

środa, 19 września 2018 | komentarz specjalny

PGE – Kilka ciekawych kalkulacji wbrew sentymentowi

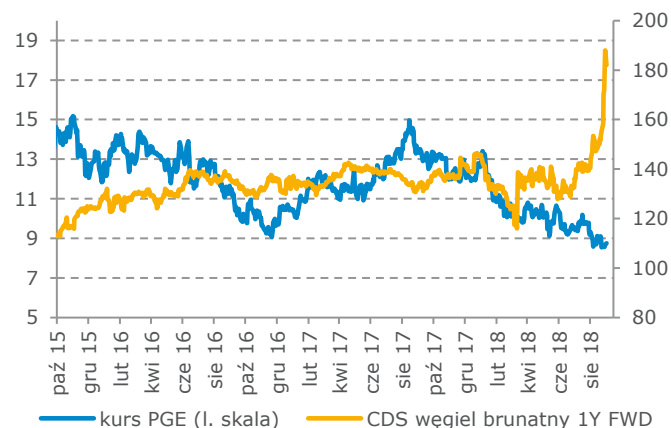
Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 13,60 PLN | cena bieżąca: 8,86 PLN

PGE PW; PGE.WA | Energetyka, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Napisać o słabym sentymencie do polskich spółek energetycznych to jak nic nie napisać. WIG-Energia spadł YTD o ponad 30% tracąc 11 p.p. do WIG i 36 p.p. do sektorowego indeksu MSCI EU Utilities. PGE nie jest tutaj wyjątkiem ze swoim implikowanym wskaźnikiem EV/EBITDA'19 ~3.0x, który odzwierciedla brak nadziei rynku na jakąkolwiek zmianę polityki zarządzania sektorem i na uwzględnienie interesu akcjonariuszy mniejszościowych. Przy takim nastawieniu inwestorów trudno się dziwić, że nie przebijamy się z naszą argumentacją koncentrującą się na perspektywie poprawy wyników, korzystnym zmianom w otoczeniu regulacyjnym i odwróceniu tendencji na FCF. Ostatnie tygodnie wskazują jednak, że słaby sentyment sprzyja tworzeniu apokaliptycznych wizji i jednostronnych szacunków oderwanych w naszej opinii od fundamentów. Oczywiście chodzi o kwestię ostatnich wzrostów cen CO₂, energii i zielonych certyfikatów, które zgodnie z konsensusowym przekazem mają być tragiczne w skutkach dla całego sektora poprzez ogromne straty na sprzedaży energii do gospodarstw domowych. Obawy nie są wzięte z kapelusza, gdyż prasa spekuluje o politycznych naciskach na utrzymanie cen dla odbiorców domowych w ryzach, niemniej jednak aplikując taki scenariusz trzeba naszym zdaniem zaktualizować również prognozy wyników w obszarze wytwarzania. W niniejszym komentarzu przedstawiamy nasze wariantowe szacunki na przykładzie PGE, które wskazują, iż nawet w scenariuszu skrajnym, wpływ netto ostatnich zmian makro byłby dla Spółki mocno pozytywny. Wydaje się, że te kalkulacje mogą być pomocne w razie jakiegś nieoczekiwanej zmiany sentymentu. Tymczasem kurs największego zintegrowanego producenta energii w kraju notuje kolejne minima, paradoksalnie skorelowane z kolejnymi rekordami na TGE.

Kurs PGE (LS; PLN) na tle clean dark spread dla elektrowni na węgiel brunatny 1Y FWD w PLN/MWh



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Marża na węglu brunatnym

Udział zintegrowanej generacji na węglu brunatnym w produkcji energii ogółem wynosi w PGE około 57%. Emisyjność tych źródeł jest średnio wyższa niż krajowej elektrowni opalanej węglem kamiennym (1,15 t/MWh vs. 0,95 t/MWh), ale przewaga kosztowa jest budowana na tańszym paliwie. W kontekście skokowych wzrostów cen uprawnień emisyjnych przeprowadziliśmy analizę wrażliwości marży brutto tych jednostek na zmiany w otoczeniu. Wyniki przedstawione w poniższej tabeli wskazują, że ceny energii z nawiązką przeniosły koszty bloków na węgiel kamienny, a clean dark spread w ujęciu YTD uległ nawet zwiększeniu. Jeszcze ciekawiej wygląda kalkulacja dla aktualnych notowań z TGE, które nawet przy założeniu braku darmowych uprawnień na rejestrach w roku 2020 wskazują na rozszerzenie marży o 1,7 mld PLN (kontrakty 2Y FWD na TGE są już całkiem płynne i trudno uznać te kwotowania za niemiarodajne) vs. hedging z roku ubiegłego.

Analiza wrażliwości marży brutto elektrowni na węgiel brunatny w PGE dla różnych wariantów

(mld PLN)	cena z 2017	ceny styczeń 2018	ceny 2018 YTD	ceny ostatni miesiąc	ceny bieżące 1Y FWD	ceny bieżące na 2020 (bez darmowego CO ₂)
bloki wytwórcze na węgiel brunatny						
cena energii (PLN/MWh)	175	180	207	263	285	292
cena CO ₂ (EUR/t)	8,0	8,4	14,1	21,0	21,0	21,0
EUR/PLN	4,3	4,2	4,24	4,3	4,3	4,3
modelowy CDS(PLN/MWh)	135	139	138	159	181	188
wolumen energii (TWh)	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0
darmowe uprawnienia	8,8	6,5	6,5	6,5	6,5	0,0
wolumen emisji (mln ton)	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
modelowa marża	5 578	5 646	5 773	6 790	7 647	7 332
zmiana marży vs 2017		68	196	1 213	2 070	1 754

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Źródła OZE wobec rekordowych cen energii

PGE wytwarza rocznie około 2,2 TWh energii ze źródeł odnawialnych, z czego około 1,4 TWh objętych jest wsparciem w postaci zielonych certyfikatów. Rentowność tego segmentu jest więc w ostatnich miesiącach wspierana na dwóch płaszczyznach. Z jednej strony mocno rośnie cena energii „czarnej”, co przy bliskich zeru kosztach zmiennych praktycznie 1:1 przekłada się na wzrost marży segmentu. Z drugiej elektrownie wiatrowe i część wodnych otrzymują wyższe płatności za świadectwa pochodzenia (aktualnie ponad 100 PLN/MWh vs. YTD 48,7 PLN/MWh). Aktualne notowania wskazywałyby, że potencjał marżowy obszaru OZE w PGE zmienił się od początku roku o ponad 0,3 mld PLN na plus.

Analiza wrażliwości marży brutto portfela OZE w PGE dla różnych wariantów

(mln PLN)	cenę z 2017	cenę styczeń 2018	cenę 2018 YTD	cenę ostatni miesiąc	cenę bieżące 1Y FWD	cenę bieżące na 2020 (bez darmowego CO ₂)
wolumen	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
w tym objęte wsparciem	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
cena energii w PLN/MWh	175	180	207	263	285	292
certyfiat OZE w PLN/MWh	36,5	48,7	80,6	137	117	117
zmiana marży vs 2017		27	131	305	326	341

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Cena sprzedaży energii netto (po koszcie CO₂) dla elektrowni na węgiel kamienny o sprawności 45%



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Perspektywy dla Opola II

Przy ocenie wpływu ostatnich dynamicznych zmian makro dla Grupy nie można zapominać o fakcie, że w 2H'19 uruchomione zostaną dwa nowe wysokosprawne bloki węglowe w Opolu o mocy 1,8 GW o emisyjności rzędu 0,69 t CO₂/MWh. Przy aktualnych notowaniach kontraktów terminowych te jednostki są w stanie zabezpieczyć marżę brutto na rok 2020 na poziomie prawie 0,6 mld PLN wyższym niż jeszcze na początku tego roku, nawet przy założonym wzroście cen węgla odpowiadającemu wyższemu kontraktów ARA (+3 PLN/GJ) cena uprawnień poszłaby znów w górę.

Analiza wrażliwości marży brutto nowych bloków w Elektrowni Opole dla różnych wariantów

(mln PLN)	cenę z 2017	cenę styczeń 2018	cenę 2018 YTD	cenę ostatni miesiąc	cenę bieżące 1Y FWD	cenę bieżące na 2020 (bez darmowego CO ₂)
cena energii	175	180	207	263	285	292
cena CO ₂	8,0	8,4	14,1	21,0	21,0	21,0
EUR/PLN	4,3	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3
węgiel ARA w PLN/GJ	11,0	10,8	12,0	13,4	14,0	14,0
modelowy CDS	63	69	70	93	111	118
wolumen energii	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
wolumen emisji	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
modelowa marża	695	757	765	1 026	1 216	1 293
zmiana marży vs 2017		62	70	331	520	597

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

A co ze „starymi” jednostkami węglowymi?

Znaczna część portfela wytwórczego PGE to elektrownie/elektrociepłownie na węgiel kamienny bazujące na zewnętrznych zakupach paliwa, tak więc pojawiły się obawy rynku o rentowność tej części biznesu. Poniższe kalkulacje wskazują, że póki co ryzyko to się nie materializuje, prawdopodobnie dlatego, że krańcowa elektrownia wyznaczająca obecnie cenę na TGE to jednostka bazująca na węglu importowanym. Dodatkowo sygnały o dużym napięciu podażyowym na rynku wysłała PSE, poprzez bardzo restrykcyjne podejście do planów remontowych na najbliższe lata (duża część wytwórców planuje odstawienia pod modernizację BAT i ma problem ze zgodą operatora na wyłączenie bloków). Efektem tego jest wysoki CDS na rok 2020, który mogą zabezpieczać teraz jednostki z zagwarantowanymi dostawami węgla krajowego.

Analiza wrażliwości marży brutto „starych” elektrowni węglowych w PGE dla różnych wariantów

(mln PLN)	cenę z 2017	cenę styczeń 2018	cenę 2018 YTD	cenę ostatni miesiąc	cenę bieżące 1Y FWD	cenę bieżące na 2020 (bez darmowego CO ₂)
cena energii	175	180	207	263	285	292
cena CO ₂	8,0	8,4	14,1	21,0	21,0	21,0
EUR/PLN	4,3	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3
węgiel ARA w PLN/GJ	11,0	10,8	12,0	13,4	14,0	14,0
modelowy CDS	37	42	35	48	65	72
wolumen energii	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2
darmowe uprawnienia	7,0	4,5	4,5	4,5	4,5	0,0
wolumen emisji	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3
modelowa marża	1 021	1 059	1 008	1 432	1 777	1 519
zmiana marży vs 2017		38	-13	411	756	498

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Obrót – główne ryzyko, ale...

W ostatnich miesiącach przyszła rentowność obrotu w obszarze taryfy G stała się głównym tematem w sektorze, a analitycy prześcigają się z kalkulacjami potencjalnych strat w 2019. Naszym zdaniem jest to realne ryzyko, że z uwagi na naciski polityczne ceny dla odbiorców domowych nie zostaną podniesione (prezentujemy również wariant z 5% podwyżką całkowitych kosztów energii łącznie z dystrybucją, czyli 9% podwyżką ceny za samą energię). Skala ujemnego wpływu na rentowność obszaru obrotu w takich scenariuszach przy bieżących cenach energii byłaby rzeczywiście znacząca i mogłaby sięgnąć w skrajnych przypadkach ponad 1 mld PLN, ale nie można tego rozpatrywać w oderwaniu od wcześniejszych kalkulacji dotyczących pozytywnego wpływu na aktywa wytwórcze. Efekt netto dla całej Grupy w skrajnym wariantcie aktualnych kontraktów na rok 2020 byłby pozytywny i sięgałby 2 mld PLN. Dodatkowo nie można zapominać, że około 2 TWh sprzedaży do odbiorców G jest kierowana poza taryfą (tutaj Spółka podnosi ceny już w tym roku), a w przypadku pozostałej grupy klientów pozataryfowych (77% sprzedaży ogółem) można oczekiwać wzrostu marż z uwagi na bankructwa alternatywnych dostawców obniżające presję konkurencyjną (każde 10 PLN wzrostu marży klientowskiej to 0,3 mld PLN EBITDA przy wolumenie rzędu 31 TWh rocznie).

Analiza wrażliwości marży brutto na sprzedaży energii do gospodarstw domowych w PGE

(mln PLN)	ceny z 2017	ceny styczeń 2018	ceny 2018 YTD	ceny ostatni miesiąc	ceny bieżące 1Y FWD	ceny bieżące na 2020 (bez darmowego CO ₂)
wolumen w TWh	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
w tym poza taryfą	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
koszt zakupu energii PLN/MWh	175,0	179,6	206,8	263,0	285,0	292,0
koszt kolorowania OZE w PLN/MWh	6,4	9,0	14,9	25,3	21,6	21,6
ubytek marży cały portfel		-67	-375	-995	-1 165	-1 230
ubytek marży bez sprzedaży cennikowej		-53	-294	-781	-914	-965
ubytek marży przy podwyżce taryfy o 5%		175	-133	-753	-923	-988

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Skonsolidowane wyniki PGE z podziałem segmentowym

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	28 092	23 100	26 025	31 778	32 474	EBITDA skor.	6 124	6 481	7 509	7 905	7 801
EBITDA	7 376	7 650	7 509	7 905	7 801	EBITDA	7 376	7 650	7 509	7 905	7 801
marża EBITDA	26,3%	33,1%	28,9%	24,9%	24,0%	wytwarzanie	4 182	4 099	3 909	4 297	4 089
EBIT	3 512	3 620	4 132	4 308	3 924	OZE	365	364	407	497	492
Zysk netto	2 568	2 660	3 056	3 114	2 815	dystrybucja	2 230	2 333	2 424	2 420	2 484
P/E	6,5	6,3	5,5	5,4	5,9	obróć	500	811	727	648	692
EV/EBITDA	3,0	3,3	3,5	3,3	3,1	pozostałe	99	43	43	43	43
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,42	Saldo finansowe	-238	-330	-298	-401	-389
DYield	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	Produkcja TWh	53,7	56,8	67,0	72,9	82,6
CF operacyjny	6 391	7 934	7 145	6 494	7 048	w tym OZE	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
CFO/EBITDA	87%	104%	95%	82%	90%	Wolumen obrotu	43,0	40,4	41,0	41,7	42,3
Capex	7 935	6 071	7 446	5 844	4 251	dynamika r/r	10,2%	-5,9%	1,5%	1,5%	1,5%
WC	3 325	3 388	3 024	3 693	3 774	obróć PLN/MWh	11,6	20,1	17,7	15,5	16,4
Dług netto	5 045	7 487	8 086	7 837	6 206	WRA w mld PLN	15,1	15,6	16,3	16,6	16,9
DN/EBITDA	0,7	1,0	1,1	1,0	0,8	zwrot na WRA	7,3%	7,5%	7,8%	7,6%	7,8%

Źródło: PGE, 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

PRZEWAGA (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

NIEDOWAGA (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, Energia, 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, Energia, Energoaparatúra, 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, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwhells, 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 Kliszczy

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala

+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 86
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