

wtorek, 13 lutego 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

Ceny energii w Niemczech nadal znajdują się pod presją i zbliżyły się już do 33 EUR/MWh, głównie za sprawą taniejącego węgla w portach ARA (kontrakt roczny w EUR spadł w tydzień o 4%). Jednocześnie marża jest zawężana przez nieznacznie wyższe koszty CO₂ (9,5 EUR/t). W Polsce kontrakt roczny zatrzymał się na 176 PLN/MWh, co oznacza że terminowa marża 2019 dla elektrowni zintegrowanej z kopalnią jest zbliżona do poziomu zabezpieczonego na rok obecny. Wzrostowe tendencje utrzymują się na rynku zielonych certyfikatów, choć trzeba pamiętać, że wzrost ogranicza formuła liczenia opłaty zastępczej i spółki obrotu nie powinny być zaskoczone kosztami umarzania świadectw pochodzenia.

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne po chwilowym wzroście do 6 USD/Bbl (efekt spadku cen ropy) wracają już do niższych poziomów (obecnie 4-4,5 USD/Bbl), mimo widocznej poprawy cracków na ciężkich produktach. Paliwa transportowe są pod presją z uwagi na rekordową użycie rafinerii w USA (globalnie skala odstawień także jest niższa r/r) i widoczny wzrost zapasów, zarówno w USA jak i w Europie. Pozytywnym zaskoczeniem pozostają marże petrochemiczne. Jeśli chodzi o ceny gazu to utrzymuje się trend spadkowy w Europie, aczkolwiek kontrakt roczny obniżył się w ciągu ostatniego tygodnia już tylko o 1,5%. Warto zwrócić uwagę na rosnący spread PL/DE, który obecnie oscyluje wokół 11 PLN/MWh.

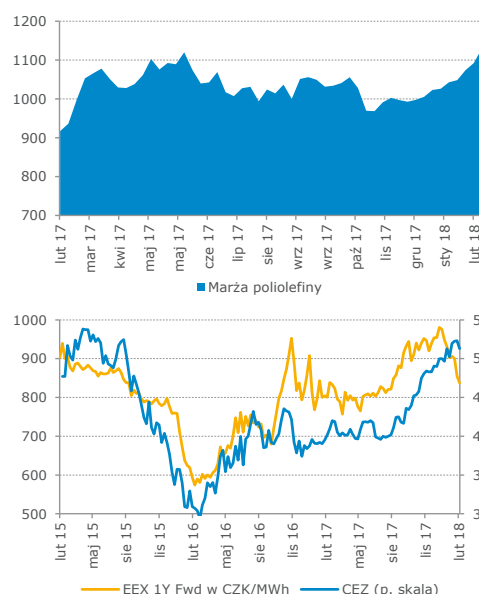
Rynek metali

Ceny miedzi w ubiegłym tygodniu znajdowały się pod presją rosnących monitorowanych zapasów na giełdach oraz informacji, że w przypadku dwóch mniejszych projektów wydobywczych w Chile praktycznie bez przeszkód osiągnięto nowe porozumienie płacowe. Globalne monitorowane zapasy wzrosły do poziomu 726 tys. sztuk (+3,7% t/t) i obecnie są na najwyższym poziomie od kwietnia 2017 roku. W styczniu Codelco osiągnęło porozumienie płacowe w kopalni Andina (około 250 tys. ton wydobycia), a Glencor podpisał nowe kontrakty w kopalni Lomas Bayas na początku stycznia (poniżej 100 tys. ton wydobycia). W 2018 r. między 5-7 mln ton produkcji miedzi jest zagrożone w efekcie kumulacji wygasających porozumień płacowych. Inwestorzy oczekują na kolejną rundę rozmów w największej kopalni Escondida (1,2 mln ton), w której w czerwcu upływa bieżący kontrakt z pracownikami. W ubiegłym roku ta sama kopalnia była nieczynna przez 44 dni, co stanowiło najdłuższy strajk w wydobyciu miedzi w historii Chile. Naszym zdaniem warto obecnie zajmować pozycję pod potencjalne przerwy produkcyjne oczekiwane w 1H'18 i w rezultacie oczekiwane wzrosty cen miedzi (w takim scenariuszu kupowalibyśmy akcje KGHM). Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na wysoki wolumen nowych kredytów w Chinach w l'18 (2900 mld CNY; +43% r/r).

Rynek węgla koksowego

W związku ze zbliżającym się świętem w Chinach (Chiński Nowy Rok 15-21 luty) aktywność kupców na rynku fizycznym węgla koksowego słabnie. Uczestnicy rynku pozytywnie oceniają perspektywy przez pryzmat wysokiego importu rudy żelaza w styczniu (100 mln ton – drugi najwyższy wynik w historii).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
ZE PAK	-11,4%	-19%
PKN Orlen	-9,3%	-10%
Grupa Azoty	-7,8%	-10%
Tauron	-7,6%	-9%
Enea	-7,0%	-10%
OMV	-6,6%	-11%
PGE	-4,3%	-9%
MOL	-4,2%	-3%
KGHM	-4,1%	-6%
LW Bogdanka	-3,7%	-4%
Kernel	-2,9%	+0%
ZA Puławy	-2,9%	-2%
IMC	-2,5%	+8%
PGNiG	-2,3%	+1%
CEZ	-1,9%	+3%
Astarta	-1,9%	+3%
Tarczyński	-1,5%	+5%
JSW	-1,2%	+4%
Impexmetal	-0,9%	-1%
Kęty	-0,8%	-8%
Energa	-0,5%	-7%
Tupras	-0,3%	-10%
Synthos	-0,2%	+0%
Boryszew	-0,0%	+3%
ZCh Police	+0,0%	-5%
Unipetrol	+0,4%	+1%
Lotos	+1,8%	-1%
Orzeł Biały	+2,3%	-10%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-3,2%	-2%
Chemia	-5,2%	-5%
Energia	-4,6%	-8%
Paliwa	-6,5%	-7%
Spożywczy	-2,0%	+3%
Surowce	-3,2%	-4%
Ukraina	-2,2%	+3%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,9%	-2%
Oil & Gas E&P	-4,3%	-7%
Refining EU	-3,9%	-0%
Refining US	-0,7%	-5%
Agri & Food	-2,2%	-8%
Kauczuki	-4,8%	-6%
Nawozy	-1,2%	-4%
Chemicals EU	-3,4%	-2%
Industrials EU	-2,8%	-4%
Petchem World	-0,9%	+0%
Utilities EU	-3,2%	-8%
Utilities US	-0,2%	-7%

Marże petrochemiczne zaskakują in plus

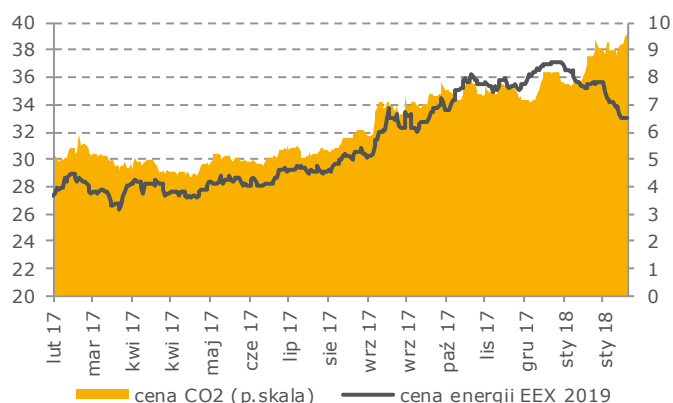
Rosnące marże na petrochemii, zarówno w olefinach jak i polimerach, to największe zaskoczenie ostatnich tygodni. Oczywiście ostatnie spadki cen ropy pomagają, ale w poprzednich tygodniach rentowność utrzymywała się dość wysoko mimo rosnących cen surowca. Nie przeszkadza temu ani rosnący kurs EUR/USD (okienko eksportowe z USA do EU), ani perspektywa rekordowego wzrostu podaży.

CEZ z opóźnieniem reaguje na ceny EEX

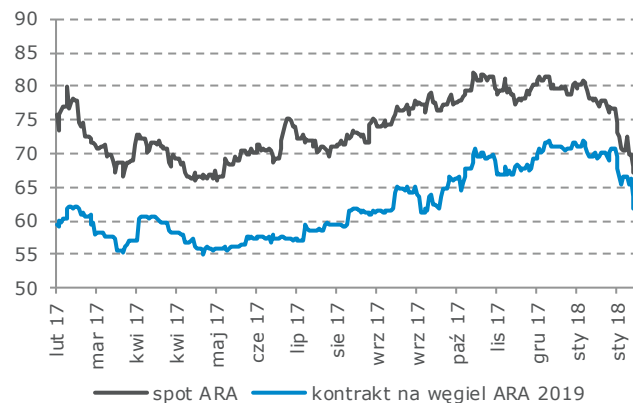
Ceny energii na rynku niemieckim od początku roku straciły w ujęciu CZK już ponad 14%, co póki co przeszło bez echa na notowaniach CEZ. Zwracamy jednak uwagę, że spółka standardowo z pewną inercją reaguje na zmiany na rynku. Przypominamy też, że obecne wzrosty cen CO₂ nie przekładające się na kwotowania prądu są dla koncernu niekorzystne, gdyż obniżają rentowność w jego elektrowniach węglowych.

Energetyka

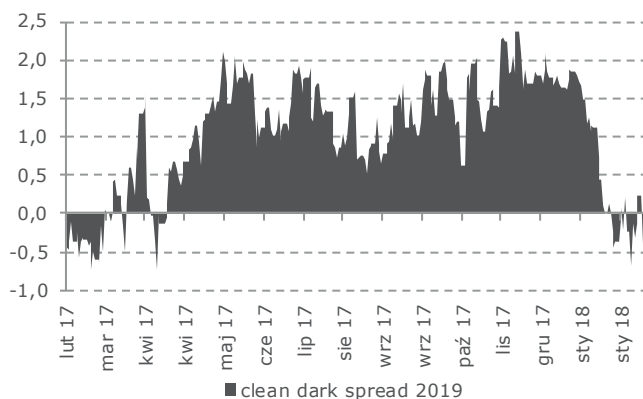
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



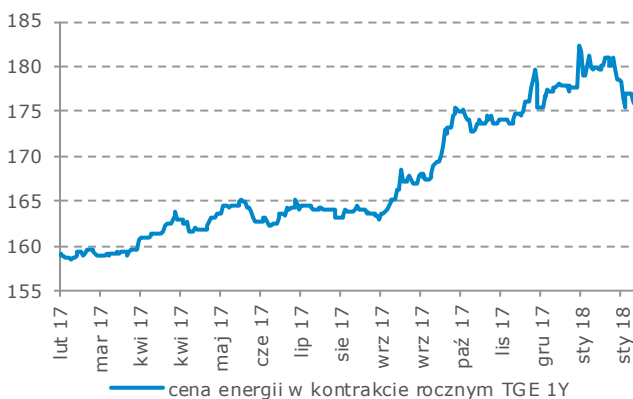
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



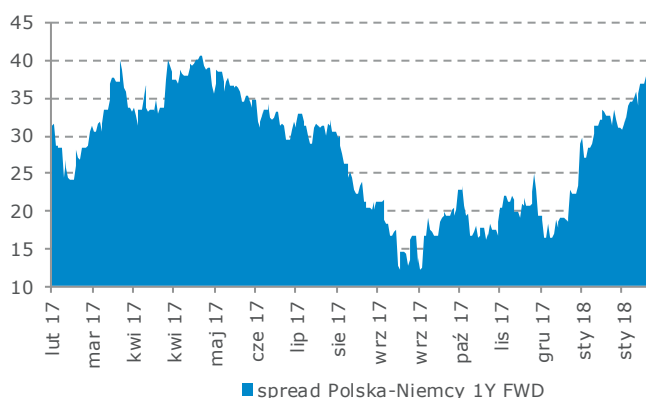
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



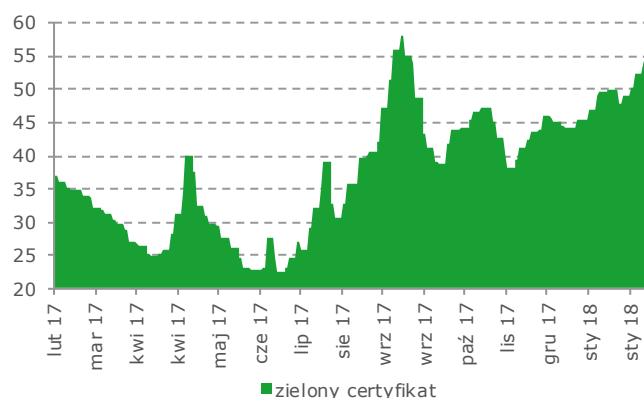
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



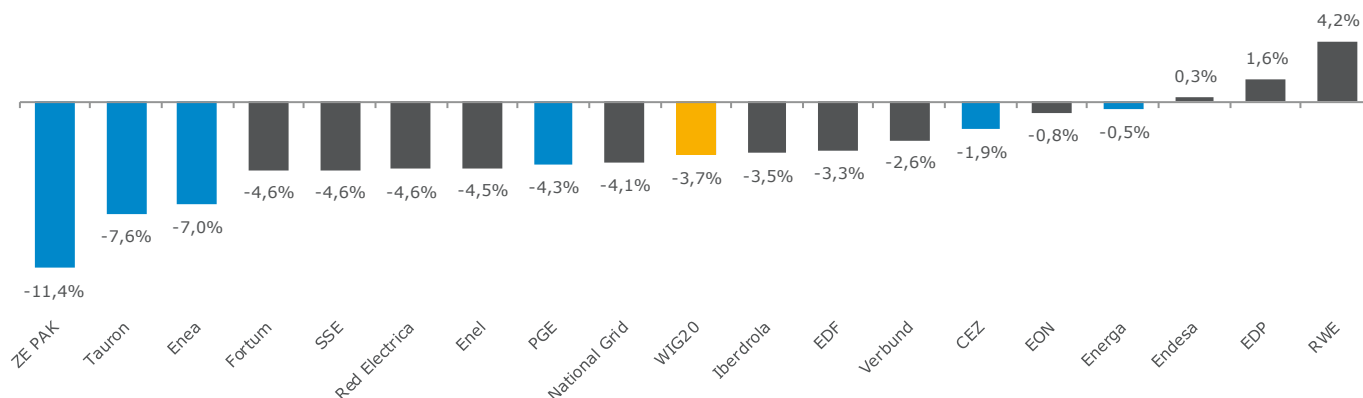
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



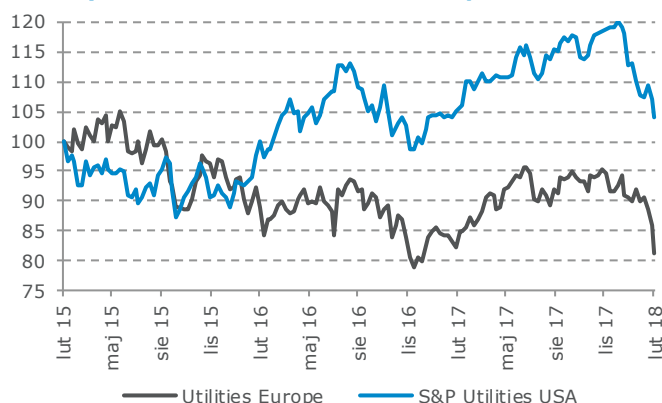
Tygodniowy performance spółek energetycznych



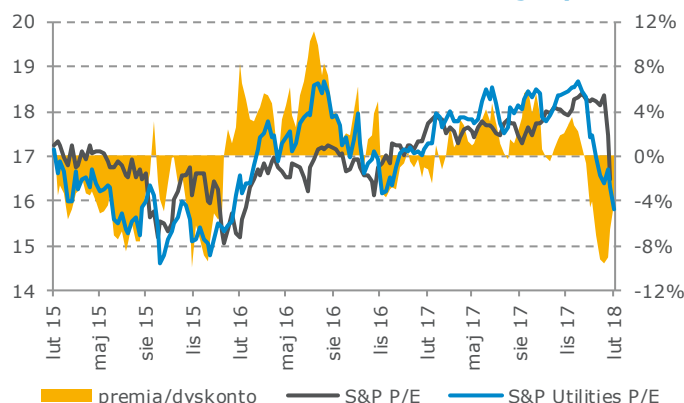
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

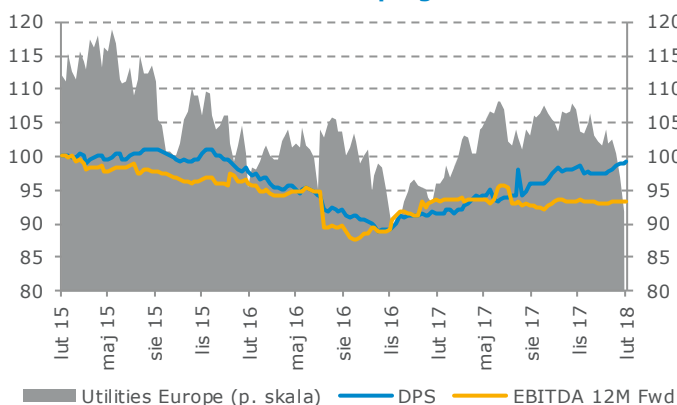
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



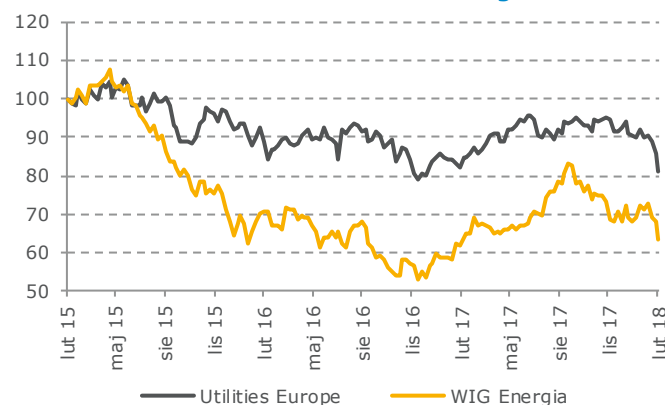
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



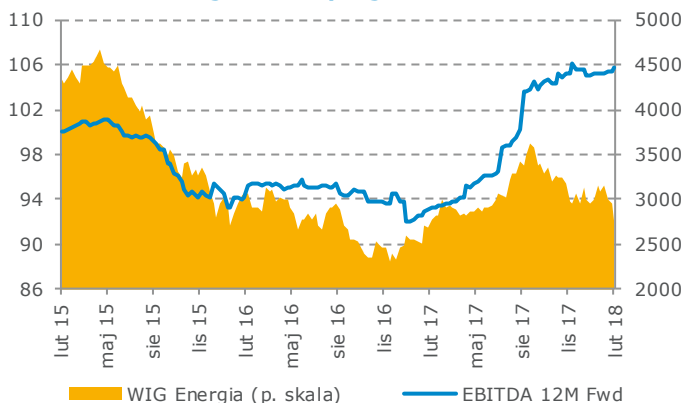
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



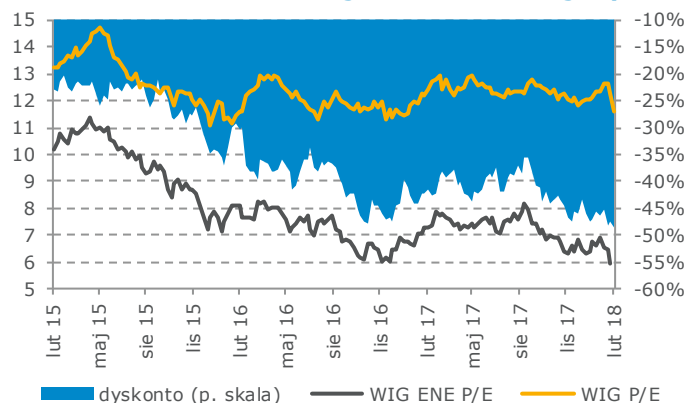
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



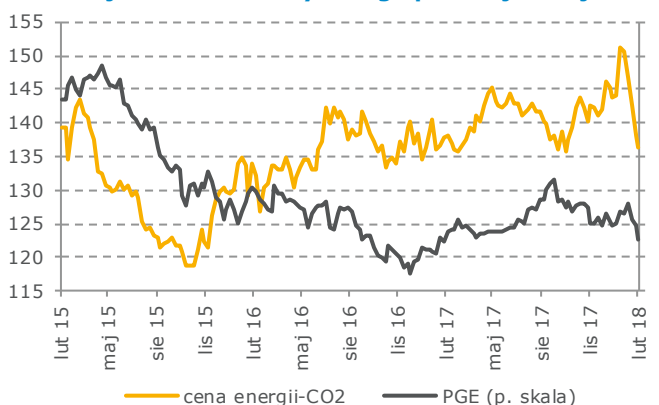
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



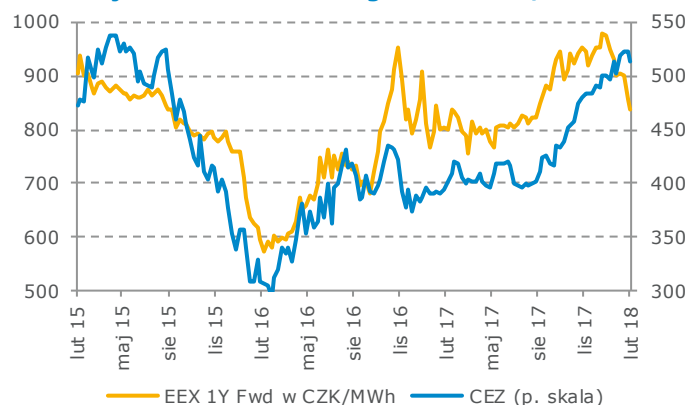
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



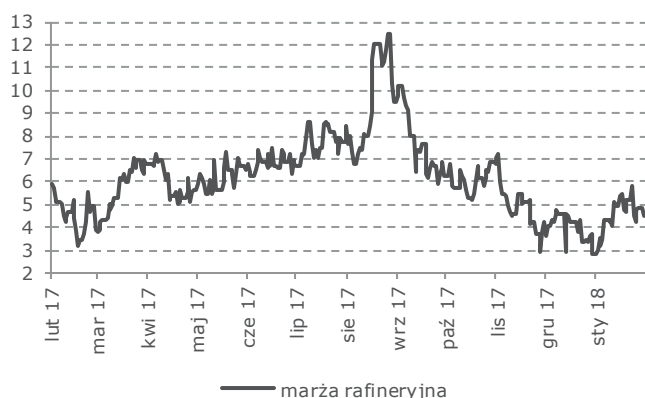
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



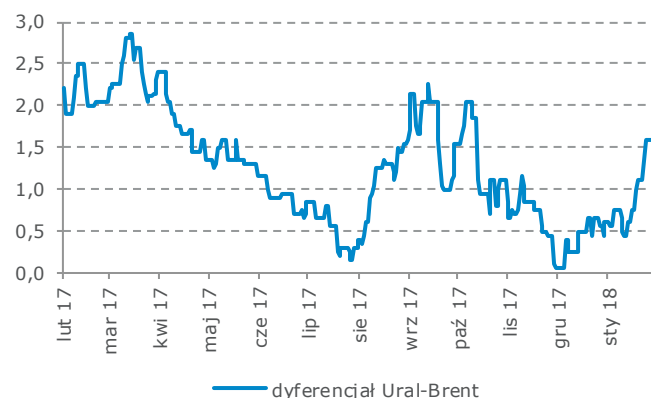
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

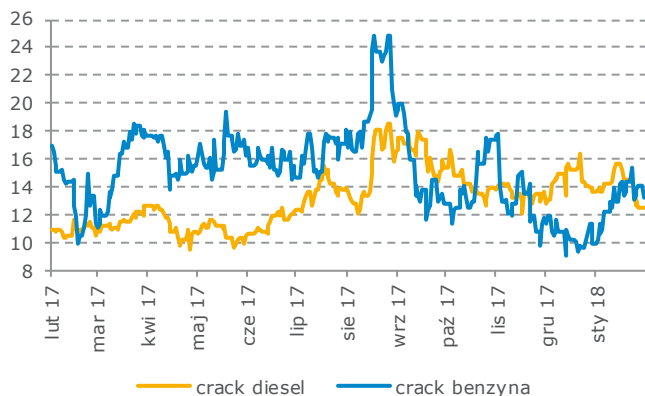
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



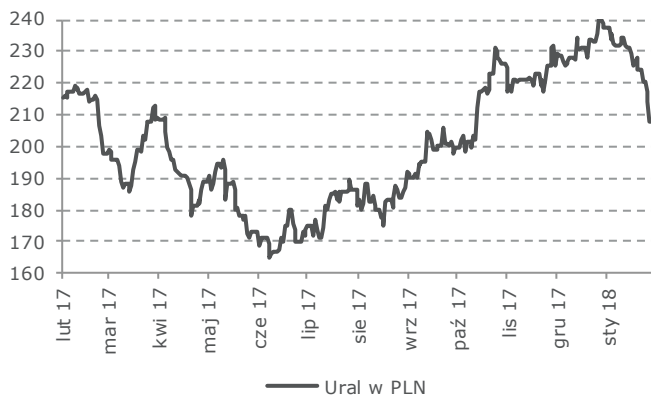
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



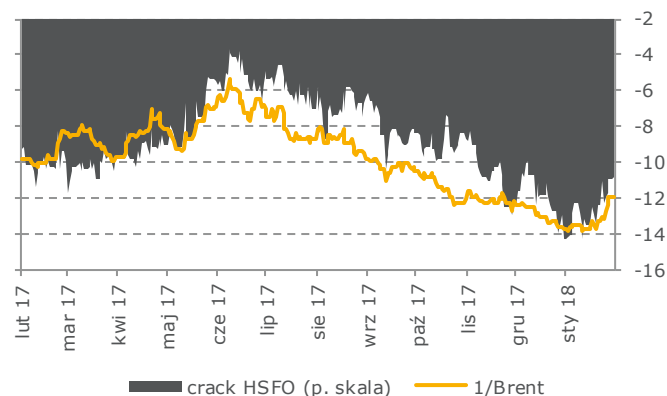
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



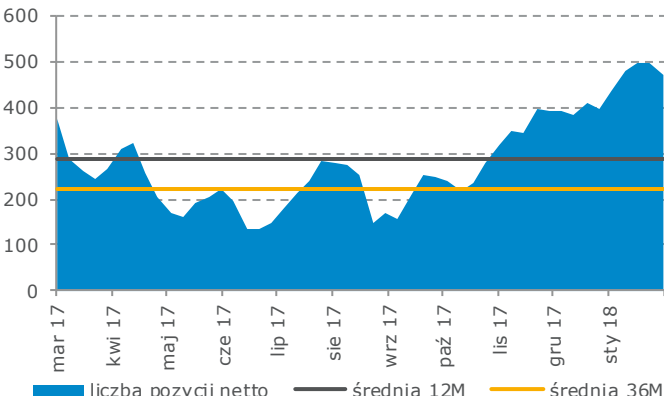
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



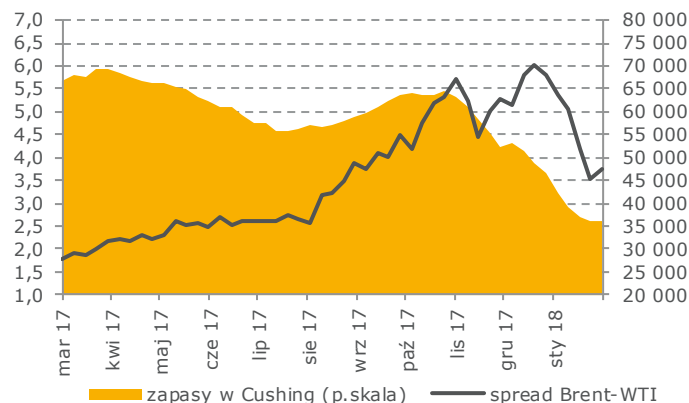
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



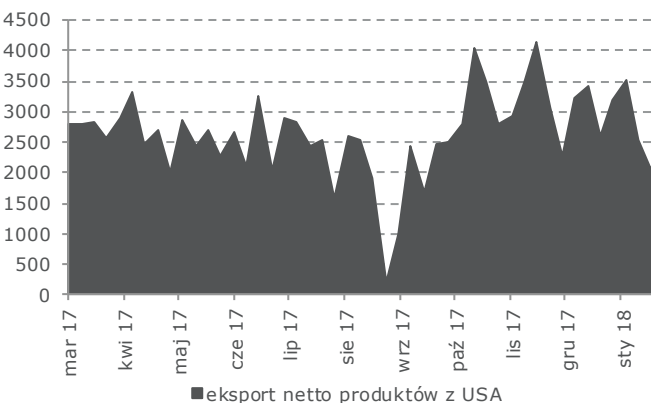
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



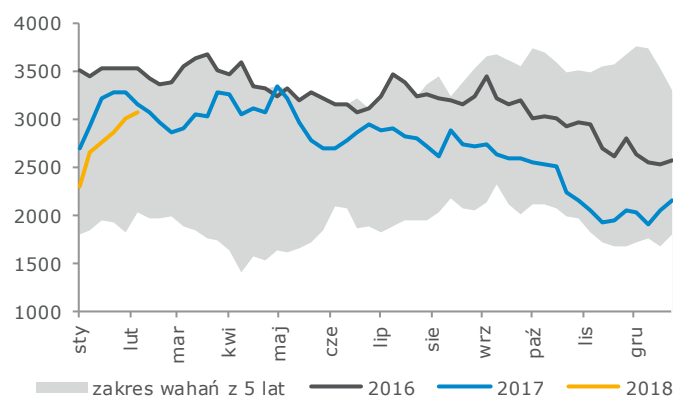
Eksport netto paliw z USA



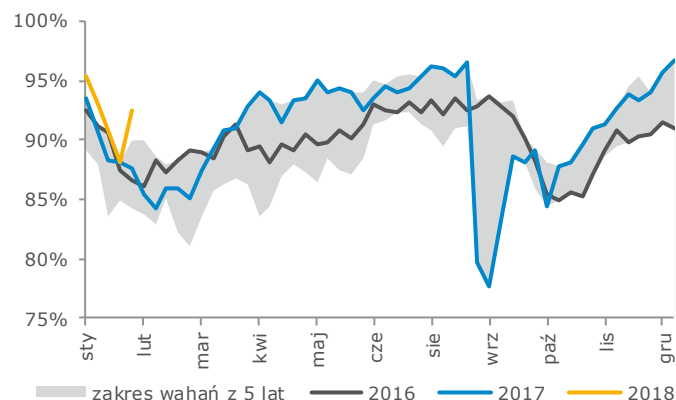
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

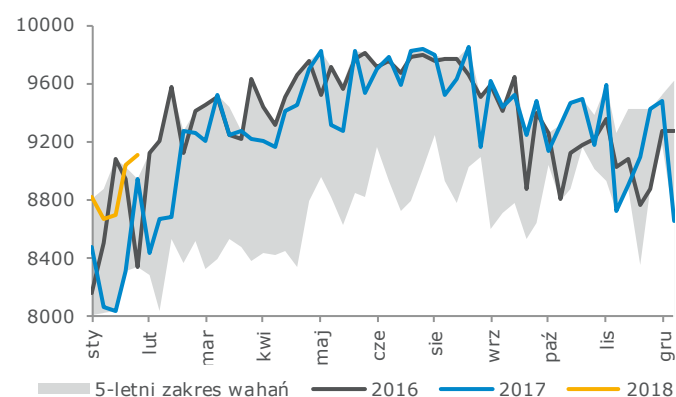
Zapasy diesla w portach ARA



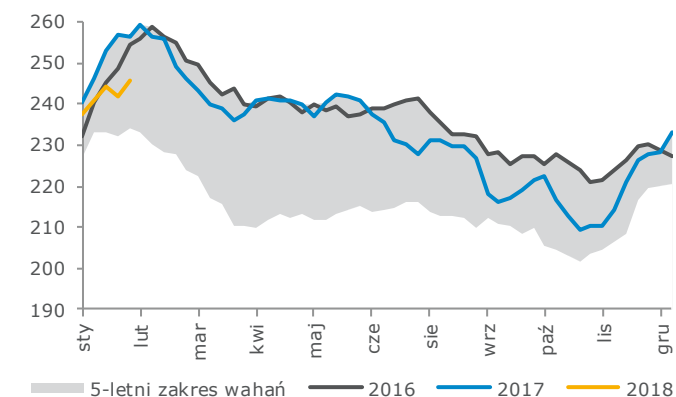
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Popyt na benzynę w USA



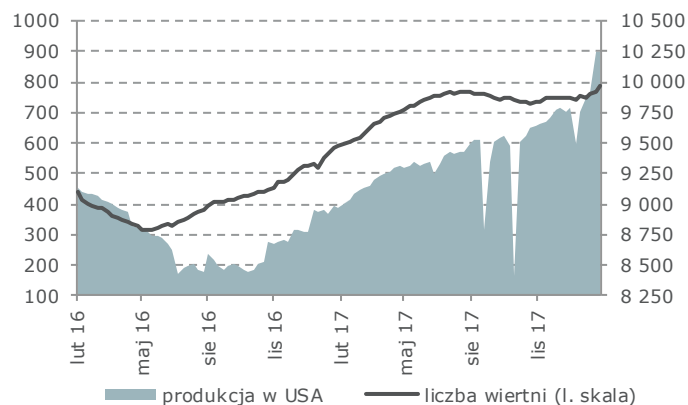
Zapasy benzyny w USA



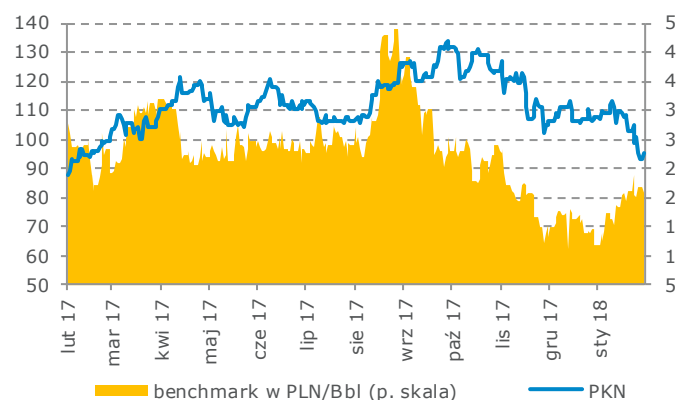
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



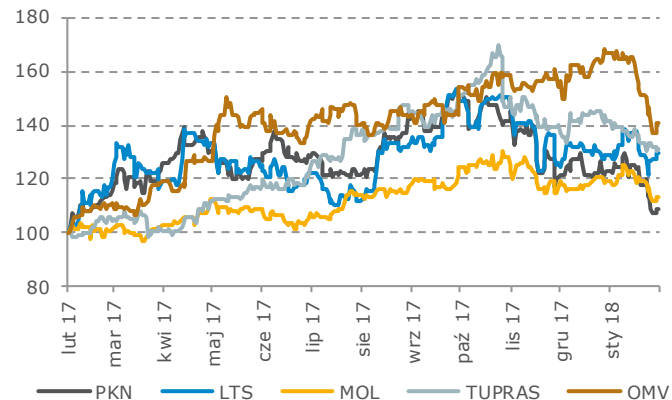
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



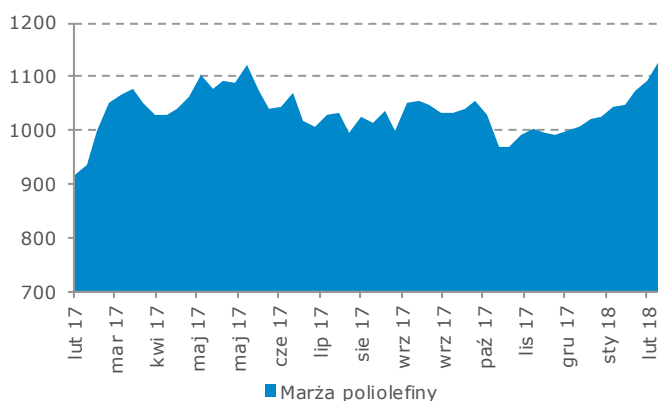
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



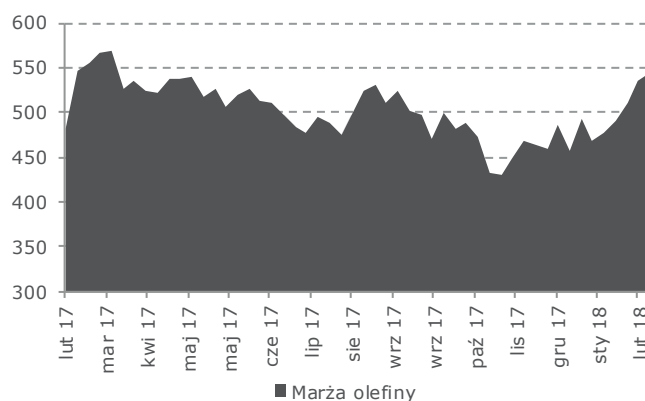
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

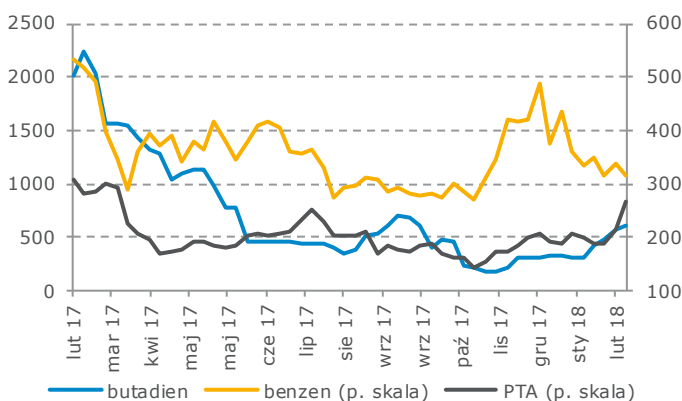
Marża petrochemiczna poliolefiny



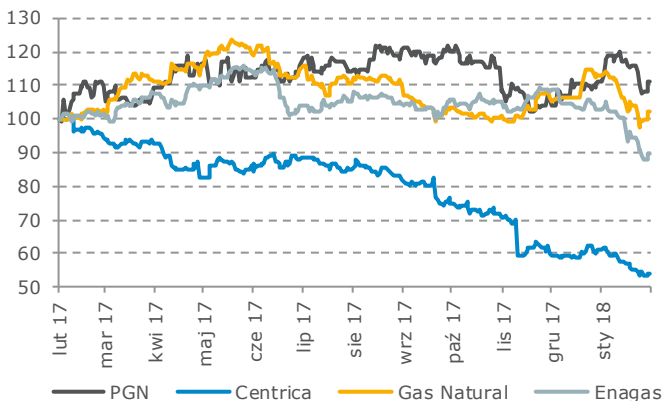
Marża petrochemiczna olefiny



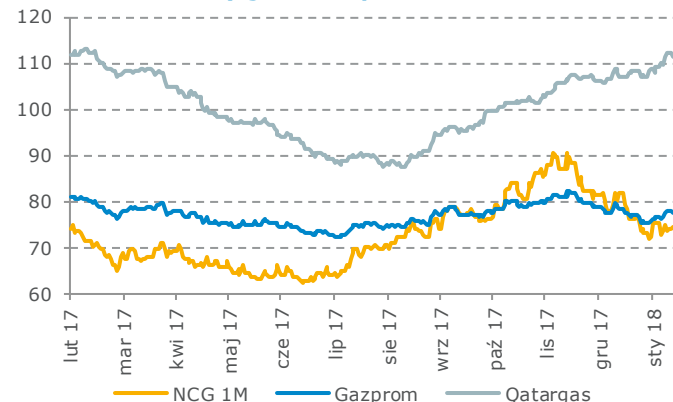
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



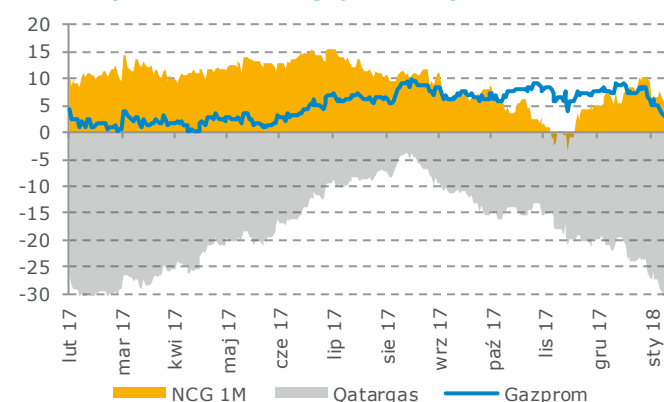
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



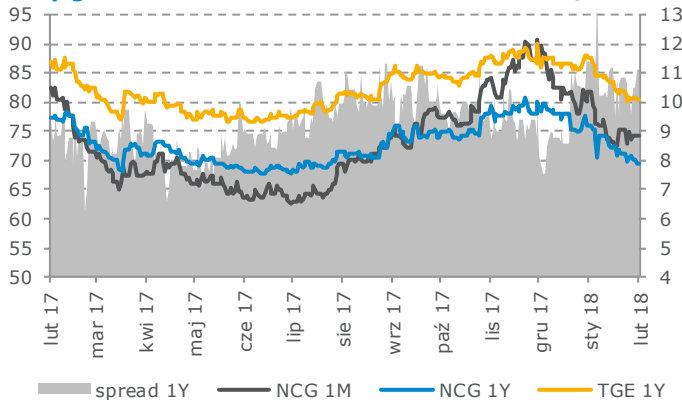
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



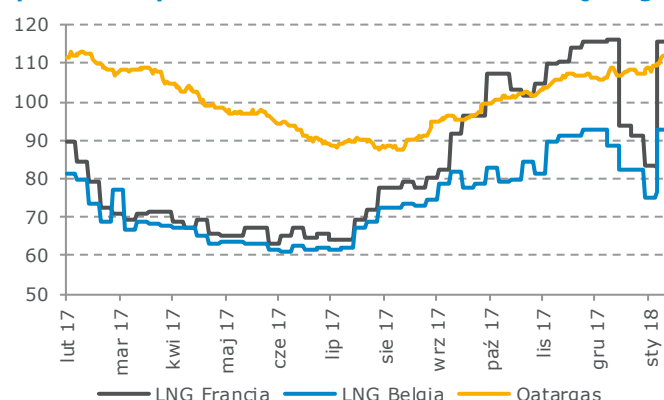
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



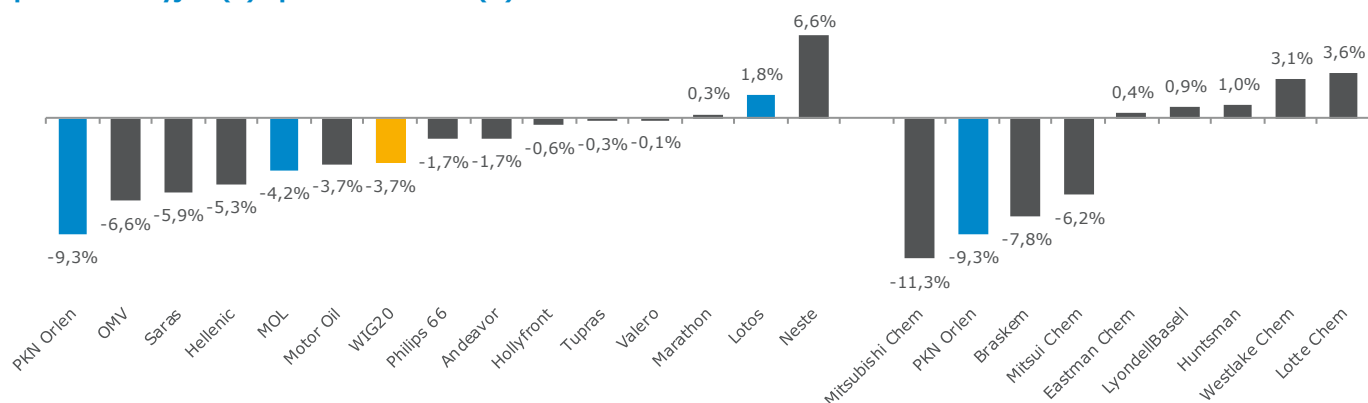
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



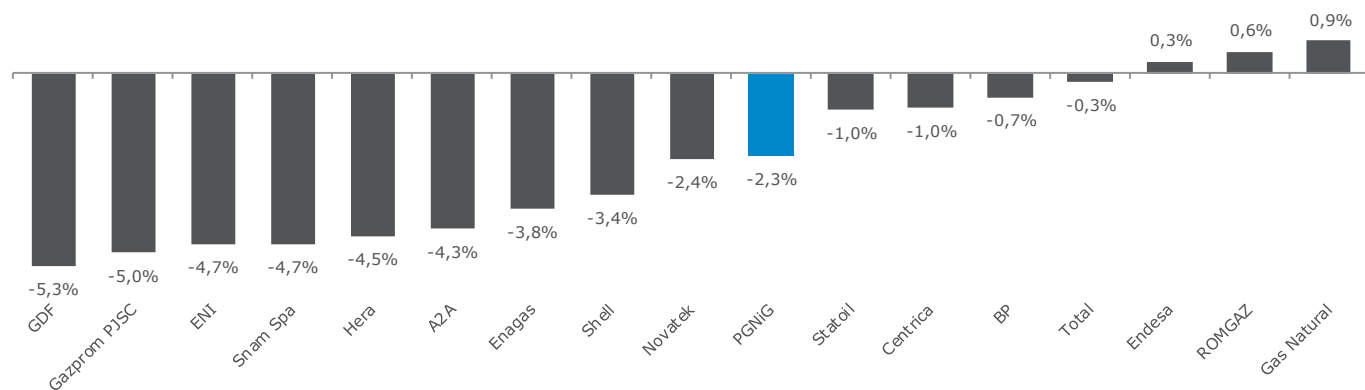
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

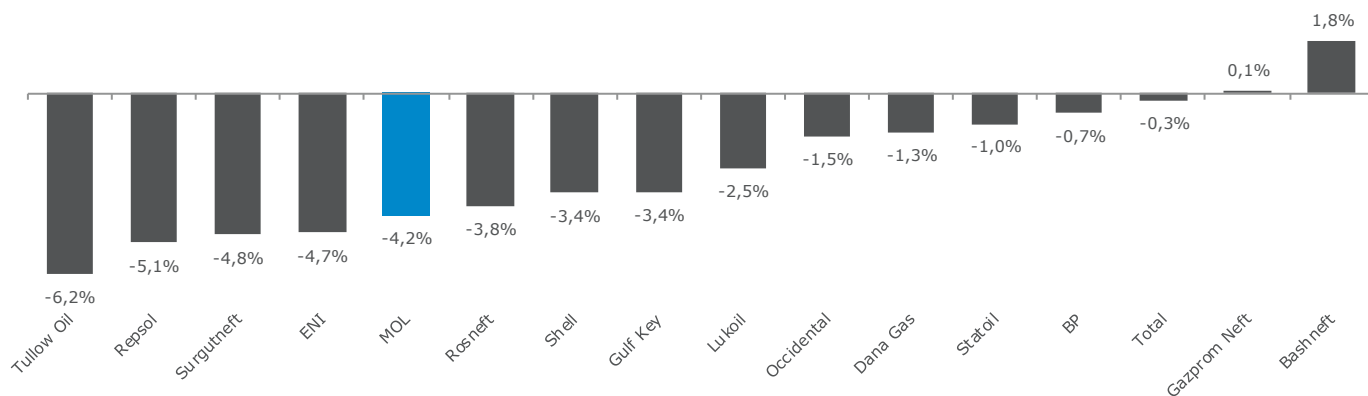
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



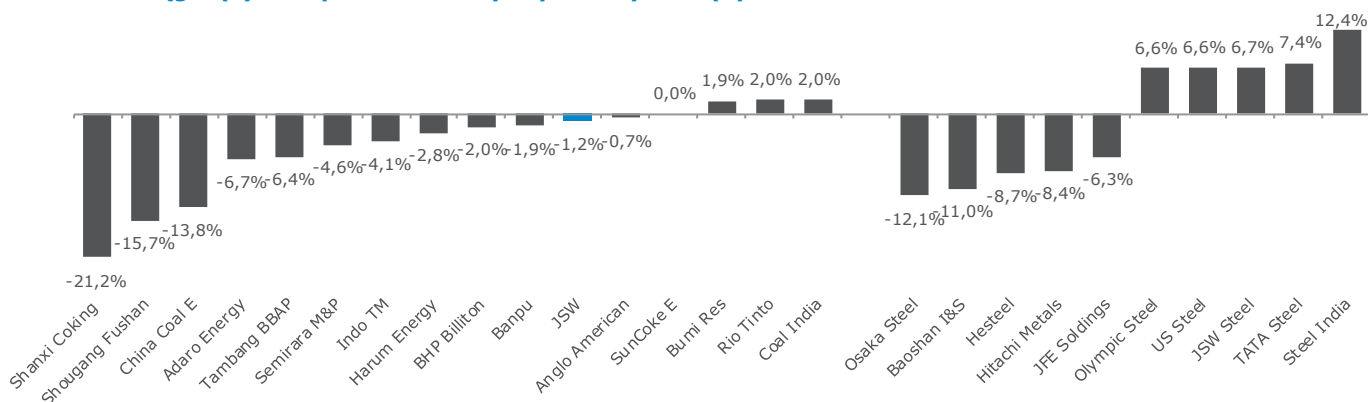
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



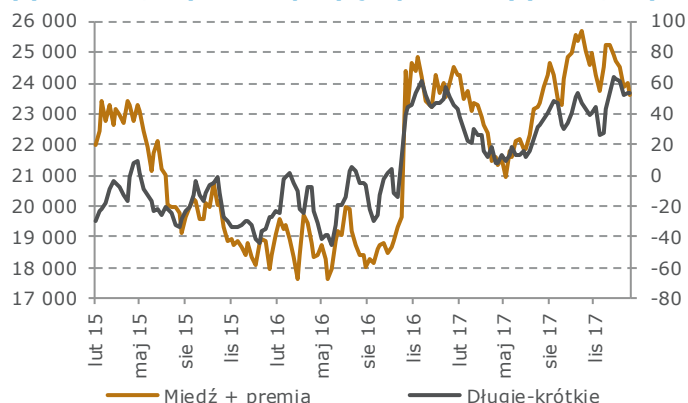
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

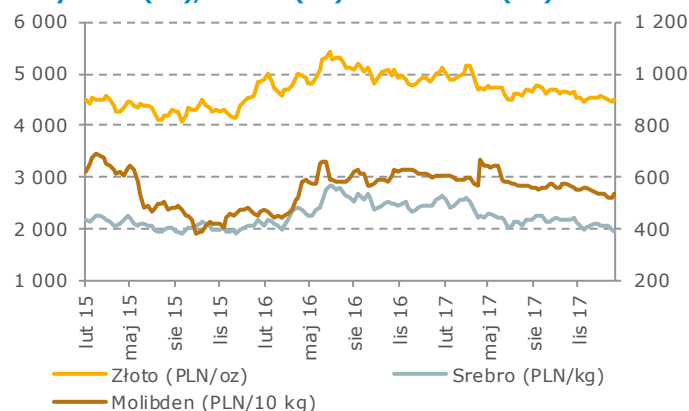
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



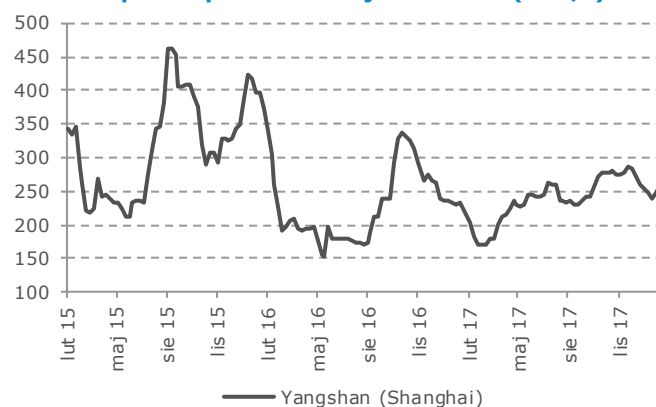
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



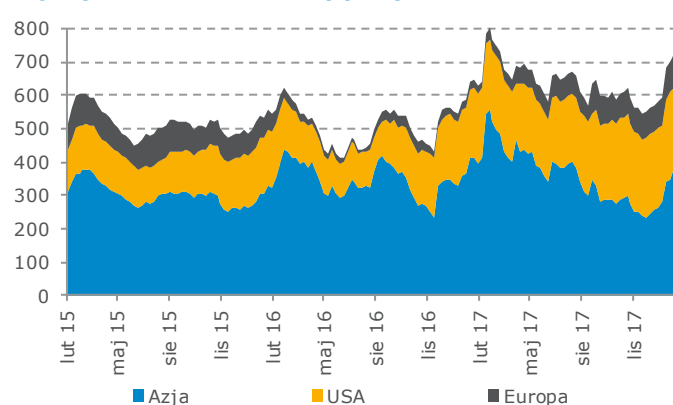
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



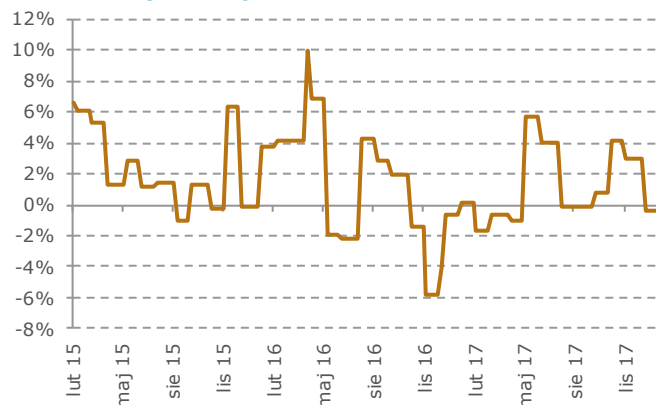
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



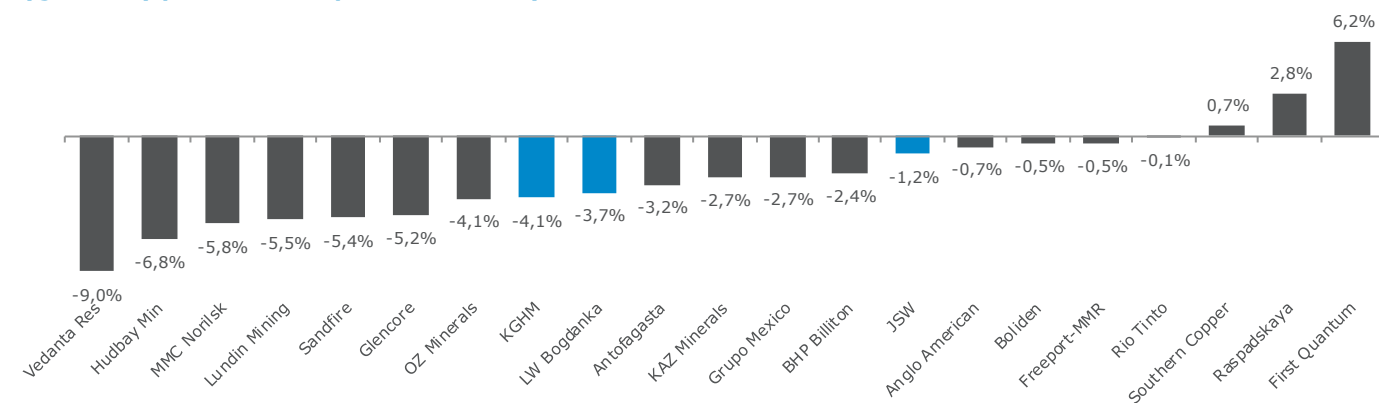
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



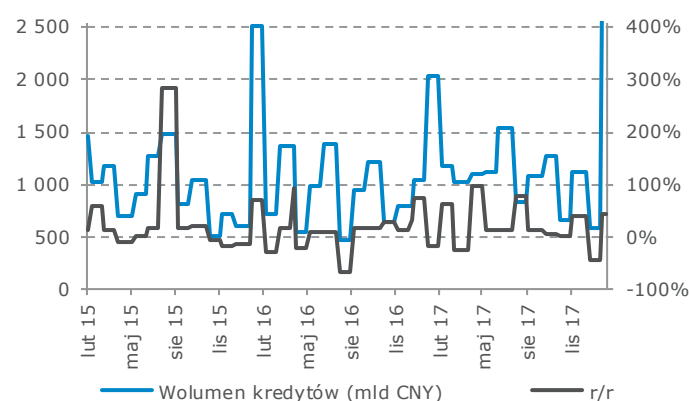
Tygodniowy performance spółek surowcowych



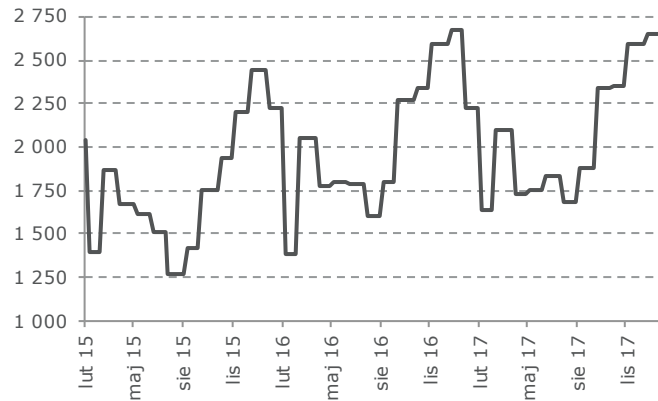
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

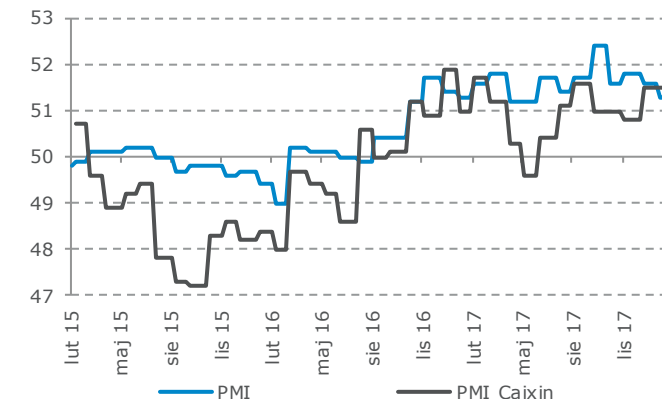
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



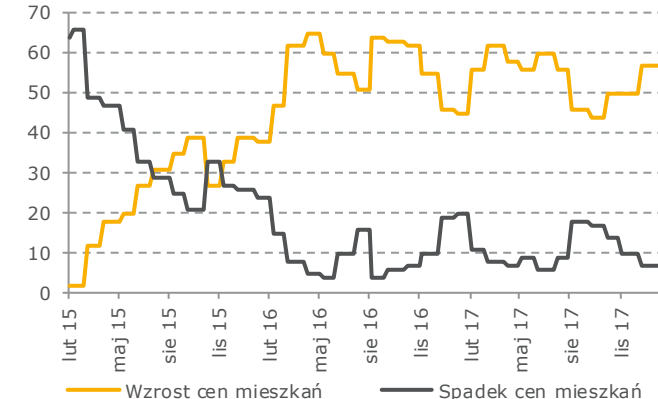
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



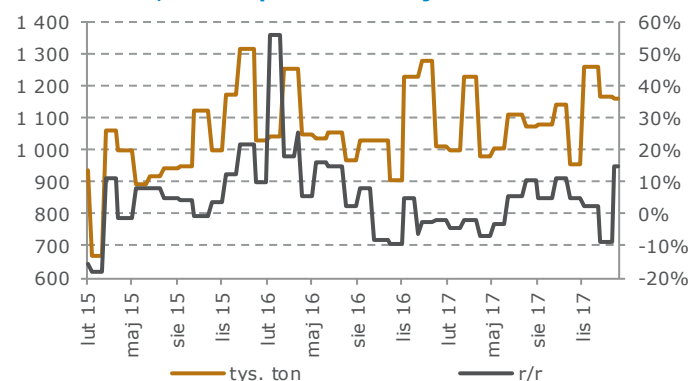
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



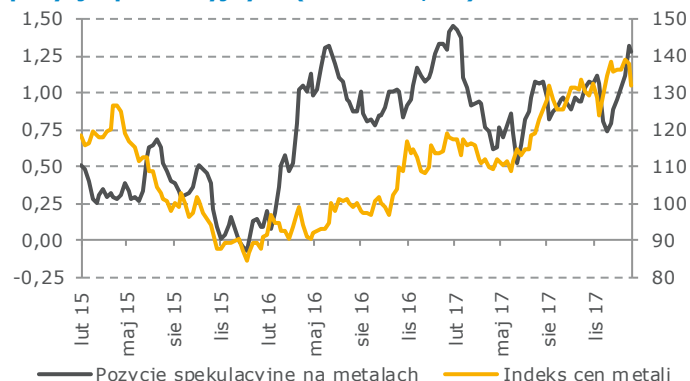
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



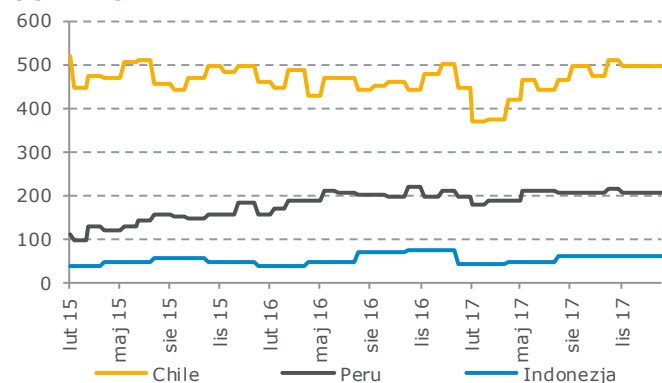
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



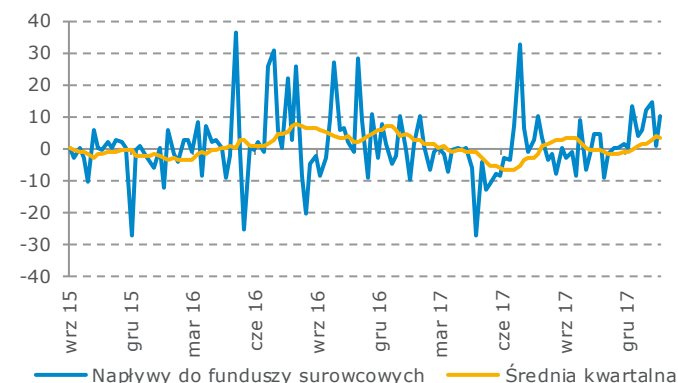
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



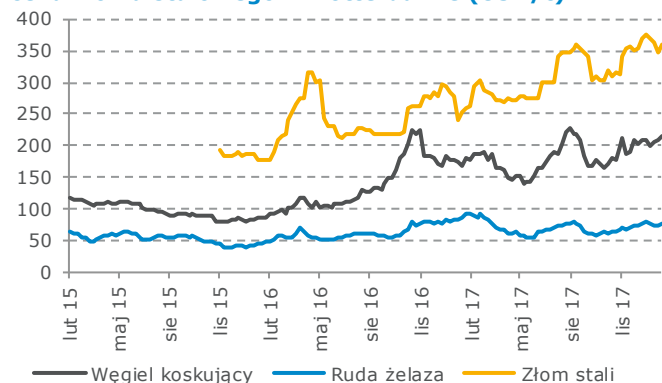
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



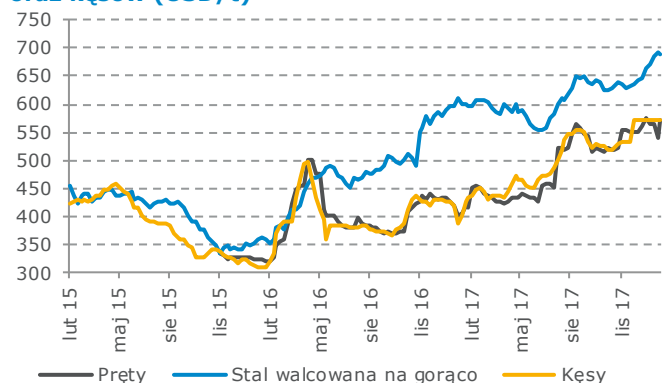
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

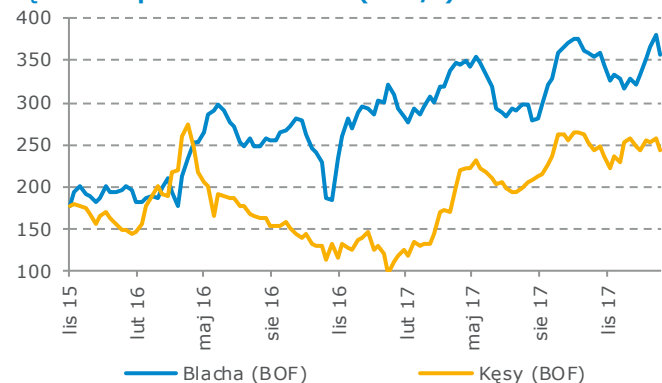
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



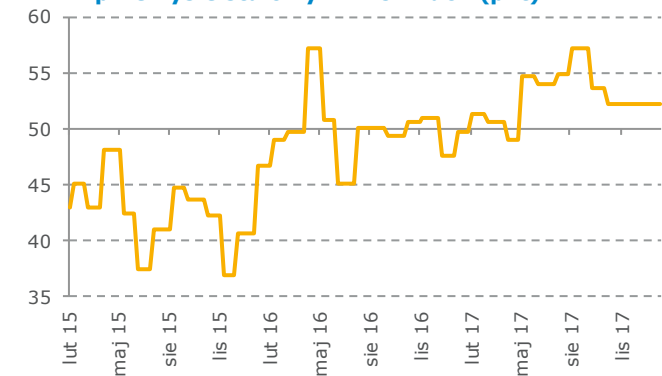
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



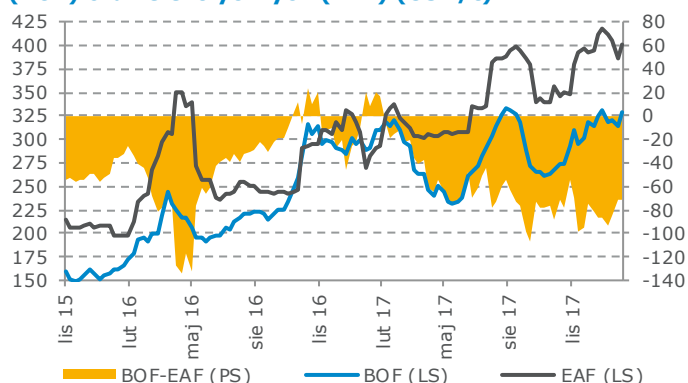
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



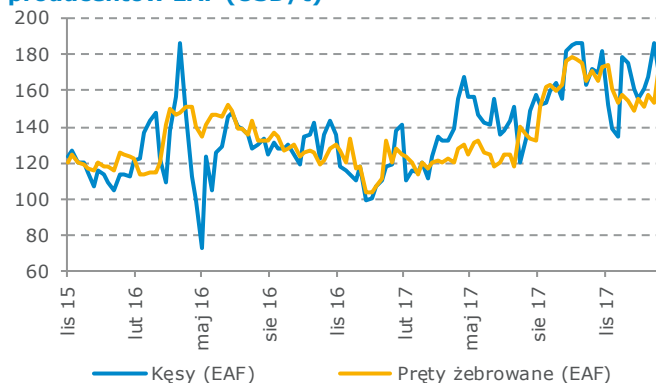
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



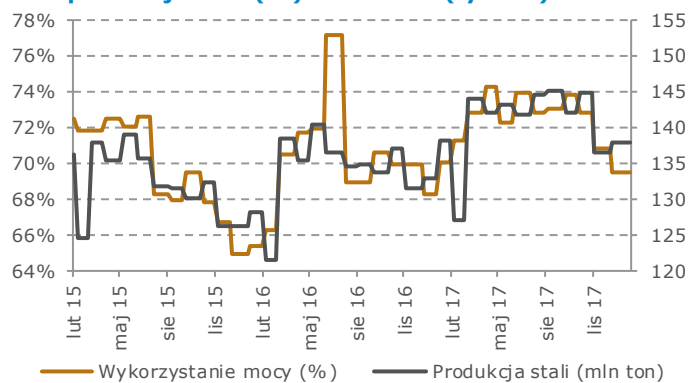
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



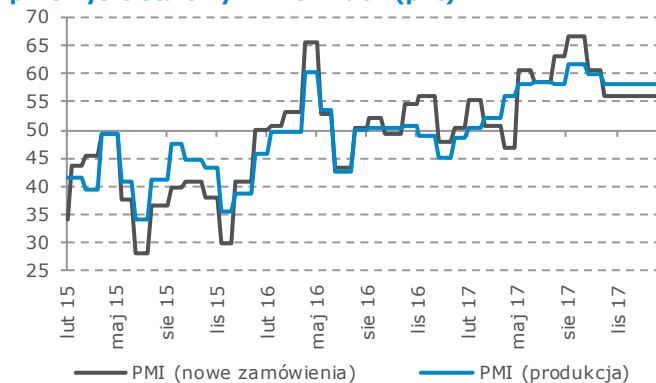
Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)



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

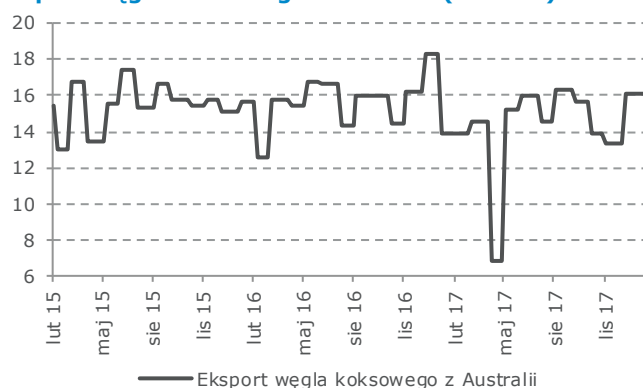


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

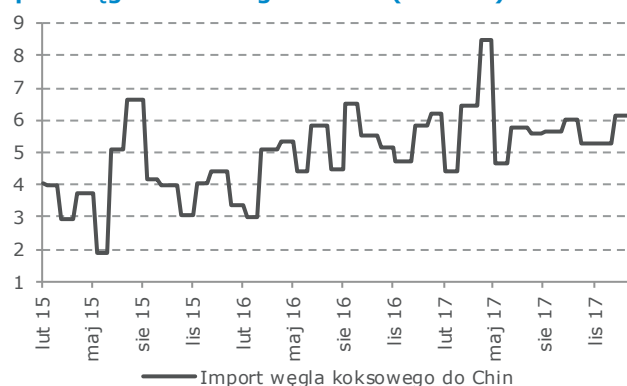


Surowce (stal)

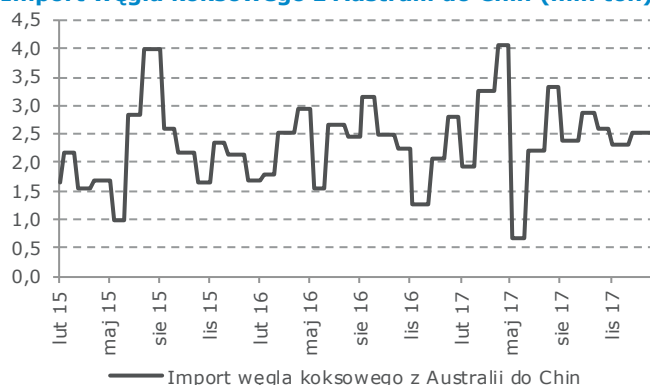
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



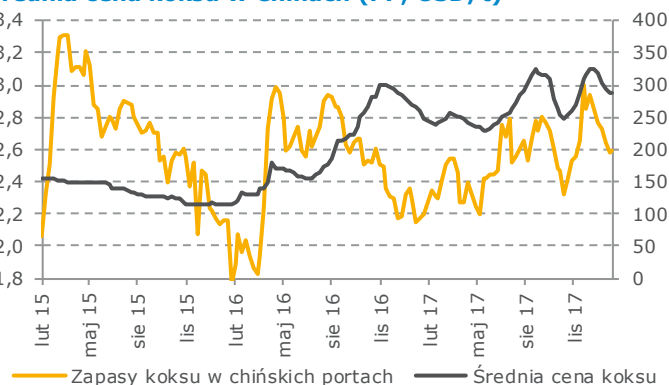
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



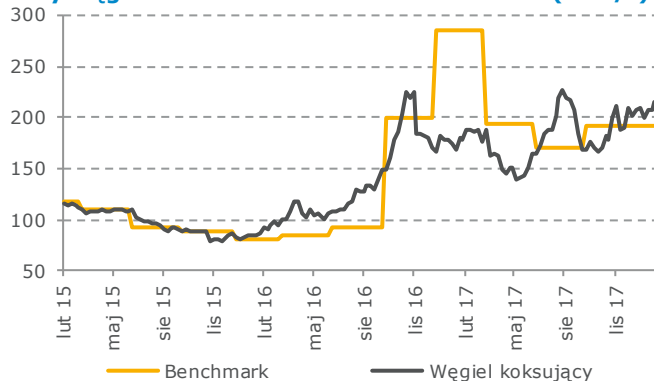
Import węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



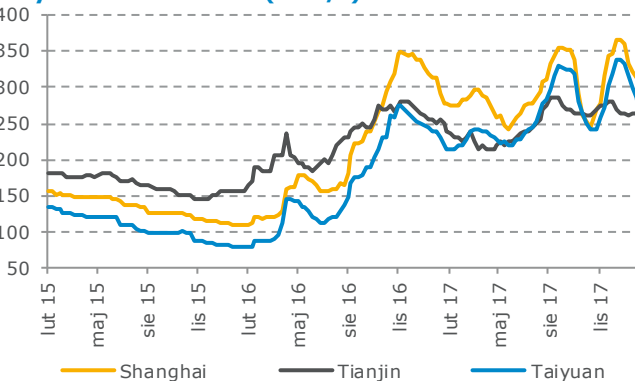
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



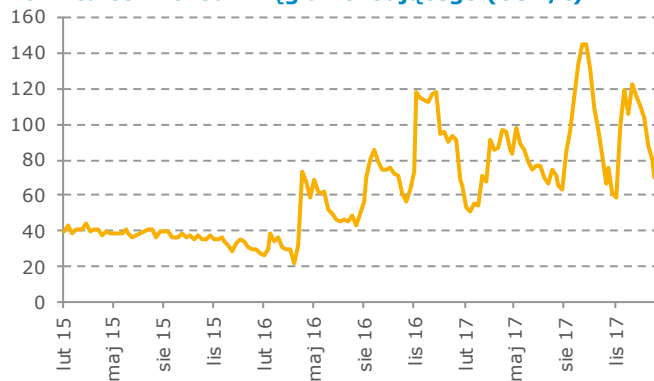
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



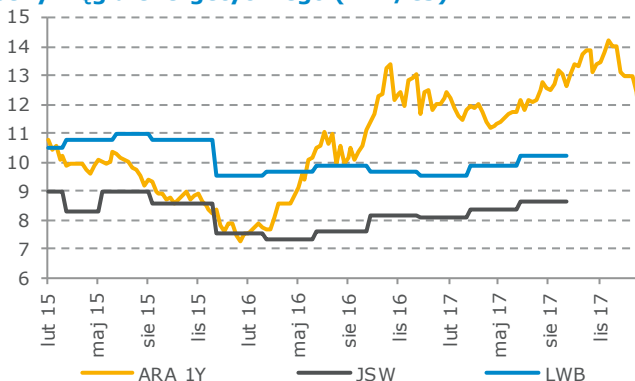
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



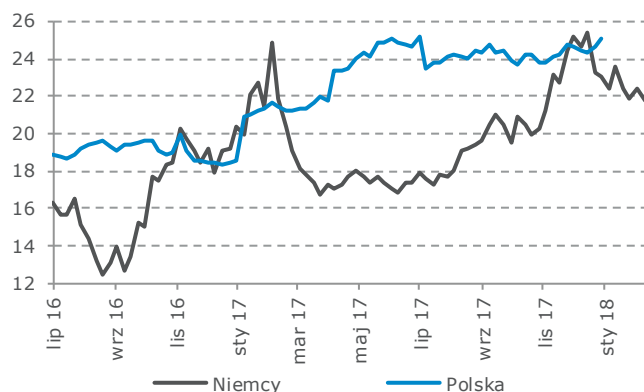
Ceny węgla energetycznego (PLN/GJ)



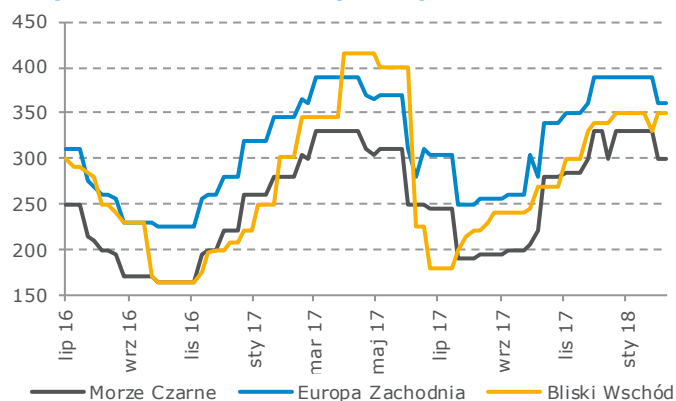
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

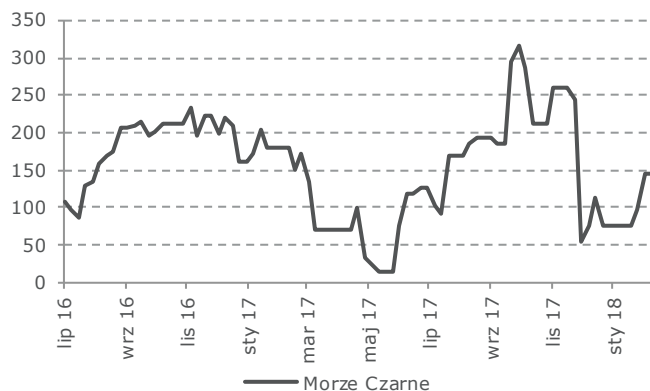
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



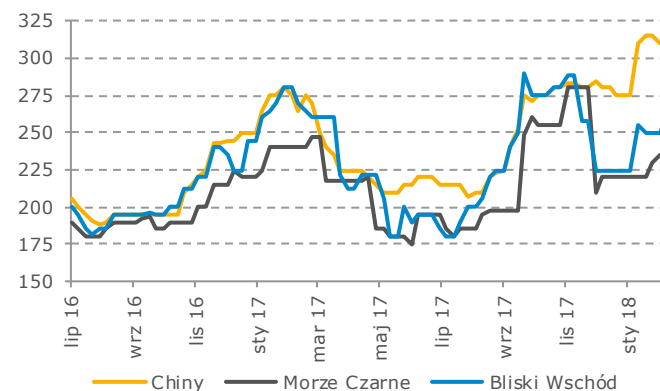
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



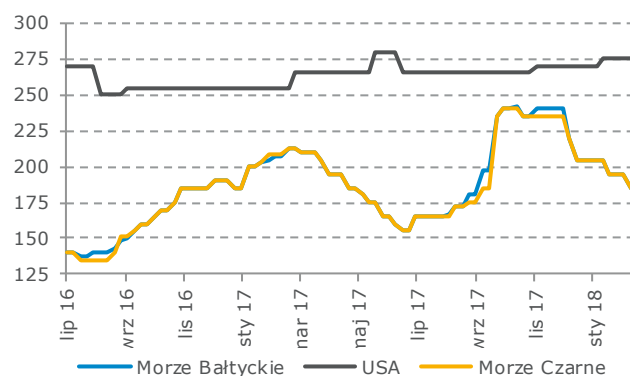
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



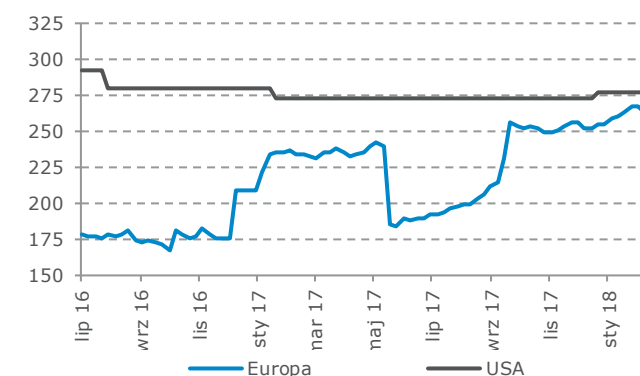
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



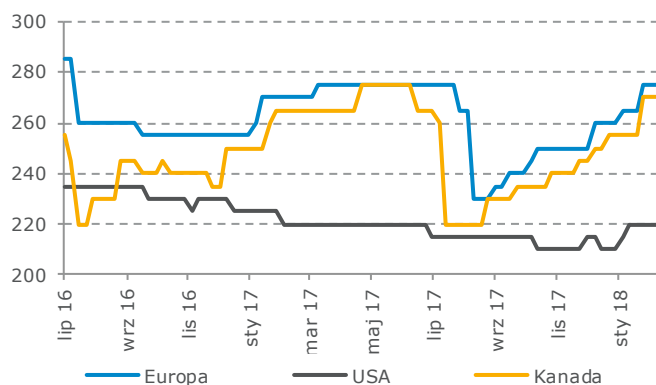
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



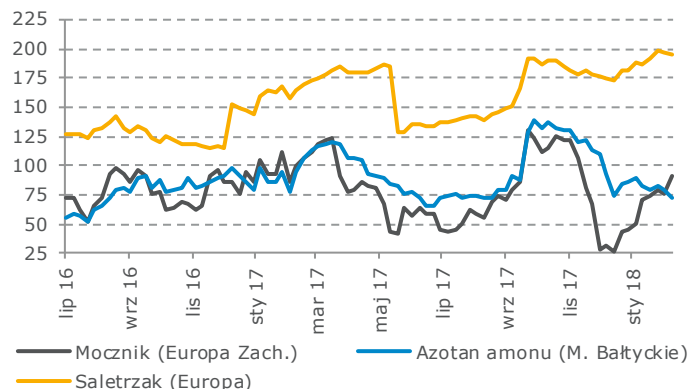
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



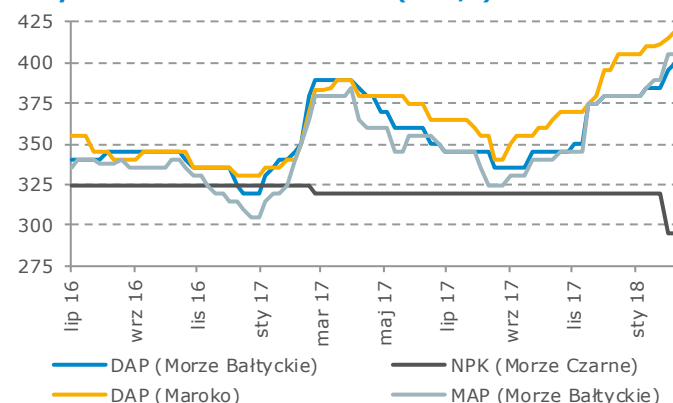
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



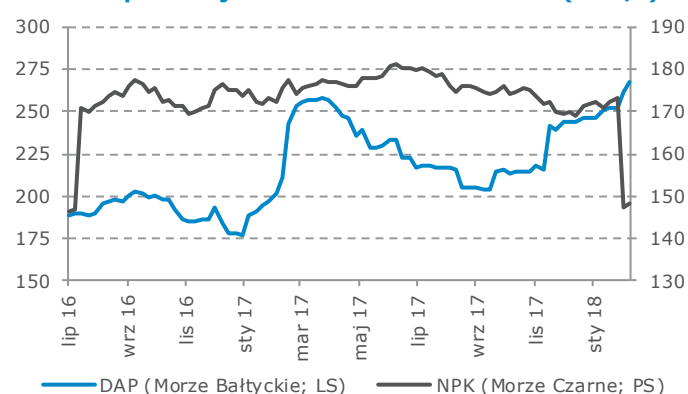
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

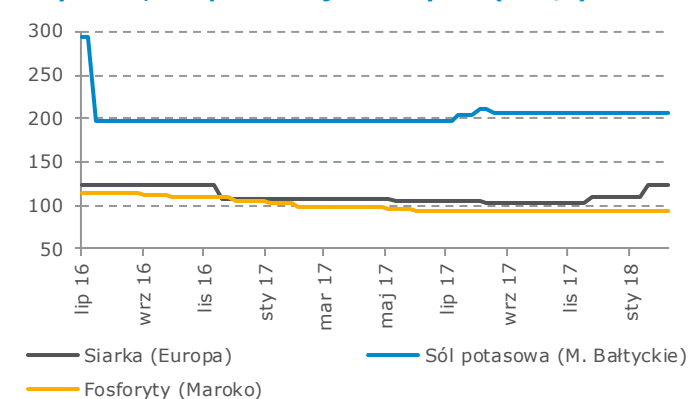
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



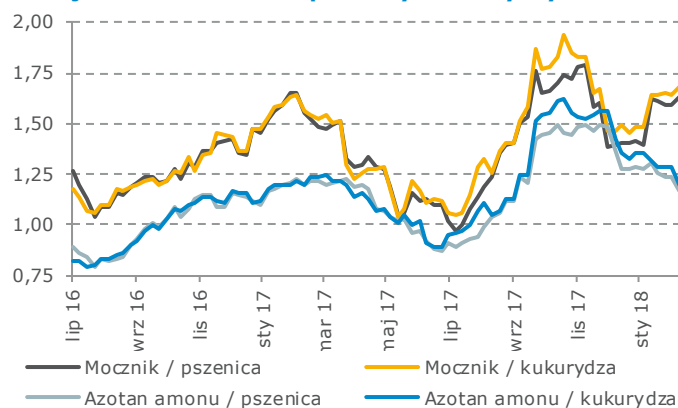
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



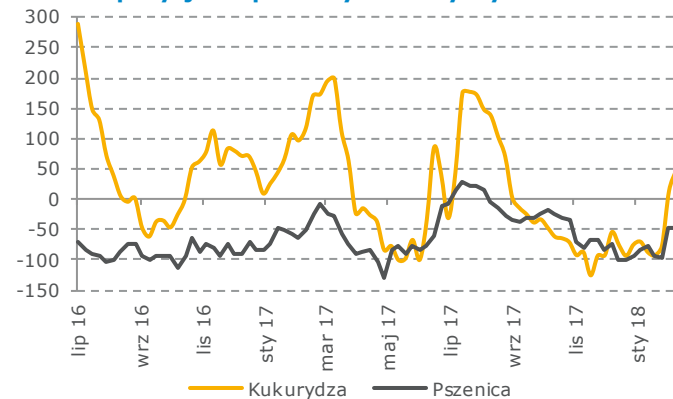
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



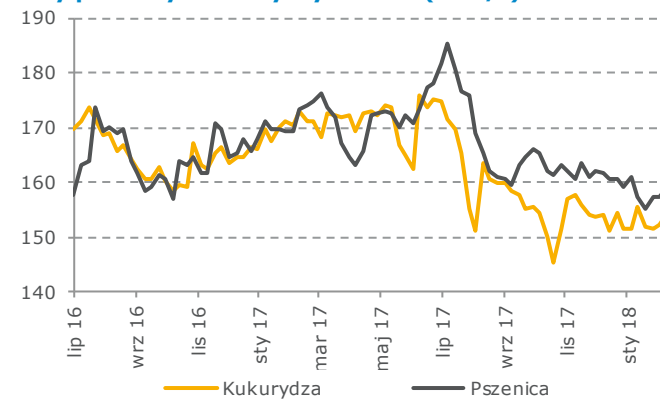
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



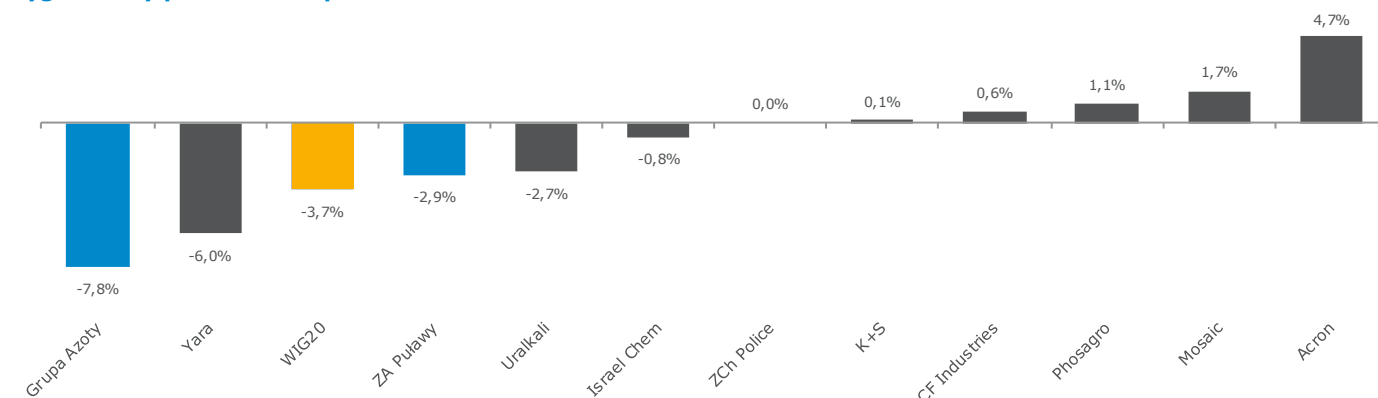
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



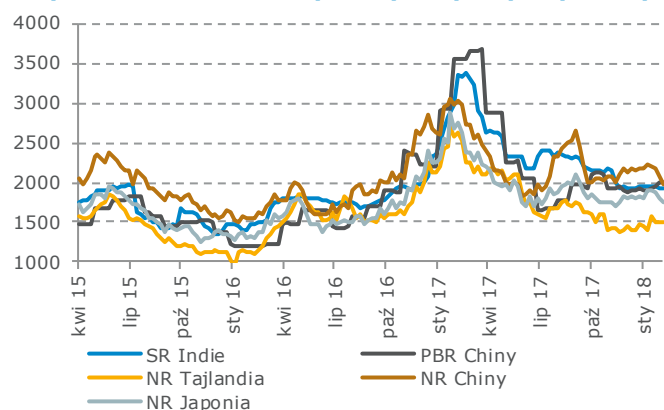
Tygodniowy performance producentów nawozów



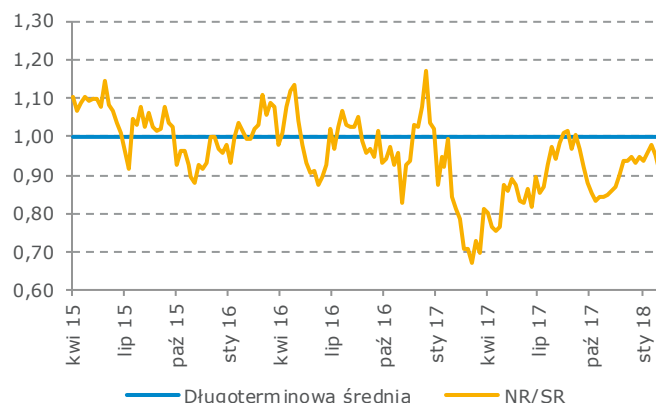
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

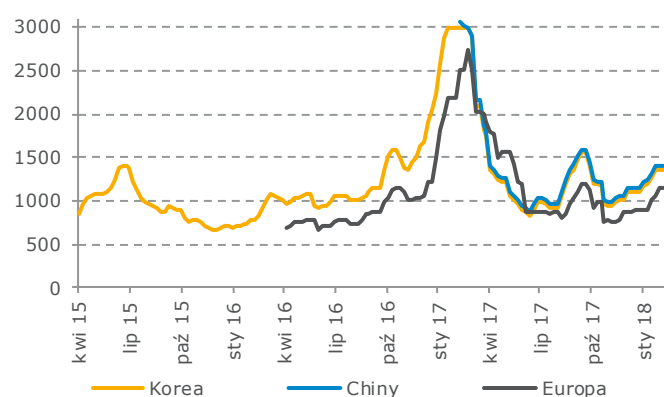
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



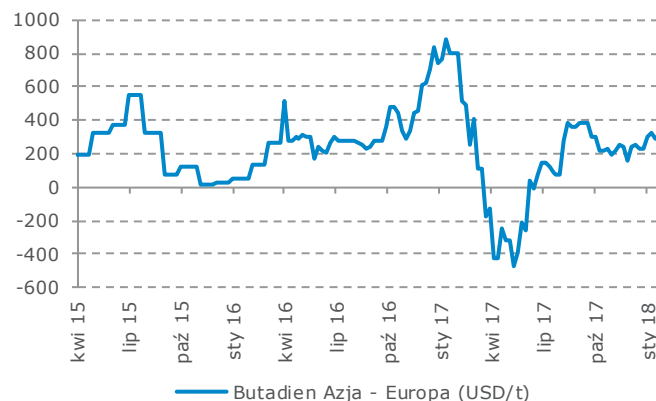
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



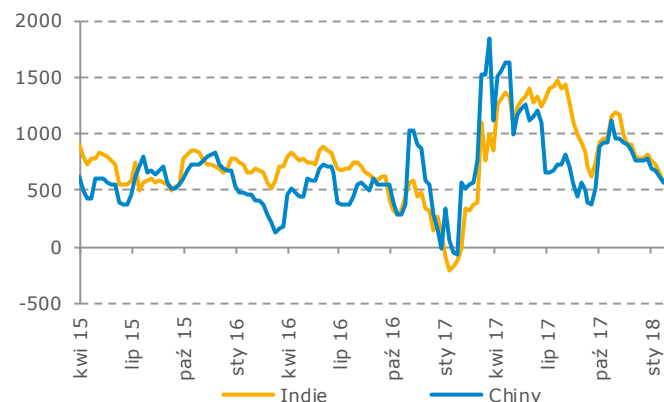
Ceny butadienu (USD/t)



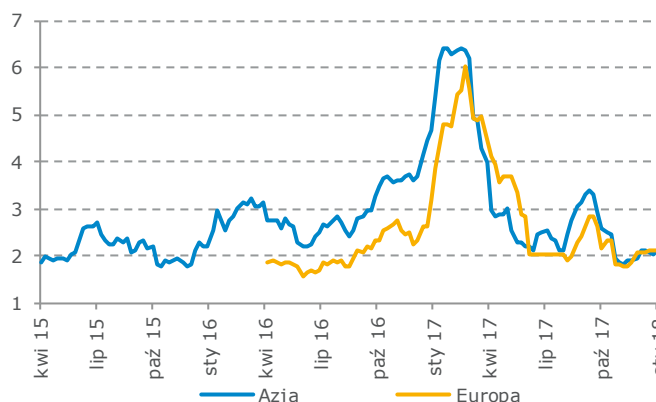
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



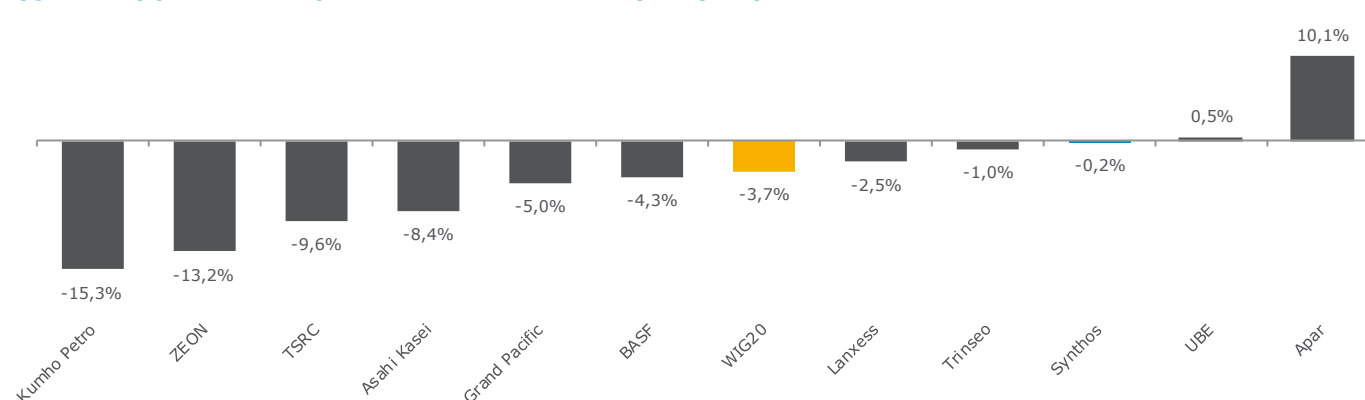
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



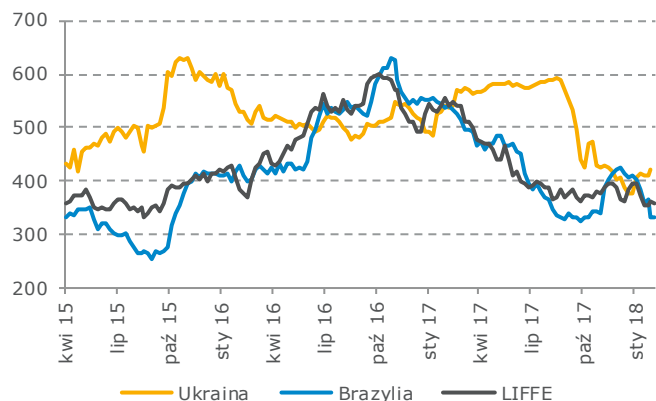
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



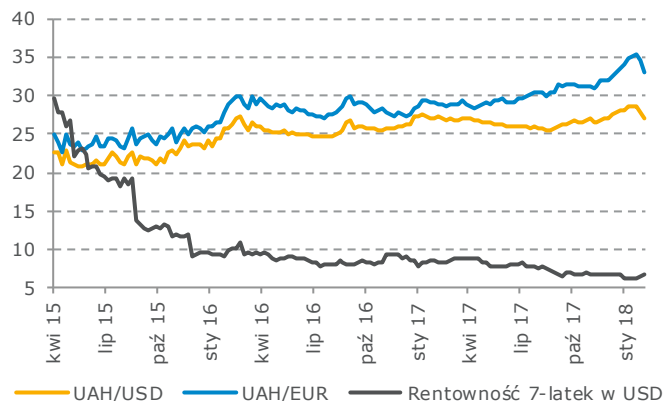
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

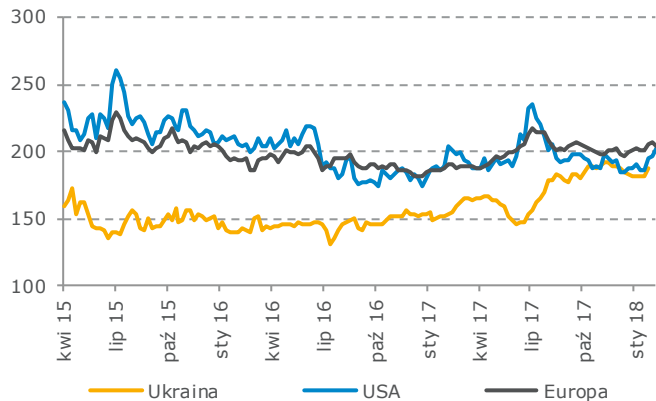
Cena cukru (USD/Mt)



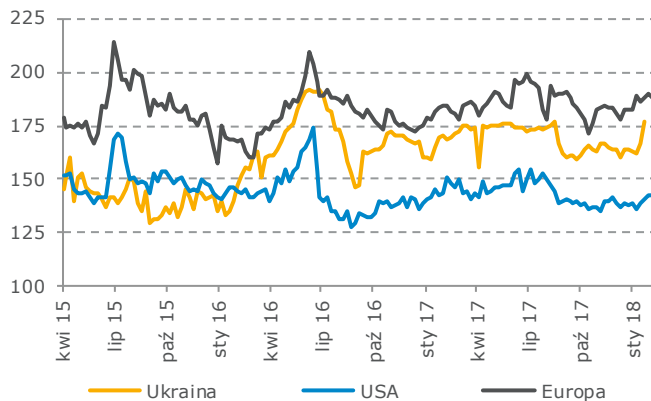
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



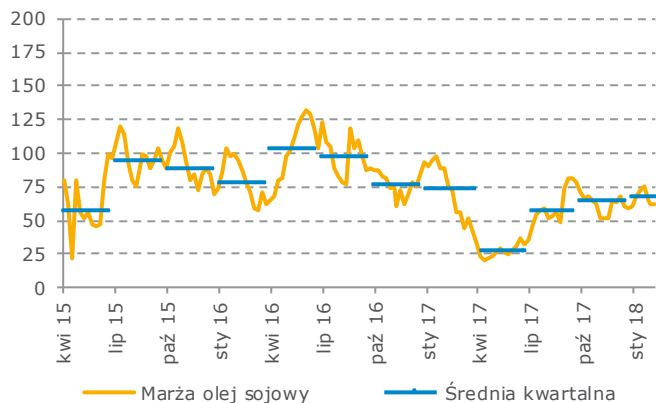
Cena pszenicy (USD/Mt)



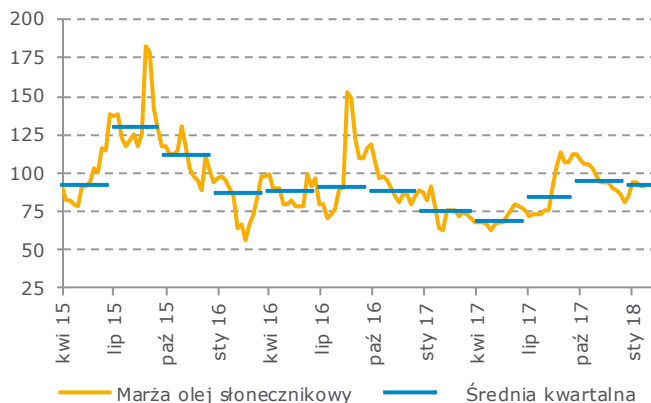
Cena kukurydzy (USD/Mt)



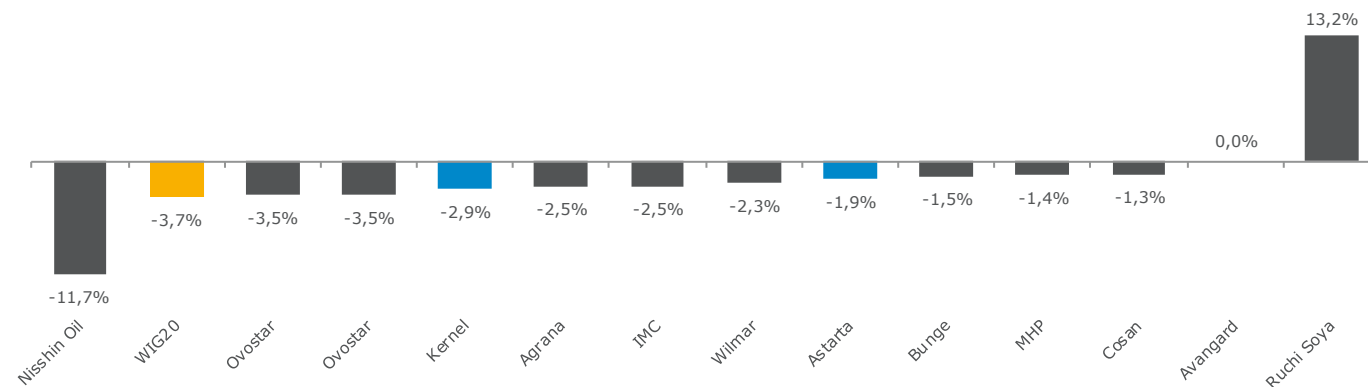
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-02-12)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	513,0	7,2	7,8	7,5	2,1	2,1	2,1	19,3	14,4	17,0	29%	27%	28%	7,7%	6,4%	6,2%
Enea	10,3	4,2	4,3	4,0	0,9	1,0	1,0	5,8	4,2	4,9	21%	23%	24%	0,0%	2,4%	3,6%
Energa	11,9	4,8	4,4	4,2	0,9	0,9	0,9	32,6	5,9	6,0	20%	21%	21%	4,1%	1,6%	2,5%
PGE	11,0	3,5	3,9	4,1	0,9	1,3	1,2	8,0	7,0	6,7	26%	33%	30%	2,3%	0,0%	0,0%
Tauron	2,8	4,0	4,1	4,6	0,8	0,8	0,9	13,3	3,3	4,1	19%	21%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	12,3	1,7	1,9	2,1	0,4	0,4	0,5	2,5	2,6	3,3	21%	21%	21%	10,5%	10,6%	10,6%
EDF	10,1	3,8	4,8	4,4	0,9	1,0	1,0	9,5	19,7	16,9	24%	20%	22%	8,2%	3,0%	2,8%
EDP	2,7	7,8	8,3	8,6	2,0	2,0	2,1	10,5	11,7	12,5	26%	24%	25%	6,9%	6,9%	7,0%
Endesa	17,1	6,8	6,8	6,8	1,2	1,2	1,2	12,9	13,3	12,8	18%	18%	18%	7,8%	7,7%	7,9%
Enel	4,7	7,1	7,0	6,7	1,5	1,5	1,4	18,0	13,1	11,5	22%	21%	22%	3,8%	4,9%	6,0%
EON	8,0	8,5	5,2	5,2	0,7	0,7	0,7	-	12,7	12,7	8%	13%	13%	2,6%	3,7%	5,5%
Fortum	16,9	15,6	12,6	11,4	4,4	3,6	3,2	27,0	23,9	18,8	28%	28%	28%	4,5%	6,2%	6,2%
Iberdola	6,1	10,0	10,2	8,8	2,7	2,6	2,3	14,3	14,4	13,3	27%	25%	26%	4,7%	5,3%	5,5%
National Grid	7,5	10,8	7,8	9,6	3,2	3,0	3,2	10,9	10,9	12,6	30%	38%	33%	5,8%	5,9%	6,1%
Red Electrica	16,1	10,0	9,9	9,7	7,8	7,6	7,4	13,6	13,0	12,4	78%	77%	77%	5,0%	5,7%	6,1%
RWE	15,7	9,0	4,1	4,4	0,5	0,5	0,5	-	7,9	11,0	6%	12%	11%	-	3,2%	3,7%
SSE	11,8	17,1	8,9	8,8	0,7	0,7	0,7	25,6	9,6	10,2	4%	8%	8%	7,6%	7,7%	8,0%
Verbund	21,0	9,8	11,9	13,2	3,7	3,7	3,7	17,2	23,0	26,8	37%	31%	28%	1,4%	1,8%	1,7%
Mediana		7.5	6.9	6.7	1.1	1.2	1.2	13.5	12.2	12.4	23%	22%	23%	4.7%	5.1%	5.7%

Wycena spółek rafineryjnych (2018-02-12)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	57,30	5,3	4,4	6,3	0,7	0,6	0,6	10,4	5,9	13,2	14%	13%	9%	0,0%	1,7%	3,0%
MOL	2904,00	4,9	4,3	4,8	0,9	0,7	0,6	8,2	7,1	10,8	18%	17%	13%	2,4%	2,7%	2,8%
PKN Orlen	95,04	4,8	4,0	7,3	0,6	0,5	0,5	7,7	6,1	14,4	12%	12%	6%	2,2%	3,2%	3,6%
Hellenic Petroleum	7,80	5,2	5,3	6,0	0,6	0,5	0,5	7,2	6,2	8,1	12%	10%	9%	2,6%	4,0%	4,4%
HollyFrontier	44,73	38,6	8,4	7,0	1,0	0,7	0,7	-	18,6	12,0	2%	9%	11%	3,0%	3,0%	3,0%
Marathon Petroleum	64,77	11,2	8,6	7,5	0,8	0,7	0,6	29,2	16,9	12,2	7%	8%	8%	2,1%	2,3%	2,7%
Motor Oil	18,94	3,7	4,0	4,4	0,4	0,3	0,3	7,0	6,4	8,3	10%	8%	7%	4,8%	6,0%	6,3%
Neste Oil	58,94	10,3	10,8	10,4	1,3	1,2	1,2	16,1	18,6	17,1	13%	11%	11%	2,2%	2,7%	3,0%
OMV	46,95	4,2	4,4	4,3	1,1	1,0	0,9	-	9,6	10,2	26%	21%	21%	2,6%	2,9%	3,3%
Phillips 66	93,59	28,1	11,5	9,0	0,7	0,6	0,5	31,8	22,2	13,4	3%	5%	6%	2,6%	2,9%	3,2%
Saras	1,64	2,2	2,7	3,3	0,2	0,2	0,2	7,8	8,7	12,3	9%	7%	6%	6,1%	6,9%	5,4%
Tesoro	97,63	11,1	8,8	6,7	1,1	0,7	0,6	15,8	15,3	9,6	9%	9%	10%	2,2%	2,3%	2,5%
Tupras	109,90	9,6	5,7	6,0	0,9	0,6	0,5	15,3	6,9	7,4	10%	11%	9%	4,4%	11,4%	10,4%
Valero Energy	88,84	8,2	8,0	6,6	0,6	0,5	0,5	18,0	18,2	12,0	7%	6%	7%	2,7%	3,2%	3,6%
Mediana		6,7	5,5	6,5	0,8	0,6	0,6	12,9	9,1	12,0	10%	9%	9%	2,6%	2,9%	3,3%

Wycena spółek petrochemicznych (2018-02-12)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	95,04	4,8	4,0	7,3	0,6	0,5	0,5	7,7	6,1	14,4	12%	12%	6%	2,2%	3,2%	3,6%
Axiall	106,23	17,6	8,9	7,9	3,3	2,1	2,0	34,6	18,8	13,7	19%	23%	25%	0,7%	0,8%	0,8%
Braskem	44,98	5,8	4,1	4,7	1,1	1,0	1,0	-	8,0	12,0	18%	25%	22%	5,6%	3,8%	4,2%
Eastman Chemical	97,52	10,2	9,4	8,7	2,2	2,1	2,0	16,8	13,8	11,5	22%	22%	23%	1,9%	2,1%	2,2%
Huntsman Corp	31,80	9,8	7,4	7,9	1,1	1,2	1,2	23,0	11,6	12,2	11%	16%	16%	1,6%	1,6%	1,7%
LyondellBasell	109,70	8,0	6,9	7,3	1,7	1,4	1,4	12,0	11,0	10,4	21%	21%	19%	3,0%	3,2%	3,4%
Mitsubishi Chemical	1062,00	7,8	7,4	6,2	0,9	1,0	0,9	30,3	10,0	8,1	11%	14%	15%	1,4%	1,7%	2,9%
Mitsui Chemicals	3190,00	9,0	7,4	6,9	0,8	0,9	0,8	27,8	11,0	8,4	9%	12%	12%	1,3%	1,8%	2,9%
Westlake Chemical	106,23	17,6	8,9	7,9	3,3	2,1	2,0	34,6	18,8	13,7	19%	23%	25%	0,7%	0,8%	0,8%
Mediana		9,0	7,4	7,3	1,1	1,2	1,2	25,4	11,0	12,0	18%	21%	19%	1,6%	1,8%	2,9%

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

Wycena spółek gazowych (2018-02-12)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,35	6,2	5,7	4,3	1,1	1,0	0,9	15,6	12,6	8,8	18%	18%	22%	2,9%	3,1%	4,0%
A2A	1,42	8,9	6,5	6,7	1,5	1,4	1,4	19,6	12,3	12,5	17%	22%	22%	3,5%	4,1%	4,9%
BG Group	22,85	12,3	7,1	5,9	1,4	1,1	1,0	58,1	17,6	14,3	12%	16%	18%	5,9%	5,9%	5,9%
BP	4,79	14,8	6,2	5,3	0,9	0,7	0,6	100+	23,0	13,4	6%	12%	12%	6,0%	6,0%	6,1%
Centrica	1,26	3,0	4,9	4,8	0,4	0,4	0,4	4,0	10,0	9,1	13%	8%	8%	9,5%	9,5%	8,9%
Enagas	20,64	12,0	9,8	10,2	8,7	7,8	7,9	11,8	10,5	11,4	72%	79%	78%	6,5%	7,1%	7,4%
Endesa	17,14	6,8	6,8	6,8	1,2	1,2	1,2	12,9	13,3	12,8	18%	18%	18%	7,8%	7,7%	7,9%
Engie	12,66	7,8	6,3	6,1	0,9	0,9	0,9	-	12,5	12,5	11%	15%	15%	7,9%	5,5%	5,6%
Eni	13,48	6,6	4,7	3,9	1,2	1,0	0,9	-	23,7	16,0	17%	21%	22%	5,9%	5,9%	6,0%
Gas Natural SDG	18,51	7,7	9,3	8,1	1,6	1,7	1,6	13,8	13,9	14,3	21%	18%	20%	7,2%	5,5%	5,7%
Gazprom	137,30	4,6	3,9	3,5	1,0	0,9	0,9	3,3	4,1	3,8	21%	23%	25%	5,7%	5,9%	5,7%
Hera	2,78	8,9	7,2	7,2	1,5	1,4	1,4	19,7	16,8	16,6	17%	19%	19%	3,2%	3,5%	3,6%
NovaTek	130,80	9,3	12,2	11,5	4,5	4,3	4,2	11,4	18,2	15,2	48%	35%	36%	1,8%	1,9%	2,4%
ROMGAZ	33,60	4,9	3,9	3,6	2,5	2,2	2,1	13,0	9,2	7,8	51%	56%	58%	9,3%	10,7%	11,7%
Shell	25,97	12,3	7,1	5,9	1,4	1,1	1,0	48,6	14,8	12,0	12%	16%	18%	5,9%	5,9%	5,8%
Snam	3,63	11,3	12,0	11,6	9,5	9,5	9,2	14,5	13,3	12,7	84%	79%	80%	5,8%	6,1%	6,1%
Statoil	174,15	8,4	3,8	3,3	1,9	1,4	1,3	-	14,6	13,4	22%	37%	38%	4,0%	4,0%	4,1%
Total	45,25	8,3	6,0	5,1	1,1	1,0	0,9	19,2	13,1	11,9	14%	17%	19%	5,4%	5,3%	5,5%
Mediana		8.4	6.4	5.9	1.4	1.2	1.1	14.1	13.3	12.6	18%	19%	21%	5.9%	5.9%	5.8%

Wycena spółek wydobywczych (2018-02-12)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	2904,00	5,3	4,9	4,8	0,9	0,8	0,7	8,1	8,5	7,8	18%	16%	15%	3,2%	3,0%	3,0%
Bashneft	2289,00	3,8	3,3	2,9	0,8	0,8	0,7	7,4	2,9	5,0	22%	23%	24%	-	7,8%	10,0%
BP	4,79	14,8	6,2	5,3	0,9	0,7	0,6	100+	23,0	13,4	6%	12%	12%	6,0%	6,0%	6,1%
Dana Gas	0,75	10,4	7,0	6,8	6,8	4,5	4,2	-	14,4	20,3	65%	65%	62%	-	-	-
Eni	13,48	6,6	4,7	3,9	1,2	1,0	0,9	-	23,7	16,0	17%	21%	22%	5,9%	5,9%	6,0%
Gazprom Neft	281,45	5,4	4,6	4,1	1,2	1,0	1,0	6,6	5,4	4,8	22%	23%	23%	4,7%	4,6%	5,5%
Gulf Keystone	1,14	-	4,2	3,6	1,8	2,4	2,1	-	35,1	11,2	-	56%	58%	-	-	-
Lukoil	3656,50	4,7	4,3	3,8	0,7	0,6	0,6	12,6	7,1	6,5	14%	14%	14%	2,1%	5,6%	6,2%
Occidental Petroleum	69,87	23,6	11,3	8,1	6,1	4,8	4,2	-	77,8	26,5	26%	42%	52%	4,3%	4,4%	4,4%
Repsol	14,07	7,0	4,9	4,8	0,8	0,7	0,7	12,1	9,6	9,5	12%	14%	14%	5,2%	5,7%	5,8%
Rosneft Oil	325,30	6,2	5,5	4,7	1,4	1,2	1,1	19,0	10,5	7,7	23%	22%	23%	2,8%	3,3%	5,4%
Shell	25,97	12,3	7,1	5,9	1,4	1,1	1,0	48,6	14,8	12,0	12%	16%	18%	5,9%	5,9%	5,8%
Statoil	174,15	8,4	3,8	3,3	1,9	1,4	1,3	-	14,6	13,4	22%	37%	38%	4,0%	4,0%	4,1%
Surgutneftegas	29,74	-	-	-	-	-	-	-	5,2	3,9	-	-	-	2,0%	5,2%	7,3%
Total	45,25	8,3	6,0	5,1	1,1	1,0	0,9	19,2	13,1	11,9	14%	17%	19%	5,4%	5,3%	5,5%
Tullow Oil	1,77	-	7,1	6,8	6,2	4,8	4,8	-	13,6	12,7	-	68%	71%	-	-	0,0%
Mediana		7,0	4,9	4,8	1,2	1,0	1,0	12,4	13,3	11,5	18%	22%	23%	4,5%	5,3%	5,6%

Wycena spółek surowcowych (2018-02-12)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	100,00	11,7	2,8	2,4	1,8	1,2	0,9	-	5,4	5,3	16%	41%	38%	0,0%	0,0%	2,0%
KGHM	104,35	8,2	6,2	4,0	1,5	1,4	1,2	13,4	6,8	6,0	18%	23%	29%	1,4%	1,0%	2,4%
LW Bogdanka*	64,50	3,7	3,5	3,4	1,3	1,3	1,2	12,1	10,0	9,0	34%	36%	35%	1,6%	1,9%	3,9%
Anglo American	16,42	10,8	4,8	4,9	1,9	1,6	1,6	19,5	9,6	10,3	18%	34%	33%	-	4,6%	4,2%
Antofagasta	8,87	14,2	5,9	5,8	4,1	3,2	3,1	81,7	17,0	16,7	29%	53%	52%	1,5%	2,5%	2,3%
BHP Billiton	15,05	32,4	6,9	5,9	4,6	3,7	3,2	-	16,3	13,1	14%	54%	55%	1,4%	3,9%	4,8%
Freeport-McMoRan	17,57	-	6,5	4,7	2,5	2,3	2,0	-	15,4	8,4	-	35%	43%	-	-	0,8%
Glencore	3,67	13,2	6,8	6,0	0,7	0,5	0,5	54,0	14,0	12,6	5%	8%	8%	1,4%	2,3%	3,8%
Grupo Mexico	63,23	9,4	7,6	6,3	4,1	3,5	3,1	27,1	16,2	12,8	44%	47%	49%	20,9%	2,5%	2,9%
Kazakhmys	7,88	24,7	7,2	5,7	9,8	4,3	3,3	29,0	10,8	8,0	39%	60%	58%	-	-	1,0%
Rio Tinto	38,96	9,4	5,7	6,1	3,2	2,7	2,8	22,3	11,8	12,6	34%	47%	46%	3,2%	5,1%	5,2%
Southern CC	46,87	18,6	12,8	9,8	7,7	6,3	5,3	46,9	25,2	17,7	41%	49%	54%	0,4%	1,3%	2,4%
Mediana		11,7	6,4	5,8	2,9	2,5	2,4	27,1	12,9	11,4	29%	44%	44%	1,4%	2,4%	2,6%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	377,00	10,1	9,5	8,9	1,8	1,6	1,4	12,9	14,2	13,7	17%	16%	16%	4,8%	8,0%	7,1%
Alcoa	46,65	15,4	4,5	4,3	1,2	0,9	0,9	-	14,6	12,9	8%	20%	21%	0,6%	-	0,0%
Constellium	12,35	8,1	7,6	7,0	0,7	0,6	0,6	-	23,2	12,7	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	105,19	8,8	9,5	8,8	1,4	1,4	1,3	20,4	20,3	16,8	16%	14%	15%	1,7%	1,9%	2,0%
Norsk Hydro	55,68	10,2	6,5	5,1	1,4	1,1	0,8	17,8	15,0	12,4	14%	17%	15%	2,2%	2,6%	3,1%
Rusal	5,53	12,1	8,8	7,9	2,3	1,9	1,8	9,1	8,1	5,9	19%	21%	22%	2,3%	3,1%	4,0%
Mediana		10,1	8,2	7,5	1,4	1,2	1,1	15,3	14,8	12,8	15%	17%	15%	2,2%	2,9%	3,1%

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Wycena spółek nawozowych (2018-02-12)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	62,70	7,1	6,0	6,5	0,8	0,8	0,8	18,1	12,0	14,8	11%	13%	12%	1,3%	1,3%	1,7%
ZA Police*	19,80	9,8	6,8	6,8	0,8	0,8	0,7	16,9	9,7	9,5	8%	11%	11%	2,1%	2,1%	2,5%
ZCh Puławy*	153,00	4,7	4,8	4,6	0,7	0,7	0,7	10,7	10,8	10,0	16%	14%	14%	5,6%	5,6%	7,9%
Acron	4305,00	8,3	8,2	7,6	2,8	2,7	2,6	6,6	10,7	9,6	33%	32%	34%	7,0%	7,4%	7,1%
CF Industries	38,44	16,5	16,4	12,1	4,3	3,9	3,7	-	-	71,7	26%	24%	30%	3,1%	3,1%	3,1%
Israel Chemicals	13,93	20,9	8,1	7,3	1,6	1,5	1,5	-	13,3	10,9	8%	19%	21%	4,3%	3,5%	4,4%
K+S	20,81	11,1	11,4	8,2	2,0	1,8	1,7	22,9	25,6	15,8	18%	16%	20%	1,4%	1,7%	2,6%
Phosagro	2405,00	5,8	7,0	6,3	2,2	2,3	2,1	5,2	13,5	10,3	39%	32%	34%	6,4%	4,6%	5,5%
The Mosaic Company	25,21	11,8	10,5	8,2	1,7	1,7	1,5	29,7	24,2	20,2	14%	16%	18%	4,4%	2,4%	0,4%
Uralkali	110,60	9,2	7,3	6,8	4,8	3,8	3,6	1,5	4,1	3,6	52%	52%	52%	-	-	-
Yara International	343,40	7,6	9,4	7,5	1,2	1,2	1,1	14,8	22,6	15,2	16%	13%	15%	2,9%	2,6%	2,9%
Mediana		9,2	8,1	7,3	1,7	1,7	1,5	14,8	12,6	10,9	16%	16%	20%	3,7%	2,9%	3,0%

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2018-02-12)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI																
Synthos	4,89	11,8	10,0	11,3	1,6	1,2	1,3	25,3	15,6	19,0	14%	12%	11%	10,8%	10,2%	2,5%
Apar Industries	791,35	8,5	7,1	7,9	0,6	0,6	0,6	24,4	17,0	19,7	7%	9%	7%	1,3%	1,1%	1,2%
Asahi Kasei	1310,50	7,5	8,0	6,8	1,1	1,1	1,0	19,9	17,3	12,6	14%	14%	15%	1,5%	1,6%	2,2%
BASF	86,09	8,6	7,4	7,3	1,6	1,4	1,4	19,5	13,2	13,2	19%	19%	19%	3,5%	3,7%	3,9%
Grand Pacific Petro	26,65	6,2	5,6	5,6	1,2	1,0	1,0	10,1	8,9	8,3	20%	19%	18%	3,8%	4,4%	4,7%
Kumho Petrochem	86 800	12,3	10,0	8,0	1,1	0,9	0,8	33,2	13,0	10,0	9%	9%	10%	0,9%	1,1%	1,4%
Lanxess	66,30	10,1	7,4	9,3	1,2	1,0	1,3	31,6	16,6	16,0	12%	13%	14%	1,1%	1,3%	1,5%
Trinseo	76,25	7,1	6,5	6,4	1,1	1,0	0,9	11,1	9,4	9,0	16%	15%	15%	1,2%	1,7%	1,9%
TSRC Corp	31,65	11,5	14,6	10,8	1,2	1,0	1,0	26,4	29,5	18,1	11%	7%	9%	4,1%	3,1%	5,3%
Ube Industries	3265,00	6,9	7,7	6,4	0,8	0,9	0,8	18,1	16,9	10,8	12%	11%	12%	1,5%	1,8%	1,9%
ZEON Corp	1515,00	7,2	7,1	6,0	1,3	1,3	1,1	19,0	16,3	14,9	17%	18%	19%	1,0%	1,1%	1,1%
Mediana		8.5	7.4	7.3	1.2	1.0	1.0	19.9	16.3	13.2	14%	13%	14%	1.5%	1.7%	1.9%

Wycena spółek spożywczych (2018-02-12)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	53,00	2,8	3,3	3,3	1,2	1,0	1,1	3,7	4,3	4,4	42%	30%	32%	-	-	-
IMC*	13,45	2,9	3,1	2,9	1,4	1,3	1,3	4,9	-	2,1	48%	42%	44%	-	1,6%	1,8%
Kemel	47,60	4,1	5,2	7,3	0,7	0,8	0,7	4,4	5,9	10,8	17%	15%	9%	2,1%	1,9%	1,8%
Ovostar*	95,50	7,3	8,3	7,3	2,2	1,7	1,8	6,6	6,8	7,5	31%	21%	25%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	95,80	9,4	7,5	6,8	0,7	0,7	0,7	16,5	12,8	10,6	8%	9%	10%	4,2%	4,3%	4,5%
Bunge Limited	79,66	9,9	13,3	10,0	0,4	0,4	0,4	15,7	29,7	17,2	4%	3%	4%	2,0%	2,2%	2,3%
Cosan	43,42	13,4	5,0	5,0	0,5	0,5	0,5	17,0	14,8	14,8	4%	10%	9%	5,9%	4,0%	4,1%
MHP	13,90	5,4	4,8	4,8	2,0	1,8	1,6	27,8	5,8	6,0	37%	37%	34%	5,4%	5,4%	5,4%
Nisshin Oillio	2940,00	11,5	9,1	-	0,5	0,5	0,4	19,5	14,3	14,0	4%	5%	-	1,7%	1,7%	2,0%
Suedzucker	14,89	9,4	6,6	6,3	0,7	0,7	0,7	28,1	12,3	14,8	8%	11%	11%	2,0%	3,0%	3,1%
Wilmar Int.	3,03	13,3	14,0	12,6	0,7	0,7	0,7	13,9	12,6	11,1	6%	5%	5%	2,1%	2,4%	2,9%
Mediana		9,4	6,6	6,5	0,7	0,7	0,7	15,7	12,5	10,8	8%	11%	10%	2,1%	2,4%	2,9%

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/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 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 jakiejkolwiek 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.

Dom Maklerski mBanku udostępni 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.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl