



środa, 3 lipca 2024 | komentarz specjalny

Energetyka: Następstwa reformy rynku bilansującego

ENA PW; ENA.WA | Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 18,16 PLN | cena bieżąca: 10,61 PLN | Energetyka, Polska

PGE PW; PGE.WA | Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 8,84 PLN | cena bieżąca: 7,18 PLN | Energetyka, Polska

TPE PW; TPE.WA | Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 4,27 PLN | cena bieżąca: 3,94 PLN | Energetyka, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 667 770 837

Podczas rozmów z inwestorami dotyczących naszego najnowszego raportu sektorowego o energetyce w Europie Środkowo-Wschodniej (CEE) ([LINK](#)), zaobserwowaliśmy zwiększone zainteresowanie niedawną reformą polskiego rynku bilansującego. Podsumowaliśmy te zmiany w naszej ostatniej analizie, wskazując, że wraz z transformacją koszyka energetycznego mogą one wprowadzić rynek energii w nową rzeczywistość. Jednak odpowiadając na opinie inwestorów, chcielibyśmy w niniejszym dokumencie doprecyzować nasze komentarze na temat najważniejszych aspektów reformy, zaktualizować nasze opinie ujmując dane rynkowe z ostatniego tygodnia i skupić uwagę rynku na najważniejszych skutkach dla notowanych spółek energetycznych.

Jak wskazywaliśmy w naszym raporcie sektorowym, zmiany w strukturze rynku bilansującego wpłynęły na następujące obszary: 1) spready godzinowe (atrakcyjniejsze możliwości arbitrażu dla elastycznych jednostek i magazynów energii, w tym elektrowni szczytowo-pompowych oraz poprawa uzasadnienia biznesowego projektów magazynów opartych na bateriach); 2) przychody z redukcji(wymuszeń) / mocy bilansującej (potrojenie średnich dziennych kosztów w porównaniu z okresem przed 14 czerwca); 3) koszty profilu OZE (dodatni profil wiatrowy i zwiększenie obciążenia dla fotowoltaiki); oraz 4) ceny bazowe na rynku spotowym (nieznacznie podwyższone w porównaniu z poziomami sprzed reformy).

Naszym zdaniem, PGE może być głównym beneficjentem tych zmian (ze względu na elastyczność mocy, strategię zabezpieczenia na 2024 rok, moce elektrowni szczytowo-pompowych) z potencjalnym wzrostem w sektorze usług systemowych w III-IV kw. 2024 r. o ponad 0,5 mld PLN w porównaniu ze słabymi wynikami w I kw. (nawet przy zachowawczym założeniu pewnej normalizacji cen). Oczywiście może być zbyt wcześnie, aby ekstrapolować wyniki z ostatnich tygodni na kolejne miesiące, ponieważ może nastąpić jakaś normalizacja (uczestnicy rynku dostosują się do nowej rzeczywistości w zakresie zarządzania ryzykiem, OSP może zoptymalizować swoje koszty operacyjne (limity budżetowe taryf) lub UOKiK może zainterweniować w przypadku zbyt dużej koncentracji na rynku bilansującym). Niemniej jednak, polski rynek energii zmienia się, a bardziej stabilne/elastyczne konwencjonalne jednostki wytwórcze mogą zacząć lepiej zarabiać na swoich zdolnościach do bilansowania. Powinno to zdecydowanie wspierać tezę inwestycyjną z naszego ostatniego raportu.

Reforma rynku bilansującego – krótki opis

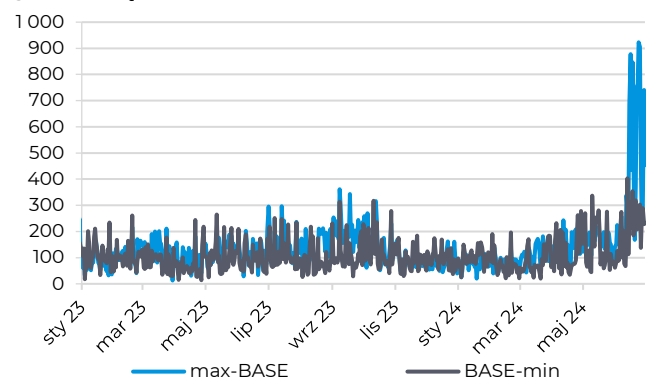
Przypominamy, że głównym celem reformy (oprócz zapewnienia zgodności z ramami prawnymi UE) było odejście od cen regulowanych/negocjowanych na rzecz **cen rynkowych na rynku bilansującym**, aby lepiej wyceniać godziny z zachowaniem pewnej szerokości spreadu. **15-minutowe okna czasowe** zastąpiły 1-godzinne okna czasowe, a także przeniesiono więcej odpowiedzialności z OSP na producentów (wzrost kosztów operacyjnych i jeszcze większe znaczenie zarządzania ryzykiem, ponieważ błędy bilansowania portfela produkcji/sprzedaży będą znacznie bardziej kosztowne). Mechanizm ustalania cen w sposób odzwierciedlający niedobory mocy ma zmusić uczestników

ryнку do lepszego bilansowania energii sprzedanej i wyprodukowanej w każdym oknie czasowym. W przypadku usług realokacji jednostek wytwórczych (redysponowanie), są one teraz organizowane poprzez **konkurencyjne aukcje mocy bilansującej** (wycena typu „płatność na podstawie jednolitej ceny”) zamiast administracyjnego ustalania płatności, jak to miało miejsce wcześniej.

Gwałtowny wzrost spreadów godzinowych

Rosnące spready godzinowe są pierwszym widocznym efektem wprowadzonych zmian. **Godziny z pewną rozpiętością spreadu lub nadpodażą są wyceniane znacznie bardziej agresywnie** niż wcześniej. W ostatnich 2 tygodniach ceny w wieczornych godzinach szczytu na rynku natychmiastowym (odzwierciedlające podobne zmiany na rynku bilansującym) gwałtownie wzrosły powyżej 1000 PLN/MWh (osiągając nawet 1500 PLN/MWh) a spready cen w godzinach zapotrzebowania szczytowego i pozaszczytowego oraz cen w godzinach szczytowej produkcji energii słonecznej/cen bazowych również zwiększyły się.

Spread cenowy pomiędzy ceną na bazowym rynku natychmiastowym a maksymalną/minimalną ceną godzinową w PLN/MWh

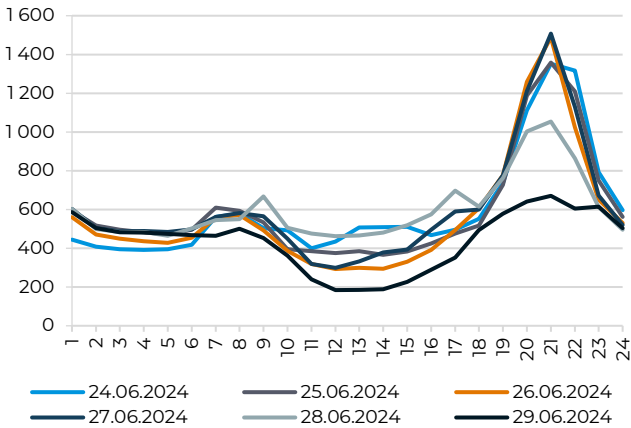


Źródło: Bloomberg, mBank

Jeśli chodzi o **potencjalne zyski spółek** wynikające ze zwiększonych możliwości arbitrażu, trudno jest podać dokładne szacunki ponieważ niemożliwe jest przewidzenie skali działalności handlowej każdego uczestnika rynku. Jednakże w przypadku **PGE** dobrą podstawą może być roczna szacunkowa marża brutto dla jej elektrowni szczytowo-pompowych, które produkują średnio ok. 1 TWh rocznie. Na podstawie spreadów cen między południem a wieczorem w 2023 roku można ją oszacować na około 100 mln PLN, podczas gdy obecne spready cen wskazywałyby na ponad 300 mln PLN.



Ceny godzinowe z dostawą w dniach 24-28 czerwca (PLN/MWh)



Zródło: Bloomberg, mBank

Interesujące jest również to, że spready godzin nocnych/porannych całkowicie się odwróciły, co jest istotne także z punktu widzenia **uzasadnienia biznesowego magazynowania energii**. Niemniej jednak spread godzin południowych/wieczornych a wieczorem gwałtownie wzrosła w tym samym czasie, co z nawiązką zrekompensowało straty wynikające z cyklu ładowania/rozładowania (IRR>20%). Więcej informacji na temat rentowności projektów magazynów opartych na bateriach można znaleźć w naszym raporcie sektorowym ([LINK](#)).

Spready intraday cen arbitrażowych (PLN/MWh)

PLN/MWh	2021	2022	2023	2024 YTD	cze'24
godziny 02:00-05:00	320	650	459	342	432
godziny 08:00-11:00	422	786	521	370	412
godziny 12:00-15:00	420	680	474	303	303
godziny 18:00-21:00	468	1034	600	479	676
godziny pozaszczytowe w nocy/szczytowe rano	77	89	31	6	-45
godziny pozaszczytowe w południe/szczytowe wieczorem	20	293	90	147	332

Zródło: Bloomberg, mBank

Koszty bilansowania w polskim systemie (w tym średnie dzienne) przed reformą rynku bilansującego i po niej

(mln PLN)	I kw. 2022	II kw. 2022	III kw. 2022	IV kw. 2022	I kw. 2023	II kw. 2023	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	po reformie
Koszty bilansowania elektryczności netto	246	520	386	638	496	535	180	111	268	364	49
średnia dzienna	2,7	5,7	4,2	6,9	5,5	5,9	2,0	1,2	2,9	4,0	2,9
Redysponowanie	20	18	10	285	589	460	299	93	79	80	-
Aukcja mocy bilansującej	-	-	-	-	-	-	-	-	-	298	298
średnia dzienna	0,2	0,2	0,1	3,1	6,5	5,1	3,2	1,0	0,9	4,2	17,5

Zródło: PSE, mBank

Aukcje mocy bilansującej wydają się być istotniejsze dla szacunków dotyczących przedsiębiorstw energetycznych na kolejne kwartały. Jak pokazano w powyższej tabeli, **średnie dzienne płatności za oferowaną moc wzrosły znacząco z 0,9-1,0 mln PLN w okresie IV kw. 2023 – I kw. 2024 do ponad 17 mln PLN**. Zakładając, że taki stan rzeczy się utrzyma, kwartalny przepływ do segmentu produkcji wzrósłby z 80-90 mln PLN w okresie IV kw. 2023 – I kw. 2024 do 1,5 mld PLN. Oczywiście **3-tygodniowa próba jest zbyt mała**, aby ocenić, jak będzie wyglądać nowa rzeczywistość. **Można spodziewać się pewnej optymalizacji zarówno ze strony OSP** (omówiono poniżej), **jak i uczestników rynku** (lepsze zarządzanie ryzykiem portfela zwiększające podaż mocy bilansującej i konkurencję, oczekiwane aktualizacje oprogramowania, usprawnienie wewnętrznych procesów, normalizacja cen po standardowej

Aukcje mocy bilansującej i realokacje są znacznie bardziej kosztowne

Przed reformą rynku bilansującego polski operator systemu przesyłowego (PSE) miał do dyspozycji następujące najważniejsze „narzędzia bilansujące”: 1) **transakcje na rynku bilansującym**, tj. zakupy i sprzedaż energii (częściowo finansowane z taryfy OSP, a częściowo przez uczestników rynku, którzy musieli bilansować swoją ekspozycję na rynku bilansującym) oraz 2) **realokację kontraktów energetycznych**, tj. redysponowanie (koszty pokrywane z taryfy OSP). **Po 14 czerwca** administracyjne redysponowanie (2) zostało zastąpione **aukcjami mocy bilansującej** (moc bilansująca + rezerwa operacyjna). W poniższej tabeli przedstawiamy historyczne koszty bilansowania systemu zgłaszane przez PSE w podziale na powyższe narzędzia.

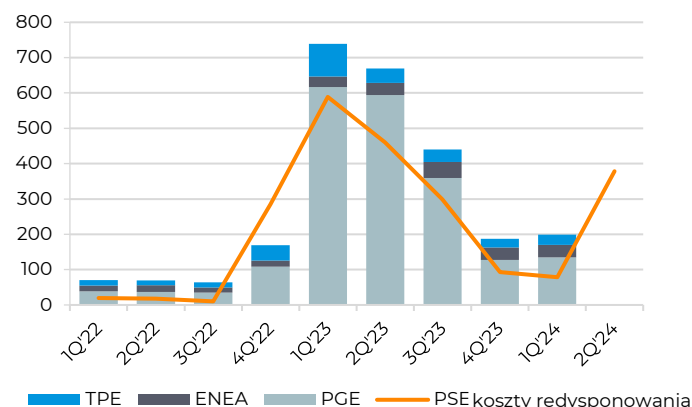
W przypadku transakcji na rynku bilansującym wolumeny zgłaszane w latach 2021-23 wyniosły 18-22 TWh, przy całkowitych kosztach netto zgłaszanych przez PSE w 2023 roku na poziomie 1,3 mld PLN. Te płatności są zwykle traktowane przez wytwórców i dostawców energii jako część kosztów profilu, więc trudno jest wyodrębnić ten strumień na poziomie EBITDA (spółki agregują te przychody/koszty w segmencie sprzedaży energii elektrycznej). Oznacza to, że zmiany zaobserwowane od 14 czerwca nie powinny znacząco wpłynąć na rentowność sektora. Z jednej strony średnie dzienne płatności spadły do poziomu 2,9 mln PLN z 3,5 mln PLN od początku roku lub podwyższonych wartości w 2023 roku, jednak duża część obrotu została przeniesiona na rynek natychmiastowy (możliwości arbitrażu omówiono powyżej).

adaptacji uczestników rynku do nowej rzeczywistości, aktywność strony popytowej poprzez DSR, aktywny udział OZE). Jednak **nawet przy zmniejszeniu tej kwoty o połowę w nadchodzących tygodniach uzyskalibyśmy dodatkowe przejście 0,7 mld PLN do sektora**. Trudno jest podzielić ten potencjalny zysk na poszczególne spółki, jednak jak przedstawiono na wykresie po prawej stronie **udział PGE powinien być najwyższy (70-80%)**. Oznaczałoby to **dodatkowe >0,5 mld PLN do zaksięgowania na kwartał w przychodach/EBITDA PGE w II poł. 2024 roku**.

Całkowite **koszty netto bilansowania zgłoszone przez PSE w 2023 roku wyniosły 2,76 mld PLN** (finansowane poprzez stawkę „jakościową” w ramach taryfy PSE, tj. przez klientów końcowych). Całkowite przychody PSE z wymienionej stawki

„jakościowej” w 2023 roku wyniosły 3,2 mld PLN, a w tym roku wzrosły o około 30% do 4,2 mld PLN. Jednocześnie przyjmując dotychczasową średnią dzienną po reformie (ostatnie 3 tygodnie) jako punkt odniesienia dla reszty roku, **całkowite koszty mogą w 2024 roku przekroczyć 4,7 mld PLN, tj. 0,5 mld PLN powyżej regulowanych przychodów PSE** ze specjalnej opłaty jakościowej. Może to skutkować **wdrożeniem przez operatora sieci pewnych środków „optymalizacyjnych”** w kolejnych miesiącach, aby zmniejszyć obciążenie dla mocy bilansującej, takich jak: 1) większe wykorzystanie zdolności transgranicznych; 2) zachęcanie nowych podmiotów do udziału w aukcjach; 3) egzekwowanie zobowiązań na rynku mocy.

Koszty redysponowania zgłaszane przez PSE (w tym moc bilansująca będąca przedmiotem aukcji po 14 czerwca) w porównaniu z przychodami z usług dodatkowych zgłaszanymi przez spółki w ujęciu kwartalnym (mln PLN)



Źródło: PSE, mBank

Koszty bilansowania w polskim systemie w latach 2022-23 i szacunki mBanku na rok 2024 (mln PLN)

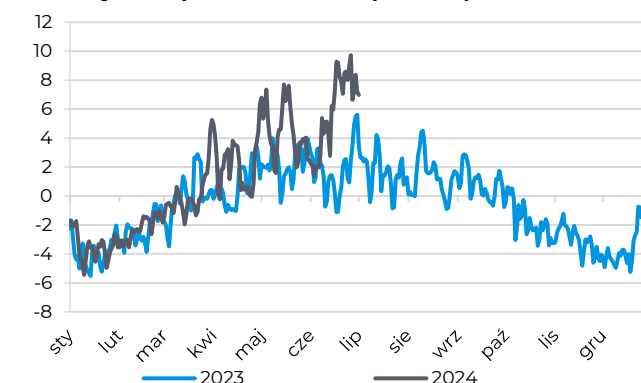
(mln PLN)	2022	2023	2024E
Koszty bilansowania elektryczności netto	1788	1322	1148
Redysponowanie	333	1440	3613

Źródło: PSE, mBank

Koszty profilu OZE – fotowoltaika pod presją

Bardziej agresywna wycena śróddzienna **zmieniła również koszty profilu OZE**. Z jednej strony **lądowe farmy wiatrowe poprawiły swoją cenę zrealizowaną netto** w stosunku do porównawczej ceny bazowej dzięki wyższym cenom wieczornym i nocnym. Według naszych obliczeń dodatnia zmiana rok do roku od połowy czerwca wyniosła >5 PLN/MWh.

Zmiana kosztów profili dla lądowych elektrowni wiatrowych na przestrzeni roku (2023/24)

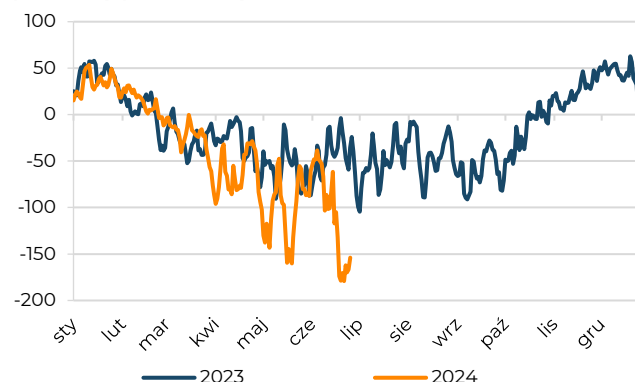


Źródło: mBank

Z drugiej strony **farmy fotowoltaiczne doświadczyły znacznie intensywniejszych ujemnych kosztów profilu**.

Zgodnie z naszymi obliczeniami koszty profilu ważone wolumenem wynosiły w 2023 roku -30 PLN/MWh, tj. 6% średniego obciążenia podstawowego. Wyniki od początku roku sugerowały pogorszenie rzędu -25 PLN/MWh, podczas gdy w ciągu ostatnich 3 tygodni (era po reformie) różnica r/r wynosiła nawet -100 PLN/MWh. Oznaczałoby to średni przychód netto po kosztach bilansowania w wysokości 350 PLN/MWh w przypadku niezabezpieczonego projektu (nadaj OK), jednak perspektywa ulega znacznemu pogorszeniu dla projektów zabezpieczonych kontraktami CfD powiązanymi z ceną bazową (kontrakty z aukcji OZE / umowy zakupu energii elektrycznej bez klauzuli płatności za moc wyprodukowaną). Więcej na ten temat opowiedzieliśmy w naszym raporcie sektorowym.

Zmiana kosztów profili elektrowni FV na przestrzeni roku (2023/24) (PLN/MWh)

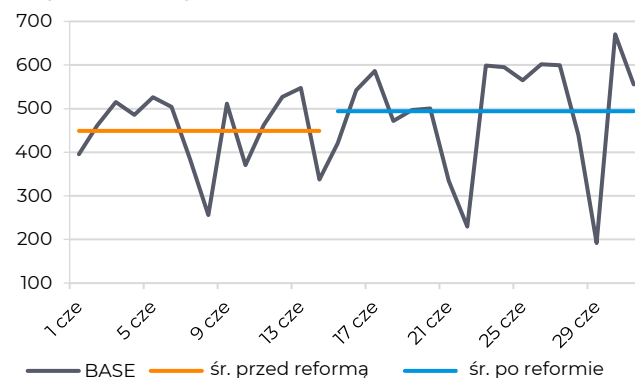


Źródło: mBank

Ceny na rynku natychmiastowym – widoczny pozytywny wpływ

Ceny bazowe również są wyższe niż przed reformą (średnia z 15-30 czerwca na poziomie około 490 PLN/MWh w porównaniu z 2 tygodniami poprzedzającymi rozpoczęcie reformy na poziomie około 450 PLN/MWh). Po skorygowaniu o koszty CO2 dla marginalnej elektrowni węglowej, różnica byłaby jeszcze większa i wyniosłaby 60 PLN/MWh. Jest to oczywiście pozytywny rezultat dla jednostek konwencjonalnych. Jak dotąd nie znajduje to jednak odzwierciedlenia w wycenie kontraktów terminowych, jednak naszym zdaniem jest to kwestia czasu pod warunkiem, że podwyższone ceny na rynku natychmiastowym utrzymają się dłużej.

Polska cena bazowa energii elektrycznej na rynku natychmiastowym (PLN/MWh)



Źródło: Bloomberg, 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/BV:** (cena/wartość księgowa), 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)

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 12 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 10%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

W uzasadnionych przypadkach może zostać podjęta decyzja o odstąpieniu od wyżej prezentowanych zasad w szczególności w sytuacji dużej zmienności cen akcji spółki będącej przedmiotem rekomendacji w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment wydania rekomendacji.
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 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 spółki Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie 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 stanowił 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: 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 świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Jest możliwe, że BM jako wyodrębniona jednostka organizacyjna Banku, na podstawie pełnomocnictw udzielonych przez klientów, w imieniu i na rzecz klienta nabywa lub zbywa, może nabywać lub zbywać lub w przeszłości nabywało lub zbywało instrument finansowy, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub instrument z nim powiązany

Jest możliwe, że mTFI posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadało pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach inwestycyjnych funduszy, których organem jest lub którego portfelem inwestycyjnym zarządza mTFI

Jest możliwe, że Bank posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadał pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach handlowych lub bankowych zarządzanych przez Bank

Jest możliwe, że Bank lub inne spółki z grupy kapitałowej Banku posiadają, mogą posiadać lub w przeszłości posiadały pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach przez siebie zarządzanych

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

W Biurze maklerskim mBanku S.A. („BM”) obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne, ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Poszczególne rodzaje działalności maklerskiej zostały rozdzielone w ramach wewnętrznej struktury organizacyjnej BM, w szczególności departament sporządzający analizy został wydzielony od innej działalności maklerskiej. Stworzono „chiński mur”, czyli bariery informacyjne uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi komórkami organizacyjnym lub pracownikami BM.

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.

Alior Bank SA, Amica SA, Answear.com SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BNPP Bank Polska SA, CD Projekt SA, Cyber Folks SA, Develia, ING Bank Śląski SA, KRUK SA, NEUCA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Santander Bank Polska SA, Sygnity SA, UNIMOT, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są klientami BM.

Alior Bank SA, Amica SA, Answear.com SA, Asseco Poland SA, Atal, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BENEFIT SYSTEMS, BNPP Bank Polska SA, Captor Therapeutics, CCC SA, CD Projekt SA, ComArch SA, Cyberfolks SA, Cyfrowy Polstat SA, Develia, Dino Polska SA, Enea SA, Erste Group Bank AG, Eurocash SA, Forte SA, Grupa Azoty SA, Grupa Pracuj SA, ING Bank Śląski SA, InPost SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KGHM Polska Miedź SA, Komercni Banka AS, KRUK SA, LPP SA, Mabion, Mo-BRUK SA, ORLEN SA, Photon Energy NV, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International, Sanok Rubber Company SA, Santander Bank Polska SA, Selvita, Shoper SA, Tauron Polska Energia SA, UNIMOT, Vercom SA, VRG SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są klientami Banku.

Alior Bank SA, Amica SA, Answear.com SA, Arctic Paper, Asseco Business Solutions SA, Asseco Poland SA, Atal, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BENEFIT SYSTEMS, BNPP Bank Polska SA, Captor Therapeutics, CCC SA, Clech SA, Cyber Folks SA, Develia, Dino Polska SA, Dom Development, Enea SA, Eurocash SA, Forte SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Grupa Azoty SA, Grupa Kety SA, Grupa Pracuj SA, HUUCUE Inc, ING Bank Śląski SA, InPost SA, Inter Cars SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KGHM Polska Miedź SA, KRUK SA, LPP SA, Mabion, Mo-BRUK SA, NEUCA, Orange Polska SA, ORLEN SA, PCF Group SA, PCE Polska Grupa Energetyczna, Photon Energy NV, PlayWay SA, Polenergia SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International, Ryvu Therapeutics SA, Sanok Rubber Company SA, Santander Bank Polska SA, Selvita, Sygnity SA, Tauron Polska Energia SA, TEN Square Games SA, UNIMOT, Vercom SA, VRG SA, Wirtualna Polska Holding SA są kontrahentami mBank S.A.

Osoba sporządzająca niniejszą rekomendację lub inna osoba należąca do tej samej grupy co ta osoba, w okresie ostatnich 12 miesięcy była – jako menadżer - odpowiedzialna lub współodpowiedzialna za przeprowadzenie publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta: Amica SA, Develia, Dino Polska SA, Dom Development, KRUK SA, Santander Bank Polska SA.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla: Develia, Kruk.

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: <https://mdm.pl/bm/analizy>

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.

Wskaznikowa – 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 Kliszcz
dyrektor
+48 667 770 837
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Mateusz Krupa, CFA
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse, deweloperzy

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, healthcare

Paweł Szpigił
+48 509 603 258
pawel.szpigił@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Jakub Sargsyan
+48 519 419 895
marlen.sargsyan@mbank.pl
przemysł, surowce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853 | +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85
karol.kulaj@mbank.pl

Paweł Cyłkowski
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31
pawel.cylkowski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 696 427 249 | +48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl