



Dom Maklerski BDM S.A.

## PEKAO

### RAPORT ANALITYCZNY

Oczekiwanie silne spowolnienie gospodarcze skłoniło nas do znaczącego obniżenia naszych prognoz dla Pekao. Obecnie spodziewamy się, że zysk netto spadnie -32% r/r w 2020P, pozostanie płaski w 2021P oraz dynamicznie wzrośnie dopiero w 2022P (34% r/r). Od początku roku kurs akcji Pekao spadł jednak aż 49% wobec 43% spadku indeksu WIG Banki. Tymczasem, w naszym przekonaniu, bank ma szansę przejść przez nadchodzący kryzys mniej „poturbowany” niż większość banków, ma relatywnie duże możliwości absorpcji wzrostu rezerw i minimalną ekspozycję na CHF. Zwracamy jednocześnie uwagę na ryzyko związane z głównym akcjonariuszem. Obniżamy naszą rekomendację dla Pekao do Akumuluj (z Kupuj) z ceną docelową PLN 55/akcję (vs. poprzednio PLN 123/akcję).

**Solidne wyniki za 1Q20.** W 1Q20 zysk netto Pekao był 52% powyżej konsensusu ze względu na niższe rezerwy, lepszy wynik odsetkowy oraz niższe koszty. O ile oczyszczone koszty ryzyka zaskoczyły pozytywnie, CRO spodziewa się, że w 2020 r. mogą być one 2-3x wyższe niż w latach poprzednich.

**Oczekujemy 32% r/r spadku zysku netto w 2020 r....** Ze względu na zakładany spadek wyniku odsetkowego (-2% r/r) oraz wzrost oczekiwanych kosztów ryzyka (do 108bp vs. 54bp w 2019 r. oraz 42bp w 2018 r.) przy niższych r/r kosztach oraz nieco słabszym wyniku prowizyjnym, oczekujemy, że zysk netto banku w 2020 r. spadnie -32% r/r do PLN 1,477m.

**... ale wciąż wysokiej rentowności...** Pomimo zakładanego wzrostu rezerw (110% r/r), w 2020 r. oczekujemy, że ROE banku spadnie do „zaledwie” 6,1% z 9,4%. Zwracamy również uwagę, że – według naszych szacunków – dopiero niemal 4,5-krotny wzrost kosztów ryzyka r/r spowodowałby stratę netto (przy niezmiennych pozostałych założeniach).

**... przy braku ryzyka CHF.** Na koniec 1Q20 walutowe kredyty hipoteczne stanowiły 3% portfela banku. Biorąc po uwagę rosnącą liczbę pozwów oraz ryzyko dalszego osłabienia złotówki, minimalna ekspozycja na CHF jest niewątpliwą zaletą banku w obecnych uwarunkowaniach.

**Rosnące ryzyko akcjonariusza.** Naszym zdaniem Pekao powinien przejść przez kryzys relatywnie mniej „poturbowany” niż większość banków. Spowolnienie gospodarcze eksponuje jednak ryzyko, że bank – ze względu na akcjonariusza – będzie angażować się w „wątpliwe” z punktu widzenia

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto (PLNm)	2 475	2 287	2 165	1 477	1 461	1 956
Zmiana r/r (%)	9%	-8%	-5%	-32%	-1%	34%
Skor. zysk netto (PLNm)	1 944	2 213	2 165	1 477	1 461	1 956
Zmiana r/r (%)	-1%	14%	-2%	-32%	-1%	34%
ROE skorygowane (%)	10,7%	9,9%	9,4%	6,1%	5,7%	7,2%
P/E (x) skorygowane	6,9	6,1	6,2	9,1	9,2	6,9
P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
DPS* (PLN)	7,9	6,6	6,6	0,0	3,9	5,2
DY* (%)	15,4%	12,8%	12,8%	0,0%	7,6%	10,1%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

## AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 55,0 PLN

21 MAJA 2020, 08:10 CEST

#### Podstawowe dane

Rekomendacja	Akumuluj
Cena docelowa [PLN]	55,0
Potencjał do wzrostu / spadku	7%
Poprzednia rekomendacja	Kupuj
Poprzednia cena docelowa	123,0
Kapitalizacja [PLNm]	13,500
Min (52) [PLN]	47,1
Max (52) [PLN]	113,9
Liczba akcji [mln. szt.]	262,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-50%
Stopa zwrotu za 6 mc	-51%
Stopa zwrotu za YTD	-49%

#### Struktura akcjonariatu:

PZU	20,0%
PFR	12,8%
OFE AVIVA	5,1%
OFE NN	5,0%
Pozostali	57,1%

Michał Fidelus

michal.fidelus@bdm.com.pl

tel. 666-073-972

Dom Maklerski BDM S.A.

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

#### Pekao vs. WIG – relatywny kurs akcji, 12M



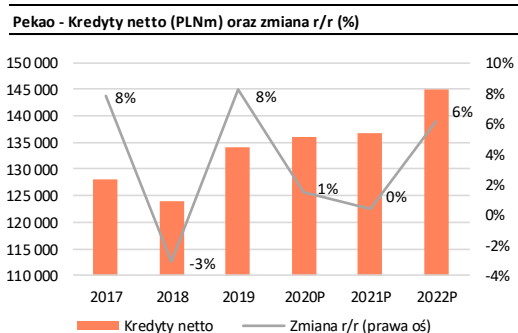
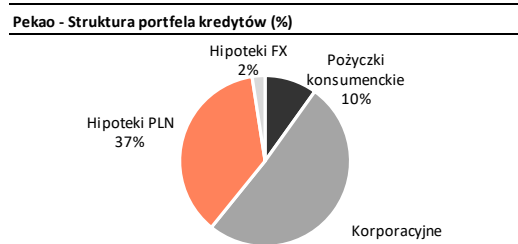
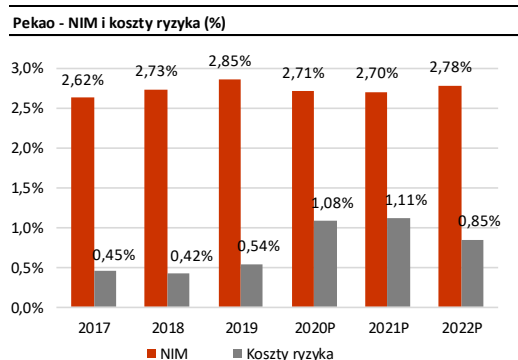
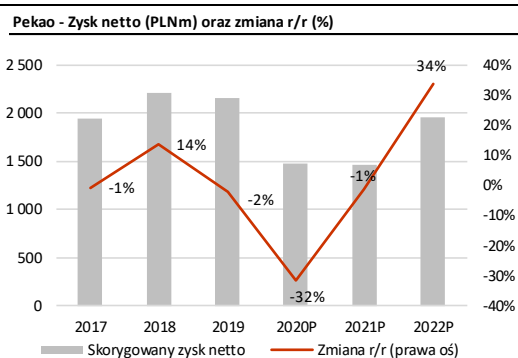
## SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
PODSUMOWANIE WYCENY .....	4
PODSUMOWANIE WYCENY .....	5
ZMIANA PROGNOZ NA LATA 2020-2021P.....	6
WYNIKI ZA 1Q20 I KLUCZOWE KWESTIE PO TELEKONFERENCJI Z ZARZĄDEM .....	7
DANE FINANSOWE I OPERACYJNE NA WYKRESACH .....	9

## Wybrane dane i prognozy finansowe

Rachunek wyników (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	4 593	4 994	5 468	5 385	5 405	5 696
F&C	2 353	2 463	2 534	2 488	2 399	2 518
Pozostałe przychody	368	388	280	178	199	237
<b>Przychody ogółem</b>	<b>7 314</b>	<b>7 844</b>	<b>8 282</b>	<b>8 051</b>	<b>8 002</b>	<b>8 451</b>
Koszty osobowe	-1 950	-2 037	-2 078	-2 068	-2 076	-2 146
Koszty rzeczowe i amortyzacja	-1 585	-1 673	-1 914	-1 830	-1 835	-1 881
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-3 535</b>	<b>-3 710</b>	<b>-3 992</b>	<b>-3 897</b>	<b>-3 911</b>	<b>-4 027</b>
<b>EBIT przed rezerwami</b>	<b>3 779</b>	<b>4 134</b>	<b>4 290</b>	<b>4 154</b>	<b>4 091</b>	<b>4 424</b>
Saldo rezerw	-557	-525	-696	-1 461	-1 515	-1 198
- Podatek bankowy	-522	-562	-591	-606	-613	-639
<b>Zysk brutto</b>	<b>3 153</b>	<b>3 047</b>	<b>3 002</b>	<b>2 087</b>	<b>1 964</b>	<b>2 586</b>
Podatek dochodowy	-677	-760	-836	-609	-502	-629
<b>Zysk netto</b>	<b>2 475</b>	<b>2 287</b>	<b>2 165</b>	<b>1 477</b>	<b>1 461</b>	<b>1 956</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>1 944</b>	<b>2 213</b>	<b>2 165</b>	<b>1 477</b>	<b>1 461</b>	<b>1 956</b>
Bilans (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Środki w Banku Centralnym	5 236	13 027	5 163	5 214	5 266	5 319
Należności od banków	2 627	2 268	1 791	1 738	1 686	1 635
Aktywa finansowe	40 245	41 115	49 632	49 769	49 911	50 059
Kredyty netto	127 949	123 970	134 200	136 150	136 694	145 033
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>185 466</b>	<b>191 090</b>	<b>203 323</b>	<b>205 994</b>	<b>208 054</b>	<b>217 208</b>
Zobowiązania wobec banków	4 987	5 621	6 544	6 213	5 716	5 258
Depozyty	146 186	149 491	157 990	162 013	163 471	172 298
Kapitał własny	23 268	22 797	23 386	25 060	26 521	27 454
<b>Zobowiązania i kapitał własny</b>	<b>185 466</b>	<b>191 090</b>	<b>203 323</b>	<b>205 994</b>	<b>208 054</b>	<b>217 208</b>
Kluczowe wskaźniki (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM (na AIEA)	2,62%	2,73%	2,85%	2,71%	2,70%	2,78%
Koszty ryzyka	0,45%	0,42%	0,54%	1,08%	1,11%	0,85%
Koszty/Dochody	48,3%	47,3%	48,2%	48,4%	48,9%	47,7%
ROE	10,7%	9,9%	9,4%	6,1%	5,7%	7,2%
ROA	1,4%	1,2%	1,1%	0,7%	0,7%	0,9%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	83,8%	75,7%	0,0%	0,0%	70,0%	70,0%
Efektywna stopa podatkowa	21,5%	24,9%	27,8%	29,2%	25,6%	24,3%
Kapitał/Aktywa	12,5%	11,9%	11,5%	12,2%	12,7%	12,6%
Kredyty/Depozyty	87,5%	82,9%	84,9%	84,0%	83,6%	84,2%
Kredyty/Aktywa	69,0%	64,9%	66,0%	66,1%	65,7%	66,8%
Tier I	16,1%	15,8%	15,0%	14,3%	14,8%	15,6%
CAR	17,1%	17,4%	17,1%	16,3%	16,8%	17,5%
Pozostałe dane	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Rozwodniona liczba akcji (m)	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5
Skorygowany EPS (PLN)	7,4	8,4	8,2	5,6	5,6	7,5
BVPS (PLN)	88,6	86,9	89,1	95,5	101,0	104,6
DPS* (PLN)	7,90	6,60	6,60	0,00	3,90	5,22
DY*	15,4%	12,8%	12,8%	0,0%	7,6%	10,1%
Skorygowane P/E (x)	6,9	6,1	6,2	9,1	9,2	6,9
P/BV (x)	0,58	0,59	0,58	0,54	0,51	0,49
P&L - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	5%	9%	9%	-2%	0%	5%
F&C	-2%	5%	3%	-2%	-4%	5%
Przychody ogółem	0%	7%	6%	-3%	-1%	6%
Koszty	1%	5%	8%	-2%	0%	3%
Saldo rezerw	11%	-6%	33%	110%	4%	-21%
Zysk netto	9%	-8%	-5%	-32%	-1%	34%
Skorygowany zysk netto	-1%	14%	-2%	-32%	-1%	34%
Bilans - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	8%	-3%	8%	1%	0%	6%
Depozyty	6%	2%	6%	3%	1%	5%
Aktywa	6%	3%	6%	1%	1%	4%

\*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 silnego spowolnienia gospodarczego, 2) ryzyko znaczącego pogorszenia jakości aktywów, 3) ryzyko dot. portfela walutowych kredytów hipotecyjnych, 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 Pekao widzimy następujące ryzyka: 1) większy od oczekiwanego wzrost kosztów ryzyka, 2) emisja akcji w związku z potencjalnym przejęciem mBanku, 3) ryzyko nieudanego połączenia z innym bankiem, 4) ryzyko akcjonariusza, 5) ryzyko utraty kluczowego personelu.

## Podsumowanie wyceny

Wyceny akcji banku Pekao 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 Pekao na poziomie PLN 55 za akcję, co oznacza 7% potencjał wzrostu.

### Podsumowanie wyceny

<b>Model ROE-P/BV</b>	<b>65,0</b>
Waga (%)	20%
<b>Model zdyskontowanych zysków rezydualnych</b>	<b>53,0</b>
Waga (%)	80%
<b>Cena docelowa</b>	<b>55,0</b>
Cena bieżąca	51,4
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>7%</b>

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 1.1 oraz premię za ryzyko 5.0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 9.5%. 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 Pekao na poziomie PLN 53 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 2020-2021E implikuje wycenę Pekao na poziomie PLN 65,0 na akcję.

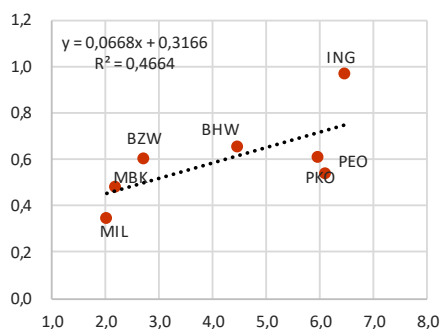
Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Ta zależność jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg 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	27 100	10,6	12,7	0,61	0,58	5,9%	4,7%
<b>Pekao</b>	<b>13 500</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>0,54</b>	<b>0,51</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,7%</b>
Santander	15 800	22,8	26,0	0,60	0,59	2,7%	2,3%
mBank	7 930	22,4	24,0	0,48	0,47	2,2%	2,0%
ING BSK	17 100	16,1	16,5	0,97	0,91	6,5%	5,7%
Handlowy	4 870	15,1	15,4	0,65	0,63	4,4%	4,2%
Millennium	3 180	17,5	11,4	0,35	0,34	2,0%	3,0%
Alior Bank	1 790	-4,1	-4,5	0,28	0,30	-6,7%	-6,6%
<b>Mediana</b>		<b>15,6</b>	<b>14,0</b>	<b>0,57</b>	<b>0,55</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>
Pekao premia/dyskonto do mediany		-41%	-34%	-6%	-7%		

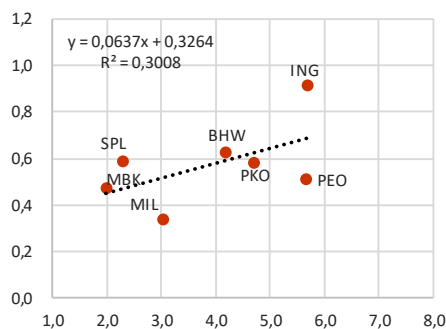
Źródło: BDM S.A.

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	65,0
Waga (%)	20%
Model zdysk. zysków rez.	53,0
Waga (%)	80%
<b>12M cena docelowa</b>	<b>55,0</b>
Cena bieżąca	51,4
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>6,9%</b>

## Model ROE-P/BV:

Równania regresji:  
 2020E P/BV = 0,0668\*ROE+0,3166  
 2021E P/BV = 0,0637\*ROE+0,3264

## Wagi:

2020P	80%
2021P	20%

## Wycena

Wartość godziwa (PLNm)	17 061
Wycena akcję (PLN)	65,0
Potencjał wzrostu/spadku (%)	26,4%

Model zdyskontowanych zysków rezydualnych	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	Terminal
Zysk netto (PLNm)	2 165	1 477	1 461	1 956	2 054	2 157	2 221
Zmiana r/r (%)		-32%	-1%	34%	5%	5%	3%
Kapitał własny (PLNm)	23 386	25 060	26 521	27 454	28 139	29 269	30 412
Wskaźnik wypłaty dyw.	76%	0%	0%	70%	50%	50%	60%
ROE (%)	9,4%	6,1%	5,7%	7,2%	7,4%	7,5%	7,5%
COE (%)	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Nadwyżka ROE nad COE (%)	-0,1%	-3,4%	-3,8%	-2,3%	-2,1%	-2,0%	-2,0%
Zdysk. zysk rezydualny		-818	-897	-503	-443	-394	-6 370
Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%						
Wartość bieżąca ZZR	-3 055						
Zdysk. wartość rez.	-6 370						
Kapitał własny 2019E	23 386						
Wartość godziwa	13 962						
Liczba akcji (mln)	262						
<b>WG na akcję (PLN)</b>	<b>53,0</b>						
Cena rynkowa (PLN)	51,4						
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>	<b>3%</b>						

Źródło: BDM S.A.

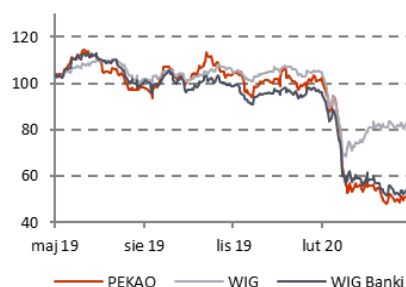
Model zdyskontowanych zysków rez.:	
- Beta	1,1
- Stopa wolna od ryzyka (%)	4,00%
- Premia za ryzyko (%)	5,00%
- Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%
- ROE w długim terminie (%)	7,5%

## Wycena:

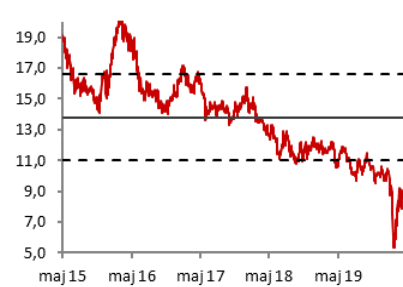
Wartość godziwa (PLNm)	13 962
Wycena akcję (PLN)	53,0
Potencjał wzrostu/spadku (%)	3,0%

COE (%)	ROE w długim terminie (%)			
		7,0%	7,5%	8,0%
	9,0%	53,0	59,0	66,0
	9,5%	47,0	53,0	59,0
	10,0%	42,0	48,0	53,0

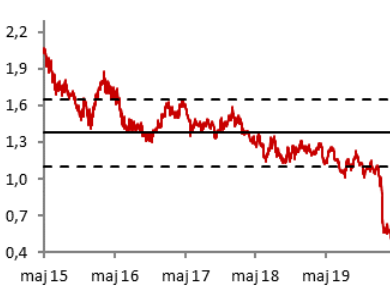
Pekao - relatywny kurs akcji (12M)



Pekao - 1YF P/E, 5Y



Pekao - 1YF P/BV, 5Y



Źródło: Bloomberg, 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 Pekao. Obecnie spodziewamy się istotnego spadku zysku netto w 2020P (do PLN 1,477m, -32% r/r), nieznacznego pogorszenia również w 2021P (do PLN 1,461m, -1% r/r) oraz znaczącej poprawy dopiero w 2022P (do PLN 1,956m, 34% r/r).

- Obniżki stóp procentowych oraz pogarszające się otoczenie gospodarcze skłoniły nas do obniżenia prognoz wyniku odsetkowego o 7/13% w 2020/21P. Na obniżenie prognoz negatywny wpływ ma również niższa zakładana dynamika wolumenów kredytowych (oczekujemy 1/0% 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 3/10% w 2020/21P.
- Niższe od oczekiwań saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych w 1Q20 skłoniło nas także do obniżenia prognoz pozostałych przychodów o 10/5% w 2020/21P.
- W 2020P pozostawiamy nasze prognozy kosztów bez zmian, a w 2021P - ze względu na oczekiwaną większą dyscyplinę kosztową - obniżamy prognozy kosztów administracyjnych o 3%.
- Ze względu na oczekiwane silne pogorszenie sytuacji gospodarczej oraz wysokie saldo rezerw w 1Q20 podnosimy nasze prognozy kosztów ryzyka do 108/111pb w 2020/21P, co przekłada się na podwyższenie salda rezerw o odpowiednio 102/89% w 2020/21P.
- Nasze prognozy są odpowiednio 1/20% poniżej konsensusu.

### Pekao – Zmiana prognoz na lata 2020-2021P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020P		Zmiana (%)	2021P		Zmiana (%)
	Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
<b>Wynik odsetkowy</b>	<b>5 818</b>	<b>5 385</b>	<b>-7%</b>	<b>6 177</b>	<b>5 405</b>	<b>-13%</b>
Wynik z opłat i prowizji	2 577	2 488	-3%	2 654	2 399	-10%
Pozostałe przychody	199	178	-10%	210	199	-5%
<b>Przychody ogółem</b>	<b>8 593</b>	<b>8 051</b>	<b>-6%</b>	<b>9 041</b>	<b>8 002</b>	<b>-11%</b>
<b>Koszty administracyjne</b>	<b>-3 904</b>	<b>-3 897</b>	<b>0%</b>	<b>-4 019</b>	<b>-3 911</b>	<b>-3%</b>
<b>EBIT przed rezerwami</b>	<b>4 690</b>	<b>4 154</b>	<b>-11%</b>	<b>5 022</b>	<b>4 091</b>	<b>-19%</b>
Saldo rezerw	-722	-1 461	102%	-801	-1 515	89%
Podatek bankowy	-625	-606	-3%	-652	-613	-6%
<b>Zysk brutto</b>	<b>3 343</b>	<b>2 087</b>	<b>-38%</b>	<b>3 568</b>	<b>1 964</b>	<b>-45%</b>
Podatek dochodowy	-793	-609	-23%	-823	-502	-39%
<b>Zysk netto</b>	<b>2 551</b>	<b>1 477</b>	<b>-42%</b>	<b>2 745</b>	<b>1 461</b>	<b>-47%</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>2 551</b>	<b>1 477</b>	<b>-42%</b>	<b>2 745</b>	<b>1 461</b>	<b>-47%</b>

Źródło: Szacunki BDM S.A.

### Pekao – Wynik netto, BDM vs. konsensus

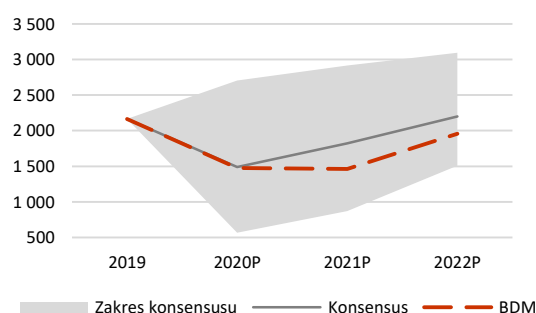
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020P	2021P	2022P
BDM	1 477	1 461	1 956
Konsensus	1 489	1 822	2 200
<b>BDM vs. konsensus</b>	<b>-1%</b>	<b>-20%</b>	<b>-11%</b>

Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

### Pekao – 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 Pekao w 1Q20 wyniósł PLN 187m i był 52% powyżej konsensusu oraz 23% powyżej naszych oczekiwań. Pozytywnie zaskoczyły rezerwy (choć odpis na COVID był zgodny z wcześniejszym komunikatem), wynik odsetkowy oraz koszty. Rozczarowały jedynie pozostałe przychody, ale częściowo było to efektem negatywnej wyceny Visa. Na telekonferencji Zarząd poinformował, że w 2020 r. koszty ryzyka będą prawdopodobnie 2-3x wyższe niż w poprzednich latach. Wiceprezes ds. Zarządzania ryzykiem dodał również, że najwyższe koszty ryzyka powinny mieć miejsce na przełomie 3 i 4Q20 po wygaśnięciu programów rządowych.

- Wyniki Pekao za 1Q20 odbieramy pozytywnie. Zysk netto wyniósł PLN 187m i był 52% powyżej konsensusu (PLN 123m) oraz 23% powyżej naszych oczekiwań (PLN 152m).
- Pozytywnie zaskoczyły trzy kluczowe linie. Znacznie niższe od konsensusu były rezerwy (-15%), chociaż rezerwa na COVID była zgodna z wcześniejszym komunikatem. Pozytywnie zaskoczył także wynik odsetkowy (+2% vs. konsensus), przy dobrej dynamice wzrostu kredytów. Lepsze od oczekiwań były również koszty (-1% vs. konsensus) pomimo zawiązania rezerwy na zwolnienia grupowe oraz na restrukturyzację oddziałów. Rozczarowały jedynie pozostałe przychody, ale częściowo było to efektem negatywnej wyceny Visa.
- Podobnie jak w innych bankach kluczowe dla wyników Pekao w najbliższych dwóch latach będzie skala osłabienia gospodarczego. Zwracamy jednak uwagę, że ze względu na relatywnie niskie koszty ryzyka (54bp w 2019 r.) Pekao jest relatywnie bardziej niż większość banków odporne na wzrost salda rezerw.

### Pekao – 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	1 300	1 419	1 428	10%	1%	2%	2%	1 396	1 406
Wynik z opłat i prowizji	604	655	614	2%	-6%	0%	0%	616	615
Pozostałe przychody	43	126	29	-32%	-77%	-47%	-51%	55	59
Przychody ogółem	1 947	2 199	2 072	6%	-6%	0%	0%	2 067	2 081
Koszty	-1 252	-885	-1 250	0%	41%	-1%	-2%	-1 269	-1 277
EBIT przed rezerwami	695	1 314	821	18%	-37%	3%	2%	801	804
Saldo rezerw	-110	-233	-331	202%	42%	-15%	-11%	-390	-373
Zysk brutto	436	932	334	-23%	-64%	na	19%	na	280
Zysk netto	242	684	187	-23%	-73%	52%	23%	123	152

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

### Kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem:

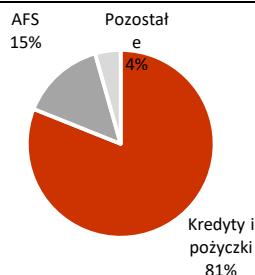
- **Koszty ryzyka/saldo rezerw:**
  - Rezerwa na COVID to rezerwa „raczej statystyczna”, wynikająca z podwyższenia parametrów ryzyka (m.in. PD).
  - Za znormalizowane koszty ryzyka w banku CRO uważa poziom 45-50bp, ale w 2020 r. będzie prawdopodobnie 2-3x wyższy niż w poprzednich latach.
  - Najwyższe koszty ryzyka powinny mieć miejsce na przełomie 3 i 4Q20 po wygaśnięciu programów rządowych.
  - CRO zwraca uwagę, że zwykle I kwartał jest lepszy pod względem kosztów ryzyka ze względu na sezonowość.
  - Na poziom kosztów ryzyka w detalu w 1Q20 pozytywny wpływ miały korekty, które spowodowały reklasyfikację rezerw między segmentem detalicznym, a korporacyjnym

- **Wynik odsetkowy:**
  - Zakładany wpływ obniżek stóp% na NIM w 2020r. to 30bp. Wpływ ten uwzględnia obniżenie kosztu finansowania. Ubytek w NII bank zamierza kompensować poprzez podwyżki marż przy rolowaniu kredytów (selektywnie) i korektę polityki cenowej, dalszą obniżkę kosztów finansowania, a także procesy takie jak automatyzacja, digitalizacja, itd. CFO widzi również potencjał do poprawy w wyniku z opłat i prowizji.
  - Zarząd podtrzymuje szacunki wpływu małego TSUE - c. PLN 100m rocznie na NII oraz c. PLN 10-15m na F&C.
- **Wakacje kredytowe:**
  - Na wakacje kredytowe zdecydowali się klienci odpowiadający za 6% portfela kredytów detalicznych oraz 5% portfela kredytów SME i Mikro.
- **Kredyty/Depozyty:**
  - Bank, zgodnie z tendencją w sektorze, zmniejszył apetyt na ryzyko, co znajdzie odzwierciedlenie w nowej sprzedaży.
  - W II połowie marca i w kwietniu sprzedaż pożyczek spadła o ponad 60% w stosunku do poprzednich miesięcy, a sprzedaż SME o ponad 40%.
  - Sprzedaż hipotek pozostała relatywnie silna (bank nie zanotował spadku). Potencjalny spadek popytu na hipoteki w banku będzie mniejszy niż w sektorze, ze względu na dużą liczbę placówek banku poza dużymi aglomeracjami.
- **Koszty:**
  - Proces zwolnień grupowych na razie został wstrzymany, bank skupia się obecnie na zapewnieniu ciągłości procesów. Decyzja odnośnie realizacji zostanie podjęta w najbliższych miesiącach.
- **Pozostałe:**
  - Zarząd spodziewa się utrzymania w miarę stabilnych poziomów współczynnika wypłacalności pomimo oczekiwanego spowolnienia.
  - Zarząd zarekomendował pozostawienie 75% zysku za 2019 r. jako niepodzielonego, co umożliwi jego wypłatę w formie dywidendy w kolejnych latach (w przypadku zgód regulacyjnych). Gdyby nie epidemia, Zarząd rekomendowałby przeznaczenie c. 75% zysku na dywidendę.
  - Nowy CEO nie zakłada żadnych zmian w Zarządzie
  - Środowisko niskich stóp % będzie naturalnym katalizatorem konsolidacji w sektorze, „my mamy oczy szeroko otwarte, tego typu decyzje będą zapadały z punktu widzenia ekonomicznych wartości" (PAP).

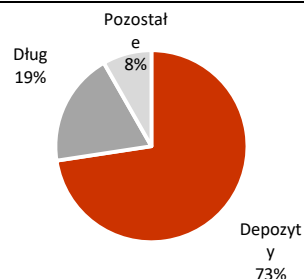


## Dane finansowe i operacyjne na wykresach

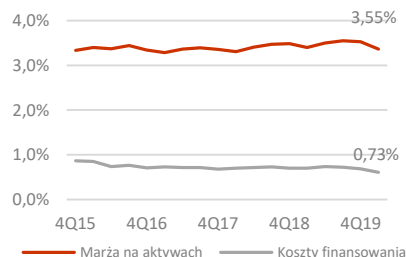
**Struktura przychodów odsetkowych, 1Q20**  
(%)



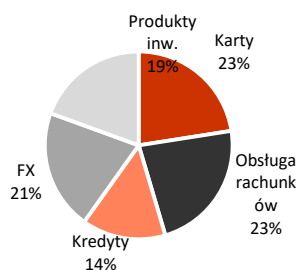
**Struktura kosztów odsetkowych, 1Q20**  
(%)



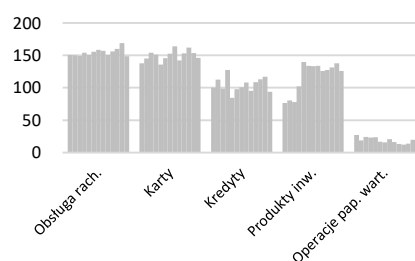
**Marża na aktywach i koszty finansowania, (%)**



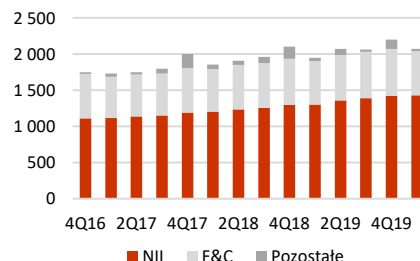
**Struktura przychodów prowizyjnych, 1Q20**  
(%)



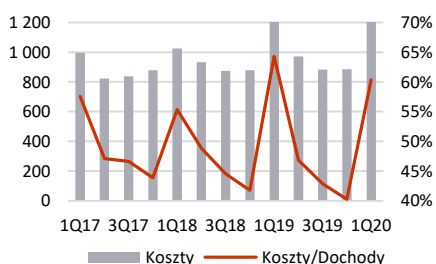
**Przychody prowizyjne**  
(mln PLN)



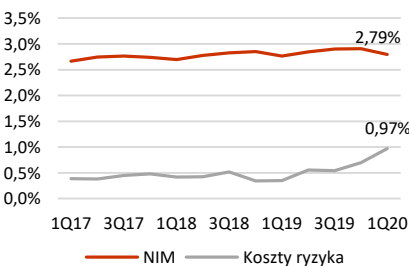
**Struktura przychodów ogółem**  
(mln PLN)



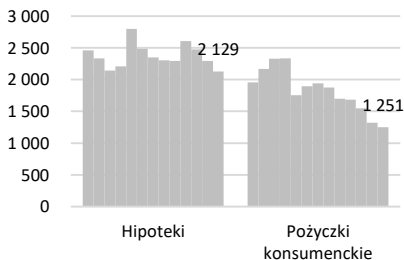
**Koszty (mln PLN) oraz wskaźnik Koszty/dochody**  
(%)



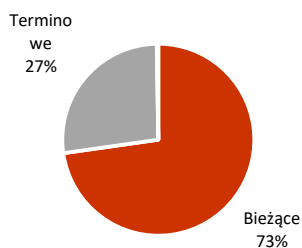
**NIM i koszty ryzyka**  
(%)



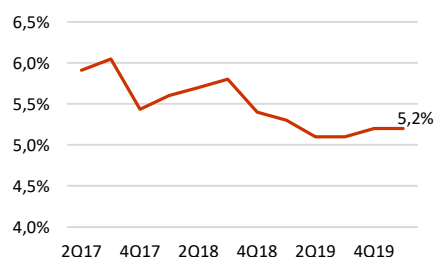
**Sprzedaż kredytów**  
(mln PLN)



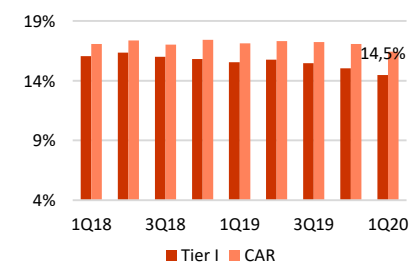
**Struktura depozytów, 1Q20**  
(%)



**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](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**Michał Fidelus**

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

**Adrian Górniak**

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

**Krzysztof Tkocz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

## Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	55,0	Kupuj	123,0	21.05.2020	8:10 CEST	51,4	46 295
Kupuj	123,0	-	-	16.01.2020	8:00 CEST	105,0	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

#### 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).

#### 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.

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	30%	2	100%
Akumuluj	1	10%	0	0%
Trzymaj	1	10%	0	0%
Redukuj	4	40%	0	0%
Sprzedaj	1	10%	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](http://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 instrument 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 (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 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 21.05.2020 roku (08:10 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 są sprawne.

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 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.