mBank Dom Maklerski

mBank.pl

wtorek, 11 września 2018 | komentarz specjalny

PGNiG – Co najmniej 8 powodów, aby kupić akcje

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 7,86 PLN | cena bieżąca: 5,89 PLN

PGN PW; PGN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Kurs PGNiG zdążył już odrobić część strat po zaskakującej decyzji WZA w sprawie braku dywidendy, ale spółka wciąż oferuje najwyższy potencjał wzrostu w sektorze. W niniejszej publikacji przypominamy najważniejsze argumenty stojące za naszą rekomendacją „kupuj". Zaczynając od bardzo sprzyjających warunków makro (kolejne szczyty na notowaniach węglowodorów, korzystna relacja cen gazu i ropy, rekordowe ceny CO_2 napędzające popyt na gaz), przez zmiany w regulacjach (liberalizacja w Polsce, upowszechnienie obowiązku magazynowego, wzrost premii lądowej), a na zbliżającym się rozstrzygnięciu arbitrażu z Gazpromem kończąc. Zwracamy też uwagę, że rynek błędnie interpretuje tegoroczne słabsze rezultaty w segmencie obrotu, zapominając o specyfice hedgingu naturalnego, który w tym roku neutralizuje zyski z segmentu wydobywczego i „przykrywa" poprawę marży klientowskiej związanej z rozszerzeniem premii lądowej. Przy stabilizacji cen ropy i gazu to zjawisko już nie wystąpi w przyszłym roku i dlatego oczekujemy znacznej rewizji rynkowego konsensusu. Tymczasem, nawet na aktualnie niedoszacowanych prognozach spółka jest wyceniana znacznie poniżej swojej średnioterminowej średniej na wskaźniku EV/EBITDA, blisko polskiego sektora energetycznego (przy zupełnie innych ryzykach). Liczymy na to, że zapowiadane akwizycje skutecznie zredukują obawy o udział w toksycznych projektach inwestycyjnych i przywrócą nadzieje na znaczące dywidendy w kolejnych latach, szczególnie w kontekście potencjału FCF (przy braku wypłat na koniec 2020 roku Spółka będzie w stanie z gotówki netto skupić swój cały freefloat) i możliwych potrzeb budżetowych Rządu (projekt budżetu na 2019 rok wskazuje na wyższy poziom wpływów z dywidend).

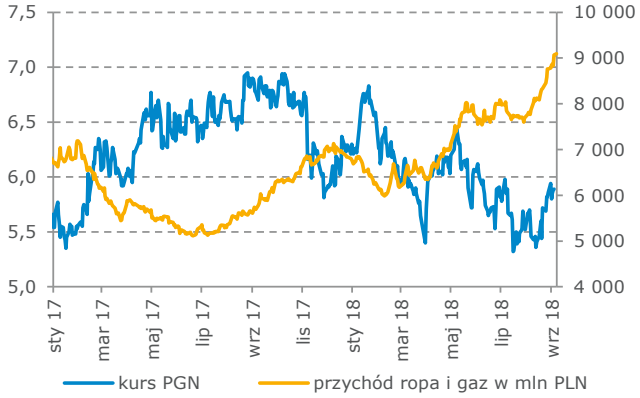
Ceny węglowodorów na szczytach

Udział segmentu wydobywczego w tegorocznym skonsolidowanym strumieniu EBITDA sięgnie w naszej opinii ponad 65%. Po pierwszym półroczu nasze szacunki dla tego obszaru są wykonane w 46%, ale zwracamy uwagę że przy utrzymaniu aktualnych notowań **ceny gazu w drugiej połowie roku będą wyższe o prawie 20%, a ceny ropy w przeliczeniu na PLN o ponad 10%.** W 1H'18 wyniki poprawiły się o 370 mln PLN r/r, a w kolejnych dwóch kwartałach przyrost EBITDA r/r powinien sięgnąć ponad 1 mld PLN. Na uwagę zasługuje też poziom jednostkowego kosztu wydobycia od wielu kwartałów utrzymywany w ryzach. **W przyszłym roku przy obecnych cenach** węglowodorów **poziom przychodów segmentu ma szansę wzrosnąć o kolejne 0,75 mld PLN**. W naszym bazowym scenariuszu z niższymi cenami gazu zakładamy wzrost EBITDA tylko o 0,1 mld PLN.

Segment obrotu – rynek źle interpretuje wyniki

Wyniki w obszarze handlowym są w tym roku gorsze niż wcześniej zakładaliśmy, ale wbrew dość powszechnej interpretacji nie jest to zanegowanie naszej tezy o znaczącej korzystnej strukturalnej zmianie związanej z liberalizacją rynku gazu. W naszej opinii **głównym źródłem słabszych rezultatów jest wpływ „hedgingu naturalnego".**

Kurs PGN (LS; PLN) na tle rocznego przychodu segmentu upstream liczonego na cenach spotowych



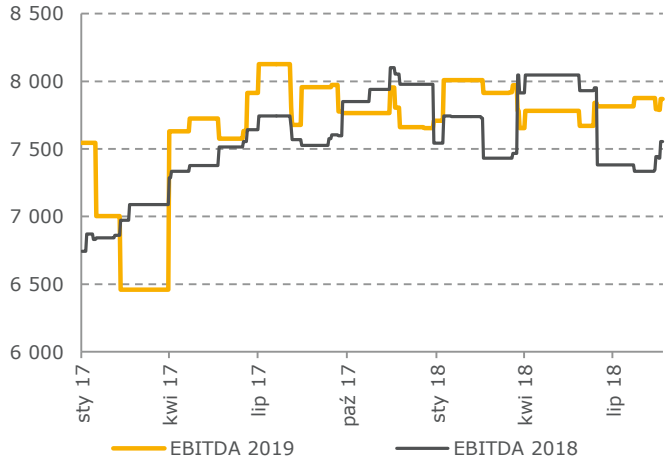
Źródło: Bloomberg, szacunki Dom Maklerski mBanku

Przypominamy, że segment obrotu zabezpiecza marżę na kontraktach importowych i nie spekuluje na cenach surowców, ale jednocześnie **kupuje gaz krajowy z segmentu wydobywczego po cenach spotowych (nie zabezpiecza tych dostaw, a jednocześnie zabezpiecza cenę sprzedaży do klientów), a ropa z własnych złóż PGNiG stanowi zabezpieczenie formuły cenowej „starego" kontraktu katarskiego.** W efekcie takiej polityki zabezpieczeń Grupa jest na przestrzeni jednego roku w dużym stopniu „uodporniona" na wahania cen węglowodorów, ale w obydwu segmentach wpływ cen spotowych jest w pełni widoczny, tyle że z przeciwnym znakiem. Szacujemy, że ten efekt w segmencie obrotu w tym roku może sięgnąć około -1,2 mld PLN (w zeszłym roku również z uwagi na trend wzrostowy na cenach wyniósł on -0,6 mld PLN). W całym roku wynik segmentu nie powinien być jednak gorszy r/r właśnie z uwagi na wspomniany efekt liberalizacji rynku i upowszechnienia obowiązku magazynowego (wyższe spready transgraniczne pozwoliły na rozszerzenie premii lądowej o około 0,8 mld PLN). Zwracamy uwagę, że **w scenariuszu ustabilizowania cen węglowodorów na obecnych poziomach, segment obrotu nie powinien już „tracić" na hedgingu naturalnym** w przyszłym roku, a obszar wydobycia nadal będzie księgował wysokie marże. **Tezy, iż PGNiG nie ma ekspozycji na rosnące ceny ropy i gazu („bo to co zarobi w E&P to straci w obrocie") są więc uprawnione tylko w odniesieniu do jednego roku.** Oczekujemy, że wyniki roku 2019 udowodnią, iż w segmencie obrotu pojawiła się już atrakcyjna, stabilna marża klientowska na wzór analogicznej działalności w polskich spółkach energetycznych.

Konsensus do rewizji w górę

Po pierwszym półroczu rynkowy konsensus **EBITDA jest wykonany w 57%** i to pomimo słabszych wyników w wytwarzaniu energii (efekt pogodowy na prawie 0,1 mld PLN). W kontekście perspektyw dla segmentu wydobycia w 2H'18 spodziewamy się, że **prognozy analityków zostaną podniesione o co najmniej 10% dla roku bieżącego, a dla 2019 nawet o 20%** z uwagi na brak strat na hedgingu naturalnym w obszarze obrotu. Poniższy wykres sugeruje, że ten proces rewizji szacunków jeszcze się nie rozpoczął.

Konsensus prognoz EBITDA na lata 2018-19 (mln PLN)



Źródło: Bloomberg

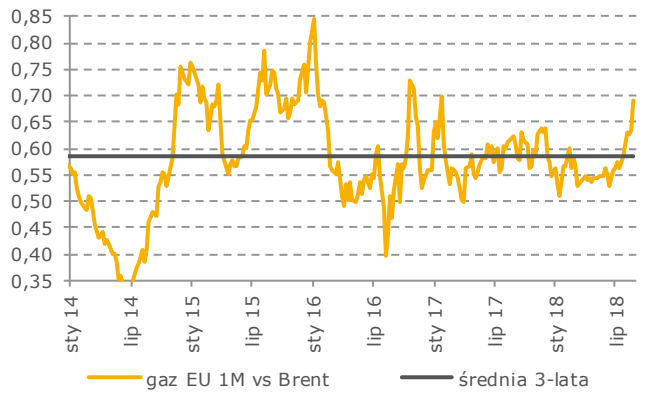
Wynik arbitrażu z Gazpromem coraz bliżej

Po wstępnym wyroku sądu arbitrażowego obie strony konfliktu ogłosiły zwycięstwo, co utrudnia obiektywną interpretację tego komunikatu. **Do końca roku postanowienie powinno być już bardziej precyzyjne** i naszym zdaniem istnieją solidne przesłanki za tym, że ostatecznie PGNiG uzyska korzystną zmianę formuły cenowej. W takim scenariuszu koncern mógłby liczyć **nie tylko na wsteczną kompensatę rzędu 0,6-0,7 mld USD** (wyrównanie do cen BAFA), **ale również pozbyłby się strukturalnego ryzyka dekorelacji cen zakupu i sprzedaży gazu.**

Cena gazu nadrabia zaległości do ropy

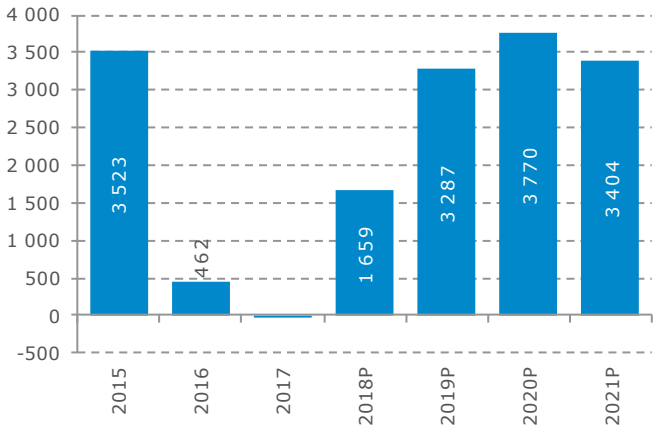
W ostatnich kwartałach dynamicznych wzrostów na cenach ropy, **PGNiG był pod presją z uwagi na wspomniane wyżej ryzyko rozejścia się cen gazu kupowanego w długoterminowych kontraktach indeksowanych do produktów ropopochodnych z rynkowymi notowaniami** tego paliwa. W takim scenariuszu Spółka nawet przy pełnym hedgingu nie byłaby w stanie kontrolować marży handlowej, nawet na zliberalizowanym obecnie rynku (arbitraż transgraniczny uniemożliwiałby zawyżanie cen krajowych powyżej poziomu uzasadnionej premii lądowej, która aktualnie oscyluje na poziomie 10 PLN/MWh). **Ostatnie miesiące przyniosły jednak dynamiczne zwyżki cen gazu w Europie, które odwróciły trendy na parytecie cenowym, co dobrze ilustruje poniższy wykres.**

Parytet cen gazu i ropy na tle średniej



Źródło: szacunki Dom Maklerski mBanku

Prognoza FCF (mln PLN)



Źródło: szacunki Dom Maklerski mBanku

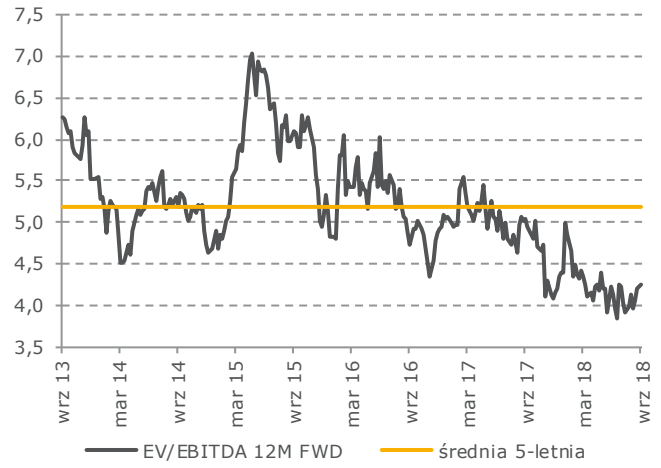
Dywidenda może wrócić

Decyzja WZA w sprawie braku dywidendy odcisnęła mocne piętno na notowaniach PGN, a brak sensownego uzasadnienia (inwestycje w dystrybucję nie wymagają blokowania wypłat do akcjonariuszy) wywołał **lawinę spekulacji o możliwym uwikłaniu Spółki w inspirowane politycznie toksyczne projekty** (elektrownie węglowe, atom itd.). Tymczasem na koniec półrocza PGNiG posiadał **2,4 mld PLN gotówki netto** przy potencjale zewnętrznego finansowania na poziomie 18-20 mld PLN (2x DN/EBITDA). W kontekście coraz mniejszego prawdopodobieństwa realizacji projektu atomowego (nawet Minister Energii w ostatnich wypowiedziach zdaje się być mniej zdeterminowany i sygnalizuje brak szerszego poparcia politycznego dla tej inwestycji) może się okazać, że poza zapowiadanymi akwizycjami złóż PGNiG nie zwiększy istotnie wydatków kapitałowych. Wszystko wskazuje na to, że **tegoroczny CAPEX też będzie mniejszy niż oczekiwaliśmy** (wykonanie prognozy po półroczu 37%). Szacujemy, że **średni FCF/EV w najbliższych 3-4 latach wyraźnie przekroczy 10%**. Jeśli Rząd nie zdecyduje się na powrót dywidend to **na koniec 2020 roku Spółka będzie w stanie z gotówki netto skupić swój cały freefloat**, który obecnie wyceniany jest na 9,4 mld PLN. Zaprezentowany niedawno **plan budżetowy na rok 2019 sugeruje jednak, że wpływy z dywidend mają być wyższe r/r** i ten cel „łatwo" byłoby zrealizować właśnie wypłatą z PGN, w którym Skarb Państwa posiada prawie 72%.

Akwizycje na horyzoncie

Zarząd już od dawna zapowiada akwizycje złóż na szelfie norweskim, ale końcówka roku ma przynieść finalizację jakiejś transakcji. **Inwestycja w złoża eksploatowane** bądź te w zaawansowanej fazie przedprodukcyjnej na bardzo przejrzystym rynku powinna **być w teorii neutralna dla wyceny,** gdyż trudno o okazje, szczególnie przy takich trendach na cenach węglowodorów. Niemniej **jednak taki ruch mógłby pozytywnie wpłynąć na notowania PGNiG, gdyż skutecznie neutralizowałby spekulacje o toksycznych projektach** spoza podstawowej działalności Spółki. W tym kontekście aktualna **gotówka na bilansie koncernu może być mniej atrakcyjna dla inwestorów niż jej „konwersja" (nawet po cenie fair) na strumień EBITDA w segmencie upstream**. W tym kontekście przypominamy reakcję na ostatni zakup złóż przeprowadzony pod koniec 2014 roku, czy też bieżącą wycenę Lotosu, w której wskaźniki rzędu 5-6x EV/EBITDA są przez rynek przykładane do wysoko opodatkowanych zysków EBITDA z wydobycia w Norwegii.

Wskaźnik EV/EBITDA 12M FWD PGNiG na tle średniej



Źródło: szacunki Dom Maklerski mBanku

Wycena na minimach

Średni wskaźnik **EV/EBITDA 12M FWD za ostatnie 5-lat wynosi dla PGNiG około 5,2x**. Tymczasem od początku tego roku obserwujemy postępującą jego degradację, a **ostatnie odczyty oscylują już wokół 4,0x**. Pewna kompresja mnożnika może wydawać się uzasadniona, gdyż rośnie udział segmentu wydobywczego w strumieniu EBITDA ogółem (w tym roku 65% vs 58% rok wcześniej), ale skala tego de-ratingu jest mocno przesadzona, szczególnie że w przyszłym roku przy zakładanej przez nas poprawie wyników w segmencie obrotu, ten udział E&P powinien nieco się obniżyć. Zwracamy też uwagę, że przy naszych bardziej ambitnych prognozach EBITDA, **Spółka jest już wyceniana na poziomie polskiego sektora energetycznego**, **który póki co ma nieporównywalnie większe problemy** z wizerunkiem wśród inwestorów i **znacznie gorszy profil FCF**. **PGNiG nie ma też takich wyzwań regulacyjnych** jak energetyka, a obserwowany ostatnio **rajd na cenach CO_2 może dodatkowo stymulować popyt na gaz w Polsce** i wspierać wolumeny oraz marże w segmencie obrotu. Aktualnie krajowy rynek rośnie o 1 mld m^3 rocznie (~6%), ale planowane uruchomienie nowych bloków gazowych może skokowo zwiększyć popyt o 3 mld m^3. Przy takich dynamikach popytu, ryzyko dla niewykorzystania zarezerwowanej przepustowości na terminalu czy Baltic Pipe będzie mocno ograniczone.

Skonsolidowane wyniki PGNiG z podziałem segmentowym

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	**33 196**	**35 857**	**39 713**	**43 226**	**42 849**
EBITDA	5 974,0	6 579,0	8 436,1	9 374,4	9 657,8
marża EBITDA	18,0%	18,3%	21,2%	21,7%	22,5%
EBIT	3 360,0	3 910,0	5 732,8	6 677,2	6 915,3
Zysk netto	2 351,0	2 923,0	4 137,6	4 942,2	4 855,5
P/E	14,4	11,6	8,2	6,9	7,0
EV/EBITDA	**5,8**	**5,2**	**3,8**	**3,2**	**2,8**
DPS	0,18	0,20	0,00	0,21	0,26
DYield	3,1%	3,4%	0,0%	3,7%	4,4%
CF operacyjny	**5 922,0**	**4 816,0**	**6 459,7**	**7 567,9**	**7 603,7**
CFO/EBITDA	99%	73%	77%	81%	79%
Capex	2 968,0	3 162,0	4 282,6	3 797,4	3 829,0
WC	3 619,0	5 280,0	6 219,7	6 769,9	6 710,8
Dług netto	523,0	428,0	-1 697,6	-4 226,6	-6 572,0
DN/EBITDA	**0,1**	**0,1**	**-0,2**	**-0,5**	**-0,7**

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	**6 862**	**7 356**	**8 436**	**9 374**	**9 658**
EBITDA	5 974	6 579	8 436	9 374	9 658
wydobycie	2 206	3 865	5 544	5 610	5 694
obrót	614	-435	-20	810	869
dystrybucja	2 559	2 493	2 378	2 291	2 299
energetyka	759	843	727	859	997
pozostałe	-164	-187	-192	-196	-201
Saldo finansowe	-150	12	-41	5	58
Prod. ropy mln ton	**1,35**	**1,27**	**1,34**	**1,23**	**1,22**
kraj	0,75	0,79	0,82	0,78	0,78
zagranica	0,59	0,48	0,52	0,45	0,44
Prod. gazu mld m^3	**4,5**	**4,5**	**4,5**	**4,6**	**4,6**
kraj	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
zagranica	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
obrót PLN/MWh	**0,4**	**-2,4**	**-2,4**	**2,3**	**3,1**

Źródło: PGNiG, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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 Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, LC Corp, PBKM.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu 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 Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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 Domu 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.

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

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

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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl