 757,6  | 32 534,7  | 31 401,5  | 31 601,5  | 31 917,5  | 32 715,5  |
| Inne aktywa                                 | 1 512,3  | 1 519,9  | 1 734,8  | 5 836,9   | 6 817,0   | 5 678,6   | 5 678,6   | 5 630,5   | 5 828,1   |
| Aktywa ogółem                               | 53 153,9 | 59 796,6 | 60 019,2 | 106 089,0 | 134 501,9 | 137 149,9 | 142 560,7 | 147 835,4 | 153 748,8 |
| Aktywa odsetkowe                            | 51 626,8 | 58 135,1 | 58 030,8 | 99 930,2  | 127 446,0 | 131 318,1 | 136 728,9 | 142 050,2 | 147 762,1 |
| Aktywa odsetkowe (dynamika r/r)             | -1,7%    | 12,6%    | -0,2%    | 72,2%     | 27,5%     | 3,0%      | 4,1%      | 3,9%      | 4,0%      |
| Aktywa warte ryzykiem                       | 39 617,3 | 46 211,0 | 50 356,5 | 83 673,3  | 101 030,6 | 110 782,8 | 117 087,7 | 122 944,0 | 128 710,1 |
| <b>Pasywa</b>                               |          |          |          |           |           |           |           |           |           |
| Zobowiązania wobec sektora fin.             | 2 526,1  | 2 505,1  | 1 351,1  | 6 278,8   | 8 359,9   | 7 986,0   | 7 986,0   | 7 486,0   | 6 986,0   |
| Depozyty                                    | 41 970,5 | 46 829,5 | 47 077,1 | 78 543,0  | 94 981,8  | 97 102,1  | 102 302,1 | 107 008,8 | 111 811,4 |
| Depozyty (dynamika r/r)                     | 1,8%     | 11,6%    | 0,5%     | 66,8%     | 20,9%     | 2,2%      | 5,4%      | 4,6%      | 4,5%      |
| Wyemitowane papiery dłużne                  | 395,2    | 441,2    | 409,1    | 1 885,4   | 4 913,3   | 4 913,1   | 4 913,1   | 4 962,2   | 5 011,8   |
| Inne zobowiązania                           | 1 488,5  | 2 537,9  | 2 204,2  | 4 899,0   | 8 195,2   | 6 982,8   | 6 768,2   | 6 784,1   | 7 141,9   |
| Udziały niekontrolujące                     | 150,5    | 127,4    | 93,3     | 610,9     | 1 520,8   | 1 141,6   | 1 141,6   | 1 197,3   | 1 264,0   |
| Kapitał przypadający akcjonariuszom         | 6 623,1  | 7 355,6  | 8 884,4  | 13 872,1  | 16 530,9  | 19 024,2  | 19 449,5  | 20 397,1  | 21 533,8  |
| Wartość księgowa na akcję (PLN)             | 90,63    | 100,66   | 119,03   | 148,29    | 166,58    | 191,71    | 196,00    | 205,54    | 217,00    |



| Wskaźniki (%)                            | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015P        | 2016P        | 2017P        | 2018P        |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe) | 3,50        | 3,77        | 3,96        | 4,15        | 3,52        | 3,32         | 3,48         | 3,53         | 3,60         |
| Wynik prowizyjny/Przychody ogółem        | 38,3        | 36,0        | 33,7        | 29,4        | 28,4        | 26,1         | 27,3         | 28,0         | 27,3         |
| Koszty/Przychody                         | -49,4       | -49,7       | -43,6       | -46,7       | -46,6       | -47,1        | -44,9        | -44,5        | -42,7        |
| Saldo rezerw/ Średnie kredyty            | -1,20       | -1,00       | -1,24       | -1,29       | -1,03       | -0,83        | -0,80        | -0,78        | -0,80        |
| Stawka podatkowa                         | 23,3        | 20,5        | 20,4        | 19,9        | 22,5        | 19,7         | 33,5         | 34,9         | 34,3         |
| Aktywa odsetkowe/Aktywa                  | 97,1        | 97,2        | 96,7        | 94,2        | 94,8        | 95,7         | 95,9         | 96,1         | 96,1         |
| Kredyty/Aktywa                           | 61,8        | 63,6        | 66,4        | 64,2        | 63,8        | 68,0         | 69,0         | 69,8         | 70,1         |
| Kredyty/Depozyty                         | 78,2        | 81,2        | 84,7        | 86,7        | 90,4        | 96,0         | 96,2         | 96,4         | 96,4         |
| Depozyty/Aktywa                          | 79,0        | 78,3        | 78,4        | 74,0        | 70,6        | 70,8         | 71,8         | 72,4         | 72,7         |
| Współczynnik wypłacalności               | 15,8        | 15,1        | 16,6        | 13,9        | 12,9        | 13,8         | 13,7         | 13,8         | 14,0         |
| Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1) | 13,8        | 13,1        | 14,3        | 11,4        | 12,5        | 13,3         | 13,3         | 13,4         | 13,6         |
| Wskaźnik NPL                             | 6,9         | 5,5         | 5,4         | 7,9         | 8,4         | 7,8          | 7,8          | 7,8          | 7,9          |
| Współczynnik pokrycia rezerwami          | 59,3        | 65,0        | 68,4        | 61,9        | 67,4        | 69,6         | 70,8         | 72,5         | 73,8         |
| ROA                                      | 1,8         | 2,0         | 2,4         | 1,9         | 1,4         | 1,7          | 1,4          | 1,3          | 1,4          |
| <b>Dywidenda</b>                         | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015P</b> | <b>2016P</b> | <b>2017P</b> | <b>2018P</b> |
| Wskaźnik wypłaty %                       | 58,0%       | 49,4%       | 39,6%       | 50,5%       | 0,0%        | 66,0%        | 50,0%        | 50,0%        | 50,0%        |
| Dywidenda na akcje                       | 7,73        | 8,00        | 7,60        | 10,70       | 0,00        | 15,30        | 9,79         | 9,67         | 10,56        |

Źródło: prognozy DM PKO BP



### Utrzymujemy rekomendację Trzymaj

#### Podatek bankowy obciąży ROA...

Z uwagi na niższym poziomie zwrotu na aktywach podatek bankowy relatywnie mocniej obciąży wyniki mBanku (szacujemy, że zabierze on 35% oczyszczonego wyniku za 2015). Dodatkowo widzimy mniejszy potencjał po stronie banku do obniżenia kosztu finansowania z uwagi na już niski koszt depozytów.

#### ... podczas gdy bufor kapitałowy istotnie obniży dźwignię

Nałożony przez KNF bufor kapitałowy związany z portfelem wolutowych kredytów hipotecznych, w wysokości 3,3% na poziomie CET1 oraz 4,4% na łączny współczynnik kapitałowy, istotnie wpływa na możliwość Banku do poprawy ROE. Mechanizm buforów wymusza konieczność utrzymywania wysokiej poduszki kapitałowej oraz efektywnie powoduje że dalszy wzrost staje się bardziej kapitałochłonny.

#### W rezultacie ROE spadnie do 7-8%

Połączenie presji po stronie zwrotu na aktywach oraz konieczności utrzymywania wysokich kapitałów powoduje, że stopa zwrotu na kapitale spadnie w najbliższych latach do poziomu 7-8%. W średnim zakładamy ROE lekko powyżej kosztu kapitału co sugeruje wycenę w okolicach 1,1x wartość księgową.

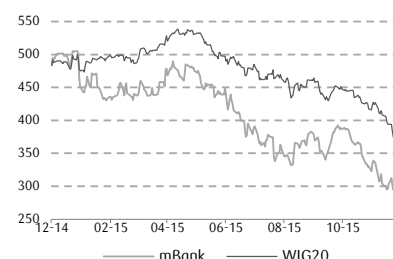
| Informacje              |           |
|-------------------------|-----------|
| Kurs akcji (PLN)        | 324,00    |
| Upside                  | 2%        |
| Liczba akcji (mn)       | 42,14     |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 13 653,80 |
| Free float              | 30%       |
| Free float (mln PLN)    | 4 158,95  |
| Free float (mln USD)    | 1 058,74  |
| P/BV                    | 1,12      |
| BVPS                    | 288,23    |

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

| Akcjonariusze  | % Akcji |
|----------------|---------|
| Commerzbank AG | 69,54   |
| ING OFE        | 5,05    |
| -              | -       |
| -              | -       |

| Poprzednie rekom. | Data i cena docelowa |        |
|-------------------|----------------------|--------|
| Trzymaj           | 06-07-15             | 405,00 |
| Kupuj             | 19-12-14             | 547,00 |

#### Kurs akcji



| mln PLN                         | 2013   | 2014   | 2015P  | 2016P  | 2017P  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy                 | 2 154  | 2 491  | 2 485  | 2 645  | 2 785  |
| Wynik prowizyjny                | 835    | 902    | 892    | 932    | 969    |
| Przychody                       | 3 602  | 3 939  | 4 082  | 4 093  | 4 157  |
| Koszty operacyjne               | -1 683 | -1 771 | -2 062 | -1 865 | -1 869 |
| Odpisy z tytułu utraty wartości | -478   | -516   | -433   | -475   | -500   |
| Zysk netto                      | 1 129  | 1 287  | 1 248  | 985    | 965    |
| EPS                             | 26,20  | 30,53  | 29,61  | 23,36  | 22,91  |
| DPS                             | 17,00  | 0,00   | 14,35  | 7,01   | 6,87   |
| P/E                             | 15,7   | 16,4   | 10,9   | 13,9   | 14,1   |
| P/BV                            | 1,7    | 1,9    | 1,1    | 1,1    | 1,0    |
| Stopa dywidendy                 | 5,25   | 0,00   | 4,43   | 2,16   | 2,12   |

P - Prognozy DM PKO BP

mln PLN

|                              | WIG20  | Spółka |
|------------------------------|--------|--------|
| 1 miesiąc                    | -8,5%  | 0,4%   |
| 3 miesiące                   | -17,3% | -14,7% |
| 6 miesięcy                   | -23,5% | -27,8% |
| 12 miesięcy                  | -20,6% | -32,9% |
| Min 52 tyg. PLN              |        | 294,65 |
| Max 52 tyg. PLN              |        | 505,00 |
| Średni dzienny obrót mln PLN |        | 22,90  |

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

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



## mBank: Długoterminowe ROE

|                                       | 2008  | 2009 | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | Długoterminowe |
|---------------------------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| ROE:                                  | 23,8% | 3,2% | 11,6% | 15,2% | 13,6% | 10,8% | 12,1% | 10,8% | 8,0%  | 7,5%  | 8,1%  | 8,6%  | 9,3%  | 8,7%           |
| ROA:                                  | 1,2%  | 0,2% | 0,8%  | 1,2%  | 1,2%  | 1,1%  | 1,2%  | 1,0%  | 0,8%  | 0,7%  | 0,8%  | 0,9%  | 1,0%  | 0,9%           |
| + Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa        | 2,0%  | 2,0% | 2,1%  | 2,3%  | 2,3%  | 2,1%  | 2,2%  | 2,0%  | 2,1%  | 2,1%  | 2,2%  | 2,3%  | 2,5%  | 2,3%           |
| - Koszty / Śr. Aktywa                 | 2,2%  | 1,9% | 1,9%  | 1,8%  | 1,7%  | 1,7%  | 1,6%  | 1,7%  | 1,5%  | 1,4%  | 1,4%  | 1,3%  | 1,3%  | 1,3%           |
| + Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa | 2,0%  | 1,5% | 1,5%  | 1,4%  | 1,3%  | 1,4%  | 1,3%  | 1,3%  | 1,1%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%           |
| - Odpisy / Śr. Aktywa                 | 0,4%  | 1,3% | 0,7%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,4%           |
| - Podatek / Śr. Aktywa                | 0,2%  | 0,1% | 0,2%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,7%           |
| Dźwignia                              | 19,2  | 20,4 | 15,5  | 12,6  | 11,2  | 10,3  | 10,5  | 10,5  | 10,3  | 10,2  | 10,0  | 9,7   | 9,5   | 9,7            |

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## mBank: Wycena

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| Długoterminowe ROE               | 8,6696 |
| Koszt kapitału (%)               | 8,2    |
| Stopa wzrostu (%)                | 3      |
| Implikowane P/BV (x)             | 1,09   |
| 2018P BVPS                       | 332    |
| Wartość rezydualna 2018P         | 362    |
| NPV wartości rezydualnej         | 280    |
| NPV dywidend                     | 25     |
| NPV wart. rezydualnej + dywidend | 306    |
| Korekta CHF                      | 0      |
| 12-miesięczna cena docelowa      | 331    |
| Potencjał wzrostu                | 2%     |

Źródło: DM PKO BP

## mBank: Koszt kapitału

|                           |      |
|---------------------------|------|
| Stopa wolna od ryzyka (%) | 3,2  |
| Premia za ryzyko (%)      | 5,0  |
| Beta                      | 1,00 |
| Koszty kapitału (%)       | 8,2  |

Źródło: DM PKO BP

## mBank: Wrażliwość docelowego P/BV

|                   |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|-------------------|-----|------------------------|------|------|
|                   |     | 6,7                    | 8,7  | 10,7 |
| Stopa wzrostu (%) | 2,0 | 0,75                   | 1,08 | 1,40 |
|                   | 2,5 | 0,73                   | 1,08 | 1,43 |
|                   | 3,0 | 0,71                   | 1,09 | 1,47 |
|                   | 3,5 | 0,67                   | 1,10 | 1,53 |
|                   | 4,0 | 0,64                   | 1,11 | 1,59 |

|                |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|----------------|-----|------------------------|------|------|
|                |     | 6,7                    | 8,7  | 10,7 |
| Koszt kapitału | 7,2 | 0,87                   | 1,35 | 1,83 |
|                | 7,7 | 0,78                   | 1,21 | 1,63 |
|                | 8,2 | 0,71                   | 1,09 | 1,47 |
|                | 8,7 | 0,64                   | 0,99 | 1,35 |
|                | 9,2 | 0,59                   | 0,91 | 1,24 |

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                     | 2010     | 2011     | 2012      | 2013      | 2014      | 2015P     | 2016P     | 2017P     | 2018P     |
|---------------------------------------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Wynik odsetkowy                             | 1 811,0  | 2 167,9  | 2 279,6   | 2 154,3   | 2 490,7   | 2 485,0   | 2 644,9   | 2 784,6   | 2 986,9   |
| Wynik odsetkowy (dynamika r/r)              | 9,2%     | 19,7%    | 5,2%      | -5,5%     | 15,6%     | -0,2%     | 6,4%      | 5,3%      | 7,3%      |
| Wynik z opłat i prowizji                    | 745,9    | 840,0    | 786,5     | 834,7     | 901,7     | 891,8     | 932,0     | 969,3     | 988,7     |
| Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)     | 25,4%    | 12,6%    | -6,4%     | 6,1%      | 8,0%      | -1,1%     | 4,5%      | 4,0%      | 2,0%      |
| Wynik handlowy                              | 464,0    | 373,8    | 415,4     | 448,4     | 441,1     | 631,5     | 343,3     | 355,0     | 366,8     |
| Pozostałe                                   | 103,7    | 139,2    | 89,2      | 164,6     | 105,7     | 73,8      | 173,0     | 48,0      | 48,0      |
| Przychody ogółem                            | 3 124,6  | 3 520,9  | 3 570,8   | 3 602,0   | 3 939,2   | 4 082,1   | 4 093,1   | 4 156,8   | 4 390,4   |
| Przychody ogółem (dynamika r/r)             | 9,6%     | 12,7%    | 1,4%      | 0,9%      | 9,4%      | 3,6%      | 0,3%      | 1,6%      | 5,6%      |
| Koszty osobowe                              | -744,4   | -810,3   | -808,5    | -808,3    | -844,1    | -861,2    | -860,0    | -860,0    | -860,0    |
| Amortyzacja                                 | -236,9   | -208,8   | -195,6    | -187,9    | -190,0    | -196,5    | -200,0    | -200,0    | -200,0    |
| Koszty rzeczowe                             | -636,0   | -661,2   | -657,3    | -681,9    | -736,4    | -1 004,8  | -805,0    | -809,0    | -813,1    |
| Koszty ogółem                               | -1 617,3 | -1 680,3 | -1 661,4  | -1 683,5  | -1 770,6  | -2 062,5  | -1 865,0  | -1 869,0  | -1 873,1  |
| Koszty ogółem (dynamika r/r)                | -4,7%    | -3,9%    | 1,1%      | -1,3%     | -5,2%     | -16,5%    | 9,6%      | -0,2%     | -0,2%     |
| Wynik operacyjny                            | 1 507,3  | 1 840,6  | 1 909,4   | 1 918,5   | 2 168,6   | 2 019,6   | 2 228,1   | 2 287,8   | 2 517,3   |
| Wynik operacyjny (dynamika r/r)             | 15,4%    | 22,1%    | 3,7%      | 0,5%      | 13,0%     | -6,9%     | 10,3%     | 2,7%      | 10,0%     |
| Odpisy z tytułu utraty wart.                | -634,8   | -373,5   | -444,6    | -477,8    | -515,9    | -433,1    | -475,3    | -499,7    | -541,8    |
| Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r) | 42,1%    | 41,2%    | -19,1%    | -7,5%     | -8,0%     | 16,0%     | -9,7%     | -5,1%     | -8,4%     |
| Inne                                        | 0,0      | 0,0      | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       |
| Zysk brutto                                 | 872,5    | 1 467,1  | 1 464,7   | 1 440,8   | 1 652,7   | 1 586,5   | 1 752,8   | 1 788,1   | 1 975,5   |
| Zysk brutto (dynamika r/r)                  | 316,7%   | 68,1%    | -0,2%     | -1,6%     | 14,7%     | -4,0%     | 10,5%     | 2,0%      | 10,5%     |
| Podatek dochodowy                           | -211,6   | -322,7   | -266,9    | -308,7    | -363,4    | -335,3    | -766,2    | -820,7    | -876,2    |
| Zyski (straty) mniejszości                  | -19,3    | -9,5     | -0,6      | -2,6      | -2,6      | -3,5      | -2,0      | -2,0      | -2,2      |
| Zysk (strata) netto                         | 641,6    | 1 135,0  | 1 197,2   | 1 129,4   | 1 286,7   | 1 247,7   | 984,6     | 965,4     | 1 097,1   |
| Zysk (strata) netto (dynamika r/r)          | 397,6%   | 76,9%    | 5,5%      | -5,7%     | 13,9%     | -3,0%     | -21,1%    | -1,9%     | 13,6%     |
| Zysk na akcję (PLN)                         | 17,49    | 26,96    | 28,42     | 26,20     | 30,53     | 29,61     | 23,36     | 22,91     | 26,03     |
| Bilans                                      | 2010     | 2011     | 2012      | 2013      | 2014      | 2015P     | 2016P     | 2017P     | 2018P     |
| <b>Aktywa</b>                               |          |          |           |           |           |           |           |           |           |
| Kasa i należności od sektora fin.           | 4 867,2  | 5 047,2  | 8 763,8   | 5 121,7   | 6 806,0   | 7 424,6   | 7 424,6   | 7 701,0   | 8 032,2   |
| Kredyty i pożyczki                          | 59 374,1 | 67 851,5 | 66 946,8  | 68 210,4  | 74 582,4  | 81 032,0  | 85 066,8  | 89 121,8  | 92 644,0  |
| Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)           | 13,2%    | 14,3%    | -1,3%     | 1,9%      | 9,3%      | 8,6%      | 5,0%      | 4,8%      | 4,0%      |
| Aktywa finansowe                            | 21 555,0 | 19 197,3 | 23 947,0  | 28 454,4  | 33 708,5  | 35 324,9  | 33 824,9  | 33 486,7  | 35 495,9  |
| Inne aktywa                                 | 4 242,6  | 6 779,6  | 2 487,4   | 2 496,3   | 2 889,0   | 2 592,4   | 2 592,4   | 2 466,6   | 2 313,5   |
| Aktywa ogółem                               | 90 038,8 | 98 875,6 | 102 145,0 | 104 282,8 | 117 985,8 | 126 374,0 | 128 908,9 | 132 776,1 | 138 485,5 |
| Aktywa odsetkowe                            | 84 363,6 | 90 396,0 | 96 854,9  | 99 436,9  | 110 230,9 | 120 043,9 | 122 578,8 | 126 626,0 | 132 267,5 |
| Aktywa odsetkowe (dynamika r/r)             | 15,8%    | 7,2%     | 7,1%      | 2,7%      | 10,9%     | 8,9%      | 2,1%      | 3,3%      | 4,5%      |
| Aktywa warte ryzykiem                       | 56 416,6 | 66 026,6 | 61 729,6  | 58 822,3  | 66 499,9  | 72 573,8  | 76 410,7  | 80 251,5  | 83 669,2  |
| <b>Pasywa</b>                               |          |          |           |           |           |           |           |           |           |
| Zobowiązania wobec sektora fin.             | 28 727,1 | 27 390,8 | 21 110,9  | 19 224,2  | 13 383,8  | 13 783,1  | 10 583,1  | 8 583,1   | 6 583,1   |
| Depozyty                                    | 47 151,0 | 54 244,4 | 57 983,6  | 61 673,5  | 72 422,5  | 79 795,9  | 84 795,9  | 89 787,5  | 94 276,8  |
| Depozyty (dynamika r/r)                     | 10,2%    | 15,0%    | 6,9%      | 6,4%      | 17,4%     | 10,2%     | 6,3%      | 5,9%      | 5,0%      |
| Wyemitowane papiery dłużne                  | 4 382,0  | 5 192,2  | 4 892,3   | 5 402,1   | 10 341,7  | 11 380,9  | 11 780,9  | 13 780,9  | 15 780,9  |
| Inne zobowiązania                           | 2 701,6  | 3 975,6  | 5 317,0   | 3 963,8   | 6 637,1   | 5 449,8   | 5 404,8   | 7 402,1   | 7 813,0   |
| Udziały niekontrolujące                     | 168,0    | 23,9     | 24,5      | 27,1      | 29,7      | 32,7      | 32,7      | 26,4      | 28,0      |
| Kapitał przypadający akcjonariuszom         | 6 909,3  | 8 048,8  | 9 594,4   | 10 166,6  | 11 043,2  | 12 146,2  | 12 526,1  | 13 196,1  | 14 003,6  |
| Wartość księgowa na akcję (PLN)             | 164,17   | 191,17   | 227,67    | 241,25    | 262,05    | 288,23    | 297,24    | 313,14    | 332,30    |





| Wskaźniki (%)                            | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015P        | 2016P        | 2017P        | 2018P        |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe) | 2,30        | 2,48        | 2,43        | 2,19        | 2,38        | 2,16         | 2,18         | 2,23         | 2,31         |
| Wynik prowizyjny/Przychody ogółem        | 23,9        | 23,9        | 22,0        | 23,2        | 22,9        | 21,8         | 22,8         | 23,3         | 22,5         |
| Koszty/Przychody                         | -51,8       | -47,7       | -46,5       | -46,7       | -44,9       | -50,5        | -45,6        | -45,0        | -42,7        |
| Saldo rezerw/ Średnie kredyty            | -1,09       | -0,57       | -0,64       | -0,68       | -0,70       | -0,54        | -0,55        | -0,55        | -0,57        |
| Stawka podatkowa                         | 24,3        | 22,0        | 18,2        | 21,4        | 22,0        | 21,1         | 43,7         | 45,9         | 44,4         |
| Aktywa odsetkowe/Aktywa                  | 93,7        | 91,4        | 94,8        | 95,4        | 93,4        | 95,0         | 95,1         | 95,4         | 95,5         |
| Kredyty/Aktywa                           | 65,9        | 68,6        | 65,5        | 65,4        | 63,2        | 64,1         | 66,0         | 67,1         | 66,9         |
| Kredyty/Depozyty                         | 125,9       | 125,1       | 115,5       | 110,6       | 103,0       | 101,5        | 100,3        | 99,3         | 98,3         |
| Depozyty/Aktywa                          | 52,4        | 54,9        | 56,8        | 59,1        | 61,4        | 63,1         | 65,8         | 67,6         | 68,1         |
| Współczynnik wypłacalności               | 15,9        | 15,0        | 19,0        | 19,4        | 14,7        | 16,5         | 16,2         | 16,2         | 16,3         |
| Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1) | 10,4        | 9,6         | 13,0        | 14,2        | 12,2        | 13,6         | 13,5         | 13,7         | 13,9         |
| Wskaźnik NPL                             | 5,3         | 4,7         | 5,2         | 6,3         | 6,4         | 5,9          | 5,9          | 5,9          | 6,0          |
| Współczynnik pokrycia rezerwami          | 74,6        | 72,7        | 69,6        | 53,6        | 56,8        | 63,7         | 68,0         | 72,0         | 75,5         |
| ROA                                      | 0,7         | 1,1         | 1,2         | 1,1         | 1,1         | 1,0          | 0,8          | 0,7          | 0,8          |
| <b>Dywidenda</b>                         | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015P</b> | <b>2016P</b> | <b>2017P</b> | <b>2018P</b> |
| Wskaźnik wypłaty %                       | 0,0%        | 0,0%        | 35,2%       | 64,9%       | 0,0%        | 48,5%        | 30,0%        | 30,0%        | 30,0%        |
| Dywidenda na akcje                       | 0,00        | 0,00        | 10,00       | 17,00       | 0,00        | 14,35        | 7,01         | 6,87         | 7,81         |

Źródło: prognozy DM PKO BP



**Podnosimy rekomendację do Kupuj z cena docelową 123 PLN**

### Wzrost spowolni

W ostatnich latach ING konsekwentnie realizował strategię wzrostu (średnioroczny wzrost portfela kredytów +16% w latach 2010-2015). Uważamy jednak, że bank będzie musiał zrewidować swoje plany wzrostu ze względu na podatek, który sprawi, że będzie ona bardziej kapitałochłonna.

### Mniejszy bufor płynnościowy

Poza Handlowym, ING BSK jest bankiem z największą poduszką płynności. Optymalizacja płynności przez zwiększenie relacji kredytów do depozytów powinna pomóc w mitygowaniu wpływu podatku.

### Miejsce do poprawy kosztu finansowania

Mniejszy apetyt na wzrost kredytów w połączeniu z mniejszą skłonnością do lokowania nadwyżek w nisko-marżowych papierach skarbowych powinny pozwolić ING na obniżenie kosztu finansowania (w szczególności biorąc pod uwagę fakt, że obecnie ING płaci relatywnie powyżej średniej rynkowej).

### Wycena w okolicach średniej w sektorze

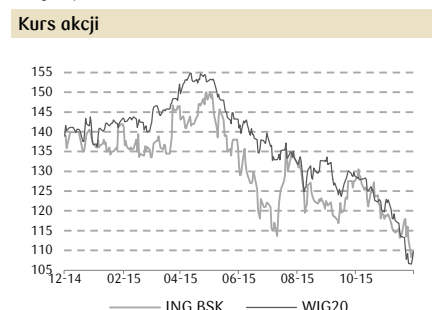
ING jest obecnie wyceniany na poziomie 15,9x oczyszczone zyski za 2016, tj. 5% powyżej średniej dla sektora.

| Informacje              |           |
|-------------------------|-----------|
| Kurs akcji (PLN)        | 110,00    |
| Upside                  | 12%       |
| Liczba akcji (mn)       | 130,10    |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 14 311,00 |
| Free float              | 25%       |
| Free float (mln PLN)    | 3 577,75  |
| Free float (mln USD)    | 910,79    |
| P/BV                    | 1,37      |
| BVPS                    | 80,51     |

| Dywidenda           |      |
|---------------------|------|
| Stopa dywidendy (%) | 3,6% |
| Odciecie dywidendy  | -    |

| Akcjonariusze          | % Akcji |
|------------------------|---------|
| ING Bank N.V.          | 75,00   |
| AVIVA OFE Aviva BZ WBK | 5,84    |
| -                      | -       |
| -                      | -       |

| Poprzednie rekom. | Data i cena docelowa |        |
|-------------------|----------------------|--------|
| Trzymaj           | 06-07-15             | 134,00 |
| Trzymaj           | 19-12-14             | 147,00 |



| mln PLN                         | 2013   | 2014   | 2015P  | 2016P  | 2017P  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy                 | 2 043  | 2 330  | 2 466  | 2 778  | 3 084  |
| Wynik prowizyjny                | 1 022  | 1 063  | 1 017  | 1 030  | 1 072  |
| Przychody                       | 3 290  | 3 533  | 3 781  | 4 184  | 4 336  |
| Koszty operacyjne               | -1 868 | -1 930 | -2 169 | -2 052 | -2 093 |
| Odpisy z tytułu utraty wartości | -267   | -268   | -259   | -333   | -366   |
| Zysk netto                      | 962    | 1 041  | 1 094  | 1 061  | 1 064  |
| EPS                             | 7,39   | 8,00   | 8,41   | 8,15   | 8,18   |
| DPS                             | 4,40   | 4,00   | 4,20   | 3,26   | 3,27   |
| P/E                             | 13,6   | 16,7   | 13,1   | 13,5   | 13,4   |
| P/BV                            | 1,5    | 1,7    | 1,4    | 1,3    | 1,2    |
| Stopa dywidendy                 | 4,00   | 3,64   | 3,82   | 2,96   | 2,97   |

P - Prognozy DM PKO BP  
mln PLN

|                              | WIG20  | Spółka |
|------------------------------|--------|--------|
| 1 miesiąc                    | -8,5%  | -6,7%  |
| 3 miesiące                   | -17,3% | -10,2% |
| 6 miesięcy                   | -23,5% | -19,1% |
| 12 miesięcy                  | -20,6% | -21,4% |
| Min 52 tyg. PLN              |        | 108,25 |
| Max 52 tyg. PLN              |        | 150,00 |
| Średni dzienny obrót mln PLN |        | 2,32   |

| 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  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | Długoterminowe |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| ROE:                                  | 11,2% | 14,5% | 14,1% | 14,6% | 11,4% | 11,5% | 10,9% | 10,5% | 9,9%  | 9,5%  | 10,2% | 11,1% | 11,1% | 10,8%          |
| ROA:                                  | 0,7%  | 1,0%  | 1,2%  | 1,3%  | 1,1%  | 1,2%  | 1,1%  | 1,0%  | 0,9%  | 0,8%  | 0,9%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%           |
| + Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa        | 1,9%  | 2,2%  | 2,6%  | 2,8%  | 2,8%  | 2,5%  | 2,5%  | 2,3%  | 2,3%  | 2,5%  | 2,5%  | 2,6%  | 2,7%  | 2,6%           |
| - Koszty / Śr. Aktywa                 | 2,5%  | 2,3%  | 2,6%  | 2,5%  | 2,5%  | 2,3%  | 2,1%  | 2,0%  | 1,7%  | 1,7%  | 1,6%  | 1,6%  | 1,5%  | 1,6%           |
| + Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa | 1,6%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,7%  | 1,6%  | 1,6%  | 1,3%  | 1,2%  | 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%  | 0,4%           |
| - Podatek / Śr. Aktywa                | 0,2%  | 0,2%  | 0,3%  | 0,4%  | 0,2%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,7%           |
| Dźwignia                              | 15,1  | 14,2  | 11,8  | 11,1  | 10,2  | 9,8   | 9,8   | 10,3  | 11,1  | 11,2  | 11,2  | 11,2  | 11,1  | 11,2           |

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## ING BSK: Wycena

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| Długoterminowe ROE               | 10,799 |
| Koszt kapitału (%)               | 8,2    |
| Stopa wzrostu (%)                | 3      |
| Implikowane P/BV (x)             | 1,50   |
| 2018P BVPS                       | 93     |
| Wartość rezydualna 2018P         | 140    |
| NPV wartości rezydualnej         | 108    |
| NPV dywidend                     | 7      |
| NPV wart. rezydualnej + dywidend | 115    |
| Korekta CHF                      | -1     |
| 12-miesięczna cena docelowa      | 123    |
| Potencjał wzrostu                | 12%    |

Źródło: DM PKO BP

## ING BSK: Koszt kapitału

|                           |      |
|---------------------------|------|
| Stopa wolna od ryzyka (%) | 3,2  |
| Premia za ryzyko (%)      | 5,0  |
| Beta                      | 1,00 |
| Koszty kapitału (%)       | 8,2  |

Źródło: DM PKO BP

## ING BSK: Wrażliwość docelowego P/BV

|                   |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|-------------------|-----|------------------------|------|------|
|                   |     | 8,8                    | 10,8 | 12,8 |
| Stopa wzrostu (%) | 2,0 | 1,10                   | 1,42 | 1,74 |
|                   | 2,5 | 1,11                   | 1,46 | 1,81 |
|                   | 3,0 | 1,12                   | 1,50 | 1,88 |
|                   | 3,5 | 1,13                   | 1,55 | 1,98 |
|                   | 4,0 | 1,14                   | 1,62 | 2,09 |

|                |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|----------------|-----|------------------------|------|------|
|                |     | 8,8                    | 10,8 | 12,8 |
| Koszt kapitału | 7,2 | 1,38                   | 1,86 | 2,33 |
|                | 7,7 | 1,23                   | 1,66 | 2,08 |
|                | 8,2 | 1,12                   | 1,50 | 1,88 |
|                | 8,7 | 1,02                   | 1,37 | 1,72 |
|                | 9,2 | 0,94                   | 1,26 | 1,58 |

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                     | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015P     | 2016P     | 2017P     | 2018P     |
|---------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Wynik odsetkowy                             | 1 627,6  | 1 851,5  | 2 048,9  | 2 042,6  | 2 330,2  | 2 465,9   | 2 778,0   | 3 083,5   | 3 353,3   |
| Wynik odsetkowy (dynamika r/r)              | 12,9%    | 13,8%    | 10,7%    | -0,3%    | 14,1%    | 5,8%      | 12,7%     | 11,0%     | 8,7%      |
| Wynik z opłat i prowizji                    | 1 002,9  | 1 057,6  | 1 048,3  | 1 021,9  | 1 062,9  | 1 016,9   | 1 030,3   | 1 071,5   | 1 092,9   |
| Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)     | 2,3%     | 5,5%     | -0,9%    | -2,5%    | 4,0%     | -4,3%     | 1,3%      | 4,0%      | 2,0%      |
| Wynik handlowy                              | 67,6     | 22,9     | 96,8     | 205,2    | 119,1    | 284,2     | 160,0     | 165,0     | 170,0     |
| Pozostałe                                   | -3,1     | 17,6     | 10,9     | 20,7     | 20,3     | 14,2      | 216,0     | 16,0      | 16,0      |
| Przychody ogółem                            | 2 695,0  | 2 949,6  | 3 204,9  | 3 290,4  | 3 532,5  | 3 781,2   | 4 184,3   | 4 336,0   | 4 632,3   |
| Przychody ogółem (dynamika r/r)             | 5,3%     | 9,4%     | 8,7%     | 2,7%     | 7,4%     | 7,0%      | 10,7%     | 3,6%      | 6,8%      |
| Koszty osobowe                              | -811,1   | -833,3   | -900,8   | -926,6   | -947,5   | -962,4    | -973,7    | -993,2    | -1 013,1  |
| Amortyzacja                                 | -121,0   | -132,6   | -148,1   | -164,0   | -175,1   | -179,0    | -188,0    | -188,0    | -188,0    |
| Koszty rzeczowe                             | -677,4   | -734,1   | -817,3   | -777,8   | -807,1   | -1 027,3  | -890,2    | -911,6    | -929,8    |
| Koszty ogółem                               | -1 609,5 | -1 700,0 | -1 866,2 | -1 868,4 | -1 929,7 | -2 168,7  | -2 052,0  | -2 092,8  | -2 130,9  |
| Koszty ogółem (dynamika r/r)                | -6,9%    | -5,6%    | -9,8%    | -0,1%    | -3,3%    | -12,4%    | 5,4%      | -2,0%     | -1,8%     |
| Wynik operacyjny                            | 1 085,5  | 1 249,6  | 1 338,7  | 1 422,0  | 1 602,8  | 1 612,5   | 2 132,4   | 2 243,2   | 2 501,4   |
| Wynik operacyjny (dynamika r/r)             | 3,0%     | 15,1%    | 7,1%     | 6,2%     | 12,7%    | 0,6%      | 32,2%     | 5,2%      | 11,5%     |
| Odpisy z tytułu utraty wart.                | -203,6   | -172,4   | -362,8   | -267,2   | -267,7   | -259,0    | -332,9    | -366,3    | -422,5    |
| Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r) | 33,1%    | 15,3%    | -110,4%  | 26,4%    | -0,2%    | 3,3%      | -28,5%    | -10,0%    | -15,3%    |
| Inne                                        | 41,2     | 41,2     | 35,7     | 38,1     | 12,3     | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       |
| Zysk brutto                                 | 923,1    | 1 118,4  | 1 011,6  | 1 192,9  | 1 347,4  | 1 353,5   | 1 799,5   | 1 876,9   | 2 078,8   |
| Zysk brutto (dynamika r/r)                  | 15,2%    | 21,2%    | -9,5%    | 17,9%    | 13,0%    | 0,5%      | 32,9%     | 4,3%      | 10,8%     |
| Podatek dochodowy                           | -181,0   | -237,5   | -183,8   | -231,4   | -306,6   | -259,4    | -739,0    | -812,7    | -877,5    |
| Zyski (straty) mniejszości                  | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,1      | -0,1      | 0,0       | 0,0       | 0,0       |
| Zysk (strata) netto                         | 742,2    | 880,9    | 827,8    | 961,5    | 1 040,7  | 1 094,3   | 1 060,5   | 1 064,2   | 1 201,4   |
| Zysk (strata) netto (dynamika r/r)          | 12,8%    | 18,7%    | -6,0%    | 16,2%    | 8,2%     | 5,1%      | -3,1%     | 0,3%      | 12,9%     |
| Zysk na akcję (PLN)                         | 5,70     | 6,77     | 6,36     | 7,39     | 8,00     | 8,41      | 8,15      | 8,18      | 9,23      |
| Bilans                                      | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015P     | 2016P     | 2017P     | 2018P     |
| <b>Aktywa</b>                               |          |          |          |          |          |           |           |           |           |
| Kasa i należności od sektora fin.           | 3 575,3  | 2 511,2  | 5 448,7  | 8 369,9  | 7 169,0  | 7 266,4   | 7 266,4   | 7 589,6   | 8 060,2   |
| Kredyty i pożyczki                          | 34 509,0 | 42 329,7 | 48 985,3 | 52 237,9 | 61 054,8 | 72 577,9  | 79 882,4  | 86 490,1  | 92 628,3  |
| Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)           | 15,2%    | 22,7%    | 15,7%    | 6,6%     | 16,9%    | 18,9%     | 10,1%     | 8,3%      | 7,1%      |
| Aktywa finansowe                            | 24 930,1 | 23 382,1 | 22 370,4 | 24 607,1 | 30 188,8 | 33 701,5  | 34 301,5  | 33 120,3  | 34 423,0  |
| Inne aktywa                                 | 1 503,1  | 1 500,4  | 1 462,4  | 1 535,7  | 1 448,1  | 1 392,6   | 1 412,6   | 1 437,4   | 1 501,6   |
| Aktywa ogółem                               | 64 517,5 | 69 723,4 | 78 266,8 | 86 750,6 | 99 860,7 | 114 938,4 | 122 862,9 | 128 637,5 | 136 613,0 |
| Aktywa odsetkowe                            | 61 679,6 | 65 931,2 | 73 869,7 | 82 052,8 | 92 909,9 | 108 523,8 | 116 428,3 | 122 152,2 | 129 883,8 |
| Aktywa odsetkowe (dynamika r/r)             | 9,8%     | 6,9%     | 12,0%    | 11,1%    | 13,2%    | 16,8%     | 7,3%      | 4,9%      | 6,3%      |
| Aktywa warte ryzykiem                       | 36 837,2 | 44 629,0 | 46 701,3 | 42 156,3 | 49 268,8 | 58 363,6  | 64 343,3  | 69 753,7  | 74 838,7  |
| <b>Pasywa</b>                               |          |          |          |          |          |           |           |           |           |
| Zobowiązania wobec sektora fin.             | 4 039,1  | 4 961,9  | 4 554,6  | 4 827,3  | 6 123,4  | 10 917,1  | 10 917,1  | 7 075,1   | 7 513,7   |
| Depozyty                                    | 47 400,1 | 52 816,0 | 57 857,5 | 67 330,4 | 75 658,9 | 86 325,9  | 93 825,9  | 100 601,6 | 106 878,9 |
| Depozyty (dynamika r/r)                     | 0,3%     | 11,4%    | 9,5%     | 16,4%    | 12,4%    | 14,1%     | 8,7%      | 7,2%      | 6,2%      |
| Wyemitowane papiery dłużne                  | 0,0      | 0,0      | 567,1    | 566,4    | 866,5    | 872,0     | 872,0     | 915,6     | 961,4     |
| Inne zobowiązania                           | 7 425,2  | 5 529,5  | 7 151,5  | 5 397,9  | 6 755,3  | 6 346,3   | 6 257,3   | 8 564,6   | 9 152,7   |
| Udziały niekontrolujące                     | 2,4      | 2,3      | 2,3      | 2,3      | 2,6      | 2,6       | 2,6       | 2,6       | 2,6       |
| Kapitał przypadający akcjonariuszom         | 5 650,8  | 6 413,7  | 8 133,8  | 8 626,3  | 10 454,0 | 10 474,6  | 10 988,0  | 11 478,0  | 12 103,7  |
| Wartość księgowa na akcję (PLN)             | 43,43    | 49,30    | 62,52    | 66,31    | 80,35    | 80,51     | 84,46     | 88,22     | 93,03     |



