

środa, 27 kwietnia 2022 | komentarz specjalny

## PGNiG: Wstrzymanie dostaw gazu z Rosji

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 9,53 PLN | cena bieżąca: 6,19 PLN

PGN PW; PGN.WA | Paliwa, Polska

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

PGNiG poinformowało, że Gazprom zdecydował o wstrzymaniu dostaw gazu w ramach kontraktu jamalskiego. Oficjalnym powodem jest brak zgody polskiego koncernu na rozliczanie w RUB, czego na podstawie „dekretu Putina” domagała się strona rosyjska. PGNiG takie działanie uznało za bezprawne oraz sprzeczne z warunkami kontraktu i zamierza podjąć działania zmierzające do przywrócenia realizacji umowy przez Gazprom. Ministerstwo Klimatu zapewniło, że mimo braku importu ze Wschodu, dostawy do wszystkich polskich odbiorców będą utrzymane na dotychczasowym poziomie.

Sytuacja w najbliższych dniach może być dynamiczna. Wczoraj wieczorem pojawiła się informacja, że Gazprom analogiczne kroki podjął wobec Bułgarii. Kluczową kwestią dla europejskiego rynku gazowego i bilansu gazowego Polski będzie to, czy rosyjski gaz nadal w obecnym wolumenie będzie docierał do Europy Zachodniej. Jeśli tak to uwzględniając obecną i planowaną infrastrukturę importową, nie powinniśmy zanotować niedoborów gazu na lokalnym rynku ani w tym roku, ani tym bardziej w kolejnych latach. W przeciwnym scenariuszu, nawet mając do dyspozycji łącznik do Norwegii/Danii oraz bogaty portfel kontraktów LNG, nie możemy wykluczyć niezbilansowania popytu na poziomie nawet do 3 mld m<sup>3</sup> w skali roku (tylko w przypadku braku możliwości fizycznego swapowania gazu z USA do Niemiec lub do rurociągu Baltic Pipe).

Z punktu widzenia samego PGNiG wpływ powyższych wydarzeń na wyniki w krótkim terminie powinien być neutralny lub tylko lekko negatywny (ochrona w postaci rekompensat dla sprzedaży regulowanej, zamieszanie na pozycjach hedgingowych raczej niewielkie, ewentualne redukcje największych odbiorców bez wpływu na marżę, negatywny wpływ z tytułu pokrywania pozycji miesięcznych na rynku spot). W średnim terminie wyższe ceny gazu oraz rozszerzenie spreadów arbitrażowych Henry Hub- TTF będą dla Spółki korzystne.

### Strona podaźowa (możliwości techniczne)

- **Wydobycie krajowe** – 3,7-3,8 mld m<sup>3</sup> rocznie (głównie PGNiG).
- **Import z kierunku wschodniego** - kontrakt jamalski z wolumenem do 10,2 mld m<sup>3</sup> i klauzulą take-or-pay wygasający formalnie z końcem 2022 roku.
- **Fizyczny rewers na rurociągu jamalskim z Niemiec (Mallnow)** - techniczna zdolność do 6,1 mld m<sup>3</sup>.
- **Interkonektor Polska-Niemcy (Lasów)** - techniczna zdolność importowa 1,6 mld m<sup>3</sup>.
- **Interkonektor Polska-Czechy (Cieszyn)** - techniczna zdolność importowa 0,6 mld m<sup>3</sup>.
- **Interkonektor Polska-Litwa** - techniczna zdolność importowa 1,9 mld m<sup>3</sup> - planowane uruchomienie w maju 2022 r.
- **Interkonektor Polska-Słowacja** - techniczna zdolność importowa 5,7 mld m<sup>3</sup> - planowane uruchomienie w 3Q'2022.
- **Terminal LNG w Świnoujściu** - techniczna zdolność importowa 6,2 mld m<sup>3</sup>, po trwającej rozbudowie 8,3 mld m<sup>3</sup> od 2024 roku.
- **Rurociąg Baltic Pipe** - techniczna zdolność importowa 10 mld m<sup>3</sup> - planowane uruchomienie w październiku 2022 r. (początkowa zdolność importowa dostępna w 4Q'22 to ~3 mld m<sup>3</sup> w skali roku).

### Strona podaźowa (kontrakty handlowe)

#### LNG

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

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

Łącznie w kontraktach długoterminowych PGNiG począwszy od 2024 r. posiada 12 mld m<sup>3</sup>. Oznacza to, że nawet po rozbudowie terminala w Świnoujściu (kolejny terminal FSRU w Gdańsku jest planowany dopiero w latach 2026-27) część kontraktów będzie musiała być realizowana przez terminale w Europie Zachodniej (lub Litwie) i ewentualnie swapowana do Polski rurociągami (albo przez Niemcy albo przez Baltic Pipe).

#### Rurociągi

- **Baltic Pipe (gaz ze złóż PGNiG w Norwegii)** - aktualne prognozy wydobycia z norweskich złóż PGNiG w latach 2022-24 to 2,4-2,6 mld m<sup>3</sup>.
- **Baltic Pipe (kontrakt PGNiG z Orsted)** - umowa na dostawy gazu z duńskiego złoża Tyra (ponowne uruchomienie w 2023 roku) - kontrakt ma ruszyć od stycznia 2023 r. i będzie obowiązywał do października 2028 r. - łączny wolumen 6,4 mld m<sup>3</sup>, czyli około 1,1 mld m<sup>3</sup> rocznie.
- **Import z Litwy** - źródłem dostaw przez interkonektor PL/LT będą dostawy LNG realizowane przez terminal w Kłajpedzie - jego techniczne zdolności regazyfikacji to 3,7 mld m<sup>3</sup>, z czego na 2022 zarezerwowane jest około 2,2 mld m<sup>3</sup> - trudno ocenić ile z pozostałych 1,5 mld m<sup>3</sup> byłoby technicznie dostępne do importu do Polski (nie mamy pewności czy cały ten wolumen może być przesłany litewskim systemem gazociągów).
- **Interkonektory z Niemcami i Czechami** - import bazujący na bieżącej kontraktacji na rynku giełdowym.
- **Interkonektor ze Słowacją** - obecnie dostępny gaz to wolumen dostarczany przez południową nitkę rurociągu jamalskiego przez Ukrainę, w przyszłości umożliwi dostęp do hubów austriackich i dostaw z Morza Śródziemnego.

#### Prognozy bilansu gazowego dla Polski

Poniżej prezentujemy nasze założenia do prognoz przedstawionych w poniższej tabeli:

- Uwzględniamy aktualne prognozy wydobycia PGNiG oraz przedstawiony powyżej potencjał techniczny i handlowy poszczególnych kierunków importu.
- Zakładamy wygaśnięcie dostaw z Gazpromu z dniem dzisiejszym (szacunek importu YTD na poziomie 3,2 mld m<sup>3</sup>



opieramy na danych ENTSOG dla punktów Kondratki/Wysokoje/Tietierowka/Hermanowice).

- Dla uproszczenia zakładamy utrzymanie stanu magazynów w poszczególnych latach na poziomie 3 mld m<sup>3</sup> na koniec grudnia (tylko sezonowe przepływy zgodne ze wzorcem z lat poprzednich). Potencjalnie ten wolumen może być wykorzystany do bilansowania niedoborów. Obecnie magazyny w PL wypełnione są w 76% (2,5 mld m<sup>3</sup> wg AGSI).
- Dla nitki litewskiej zakładamy wykorzystanie potencjału na poziomie 25% zdolności technicznych (niepewność co do możliwości zakontraktowania przepustowości na terminalu w Kłajpedzie i zdolności przesyłowych systemu litewskiego).
- Dla nitki słowackiej przyjmujemy brak importu - trudno dziś szacować potencjał importowy z regionu MED na Słowację.
- Wykorzystanie mocy terminala w Świnoujściu przyjmujemy na poziomie 95%.
- W przypadku Baltic Pipe zakładamy wypełnienie rurociągu gazem własnym PGNiG, kontraktem z Orstedem oraz pozostałym gazem LNG z obecnych długoterminowych kontraktów PGNiG po wyłączeniu wolumenów dostarczonych do Świnoujścia i Kłajpedy.
- Interkonektory Niemcy/Czechy zostały potraktowane jako element bilansujący.
- Prognozy popytu:
  - Energetyka - uwzględniamy odczyty YTD oraz planowane uruchomienia nowych bloków.
  - Rafinerie - oczekujemy substytucji gazu przez HSFO w latach 2022-23 i powrót do poziomów z 2020 r. w 2024 r.
  - Zakłady azotowe - stabilny popyt na obecnych instalacjach i wzrost w 2023 r. po uruchomieniu inwestycji w Anwilu
  - Gospodarstwa domowe - normalizacja popytu w tym roku (zawyżona baza 2021 r.) i następnie stabilizacja.

Prognozy dla polskiego rynku oparte na powyższych założeniach prowadzą do następujących wniosków:

- W scenariuszu utrzymania dostaw rosyjskiego gazu do Niemiec nie ma zagrożenia dla zbilansowania popytu i podaży na polskim rynku, ani w tym roku ani w kolejnych (nawet przy niepełnym wykorzystaniu Baltic Pipe).
- W przypadku problemów z zaopatrzeniem na rynku niemieckim (brak możliwości dostaw fizycznym rewersem i utrudnione swapowanie gazu LNG z terminali w Europie Zachodniej) widzimy ryzyko niezbilansowania na poziomie 1,3-3 mld m<sup>3</sup> w 2023 roku i 0-2,5 mld m<sup>3</sup> w 2024 roku (przy pełnym wykorzystaniu gazu z magazynów). Powyższe

przedziały to założenie możliwości lub braku możliwości swapowania amerykańskiego LNG do Baltic Pipe.

- Potencjalnym buforem bilansującym w sytuacjach kryzysowych może być mocniejsza niż założyliśmy optymalizacja konsumpcji w rafineriach oraz zastąpienie produkcji energii w blokach gazowych przez węglowe.

### Ryzyka związane z pozycjami zabezpieczającymi

PGNiG stosuje aktywnie politykę zabezpieczania zakupu i sprzedaży gazu. Nagłe wstrzymanie dostaw przez Gazprom może mieć jakieś implikacje dla wyceny pozycji hedgingowych (konieczność zrównoważenia zmian w strukturze dostaw) oraz marży handlowej (konieczność zbilansowania dostaw w ramach formuły 1M FWD przez zakupy spotowe). Nie spodziewamy się jednak aby ten wpływ był istotny, szczególnie że PGNiG miało kilka tygodni aby przygotować się na konsekwencje „dekretu Putina”. Bardzo możliwy (widoczny już wczoraj) wzrost rynkowych cen gazu w Europie również nie powinien uderzyć w wyniki Spółki, gdyż w obszarze regulowanym PGNiG ma zapewnione rekompensaty, a w części korporacyjnej kontrakty są pośrednio lub bezpośrednio indeksowane do benchmarków. W średnim terminie obecna sytuacja winduje jeszcze bardziej spready na długoterminowych kontraktach LNG z USA (szerzej pisaliśmy o tym w naszym marcowym komentarzu [LINK](#)), a aktualne zestawienie terminowej modelowej marży arbitrażowej przedstawiamy poniżej (przypominamy, że docelowy wolumen dostaw indeksowanych do HH to ponad 100 TWh rocznie).

### Porównanie kontraktów 1M, 1Y,2Y i 3Y FWD dla TTF i Henry Hub w EUR/MWh po uwzględnieniu kosztów frachtu i opłaty terminala skraplającego

EUR/MWh	spot	1Y FWD	2Y FWD	3Y FWD
TTF	92,8	81,2	67,1	53,6
Henry Hub	33,1	27,0	24,0	23,6
spread	59,7	54,2	43,1	29,9

Źródło: Bloomberg, mBank

### Prognoza bilansu rynku gazowego w Polsce

(mld m <sup>3</sup> )	2021		2022P		2023P		2024P	
	potencjał	realizacja	potencjał	realizacja	potencjał	realizacja	potencjał	realizacja
złoża krajowe	3,74	3,74	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79
Gazprom	10,20	9,91	10,20	3,20	0,00	0,00	0,00	0,00
LNG	6,20	3,94	6,20	5,89	6,20	5,89	8,30	7,89
Niemcy/Czechy	8,30	2,28	8,30	5,58	8,30	4,30	8,30	1,65
Baltic Pipe	0,00	0,00	0,75	0,65	10,00	5,14	10,00	7,39
Litwa	0,00	0,00	0,95	0,24	1,90	0,48	1,90	0,48
Słowacja	0,00	0,00	1,43	0,00	5,70	0,00	5,70	0,00
<b>podaż łącznie</b>	<b>28,44</b>	<b>19,86</b>	<b>31,62</b>	<b>19,35</b>	<b>35,89</b>	<b>19,59</b>	<b>37,99</b>	<b>21,19</b>
<b>magazyny*</b>	<b>2,97</b>	<b>-0,02</b>	<b>2,99</b>	<b>-0,01</b>	<b>3,00</b>	<b>0,00</b>	<b>3,00</b>	<b>0,00</b>
<b>popyt</b>		<b>19,88</b>		<b>19,34</b>		<b>19,59</b>		<b>21,19</b>
energetyka		1,80		1,66		1,66		2,55
rafinerie		1,90		1,70		1,70		2,40
zakłady azotowe		2,50		2,50		2,75		2,75
pozostali komercyjni		8,48		8,48		8,48		8,48
gospodarstwa domowe		5,20		5,00		5,00		5,00

\*kolumna potencjał dla magazynów oznacza wolumen zgromadzony na koniec roku, a realizacja to zmiana stanu zapasów (pobór netto ze znakiem ujemnym)

Źródło: 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 ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

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

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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

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

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

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

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

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

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

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

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

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



## mBank S.A.

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

### Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming

Antoni Kania  
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736  
[antoni.kania@mbank.pl](mailto:antoni.kania@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta  
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)