



Dom Maklerski BDM S.A.

HANDLOWY

RAPORT ANALITYCZNY

W obliczu obniżek stóp procentowych oraz nadchodzącego spowolnienia, oczekujemy, że zysk netto Handlowego spadnie w 2020P o 33% r/r (do PLN 323m), a istotna poprawa wyników będzie miała miejsce dopiero w 2020P (zakładamy zysk netto PLN 403m, +27% r/r). Ze względu na wciąż niskie koszty ryzyka Handlowy pozostaje relatywnie bardziej niż inne banki odporny na wzrost rezerw, nie ma portfela hipotek CHF oraz – w długim terminie – pozostaje bankiem dywidendowym. Z drugiej jednak strony, znormalizowane koszty ryzyka rosną, a dodatkowym czynnikiem ryzyka pozostaje w naszym przekonaniu większa niż zakładana presja na wynik odsetkowy (marża na papierach dłużnych oraz wpływ „małego TSUE”). Kurs akcji banku pozostaje relatywnie silny (YTD -29% vs. WIG Banki -44%). Obniżamy naszą rekomendację dla Handlowego do Redukuj z Akumuluj z ceną docelową PLN 34,5/akcję (vs. PLN 57 poprzednio).

Rozczarowujące wyniki 1Q20. Zysk netto Handlowego w 1Q20 był 39% poniżej konsensusu ze względu na wyższe koszty ryzyka oraz bardzo słaby wynik handlowy w dużym stopniu skompensowany zyskami na sprzedaży AFS. Lekko pozytywnie zaskoczył wynik odsetkowy oraz prowizyjny, wyjątkowo niska była także efektywna stopa podatkowa.

Rosnące znormalizowane koszty ryzyka. Saldo rezerw w 1Q20 uwzględniło dodatkowy odpis z tytułu COVID, ale oczyszczone koszty ryzyka wyniosły 78bp i były znacznie powyżej długoterminowej średniej. Historycznie Handlowy pozytywnie wyróżniał się na tle sektora pod względem rezerw. Ostatnie kwartały pokazują jednak, że w średnim terminie utrzymywanie kosztów ryzyka poniżej średniej rynkowej może okazać się trudne.

Oczekujemy 33% r/r spadku zysku netto w 2020 r. Ze względu na zakładany spadek wyniku odsetkowego (-4% r/r) oraz wzrost oczekiwanych kosztów ryzyka (do 169bp vs. 108bp w 2019 r. oraz 30bp w 2018 r.) przy niższych r/r kosztach oraz nieco słabszym wyniku prowizyjnym, oczekujemy, że zysk netto banku w 2020 r. spadnie -33% r/r do PLN 323m.

Rezerwy na małe TSUE? Handlowy jest obecnie jedynym spośród analizowanych banków, który stosuje odmienne podejście dot. „małego TSUE”. Widzimy ryzyko, że konieczność dostosowania do standardu rynkowego będzie wiązała się z dodatkową rezerwą oraz presją na NII.

Handlowy – wybrane dane, 2017-2022P

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto (PLNm)	536	639	480	323	317	403
Zmiana r/r (%)	-11%	19%	-25%	-33%	-2%	27%
Skor. zysk netto (PLNm)	536	639	480	323	317	403
Zmiana r/r (%)	-1%	19%	-25%	-33%	-2%	27%
ROE adjusted (%)	7,8%	9,1%	6,8%	4,4%	4,2%	5,1%
P/E adjusted (x)	9,0	7,6	10,1	15,0	15,2	12,0
P/BV (x)	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
DPS (PLN)*	4,1	3,7	3,7	0,0	1,8	2,3
DY (%)*	11,1%	10,1%	10,1%	0,0%	4,9%	6,3%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 34,5 PLN

22 MAJA 2020, 07:00 CEST

Podstawowe dane

Rekomendacja	Redukuj
Cena docelowa [PLN]	34,5
Potencjał do wzrostu / spadku	-7%
Poprzednia rekomendacja	Akumuluj
Poprzednia cena docelowa	57,0
Kapitalizacja [PLNm]	4,830
Min (52) [PLN]	35,3
Max (52) [PLN]	59,3
Liczba akcji [mln. szt.]	130,7

Stopa zwrotu za 3 mc	-36%
Stopa zwrotu za 6 mc	-28%
Stopa zwrotu za YTD	-29%

Struktura akcjonariatu:

Citibank Overseas IC	75,0%
Pozostali	25,0%

Michał Fidelus

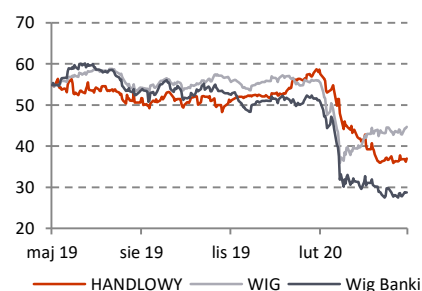
michal.fidelus@bdm.com.pl

tel. 666-073-972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Handlowy vs. WIG – relatywny kurs akcji, 12M



SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
PODSUMOWANIE WYCENY	4
PODSUMOWANIE WYCENY	5
JAKI JEST ZNORMALIZOWANY POZIOM KOSZTÓW RYZYKA W HANDLOWYM?	6
ZMIANA PROGNOZ NA LATA 2020-2021P	8
WYNIKI ZA 1Q20 I KLUCZOWE KWESTIE PO TELEKONFERENCJI Z ZARZĄDEM	9
DANE FINANSOWE I OPERACYJNE NA WYKRESACH	11

Wybrane dane i prognozy finansowe

Rachunek wyników (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	Handlowy - Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)
NII	1 082	1 108	1 154	1 111	1 107	1 146	
F&C	581	550	565	553	536	568	
Pozostałe przychody	417	502	498	474	490	508	
Przychody ogółem	2 079	2 159	2 216	2 137	2 133	2 222	
Koszty osobowe	-531	-530	-521	-510	-505	-511	
Koszty rzeczowe i amortyzacja	-660	-650	-694	-685	-683	-705	
Koszty ogółem	-1 192	-1 180	-1 215	-1 195	-1 188	-1 216	
EBIT przed rezerwami	888	980	1 002	942	945	1 006	
Saldo rezerw	-103	-64	-246	-400	-404	-350	
Zysk brutto	707	829	658	426	426	535	
- Podatek bankowy	-78	-87	-98	-116	-116	-122	
Podatek dochodowy	-172	-190	-178	-103	-108	-131	
Zysk netto	536	639	480	323	317	403	
Skorygowany zysk netto	536	639	480	323	317	403	
Bilans (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	
Środki w Banku Centralnym	462	7 272	3 737	561	549	571	
Należności od banków	837	1 334	1 166	1 644	1 676	1 710	
Aktywa finansowe	19 657	16 538	20 994	24 659	24 356	25 145	
Kredyty netto	19 849	21 949	23 732	23 566	23 142	24 436	
sektora niefinansowego	17 854	19 802	20 581	20 126	19 764	20 869	
Aktywa ogółem	43 038	49 305	51 979	53 110	52 792	55 643	
Zobowiązania wobec banków	1 568	1 402	2 125	2 317	2 363	2 410	
Depozyty	32 137	38 334	39 788	39 919	40 123	41 888	
sektora niefinansowego	27 284	31 294	35 231	36 158	36 343	37 942	
Kapitał własny	6 939	7 057	7 075	7 442	7 760	7 925	
Zobowiązania i kapitał własny	43 038	49 305	51 979	53 110	52 792	55 643	
Kluczowe wskaźniki (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	
NIM (na AIEA)	2,58%	2,52%	2,39%	2,20%	2,19%	2,26%	
Koszty ryzyka	0,53%	0,30%	1,08%	1,69%	1,73%	1,47%	
Koszty/Dochody	57,3%	54,6%	54,8%	55,9%	55,7%	54,7%	
ROE (skorygowane)	7,8%	9,1%	6,8%	4,4%	4,2%	5,1%	
ROA (skorygowane)	1,2%	1,4%	0,9%	0,6%	0,6%	0,7%	
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	100,3%	76,5%	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	
Koszty/Średnie aktywa	2,7%	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	
Efektywna stopa procentowa	24,3%	22,9%	27,1%	24,1%	25,4%	24,6%	
Kapitał/Aktywa	16,1%	14,3%	13,6%	14,0%	14,7%	14,2%	
Kredyty/Depozyty	61,8%	57,3%	59,6%	59,0%	57,7%	58,3%	
Kredyty/Aktywa	46,1%	44,5%	45,7%	44,4%	43,8%	43,9%	
RWA/Aktywa	64,8%	59,9%	57,2%	58,0%	58,0%	58,0%	
Tier I	17,9%	16,8%	17,2%	16,1%	17,0%	17,6%	
CAR	17,9%	16,8%	17,2%	16,1%	17,0%	17,6%	
Pozostałe dane	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	
Rozwodniona liczba akcji (m)	131	131	131	131	131	131	Kluczowe ryzyka: Widzimy następujące ryzyka dla sektora bankowego w Polsce: 1) ryzyko silniejszego spowolnienia gospodarczego, 2) ryzyko znaczącego pogorszenia jakości aktywów, 3) ryzyko systemowe związane z portfelem kredytów FX, 4) ryzyko systemowe związane z Idea Bankiem oraz Getin Noble Bankiem, 5) ryzyko wprowadzenia nowych regulacji, 6) ryzyko obniżenia stóp procentowych, 7) ryzyko konkurencji szczególnie ze strony instytucji pozabankowych. Dodatkowo, szczególnie dla Handlowego widzimy następujące ryzyka: 1) wyższy niż oczekiwany wzrost kosztów ryzyka szczególnie w segmencie korporacyjnym, 2) wolniejsze od zakładanego tempo odbudowy wyniku odsetkowego, 3) silne osłabienie dynamiki wzrostu kredytów, 4) ryzyko braku możliwości wypłaty dywidendy, 5) ryzyko utraty kluczowego personelu.
EPS skorygowany (PLN)	4,1	4,9	3,7	2,5	2,4	3,1	
BVPS (PLN)	53,1	54,0	54,1	57,0	59,4	60,7	
DPS (PLN)*	4,1	3,7	3,7	0,0	1,8	2,3	
DY (%)*	11,1%	10,1%	10,1%	0,0%	4,9%	6,3%	
P/E (x)	9,0	7,6	10,1	15,0	15,2	12,0	
P/BV (x)	0,70	0,68	0,68	0,65	0,62	0,61	
P&L - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	
NII	8%	2%	4%	-4%	0%	4%	
F&C	3%	-5%	3%	-2%	-3%	6%	
Przychody ogółem	0%	4%	3%	-4%	0%	4%	
Koszty	-1%	-1%	3%	-2%	-1%	2%	
Saldo rezerw	125%	-38%	287%	63%	1%	-13%	
Zysk netto	-11%	19%	-25%	-33%	-2%	27%	
Skorygowany zysk netto	-1%	19%	-25%	-33%	-2%	27%	
Bilans - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	
Kredyty netto	4%	11%	4%	-2%	-2%	6%	
Depozyty	-7%	15%	13%	3%	1%	4%	
Aktywa	-5%	15%	5%	2%	-1%	5%	

*z zysku za dany rok obrotowy, Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Podsumowanie wyceny

Wyceny akcji banku Handlowego dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz model ROE-P/BV względem największych banków notowanych na GPW. Przyjmując 80% wagę dla modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz 20% dla modelu ROE-P/BV otrzymujemy wycenę Handlowego na poziomie PLN 34,5 za akcję, co oznacza 7% potencjał spadku.

Podsumowanie wyceny

Model ROE-P/BV	35,2
Waga (%)	20%
Model zdyskontowanych zysków rezydualnych	34,3
Waga (%)	80%
Cena docelowa	34,5
Cena bieżąca	37,0
Potencjał wzrostu/spadku (%)	-6,6%

Źródło: BDM S.A.

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2019 r., do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4.0%, Beta 1.0 oraz premię za ryzyko 5.0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 9.0%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3.0% oraz długoterminową rentowność kapitałów własnych na poziomie 7,5%. Przy tych założeniach metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wycenę Handlowego na poziomie PLN 34,3 za akcję.

Najważniejszą zaletą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest fakt, że bazuje ona na kapitałach własnych na koniec ostatniego roku obrotowego oraz na nadwyżce rentowności kapitałów własnych (ROE) nad kosztem kapitału. ROE jest jednym z kluczowych wskaźników określających rentowność banków. Bazuje z jednej strony na zysku netto, z drugiej, uwzględnia zmiany w kapitale własnym, w tym również wypłacaną dywidendę. Wadą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest relatywnie duża ilość parametrów i założeń, które należy przyjąć, w tym m.in. dotyczących długoterminowego ROE, stopy wzrostu w długim terminie, czy parametrów związanych z kosztem kapitału własnego. Zwracamy również uwagę na „niedoskonałości” metody wynikające z zastosowania parametru ROE uwzględniającego zysk netto.

Model ROE-P/BV

Model ROE-P/BV na lata 2020-2021P implikuje wycenę Handlowego na poziomie PLN 35,2 na akcję.

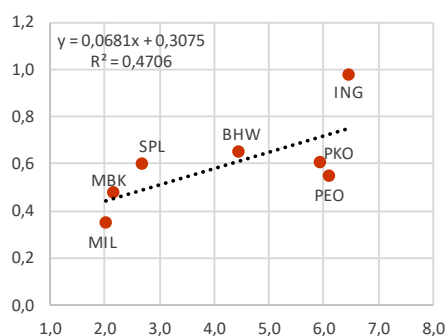
Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Ta zależność jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg innych, dodatkowych czynników takich jak m.in. wypłacana dywidenda, ryzyko portfela kredytowego (CHF), ocena Zarządu banku, czy współczynniki kapitałowe.

Podsumowanie wyceny

	MC (PLNm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)	
		2020P	2021P	2020P	2021P	2020P	2021P
PKO BP	26 500	10,4	12,5	0,60	0,57	5,9%	4,7%
Pekao	13 600	9,2	9,3	0,54	0,51	6,1%	5,7%
Santander	15 600	22,6	25,7	0,60	0,58	2,7%	2,3%
mBank	7 830	22,1	23,7	0,47	0,47	2,2%	2,0%
ING BSK	17 200	16,2	15,3	0,97	0,92	6,5%	6,2%
Handlowy	4 830	15,0	15,2	0,65	0,62	4,4%	4,2%
Millennium	3 150	17,3	11,2	0,34	0,34	2,0%	3,0%
Alior Bank	1 810	-4,1	-4,5	0,29	0,31	-6,7%	-6,6%
Mediana		15,6	13,8	0,57	0,54	3,6%	3,6%
Handlowy premia/dyskonto do mediany		-4%	10%	14%	15%		

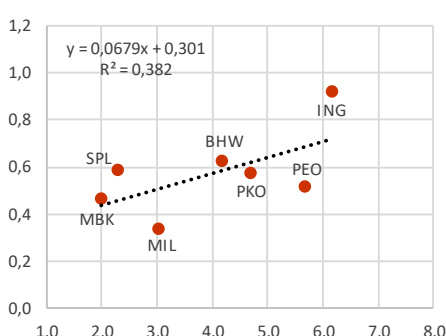
Źródło: BDM S.A.

Model regresji ROE-P/BV na 2020P



Źródło: BDM S.A.

Model regresji ROE-P/BV na 2021P



Źródło: BDM S.A.

Model zdyskontowanych zysków rezydualny	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	Terminal
Zysk netto (PLNm)	480	323	317	403	424	445	458
Zmiana r/r (%)		-33%	-2%	27%	5%	5%	3%
Kapitał własny (PLNm)	7 075	7 442	7 760	7 925	8 046	8 173	8 298
Wskaźnik wypłaty dyw.	76%	0%	0%	75%	75%	75%	60%
ROE (%)	6,8%	4,5%	4,2%	5,1%	5,3%	5,5%	7,5%
COE (%)	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Nadwyżka ROE nad COE (%)	-2,2%	-4,5%	-4,8%	-3,9%	-3,7%	-3,5%	-1,5%
Zdysk. zysk rezydualny		-309	-315	-239	-214	-189	-1 322
Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%						
Wartość bieżąca ZZR	-1 266						
Zdysk. wartość rez.	-1 322						
Kapitał własny 2019E	7 075						
Wartość godziwa	4 487						
Liczba akcji (mln)	131						

WG na akcję (PLN) **34,3**

Cena rynkowa (PLN) 37,0

Potencjał wzrostu (%) -7%

Źródło: BDM S.A.

PODSUMOWANIE WYCENY:	
Na akcję (PLN)	
Model ROE-P/BV	35,2
Waga (%)	20%
Model zysk. zysków rez.	34,3
Waga (%)	80%
Cena docelowa	34,5
Cena bieżąca	37,0
Potencjał wzrostu/spadku (%)	-6,6%

Model ROE-P/BV:

Równania regresji:

2020P P/BV = 0,0681*ROE+0,3075

2021P P/BV = 0,0679*ROE+0,301

Wagi:

2020P 80%

2021P 20%

Wycena

Wartość godziwa (PLNm) 4 599

Wycena akcję (PLN) 35,2

Potencjał wzrostu/spadku (%) -4,7%

Model zdyskontowanych zysków rez.:	
- Beta	1,0
- Stopa wolna od ryzyka (%)	4,00%
- Premia za ryzyko (%)	5,00%
- Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%
- ROE w długim terminie (%)	7,5%

Wycena:

Wartość godziwa (PLNm) 4 487

Wycena akcję (PLN) 34,3

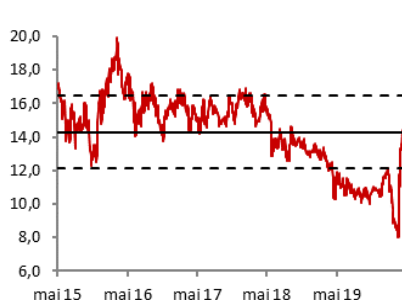
Potencjał wzrostu/spadku (%) -7%

COE (%)	ROE w długim terminie (%)			
	7,0%	7,5%	8,0%	
	8,5%	34,3	38,1	42,0
	9,0%	30,9	34,3	37,8
	9,5%	28,0	31,1	34,3

Handlowy - 12M relatywny kurs akcji



Handlowy - 1YF P/E, 5Y



Handlowy - 1YF P/BV, 5Y



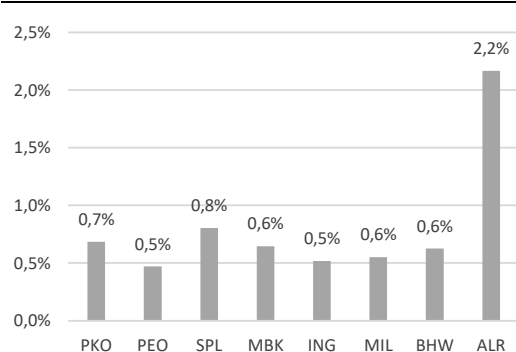
Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

Jaki jest znormalizowany poziom kosztów ryzyka w Handlowym?

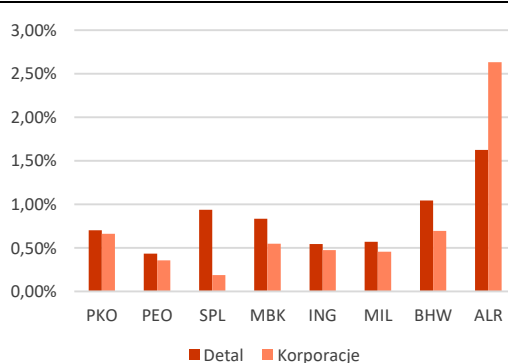
Na przestrzeni ostatnich lata Handlowy charakteryzował się relatywnie niskimi – na tle sektora – kosztami ryzyka. Średnie kwartalne koszty ryzyka w Handlowym w ciągu ostatnich 9 lat wyniosły 0,33%, a w ciągu 5 lat 0,46%. Istotny wzrost salda rezerw nastąpił dopiero w 2019 r., kiedy bank zawiązał dodatkowe odpisy na ekspozycje w segmencie korporacyjnym. Bardzo wysokie koszty ryzyka Handlowy wykazał także w 1Q20. O ile w dużej mierze było to efektem dodatkowego odpisu z tytułu COVID, oczyszczone rezerwy znacząco przewyższały długoterminowe średnie. W 2020 r. zakładamy koszty ryzyka na poziomie 169bp, co oznacza ponad dwukrotny wzrost w stosunku do oczyszczonego poziomu z 1Q20. Biorąc pod uwagę rosnący poziom znormalizowanych kosztów ryzyka w ostatnich kwartałach, zwracamy jednak uwagę, że zakładany przez nas poziom może okazać się zbyt optymistyczny. Z drugiej jednak strony potencjalną przewagą Handlowego w obecnym istotnie pogarszającym się środowisku gospodarczym mogą okazać się wysokie (m.in. ze względu na wciąż relatywnie niskie koszty ryzyka) możliwości absorpcji rosnącego salda rezerw.

Na przestrzeni ostatnich lat Handlowy charakteryzował się relatywnie niskimi – na tle sektora – kosztami ryzyka. Średnie kwartalne koszty ryzyka w latach 2017-2019 wyniosły w Handlowym 0,6% vs. średnia dla sektora w wysokości 0,8%. W dłuższym horyzoncie czasowym różnica pomiędzy Handlowym, a sektorem była jeszcze wyższa (na korzyść banku), co było efektem z jednej strony prowadzonej polityki kredytowej i modelu biznesowego w segmencie detalicznym, a z drugiej konserwatywnego podejścia do kredytowania małych i średnich przedsiębiorstw przy jednoczesnym relatywnie wysokim udziale w portfelu globalnych korporacji. Średnie kwartalne koszty ryzyka w Handlowym w ciągu ostatnich 9 lat wyniosły 0,33%, a w ciągu 5 lat 0,46%.

Koszty ryzyka w bankach*
%



Koszty ryzyka w bankach – segment detaliczny vs. korporacyjny*
%



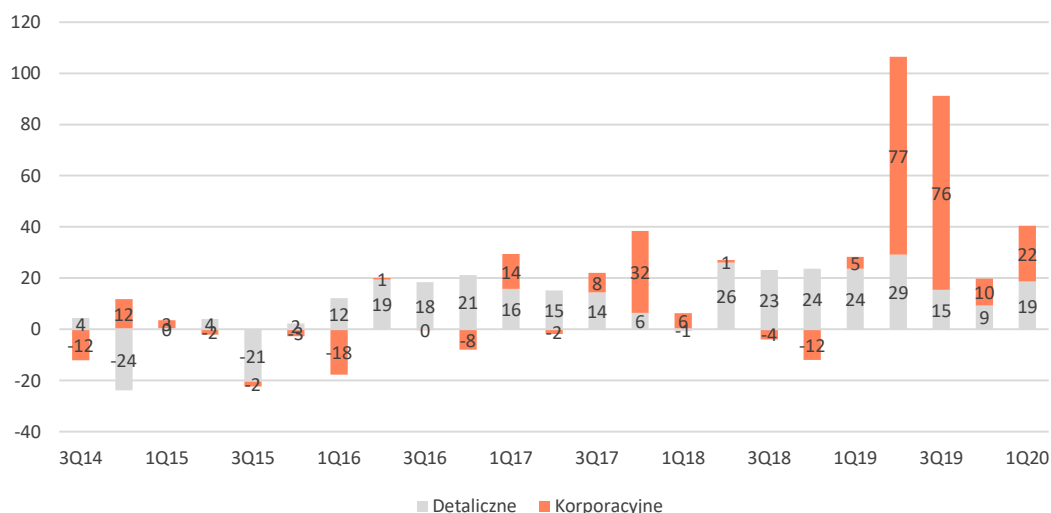
* Uśrednione roczne koszty ryzyka z lat 2017-2019. Źródło: Szacunki BDM S.A.

* Uśrednione kwartalne koszty ryzyka z lat 2017-2019. Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Istotna zmiana nastąpiła jednak w 2019 r. O ile koszty ryzyka w segmencie detalicznym były w miarę stabilne, bank wykazał bardzo istotny wzrost rezerw w segmencie korporacyjnym (z PLN 5m w 1Q19 do PLN 77m w 2Q19 oraz PLN 76m w 3Q19). Wzrost rezerw wynikał z dodatkowych odpisów na ekspozycje korporacyjne, które – w opinii Zarządu – były zdarzeniem jednorazowym. Bardzo wysokie rezerwy Handlowy wykazał także w 1Q20 (PLN 93m, 231% r/r, 373% kw/kw), co było spowodowane przede wszystkim dodatkowym odpisem z tytułu COVID (PLN 53m). Oczyszczone koszty ryzyka (bez uwzględnienia dodatkowej rezerwy) były jednak wciąż relatywnie wysokie i wyniosły 78bp, czyli znacznie powyżej długoterminowych średnich. Skorygowane koszty ryzyka w segmencie detalicznym wyniosły 102bp (vs. średnia kwartalna na przestrzeni ostatnich 5 lat na poziomie 76bp), a w segmencie korporacyjnym 65bp (vs. średnia kwartalna na przestrzeni ostatnich 5 lat na poziomie 28bp).

Handlowy – Saldo rezerw w podziale na segment detaliczny oraz korporacyjny, 3Q14-1Q20*

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

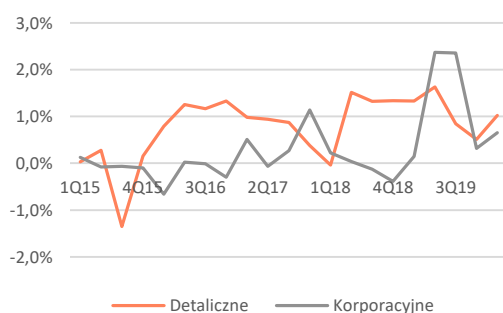


*Dane za 1Q20 bez uwzględnienia dodatkowych rezerw na COVID-19. Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

W 2020 zakładamy koszty ryzyka na poziomie 169bp vs. 108bp w 2019 r (oraz 30bp w 2018 r.), co przekłada się na wzrost salda rezerw o 63% r/r oraz oznacza 2,2-krotny wzrost w stosunku do oczyszczonych kosztów ryzyka w 1Q20. Biorąc pod uwagę rosnący poziom znormalizowanych kosztów ryzyka w ostatnich kwartałach, zwracamy jednak uwagę, że zakładany przez nas poziom może okazać się zbyt optymistyczny. Z drugiej jednak strony potencjalną przewagą Handlowego w obecnym istotnie pogarszającym się środowisku gospodarczym mogą okazać się wysokie (m.in. ze względu na wciąż relatywnie niskie koszty ryzyka) możliwości absorpcji rosnącego salda rezerw. W naszym scenariuszu bazowym ROE Handlowego w 2020 r. wyniesie 4,4%, a wynik netto obniży się o „zaledwie” 33% r/r.

Handlowy – koszty ryzyka w podziale na segmenty, 1Q15-1Q20*

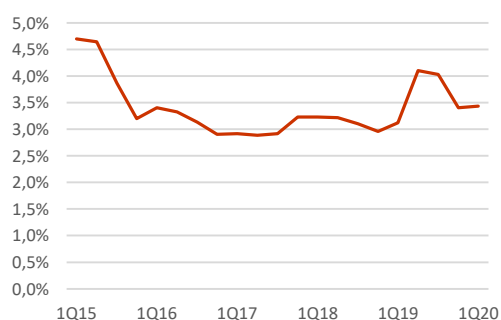
%



* 1Q20 po wyłączeniu odpisów na COVID. Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Handlowy – Wskaźnik NPL, 1Q15-1Q20

%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Zmiana prognoz na lata 2020-2021P

Zmiana uwarunkowań gospodarczych, a przede wszystkim obniżki stóp procentowych, oczekiwany spadek PKB oraz istotny wzrost stopy bezrobocia wywołane pandemią, skłoniły nas do znaczącej rewizji naszych prognoz dla Handlowego. Obecnie spodziewamy się istotnego spadku zysku netto w 2020P (do PLN 323m, -33% r/r), nieznacznego pogorszenia również w 2021P (do PLN 317m, -2% r/r) oraz znaczącej poprawy dopiero w 2022P (do PLN 403m, 27% r/r).

- Obniżki stóp procentowych oraz pogarszające się otoczenie gospodarcze skłoniły nas do obniżenia wyniku odsetkowego o 6/10% w 2020/21P. Na obniżenie prognoz negatywny wpływ ma również niższa zakładana dynamika wolumenów kredytowych (obecnie oczekujemy -2/-2% r/r w 2020/21P).
- Oczekiwana niższa aktywność klientów wraz z zakładanym słabnącym popytem na kredyt skłoniły nas do obniżenia prognoz wyniku z opłat i prowizji o 2/7% w 2020/21P.
- Bardzo słaby wynik handlowy w 1Q20 (w dużym stopniu skompensowany zyskiem na sprzedaży AFS) skłonił nas do obniżenia prognoz pozostałych przychodów o 3% w 2020P. Prognozy na 2021P pozostawiamy bez zmian.
- Ze względu na oczekiwaną większą dyscyplinę kosztową obniżamy nasze prognozy kosztów administracyjnych o 2/4% w 2020/21P.
- Ze względu na oczekiwane silne pogorszenie sytuacji gospodarczej oraz wysokie saldo rezerw w 1Q20 podnosimy nasze prognozy kosztów ryzyka do 169/173pb w 2020/21P, co przekłada się na podwyższenie salda rezerw o odpowiednio 208/177% w 2020/21P.
- Nasze prognozy są odpowiednio 1/4% poniżej konsensusu.

Handlowy – Zmiana prognoz na lata 2020-2021P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020P		Zmiana (%)	2021P		Zmiana (%)
	Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
Wynik odsetkowy	1 182	1 111	-6%	1 235	1 107	-10%
Wynik z opłat i prowizji	563	553	-2%	576	536	-7%
Pozostałe przychody	487	474	-3%	492	490	0%
Przychody ogółem	2 233	2 137	-4%	2 302	2 133	-7%
Koszty administracyjne	-1 219	-1 195	-2%	-1 237	-1 188	-4%
EBIT przed rezerwami	1 014	942	-7%	1 065	945	-11%
Saldo rezerw	-130	-400	208%	-146	-404	177%
Zysk brutto	778	426	-45%	807	426	-47%
Podatek bankowy	-107	-116	9%	-112	-116	3%
Podatek dochodowy	-175	-103	-41%	-184	-108	-41%
Zysk netto	603	323	-46%	624	317	-49%
Skorygowany zysk netto	603	323	-46%	624	317	-49%

Źródło: Szacunki BDM S.A.

Handlowy – Wynik netto, BDM vs. konsensus

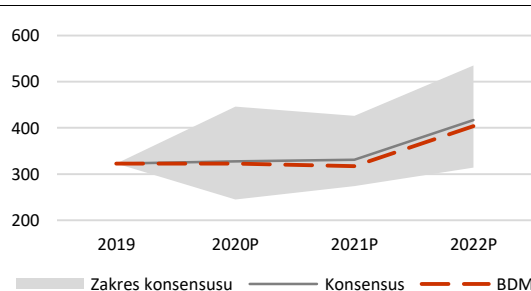
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020P	2021P	2022P
BDM	323	317	403
Konsensus	328	331	417
BDM vs. konsensus	-1%	-4%	-3%

Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

Handlowy – Wynik netto, BDM vs. konsensus

PLNm



Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

Wyniki za 1Q20 i kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem

Zysk netto Handlowego w 1Q20 wyniósł PLN 26m (-56% r/r, -85% kw/kw) i był 39% poniżej konsensusu oraz 54% poniżej naszych oczekiwań. Rozczarowały przede wszystkim koszty ryzyka, wyjątkowo słaby był też wynik handlowy, ale w dużym stopniu został on skompensowany bardzo wysokimi zyskami na sprzedaży AFS. Pozytywnie natomiast, chociaż w mniejszej skali, zaskoczył wynik odsetkowy oraz prowizyjny. W istotnym stopniu pomogła również bardzo niska efektywna stopa podatkowa. Na telekonferencji Zarząd poinformował, że ujemny wynik handlowy wynikał z przekonania banku o ryzyku rosnącej inflacji. Jednocześnie pod koniec roku Zarząd planuje powrócić do rozmów z KNF w sprawie możliwości wypłaty dywidendy.

- Zysk netto Handlowego w 1Q20 wyniósł PLN 26m (-56% r/r, -85% kw/kw) i był 39% poniżej konsensusu oraz 54% poniżej naszych oczekiwań. Rozczarowały przede wszystkim koszty ryzyka (62% powyżej konsensusu), które uwzględniały c. PLN 42m dodatkowych rezerw na COVID. Wyjątkowo słaby był również wynik handlowy, ale w dużym stopniu został on skompensowany bardzo wysokimi zyskami na sprzedaży AFS. Pozytywnie natomiast, chociaż w mniejszej skali, zaskoczył wynik odsetkowy oraz prowizyjny. W istotnym stopniu pomogła również bardzo niska efektywna stopa podatkowa (13% bez podatku bankowego).
- Wyniki banku za 1Q20 odbieramy lekko negatywnie. Z jednej strony doceniamy solidne przychody podstawowe, chociaż widzimy ryzyko, że znacząca przebudowa portfela AFS może skutkować niższą marżą na aktywach w kolejnych kwartałach. Z drugiej, zwracamy uwagę, że nawet po wyłączeniu dodatkowych rezerw na COVID koszty ryzyka banku w 1Q20 były bardzo wysokie. Dodatkowo, gdyby efektywna stopa podatkowa była zgodna z oczekiwaniami, wynik netto byłby nieznacznie powyżej zera (choć podobnie jak w innych bankach był obciążony składką na BFG).
- Podobnie jak w innych bankach kluczowe dla wyników Handlowego w najbliższych dwóch latach będzie skala osłabienia gospodarczego. Zwracamy jednak uwagę, że ze względu na relatywnie niskie historycznie koszty ryzyka Handlowy wydaje się relatywnie bardziej niż większość banków odporny na wzrost salda rezerw.

Handlowy – wybrane dane, 1Q19-1Q20

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

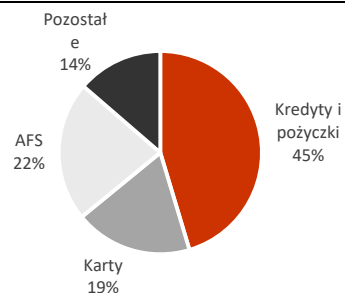
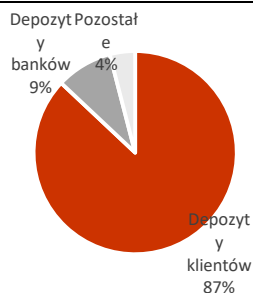
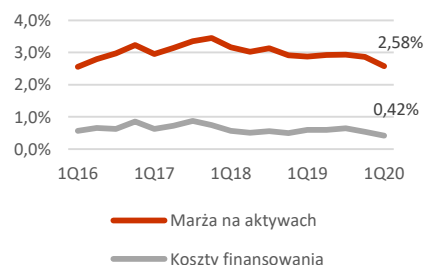
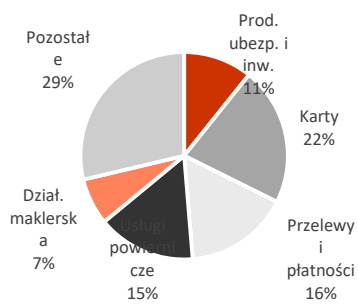
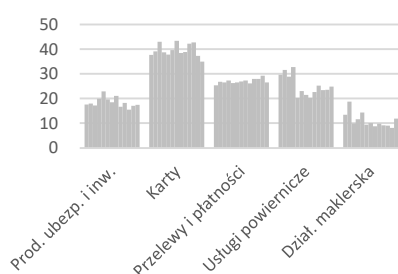
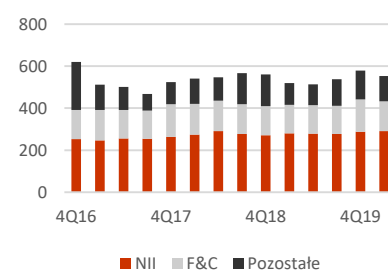
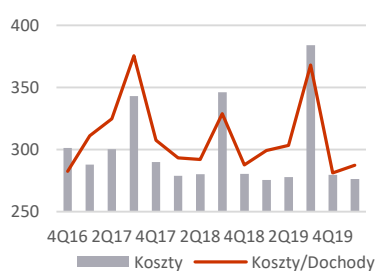
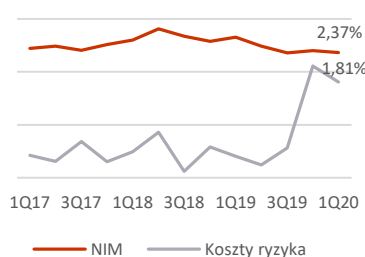
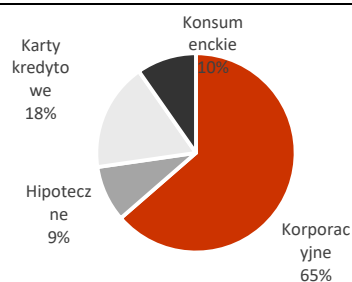
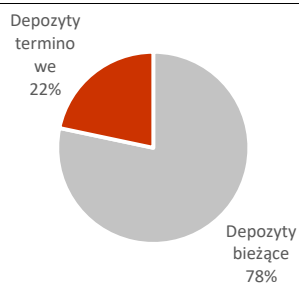
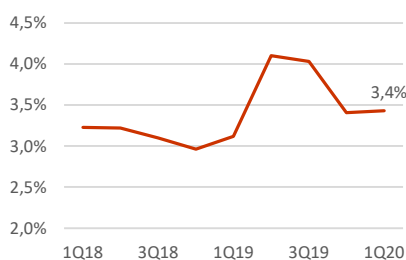
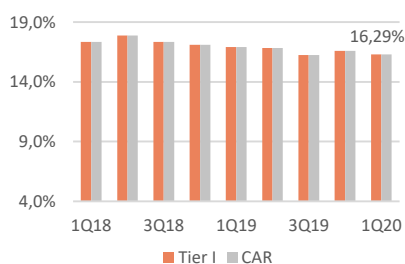
	1Q19	4Q19	1Q20	r/r	kw/kw	vs. kons.	vs. BDM	Kons.	BDM
Wynik odsetkowy	277	296	302	9%	2%	3%	5%	292	289
Wynik z opłat i prowizji	134	136	141	5%	4%	2%	1%	138	139
Pozostałe przychody	126	116	92	-27%	-20%	-17%	-10%	111	103
Przychody ogółem	537	548	535	0%	-2%	-1%	1%	541	531
Koszty	-384	-275	-376	-2%	37%	1%	2%	-374	-369
EBIT przed rezerwami	153	273	159	4%	-42%	na	-2%	168	162
Saldo rezerw	-28	-20	-93	231%	373%	62%	158%	-58	-36
Zysk brutto	103	225	35	-66%	-85%	na	-65%	na	98
Zysk netto	59	174	26	-56%	-85%	-39%	-54%	44	57

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem:

- **Koszty ryzyka/saldo rezerw:**
 - Dodatkowa rezerwa na COVID w 1Q20 wyniosła łącznie PLN 53m – PLN 35m w korporacjach, PLN 7m w detalu wynikające ze zmiany modeli oraz PLN 11m w detalu z tytułu korekty „eksperckiej” ze względu na szacowany zwiększony parametr PD (wartość PLN 42m podana w sprawozdaniu nie uwzględnia PLN 11m korekty).
 - Bank utrzymuje konserwatywne podejście do rezerw. Rozwiązania będą miały miejsce dopiero w przypadku przekonania o „trwałości” pozytywnego trendu.
 - Większość obaw CEO dotyczy segmentu SME, który stanowi c. 30% portfela instytucjonalnego. Koncentracja branżowa jest tu jednak mniejsza niż w segmencie dużych przedsiębiorstw.
- **Wolumeny kredytowe:**
 - CEO spodziewa się spadku popytu na kredyt w najbliższych kwartałach.
- **Wynik handlowy:**
 - Ujemny wynik handlowy wynikał z dużego udziału w bilansie papierów o stałej stopie procentowej oraz przekonania banku o ryzyku rosnącej inflacji (co implikowało również oczekiwany kształt krzywej). Bank zabezpieczył się przed ryzykiem przesunięcia i wystromienia krzywej, co w obliczu zmian na rynkach wynikających z pandemii, spowodowało straty.
- **Dywidenda:**
 - Pod koniec roku Zarząd chce powrócić do dyskusji z KNF na temat wypłaty dywidendy

Dane finansowe i operacyjne na wykresach

Struktura przychodów odsetkowych, 1Q20
(%)

Struktura kosztów odsetkowych, 1Q20
(%)

Marża na aktywach i koszty finansowania, 1Q20
(%)

Struktura przychodów prowizyjnych, 1Q20
(%)

Przychody prowizyjne
(mln PLN)

Struktura przychodów ogółem
(mln PLN)

Koszty (mln PLN) oraz wskaźnik Koszty/dochody
(%)

NIM i koszty ryzyka
(%)

Struktura portfela kredytów
(mln PLN)

Struktura depozytów, 1Q20
(%)

Wskaźnik NPL
(%)

Wskaźnik Tier I oraz CAR
(%)


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

Michał Fidelus

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
[banki, finanse](#)

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel, media](#)

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	34,5	Akumuluj	57,0	22.05.2020	7:00 CEST	37,0	46 073
Akumuluj	57,0	-	-	16.01.2020	8:00 CEST	52,9	59 119

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC – średni ważony koszt kapitału
 CAGR – średnioroczny wzrost
 EPS – zysk netto na 1 akcję
 DPS – dywidenda na 1 akcję
 CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'20*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	27%	2	50%
Akumuluj	1	9%	0	0%
Trzymaj	1	9%	0	0%
Redukuj	5	45%	0	0%
Sprzedaj	1	9%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrumenty lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfela inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfela inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 22.05.2020 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.05.2020 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyciągnięte do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 21.05.2020 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
 - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
 - BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
 - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
 - Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.