| Wskaźniki (%)                            | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015P        | 2016P        | 2017P        | 2018P        |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe) | 2,76        | 2,90        | 2,93        | 2,62        | 2,66        | 2,45         | 2,47         | 2,58         | 2,66         |
| Wynik prowizyjny/Przychody ogółem        | 37,2        | 35,9        | 32,7        | 31,1        | 30,1        | 26,9         | 24,6         | 24,7         | 23,6         |
| Koszty/Przychody                         | -59,7       | -57,6       | -58,2       | -56,8       | -54,6       | -57,4        | -49,0        | -48,3        | -46,0        |
| Saldo rezerw/ Średnie kredyty            | -0,61       | -0,44       | -0,77       | -0,51       | -0,46       | -0,38        | -0,43        | -0,43        | -0,46        |
| Stawka podatkowa                         | 19,6        | 21,2        | 18,2        | 19,4        | 22,8        | 19,2         | 41,1         | 43,3         | 42,2         |
| Aktywa odsetkowe/Aktywa                  | 95,6        | 94,6        | 94,4        | 94,6        | 93,0        | 94,4         | 94,8         | 95,0         | 95,1         |
| Kredyty/Aktywa                           | 53,5        | 60,7        | 62,6        | 60,2        | 61,1        | 63,1         | 65,0         | 67,2         | 67,8         |
| Kredyty/Depozyty                         | 72,8        | 80,1        | 84,7        | 77,6        | 80,7        | 84,1         | 85,1         | 86,0         | 86,7         |
| Depozyty/Aktywa                          | 73,5        | 75,8        | 73,9        | 77,6        | 75,8        | 75,1         | 76,4         | 78,2         | 78,2         |
| Współczynnik wypłacalności               | 13,1        | 12,3        | 14,6        | 17,3        | 14,2        | 13,4         | 14,4         | 14,2         | 14,1         |
| Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1) | 13,1        | 12,3        | 14,6        | 17,3        | 14,2        | 13,4         | 12,6         | 12,5         | 12,5         |
| Wskaźnik NPL                             | 4,2         | 3,6         | 3,8         | 4,3         | 3,8         | 3,1          | 3,1          | 3,2          | 3,3          |
| Współczynnik pokrycia rezerwami          | 72,0        | 71,7        | 75,4        | 95,0        | 77,0        | 69,6         | 73,7         | 75,2         | 78,3         |
| ROA                                      | 1,2         | 1,3         | 1,1         | 1,1         | 1,0         | 1,0          | 0,9          | 0,8          | 0,9          |
| <b>Dywidenda</b>                         | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015P</b> | <b>2016P</b> | <b>2017P</b> | <b>2018P</b> |
| Wskaźnik wypłaty %                       | 26,3%       | 0,0%        | 0,0%        | 59,5%       | 50,0%       | 50,0%        | 40,0%        | 40,0%        | 40,0%        |
| Dywidenda na akcje                       | 1,50        | 0,00        | 0,00        | 4,40        | 4,00        | 4,20         | 3,26         | 3,27         | 3,69         |

Źródło: prognozy DM PKO BP

# Handlowy

Bloomberg: BHW PW Equity, Reuters: BHW.WA

## Kupuj, 71,00 PLN

Podniesiona z: Trzymaj



Dom Maklerski

17 grudnia 2015 r.

### Podnosimy rekomendację Handlowego do Kupuj

#### Jeden z najsłabszych banków w tym roku

Pomimo braku kredytów w CHF oraz wysokiej stopie zwrotu na aktywach Handlowy był jednym z najsłabszych banków w tym roku (stopa zwrotu YTD -36% wobec -25% na WIG Banki).

#### Nie ma miejsca do poprawy marży depozytowej

Ze średnim kosztem depozytów na poziomie 0,4% w 3Q15, Handlowy ma najtańsze finansowanie spośród polskich banków, co nie pozostawia dużo miejsca na odrabianie podatku. Równocześnie po stronie kredytów bank może mieć problem z repricingiem z uwagi na duży udział dużych korporacji oraz kredytów w karcie kredytowej. Jediną ucieczką wydaje się być optymalizacja bilansu, gdzie przy L/D na poziomie 69% pole manewru jest duże.

#### Atrakcyjne dywidendy

Handlowy oferuje najbardziej atrakcyjne stopy dywidendy w najbliższych latach (6,1-7,1%). Bank jest obecnie wyceniany na poziomie 1,2x wartość księgową, tj. powyżej sektora, jednak przy wyższym ROE.

#### Informacje

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| Kurs akcji (PLN)        | 63,70    |
| Upside                  | 11%      |
| Liczba akcji (mn)       | 130,66   |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 8 323,02 |
| Free float              | 25%      |
| Free float (mln PLN)    | 2 080,75 |
| Free float (mln USD)    | 529,70   |
| P/BV                    | 1,22     |
| BVPS                    | 52,20    |

#### Dywidenda

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Stopa dywidendy (%) | 11,7% |
| Odciecie dywidendy  | -     |

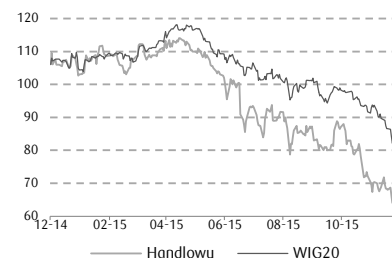
#### Akcjonariusze

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

#### Poprzednie rekom.

|         | Data i cena docelowa |
|---------|----------------------|
| Trzymaj | 06-07-15 98,00       |
| Kupuj   | 19-12-14 121,00      |

#### Kurs akcji



| mln PLN                         | 2013   | 2014   | 2015P  | 2016P  | 2017P  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy                 | 1 242  | 1 164  | 977    | 976    | 1 012  |
| Wynik prowizyjny                | 642    | 619    | 643    | 656    | 689    |
| Przychody                       | 2 548  | 2 424  | 2 051  | 2 120  | 2 095  |
| Koszty operacyjne               | -1 365 | -1 274 | -1 284 | -1 193 | -1 193 |
| Odpisy z tytułu utraty wartości | 36     | 18     | 17     | -11    | -29    |
| Zysk netto                      | 973    | 947    | 622    | 583    | 534    |
| EPS                             | 7,44   | 7,25   | 4,76   | 4,46   | 4,09   |
| DPS                             | 7,15   | 7,43   | 4,52   | 4,24   | 3,88   |
| P/E                             | 13,8   | 15,5   | 13,4   | 14,3   | 15,6   |
| P/BV                            | 1,8    | 2,0    | 1,2    | 1,2    | 1,2    |
| Stopa dywidendy                 | 11,22  | 11,66  | 7,10   | 6,65   | 6,09   |

P - Prognozy DM PKO BP  
mln PLN

|                              | WIG20  | Spółka |
|------------------------------|--------|--------|
| 1 miesiąc                    | -8,5%  | -9,5%  |
| 3 miesiące                   | -17,3% | -27,0% |
| 6 miesięcy                   | -23,5% | -37,6% |
| 12 miesięcy                  | -20,6% | -39,3% |
| Min 52 tyg. PLN              |        | 61,53  |
| Max 52 tyg. PLN              |        | 114,00 |
| Średni dzienny obrót mln PLN |        | 4,26   |

#### 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  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | Długoterminowe |
|---------------------------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| ROE:                                  | 10,8% | 8,5% | 11,9% | 11,4% | 14,0% | 13,2% | 12,9% | 8,7%  | 8,5%  | 7,8%  | 8,9%  | 10,1% | 10,7% | 9,9%           |
| ROA:                                  | 1,5%  | 1,3% | 2,0%  | 1,8%  | 2,3%  | 2,2%  | 2,0%  | 1,3%  | 1,2%  | 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%  | 2,1%  | 2,0%  | 1,9%  | 2,0%  | 2,1%  | 2,2%  | 2,1%           |
| - Koszty / Śr. Aktywa                 | 3,7%  | 3,5% | 3,7%  | 3,6%  | 3,3%  | 3,1%  | 2,7%  | 2,7%  | 2,5%  | 2,3%  | 2,2%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,1%           |
| + Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa | 2,6%  | 2,7% | 2,8%  | 2,5%  | 2,9%  | 2,9%  | 2,6%  | 2,3%  | 2,4%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,0%  | 1,9%  | 2,0%           |
| - Odpisy / Śr. Aktywa                 | 0,4%  | 1,4% | 0,6%  | 0,2%  | 0,1%  | -0,1% | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 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%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,7%           |
| Dźwignia                              | 7,3   | 6,8  | 5,9   | 6,2   | 6,2   | 6,0   | 6,5   | 6,7   | 7,0   | 7,6   | 8,0   | 8,2   | 8,4   | 8,2            |

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## Handlowy: Wycena

|                                  |       |
|----------------------------------|-------|
| Długoterminowe ROE               | 9,897 |
| Koszt kapitału (%)               | 8,2   |
| Stopa wzrostu (%)                | 3     |
| Implikowane P/BV (x)             | 1,33  |
| 2018P BVPS                       | 53    |
| Wartość rezydualna 2018P         | 70    |
| NPV wartości rezydualnej         | 54    |
| NPV dywidend                     | 11    |
| NPV wart. rezydualnej + dywidend | 65    |
| 12-miesięczna cena docelowa      | 71    |
| Potencjał wzrostu                | 11%   |

Źródło: DM PKO BP

## Handlowy: Koszt kapitału

|                           |      |
|---------------------------|------|
| Stopa wolna od ryzyka (%) | 3,2  |
| Premia za ryzyko (%)      | 5,0  |
| Beta                      | 1,00 |
| Koszty kapitału (%)       | 8,2  |

Źródło: DM PKO BP

## Handlowy: Wrażliwość docelowego P/BV

|                   |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|-------------------|-----|------------------------|------|------|
|                   |     | 7,9                    | 9,9  | 11,9 |
| Stopa wzrostu (%) | 2,0 | 0,95                   | 1,27 | 1,60 |
|                   | 2,5 | 0,95                   | 1,30 | 1,65 |
|                   | 3,0 | 0,94                   | 1,33 | 1,71 |
|                   | 3,5 | 0,94                   | 1,36 | 1,79 |
|                   | 4,0 | 0,93                   | 1,40 | 1,88 |

|                |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|----------------|-----|------------------------|------|------|
|                |     | 7,9                    | 9,9  | 11,9 |
| Koszt kapitału | 7,2 | 1,17                   | 1,64 | 2,12 |
|                | 7,7 | 1,04                   | 1,47 | 1,89 |
|                | 8,2 | 0,94                   | 1,33 | 1,71 |
|                | 8,7 | 0,86                   | 1,21 | 1,56 |
|                | 9,2 | 0,79                   | 1,11 | 1,43 |

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                     | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015P    | 2016P    | 2017P    | 2018P    |
|---------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Wynik odsetkowy                             | 1 497,5  | 1 434,4  | 1 488,3  | 1 242,2  | 1 163,9  | 977,0    | 976,4    | 1 011,6  | 1 097,0  |
| Wynik odsetkowy (dynamika r/r)              | -0,5%    | -4,2%    | 3,8%     | -16,5%   | -6,3%    | -16,1%   | -0,1%    | 3,6%     | 8,4%     |
| Wynik z opłat i prowizji                    | 654,9    | 643,2    | 598,9    | 642,3    | 618,9    | 643,1    | 656,1    | 688,9    | 702,7    |
| Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)     | 16,8%    | -1,8%    | -6,9%    | 7,3%     | -3,6%    | 3,9%     | 2,0%     | 5,0%     | 2,0%     |
| Wynik handlowy                              | 411,0    | 338,7    | 657,9    | 662,6    | 623,9    | 443,3    | 391,4    | 398,1    | 403,9    |
| Pozostałe                                   | -3,5     | 12,4     | -18,3    | 0,8      | 17,0     | -12,3    | 96,0     | -4,0     | -4,0     |
| Przychody ogółem                            | 2 559,9  | 2 428,6  | 2 726,7  | 2 547,9  | 2 423,8  | 2 051,1  | 2 119,8  | 2 094,6  | 2 199,6  |
| Przychody ogółem (dynamika r/r)             | -1,0%    | -5,1%    | 12,3%    | -6,6%    | -4,9%    | -15,4%   | 3,4%     | -1,2%    | 5,0%     |
| Koszty osobowe                              | -666,4   | -681,0   | -720,1   | -689,6   | -580,0   | -550,9   | -539,5   | -539,5   | -539,5   |
| Amortyzacja                                 | -62,5    | -60,0    | -64,7    | -62,6    | -71,4    | -70,6    | -70,9    | -70,9    | -70,9    |
| Koszty rzeczowe                             | -646,6   | -691,0   | -644,9   | -612,4   | -622,5   | -662,9   | -582,9   | -582,9   | -582,9   |
| Koszty ogółem                               | -1 375,5 | -1 432,0 | -1 429,6 | -1 364,6 | -1 273,9 | -1 284,4 | -1 193,3 | -1 193,3 | -1 193,3 |
| Koszty ogółem (dynamika r/r)                | 0,6%     | -4,1%    | 0,2%     | 4,5%     | 6,7%     | -0,8%    | 7,1%     | 0,0%     | 0,0%     |
| Wynik operacyjny                            | 1 184,4  | 996,6    | 1 297,1  | 1 183,3  | 1 149,9  | 766,7    | 926,5    | 901,3    | 1 006,3  |
| Wynik operacyjny (dynamika r/r)             | -1,4%    | -15,9%   | 30,2%    | -8,8%    | -2,8%    | -33,3%   | 20,8%    | -2,7%    | 11,7%    |
| Odpisy z tytułu utraty wart.                | -242,5   | -76,8    | -58,1    | 36,2     | 17,8     | 16,8     | -10,7    | -28,8    | -30,5    |
| Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r) | 55,6%    | 68,3%    | 24,4%    | 162,3%   | -50,8%   | -5,4%    | -163,6%  | -168,6%  | -5,9%    |
| Inne                                        | 0,7      | 1,7      | 0,5      | -1,3     | 0,0      | 0,1      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Zysk brutto                                 | 942,6    | 921,5    | 1 239,5  | 1 218,1  | 1 167,7  | 783,6    | 915,8    | 872,5    | 975,8    |
| Zysk brutto (dynamika r/r)                  | 43,8%    | -2,2%    | 34,5%    | -1,7%    | -4,1%    | -32,9%   | 16,9%    | -4,7%    | 11,8%    |
| Podatek dochodowy                           | -187,8   | -185,1   | -269,4   | -245,4   | -220,4   | -161,9   | -333,1   | -338,6   | -367,2   |
| Zyski (straty) mniejszości                  | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Zysk (strata) netto                         | 754,8    | 736,4    | 970,1    | 972,7    | 947,3    | 621,7    | 582,7    | 533,9    | 608,6    |
| Zysk (strata) netto (dynamika r/r)          | 49,6%    | -2,4%    | 31,7%    | 0,3%     | -2,6%    | -34,4%   | -6,3%    | -8,4%    | 14,0%    |
| Zysk na akcję (PLN)                         | 5,78     | 5,64     | 7,42     | 7,44     | 7,25     | 4,76     | 4,46     | 4,09     | 4,66     |

| Bilans                              | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015P    | 2016P    | 2017P    | 2018P    |
|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Aktywa</b>                       |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Kasa i należności od sektora fin.   | 6 156,4  | 2 537,2  | 3 752,5  | 5 033,9  | 4 610,0  | 3 820,7  | 3 820,7  | 4 041,7  | 4 211,5  |
| Kredyty i pożyczki                  | 11 593,4 | 13 710,2 | 15 288,1 | 14 515,9 | 15 749,1 | 16 798,0 | 17 946,9 | 19 076,6 | 20 154,7 |
| Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)   | -3,2%    | 18,3%    | 11,5%    | -5,1%    | 8,5%     | 6,7%     | 6,8%     | 6,3%     | 5,7%     |
| Aktywa finansowe                    | 17 105,5 | 23 513,3 | 21 876,5 | 23 391,0 | 27 172,6 | 29 452,1 | 26 652,1 | 27 918,1 | 28 867,3 |
| Inne aktywa                         | 2 662,3  | 2 517,6  | 2 591,6  | 2 457,7  | 2 311,9  | 2 540,0  | 2 540,0  | 2 573,2  | 2 627,8  |
| Aktywa ogółem                       | 37 517,5 | 42 278,2 | 43 508,8 | 45 398,4 | 49 843,7 | 52 610,8 | 50 959,7 | 53 609,6 | 55 861,2 |
| Aktywa odsetkowe                    | 34 775,0 | 39 677,7 | 40 882,1 | 42 917,6 | 47 515,8 | 50 058,5 | 48 407,4 | 51 023,5 | 53 220,1 |
| Aktywa odsetkowe (dynamika r/r)     | 0,6%     | 14,1%    | 3,0%     | 5,0%     | 10,7%    | 5,4%     | -3,3%    | 5,4%     | 4,3%     |
| Aktywa wazone ryzykiem              | 23 316,9 | 26 634,4 | 27 752,1 | 28 084,6 | 28 209,0 | 28 492,7 | 30 267,6 | 32 130,1 | 33 920,6 |
| <b>Pasywa</b>                       |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Zobowiązania wobec sektora fin.     | 2 852,6  | 6 011,4  | 2 356,4  | 6 378,4  | 5 122,6  | 8 555,9  | 8 555,9  | 9 006,4  | 9 384,7  |
| Depozyty                            | 24 444,2 | 24 095,8 | 26 852,2 | 26 568,8 | 29 632,6 | 29 839,6 | 28 199,6 | 29 667,6 | 31 116,1 |
| Depozyty (dynamika r/r)             | -1,1%    | -1,4%    | 11,4%    | -1,1%    | 11,5%    | 0,7%     | -5,5%    | 5,2%     | 4,9%     |
| Wyemitowane papiery dłużne          | 11,5     | 25,3     | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 500,0    | 500,0    |
| Inne zobowiązania                   | 3 716,3  | 5 701,2  | 6 908,8  | 5 143,9  | 7 677,7  | 7 394,6  | 7 391,4  | 7 642,6  | 7 966,0  |
| Udziały niekontrolujące             | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Kapitał przypadający akcjonariuszom | 6 492,9  | 6 444,5  | 7 391,4  | 7 307,3  | 7 410,8  | 6 820,6  | 6 812,7  | 6 793,0  | 6 894,4  |
| Wartość księgowa na akcję (PLN)     | 49,69    | 49,32    | 56,57    | 55,93    | 56,72    | 52,20    | 52,14    | 51,99    | 52,77    |





| Wskaźniki (%)                            | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015P        | 2016P        | 2017P        | 2018P        |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe) | 4,32        | 3,85        | 3,69        | 2,96        | 2,57        | 2,00         | 1,98         | 2,03         | 2,10         |
| Wynik prowizyjny/Przychody ogółem        | 25,6        | 26,5        | 22,0        | 25,2        | 25,5        | 31,4         | 30,9         | 32,9         | 31,9         |
| Koszty/Przychody                         | -53,7       | -59,0       | -52,4       | -53,6       | -52,6       | -62,6        | -56,3        | -57,0        | -54,3        |
| Saldo rezerw/ Średnie kredyty            | -1,84       | -0,55       | -0,37       | 0,23        | 0,11        | 0,10         | -0,06        | -0,15        | -0,15        |
| Stawka podatkowa                         | 19,9        | 20,1        | 21,7        | 20,1        | 18,9        | 20,7         | 36,4         | 38,8         | 37,6         |
| Aktywa odsetkowe/Aktywa                  | 92,7        | 93,8        | 94,0        | 94,5        | 95,3        | 95,1         | 95,0         | 95,2         | 95,3         |
| Kredyty/Aktywa                           | 30,9        | 32,4        | 35,1        | 32,0        | 31,6        | 31,9         | 35,2         | 35,6         | 36,1         |
| Kredyty/Depozyty                         | 47,4        | 56,9        | 56,9        | 54,6        | 53,1        | 56,3         | 63,6         | 64,3         | 64,8         |
| Depozyty/Aktywa                          | 65,2        | 57,0        | 61,7        | 58,5        | 59,5        | 56,7         | 55,3         | 55,3         | 55,7         |
| Współczynnik wypłacalności               | 18,8        | 16,4        | 18,1        | 17,5        | 17,5        | 16,8         | 15,9         | 16,7         | 15,9         |
| Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1) | 18,8        | 16,4        | 18,1        | 17,5        | 17,5        | 16,8         | 15,9         | 15,1         | 14,4         |
| Wskaźnik NPL                             | 15,4        | 10,6        | 8,6         | 7,9         | 5,7         | 4,8          | 4,6          | 4,7          | 4,8          |
| Współczynnik pokrycia rezerwami          | 67,2        | 76,6        | 79,0        | 78,5        | 83,1        | 77,2         | 76,6         | 74,7         | 72,2         |
| ROA                                      | 2,0         | 1,7         | 2,2         | 2,1         | 1,9         | 1,2          | 1,1          | 1,0          | 1,1          |
| <b>Dywidenda</b>                         | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015P</b> | <b>2016P</b> | <b>2017P</b> | <b>2018P</b> |
| Wskaźnik wypłaty %                       | 99,0%       | 49,0%       | 78,0%       | 96,0%       | 102,5%      | 95,0%        | 95,0%        | 95,0%        | 95,0%        |
| Dywidenda na akcje                       | 5,72        | 2,76        | 5,79        | 7,15        | 7,43        | 4,52         | 4,24         | 3,88         | 4,42         |

Źródło: prognozy DM PKO BP



### Utrzymujemy rekomendację Trzymaj

#### Podatek mocniej uderzy w wyniki

Z uwagi na niższym poziom zwrotu na aktywach podatek bankowy relatywnie mocniej obciąży wyniki Millennium (szacujemy, że zabierze on 31% oczyszczonego wyniku za 2015). Widzimy potencjał do obniżania kosztu finansowania, z drugiej jednak strony wysoki udział długo rotujących hipotek w portfelu kredytowym spowoduje, że trudniej będzie poprawić marże kredytowe.

#### Wymogi kapitałowe obciążą ROE

Nałożony przez KNF bufor kapitałowy związany z portfelem wolutowych kredytów hipotecznych, w wysokości 2,9% na poziomie CET1 oraz 3,8% na łączny współczynnik kapitałowy, istotnie wpływa na możliwość Banku do poprawy ROE. Mechanizm buforów wymusza konieczność utrzymywania wysokiej poduszki kapitałowej oraz efektywnie powoduje że dalszy wzrost staje się bardziej kapitałochłonny.

#### Ryzyko CHF nie w pełni odzwierciedlone w wycenie

W naszej ocenie nie można wykluczyć z wyceny ryzyka związanego CHF. Biorąc pod uwagę, że bufor nałożony przez KNF blokuje 1,1 mld PLN kapitału, dodatkowo pomniejszamy naszą wycenę o 555 mln PLN tj. 0,46 na akcję.

#### Informacje

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| Kurs akcji (PLN)        | 5,44     |
| Upside                  | 3%       |
| Liczba akcji (mn)       | 1 213,12 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 6 599,36 |
| Free float              | 34%      |
| Free float (mln PLN)    | 2 276,12 |
| Free float (mln USD)    | 579,43   |
| P/BV                    | 1,06     |
| BVPS                    | 5,12     |

#### Dywidenda

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

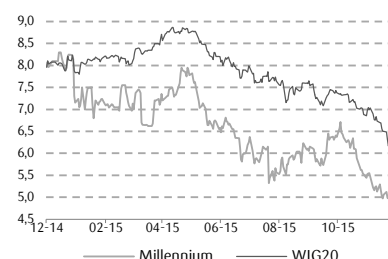
#### Akcjonariusze

|                  | % Akcji |
|------------------|---------|
| BCP S.A.         | 50,10   |
| ING OFE          | 7,87    |
| Aviva OFE BZ WBK | 6,02    |
| -                | -       |

#### Poprzednie rekom.

|         | Data i cena docelowa |
|---------|----------------------|
| Trzymaj | 06-07-15 6,70        |
| Kupuj   | 19-12-14 9,30        |

#### Kurs akcji



| mln PLN                         | 2013   | 2014   | 2015P  | 2016P  | 2017P  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy                 | 1 220  | 1 454  | 1 366  | 1 445  | 1 506  |
| Wynik prowizyjny                | 589    | 612    | 597    | 604    | 634    |
| Przychody                       | 2 006  | 2 216  | 2 166  | 2 355  | 2 310  |
| Koszty operacyjne               | -1 090 | -1 111 | -1 208 | -1 065 | -1 090 |
| Odpisy z tytułu utraty wartości | -234   | -265   | -260   | -269   | -279   |
| Zysk netto                      | 536    | 651    | 555    | 617    | 531    |
| EPS                             | 0,44   | 0,54   | 0,46   | 0,51   | 0,44   |
| DPS                             | 0,22   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,18   |
| P/E                             | 13,4   | 15,5   | 11,9   | 10,7   | 12,4   |
| P/BV                            | 1,3    | 1,8    | 1,1    | 1,0    | 0,9    |
| Stopa dywidendy                 | 4,04   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 3,22   |

P - Prognozy DM PKO BP

mln PLN

|                              | WIG20  | Spółka |
|------------------------------|--------|--------|
| 1 miesiąc                    | -8,5%  | 0,0%   |
| 3 miesiące                   | -17,3% | -11,0% |
| 6 miesięcy                   | -23,5% | -17,3% |
| 12 miesięcy                  | -20,6% | -32,8% |
| Min 52 tyg. PLN              |        | 4,97   |
| Max 52 tyg. PLN              |        | 8,30   |
| Średni dzienny obrót mln PLN |        | 4,26   |

#### 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  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | Długoterminowe |
|---------------------------------------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| ROE:                                  | 19,5% | 15,5% | 0,1% | 9,5% | 10,8% | 10,0% | 10,5% | 11,7% | 9,3%  | 9,5%  | 7,5%  | 8,0%  | 9,0%  | 9,3%  | 8,8%           |
| ROA:                                  | 1,7%  | 1,1%  | 0,0% | 0,7% | 1,0%  | 0,9%  | 1,0%  | 1,1%  | 0,9%  | 0,9%  | 0,8%  | 0,9%  | 1,0%  | 1,1%  | 1,0%           |
| + Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa        | 2,8%  | 2,4%  | 1,3% | 2,0% | 2,3%  | 2,2%  | 2,2%  | 2,5%  | 2,2%  | 2,2%  | 2,2%  | 2,3%  | 2,5%  | 2,5%  | 2,4%           |
| - Koszty / Śr. Aktywa                 | 3,8%  | 3,1%  | 2,2% | 2,4% | 2,3%  | 2,2%  | 2,0%  | 1,9%  | 1,9%  | 1,6%  | 1,6%  | 1,6%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%           |
| + Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa | 3,4%  | 2,4%  | 1,9% | 1,7% | 1,5%  | 1,5%  | 1,4%  | 1,3%  | 1,3%  | 1,4%  | 1,2%  | 1,2%  | 1,2%  | 1,2%  | 1,2%           |
| - Odpisy / Śr. Aktywa                 | 0,2%  | 0,3%  | 0,9% | 0,5% | 0,4%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%           |
| - Podatek / Śr. Aktywa                | 0,4%  | 0,3%  | 0,0% | 0,2% | 0,3%  | 0,2%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,6%  | 0,6%  | 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  | 10,5  | 10,1  | 9,5   | 9,3   | 9,1   | 8,8   | 9,0            |

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## Millennium: Wycena

|                                  |      |
|----------------------------------|------|
| Długoterminowe ROE               | 8,8  |
| Koszt kapitału (%)               | 8,2  |
| Stopa wzrostu (%)                | 3,0  |
| Implikowane P/BV (x)             | 1,12 |
| 2016P BVPS                       | 6,4  |
| Wartość rezydualna 2016P         | 7,1  |
| NPV wartości rezydualnej         | 5,5  |
| NPV dywidend                     | 0,1  |
| NPV wart. rezydualnej + dywidend | 5,7  |
| Korekta CHF                      | -0,5 |
| 12-miesięczna cena docelowa      | 5,6  |
| Potencjał wzrostu                | 3%   |

Źródło: DM PKO BP

## Millennium: Koszt kapitału

|                           |      |
|---------------------------|------|
| Stopa wolna od ryzyka (%) | 3,2  |
| Premia za ryzyko (%)      | 5,0  |
| Beta                      | 1,00 |
| Koszty kapitału (%)       | 8,2  |

Źródło: DM PKO BP

## Millennium: Wrażliwość docelowego P/BV

|                   |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|-------------------|-----|------------------------|------|------|
|                   |     | 6,8                    | 8,8  | 10,8 |
| Stopa wzrostu (%) | 2,0 | 0,77                   | 1,10 | 1,42 |
|                   | 2,5 | 0,75                   | 1,11 | 1,46 |
|                   | 3,0 | 0,73                   | 1,12 | 1,50 |
|                   | 3,5 | 0,70                   | 1,13 | 1,55 |
|                   | 4,0 | 0,67                   | 1,14 | 1,62 |

|                |     | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|----------------|-----|------------------------|------|------|
|                |     | 6,8                    | 8,8  | 10,8 |
| Koszt kapitału | 7,2 | 0,91                   | 1,38 | 1,86 |
|                | 7,7 | 0,81                   | 1,23 | 1,66 |
|                | 8,2 | 0,73                   | 1,12 | 1,50 |
|                | 8,7 | 0,67                   | 1,02 | 1,37 |
|                | 9,2 | 0,61                   | 0,94 | 1,26 |

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                     | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015P    | 2016P    | 2017P    | 2018P    |
|---------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Wynik odsetkowy                             | 927,5    | 1 141,9  | 1 161,2  | 1 220,1  | 1 454,1  | 1 366,0  | 1 444,6  | 1 505,7  | 1 607,0  |
| Wynik odsetkowy (dynamika r/r)              | 55,0%    | 23,1%    | 1,7%     | 5,1%     | 19,2%    | -6,1%    | 5,8%     | 4,2%     | 6,7%     |
| Wynik z opłat i prowizji                    | 564,9    | 561,8    | 546,0    | 588,7    | 611,7    | 597,1    | 603,6    | 633,8    | 646,4    |
| Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)     | 14,4%    | -0,6%    | -2,8%    | 7,8%     | 3,9%     | -2,4%    | 1,1%     | 5,0%     | 2,0%     |
| Wynik handlowy                              | 222,0    | 198,1    | 243,8    | 206,8    | 203,1    | 216,4    | 200,0    | 203,4    | 215,1    |
| Pozostałe                                   | 1,9      | -12,6    | 1,7      | -9,2     | -53,4    | -13,3    | 106,9    | -33,0    | -33,0    |
| Przychody ogółem                            | 1 716,3  | 1 889,1  | 1 952,8  | 2 006,4  | 2 215,6  | 2 166,3  | 2 355,1  | 2 309,9  | 2 435,5  |
| Przychody ogółem (dynamika r/r)             | 18,0%    | 10,1%    | 3,4%     | 2,7%     | 10,4%    | -2,2%    | 8,7%     | -1,9%    | 5,4%     |
| Koszty osobowe                              | -525,9   | -540,2   | -558,3   | -547,0   | -547,0   | -543,6   | -526,6   | -526,6   | -526,6   |
| Amortyzacja                                 | -74,6    | -64,8    | -55,4    | -54,3    | -55,3    | -50,0    | -52,0    | -52,0    | -52,0    |
| Koszty rzeczowe                             | -481,1   | -519,1   | -507,0   | -488,2   | -509,0   | -613,9   | -486,6   | -511,3   | -512,7   |
| Koszty ogółem                               | -1 081,6 | -1 124,1 | -1 120,6 | -1 089,6 | -1 111,4 | -1 207,5 | -1 065,1 | -1 089,9 | -1 091,2 |
| Koszty ogółem (dynamika r/r)                | -5,8%    | -3,9%    | 0,3%     | 2,8%     | -2,0%    | -8,7%    | 11,8%    | -2,3%    | -0,1%    |
| Wynik operacyjny                            | 634,7    | 765,1    | 832,1    | 916,8    | 1 104,2  | 958,7    | 1 289,9  | 1 220,0  | 1 344,3  |
| Wynik operacyjny (dynamika r/r)             | 47,1%    | 20,5%    | 8,8%     | 10,2%    | 20,4%    | -13,2%   | 34,5%    | -5,4%    | 10,2%    |
| Odpisy z tytułu utraty wart.                | -226,9   | -173,8   | -238,2   | -234,1   | -265,5   | -260,1   | -269,0   | -278,7   | -300,5   |
| Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r) | 48,0%    | 23,4%    | -37,1%   | 1,7%     | -13,4%   | 2,0%     | -3,4%    | -3,6%    | -7,8%    |
| Inne                                        | 0,0      | -0,2     | 2,2      | -2,1     | -0,2     | -1,4     | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Zysk brutto                                 | 407,8    | 591,1    | 596,1    | 680,6    | 838,5    | 697,3    | 1 021,0  | 941,3    | 1 043,8  |
| Zysk brutto (dynamika r/r)                  | #####    | 44,9%    | 0,9%     | 14,2%    | 23,2%    | -16,8%   | 46,4%    | -7,8%    | 10,9%    |
| Podatek dochodowy                           | -81,8    | -124,6   | -123,8   | -144,8   | -187,5   | -142,6   | -404,0   | -409,9   | -436,6   |
| Zyski (straty) mniejszości                  | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Zysk (strata) netto                         | 326,0    | 466,5    | 472,3    | 535,8    | 650,9    | 554,6    | 617,0    | 531,5    | 607,2    |
| Zysk (strata) netto (dynamika r/r)          | #####    | 43,1%    | 1,3%     | 13,4%    | 21,5%    | -14,8%   | 11,2%    | -13,9%   | 14,2%    |
| Zysk na akcję (PLN)                         | 0,28     | 0,38     | 0,39     | 0,44     | 0,54     | 0,46     | 0,51     | 0,44     | 0,50     |
| Bilans                                      | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015P    | 2016P    | 2017P    | 2018P    |
| <b>Aktywa</b>                               |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Kasa i należności od sektora fin.           | 3 536,5  | 4 678,2  | 3 858,3  | 4 931,8  | 4 997,0  | 4 482,0  | 4 482,0  | 4 672,8  | 4 836,4  |
| Kredyty i pożyczki                          | 36 738,5 | 41 332,3 | 40 232,2 | 41 765,7 | 44 142,7 | 46 869,7 | 48 143,6 | 49 857,8 | 51 918,9 |
| Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)           | 9,7%     | 12,5%    | -2,7%    | 3,8%     | 5,7%     | 6,2%     | 2,7%     | 3,6%     | 4,1%     |
| Aktywa finansowe                            | 6 073,6  | 3 996,3  | 7 708,8  | 9 545,7  | 10 841,5 | 13 050,6 | 12 850,6 | 13 172,3 | 13 371,1 |
| Inne aktywa                                 | 635,8    | 831,3    | 943,2    | 773,5    | 759,3    | 982,4    | 982,4    | 1 015,1  | 996,8    |
| Aktywa ogółem                               | 46 984,4 | 50 838,1 | 52 742,5 | 57 016,7 | 60 740,5 | 65 384,6 | 66 458,5 | 68 718,1 | 71 123,2 |
| Aktywa odsetkowe                            | 46 268,4 | 49 876,1 | 51 521,5 | 56 031,8 | 59 962,1 | 64 274,6 | 65 348,5 | 67 571,7 | 69 993,2 |
| Aktywa odsetkowe (dynamika r/r)             | 5,7%     | 7,8%     | 3,3%     | 8,8%     | 7,0%     | 7,2%     | 1,7%     | 3,4%     | 3,6%     |
| Aktywa wazone ryzykiem                      | 31 778,8 | 36 020,0 | 34 822,5 | 36 653,8 | 35 256,3 | 37 499,0 | 38 587,3 | 40 032,5 | 41 763,7 |
| <b>Pasywa</b>                               |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Zobowiązania wobec sektora fin.             | 2 084,5  | 1 831,6  | 2 491,7  | 2 348,6  | 2 037,3  | 1 952,7  | 1 952,7  | 1 992,8  | 2 062,6  |
| Depozyty                                    | 35 395,1 | 37 427,8 | 41 434,1 | 45 305,1 | 47 591,2 | 51 288,1 | 51 688,1 | 52 939,6 | 54 663,2 |
| Depozyty (dynamika r/r)                     | 12,2%    | 5,7%     | 10,7%    | 9,3%     | 5,0%     | 7,8%     | 0,8%     | 2,4%     | 3,3%     |
| Wyemitowane papiery dłużne                  | 2 053,0  | 1 734,4  | 1 513,6  | 1 323,9  | 2 379,2  | 2 261,2  | 2 261,2  | 2 309,9  | 2 360,0  |
| Inne zobowiązania                           | 3 360,8  | 5 258,0  | 2 478,9  | 2 676,0  | 2 967,3  | 3 674,7  | 3 731,6  | 4 119,5  | 4 286,6  |
| Udziały niekontrolujące                     | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Kapitał przypadający akcjonariuszom         | 4 091,0  | 4 586,2  | 4 824,2  | 5 363,1  | 5 765,5  | 6 207,8  | 6 824,8  | 7 356,3  | 7 750,9  |
| Wartość księgowa na akcję (PLN)             | 3,37     | 3,78     | 3,98     | 4,42     | 4,75     | 5,12     | 5,63     | 6,06     | 6,39     |

| Wskaźniki (%)                            | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
|------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe) | 2,06  | 2,38  | 2,29  | 2,27  | 2,51  | 2,20  | 2,23  | 2,27  | 2,34  |
| Wynik prowizyjny/Przychody ogółem        | 32,9  | 29,7  | 28,0  | 29,3  | 27,6  | 27,6  | 25,6  | 27,4  | 26,5  |
| Koszty/Przychody                         | -63,0 | -59,5 | -57,4 | -54,3 | -50,2 | -55,7 | -45,2 | -47,2 | -44,8 |
| Saldo rezerw/ Średnie kredyty            | -0,63 | -0,43 | -0,57 | -0,55 | -0,60 | -0,55 | -0,55 | -0,55 | -0,57 |
| Stawka podatkowa                         | 20,1  | 21,1  | 20,8  | 21,3  | 22,4  | 20,5  | 39,6  | 43,5  | 41,8  |
| Aktywa odsetkowe/Aktywa                  | 98,5  | 98,1  | 97,7  | 98,3  | 98,7  | 98,3  | 98,3  | 98,3  | 98,4  |
| Kredyty/Aktywa                           | 78,2  | 81,3  | 76,3  | 73,3  | 72,7  | 71,7  | 72,4  | 72,6  | 73,0  |
| Kredyty/Depozyty                         | 103,8 | 110,4 | 97,1  | 92,2  | 92,8  | 91,4  | 93,1  | 94,2  | 95,0  |
| Depozyty/Aktywa                          | 75,3  | 73,6  | 78,6  | 79,5  | 78,4  | 78,4  | 77,8  | 77,0  | 76,9  |
| Współczynnik wypłacalności               | 14,4  | 13,2  | 14,5  | 14,5  | 15,2  | 15,7  | 16,1  | 18,3  | 18,3  |
| Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1) | 12,3  | 11,4  | 12,9  | 13,4  | 14,5  | 15,3  | 15,9  | 16,8  | 16,9  |
| Wskaźnik NPL                             | 5,8   | 4,9   | 5,1   | 4,4   | 4,2   | 4,7   | 5,2   | 5,5   | 5,6   |
| Współczynnik pokrycia rezerwami          | 54,1  | 57,9  | 58,6  | 69,0  | 70,6  | 65,2  | 61,5  | 61,6  | 63,6  |
| ROA                                      | 0,7   | 0,9   | 0,9   | 0,9   | 1,1   | 0,8   | 0,9   | 0,8   | 0,9   |
| Dywidenda                                | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
| Wskaźnik wypłaty %                       | 35,5% | 0,0%  | 0,0%  | 49,8% | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 40,0% | 40,0% |
| Dywidenda na akcje                       | 0,10  | 0,00  | 0,00  | 0,22  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,18  | 0,20  |

Źródło: prognozy DM PKO BP



### Utrzymujemy rekomendację Kupuj

#### Najlepsza ekspozycja na podatek bankowy

Z uwagi na szybko rotujący portfel kredytów (59% stanowią kredyty konsumpcyjne oraz kredyty dla SME) oraz relatywnie wyższy koszt pozyskiwania depozytów oraz potencjalny pozytywny wpływ polityki socjalnej rządu na jakość portfela, uważamy że Alior jest najlepszą ekspozycją na podatek bankowy i powinien najszybciej zacząć odbudowywać rentowość po jego wprowadzeniu.

#### Opcja na konsolidację sektora

Uważamy, że plany PZU odnośnie konsolidacji sektora bankowego na bazie Alior Banku zostaną utrzymane. Mając na uwadze, że po wprowadzeniu podatku bankowego część mniejszych podmiotów będzie mieć problem z satysfakcjonującą rentownością, zakładamy, że procesy konsolidacyjne w sektorze przyspieszą, co może przełożyć się na pojawienie się atrakcyjnych celów akwizycyjnych.

#### „Na styk” z kapitałem

Z uwagi na jednorazowe straty w 4Q15 (koszty gwarantowania depozytów upadłego SK Banku oraz składka na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców) oraz wyższe wymogi kapitałowe pozycja kapitałowa Alior Banku może być „ciasna”. Mając jednak na uwadze doświadczenie zarządu, możliwe pomniejsze transakcje mające mieć pozytywny wpływ na kapitały, oraz emisję długu podporządkowanego uważamy, że Alior powinien spełniać wymogi regulacyjne.

#### Informacje

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| Kurs akcji (PLN)        | 61,65    |
| Upside                  | 20%      |
| Liczba akcji (mn)       | 72,30    |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 4 457,10 |
| Free float              | 74%      |
| Free float (mln PLN)    | 3 290,23 |
| Free float (mln USD)    | 837,59   |
| P/BV                    | 1,27     |
| BVPS                    | 48,39    |

#### Dywidenda

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

#### Akcjonariusze

| Akcjonariusze               | % Akcji |
|-----------------------------|---------|
| Alior Lux Sarl & Co. S.C.A. | 15,23   |
| PZU                         | 10,00   |
| Genesis AM                  | 7,01    |
| Aviva OFE                   | 5,24    |

#### Poprzednie rekom.

| Poprzednie rekom. | Data i cena docelowa |
|-------------------|----------------------|
| Kupuj             | 06-07-15 100,00      |
| Kupuj             | 19-12-14 87,00       |

#### Kurs akcji



| mln PLN                         | 2013  | 2014  | 2015P  | 2016P  | 2017P  |
|---------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy                 | 999   | 1 216 | 1 502  | 1 703  | 1 865  |
| Wynik prowizyjny                | 275   | 348   | 348    | 368    | 386    |
| Przychody                       | 1 540 | 1 873 | 2 173  | 2 407  | 2 586  |
| Koszty operacyjne               | -847  | -925  | -1 137 | -1 102 | -1 132 |
| Odpisy z tytułu utraty wartości | -405  | -547  | -650   | -746   | -831   |
| Zysk netto                      | 228   | 321   | 309    | 333    | 416    |
| EPS                             | 3,58  | 4,61  | 4,28   | 4,61   | 5,73   |
| DPS                             | 0,00  | 0,00  | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| P/E                             | 22,1  | 17,8  | 14,4   | 13,4   | 10,8   |
| P/BV                            | 2,3   | 1,9   | 1,3    | 1,2    | 1,0    |
| Stopa dywidendy                 | 0,00  | 0,00  | 0,00   | 0,00   | 0,00   |

P - Prognozy DM PKO BP

mln PLN

|                              | WIG20  | Spółka |
|------------------------------|--------|--------|
| 1 miesiąc                    | -8,5%  | -15,9% |
| 3 miesiące                   | -17,3% | -30,0% |
| 6 miesięcy                   | -23,5% | -29,3% |
| 12 miesięcy                  | -20,6% | -17,2% |
| Min 52 tyg. PLN              |        | 60,35  |
| Max 52 tyg. PLN              |        | 98,59  |
| Średni dzienny obrót mln PLN |        | 12,55  |

#### 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  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | Długoterminowe |
|---------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| ROE:                                  | 4,0% | 11,0% | 12,4% | 9,5%  | 9,1%  | 10,3% | 11,1% | 11,4% | 11,2% | 11,2%          |
| ROA:                                  | 0,3% | 1,0%  | 1,2%  | 0,9%  | 0,8%  | 1,0%  | 1,1%  | 1,2%  | 1,2%  | 1,1%           |
| + Wynik odsetkowy / Śr. Aktywa        | 4,5% | 4,3%  | 4,4%  | 4,4%  | 4,3%  | 4,3%  | 4,5%  | 4,6%  | 4,6%  | 4,6%           |
| - Koszty / Śr. Aktywa                 | 5,0% | 3,6%  | 3,3%  | 3,3%  | 2,8%  | 2,6%  | 2,5%  | 2,3%  | 2,2%  | 2,4%           |
| + Przychody nieodsetkowe / Śr. Aktywa | 2,5% | 2,3%  | 2,4%  | 2,0%  | 1,8%  | 1,7%  | 1,6%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%           |
| - Odpisy / Śr. Aktywa                 | 1,5% | 1,7%  | 2,0%  | 1,9%  | 1,9%  | 1,9%  | 2,0%  | 2,1%  | 2,2%  | 2,1%           |
| - Podatek / Śr. Aktywa                | 0,2% | 0,3%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,6%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%           |
| Dźwignia                              | 11,9 | 11,2  | 10,7  | 10,5  | 10,8  | 10,6  | 10,2  | 9,8   | 9,4   | 9,8            |

Źródło: Dane ze spółki, DM PKO BP

## Alior Bank: Wycena

|                                  |      |
|----------------------------------|------|
| Długoterminowe ROE               | 11,2 |
| Koszt kapitału (%)               | 8,95 |
| Stopa wzrostu (%)                | 3    |
| Implikowane P/BV (x)             | 1,38 |
| 2018P BVPS                       | 66   |
| Wartość rezydualna 2018P         | 91   |
| NPV wartości rezydualnej         | 68   |
| NPV dywidend                     | 0    |
| NPV wart. rezydualnej + dywidend | 68   |
| Korekta CHF                      | 0    |
| 12-miesięczna cena docelowa      | 74   |
| Potencjał wzrostu                | 20%  |

Źródło: DM PKO BP

## Alior Bank: Koszt kapitału

|                           |      |
|---------------------------|------|
| Stopa wolna od ryzyka (%) | 3,2  |
| Premia za ryzyko (%)      | 5,0  |
| Beta                      | 1,15 |
| Koszty kapitału (%)       | 9,0  |

Źródło: DM PKO BP

## Alior Bank: Wrażliwość docelowego P/BV

|                   | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|-------------------|------------------------|------|------|
|                   | 9,2                    | 11,2 | 13,2 |
| Stopa wzrostu (%) | 2,0                    | 1,04 | 1,33 |
|                   | 2,5                    | 1,04 | 1,35 |
|                   | 3,0                    | 1,04 | 1,38 |
|                   | 3,5                    | 1,05 | 1,42 |
|                   | 4,0                    | 1,05 | 1,46 |

|                | Długoterminowe ROE (%) |      |      |
|----------------|------------------------|------|------|
|                | 9,2                    | 11,2 | 13,2 |
| Koszt kapitału | 8,0                    | 1,26 | 1,66 |
|                | 8,5                    | 1,14 | 1,51 |
|                | 9,0                    | 1,04 | 1,38 |
|                | 9,5                    | 0,96 | 1,27 |
|                | 10,0                   | 0,89 | 1,18 |

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                     | 2010   | 2011     | 2012    | 2013    | 2014    | 2015P    | 2016P    | 2017P    | 2018P    |
|---------------------------------------------|--------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| Wynik odsetkowy                             | 305,6  | 494,9    | 827,4   | 998,6   | 1 215,8 | 1 502,4  | 1 703,0  | 1 864,8  | 2 057,2  |
| Wynik odsetkowy (dynamika r/r)              | -      | 62,0%    | 67,2%   | 20,7%   | 21,8%   | 23,6%    | 13,4%    | 9,5%     | 10,3%    |
| Wynik z opłat i prowizji                    | 159,5  | 340,4    | 201,4   | 275,2   | 348,1   | 347,9    | 367,9    | 386,3    | 397,9    |
| Wynik z opłat i prowizji (dynamika r/r)     | -      | 113,5%   | -40,8%  | 36,6%   | 26,5%   | -0,1%    | 5,7%     | 5,0%     | 3,0%     |
| Wynik handlowy                              | 110,0  | 158,6    | 205,4   | 238,7   | 276,7   | 267,2    | 276,1    | 275,1    | 280,1    |
| Pozostałe                                   | 3,8    | 0,5      | 42,9    | 27,6    | 32,4    | 55,1     | 60,0     | 60,0     | 60,0     |
| Przychody ogółem                            | 578,9  | 994,5    | 1 277,1 | 1 540,0 | 1 873,0 | 2 172,6  | 2 407,0  | 2 586,2  | 2 795,2  |
| Przychody ogółem (dynamika r/r)             | -      | 71,8%    | 28,4%   | 20,6%   | 21,6%   | 16,0%    | 10,8%    | 7,4%     | 8,1%     |
| Koszty osobowe                              | -286,1 | -330,4   | -520,6  | -460,3  | -520,1  | -573,3   | -597,1   | -615,0   | -627,3   |
| Amortyzacja                                 | -48,6  | -56,2    | -72,6   | -75,2   | -75,5   | -95,8    | -100,0   | -100,0   | -100,0   |
| Koszty rzeczowe                             | -226,1 | -253,0   | -315,1  | -311,9  | -329,8  | -468,1   | -405,0   | -417,1   | -425,5   |
| Koszty ogółem                               | -560,8 | -639,6   | -908,2  | -847,4  | -925,3  | -1 137,3 | -1 102,1 | -1 132,1 | -1 152,8 |
| Koszty ogółem (dynamika r/r)                | -      | -14,0%   | -42,0%  | 6,7%    | -9,2%   | -22,9%   | 3,1%     | -2,7%    | -1,8%    |
| Wynik operacyjny                            | 18,1   | 355,0    | 368,9   | 692,6   | 947,7   | 1 035,3  | 1 305,0  | 1 454,1  | 1 642,4  |
| Wynik operacyjny (dynamika r/r)             | -      | 1 858,9% | 3,9%    | 87,8%   | 36,8%   | 9,2%     | 26,0%    | 11,4%    | 13,0%    |
| Odpisy z tytułu utraty wart.                | -141,3 | -189,1   | -278,6  | -405,0  | -546,6  | -650,1   | -745,8   | -830,8   | -906,0   |
| Odpisy z tytułu utraty wart. (dynamika r/r) | -      | -33,9%   | -47,3%  | -45,4%  | -35,0%  | -18,9%   | -14,7%   | -11,4%   | -9,0%    |
| Inne                                        | 0,0    | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Zysk brutto                                 | -123,1 | 165,8    | 90,3    | 287,7   | 401,1   | 385,2    | 559,2    | 623,3    | 736,5    |
| Zysk brutto (dynamika r/r)                  | -      | nm       | -45,5%  | 218,5%  | 39,4%   | -4,0%    | 45,1%    | 11,5%    | 18,2%    |
| Podatek dochodowy                           | 19,2   | -13,7    | -29,2   | -59,8   | -79,1   | -75,6    | -225,4   | -207,5   | -236,3   |
| Zyski (straty) mniejszości                  | 0,0    | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,7     | 0,6      | 0,4      | 0,0      | 0,0      |
| Zysk (strata) netto                         | -104,0 | 152,2    | 61,1    | 227,9   | 321,4   | 309,1    | 333,4    | 415,8    | 500,1    |
| Zysk (strata) netto (dynamika r/r)          | -      | nm       | -59,8%  | 272,9%  | 41,0%   | -3,8%    | 7,8%     | 24,7%    | 20,3%    |
| Zysk na akcję (PLN)                         | -2,08  | 3,04     | 0,96    | 3,58    | 4,61    | 4,28     | 4,61     | 5,73     | 6,90     |

| Bilans                              | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015P    | 2016P    | 2017P    | 2018P    |
|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Aktywa</b>                       |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Kasa i należności od sektora fin.   | 718,4    | 1 554,3  | 1 443,5  | 1 321,4  | 1 607,8  | 1 743,0  | 1 783,0  | 2 003,8  | 2 150,1  |
| Kredyty i pożyczki                  | 5 531,8  | 10 134,8 | 14 299,6 | 19 657,9 | 23 648,0 | 30 162,3 | 33 343,8 | 36 146,5 | 38 887,7 |
| Kredyty i pożyczki (dynamika r/r)   | -        | 83,2%    | 41,1%    | 37,5%    | 20,3%    | 27,5%    | 10,5%    | 8,4%     | 7,6%     |
| Aktywa finansowe                    | 2 540,0  | 3 219,0  | 4 494,5  | 3 643,9  | 4 136,3  | 4 970,7  | 5 070,7  | 5 121,4  | 5 428,7  |
| Inne aktywa                         | 521,8    | 575,5    | 943,6    | 926,6    | 775,4    | 1 224,4  | 1 224,4  | 1 256,8  | 1 312,7  |
| Aktywa ogółem                       | 9 311,9  | 15 483,6 | 21 181,1 | 25 549,9 | 30 167,6 | 38 100,4 | 41 421,9 | 44 528,5 | 47 779,1 |
| Aktywa odsetkowe                    | 8 790,2  | 14 908,1 | 20 237,5 | 24 611,1 | 29 311,9 | 36 752,6 | 40 074,0 | 43 153,9 | 46 341,6 |
| Aktywa odsetkowe (dynamika r/r)     | -        | 69,6%    | 35,7%    | 21,6%    | 19,1%    | 25,4%    | 9,0%     | 7,7%     | 7,4%     |
| Aktywa warte ryzykiem               | 10 718,7 | 9 804,9  | 14 117,9 | 19 292,2 | 23 060,7 | 28 886,1 | 32 420,7 | 35 555,9 | 38 568,3 |
| <b>Pasywa</b>                       |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Zobowiązania wobec sektora fin.     | 209,6    | 71,0     | 628,8    | 818,0    | 1 049,2  | 662,8    | 662,8    | 712,5    | 764,5    |
| Depozyty                            | 7 719,2  | 13 531,5 | 17 463,4 | 20 842,5 | 24 428,0 | 31 930,6 | 34 730,6 | 37 291,9 | 39 902,4 |
| Depozyty (dynamika r/r)             | -        | 75,3%    | 29,1%    | 19,3%    | 17,2%    | 30,7%    | 8,8%     | 7,4%     | 7,0%     |
| Wyemitowane papiery dłużne          | 0,0      | 44,4     | 350,6    | 348,8    | 541,6    | 890,7    | 990,7    | 990,7    | 990,7    |
| Inne zobowiązania                   | 407,5    | 724,1    | 767,4    | 1 355,9  | 1 133,7  | 1 105,7  | 1 193,0  | 1 272,8  | 1 360,6  |
| Udziały niekontrolujące             | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 1,9      | 1,5      | 1,5      | 1,6      | 1,8      |
| Kapitał przypadający akcjonariuszom | 975,5    | 1 112,5  | 1 971,0  | 2 184,7  | 3 013,2  | 3 509,1  | 3 843,3  | 4 259,0  | 4 759,1  |
| Wartość księgowa na akcję (PLN)     | 19,51    | 22,25    | 31,00    | 34,36    | 43,06    | 48,39    | 53,00    | 58,73    | 65,62    |





| Wskaźniki (%)                            | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
|------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa odsetkowe) | nm    | 4,18  | 4,71  | 4,45  | 4,51  | 4,55  | 4,43  | 4,48  | 4,60  |
| Wynik prowizyjny/Przychody ogółem        | 27,5  | 34,2  | 15,8  | 17,9  | 18,6  | 16,0  | 15,3  | 14,9  | 14,2  |
| Koszty/Przychody                         | -96,9 | -64,3 | -71,1 | -55,0 | -49,4 | -52,3 | -45,8 | -43,8 | -41,2 |
| Saldo rezerw/ Średnie kredyty            | -     | -3,61 | -2,20 | -2,29 | -2,40 | -2,28 | -2,19 | -2,20 | -2,20 |
| Stawka podatkowa                         | 15,6  | 8,2   | 32,3  | 20,8  | 19,7  | 19,6  | 40,3  | 33,3  | 32,1  |
| Aktywa odsetkowe/Aktywa                  | 94,4  | 96,3  | 95,5  | 96,3  | 97,2  | 96,5  | 96,7  | 96,9  | 97,0  |
| Kredyty/Aktywa                           | 59,4  | 65,5  | 67,5  | 76,9  | 78,4  | 79,2  | 80,5  | 81,2  | 81,4  |
| Kredyty/Depozyty                         | 71,7  | 74,9  | 81,9  | 94,3  | 96,8  | 94,5  | 96,0  | 96,9  | 97,5  |
| Depozyty/Aktywa                          | 82,9  | 87,4  | 82,4  | 81,6  | 81,0  | 83,8  | 83,8  | 83,7  | 83,5  |
| Współczynnik wypłacalności               | 8,0   | 9,8   | 15,2  | 12,1  | 12,8  | 12,7  | 13,3  | 13,0  | 13,2  |
| Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1) | 7,9   | 9,4   | 12,8  | 10,3  | 11,2  | 10,3  | 10,3  | 10,3  | 10,7  |
| Wskaźnik NPL                             | nm    | 0,0   | 5,7   | 6,9   | 8,9   | 9,1   | 10,7  | 12,8  | 13,6  |
| Współczynnik pokrycia rezerwami          | nm    | nm    | 66,8  | 62,1  | 58,0  | 66,5  | 69,6  | 66,4  | 68,0  |
| ROA                                      | -1,1  | 1,0   | 0,3   | 0,9   | 1,1   | 0,8   | 0,8   | 0,9   | 1,0   |
| Dywidenda                                | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
| Wskaźnik wypłaty %                       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Dywidenda na akcje                       | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

|                      |                                          |                        |                                |
|----------------------|------------------------------------------|------------------------|--------------------------------|
| <b>Artur Iwański</b> | <b>(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)</b> | <b>(022) 521 79 31</b> | <b>artur.iwanski@pkobp.pl</b>  |
| Robert Brzoza        | (sektor finansowy, strategia)            | (022) 521 51 56        | robert.brzoza@pkobp.pl         |
| Włodzimierz Giller   | (handel, media, telekomunikacja)         | (022) 521 79 17        | wlodzimierz.giller@pkobp.pl    |
| Monika Kalwasińska   | (paliwa, chemia, sektor spożywczy)       | (022) 521 79 41        | monika.kalwasinska@pkobp.pl    |
| Piotr Łopaciuk       | (przemysł, budownictwo, inne)            | (022) 521 48 12        | piotr.lopaciuk@pkobp.pl        |
| Paweł Małmyga        | (analiza techniczna)                     | (022) 521 65 73        | pawel.malmyga@pkobp.pl         |
| Stanisław Ozga       | (sektor energetyczny, deweloperski)      | (022) 521 79 13        | stanislaw.ozga@pkobp.pl        |
| Adrian Skłodowski    | (dystrybucja, inne)                      | (022) 521 87 23        | adrian.sklodowski@pkobp.pl     |
| Przemysław Smoliński | (analiza techniczna)                     | (022) 521 79 10        | przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl |
| Jaromir Szortyka     | (sektor finansowy)                       | (022) 580 39 47        | jaromir.szortyka@pkobp.pl      |

### Biuro Klientów Instytucjonalnych

|                             |                                |                        |                                      |
|-----------------------------|--------------------------------|------------------------|--------------------------------------|
| <b>Wojciech Żelechowski</b> | <b>(director)</b>              | <b>(022) 521 79 19</b> | <b>wojciech.zelechowski@pkobp.pl</b> |
| Michał Sergejev             | (sales)                        | (022) 521 82 14        | michal.sergejev@pkobp.pl             |
| Mark Cowley                 | (sales)                        | (022) 521 52 46        | mark.cowley@pkobp.pl                 |
| <b>Krzysztof Kubacki</b>    | <b>(head of sales trading)</b> | <b>(022) 521 91 33</b> | <b>krzysztof.kubacki@pkobp.pl</b>    |
| Marcin Borciuch             | (sales trader)                 | (022) 521 82 12        | marcin.borciuch@pkobp.pl             |
| Piotr Dedecjus              | (sales trader)                 | (022) 521 91 40        | piotr.dedecjus@pkobp.pl              |
| Tomasz Ilczyszyn            | (sales trader)                 | (022) 521 82 10        | tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl            |
| Igor Szczepaniec            | (sales trader)                 | (022) 521 65 41        | igor.szczepaniec@pkobp.pl            |
| Maciej Kałuza               | (trader)                       | (022) 521 91 50        | maciej.kaluza@pkobp.pl               |
| Andrzej Sychowski           | (trader)                       | (022) 521 48 93        | andrzej.sychowski@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: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji 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 uchyla 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.

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 publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji 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 cen rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety 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  
 marża 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 wyceniać 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 dodatkami 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 6 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

| Rekomendacja: | Liczba rekomendacji: |
|---------------|----------------------|
| Kupuj         | 29 (45%)             |
| Trzymaj       | 29 (45%)             |
| Sprzedaj      | 7 (11%)              |

#### 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 | 3, 4         |
| BZ WBK     | 3,4          |
| Handlowy   | 3            |
| ING BSK    | -            |
| mBank      | 3, 4         |
| Millennium | 1, 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.

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.

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, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia.