



Dom Maklerski BDM S.A.

ALIOR BANK

RAPORT ANALITYCZNY

Pandemia oraz nadchodzące w jej następstwie silne osłabienie gospodarcze spowodowały, że istotnie zmieniliśmy nasze podejście do Alior Banku. Model biznesowy banku był w naszym przekonaniu skuteczny, ale w czasach wzrostu gospodarczego. Spadek PKB oraz wzrost bezrobocia powodują, że główne składowe modelu ulegają istotnemu osłabieniu. W efekcie obniżek stóp procentowych oraz oczekiwanego wzrostu kosztów ryzyka, w 2020P spodziewamy się PLN 438m straty netto. Obniżamy naszą cenę docelową dla Alior Banku do PLN 12,3 z PLN 34,0 i zmieniamy rekomendację na Redukuj (vs. Kupuj poprzednio).

Model biznesowy skuteczny, ale w czasach wzrostu. Model biznesowy Alior Banku zakładał akceptację wysokich kosztów ryzyka, przy jednoczesnej koncentracji na produktach wysoko marżowych odzwierciedlonej m.in. przez wysoką marżę odsetkową. O ile w czasach trwałego wzrostu gospodarczego (i przed „małym TSUE”) model ten charakteryzował się wysoką efektywnością, silne osłabienie gospodarcze powoduje, że główne składowe modelu ulegają znacznie większemu – niż średnio w sektorze – osłabieniu.

Wynik odsetkowy pod silną presją obniżek stóp procentowych. Ze względu na m.in. strukturę portfela kredytów Alior Bank jest bardziej niż większość konkurentów podatny na zmiany stóp procentowych. Zarząd szacuje, że ostatnie obniżki mogą spowodować zmniejszenie wyniku netto o około PLN 300m rocznie wobec PLN 253/713m zysku netto banku w 2019/18 r.

Wysoka podatność wyniku na wzrost rezerw. Uśrednione koszty ryzyka Aliora w ostatnich trzech latach wyniosły 222bp vs. średnia w sektorze 80bp. Alior był też jedynym bankiem, gdzie koszty ryzyka w segmencie korporacyjnym były wyższe (i to istotnie) niż w detalicznym. Akceptacja wysokiego ryzyka powoduje, że w momencie silnego spowolnienia gospodarczego saldo rezerw staje się kluczową zmienną decydującą o zyskowności lub stratach banku.

Oczekujemy PLN 438m straty netto w 2020 r. Ze względu na oczekiwany spadek wyniku odsetkowego (-9% r/r) oraz wzrost oczekiwanych kosztów ryzyka (do 410bp z 261bp w 2019 r. oraz 200bp w 2018 r.) przy płaskich kosztach r/r oraz nieco słabszym wyniku prowizyjnym, oczekujemy, że w 2020P bank wykaże stratę netto w wysokości PLN 438m.

Jakie jest ryzyko emisji akcji? Na koniec 1Q20 nadwyżka kapitałowa Tier I w banku wynosiła PLN 2,2 mld (444bp). Według naszych szacunków, aby współczynnik Tier I znalazł się na progu wymaganego minimum (8,5%), przy wzroście sumy bilansowej o PLN 4 mld strata netto banku w 2020 r. musiała by wynieść niemal PLN 2 mld.

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto (PLNm)	471	713	253	-438	-401	155
Zmiana r/r (%)	-18%	51%	-65%	-273%	-8%	-139%
ROE (%)	7,3%	10,8%	3,8%	-6,7%	-6,6%	2,6%
P/E (x)	3,8	2,5	7,1	-4,1	-4,5	11,5
P/BV (x)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
DPS (PLN)*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DY (%)*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 12,3 PLN

21 MAJA 2020, 07:50 CEST

Podstawowe dane

Rekomendacja	Redukuj
Cena docelowa [PLN]	12,3
Potencjał do wzrostu / spadku	-10%
Poprzednia rekomendacja	Kupuj
Poprzednia cena docelowa	34,0
Kapitalizacja [PLNm]	1,790
Min (52) [PLN]	11,4
Max (52) [PLN]	54,4
Liczba akcji [mln. szt.]	130,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-49%
Stopa zwrotu za 6 mc	-55%
Stopa zwrotu za YTD	-52%

Struktura akcjonariatu:

PZU	31,9%
OFE NN	7,3%
OFE AVIVA	7,3%
Pozostali	53,5%

Michał Fidelus

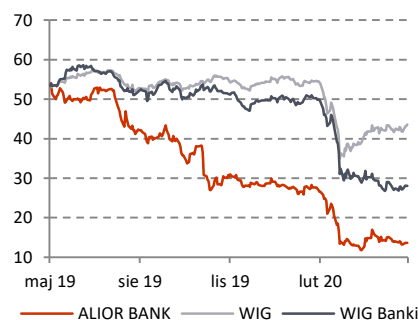
michal.fidelus@bdm.com.pl

tel. 666-073-972

Dom Maklerski BDM S.A.

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

Alior Bank vs. WIG – relatywny kurs akcji, 12M



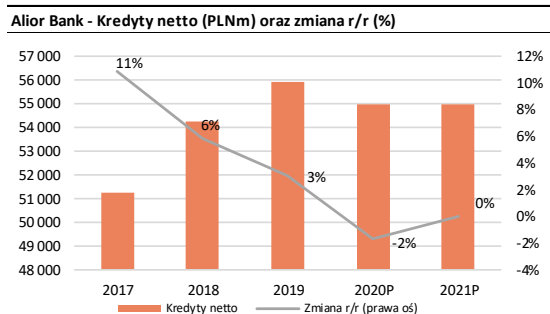
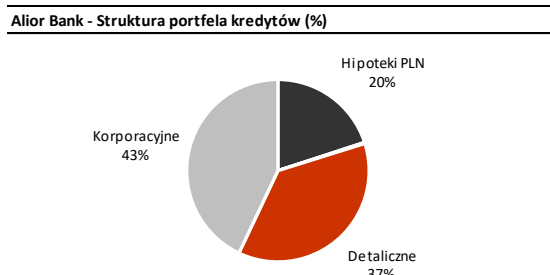
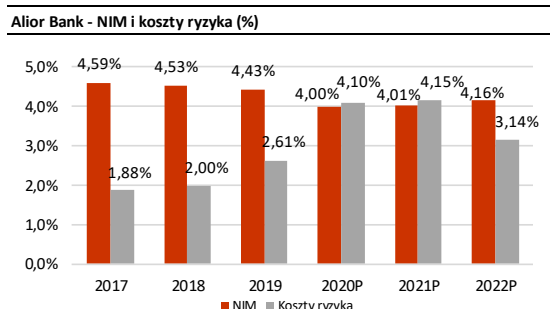
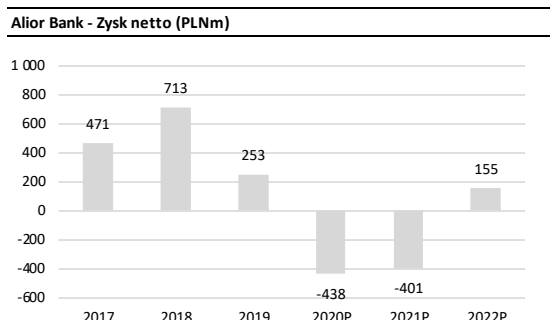
SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
PODSUMOWANIE WYCENY	4
PODSUMOWANIE WYCENY	5
JAKIE JEST RYZYKO EMISJI AKCJI?	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
NII	2 856	3 085	3 181	2 906	2 898	3 104
F&C	431	436	667	607	615	652
Pozostałe przychody	371	435	-59	149	154	158
Przychody ogółem	3 658	3 956	3 789	3 662	3 667	3 914
Koszty osobowe	-1 004	-896	-781	-875	-862	-883
Koszty rzeczowe i amortyzacja	-850	-809	-849	-777	-745	-767
Koszty ogółem	-1 854	-1 705	-1 630	-1 652	-1 606	-1 650
EBIT przed rezerwami	1 805	2 251	2 158	2 010	2 060	2 264
Saldo rezerw	-915	-1 054	-1 437	-2 270	-2 281	-1 777
Podatek bankowy	-201	-208	-226	-216	-219	-232
Zysk brutto	689	988	495	-475	-440	255
Podatek dochodowy	-218	-275	-242	37	39	-100
Zysk netto	471	713	253	-438	-401	155
Bilans (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Środki w Banku Centralnym	965	1 639	1 379	1 241	1 117	1 005
Należności od banków	902	612	213	219	232	246
Aktywa finansowe	12 613	13 840	15 934	15 559	15 333	15 122
Kredyty netto	51 267	54 246	55 871	54 945	54 945	58 242
Rzeczowe aktywa trwałe	476	461	764	855	958	1 073
Pozostałe	3 272	2 622	2 575	2 979	4 350	5 864
Aktywa ogółem	69 494	73 420	76 736	75 799	76 936	81 552
Depozyty	57 614	62 436	64 999	65 568	66 617	70 614
Pozostałe	4 226	3 905	4 155	3 056	3 502	3 921
Zobowiązania ogółem	62 732	66 934	69 977	69 488	71 026	75 487
Kapitał własny	6 761	6 486	6 759	6 311	5 909	6 064
Zobowiązania i kapitał własny	69 494	73 420	76 736	75 799	76 936	81 552
Kluczowe wskaźniki (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM (na AIEA)	4,59%	4,53%	4,43%	4,00%	4,01%	4,16%
Koszty ryzyka	1,88%	2,00%	2,61%	4,10%	4,15%	3,14%
Koszty/Dochody	50,7%	43,1%	43,0%	45,1%	43,8%	42,2%
ROE	7,3%	10,8%	3,8%	-6,7%	-6,6%	2,6%
ROA	0,7%	1,0%	0,3%	-0,6%	-0,5%	0,2%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
F&C/Depozyty	0,7%	0,7%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
Koszty/Średnie aktywa	2,8%	2,4%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
Efektywna stopa podatkowa	31,6%	27,8%	49,0%	7,8%	8,8%	39,3%
Kapitał/Aktywa	9,7%	8,8%	8,8%	8,3%	7,7%	7,4%
Kredyty/Depozyty	89,0%	86,9%	86,0%	83,8%	82,5%	82,5%
Kredyty/Aktywa	73,8%	73,9%	72,8%	72,5%	71,4%	71,4%
Tier I	12,1%	12,8%	13,5%	12,1%	11,0%	11,6%
CAR	15,2%	15,8%	16,2%	15,5%	14,3%	15,0%
Pozostałe dane	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Liczba akcji (m)	129,3	129,9	130,6	130,6	130,6	130,6
EPS (PLN)	3,6	5,5	1,9	-3,4	-3,1	1,2
BVPS (PLN)	52,3	49,7	51,8	48,3	45,3	46,4
DPS (PLN)*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DY (%)*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E (x)	3,8	2,5	7,1	-4,1	-4,5	11,5
P/BV (x)	0,26	0,28	0,26	0,28	0,30	0,29
P&L - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	47%	8%	3%	-9%	0%	7%
F&C	30%	1%	53%	-9%	1%	6%
Przychody ogółem	16%	8%	-4%	-3%	0%	7%
Koszty	18%	-8%	-4%	1%	-3%	3%
Saldo rezerw	14%	15%	36%	58%	0%	-22%
Zysk netto	-18%	51%	-65%	na	na	na
Bilans - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	11%	6%	3%	-2%	0%	6%
Depozyty	12%	8%	4%	1%	2%	6%
Aktywa	14%	6%	5%	-1%	1%	6%

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



Kluczowe ryzyka:
Widzimy następujące ryzyka dla sektora bankowego w Polsce: 1) ryzyko silniejszego niż oczekiwane spowolnienia gospodarczego, 2) ryzyko znaczącego pogorszenia jakości aktywów, 3) ryzyko systemowe związane z portfelem walutowych kredytów hipotecznych, 4) ryzyko systemowe związane z trudną sytuacją finansową Idea Banku oraz Getin Noble Banku, 5) ryzyko wprowadzenia nowych regulacji dotyczących funkcjonowania biznesu bankowego, 6) ryzyko obniżenia stóp procentowych, 7) ryzyko konkurencji szczególnie ze strony instytucji pozabankowych.
Dodatkowo, szczególnie dla Alior Banku 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 głównego akcjonariusza, 5) ryzyko utraty kluczowego personelu.

Podsumowanie wyceny

Wyceny akcji Alior Banku dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz model ROE-P/BV względem największych banków notowanych na GPW. Ze względu na oczekiwaną stratę netto banku w latach 2020/21P przyjmujemy 100% wagę dla modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych i otrzymujemy wycenę Alior Banku na poziomie PLN 12,3 za akcję, co oznacza 10% potencjał spadku.

Podsumowanie wyceny

Model ROE-P/BV	na
Waga (%)	0%
Model zdyskontowanych zysków rezydualnych	12,3
Waga (%)	10%
Cena docelowa	12,3
Cena bieżąca	13,7
Potencjał wzrostu/spadku (%)	-10%

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 1.2 oraz premię za ryzyko 5.0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 10.0%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3.0% oraz długoterminową rentowność kapitałów własnych na poziomie 6,0%. Przy tych założeniach metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wycenę Pekao na poziomie PLN 12,3 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

Ze względu na oczekiwaną stratę netto banku w latach 2020-2021P przyjmujemy wagę 0% dla modelu ROE-P/BV.

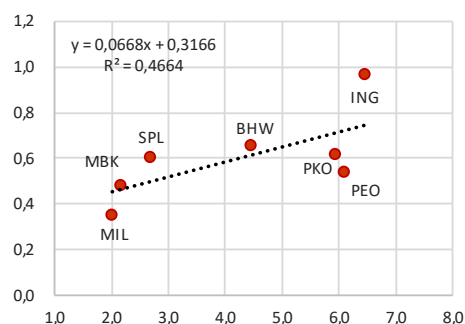
Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Ta zależność jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg 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	27 700	10,6	12,7	0,61	0,58	5,9%	4,7%
Pekao	14 400	9,1	9,2	0,54	0,51	6,1%	5,7%
Santander	16 200	22,8	26,0	0,60	0,59	2,7%	2,3%
mBank	9 220	22,4	24,0	0,48	0,47	2,2%	2,0%
ING BSK	17 400	16,1	16,5	0,97	0,91	6,5%	5,7%
Handlowy	4 760	15,1	15,4	0,65	0,63	4,4%	4,2%
Millennium	3 650	17,5	11,4	0,35	0,34	2,0%	3,0%
Alior Bank	1 960	-4,1	-4,5	0,28	0,30	-6,7%	-6,6%
Mediana		15,6	14,0	0,57	0,55	3,6%	3,6%
Alior Bank premia/dyskonto do mediany		-126%	-132%	-50%	-45%		

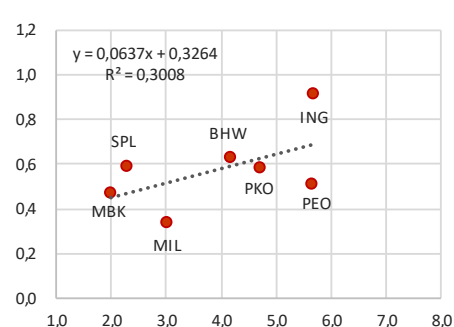
Źródło: BDM S.A.

Model regresji ROE-P/BV na 2020P



Źródło: BDM S.A.

Model regresji ROE-P/BV na 2021P



Źródło: BDM S.A.

PODSUMOWANIE WYCENY:

Na akcję (PLN)

Model ROE-P/BV	na
Waga (%)	0%
Model zdysk. zysków rez.	12,3
Waga (%)	100%
Cena docelowa	12,3
Cena bieżąca	13,7
Potencjał wzrostu/spadku (%)	-10,2%

Model ROE-P/BV:

Równania regresji:

2020E P/BV = 0,0668*ROE+0,3166

2021E P/BV = 0,0637*ROE+0,3264

Wagi:

2020E	80%
2021E	20%

Wycena

Wartość godziwa (PLNm)	na
Wycena akcję (PLN)	na
Potencjał wzrostu/spadku (%)	na

Model zdyskontowanych zysków rezydualny	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	Terminal
Zysk netto (PLNm)	253	-438	-401	155	163	171	176
Zmiana r/r (%)		na	na	na	5%	5%	3%
Kapitał własny (PLNm)	6 759	6 311	5 909	6 064	6 227	6 332	6 440
Wskaźnik wypłaty dyw.	0%	0%	0%	0%	40%	40%	50%
ROE (%)	3,8%	-6,7%	-6,6%	2,6%	2,6%	2,7%	6,0%
COE (%)	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Nadwyżka ROE nad COE (%)	-6,2%	-16,7%	-16,6%	-7,4%	-7,4%	-7,3%	-4,0%
Zysk rezydualny (PLNm)		-1 092	-1 012	-444	-452	-457	-252
Zysk. zysk rezydualny (PLN)		-1 027	-866	-345	-319	-294	-2 315
Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%						
Wartość bieżąca ZZR	-2 851						
Zysk. wartość rez.	-2 315						
Kapitał własny 2019E	6 759						
Wartość godziwa	1 593						
Liczba akcji (mln)	130						
WG na akcję (PLN)	12,3						
Cena rynkowa (PLN)	13,7						
Potencjał wzrostu (%)	-10%						

Źródło: BDM S.A.

Model zdyskontowanych zysków rez.:	
- Beta	1,2
- Stopa wolna od ryzyka (%)	4,00%
- Premia za ryzyko (%)	5,00%
- Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%
- ROE w długim terminie (%)	6,0%

Wycena:

Wartość godziwa (PLNm)	1 593
Wycena akcję (PLN)	12,3
Potencjał wzrostu/spadku (%)	-10%

COE (%)	ROE w długim terminie (%)			
	9,5%	11,2	13,7	16,2
	10,0%	10,0	12,3	14,5
	10,5%	8,9	11,0	13,1

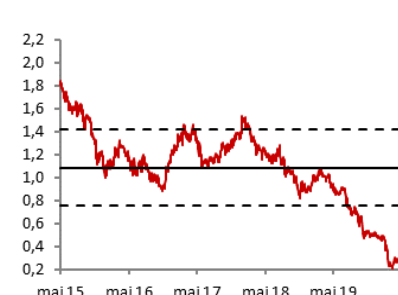
Alior Bank - relatywny kurs akcji (12M)



Alior Bank - 1YF P/E, 5Y



Alior Bank - 1YF P/BV, 5Y



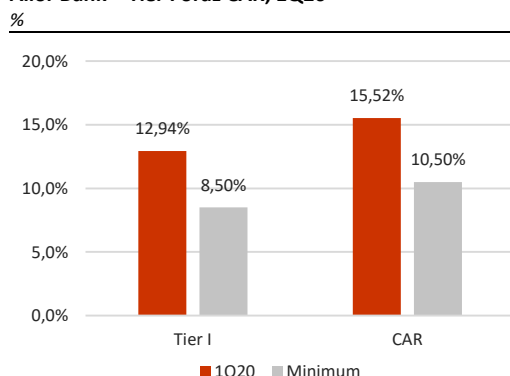
Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

Jakie jest ryzyko emisji akcji?

W 1Q20 współczynniki Tier I oraz CAR Alior banku spadły do 12,94% i 15,52%, ale ze względu na zniesienie bufora ryzyka systemowego nadwyżka kapitałowa wzrosła do odpowiednio PLN 2,2 mld oraz PLN 2,5 mld. Silne spowolnienie gospodarcze rodzi ryzyko istotnego pogorszenia wyników finansowych banku, a tym samym istotnego osłabienia współczynników wypłacalności. Z naszych szacunków wynika jednak, że przy spadku sumy bilansowej o PLN 1 mld oraz wyniku netto w 2020 r. wysokości około PLN -500m (nasz scenariusz bazowy), wskaźnik Tier I wyniesie 12,1%, czyli będzie 3,6pp powyżej regulacyjnego minimum. Szacujemy, że aby współczynnik Tier I znalazł się na progu wymaganego minimum (8,5%), przy wzroście sumy bilansowej o PLN 4 mld strata netto banku w 2020 r. musiała by wynieść niemal PLN 2 mld.

Na koniec 1Q20 współczynnik Tier I banku wynosił 12,94%, a CAR 15,52%. Biorąc pod uwagę zniesienie bufora ryzyka systemowego (3,0%) współczynniki były odpowiednio 4,44pp oraz 5,02pp powyżej minimalnych wymogów (8,5% oraz 10,5%), co przekłada się na nadwyżkę kapitałową w wysokości odpowiednio PLN 2,2 mld oraz PLN 2,5 mld. W kolejnych kwartałach współczynniki kapitałowe będą determinowane przede wszystkim przez wysokość aktywów ważonych ryzykiem oraz poziom funduszy własnych. Dodatkowo, Alior Bank stosuje przepisy przejściowe w kontekście uwzględnienia wpływu IFRS9. Oznacza to, że do 2023 r. fundusze własne będą z tego tytułu dodatkowo obciążane (wpływ w 2020/21 r. na kapitały wynosi odpowiednio PLN 155m oraz PLN 207m).

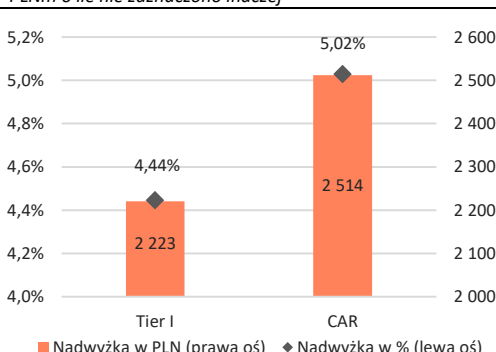
Alior Bank – Tier I oraz CAR, 1Q20



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Alior Bank – Nadwyżka kapitałowa, 1Q20

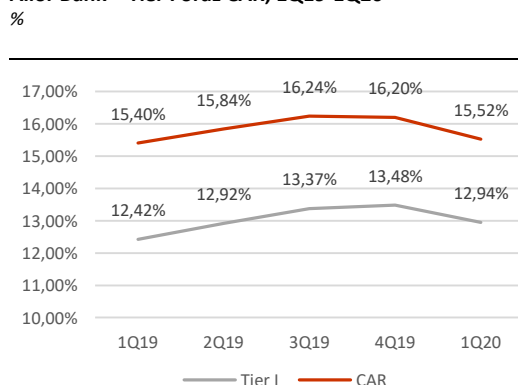
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



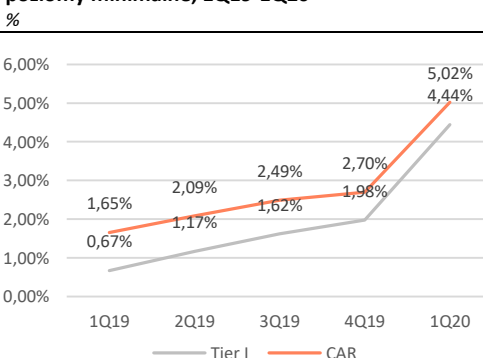
Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

W naszej analizie założyliśmy, że poziom współczynników kapitałowych jest pochodną zmiany sumy bilansowej oraz funduszy Tier I (nadwyżka na współczynniku wypłacalności CAR jest wyższa niż na Tier I). Przyjęliśmy, że RWA stanowią 68% sumy bilansowej (wobec 65% w 1Q20, 64% w 4Q19 oraz 68% w 1Q19), a fundusze Tier I ulegają zmianie o wartość wyniku netto (nie zakładamy wypłaty dywidendy) oraz uwzględniają dodatkowy wpływ IFRS9. Pominęliśmy natomiast elementy dodatkowe, takie jak wycenę papierów dłużnych, wartości niematerialnych, korekty korygujące, czy inne, które również wpływają na wysokość funduszy Tier I.

Alior Bank – Tier I oraz CAR, 1Q19-1Q20



Alior Bank – Nadwyżka Tier I oraz CAR ponad poziomy minimalne, 1Q19-1Q20



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Alior Bank – Nadwyżka współczynnika Tier I ponad wymogi regulacyjne (8,5%) na koniec 2020 r. w zależności od zmiany sumy bilansowej oraz wyniku netto

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

		Wynik netto 2020P									
		250	0	-250	-500	-750	-1000	-1250	-1500	-1750	-2000
Zmiana sumy bilansowej 2020P*	7000	3,77%	3,32%	2,86%	2,41%	1,95%	1,49%	1,04%	0,58%	0,12%	-0,33%
	6000	3,93%	3,47%	3,00%	2,54%	2,08%	1,62%	1,16%	0,69%	0,23%	-0,23%
	5000	4,09%	3,62%	3,15%	2,68%	2,21%	1,75%	1,28%	0,81%	0,34%	-0,12%
	4000	4,25%	3,77%	3,30%	2,83%	2,35%	1,88%	1,41%	0,93%	0,46%	-0,02%
	3000	4,41%	3,93%	3,45%	2,97%	2,49%	2,01%	1,53%	1,05%	0,57%	0,09%
	2000	4,59%	4,10%	3,61%	3,13%	2,64%	2,15%	1,67%	1,18%	0,69%	0,21%
	1000	4,76%	4,27%	3,78%	3,28%	2,79%	2,30%	1,80%	1,31%	0,82%	0,33%
	0	4,94%	4,44%	3,94%	3,44%	2,94%	2,44%	1,94%	1,44%	0,94%	0,45%
	-1000	5,13%	4,62%	4,11%	3,61%	3,10%	2,59%	2,09%	1,58%	1,07%	0,57%
	-2000	5,32%	4,80%	4,29%	3,78%	3,26%	2,75%	2,24%	1,72%	1,21%	0,70%
	-3000	5,51%	4,99%	4,47%	3,95%	3,43%	2,91%	2,39%	1,87%	1,35%	0,83%

* Zmiana 4Q20 w stosunku do 1Q20. Źródło: Szacunki BDM S.A.

Z naszych szacunków wynika, że przy spadku sumy bilansowej o PLN 1 mld (4Q20 w stosunku do 1Q20) oraz wyniku netto w 2020 r. wysokości około PLN -500m (zakładany przez nas scenariusz bazowy), wskaźnik Tier I wyniesie 12,1%, czyli będzie 3,6pp powyżej regulacyjnego minimum, co oznacza nadwyżkę kapitałową w wysokości PLN 1,8 mld. Szacujemy również, że aby współczynnik Tier I znalazł się na progu wymaganego minimum (8,5%), przy wzroście sumy bilansowej o PLN 4 mld strata netto banku w 2020 r. musiała by wynieść niemal PLN 2 mld. Zwracamy również uwagę, że im mniejszy przyrost sumy bilansowej, tym większa nadwyżka kapitałowa. W naszych prognozach zakładamy, że w obecnym środowisku gospodarczym popyt na kredyt zarówno ze strony klientów detalicznych, jak i korporacyjnych, się zmniejszy.

Alior Bank – Nadwyżka współczynnika Tier I ponad wymogi regulacyjne (8,5%) na koniec 2020 r. w zależności od zmiany sumy bilansowej oraz wyniku netto

PLNm

		Wynik netto 2020E									
		250	0	-250	-500	-750	-1000	-1250	-1500	-1750	-2000
Zmiana sumy bilansowej 2020E*	7000	2 068	1 818	1 568	1 318	1 068	818	568	318	68	-182
	6000	2 126	1 876	1 626	1 376	1 126	876	626	376	126	-124
	5000	2 184	1 934	1 684	1 434	1 184	934	684	434	184	-66
	4000	2 242	1 992	1 742	1 492	1 242	992	742	492	242	-8
	3000	2 299	2 049	1 799	1 549	1 299	1 049	799	549	299	49
	2000	2 357	2 107	1 857	1 607	1 357	1 107	857	607	357	107
	1000	2 415	2 165	1 915	1 665	1 415	1 165	915	665	415	165
	0	2 473	2 223	1 973	1 723	1 473	1 223	973	723	473	223
	-1000	2 531	2 281	2 031	1 781	1 531	1 281	1 031	781	531	281
	-2000	2 588	2 338	2 088	1 838	1 588	1 338	1 088	838	588	338
	-3000	2 646	2 396	2 146	1 896	1 646	1 396	1 146	896	646	396

* Zmiana 4Q20 w stosunku do 1Q20. Źródło: Szacunki 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 Alior Banku. Obecnie spodziewamy się, że Alior Bank zanotuje stratę netto w wysokości PLN 438m w 2020 r. oraz PLN 401m w 2022 r. Dopiero w 2021 r. oczekujemy istotnej poprawy i dodatniego wyniku netto na poziomie PLN 155m.

- Obniżki stóp procentowych oraz pogarszające się otoczenie gospodarcze skłoniły nas do obniżenia wyniku odsetkowego o 12/17% w 2020/21P. Na obniżenie prognoz negatywny wpływ ma również niższa zakładana dynamika wolumenów kredytowych (obecnie oczekujemy -2/0% r/r w 2020/21P).
- Bardzo słaby wynik prowizyjny w 1Q20, jak również malejąca oczekiwana aktywność klientów wraz z zakładanym słabnącym popytem na kredyt skłoniły nas do obniżenia prognoz wyniku z opłat i prowizji o -10/-13% w 2020/21P.
- Solidny wynik z tyt. *tradingu* oraz lepszy niż zakładany wynik na sprzedaży AFS w 4Q19 oraz 1Q20 skłoniły nas do podwyższenia prognoz pozostałych przychodów o 55/56% w 2020/21P.
- Ze względu na oczekiwaną większą dyscyplinę kosztową obniżamy także nasze prognozy kosztów administracyjnych o 5/10% w 2020/21P.
- Ze względu na oczekiwane silne pogorszenie sytuacji gospodarczej podnosimy nasze prognozy kosztów ryzyka do 410/415pb w 2020/21P, co przekłada się na podwyższenie salda rezerw o odpowiednio 68/55% w 2020/21P.
- Nasze prognozy są istotnie poniżej konsensusu, który zakłada odpowiednio PLN 13m zysku netto w 2020P oraz PLN 187m zysku netto w 2021P.

Alior Bank – Zmiana prognoz na lata 2020-2021P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020P		Zmiana (%)	2021P		Zmiana (%)
	Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
Wynik odsetkowy	3 292	2 906	-12%	3 484	2 898	-17%
Wynik z opłat i prowizji	672	607	-10%	705	615	-13%
Pozostałe przychody	96	149	55%	98	154	56%
Przychody ogółem	4 060	3 662	-10%	4 287	3 667	-14%
Koszty administracyjne	-1 732	-1 652	-5%	-1 778	-1 606	-10%
EBIT przed rezerwami	2 328	2 010	-14%	2 509	2 060	-18%
Saldo rezerw	-1 353	-2 270	68%	-1 469	-2 281	55%
Zysk brutto	721	-475	na	773	-440	na
Podatek dochodowy	-239	37	na	-214	39	na
Zysk netto	482	-438	na	559	-401	na
Skorygowany zysk netto	482	-438	na	559	-401	na

Źródło: Szacunki BDM S.A.

Alior – Wynik netto, BDM vs. konsensus

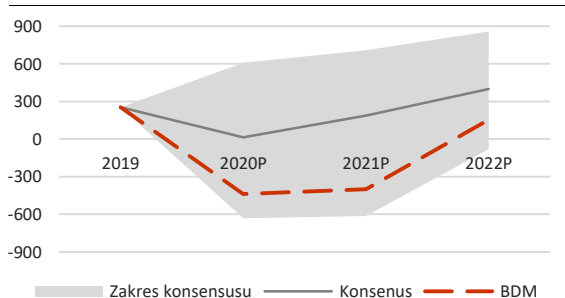
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020	2021P	2022P
BDM	-438	-401	155
Konsensus	13	187	399
BDM vs. konsensus	na	na	-61%

Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

Alior – Wynik netto, BDM vs. konsensus

PLNm



Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

Wyniki za 1Q20 i kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem

W 1Q20 zysk netto Alior Banku wyniósł PLN 73m i był istotnie powyżej rynkowych (PLN 57m). Pozytywnie zaskoczyło wszystkim saldo rezerw, lepszy był też wynik odsetkowy oraz pozostałe przychody. Rozczarował z kolei wynik prowizyjny. Na telekonferencji bank potwierdził, że w przeciwieństwie do innych banków w 1Q20 nie zawiązał rezerwy z tyt. COVID, a koszty ryzyka w 2020 r. są bardzo trudne do prognozowania. Zarząd poinformował jednocześnie, że na wynik z opłat i prowizji w 1Q20 wpływ miało zdarzenie jednorazowe, a w kolejnych kwartałach wpływ „małego TSUE” na wynik odsetkowy będzie mniejszy niż w 1Q20.

- W 1Q20 zysk netto Alior Banku wyniósł PLN 73m i był istotnie powyżej rynkowych (PLN 57m) oraz naszych (PLN 30m) oczekiwań. Pozytywnie zaskoczyło przede wszystkim saldo rezerw (-9% vs. konsensus), lepszy był również wynik odsetkowy oraz pozostałe przychody. Istotnie słabszy od oczekiwań były z kolei wynik prowizyjny (-14% vs. konsensus), nieznacznie rozczarowały również koszty.
- O ile pozytywnie oceniamy przede wszystkim szybszą niż zakładaliśmy odbudowę wyniku odsetkowego, zwracamy uwagę, że koszty ryzyka w 1Q20 wyniosły 210bp i wzrosły o „zaledwie” 10bp r/r co oznacza, że bank nie zawiązał dodatkowych rezerw uwzględniając zmieniające się dynamicznie otoczenie makroekonomiczne. Wydaje się to metodologicznie nie spójne z założeniami m.in. Santandera oraz mBanku, które zaprezentowały ostrożnościowe podejście do rezerw.
- Zwracamy uwagę, że o ile model biznesowy Aliora mógł być efektywny w dobrym otoczeniu gospodarczym, w momencie silnego spowolnienia gospodarczego staje się wrażliwy na wielu poziomach rachunku wyników oraz bilansu. Wynik odsetkowy, obecnie pod presją małego TSUE, w kolejnych kwartałach znacząco się obniży ze względu na obniżki stóp procentowych. Kredyty netto w 1Q20 wzrosły już tylko o 2% r/r (wobec 7% r/r w 1Q19). W kolejnych kwartałach prawdopodobny jest również istotny wzrost salda rezerw. Wśród największych banków notowanych na GPW Alior ma najwyższe koszty ryzyka, a dodatkowo, historycznie był jedynym bankiem, gdzie koszty ryzyka w segmencie korporacyjnym były wyższe niż w segmencie detalicznym. Dlatego też osłabienie wyników banku w najbliższych dwóch latach będzie istotne, ale skala osłabienia zależeć będzie od stopnia spowolnienia gospodarczego. Na koniec 1Q19 nadwyżka kapitałowa banku wyniosła PLN 2,2 mld wobec PLN 980m na koniec 2019 r. (w międzyczasie zniesiony został bufor ryzyka systemowego).

Alior Bank – 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	804	747	776	-3%	4%	2%	2%	763	761
Wynik z opłat i prowizji	170	165	137	-19%	-17%	-14%	-13%	160	159
Pozostałe przychody	52	-113	38	-27%	-134%	31%	81%	29	21
Przychody ogółem	1 026	799	952	-7%	19%	0%	1%	952	941
Koszty	-512	-352	-482	-6%	37%	3%	3%	-467	-467
EBIT przed rezerwami	514	447	470	-9%	5%	-3%	-1%	485	474
Saldo rezerw	-275	-335	-295	7%	-12%	-9%	-14%	-325	-344
Zysk brutto	185	55	121	-35%	118%	na	71%	Na	71
Zysk netto	103	-20	73	-29%	-468%	29%	144%	57	30

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

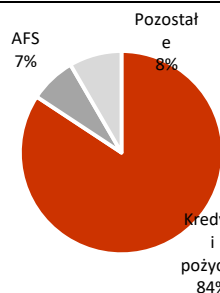
Kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem:

- Koszty ryzyka/saldo rezerw:**
 - W 1Q20 bank nie zawiązał dodatkowej rezerwy „na COVID”
 - Zarząd nie jest w stanie oszacować jakie będą koszty ryzyka w 2020 r.
 - W portfelu klienta biznesowego udział branż „wysokiego ryzyka” to 12%, a „średniego ryzyka” to 15% (wg klasyfikacji banku)

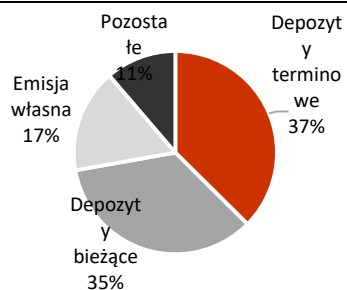
- W portfelu pożyczki gotówkowej ok. 2% to klienci z branży „wysokiego ryzyka”, a 18,5% z branży „średniego ryzyka” (wg klasyfikacji banku).
- Wpływ sprzedaży NPLi na saldo rezerw w 1Q20 wyniósł PLN 6-7m.
- **Wakacje kredytowe:**
 - Na koniec **kwietnia** na wakacje kredytowe zdecydowali się klienci odpowiadający za:
 - 11% portfela (łącznie)
 - 10,3% portfela w segmencie klienta indywidualnego
 - 11,6% portfela w segmencie klienta biznesowego
 - 22,8% portfela w leasingu
 - Wraz z upływem czasu skala wniosków istotnie się zmniejsza - w ostatnim tygodniu spłynęło 1,7 tys wniosków, podczas gdy w trzecim tygodniu marca było to 22 tys. wniosków.
 - Negatywne rozpatrzenie wniosku ma miejsce w przypadku stwierdzonego pogorszenia możliwości regulowania zobowiązań.
 - Większość ekspozycji z wakacjami kredytowymi to ekspozycje z Koszyka 1
- **Wynik odsetkowy:**
 - Wpływ obniżek stóp procentowych na wynik netto w 1Q20 wyniósł PLN 6m.
 - Małe TSUE – negatywny efekt w kolejnych kwartałach będzie istotnie niższy niż PLN 64m zaobserwowane w 1Q20.
- **Wynik z opłat i prowizji i pozostałe przychody**
 - Spadek przychodów z tytułu FX był pochodną dużej zmienności w ciągu trzech dni marca, która ze względu na istotne różnice między kursem transakcyjnym, a kursem domknięcia pozycji spowodowała stratę w wysokości PLN 20m. W opinii Zarządu jest to zdarzenie jednorazowe.
 - Wpływ ustawy covidowej na F&C jest marginalny (<2% portfela jest powyżej capu).
 - Na poziom pozostałych przychodów negatywny wpływ miała wycena IRS (PLN -7m) oraz rewaluacja Visa (PLN -8m).
- **Outlook na wyniki sektora:**
 - CEO: Wynik netto sektora w 2020 r. będzie niższy o co najmniej 50% r/r.
- **Wolumeny kredytowe:**
 - Bank oczekuje istotnego spadku sprzedaży leasingu w kolejnych kwartałach (60-70% r/r)
- **Koszty:**
 - Bank widzi potencjał do obniżenia kosztów m.in. po stronie kosztów czynszów, eksploatacji, konsultingu, itd.

Dane finansowe i operacyjne na wykresach

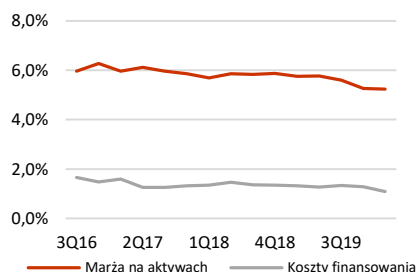
Struktura przychodów odsetkowych, 1Q20
(%)



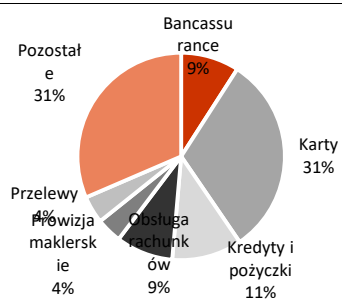
Struktura kosztów odsetkowych, 1Q20
(%)



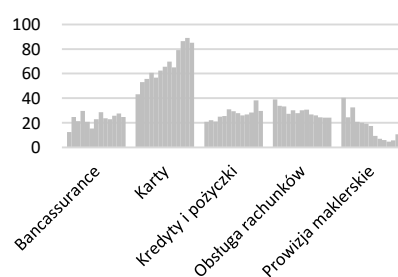
Marża na aktywach i koszty finansowania, (%)



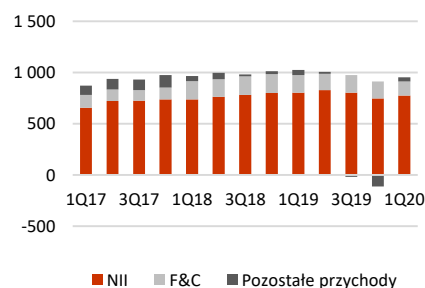
Struktura przychodów prowizyjnych, 1Q20
(%)



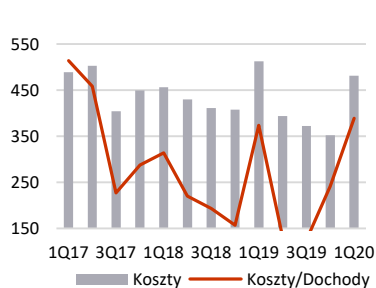
Przychody prowizyjne
(mln PLN)



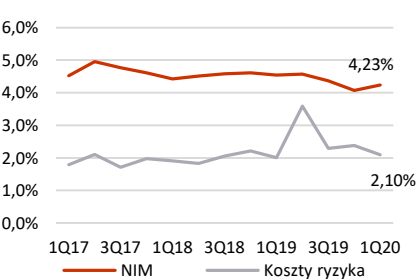
Struktura przychodów ogółem
(mln PLN)



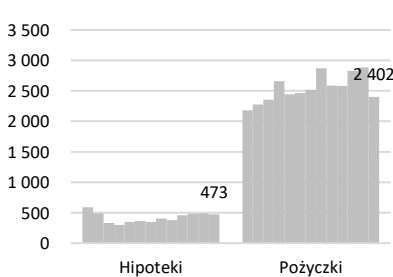
Koszty (mln PLN) oraz wskaźnik Koszty/dochody
(%)



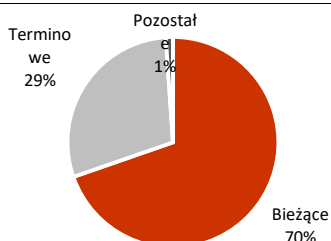
NIM i koszty ryzyka
(%)



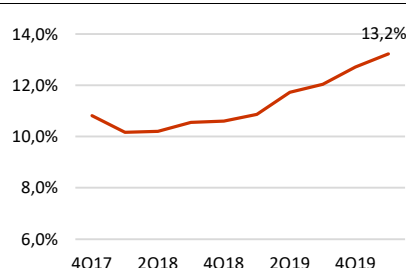
Sprzedaż kredytów
(mln PLN)



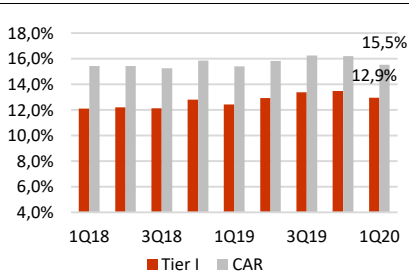
Struktura depozytów, 1Q20
(%)



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: krzysztof.tkocz@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	12,3	Kupuj	34,0	21.05.2020	8:00 CEST	13,69	46 295
Kupuj	34,0	-	-	16.01.2020	8:00 CEST	28,3	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	33%	2	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	11%	0	0%
Redukuj	4	44%	0	0%
Sprzedaj	1	11%	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 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 jakkolwiek 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 (bazujące 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 portfelow inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować 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 portfelow inwestycji i jakkolwiek 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 21.05.2020 roku (07:50 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.05.2020 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 wycytane 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 rekomendacje 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.

Ne 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 20.05.2020 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.