

wtorek, 18 grudnia 2018 | opracowanie cykliczne

## Espresso surowcowe

### Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

#### Rynek energetyczny

Na rynku niemieckim roczny kontrakt na dostawy energii wzrósł w okolice 57 EUR/t, co było pochodną skoku notowań CO<sub>2</sub> powyżej 24 EUR/t i kontynuacji odbicia cen węgla w portach ARA. W Polsce na razie koszty uprawnień nie zostały odzwierciedlone w kontrakcie na 2019, który zatrzymał się na 285 PLN/MWh. W efekcie mocno zawęził się spread transgraniczny i obniżyły się na bieżąco kalkulowane marże CDS. Oceniamy jednak, że jest to zjawisk krótkoterminowe i tak duży wzrost kosztów uprawnień wpłynie na notowania energii na TGE.

#### Rynek paliwowy

Pomimo utrzymującej się presji na cenach ropy, marże rafinerijne kontynuują spadki i benchmark kalkulowany dla PKN oscyluje już w okolicach 4 USD/Bbl. Rentowności przerobu ciąży przede wszystkim crack benzynowy, ale pogarszają się również marże na HSFO i dieslu (wraz z podnoszącym się poziomem wody na Renie spadają koszty frachtu). Ciekawostką jest ujemny dyferencjał Ural/Brent. Marże petrochemiczne również wróciły do negatywnych tendencji po chwilowym odbiciu cen polimerów w związku z *force majeure* w Ludwigshafen.

#### Rynek metali

Ceny metali industrialnych pozostają pod presją negatywnych danych z Chin mogących świadczyć o spowolnieniu w największej azjatyckiej gospodarce. Na rynku pojawiły się informacje, że doradcy chińskiego rządu oczekują obniżenia tempa wzrostu gospodarki w 2019 roku z uwagi na liczne ryzyka, w tym potencjalny negatywny wpływ wojny handlowej. Sprzedaż samochodów w Chinach w listopadzie spadła o 16% r/r. Jednocześnie w tym samym miesiącu rząd wyraźnie kontynuował stymulowanie gospodarki (nowe kredyty w XI +12% r/r – 9. miesiąc z rzędu).

Na rynku miedzi w ubiegłym tygodniu monitorowane zapasy spadły o 4% t/t, do najniższego od trzech lat poziomu. Z punktu widzenia KGHM niskie notowania miedzi rekompensują odbijające ceny złota i srebra.

#### Rynek agro

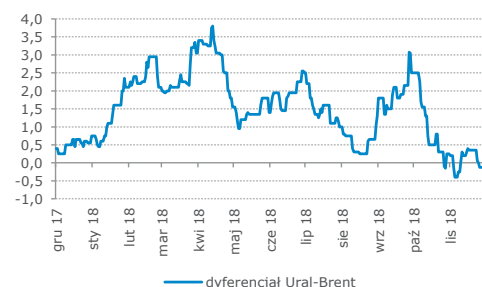
Odreagowanie cen gazu w Europie w ostatnim tygodniu negatywnie wpłynęło na marże modelowe na nawozach (praktycznie pierwszy spadek od 2 miesięcy; patrz strona 13).

#### Rynek węgla koksowego

Ceny produktów stalowych lekko odreagowały w końcówce ubiegłego tygodnia. Tymczasem we wtorek na rynku pojawiły się przecieki doradców rządu chińskiego wskazujące, że krajowy popyt na stal w 2019 roku spadnie r/r z uwagi na niższy popyt na rynku nieruchomości, automotive i w energetyce. Negatywnie na te informacje zareagowały notowania rudy żelaza, koksu i węgla koksowego.

Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na poprawę konkurencyjności producentów stali opartych o elektryczne topienie złomu względem technologii wielkopiecowej. Wciąż producenci wielkopiecowi notują przewagę, ale dysproporcja pomniejszyła się w ostatnich dwóch tygodniach (patrz strona 10). Naszym zdaniem może to powodować presję na notowania rudy żelaza i węgla koksowego w nadchodzących tygodniach (negatywnie dla JSW). W kontekście Cognora wzrost konkurencyjności jest sprzyjający dla spółki, choć z drugiej strony martwi spadek marży modelowej na produkcji prętów żebrowanych w Chinach (patrz strona 10).

#### Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
PGE	-6,5%	-13%
Kernel	-6,3%	+6%
Enea	-6,0%	-11%
Impexmetal	-5,4%	-28%
Astarta	-2,2%	-49%
ZA Puławy	-1,7%	-54%
PGNiG	-1,3%	+9%
OMV	-1,1%	-20%
Energa	-1,0%	-25%
Kruszwica	-1,0%	-41%
ZCh Police	-0,7%	-32%
Boryszew	+0,0%	-49%
Tupras	+0,2%	+15%
PCC Rokita	+0,2%	-13%
Tarczyński	+0,6%	+49%
MOL	+0,6%	+7%
JSW	+0,6%	-31%
Ciech	+0,7%	-9%
Kęty	+0,9%	-13%
Orzeł Biały	+0,9%	-6%
ZE PAK	+1,1%	-44%
PKN Orlen	+1,9%	+5%
LW Bogdanka	+2,4%	-16%
Tauron	+2,7%	-25%
CEZ	+4,1%	+18%
IMC	+4,6%	+24%
KGHM	+4,6%	-19%
Grupa Azoty	+4,8%	-52%
Lotos	+5,0%	+53%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+1,4%	-9%
Chemia	+2,4%	-37%
Energia	-3,9%	-16%
Paliwa	+1,7%	+11%
Spożywczy	-3,7%	-5%
Surowce	+3,7%	-21%
Ukraina	-2,7%	-13%

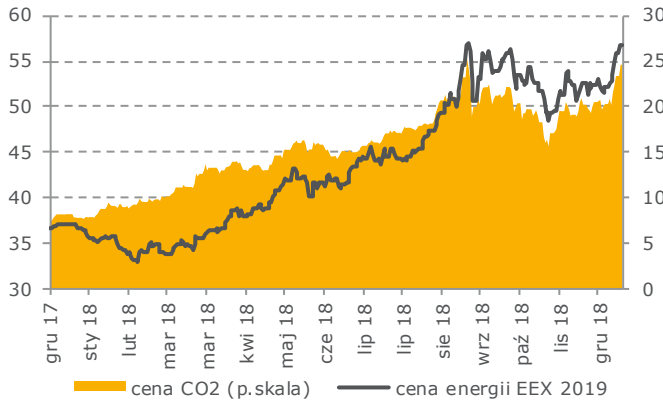
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+5,8%	-3%
Oil & Gas E&P	-5,0%	-19%
Refining EU	+1,3%	+13%
Refining US	-2,9%	-12%
Agri & Food	+0,0%	-0%
Kauczuki	+1,0%	-30%
Nawozy	-2,6%	+5%
Chemicals EU	-3,0%	-18%
Industrials EU	+1,8%	-12%
Petchem World	-1,6%	-17%
Utilities EU	+4,9%	+7%
Utilities US	-2,9%	+8%

#### Dyferencjał na minusie

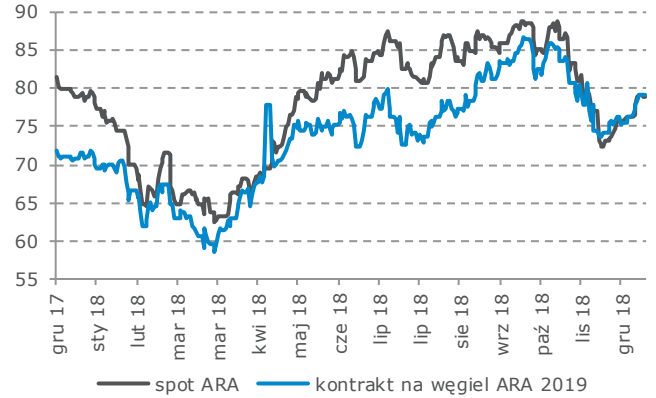
Ostatnie tygodnie to okres niskich odczytów dyferencjału Ural/Brent (momentami nawet ujemnych) pomimo zwiększenia dostępności ropy rosyjskiej na Bałtyku (wzrost załadunków z Primorska). Dyskonto odzwierciedla jednak relatywnie mocne marże na HSFO i dieslu. Rynek wydaje się też uwzględniać perspektywę ograniczenia dostaw ciężkich mieszanek w przyszłości (sankcje irańskie, rosnąca produkcja w USA).

## Energetyka

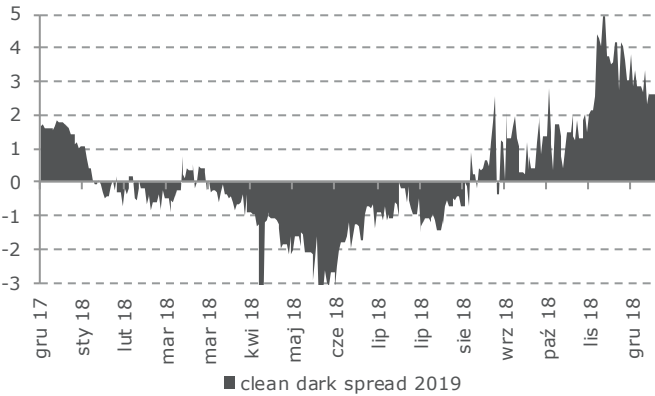
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



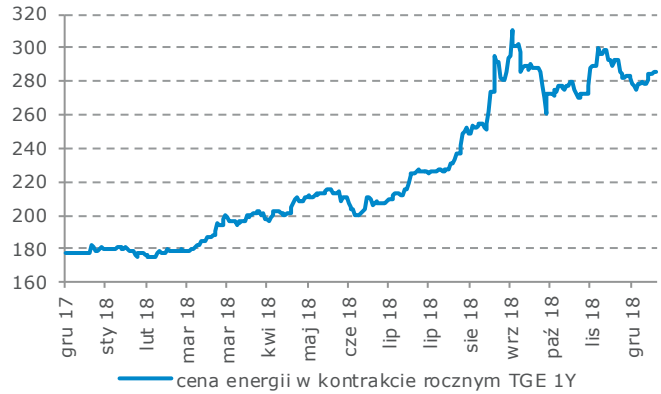
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



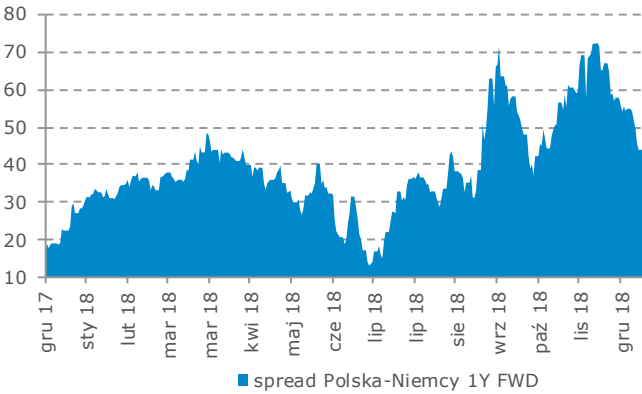
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



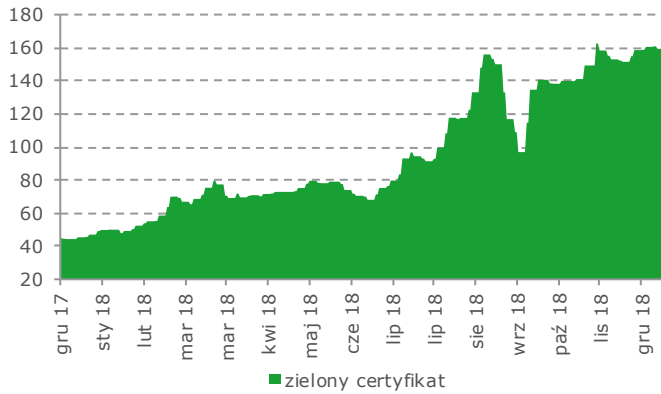
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



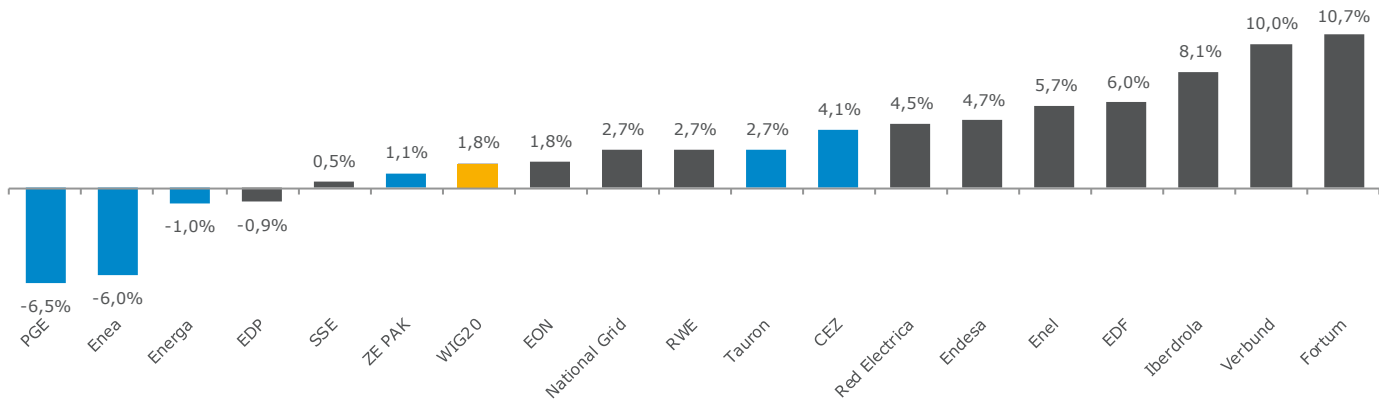
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



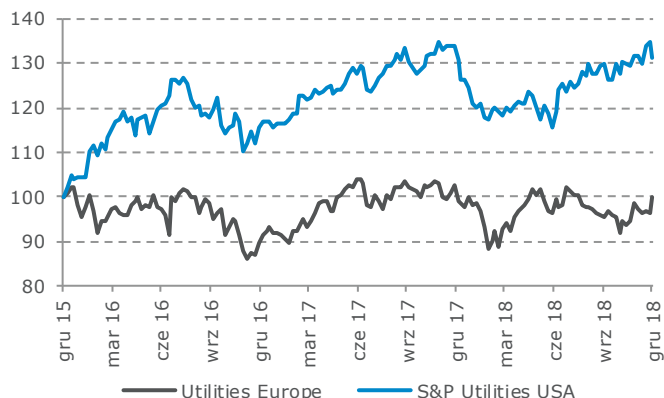
Tygodniowy performance spółek energetycznych



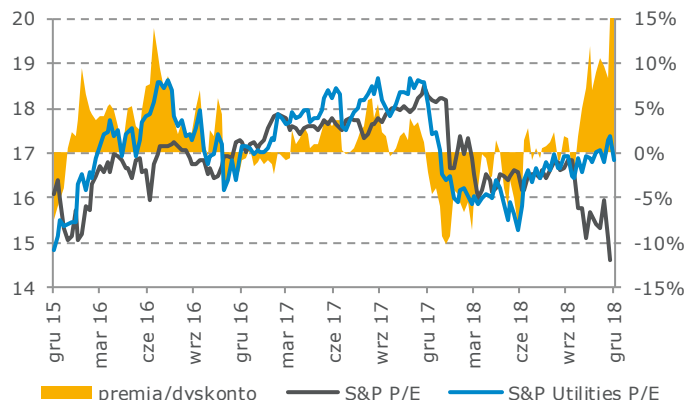
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

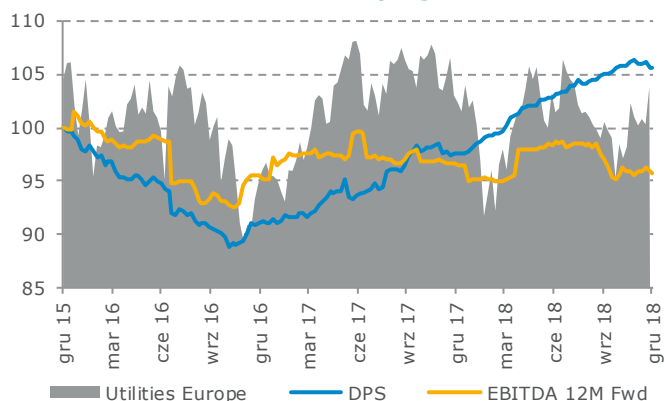
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



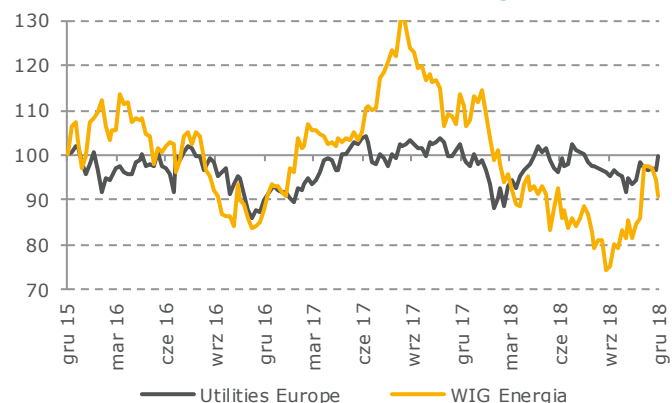
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



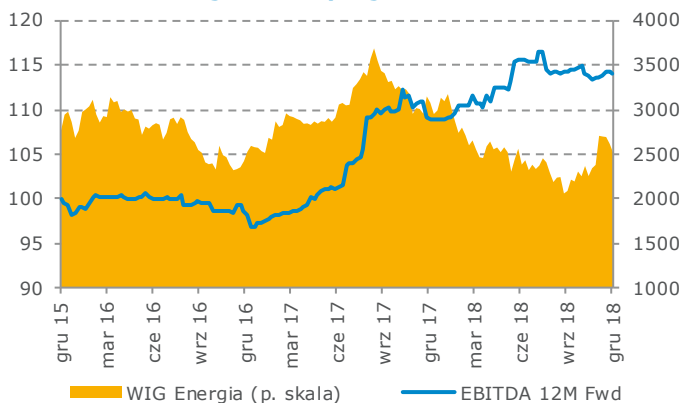
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



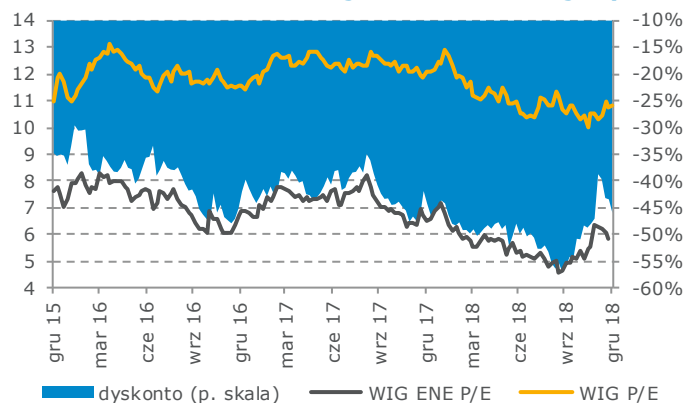
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



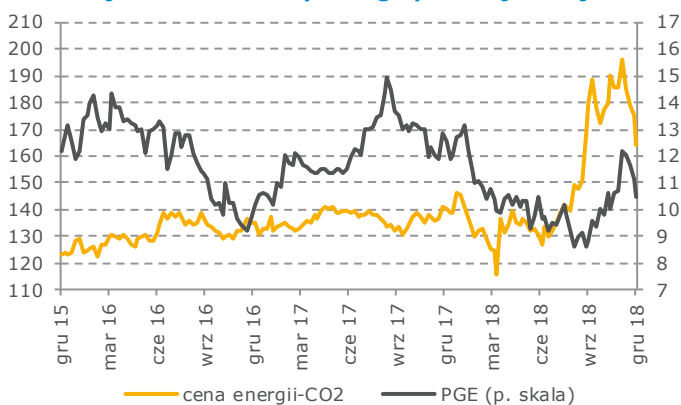
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



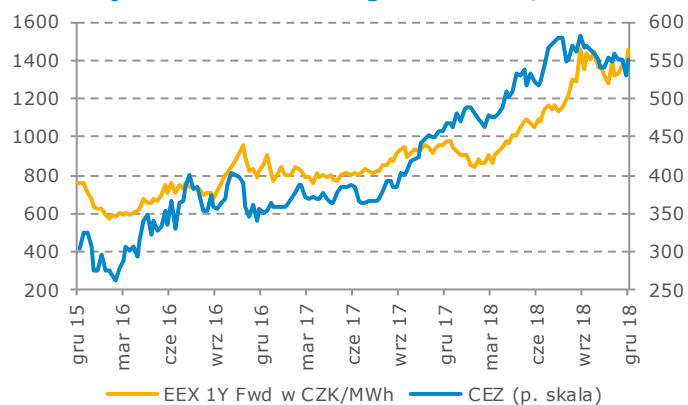
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO<sub>2</sub>



Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



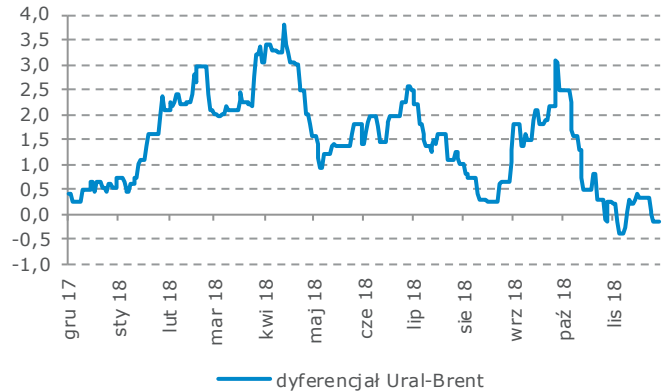
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

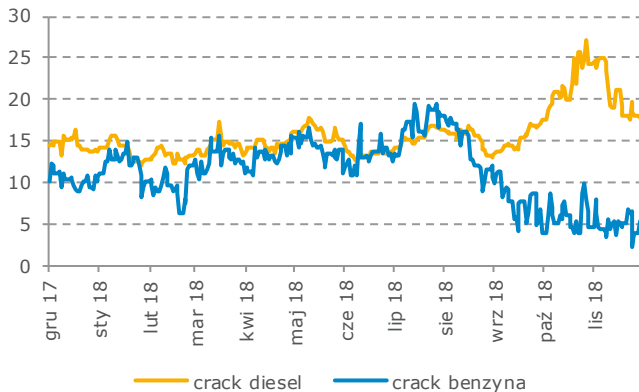
### Marża rafineryjna (USD/Bbl)



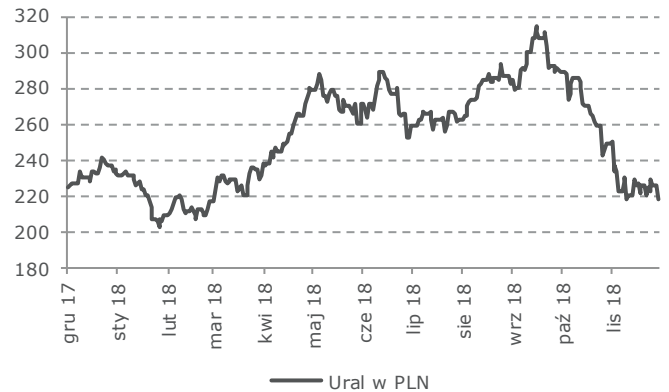
### Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



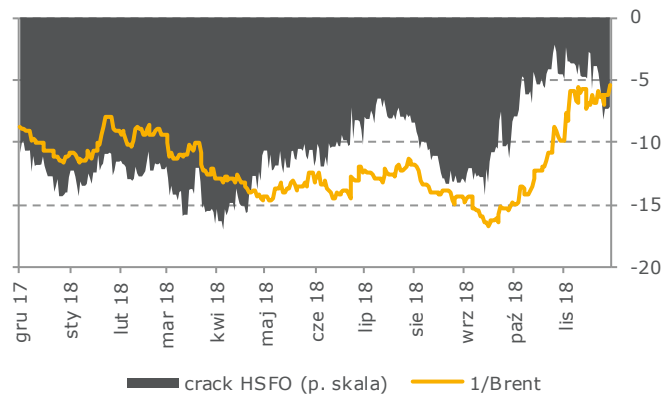
### Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



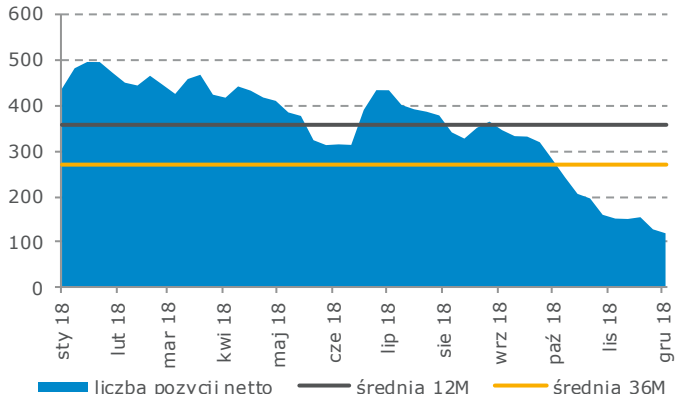
### Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



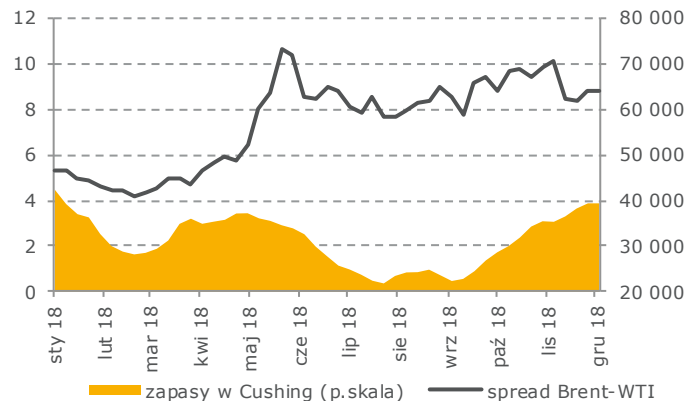
### Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



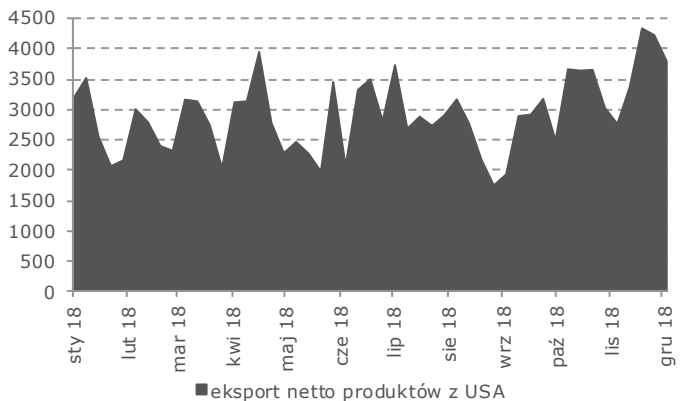
### Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



### Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



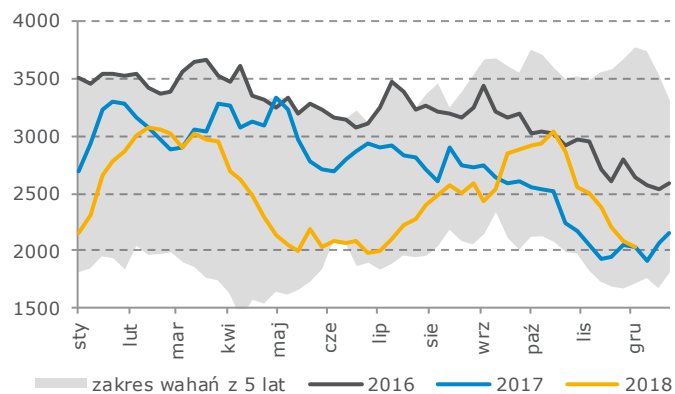
### Eksport netto paliw z USA



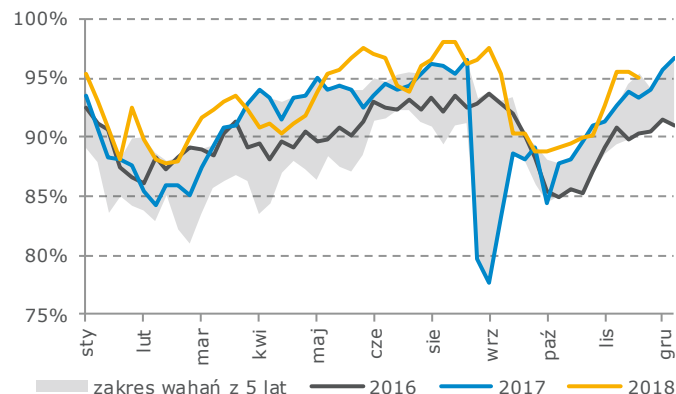
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

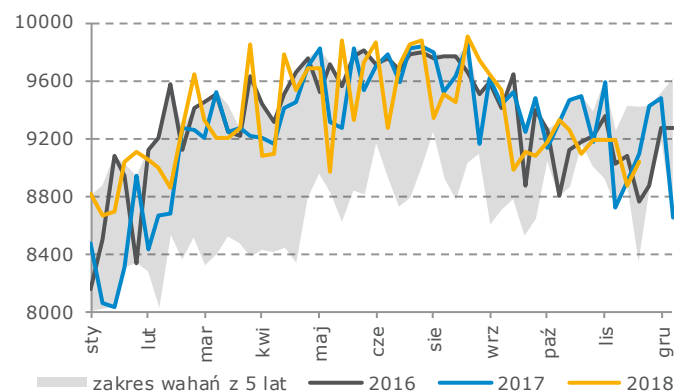
### Zapasy diesla w portach ARA



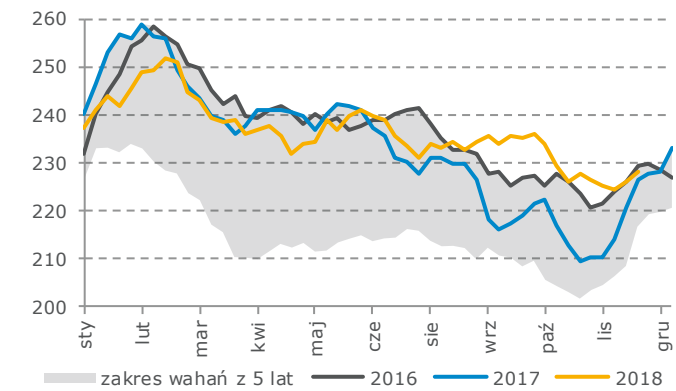
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



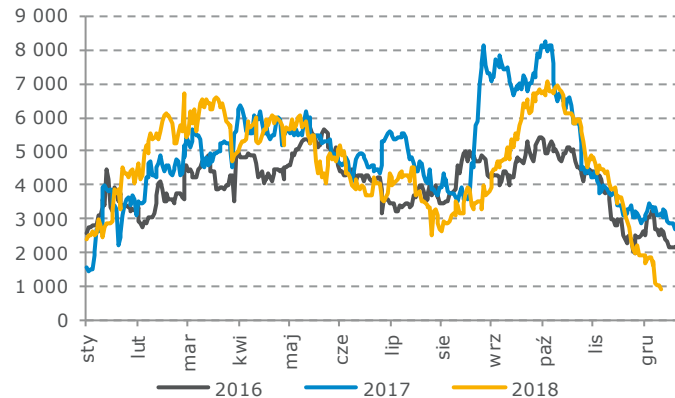
### Popyt na benzynę w USA



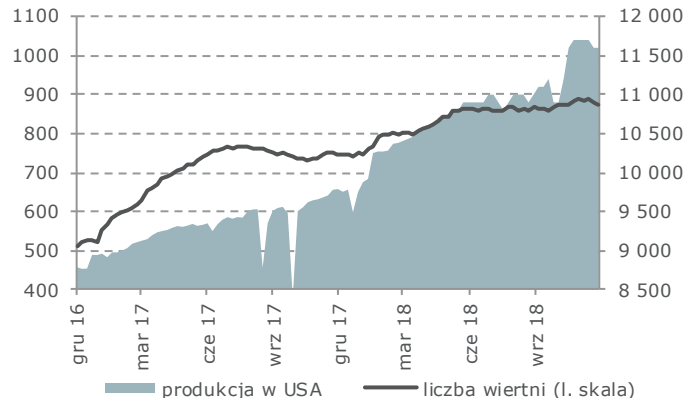
### Zapasy benzyny w USA



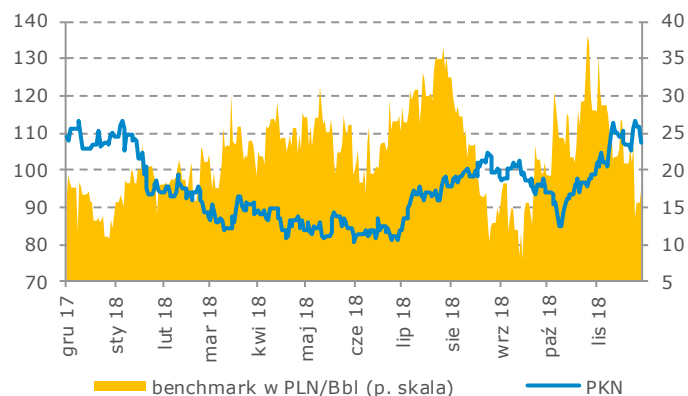
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



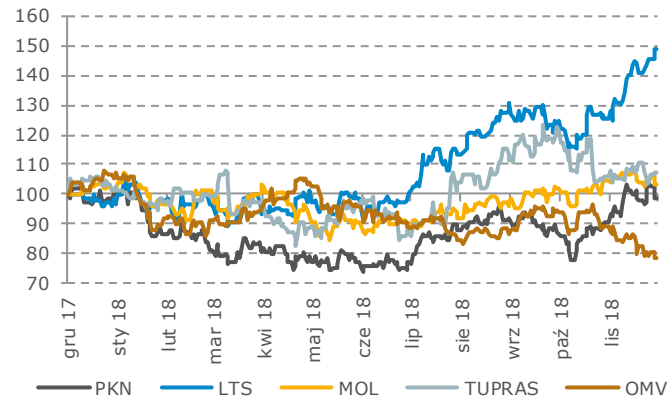
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



### PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



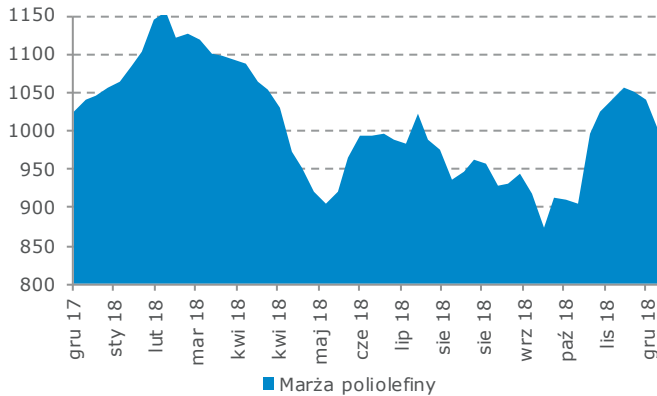
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



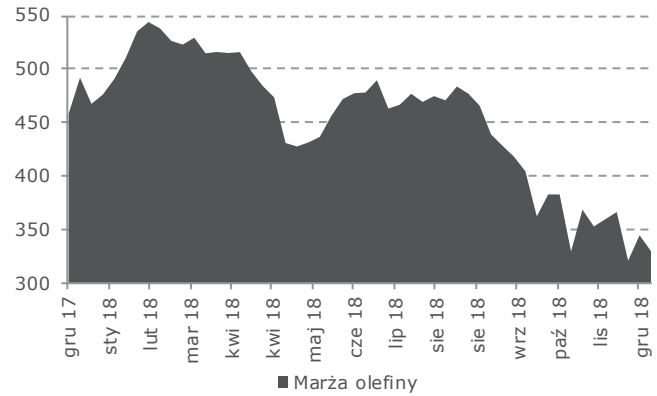
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

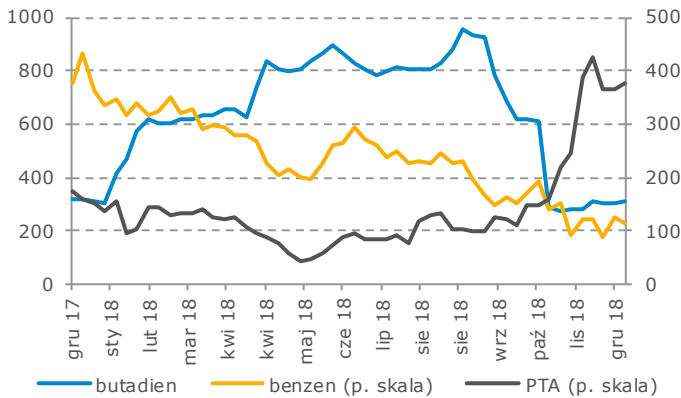
Marża petrochemiczna poliolefiny



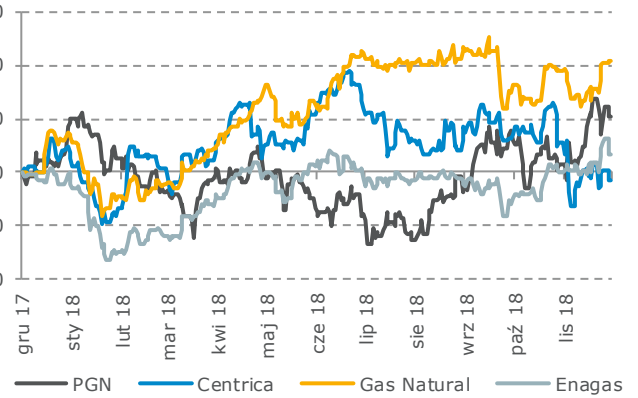
Marża petrochemiczna olefiny



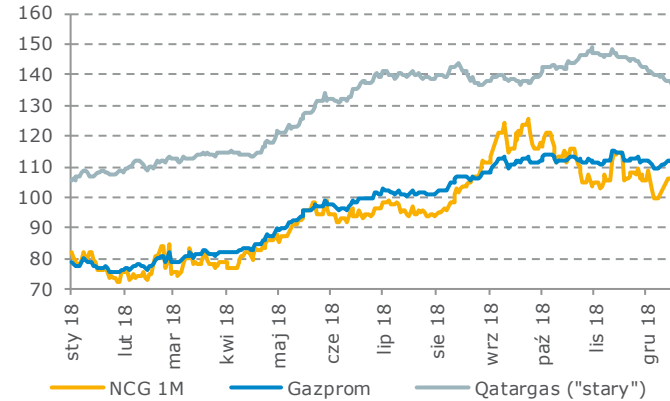
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



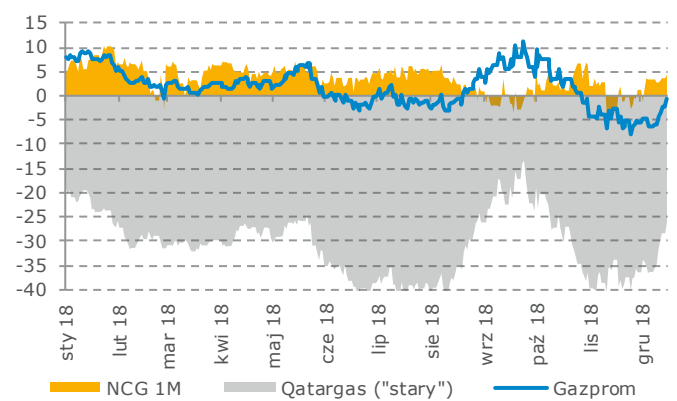
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



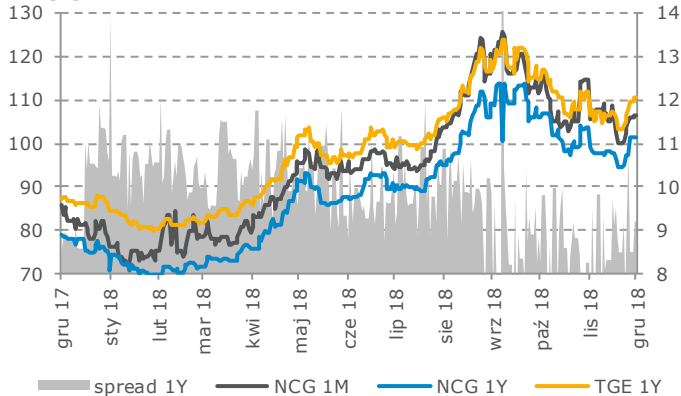
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



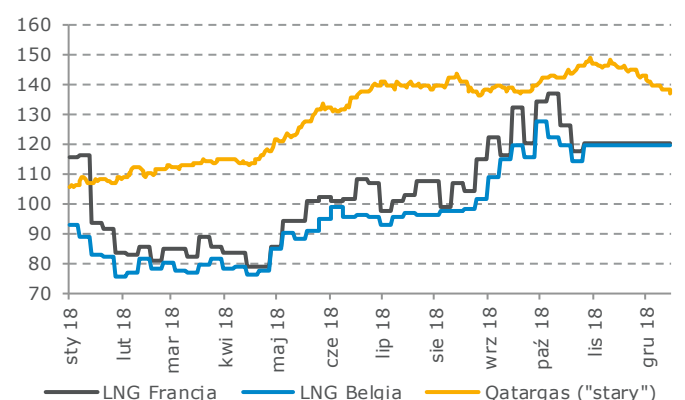
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



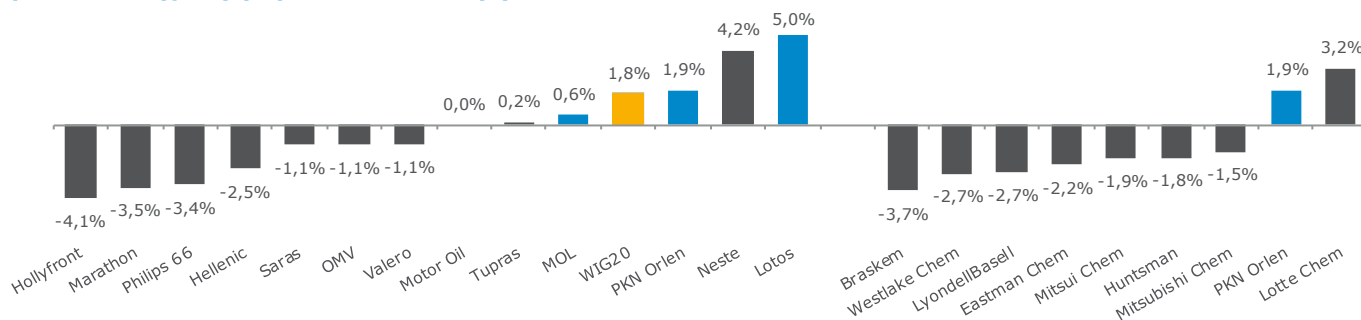
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



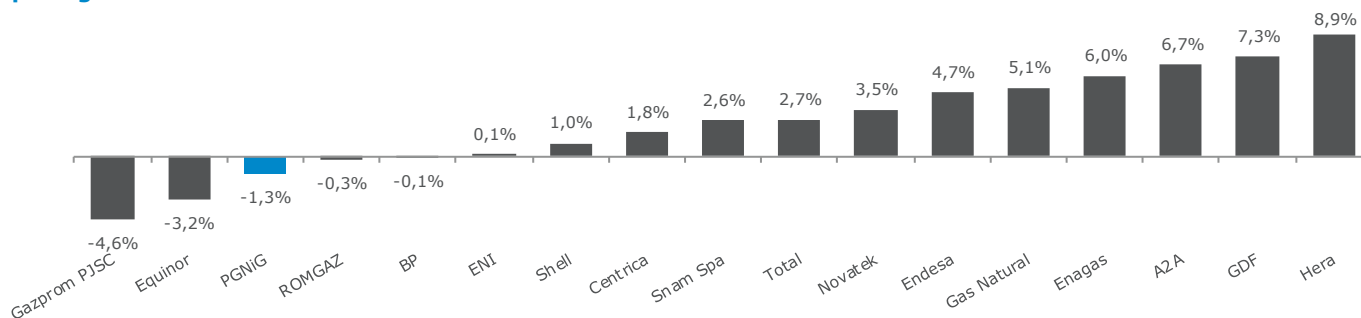
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Tygodniowy performance

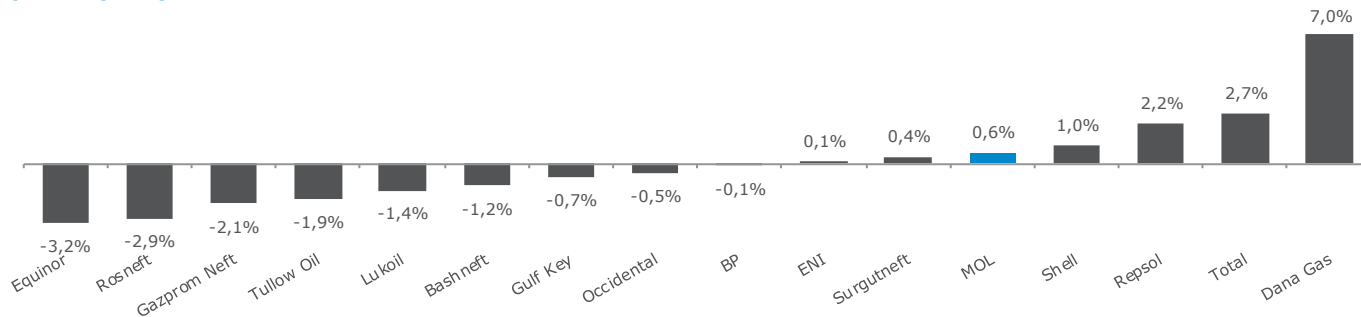
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



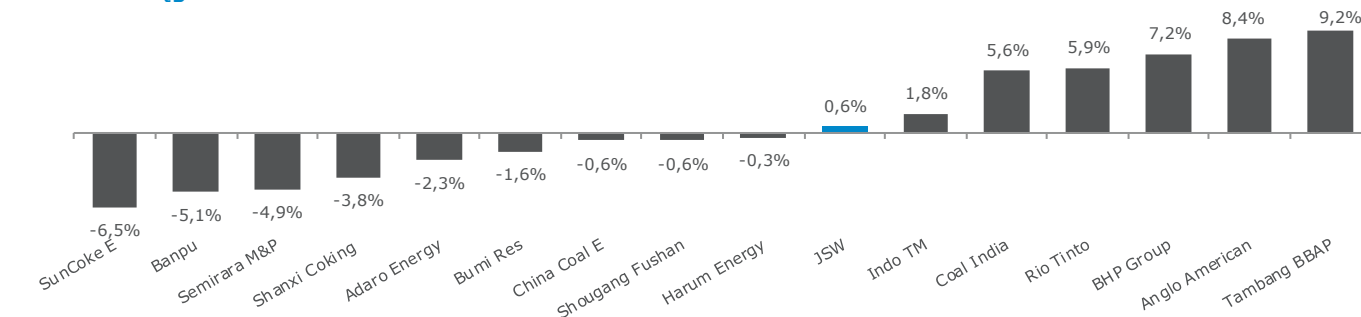
### Spółki gazowe



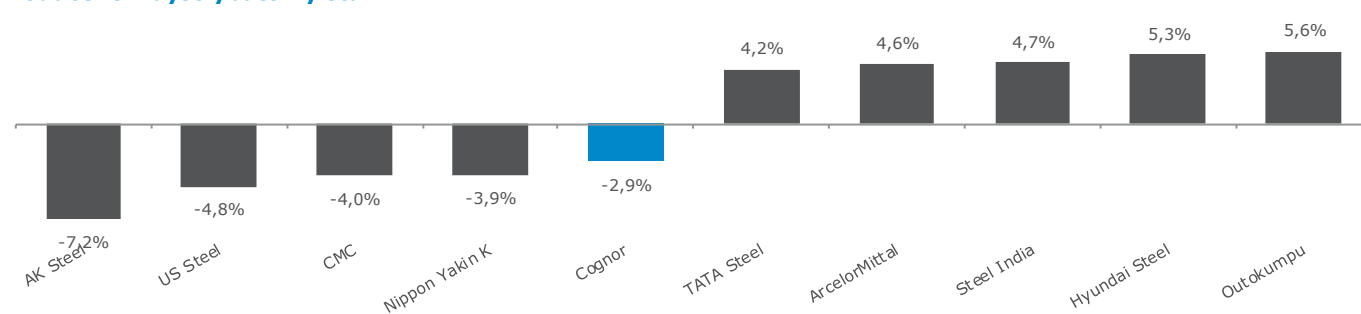
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



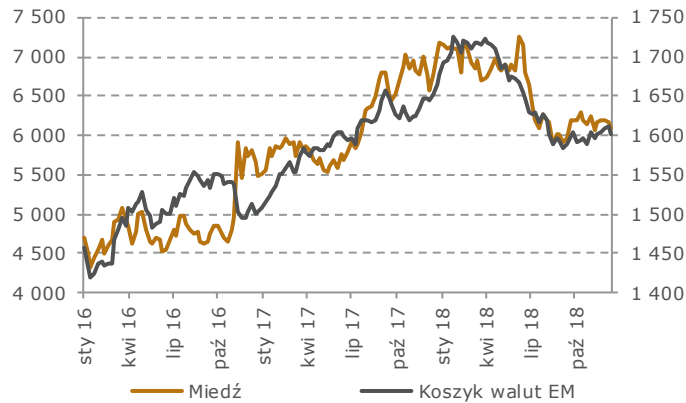
### Producenci i dystrybutorzy stali



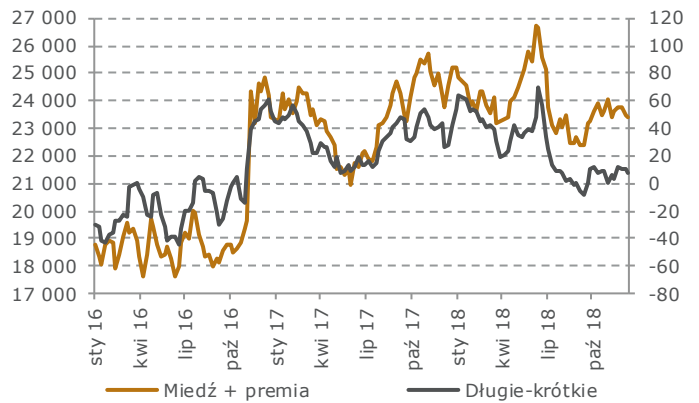
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

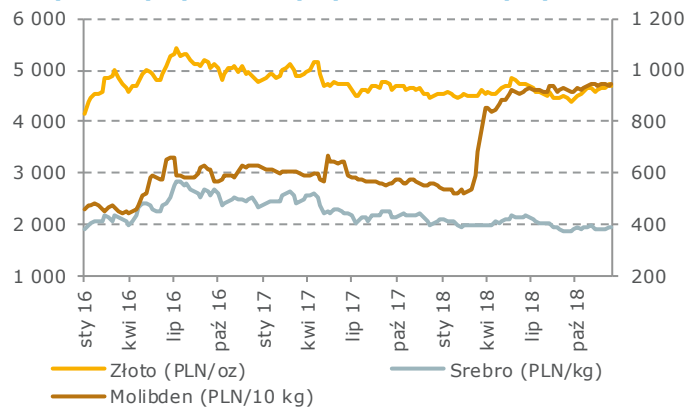
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



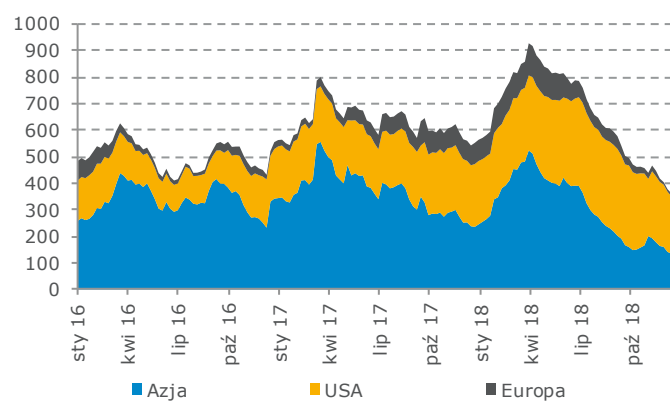
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



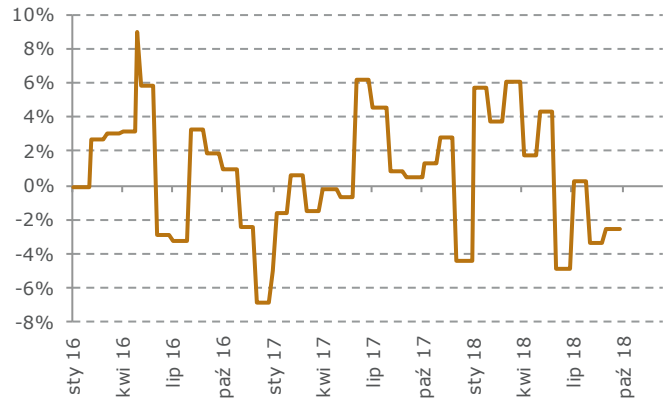
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



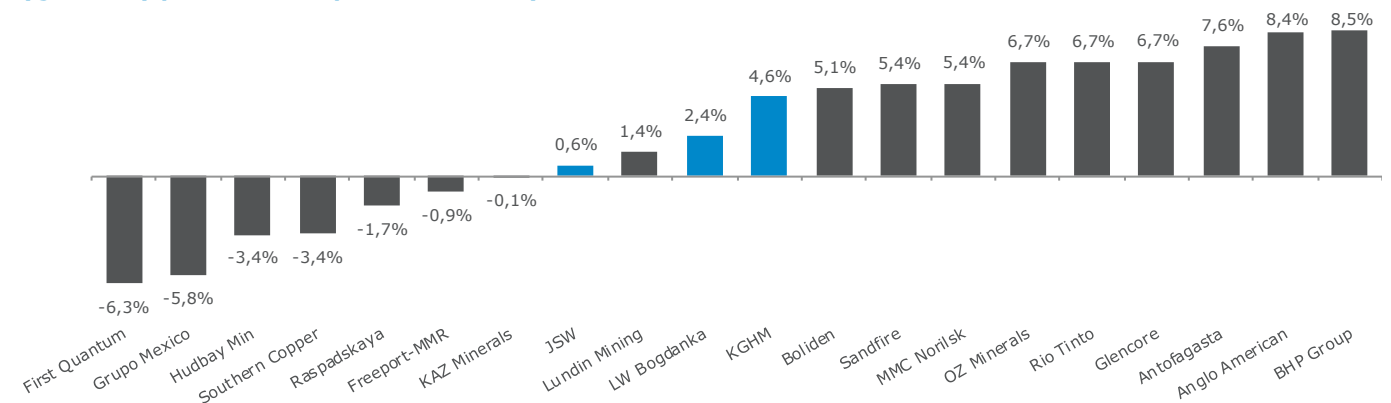
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



Tygodniowy performance spółek surowcowych

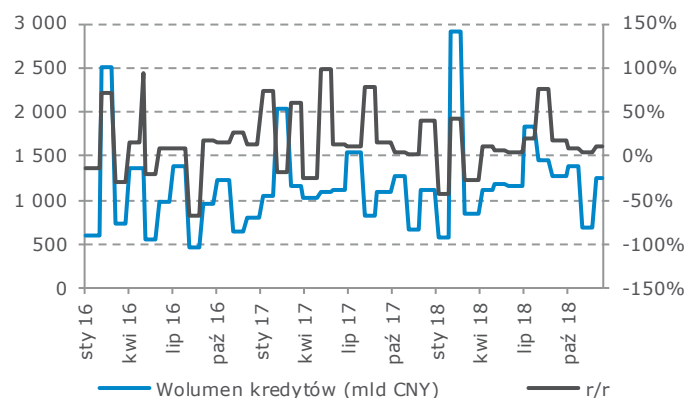


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

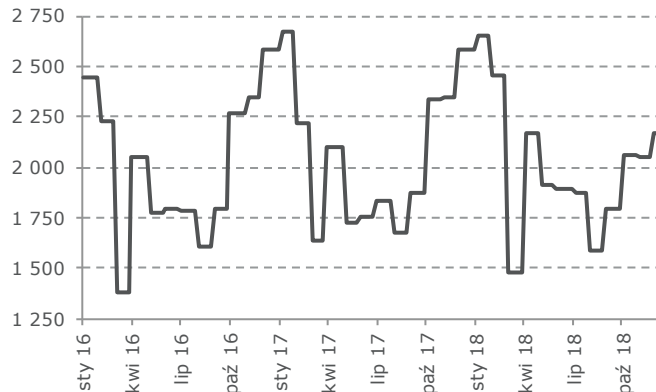


## Surowce (miedź)

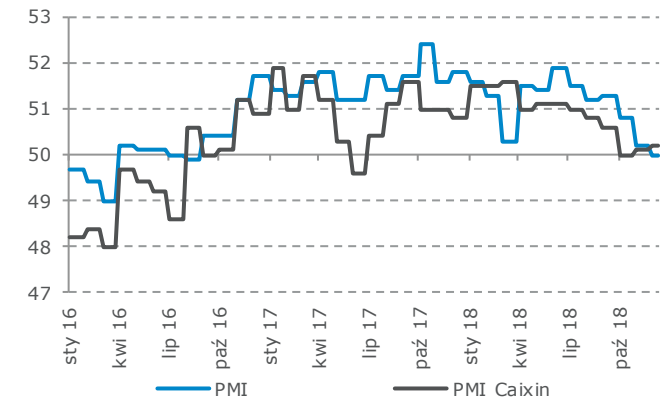
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



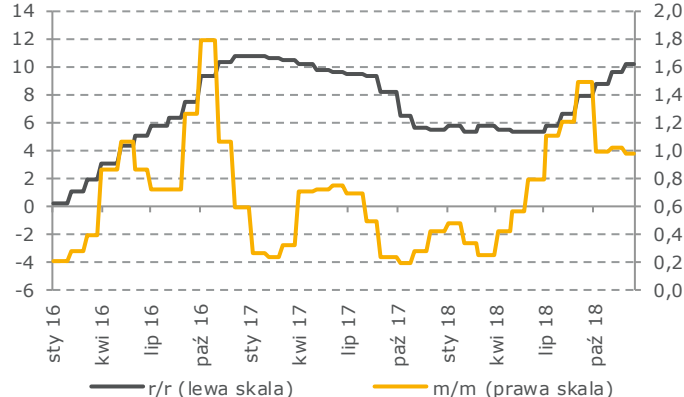
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



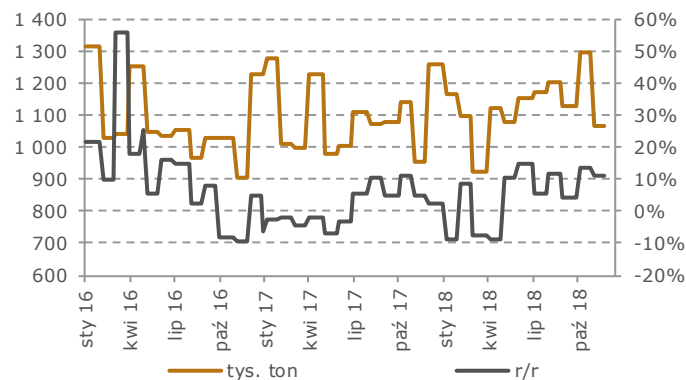
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



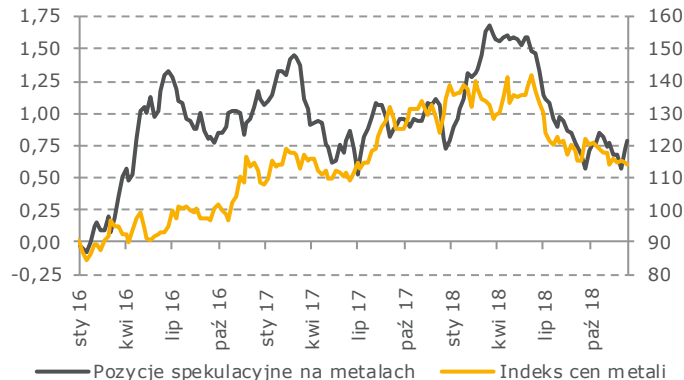
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



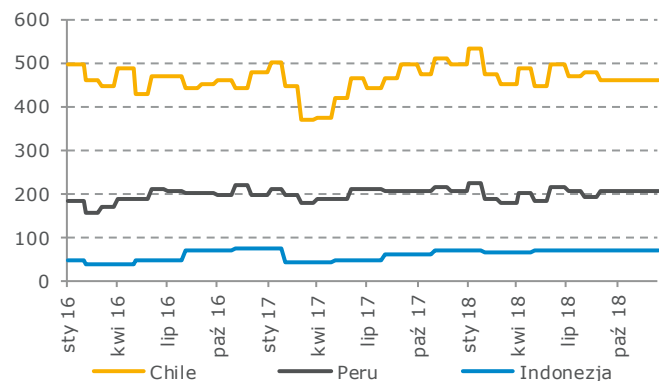
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



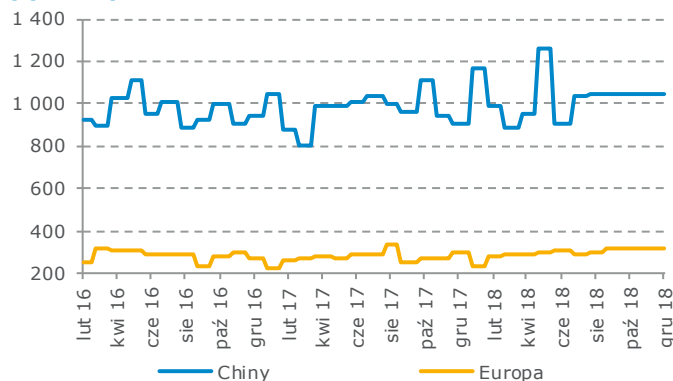
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



Produkcja koncentratu miedzi w Chile, Indonezji i Peru (tys. ton)



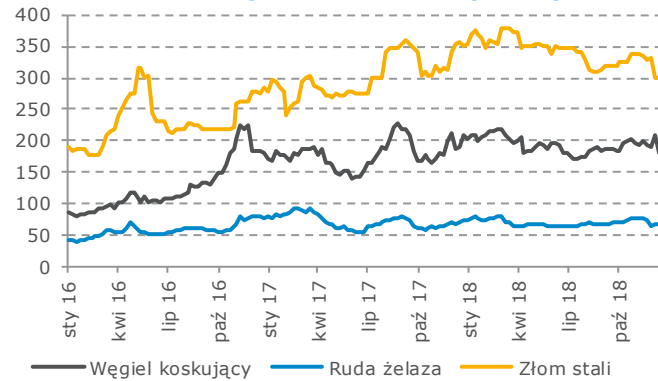
Konsumpcja miedzi w Chinach i Europie (tys. ton)



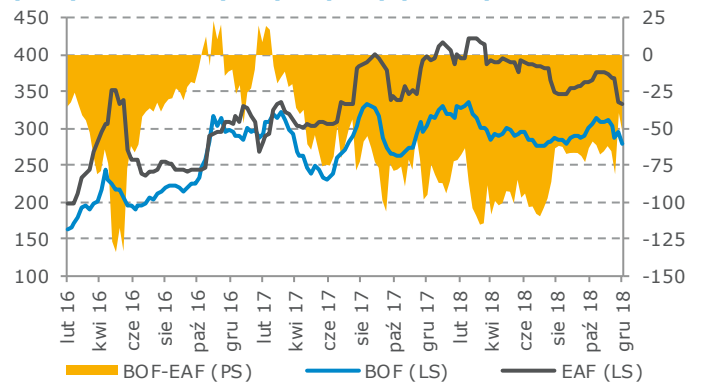
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

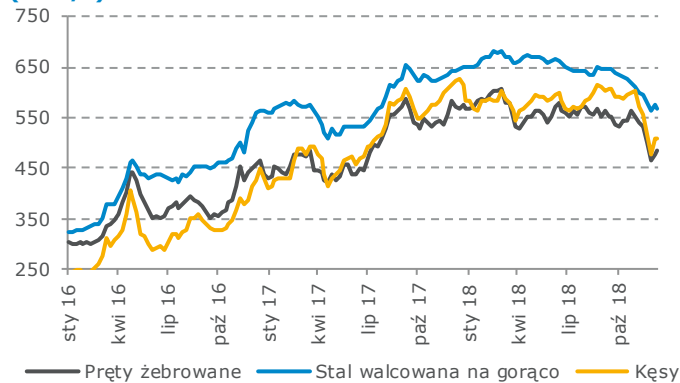
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



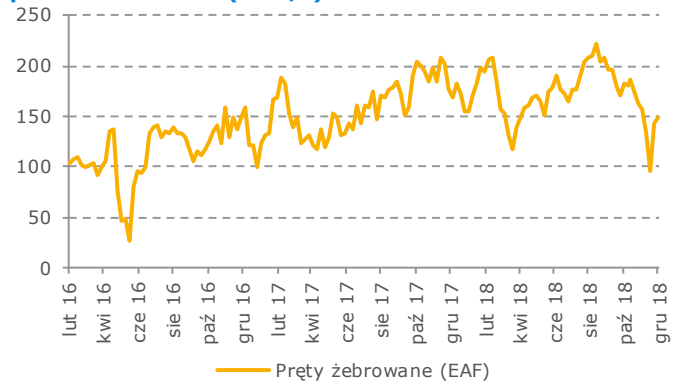
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



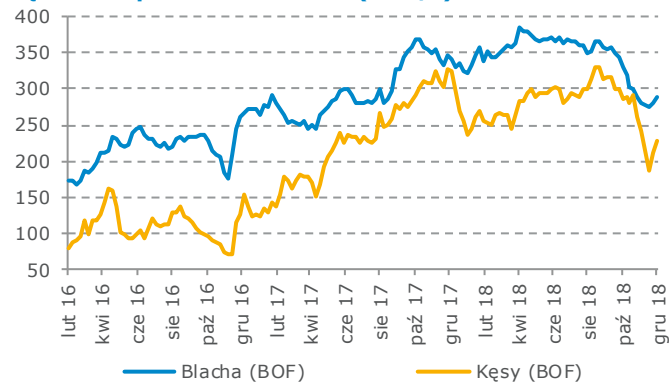
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



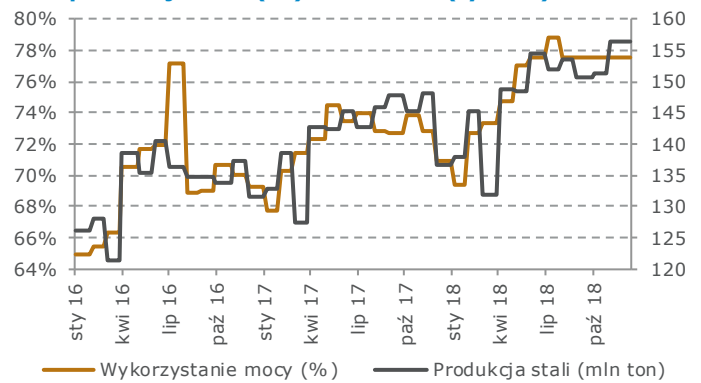
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



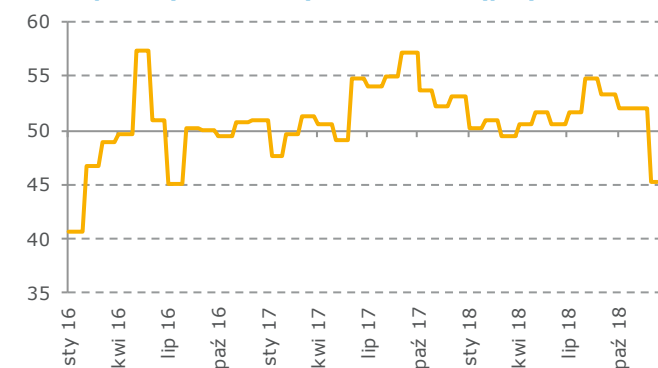
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



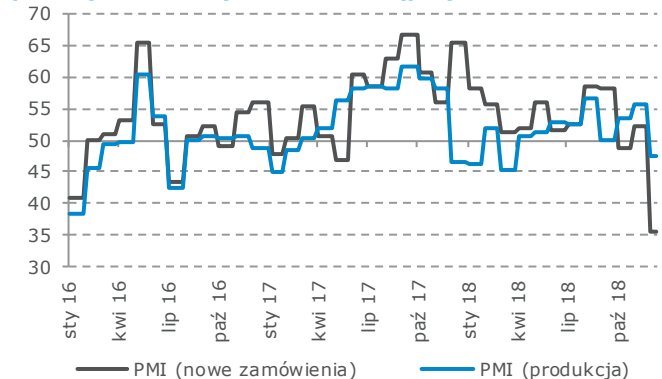
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



**PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**

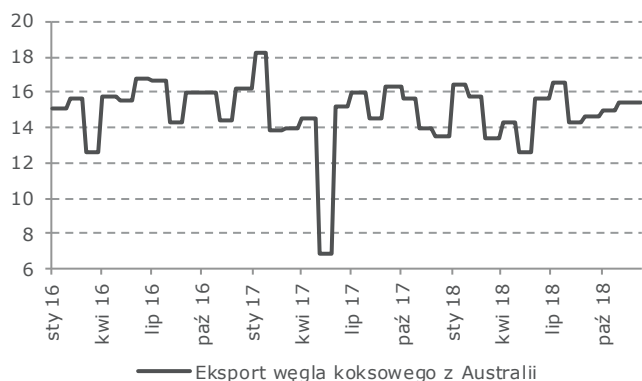


**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**

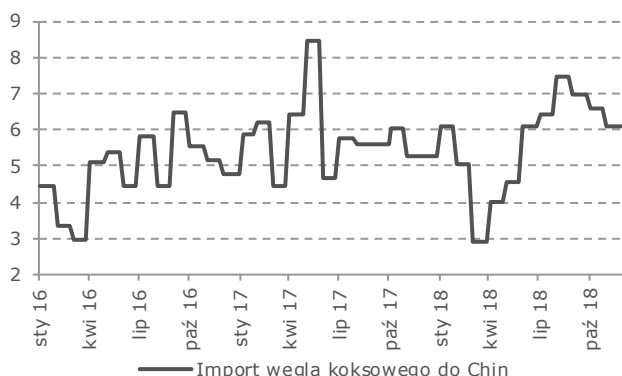


## Surowce (stal)

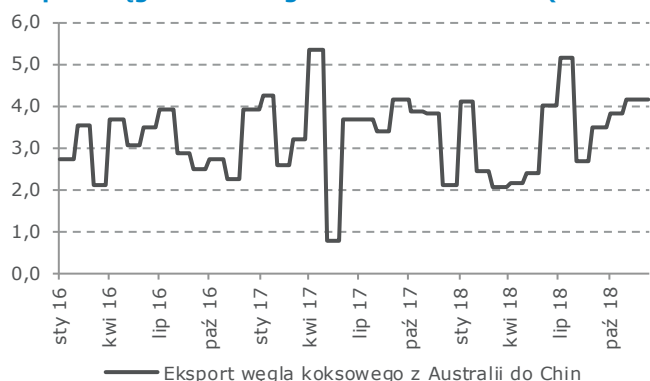
**Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)**



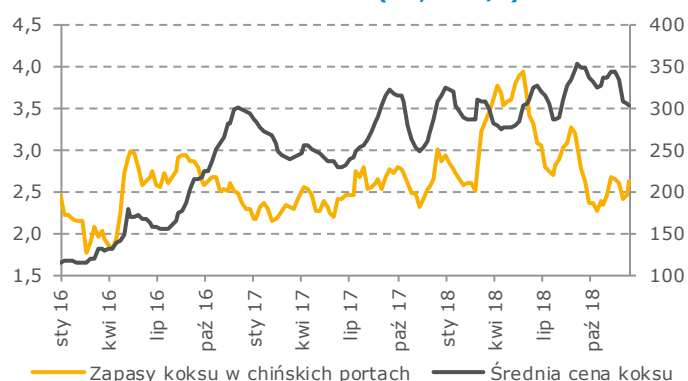
**Import węgla kokсового do Chin (mln ton)**



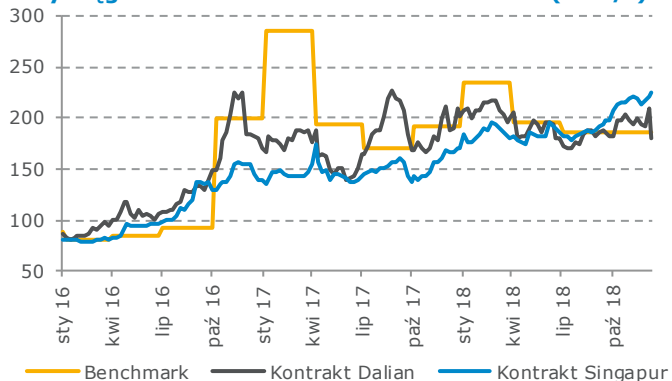
**Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)**



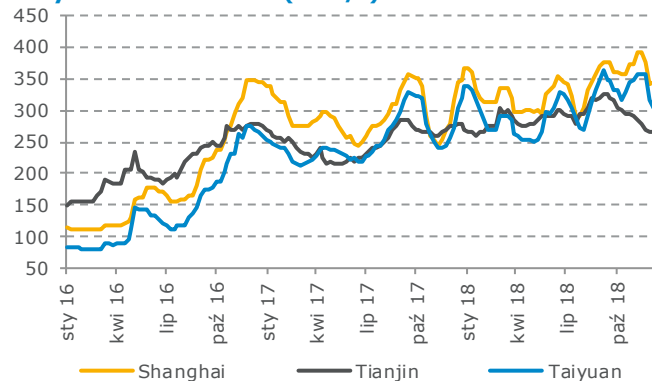
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



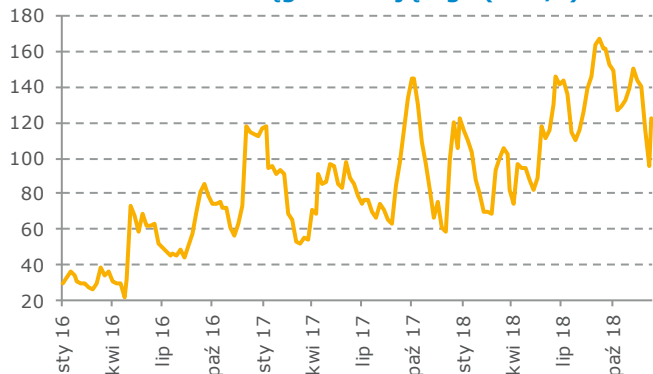
**Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)**



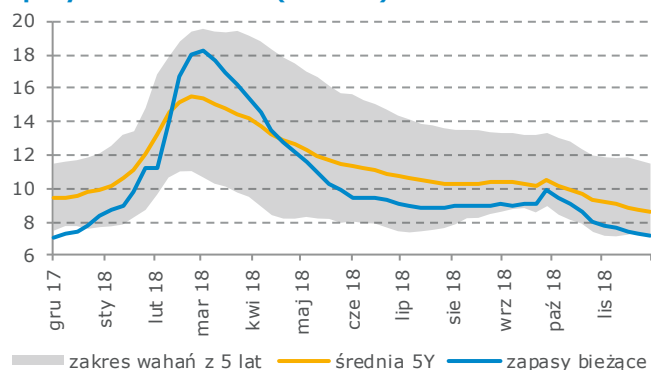
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



**Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)**



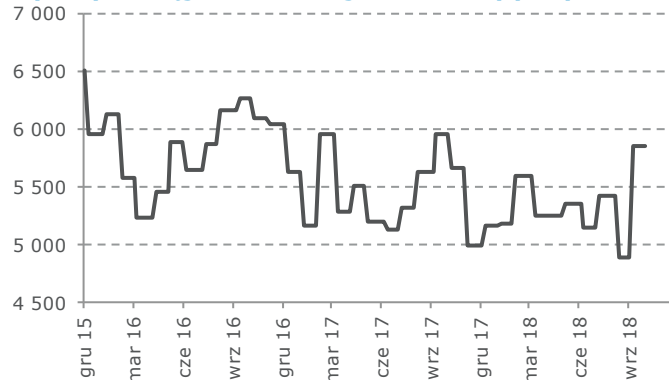
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



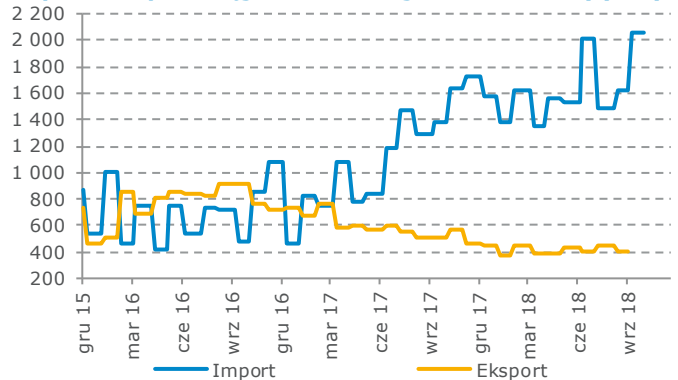
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

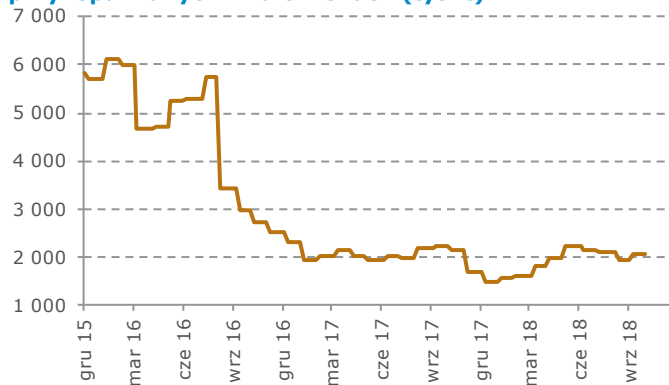
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



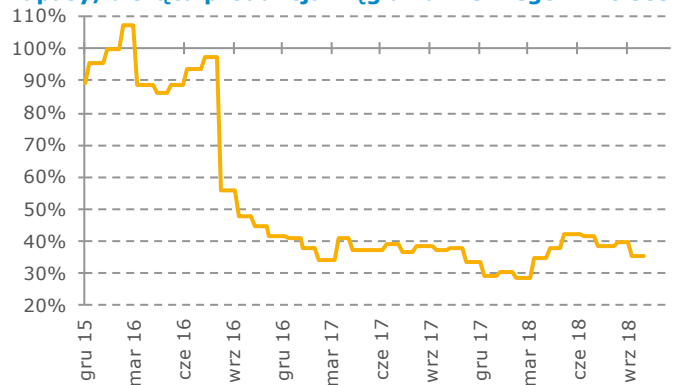
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



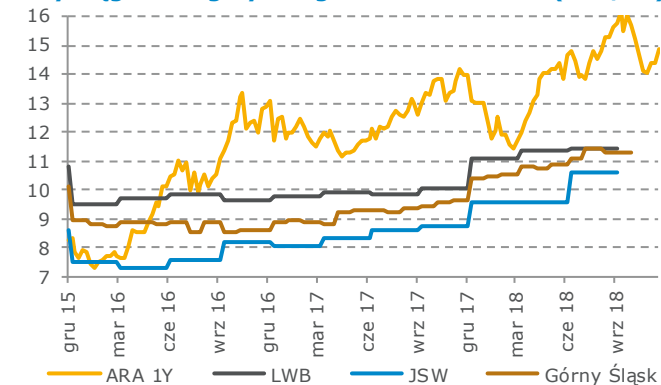
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



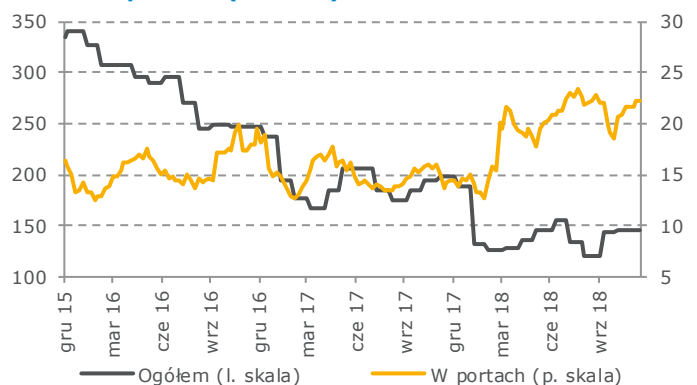
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



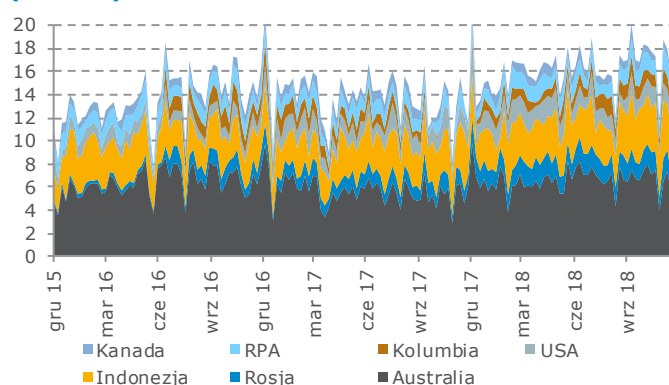
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



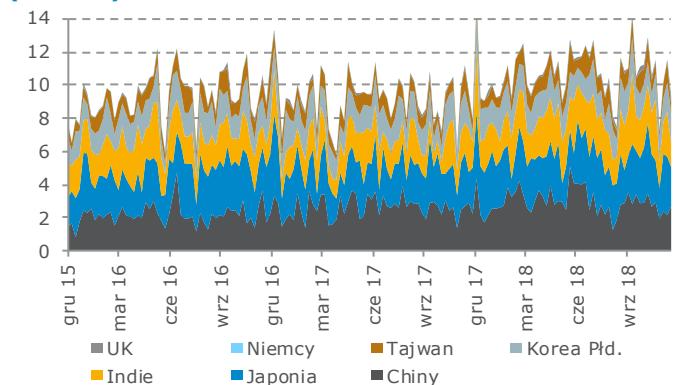
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



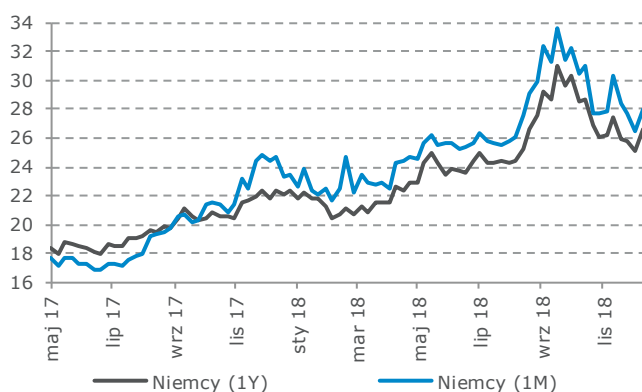
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



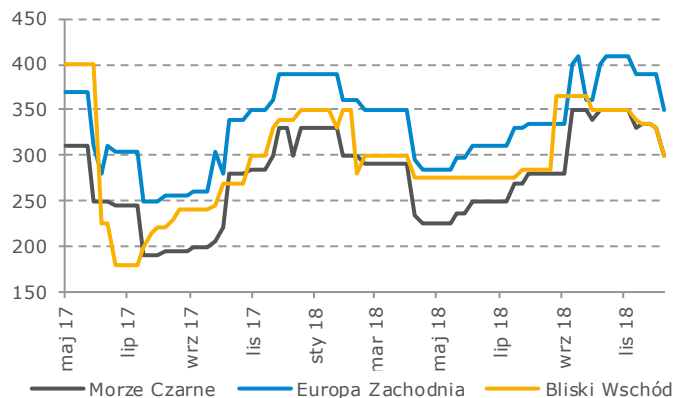
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

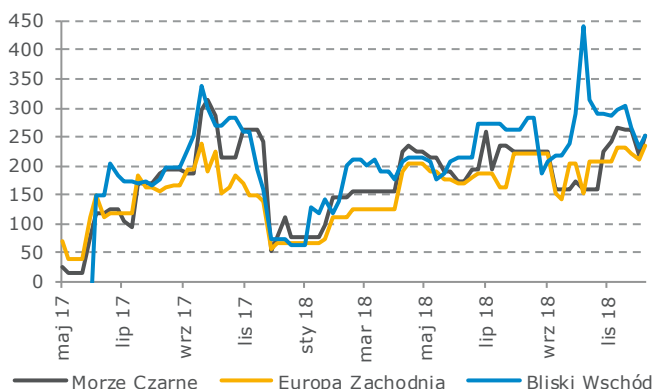
### Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



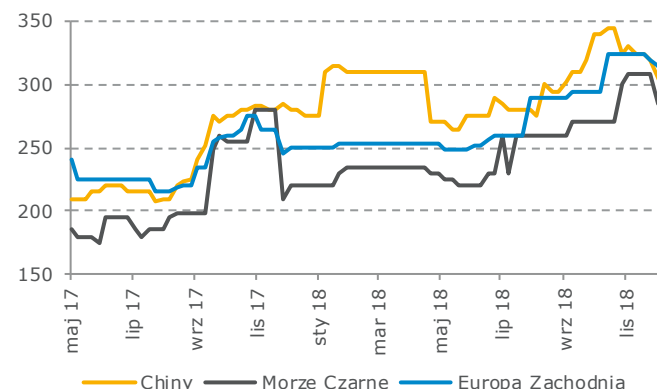
### Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



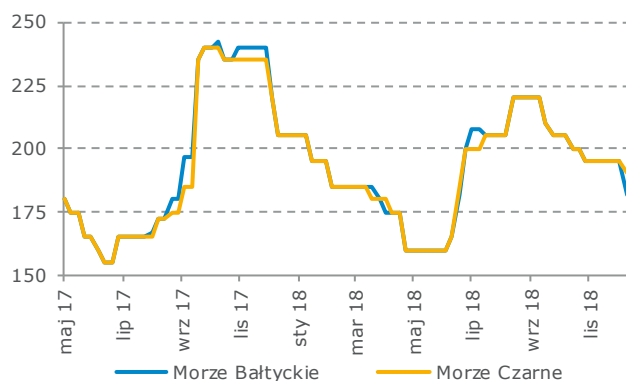
### Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



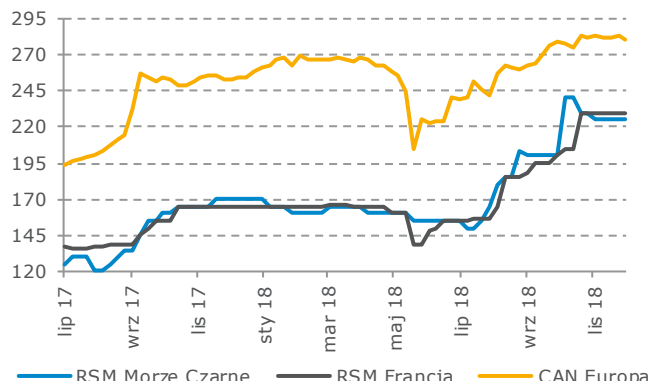
### Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



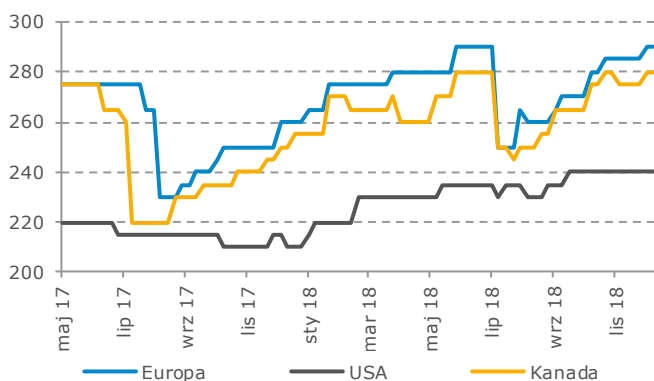
### Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



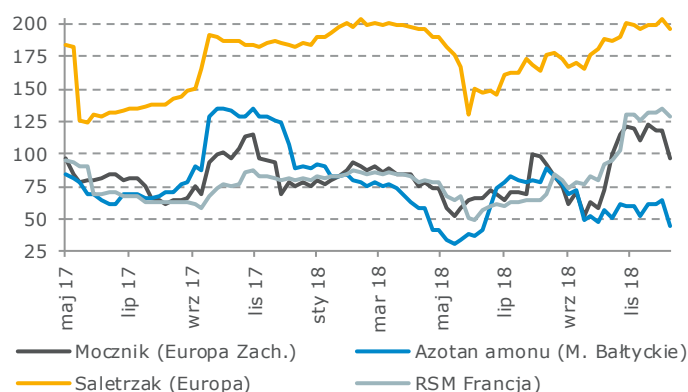
### Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



### Ceny siarczanu amonu (AS) na świecie (USD/t)



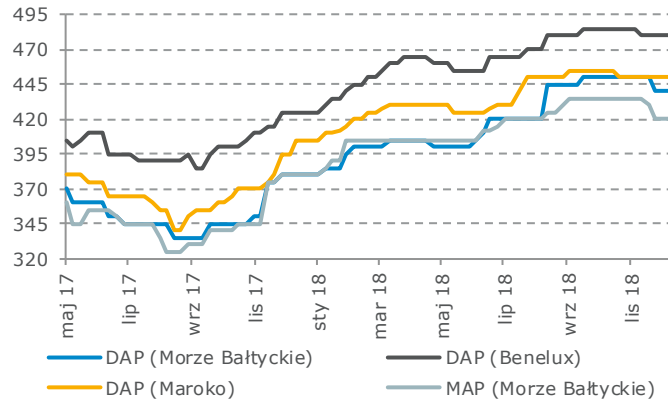
### Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



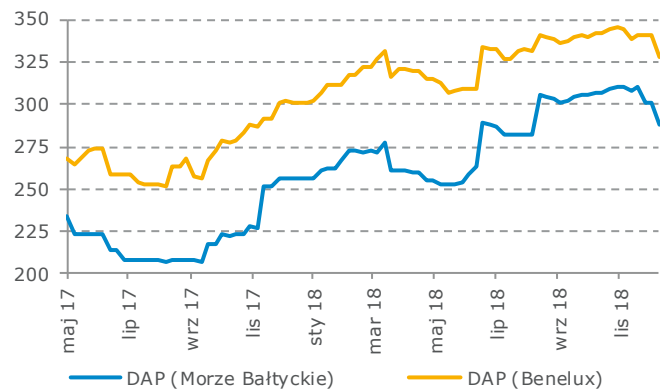
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

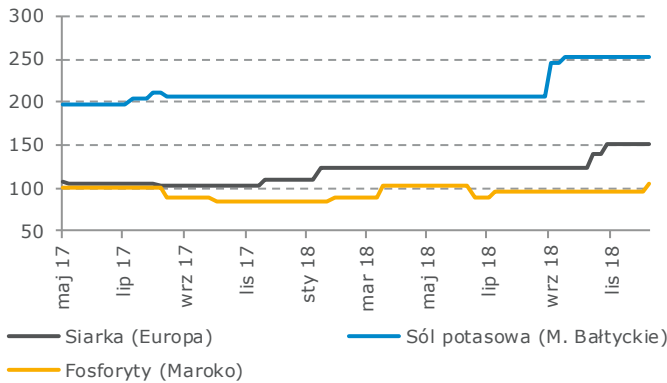
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



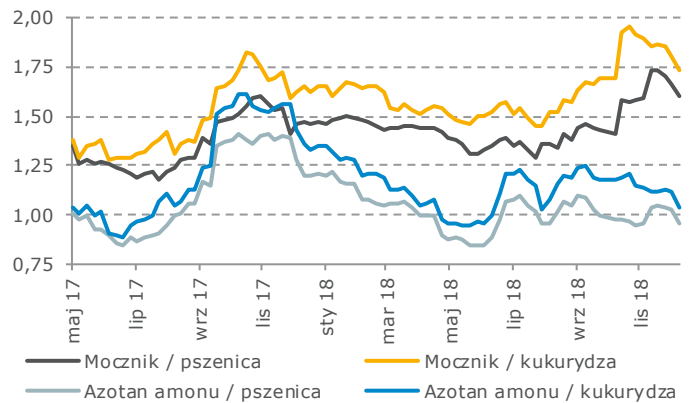
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



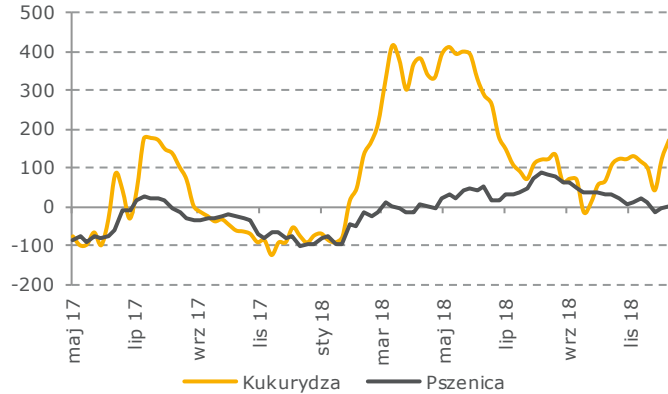
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



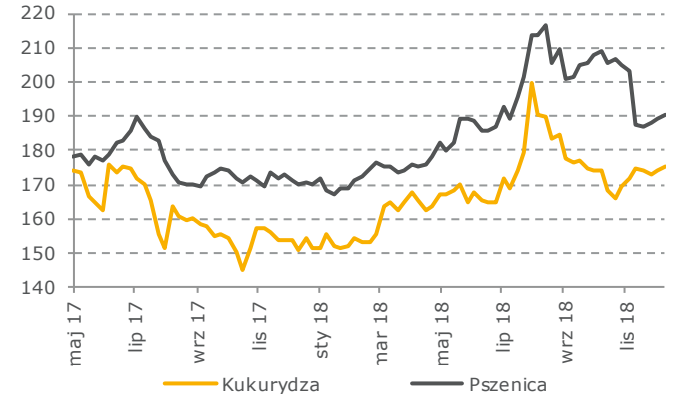
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



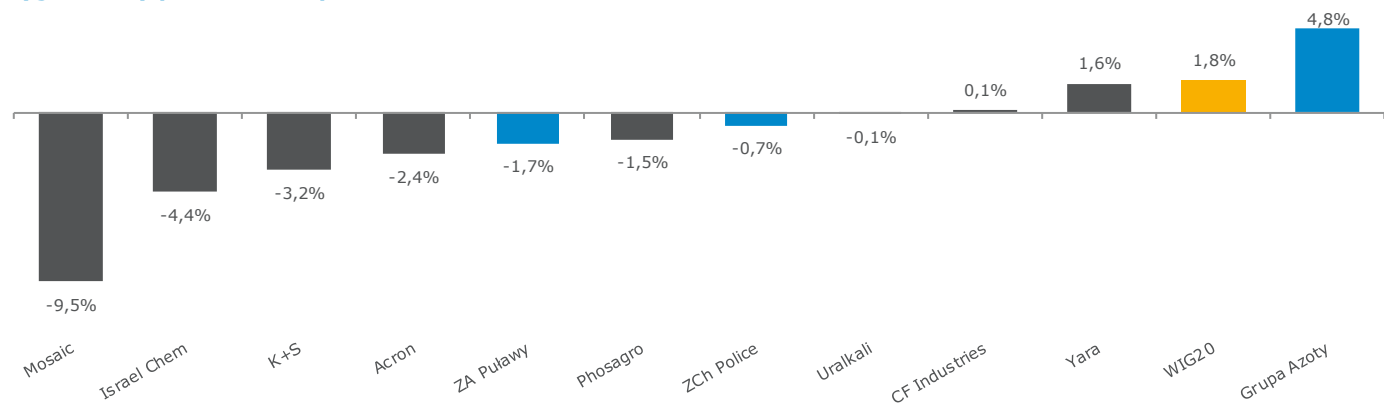
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



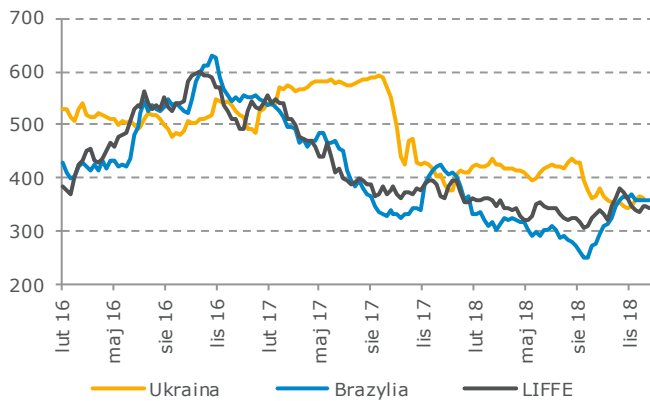
Tygodniowy performance producentów nawozów



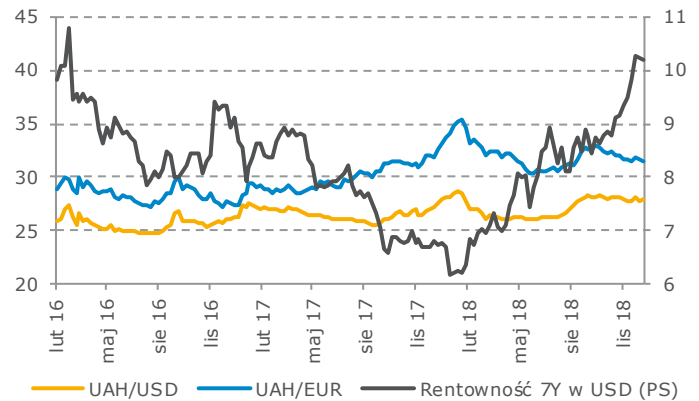
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

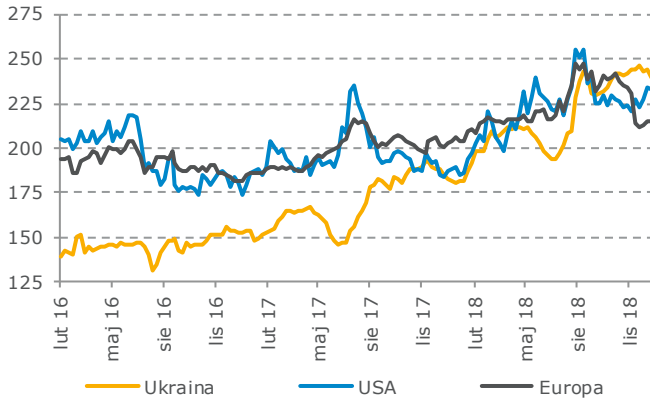
Cena cukru (USD/Mt)



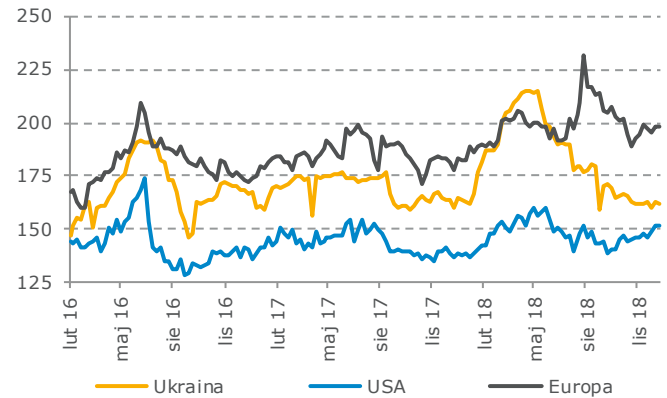
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



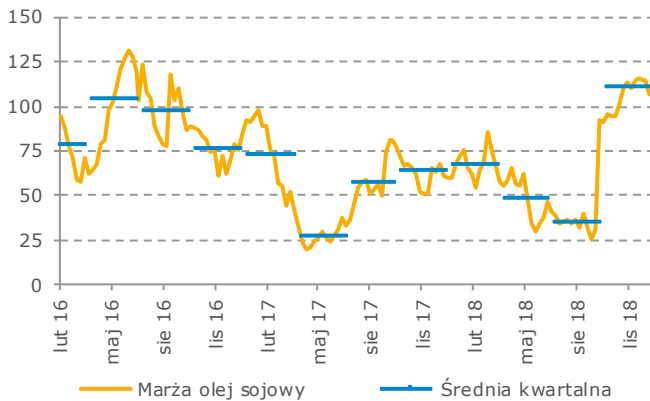
Cena pszenicy (USD/Mt)



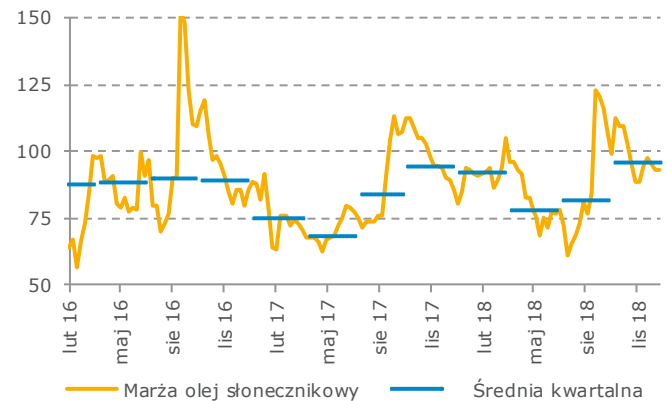
Cena kukurydzy (USD/Mt)



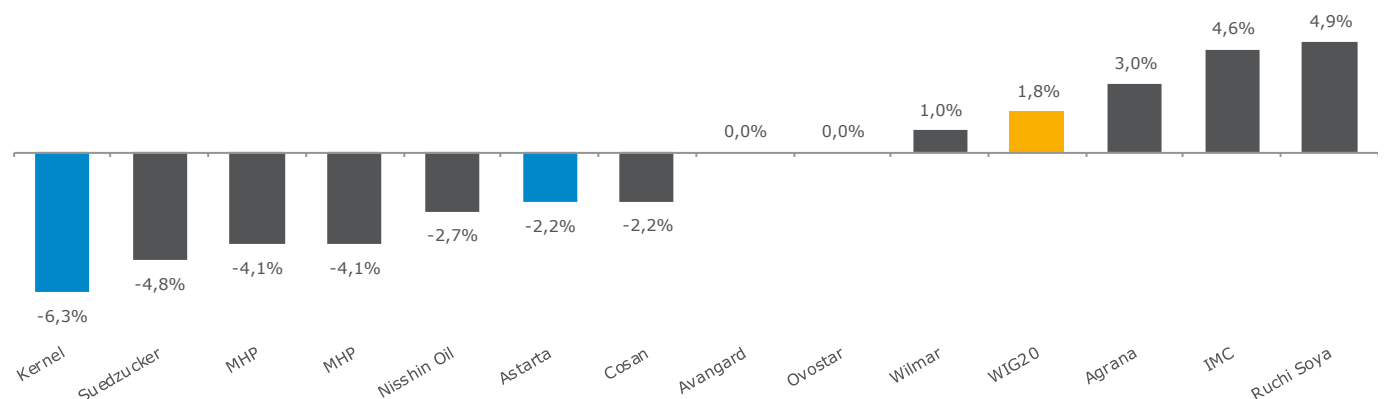
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



## Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

**Wycena spółek energetycznych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	552,0	8,4	8,2	7,4	2,2	2,1	1,9	21,4	19,0	16,0	26%	25%	25%	6,0%	4,7%	5,3%
Enea	10,2	4,1	3,1	3,0	0,9	0,8	0,7	6,1	3,2	3,1	21%	25%	24%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	9,5	3,9	3,9	4,2	0,8	0,7	0,7	4,9	5,2	5,6	20%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	10,5	4,5	3,8	3,3	1,2	0,7	0,7	9,2	7,0	5,9	26%	20%	20%	0,0%	0,0%	3,6%
Tauron	2,3	3,8	3,9	3,3	0,7	0,6	0,6	4,1	3,2	2,7	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,5	4,2	2,0	1,4	0,3	0,2	0,2	-	6,4	3,6	6%	11%	15%	-	10,7%	10,7%
EDF	14,2	5,1	4,7	4,3	1,1	1,1	1,0	22,0	17,0	13,2	22%	23%	24%	2,2%	2,8%	3,8%
EDP	3,0	8,9	8,4	8,1	2,1	2,0	1,9	14,3	12,9	12,5	23%	23%	24%	6,3%	6,3%	6,3%
Endesa	21,1	8,0	7,7	7,5	1,4	1,3	1,3	15,6	14,7	14,5	17%	17%	18%	6,5%	6,7%	6,9%
Enel	5,0	7,2	6,8	6,5	1,5	1,5	1,5	12,4	10,7	10,0	21%	22%	23%	5,6%	6,4%	7,0%
EON	8,9	5,1	4,8	4,0	0,7	0,6	0,4	13,4	13,0	11,8	13%	12%	11%	4,8%	5,3%	5,7%
Fortum	20,2	14,3	13,1	12,0	4,5	4,3	4,2	23,3	15,8	13,8	31%	33%	35%	5,5%	5,5%	5,5%
Iberdola	7,1	9,6	9,1	8,6	2,5	2,4	2,3	15,1	14,2	13,4	26%	26%	27%	4,8%	5,0%	5,3%
National Grid	8,4	10,8	11,0	10,3	3,6	3,5	3,4	8,1	14,7	14,2	33%	32%	33%	5,3%	5,7%	5,9%
Red Electrica	20,3	9,8	9,5	9,8	7,6	7,4	7,5	15,6	15,0	15,6	77%	78%	77%	4,8%	5,2%	5,2%
RWE	19,1	5,3	5,2	3,4	0,4	0,4	0,4	14,3	13,7	10,2	8%	7%	12%	3,7%	4,2%	4,8%
SSE	10,6	9,4	10,5	8,9	0,7	0,7	0,7	13,0	14,2	10,8	7%	6%	7%	9,0%	9,3%	7,8%
Verbund	39,6	19,2	14,8	12,3	6,1	5,5	5,0	39,0	25,5	19,9	32%	37%	40%	1,2%	1,7%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>14,3</b>	<b>13,9</b>	<b>12,1</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,3%</b>

**Wycena spółek rafineryjnych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	87,12	5,3	7,6	6,1	0,6	0,6	0,6	8,8	15,6	13,8	12%	8%	10%	1,1%	3,4%	1,9%
MOL	3080,00	4,0	4,5	4,2	0,6	0,6	0,5	8,4	10,9	9,7	14%	12%	13%	4,1%	3,3%	3,5%
PKN Orlen	107,30	5,1	8,0	6,6	0,5	0,4	0,4	8,0	16,3	14,2	9%	6%	7%	2,8%	2,8%	2,8%
Hellenic Petroleum	7,46	5,4	5,8	5,3	0,4	0,4	0,4	7,6	8,8	7,1	8%	7%	8%	5,5%	5,9%	6,3%
HollyFrontier	52,68	5,3	4,9	5,0	0,6	0,6	0,6	9,0	7,2	7,6	12%	13%	13%	2,5%	2,5%	2,6%
Marathon Petroleum	58,84	7,5	4,8	4,2	0,6	0,5	0,5	11,3	7,8	6,0	8%	10%	11%	3,1%	3,4%	3,8%
Motor Oil	20,65	4,5	4,7	4,1	0,3	0,3	0,3	7,6	8,3	6,8	6%	6%	7%	6,7%	7,0%	7,7%
Neste Oil	70,60	11,0	10,0	9,6	1,2	1,2	1,2	17,1	15,6	14,7	11%	12%	13%	3,0%	3,2%	3,5%
OMV	40,98	4,2	3,7	3,7	0,9	0,8	0,8	8,6	7,2	7,0	21%	23%	23%	4,0%	4,4%	4,9%
Phillips 66	85,86	6,6	6,4	5,7	0,5	0,5	0,5	9,6	8,8	7,2	7%	8%	9%	2,6%	4,0%	4,2%
Saras	1,69	3,9	3,2	2,7	0,2	0,2	0,2	14,4	8,4	6,7	4%	5%	6%	4,8%	6,3%	7,6%
Tesoro	153,50	9,9	8,1	7,0	0,7	0,7	0,7	17,6	12,3	9,6	8%	9%	10%	1,6%	1,7%	1,8%
Tupras	124,80	5,6	5,2	4,3	0,5	0,4	0,4	8,8	6,4	4,7	8%	7%	8%	9,3%	12,9%	18,1%
Valero Energy	72,58	6,2	5,1	4,2	0,3	0,3	0,3	11,8	8,0	5,8	5%	6%	8%	4,4%	4,8%	5,1%
<b>Mediana</b>		<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,0%</b>

**Wycena spółek petrochemicznych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>SPÓŁKI PETROCHEMICZNE</b>																
PKN Orlen	107,30	5,1	8,0	6,6	0,5	0,4	0,4	8,0	16,3	14,2	9%	6%	7%	2,8%	2,8%	2,8%
Axiall	65,00	4,9	5,0	4,6	1,2	1,2	1,1	7,6	7,9	6,9	25%	23%	24%	1,4%	1,5%	1,6%
Braskem	47,56	5,6	5,8	5,8	1,1	1,1	1,1	10,6	12,0	13,8	21%	19%	19%	3,8%	3,1%	3,6%
Eastman Chemical	70,48	7,1	6,9	6,6	1,6	1,6	1,5	8,3	7,7	6,9	23%	23%	23%	3,2%	3,3%	3,6%
Huntsman Corp	18,22	5,0	5,1	4,7	0,8	0,8	0,8	5,3	5,4	4,9	16%	15%	16%	3,6%	3,7%	3,9%
LyondellBasell	82,19	5,4	5,6	5,1	1,0	0,9	0,9	6,9	7,3	6,4	18%	17%	17%	4,9%	5,1%	5,4%
Mitsubishi Chemical	840,50	5,8	5,3	5,2	0,8	0,7	0,7	5,7	5,5	5,8	14%	14%	14%	3,8%	4,6%	4,7%
Mitsui Chemicals	2587,00	6,5	6,2	6,0	0,7	0,6	0,6	7,2	6,3	6,2	11%	11%	11%	3,5%	3,9%	4,2%
Westlake Chemical	65,00	4,9	5,0	4,6	1,2	1,2	1,1	7,6	7,9	6,9	25%	23%	24%	1,4%	1,5%	1,6%
<b>Mediana</b>		<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,6%</b>

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką



## Wycena spółek gazowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	6,78	4,8	3,9	3,5	0,9	0,8	0,7	10,3	8,2	7,9	19%	20%	21%	1,0%	1,9%	3,6%
A2A	1,60	6,8	6,6	6,2	1,4	1,3	1,3	12,3	12,9	11,9	20%	20%	20%	4,2%	4,6%	4,9%
BG Group	23,22	6,5	6,0	5,8	1,0	1,0	1,0	14,8	12,7	11,9	15%	16%	17%	5,1%	5,1%	5,2%
BP	5,09	5,6	5,3	5,1	0,7	0,7	0,7	14,6	14,3	13,5	12%	13%	13%	5,0%	5,1%	5,2%
Centrica	1,36	5,0	4,8	4,7	0,4	0,4	0,4	11,0	10,7	9,6	9%	9%	9%	8,8%	8,6%	8,0%
Enagas	25,02	10,3	10,6	10,2	8,1	8,2	8,1	13,5	14,1	12,9	78%	77%	80%	6,1%	6,4%	6,7%
Endesa	21,11	8,0	7,7	7,5	1,4	1,3	1,3	15,6	14,7	14,5	17%	17%	18%	6,5%	6,7%	6,9%
Engie	12,87	6,2	5,9	5,5	0,9	0,9	0,8	13,1	12,1	10,5	15%	15%	15%	5,8%	6,0%	6,7%
Eni	13,96	3,1	2,9	2,9	0,8	0,7	0,8	11,1	9,9	9,6	25%	25%	26%	5,9%	6,1%	6,3%
Equinor	22,05	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	1,3	1,2	1,1	37%	39%	41%	35,9%	38,4%	40,4%
Gas Natural SDG	23,29	9,5	8,8	8,4	1,7	1,6	1,6	24,7	16,0	14,9	18%	18%	19%	5,7%	5,9%	6,3%
Gazprom	153,53	2,4	2,4	2,4	0,7	0,7	0,7	2,7	2,9	2,8	29%	28%	28%	6,1%	6,8%	8,3%
Hera	2,63	6,9	6,9	6,7	1,2	1,2	1,2	14,7	14,8	14,0	18%	18%	18%	3,8%	3,9%	4,1%
NovaTek	11532,98	100+	100+	100+	301,4	289,0	274,0	100+	100+	100+	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
ROMGAZ	35,70	4,1	3,5	3,3	2,0	1,8	1,7	9,3	8,6	8,2	49%	52%	51%	11,7%	10,7%	11,1%
Shell	29,31	5,8	5,4	5,3	0,9	0,9	0,9	13,2	11,3	10,6	15%	16%	17%	5,6%	5,7%	5,8%
Snam	4,02	12,4	12,0	11,8	10,0	9,7	9,5	13,8	13,2	13,0	81%	81%	81%	5,7%	5,9%	6,2%
Total	48,62	5,1	4,7	4,5	0,9	0,9	0,9	10,1	9,2	8,8	17%	18%	20%	5,4%	5,5%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>13,1</b>	<b>12,1</b>	<b>10,6</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,2%</b>

## Wycena spółek wydobywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>SPÓŁKI WYDOBYWCZE</b>																
MOL	3080,00	4,8	4,7	4,5	0,7	0,7	0,7	7,9	8,0	7,1	14%	14%	14%	3,8%	3,7%	4,0%
Bashneft	1921,00	1,9	1,7	1,7	0,4	0,4	0,4	3,1	2,9	3,0	24%	25%	24%	14,4%	18,7%	17,8%
BP	5,09	5,6	5,3	5,1	0,7	0,7	0,7	14,6	14,3	13,5	12%	13%	13%	5,0%	5,1%	5,2%
Dana Gas	0,25	2,0	1,8	-	1,0	0,9	-	6,8	3,4	-	51%	51%	-	27,9%	36,7%	-
Eni	13,96	3,1	2,9	2,9	0,8	0,7	0,8	11,1	9,9	9,6	25%	25%	26%	5,9%	6,1%	6,3%
Equinor	22,05	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	1,3	1,2	1,1	37%	39%	41%	35,9%	38,4%	40,4%
Gazprom Neft	363,10	3,8	3,9	3,8	1,0	0,9	0,9	4,4	4,2	4,4	25%	23%	23%	6,3%	8,3%	8,9%
Gulf Keystone	1,72	3,3	2,6	1,6	2,3	1,9	1,3	10,3	6,3	3,3	69%	73%	81%	-	-	-
Lukoil	5100,00	3,4	3,3	3,3	0,5	0,5	0,5	5,7	5,7	5,5	15%	15%	15%	4,8%	5,1%	5,7%
Occidental Petroleum	64,11	5,6	5,4	5,8	3,2	3,0	3,1	12,3	12,2	14,3	56%	55%	54%	4,8%	4,9%	5,0%
Repsol	14,71	4,2	3,9	3,6	0,6	0,6	0,6	9,2	8,0	7,2	14%	15%	16%	6,2%	6,6%	6,9%
Rosneft Oil	416,00	4,0	3,8	3,6	1,0	0,9	0,9	6,4	5,4	5,3	24%	25%	25%	6,7%	8,5%	10,2%
Shell	29,31	5,8	5,4	5,3	0,9	0,9	0,9	13,2	11,3	10,6	15%	16%	17%	5,6%	5,7%	5,8%
Surgutneftegas	38,32	-	-	-	-	-	-	3,0	4,5	4,2	-	-	-	8,7%	8,1%	6,9%
Total	48,62	5,1	4,7	4,5	0,9	0,9	0,9	10,1	9,2	8,8	17%	18%	20%	5,4%	5,5%	5,7%
Tullow Oil	1,75	5,4	5,1	5,4	4,1	3,8	3,8	11,3	8,7	9,8	75%	75%	71%	0,2%	1,2%	1,5%
<b>Mediana</b>		<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>8,5</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>23%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,0%</b>

## Wycena spółek surowcowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>GÓRNICTWO I METALE</b>																
JSW	66,42	1,7	3,2	4,5	0,5	0,6	0,7	4,2	10,1	24,9	32%	20%	17%	0,0%	7,1%	4,0%
KGHM	89,78	4,8	4,0	3,8	1,2	1,0	0,9	11,9	7,7	8,1	25%	24%	23%	0,0%	1,1%	2,6%
LW Bogdanka*	56,00	3,1	2,4	2,2	1,0	0,8	0,8	17,2	7,8	7,1	31%	35%	36%	1,9%	4,1%	4,7%
Anglo American	17,08	5,2	5,3	5,5	1,7	1,7	1,7	12,3	11,9	13,2	33%	32%	31%	3,6%	3,7%	3,8%
Antofagasta	7,96	7,2	6,1	5,8	3,4	3,1	3,0	23,4	17,7	16,7	47%	51%	51%	2,1%	2,5%	2,8%
BHP Group	16,60	5,9	7,3	7,7	3,0	3,8	3,9	32,2	15,6	16,9	51%	52%	51%	3,0%	7,0%	4,6%
Freeport-McMoRan	10,59	3,7	5,9	4,7	1,4	1,7	1,6	6,4	12,8	8,8	36%	29%	34%	1,7%	2,2%	4,2%
Glencore	2,93	6,0	5,9	6,0	0,4	0,4	0,4	10,4	10,8	10,7	7%	7%	7%	4,5%	4,8%	5,2%
Grupo Mexico	1,98	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5	0,4	0,4	46%	46%	46%	100%+	100%+	100%+
Kazakhmys	5,28	5,2	5,3	5,1	2,9	2,8	2,7	8,2	8,3	7,5	56%	54%	54%	1,2%	1,3%	1,4%
Rio Tinto	37,63	6,6	7,1	7,3	2,9	3,1	3,1	12,9	14,4	14,8	45%	44%	42%	4,8%	4,7%	4,5%
Southern CC	31,16	8,0	7,5	6,9	4,0	3,7	3,5	14,9	13,6	12,5	51%	50%	51%	4,1%	3,6%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>12,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>39%</b>	<b>2,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,2%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	330,50	8,5	9,1	8,5	1,3	1,3	1,3	12,1	13,4	12,7	15%	15%	15%	7,2%	5,8%	5,2%
Alcoa	28,11	2,6	3,1	3,3	0,6	0,6	0,6	7,5	7,7	7,3	23%	20%	19%	-	0,2%	0,3%
Constellium	6,92	5,1	4,7	4,3	0,4	0,4	0,4	5,0	5,8	4,4	9%	9%	9%	-	1,0%	1,4%
Kaiser Aluminum	91,75	8,3	7,4	7,2	1,1	1,0	1,0	14,6	12,3	11,8	13%	14%	14%	2,4%	2,5%	2,6%
Norsk Hydro	39,81	5,3	4,7	4,2	0,6	0,6	0,5	12,2	10,3	8,7	11%	12%	13%	4,1%	4,4%	5,0%
Rusal	0,29	0,7	0,6	0,7	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	21%	22%	20%	65,7%	65,7%	73,9%
<b>Mediana</b>		<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,0</b>	<b>8,0</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>5,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,8%</b>

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdka

**Wycena spółek nawozowych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
Grupa Azoty	32,12	6,2	6,7	7,1	0,5	0,6	0,7	92,2	23,4	20,8	7%	9%	9%	3,7%	0,2%	0,9%
ZA Police*	13,65	8,8	6,7	5,4	0,6	0,5	0,5	-	18,4	10,4	6%	7%	9%	3,9%	3,7%	3,7%
ZCh Puławy*	68,80	2,6	2,2	1,8	0,2	0,2	0,2	10,9	9,3	6,2	9%	9%	11%	8,6%	7,3%	7,3%
Acron	4482,00	7,9	7,0	6,7	2,7	2,5	2,3	11,0	8,5	8,0	34%	35%	34%	7,2%	7,3%	7,8%
CF Industries	41,37	10,5	8,3	7,7	3,5	3,1	3,1	26,6	15,3	12,7	33%	38%	40%	2,9%	2,9%	3,0%
Israel Chemicals	20,23	2,1	2,1	1,9	0,4	0,4	0,4	4,1	3,9	3,5	21%	21%	21%	40,2%	22,8%	24,9%
K+S	15,15	10,0	7,0	6,1	1,5	1,4	1,4	37,8	11,1	8,4	15%	20%	22%	2,1%	3,8%	5,0%
Phosagro	2453,00	5,9	5,7	5,5	1,9	1,8	1,7	8,8	8,6	8,4	32%	32%	31%	5,0%	5,8%	5,8%
The Mosaic Company	30,06	7,8	6,8	6,6	1,6	1,5	1,5	15,8	12,4	11,5	21%	22%	23%	0,3%	0,4%	0,6%
Yara International	39,09	1,1	0,8	0,7	0,1	0,1	0,1	2,9	1,5	1,2	11%	15%	16%	16,9%	29,8%	38,2%
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>5,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,2</b>	<b>8,4</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,4%</b>

**Wycena spółek spożywczych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>SPÓŁKI SPOŻYWCZE</b>																
Astarta*	6,09	1,3	1,2	-	0,2	0,2	-	4,2	2,5	-	19%	19%	-	-	-	-
IMC*	3,63	1,0	1,0	-	0,4	0,3	-	1,6	1,5	-	35%	33%	-	41,6%	33,3%	-
Kemel	13,12	4,1	3,3	2,8	0,4	0,3	0,3	5,9	1,9	1,4	9%	10%	9%	6,7%	6,9%	22,1%
Ovostar*	29,16	1,2	1,0	-	0,3	0,3	-	-	-	-	25%	27%	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	17,00	5,5	6,7	6,3	0,5	0,5	0,5	7,6	13,6	12,1	10%	8%	9%	6,6%	6,1%	6,2%
Bunge Limited	57,89	8,8	8,6	8,4	0,4	0,3	0,3	12,6	11,2	10,8	4%	4%	4%	3,3%	3,5%	3,9%
Cosan	32,77	4,5	3,8	3,6	0,4	0,3	0,3	13,4	9,1	7,6	8%	9%	9%	5,6%	5,8%	6,9%
MHP	10,45	4,9	4,5	4,0	1,5	1,4	1,2	5,5	4,6	3,9	31%	30%	29%	7,2%	7,2%	7,2%
Nisshin Oillio	3285,00	10,8	9,0	8,9	0,5	0,5	0,5	16,1	13,3	15,0	5%	6%	6%	1,8%	2,1%	2,1%
Suedzucker	11,70	5,2	10,2	7,9	0,6	0,6	0,6	11,7	-	66,8	11%	6%	7%	3,8%	1,8%	1,9%
Wilmar Int.	2,31	10,3	10,0	9,6	0,6	0,5	0,5	9,2	8,7	8,0	6%	5%	5%	4,6%	4,9%	5,1%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>7,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,4</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,6%</b>

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:****EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**S** – przychody ze sprzedaży**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**DY** – stopa dywidendy

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.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Dom Maklerski mBanku jest **publikacją handlową**, została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.)”, nie stanowi porady inwestycyjnej, nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona 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 publikacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Dom Maklerski mBanku nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakkolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

Niniejsza publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja jest przedstawiona wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowana lub przekazywana osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 niniejszej publikacji, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

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 niniejszej publikacji.

Powielanie bądź publikowanie niniejszej publikacji lub jej części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszej publikacji wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu 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)

Dom Maklerski mBanku udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu publikacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do publikacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były publikacje lub osoby upoważnione do dostępu do publikacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą publikację.

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.

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

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

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniatowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

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

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

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

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

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)