

EU's gaslager fyldes hurtigere end ventet i 2023

Vi forudser, at EU får fyldt lagrene hurtigere end ventet mod vinter 2023/24. En stærk gasbalance vil med høj sandsynlighed sende spotprisen ned under terminkurven i løbet af sommeren. Vi forventer en spotpris i niveauet €40-45, stort set uændret fra dagens niveau. Kun en længere end ventet rørledningsvedligeholdelse i Norge, eller en markant efterspørgselsstigning fra kul-til-gas skifte, vil i vores optik kunne give en stigende gaspris over sommeren.

Risikomærkning	■ ■ ■	X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

Se venligst de sidste sider for forklaring.

- Hurtigere fyldte lagre vil give uændret gaspris over sommer 2023
- EU vinder spot-LNGen, men Norge sænker leverancerne periodisk
- Gas er nu billigere end kul. Lav risiko for højere gasefterspørgsel

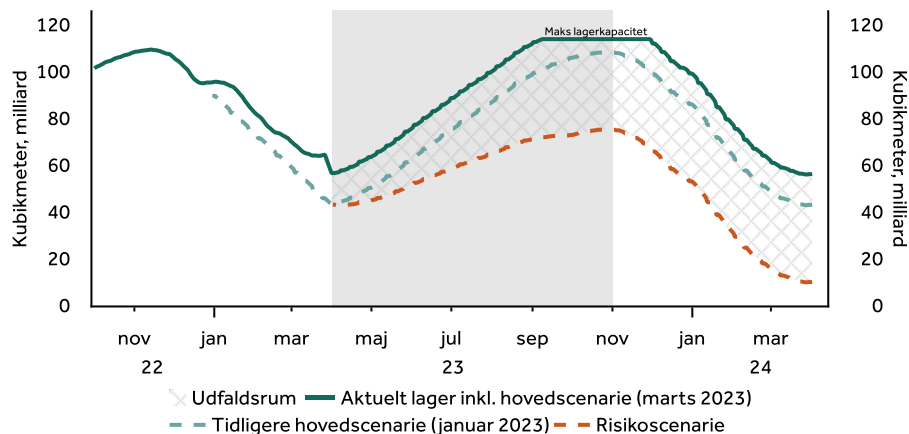
Hurtigere fyldte lagre vil give uændret gaspris over sommer 2023

EU's gaslager har udviklet sig markant bedre end forventet og er nu fyldt 90% over medianniveauet for de sidste 10 år, jf. figur 1. Udgangspunktet for EU-lageret ved fyringssæsonens afslutning (april 2023) er ca. 40% bedre end ventet i vores tidligere hovedscenarie.

Vi forventer nu, at EU til vinter 2023/24 kan få fyldt gaslageret endnu hurtigere end forudset, jf. figur 2. Et risikoscenarie, hvor EU oplever et udbudsgab og mangler gas i 2023 (se mere om dette [her](#)), har nu mindre sandsynlighed.

Figur 2: Lagerprognose opjusteres. EU's gasbalance er forbedret over vinteren

Gaslagerprognose - EU



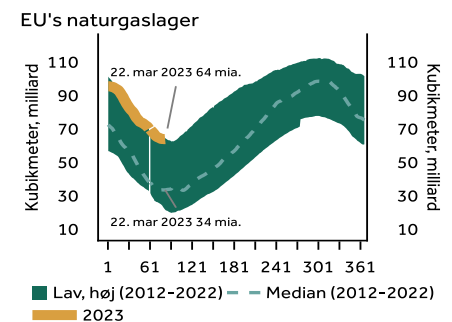
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Note: Skraverede område markerer opfyldningssæsonen

Lageropjusteringen kommer på baggrund af en meget positiv lagerudvikling over vinteren 2022/23, jf. figur 3, hvor EU har haft succes med køb af en stor andel spot-LNG, som vi mener vil fortsætte over sommeren. EU formåede at reducere gasforbruget med 12% i 2022 sammenlignet med 2019-2021, jf. figur 4. I samme periode har EU "kun" været begunstiget af gennemsnitligt 3% færre dage med behov for opvarmning, jf. figur 5. Majoriteten af EU's gasbesparelser henfører vi derfor til ændringer i gasforbrugsadfærden.

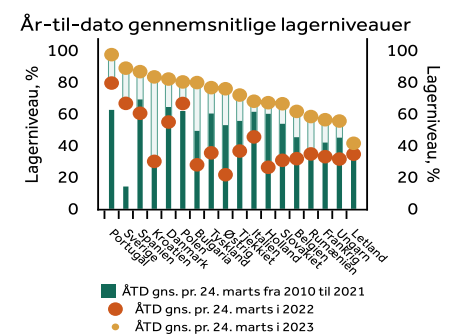
En markant forbedret gasbalance gør, at vi mener, at spotprisen på naturgas med høj sandsynlighed vil handle under terminkurven over sommeren 2023, jf. figur 6.

Figur 1: Historisk højt EU-lager



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 3: EU-lande har højere lager i 23



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

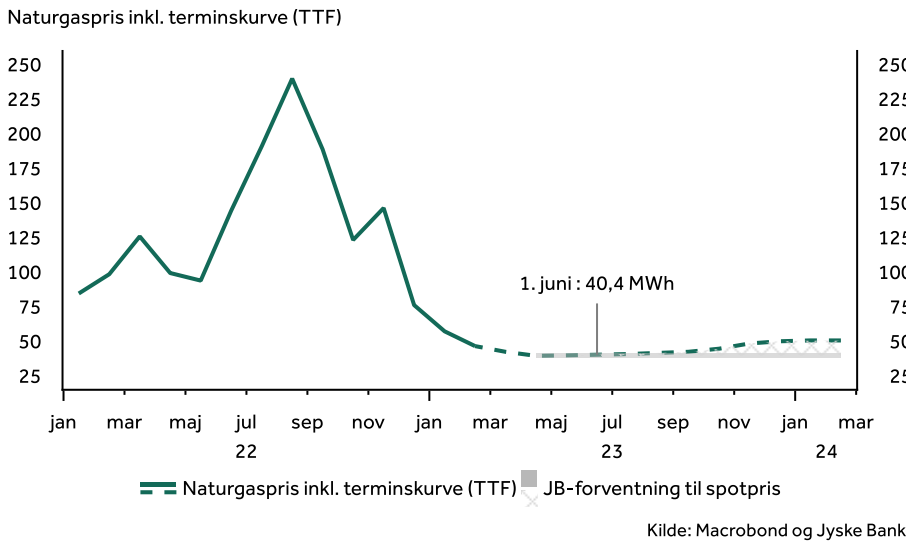
Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Analytiker,
Anders Miche Pedersen
+45 89 89 86 81
anmp@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:

Se materialets sidste side.

Figur 6: Høj sandsynlighed for lavere spotpriser end terminkurvens prisning



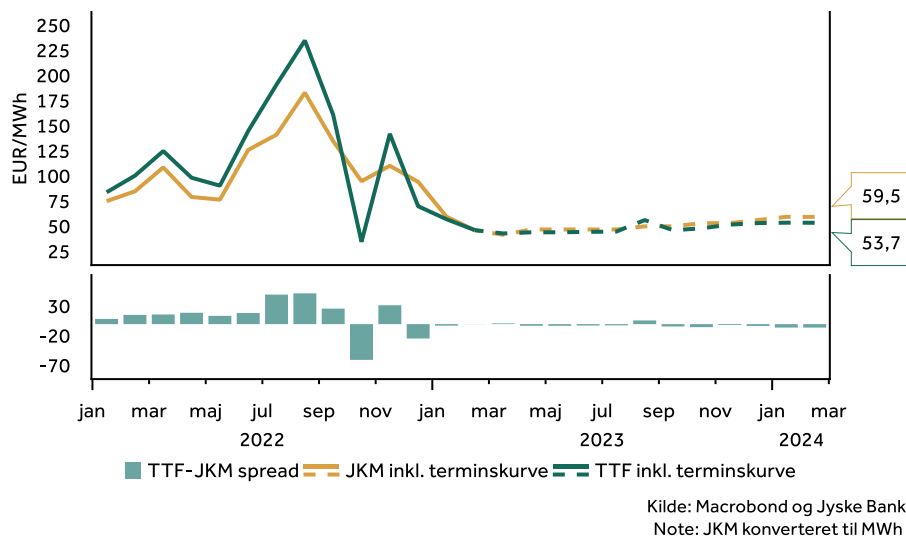
Prisrisikoen og risikoen for højere volatilitet end i vores hovedscenarie består af, at rørledningsvedligeholdelsen i Norge bliver længere end ventet, eller at efterspørgselsstigningen fra et kul-til-gas skifte har en markant større effekt end vi forventer.

EU vinder spot-LNGen, men Norge sænker leverancerne periodisk

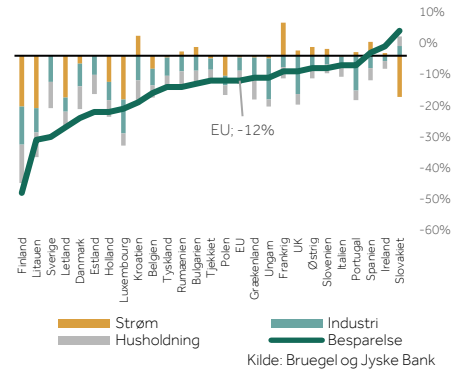
Russisk gas til EU er så godt som udfaset, og udgør nu kun 8%. EU er derimod mere afhængig af LNG fra USA og rørledningsgas fra Norge. Vores beregninger, jf. tabel 1, viser, at det er mest rentabelt at sende LNG til EU fremfor Asien, hvilket understøtter EU i at kunne tiltrække spot-LNG i 2023. Over sommeren reduceres udbuddet til EU fra Norge pga. annonceret rørledningsvedligeholdelse, som i perioder reducerer udbuddet til EU med 8-11%. Her vurderer vi, at kun en længere end ventet vedligeholdelse kan løfte gasprisen.

Bedre gasbalance end frygtet i EU har medført lavere TTF-priser, og JKM handler nu marginalt over TTF-prisen. De nuværende JKM-priser vil lokke asiatiske købere tilbage til LNG-spotmarkedet. Det underbygger sandsynligheden for, at JKM også længere ude på kurven vil handle med en præmie ift. TTF, jf. figur 7.

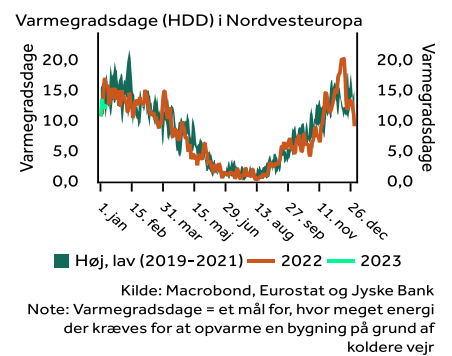
Figur 7: Bedre gasbalance i EU har sendt TTF-prisen ned og reduceret spread



Figur 4: Gasreduktion i EU på 12% i 22



Figur 5: "Kun" 3% færre HDD i 2022



Japan Korea Marker (JKM) er benchmarkprisen, der afspejler spotmarkedsværdien på flydende naturgas (LNG) leveret til Japan, Sydkorea, Kina og Taiwan

Kilde: CME Group og Jyske Bank

Et lavere spread betyder isoleret set, at eksportører kan opnå den højeste salgspris i Asien. Vores beregninger af LNG-netback viser dog (baseret på terminspris i marts 2024), at det vil være mest rentabelt at fragte LNG fra USA til EU fremfor Asien. Fordi transportomkostninger til Asien er markant højere end til EU, kan en højere salgspris i Asien IKKE kompensere for de højere omkostninger, jf. tabel 1.

LNG-netback er et mål for den eksportpris som en gasleverandør kan forvente at modtage for at eksportere sin naturgas som LNG

Kilde: Natural Gas Intelligence

Tabel 1: Rentabilitet ved at transportere LNG fra USA til EU og Asien

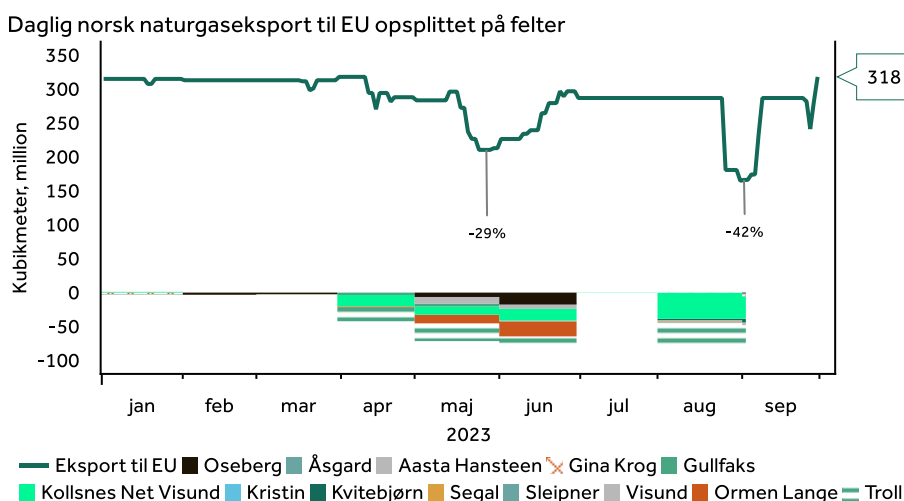
I EUR og kubikmeter (m3)	EU	Asien
LNG-produktionsomkostninger	14	14
Dagsrate for LNG-skib	94.000	94.000
LNG-skib fart (knob)	19	19
LNG-skib størrelse	155.000	155.000
Transportdistance (Zee og Kina)	6.000	15.500
Rejsedage	13	34
Transportomkostninger	1.236.842	3.195.175
LNG-reference pris (TTF og JKM)	54	60
Afkogningstab (pr. dag)	0,1%	0,1%
Afkogningstab på last	2.039	5.269
Nettolast	152.961	149.731
Skibslast salgspris	8.213.980	9.058.747
Nettoprofit (EUR)	4.769.860	3.656.294

Kilde: ICE, Oxford Energy, Natural Gas Intelligence og Jyske Bank

Majoriteten af EU's gasforsyning hviler på LNG, som udgør 41%. Rørledningsimporten fra Norge til EU er steget knap 25% siden 2021 og udgør nu 26%, jf. figur 9.

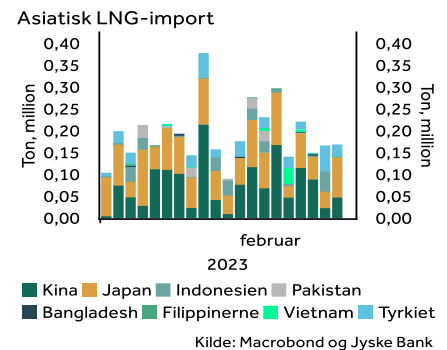
Fordi Norge har annonceret rørledningsvedligeholdelse i 2023, vil importen til EU blive reduceret væsentligt i perioder, jf. figur 10. Gasvolumen fra Norge reduceres henholdsvis 29% og 42% i løbet af 2023, hvilket vægtet betyder en udbudsreduktion på 8% og 11%. Der er tale om en stor reduktion, men fordi vedligeholdelsen ER annonceret og indregnet, vil kun en længere end forventet vedligeholdelse kunne påvirke gasprisen signifikant.

Figur 10: Kun en længere vedligeholdelse kan løfte TTF-prisen i EU

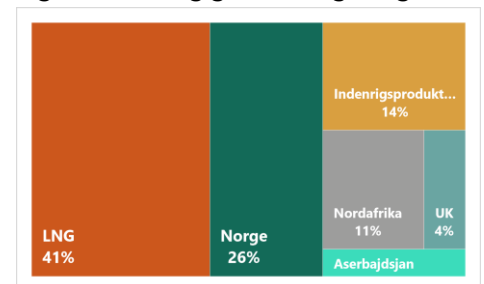


Kilde: Bloomberg, Macrobond og Jyske Bank

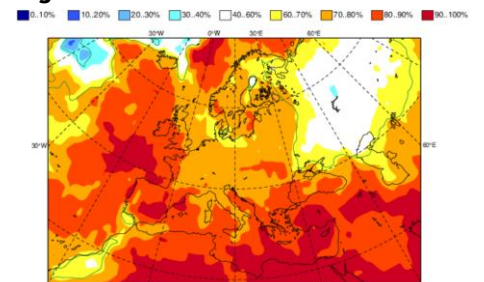
Figur 8: Japan og Kina = top-importer



Figur 9: Afhængig af LNG og Norge



Figur 11: Varmere end normal sommer



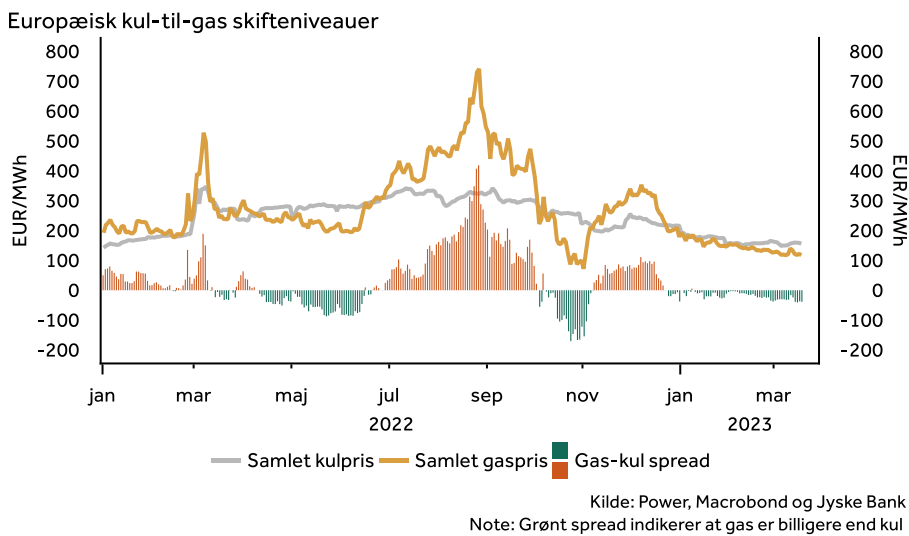
Note: Figur 11 viser sandsynligheden for, at middeltemperaturen mod juli 2023 ligger over medianen for de sidste 24 år

Vi anerkender, at gasinjektionerne i vedligeholdelsesperioderne er lavere, og derfor er gasprisen sensitiv til ændringer i forbruget. Bliver sommeren varmere end normalt, jf. figur 11, kan det øge volatiliteten og gasprisen periodisk.

Gas er nu billigere end kul. Lav risiko for højere gasefterspørgsel

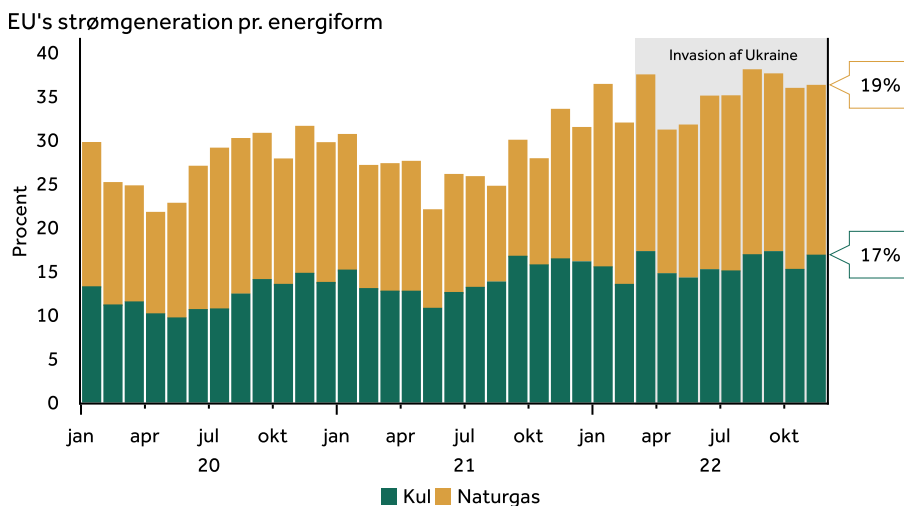
Omstilling fra kul til gas halverer CO₂-udledningen pr. energienhed, som ikke er uvæsentligt, når prisen for CO₂-udledning i EU er steget 300% på 3 år. Justerer vi kul- og gaspriserne for emissionsomkostninger og energieffektivitet betyder det, at gas er billigere end kul, jf. figur 12. Vi venter ikke et kraftigt skifte, da det udelukkende giver mening for de mest effektive strømproducenter, men risikoen er til stede.

Figur 12: Gas er billigere end kul. Dog lav sandsynlighed for markant skifte



Teoretisk set giver det mening for de mest effektive strømproducenter at skifte mellem gas og kul, når skifteniveauerne er fordelagtige. Kigger vi på data, kan vi ikke se, at invasionen af Ukraine har øget gas-til-kul skiftet, jf. figur 13. Derfor kan vi ikke konkludere, at et kul-til-gas skifte i 2023 vil have en målbar effekt på gasefterspørgslen.

Figur 13: Vi udleder, at kul-til-gas skifte vil blive mere påvirket af grøn omstilling



Dog mener vi, at den grønne omstilling vil fremtvinge en løbende udfasning af brugen af kul. Udfasningen mener vi kun vil blive forstærket af, at gas nu både er et renere og billigere alternativ til kul. Det vil udløse kul-til-gas skifte på sigt.

Vigtig Investorerinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Dette materiale er en investeringsanbefaling, som er udarbejdet i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:
<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

- Simple regressionsmodel, hvor råvaren værdiansættes via forklarende variable som f.eks. udviklingen i lagre, udbudssituationer, efterspørgsels indikatorer, råvarepriser og volatilitet.
- Jyske Markets økonomiske forventninger til vækst, inflation, pengepolitik indgår i modelvariable.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarioanalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.

Anbefalingsbegreber

Prismål

Prismål afspejler den retning, som prisen forventes at bevæge sig i over en given horisont (retning og styrke). Prismålet er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se prisen på den angivne horisont. Prismålet bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for prisen i den pågældende periode.

Anbefalinger

Den enkelte kunde bør i samarbejde med sin rådgiver altid forholde sig til den udvalgte anbefaling og strategi i forhold til kundens risikoprofil og formål.

Opdatering af analysen

Kursmål med forskellige horisonter ud til et år fastsættes månedligt. Anbefalinger og strategier udsendes og opdateres på ad hoc basis.

Risiko

Investering og handel med valuta og renter er behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger i denne analyse kan være forbundet med risiko. Se selve analysen for vurdering af evt. risici. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger i analysen kan ikke ses som udtømmende.

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores bedste vurdering. Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Risikomærkning

Grøn: En type af investeringsprodukt er i kategorien grøn, hvis risikoen for at tabe hele det investerede beløb må betragtes som meget lille, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Gul: En type af investeringsprodukt er i kategorien gul, hvis der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Rød: En type af investeringsprodukt er i kategorien rød, hvis der er en risiko for at tabe mere end det investerede beløb, eller hvis produkttypen er vanskelig at gennemskue.