

poniedziałek, 7 marca 2022 | komentarz specjalny

PGNiG: Analiza portfela kontraktów LNG

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 8,18 PLN | cena bieżąca: 6,83 PLN

PGN PW; PGN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 | +48 667 770 837

W obecnej sytuacji ryzyka zaostrzenia bilansu na europejskim rynku gazowym (albo przez ostrzejsze sankcje na Rosję, albo wstrzymanie dostaw rurociągami do UE) w centrum zainteresowania jest potencjał importowy w zakresie LNG. W tym kontekście warto zwrócić uwagę nie tylko na techniczne możliwości polskiego terminala LNG (6 mld m³), ale także na aktualny portfel długoterminowych kontraktów posiadany przez PGNiG (od przyszłego roku 12 mld m³). Znaczna część tych umów (9,4 mld m³) opiera się na amerykańskim benchmarku Henry Hub (HH), co ma istotne znaczenie przy obecnym rozwarstwieniu cen transatlantyckich (po uwzględnieniu kosztów skroplenia i frachtu spread HH-TTF sięga w zależności od horyzontu dostaw od 10 EUR/MWh do nawet ponad 100 EUR/MWh). Dynamika notowań jest bardzo duża (jeszcze na początku 2021 roku ten spread był bliski zera), ale bazując na obecnej krzywej terminowej, raportowanych przez Spółkę pozycjach hedgingowych i kilku upraszczających założeniach, szacujemy że PGNiG może na imporcie LNG z USA wygenerować tylko w latach 2023-24 marżę rzędu 24 mld PLN. Po opodatkowaniu stanowi to prawie 50% dzisiejszej kapitalizacji Spółki, a nie uwzględniamy tutaj potencjalnego dodatkowego wyniku na kontraktach na 2025 rok (obecna krzywa FWD implikuje dodatkowy 1 mld EUR zysku). Oczywiście te wyniki nie są jeszcze zagwarantowane, ale Spółka będzie systematycznie zabezpieczać tę ekspozycję i należy bacznie przyglądać się notowaniom TTF vs Henry Hub. Jest to naszym zdaniem kolejny argument za kupowaniem akcji PGNiG.

Kontrakty PGNiG

Aktualny portfel kontraktów długoterminowych na zakup LNG od przyszłego roku wygląda w PGNiG następująco:

- **Qatargas** - 2,7 mld m³ rocznie do 2034 roku, z czego 1,3 mld m³ jest indeksowane do cen ropy, a pozostała część opiera się o ceny rynkowe.
- **Cheniere Energy** - 1,95 mld m³ rocznie do 2042 roku z dostawą do terminala w Świnoujściu z ceną indeksowaną do benchmarku Henry Hub
- **Venture Global** - 7,4 mld m³ rocznie do 2043 roku z odbiorem w terminalach w USA (2 mld m³ w Calcasieu Pass i 5,4 mld m³ w Plaquemines) z ceną indeksowaną do benchmarku Henry Hub. Terminal Calcasieu Pass jest już w fazie rozruchu od listopada 2021 roku (pełne zdolności produkcyjne na poziomie 16 mld m³ ma osiągnąć do końca tego roku). Terminal Plaquemines uzyskał FID, a prace budowlane rozpoczęły się w 2021 roku i kolejne ciągi skraplające mają być uruchamiane sukcesywnie w przyszłym roku. Pełne zdolności produkcyjne na poziomie 13 mld m³ (pierwszy etap) ma osiągnąć w roku 2024.

Łącznie w kontraktach długoterminowych PGNiG będzie więc kupować 12 mld m³. Zdolności operacyjne terminala w Świnoujściu wynoszą obecnie 6,2 mld m³, a po planowanych inwestycjach wzrosną do 8,3 mld m³ od roku 2024. Potencjalnie import do Polski może być realizowany przez powstające połączenie Polska-Litwa (1,9 mld m³) i terminal LNG w Kłajpedzie (nominalne zdolności importowe ~1,9 mld m³), aczkolwiek ten terminal już pracuje na pełnym obciążeniu i obsługuje głównie autocysterny LNG. W bazowym scenariuszu PGNiG około połowę portfela LNG będzie więc plasować poza Polską (kontrakty DES Świnoujście to łącznie 4,65 mld m³).

Mechanika kontraktacji PGNiG

Obecnie PGNiG sprzedaje do klientów końcowych w Polsce około 20 mld m³ oraz 6 mld m³ do klientów zagranicznych (głównie rynek niemiecki). Cena sprzedaży oparta jest na notowaniach giełdowych, z tym że około 5,4 mld m³ wolumeny jest taryfowane przez URE (taryfa opiera się o kontraktację TGE więc również jest oparta o ceny rynkowe, ale może podlegać „korektom” Regulatora). W obszarze obrotu PGNiG zarządza więc swoją pozycją zakupową tak, aby odzwierciedlać rynkowe formuły w kontraktach z klientami (TGE, TTF).

W przypadku kontraktu katarskiego 1,4 mld m³ jest indeksowane do giełdowych cen europejskich (prawdopodobnie, bo formuła nie została upubliczniona), a 1,3 mld m³ opiera się na średniej kroczącej cen ropy z ostatnich 3 miesięcy (ta część jest naturalnie hedgowana przez ropę wydobywaną w Grupie).

Kontrakty „amerykańskie” (9,4 mld m³) są indeksowane do Henry Hub (HH) i w tej części, która ma zabezpieczać detaliczny portfel sprzedażowy PGNiG w Europie, pojawia się ryzyko spreadu cenowego Henry Hub-TTF. Polityka zabezpieczeń PGNiG zakłada otwieranie pozycji w horyzoncie 3-letnim. W poniższej tabeli podsumowujemy raportowane przez Spółkę kontrakty zabezpieczające transakcje indeksowane do benchmarku HH.

Na koniec września 2021 roku w ramach rachunkowości zabezpieczeń otwarte pozycje opiewały na około 52 TWh, ale nie znamy zapadalności tych kontraktów, poza ogólną informacją, że obejmują horyzont do 4 lat. Roczny wolumen LNG zakontraktowany w terminalach w USA to około 103 TWh, ale tak jak sygnalizowaliśmy wcześniej, tylko część „zmieści” się w polskim terminalu LNG (około 38 TWh w 2023 i około 61 TWh od 2024 roku). W tym kontekście te zabezpieczone 52 TWh raczej nie dotyczy tylko roku 2023.

Skumulowany wolumen kontraktów zabezpieczających zakup gazu na benchmarku Henry Hub i średni poziom spreadu HH-TTF w dostawie na rok 2023

	2019	2020	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22
wolumen TWh	4,5	18,8	25,5	37,5	52,2	?	?
spread EUR/MWh	-0,2	-1,6	-1,5	1,1	3,6	14,6	35,9

Źródło: PGNiG, mBank

Zwracamy uwagę, że ze względu na przedstawioną wcześniej specyfikę portfela sprzedażowego, PGNiG nie zabezpiecza stricte ceny zakupu HH, ale swapuje HH na TTF (zabezpieczając cenę zakupu LNG, jednocześnie sprzedaje gaz na formułę TTF). Stąd wynik raportowany na wycenie pozycji na HH (+0,55 mld PLN przy przedziale cenowym instrumentów 2,25-3,48 USD/mmBtu) nie ma istotnego znaczenia gdyż zapewne jest kompensowany stratą na drugiej „nodze” pozycji zabezpieczającej.

Model biznesowy PGNiG nie przewiduje spekulacji na cenie surowca, ale obecna ekstremalna sytuacja na rynku gazu (opisujemy ją poniżej) i związane z nią znaczne różnice w cenach gazu w Europie i USA będą miały naszym zdaniem istotny pozytywny wpływ na rentowność amerykańskich kontraktów PGNiG, przynajmniej w pierwszy latach ich

realizacji. Główne powody tych oczekiwanych nadzwyczajnych zysków to:

- **rekordowy spread** cenowy EU-USA już uwzględniający koszt skroplenia i transportu LNG do Europy
- **zasady polityki hedgingowej PGNiG** – stopniowe zabezpieczanie ekspozycji w horyzoncie 3 lat - kolejne transakcje zabezpieczające dostawy na lata 2023-24 będą uwzględniały coraz większy spread
- **odbiór 7,4 mld m³ na zasadzie FOB USA** – ten wolumen co do zasady w pierwszych latach jest traktowany tradingowo (brak możliwości dostaw do Polski z/w na ograniczone moce terminala w Świnoujściu) i raczej nie był do tej pory swapowany na TTF, a przy obecnych spreadach na pewno trafi na rynek europejski.

Szacunki marży na kontraktach LNG w 2023-24

Według naszych szacunków wspomniany wolumen 52 TWh gazu z kontraktów LNG z USA jest zabezpieczony ze średnią „marżą” HH-TTF na poziomie 0,6 EUR/MWh. Niemniej jednak jak przedstawiamy w tabeli powyżej, średni rynkowy spread transatlantycki z dostawą na rok 2023 w 4Q'21 wzrósł do 15 EUR/MWh, w 1Q'22 wynosi średnio 36 EUR/MWh, a obecne odczyty przekraczają 50 EUR/MWh. Z kolei aktualny spread HH-TTF w kontraktach z dostawą na rok 2024 wynosi 21 EUR/MWh.

Do naszych kalkulacji potencjalnej marży do wygenerowania na kontraktach LNG z USA w latach 2023-24 przyjmujemy następujące założenia:

- całkowity wolumen importu LNG z USA w oparciu o cenę Henry Hub na lata 2023-24 na poziomie 18,8 mld m³ (206 TWh) - założenie uruchomienia wszystkich terminali na czas
- koszty frachtu na poziomie kwotowań Reutersa dla trasy Sabine Pass - Świnoujście
- koszty opłaty dla operatora terminala LNG (w tym logistyka gazu do terminala, opłata za skroplenie) na poziomie 2,5 USD/mmBtu
- uwzględniamy 52 TWh zabezpieczone do końca września 2021 roku na spreadzie HH-TTF 0,6 EUR/MWh
- przyjmujemy, że w 4Q'21 PGNiG zabezpieczył spread na kolejnych 14,7 TWh (podobny wolumen zabezpieczony w 3Q'21)
- pozostałą szacowaną otwartą pozycję na koniec 2021 roku (139 TWh) dzielimy 50:50 na dostawy na rok 2023 (spread 50 EUR/MWh) i 2024 (aktualny spread 21 EUR/MWh).

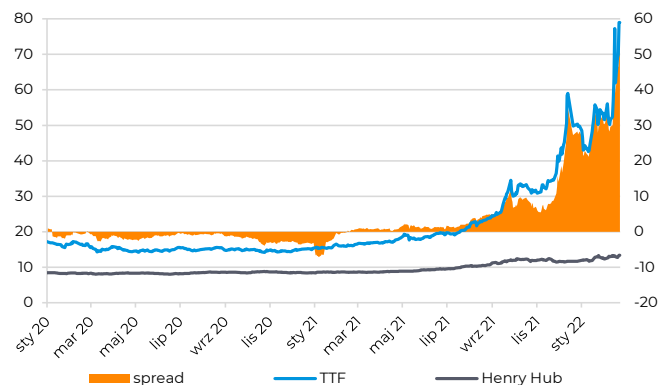
Dla powyższych upraszczających założeń szacujemy, iż łączny zysk PGNiG na kontraktach LNG indeksowanych do Henry Hub może wynieść w latach 2023-24 około 5,2 mld EUR (większość w przyszłym roku), czyli ponad 24 mld PLN (po opodatkowaniu to 50% obecnej kapitalizacji Spółki). Zwracamy uwagę, że krzywa terminowa TTF wskazuje, że w roku 2025 również Spółka może zrealizować dodatni spread transatlantycki na poziomie ~10 EUR/MWh, co implikowałoby dodatkowy 1 mld EUR zysku. Oczywiście te wyliczenia bazują na założeniu utrzymania się aktualnych relacji cenowych EU-USA, które jak pokazuje historia notowań przedstawiona poniżej, wykazują wysoką zmienność. Na razie nie uwzględniamy tych szacunków w naszym modelu wyceny.

Aktualne relacje cenowe EU-USA

Napięta sytuacja podaży-popytu widoczna na rynku gazu od końca 2020 roku wpłynęła na mocny wzrost cen w Europie i w Azji. Warunki pogodowe (temperatura, niska wietrzność, susze obniżające produkcję w elektrowniach wodnych), problemy produkcyjne (UK, zimowy blackout w USA), większa awaryjność infrastruktury LNG oraz polityka zmniejszenia podaży ze strony Gazpromu w zestawieniu z odbijającym popytem zachwiały bilans i doprowadziły do wydrenowania zapasów surowca w Europie. Dodatkowo

obecnie w wyniku inwazji Rosji na Ukrainę i wprowadzaniu kolejnych sankcji na Moskwę, rynek coraz bardziej obawia się całkowitego wstrzymania dostaw gazu rosyjskiego do UE.

Notowania kontraktu na rok 2023 w Europie (TTF) i USA (Henry Hub) w EUR/MWh i spread cenowy uwzględniający koszty frachtu i skroplenia



Źródło: Bloomberg, mBank

W efekcie powyższych napięć notowania gazu na kluczowych hubach w Europie ustanawiają nowe rekordy, a krzywa terminowa wskazuje powrót cen do 10-letniej średniej dopiero w perspektywie 4-5 lat. Tymczasem na rynku amerykańskim, przy rosnącej produkcji (+4%) i ograniczonym dostępie do światowych rynków (potencjał eksportowy LNG to około 13% wydobycia ogółem) notowania benchmarku Henry Hub w ograniczonym zakresie reagowały na te światowe problemy z dostępnością gazu. W efekcie nawet już po uwzględnieniu frachtu USA-EU i kosztów skroplenia od początku 2021 roku obserwowaliśmy systematyczny wzrost spreadu TTF-Henry Hub. Obecnie na kontraktach miesięcznych wynosi on 130 EUR/MWh, ale nawet w dłuższej perspektywie (dostawy na 2023-24) wygląda on imponująco, co obrazuje poniższa tabela.

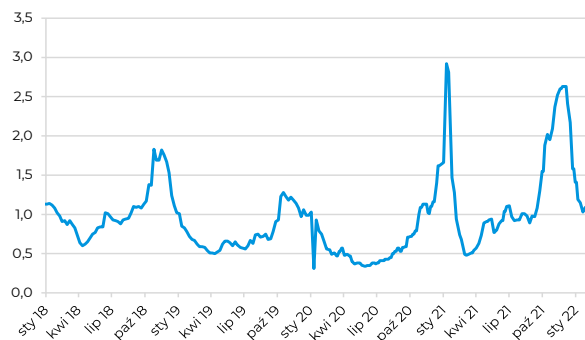
Porównanie kontraktów 1M, 1Y i 2Y FWD dla TTF i Henry Hub w EUR/MWh po uwzględnieniu kosztów frachtu i opłaty terminala skraplającego

EUR/MWh	1M FWD	1Y FWD	2Y FWD
TTF	159,2	79,0	43,0
Henry Hub	25,9	23,4	21,9
spread	133,3	55,6	21,1

Źródło: Bloomberg, mBank

Uwzględniane w powyższych kalkulacjach koszty frachtu wykazują spore wahania (wykres poniżej), ale trudno w tym wypadku mówić o jakimś trendzie (średnia za ostatni rok to około 1,2 USD/mmBtu dla trasy Sabine Pass-Świnoujście). Zdecydowanie głównym źródłem skokowego wzrostu spreadu EU-USA jest nierównowaga na rynku europejskim.

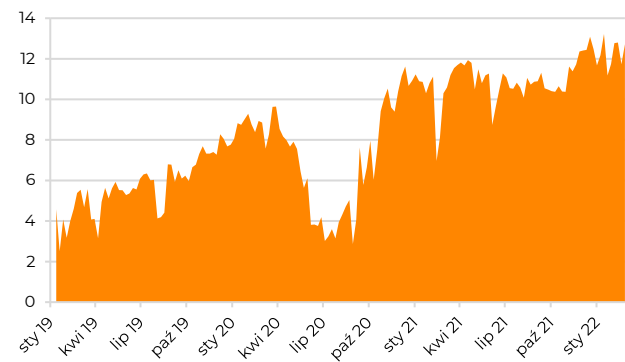
Koszt frachtu USA Sabine Pass do Świnoujścia w USD/mmBtu



Źródło: Reuters, mBank

Oczywiście w miarę zwiększania dostępnych mocy skraplających w USA (w poniższych tabelach przedstawiamy obecne zdolności produkcyjne terminali i planowane projekty) arbitraż transatlantycki będzie bardziej efektywny. Na razie jednak kiedy istniejące moce są wykorzystywane praktycznie w 100% i nie ma dostępnych wolnych spotowych wolumenów, dysproporcja cenowa może się utrzymywać. W dłuższym terminie w związku ze zwrotem w polityce UE w zakresie dywersyfikacji dostaw (plany budowy nowych terminali regazyfikacyjnych LNG, które poprzez umowy offtake-owe będą wspierać budowę kolejnych terminali produkcyjnych w USA) możemy obserwować zarówno wzrost kosztów frachtu, jak i wzrost opłat za skroplenie gazu.

Średni dzienny eksport LNG z USA w Bcf/d (miliardy stóp sześciennych)



Źródło: EIA, mBank

Terminale LNG w USA - działające i w trakcie budowy

terminal	zdolności produkcyjne		zdolności szczytowe Bcf/d	data uruchomienia	status	spółka
	Bcf/d	mln ton				
projekty uruchomione lub z finalną decyzją inwestycyjną (FID)						
Sabine Pass	3,6	27,0	4,6	2016-21	komercyjna eksploatacja	Cheniere Energy
Cove Point	0,7	5,3	0,8	2018	komercyjna eksploatacja	Dominion Energy
Elba Island	0,3	2,5	0,4	2019-20	komercyjna eksploatacja	Kinder Morgan
Corpus Christi	1,8	13,6	2,4	2019-21	komercyjna eksploatacja	Cheniere Energy
Cameron	1,8	13,5	2,0	2019-20	komercyjna eksploatacja	Sempra LNG
Freeport	2,0	15,0	2,1	2019-20	komercyjna eksploatacja	Freeport LNG
Calcasieu 1-9	0,7	5,0	0,8	2021	komercyjna eksploatacja	Venture Global LNG
łącznie	10,8	81,8	13,0		komercyjna eksploatacja	
Calcasieu 10-18	0,7	5,0	0,8	wrz.22	w budowie	Venture Global LNG
Golden Pass 1	0,7	5,2	0,8	2024	w budowie	Qatar Petroleum, Exxon, Conoco
Golden Pass 2-3	1,4	10,4	1,6	2025	w budowie	Qatar Petroleum, Exxon, Conoco

Źródło: EIA, mBank

Terminale LNG w USA- planowane (przed finalną decyzją inwestycyjną)

terminal	zdolności produkcyjne		oczekiwana data uruchomienia	status	spółka
	Bcf/d	mln ton			
projekty zgłoszone do EIA przed finalną decyzją inwestycyjną (FID)					
Lake Charles	2,2	16,5	2028	projekt gotowy, przetarg EPC	Energy Transfer
Delfin	1,6	12,0	2026	projekt gotowy	Fairwood Group
Driftwood	3,6	27,6	2024-25	projekt gotowy, kontrakt EPC, budowa rozpoczęta, FID w 2022	Tellurian
Port Arthur	1,8	13,5	2025	projektowanie w trakcie, kontrakt EPC	Sempra Energy
Freeport 4	0,7	5,1	2025	projekt gotowy, kontrakt EPC, FID w 2022	Freeport LNG
Gulf LNG	1,5	10,9	?	projektowanie w trakcie	Kinder Morgan
Plaquemines 1	1,3	10,0	2023	projekt gotowy, kontrakt EPC	Venture Global LNG
Plaquemines 2	1,3	10,0	2024	projekt gotowy, kontrakt EPC	Venture Global LNG
Texas LNG	0,6	4,0	2025-26	projekt gotowy	Texas LNG Brownsville
Rio Grande LNG	3,6	27,0	2025	kontrakt EPC	Next Decade
Corpus Christi III	1,5	11,5	2024	projekt gotowy, FID w 2022	Cheniere Energy
Alaska LNG	2,6	20,0	2030 (?)	wstępna faza	AGDC
Cameron LNG 4-5	1,4	10,0	?	wstępny projekt	Sempra Energy
łącznie	23,7	177,9			

Źródło: EIA, mBank



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

- KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
- AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
- TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
- REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
- SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gała, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA! Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę Klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Antoni Kania
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

Daniel Urbański
+48 22 697 47 44
daniel.urbanski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl