

czwartek, 17 marca 2022 | komentarz specjalny

## Rafinerie CEE: Wpływ obecnych trendów makro

Lotos (LTS.PW; LTS.WA) | rekomendacja: kupuj | cena bieżąca 57,86 PLN | cena docelowa 77,91 PLN

MOL (MOL.HB; MOL.BU) | rekomendacja: kupuj | cena bieżąca 2 640 HUF | cena docelowa 3 942 HUF

PKN Orlen (PKN.PW; PKN.WA) | rekomendacja: akumuluj | cena bieżąca: 74,48 PLN | cena docelowa 81,39 PLN

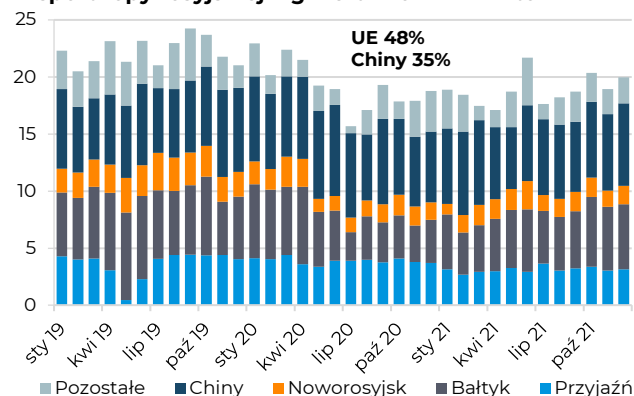
Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 | +48 667 770 837

Inwazja Rosji na Ukrainę wywołała duże zamieszanie na rynkach paliwowych (ceny surowców/produktów, deficyty podaży, wzmożony popyt klientów). Obecnie wydaje się, że etap paniki cenowej jest już za nami, ale normalizacja sytuacji zajmie naszym zdaniem wiele miesięcy, nawet w scenariuszu braku zaostreżenia sankcji. Zainicjowane procesy dywersyfikacji dostaw (rezygnacja z zakupów rosyjskiej ropy i gazu) przy rekordowo niskich stanach magazynowych wielu produktów (przede wszystkim diesla) będą skutkować utrzymywaniem ponadstandardowych marż rafineryjnych oraz wysokich premii lądowych. Wszystko wskazuje też na to, że długo będziemy mieli do czynienia z podwyższonym dyskontem na ciężkich mieszankach ropy (presja ze strony ropy rosyjskiej kuszącej nabywców coraz większymi rabatami). Kalkulacje na bazie średnich marż i dyferencjału z ostatnich 2 tygodni wskazują, że w ujęciu miesięcznym dodatkowa marża dla Lotosu, MOla i Orlenu (już po uwzględnieniu wyższych kosztów gazu netto) mogłaby modelowo sięgać odpowiednio 10%/4%/4% rocznego skonsolidowanego strumienia EBITDA tych spółek z ubiegłego roku. Te szacunki nie uwzględniają wspomnianego podwyższenia premii lądowych. Oczywiście sytuacja jest dynamiczna i koncerny odczuwają też negatywne skutki otoczenia makro (presja na marże w detalu, spadek rentowności w petrochemii), ale naszym zdaniem konsensus prognoz dla sektora ma duży potencjał wzrostu, czego nie dyskontują obecne kursy akcji.

### Import ropy z Rosji

W 2021 roku Rosja wyeksportowała około 225 mln ton ropy naftowej, czyli około 43% swojej produkcji. Zdecydowana większość surowca popłynęła do odbiorców w UE (113 mln ton, czyli 48%), a drugim największym klientem były Chiny (35%). W przypadku portów bałtyckich Europa stanowi około 90% zakupów, a w przypadku portów na Morzu Czarnym około 65% (bez Turcji). W scenariuszu zaostreżenia sankcji, Rosja musiałaby więc drogą morską przekierować znaczny wolumen do Azji, co zapewne nie byłoby w pełni możliwe szczególnie w przypadku ropy z rurociągu Przyjaźń (37 mln ton, czyli 17% eksportu). Obecnie nawet bez sankcji traderzy obawiają się kupowania rosyjskiej ropy w kontraktach terminowych, a dodatkowo część banków ograniczyła finansowanie tych zakupów, co prowadzi do mocnego wzrostu dyferencjału Ural/Brent.

Eksport ropy rosyjskiej wg kierunków w mln ton

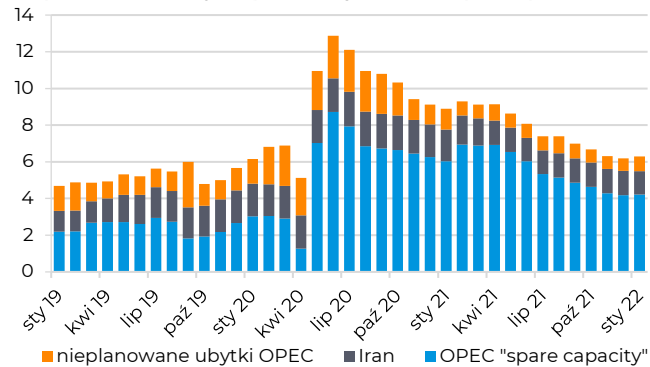


W UE rosyjska ropa stanowi około 25% importu ogółem (Norwegia 9%, Kazachstan 9%, USA 9%, Arabia Saudyjska 7%, Nigeria 7%, Libia 8%), co oznacza udział w konsumpcji na poziomie ~23%. Uzupełnienie ewentualnego ubytku tej skali (2,2 mb/d) na pewno nie byłoby proste w krótkim horyzoncie i skutkowałoby wzrostem cen ropy, nie mówiąc o scenariuszu pełnego embargo dla ropy rosyjskiej (globalny eksport w 2021 roku to 4,5 mb/d). Docelowo można zakładać przekierowanie części dostaw z Azji do Europy przy założeniu, że Chiny czy Indie ignorowałyby sankcje. Niemniej jednak na razie większość krajów powstrzymuje się od zakupów rosyjskiego surowca i coraz częściej przetargi kończą się bez rozstrzygnięcia (Energy Intelligence szacował na początku marca spadek eksportu ropy z Rosji o 1,6 mb/d). Należy także pamiętać, iż nie jest możliwe szybkie przekierowanie ropy z rurociągu Przyjaźń do portów bałtyckich czy czarnomorskich, mimo że teoretycznie mają odpowiednie wolne moce wysyłkowe (kwestia pojemności rurociągów, dostępności tankowców). Problemem może być także brak pojemności magazynowej w Rosji, co będzie wymuszać ograniczanie wydobycia (Oxford Institute szacuje ten efekt w kwietniu na 3,2-4,0 mb/d) na czas przywrócenia wolumenów eksportowych. W takim scenariuszu i braku dostępu do kompetencji zachodnich firm i technologii nie można wykluczyć trwałego spadku produkcji.

W średnim terminie odpowiednia reakcja OPEC oraz zniesienie sankcji na Iran mogłyby jednak zrównoważyć rynek, co ostatecznie obniżyłoby ceny surowca. Kartel dysponuje obecnie ~4 mb/d wolnych mocy produkcyjnych (średnia z ostatnich lat to 2,2 mb/d), z czego Arabia Saudyjska stanowi ~2 mb/d, ZEA 1,2 mb/d, Irak 0,6 mb/d i Kuwejt 0,2 mb/d. Teoretycznie taki potencjał jest do uwolnienia w ciągu 90 dni, a w krótszym horyzoncie 1-2 miesięcy udałoby się zasilić rynek wolumenem rzędu 2 mb/d. Potencjalna dodatkowa produkcja z Iranu to 1,3 mb/d, z czego w miarę szybko osiągalne jest 0,5 mb/d. Pojawiły się także doniesienia o zbliżeniu dyplomatycznym na linii USA-Wenezuela. Jeszcze niedawno ten południowoamerykański kraj produkował ponad 2,4 mb/d ropy, ale po wyjściu zagranicznych inwestorów sektor naftowy jest tam w zapaści i wydobycie w przypadku zdjęcia międzynarodowych sankcji będzie odbudowywało się powoli (obecnie 0,7 mb/d).

Jeśli chodzi o nieplanowane ubytki produkcji w krajach OPEC to wynoszą one obecnie 0,8 mb/d i są mniejsze niż średnia z ostatnich lat (1,3 mb/d), tak więc trudno z tego tytułu zakładać jakiś wzrost podaży. Trudno ocenić jak szybko uda się osiągnąć konsensus z Iranem (po dość optymistycznych wcześniejszych doniesieniach obecnie negocjacje utknęły) oraz jak zareaguje OPEC. Na razie nie podjęto żadnych decyzji, gdyż ropa rosyjska póki co pozostaje na rynku, a stosunki dyplomatyczne ZEA i Arabii Saudyjskiej z USA nie są aktualnie najlepsze. Naszym zdaniem jednak jest mało prawdopodobne aby kartel nie wykorzystał możliwości zwiększenia udziału w rynku kosztem Rosji w kontekście strukturalnych długoterminowych ryzyk dla popytu na ropę wynikających z transformacji energetycznej. Przypominamy, że całkiem niedawno (marzec 2020) z podobnych pobudek Arabia Saudyjska rozpoczęła wojnę cenową zwiększając produkcję o ponad 2 mb/d.

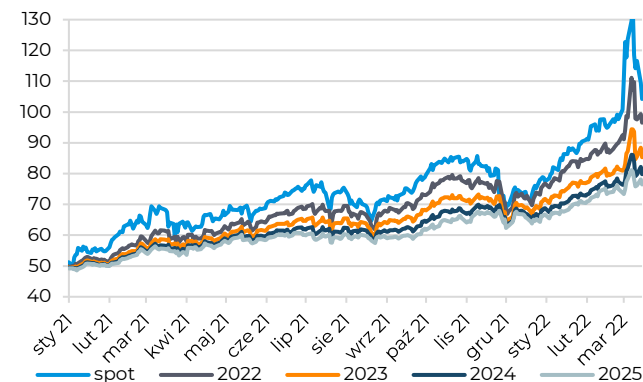
### OPEC spare capacity, ropa irańska objęta sankcjom i nieplanowane ubytki produkcji w OPEC (mb/d)



Źródło: EIA, mBank

Taki scenariusz dyskontuje obecna krzywa terminowa z **bardzo silnym zjawiskiem „backwardation”**. Różnica w cenie kontraktów 1M FWD i 2M FWD sięga obecnie 3 USD/Bbl, a ceny spot są wyższe od kwotowań na rok 2023 aż o ~20 USD/Bbl.

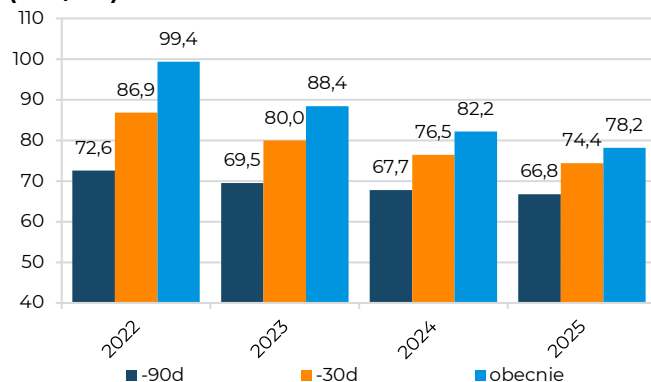
### Krzywa terminowa notowań na ropę Brent (USD/Bbl)



Źródło: Bloomberg, mBank

Nie zmienia to faktu, że ostatnie wydarzenia podniosły krzywą na całej długości. Obecne notowania kontraktów z dostawą na lata 2022-25 są średnio o 7 USD/Bbl wyższe niż przed miesiącem i 18 USD/Bbl wyższe niż kwartał wcześniej. **Nowy stan równowagi** na rynku ropy, nawet przy przedstawionych wcześniej dostosowaniach podaży i możliwej reakcji popytu, będzie **osiągnięty przy wyższych cenach** niż dotychczas zakładał konsensus. W tym kontekście nasze długoterminowe założenia dla Brent na poziomie 60 USD/Bbl wymagają rewizji w górę.

### Zmiana notowań kontraktów na ropę z dostawą w latach 2022-25 na przestrzeni ostatniego miesiąca i kwartału (USD/Bbl)



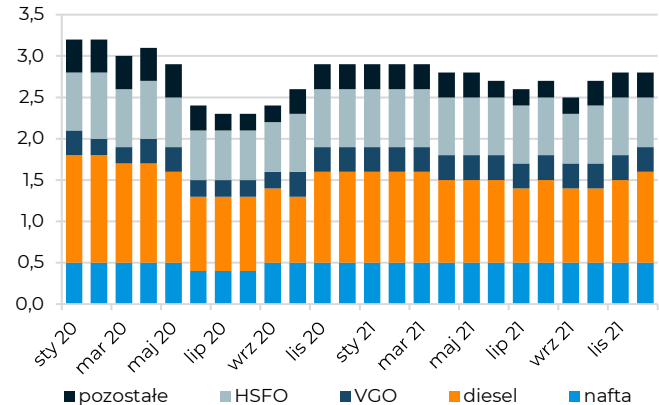
Źródło: Bloomberg, mBank

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

### Import paliw z Rosji

Ewentualne zaostrenie sankcji byłoby jeszcze **bardziej odczuwalne na poziomie produktów** naftowych, których Rosja sprzedaje średnio 2,85 mb/d. Kraje Europy OECD odbierają z tego około 1,3 mb/d (39% europejskiego importu produktów ogółem).

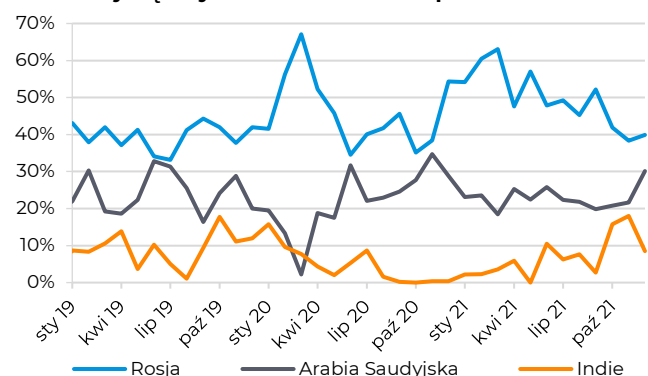
### Eksport produktów naftowych z Rosji (mb/d)



Źródło: IEA

Udział Rosji w imporcie diesla do UE na przestrzeni ostatnich miesięcy wynosił średnio ~50% (kolejna Arabia Saudyjska to około 24%, a trzecie Indie 7%). Potencjalnie istotne zamieszanie na rynku mogłoby również wywołać wstrzymanie dostaw wsadu rafineryjnego VGO (5 mln ton wysłane do Europy w 2021 roku), nafty (1/3 dostaw do Europy Północnej, czyli około 6 mln ton) czy ciężkiego oleju opałowego (9 mln ton, czyli 41% wszystkich dostaw do portów ARA w 2021 roku i 21% importu ogółem do UE). W przypadku tego ostatniego produktu Rosja jest też ważnym partnerem dla rafinerii amerykańskich, który tylko w styczniu kupił 4 mln ton ciężkiego wsadu na instalacje DCU z portów z Morza Czarnego. **Obecna sytuacja już winduje marże na tych kategoriach** (w tym na paliwie bunkrowym).

### Udział największych dostawców w imporcie diesla do UE

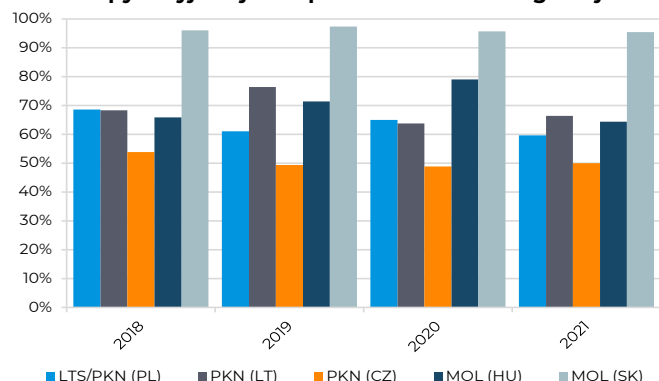


Źródło: Eurostat, mBank

### Import rosyjskiej ropy w regionie CEE

Jeśli chodzi o **ekspozycję regionalnych rafinerii na ropę rosyjską** to w ostatnich latach była ona redukowana, ale średnio wciąż **wynosi ponad 60%** przerobu ogółem. Relatywnie największy udział dostaw z tego kierunku ma rafineria MOL-a na Słowacji (95%) i litewskie Możejki (w tym wypadku zależność spadła jednak istotnie na przestrzeni 2019-21 z 76% do 66%). Warto w tym miejscu jednak zaznaczyć, że prasowe komunikaty i wypowiedzi przedstawicieli spółek wskazują na pewne odchylenia w danych faktycznych od tych publikowanych przez Eurostat (według tych doniesień udział ropy rosyjskiej w Możejkach 2021 roku sięgał aż 78%).

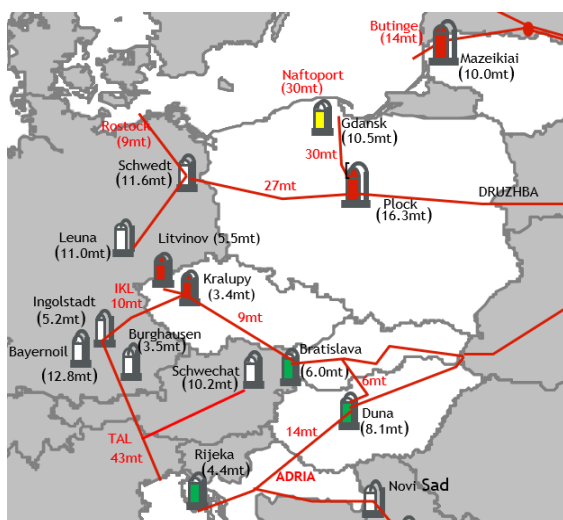
### Udział ropy rosyjskiej w imporcie do rafinerii wg. krajów



W związku z powyższym ewentualne całkowite wstrzymanie dostaw z Rosji lub nałożenie embarga na zakup z tego kierunku przez UE będzie więc wyzwaniem dla regionalnych rafinerii. **Z technicznego punktu widzenia dostawy do wszystkich rafinerii CEE można zorganizować drogą morską**, w Polsce przez Naftoport, w Czechach przez rurociąg TAL, a na Węgrzech i Słowacji przez rurociąg Adria (w ostatnim wywiadzie przedstawiciel MOL wskazywał, że uruchomienie tego kierunku dostaw to kwestia 8-10 tygodni). Ten tryb był już testowany w 2019 roku (kwiecień-czerwiec), kiedy rurociąg Przyjaźń został na kilka miesięcy unieruchomiony przez zanieczyszczoną ropę. Wówczas przy wsparciu uwolnionych rezerw rządowych, większość rafinerii utrzymała pełną produkcję, choć w przypadku MOL-a ten „stress test” nie był pełny, gdyż rafineria Slovnaft miała wówczas przestój remontowy.

Jeśli chodzi o **aktualną sytuację kontraktową** to w **PKN Orlen** aktywne pozostają umowy długoterminowe na dostawy ropy z Rosneftem (3,6 mln ton w Polsce i 5 mln ton w Czechach => ~29% zapotrzebowania Grupy), Tatneftem (2,6 mln ton w Polsce => 9% zapotrzebowania Grupy) oraz Saudi Aramco (6 mln ton). **Lotos** raportował, że w 2020 roku łącznie umowy z Tatneft oraz pośrednikami Vitol (trader) oraz Rosneft stanowiły 48% zakupów ropy (~5 mln ton). Przypominamy, że Orlen zapowiedział już, że po transakcji połączenia z Lotosem, dostawy z Arabii Saudyjskiej mogą wzrosnąć do 20 mln ton rocznie, co będzie stanowiło prawie połowę zakupów nowo powstałego czempiona. Jeśli chodzi o **MOL-a**, to spółka raportował tylko kontrakt z Lukoil na dostawy 4 mln ton ropy rocznie (~30% dostaw na Węgry i Słowację).

### Mapa rafinerii i rurociągów przesyłowych w regionie CEE

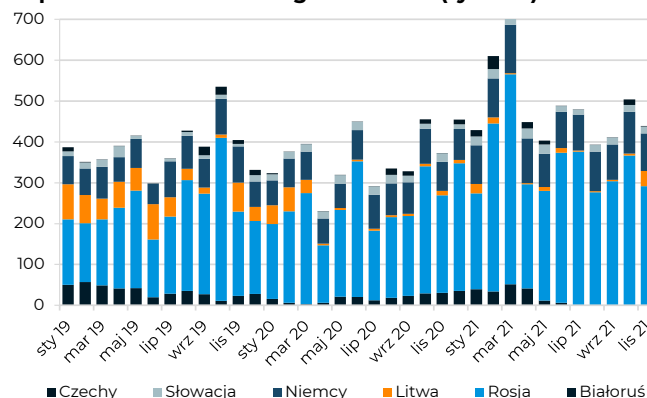


Warto przypomnieć, że wstrzymanie dostaw „Przyjaźni” odczuły dwie rafinerie na wschodzie Niemiec, które nie są w stanie w pełni zaopatrywać się z morza (terminal w Rostocku i wolna przepustowość Naftoportu to tylko około 13 mln ton przy potencjalnej przerobu tych zakładów na ponad 20 mln ton). W przypadku ponownej niedostępności ropy rosyjskiej w rurociągu, będzie to więc oznaczać obniżenie podaży paliw z tych rafinerii i w konsekwencji **wzrost premii lądowej w regionie**.

### Polska - import paliw

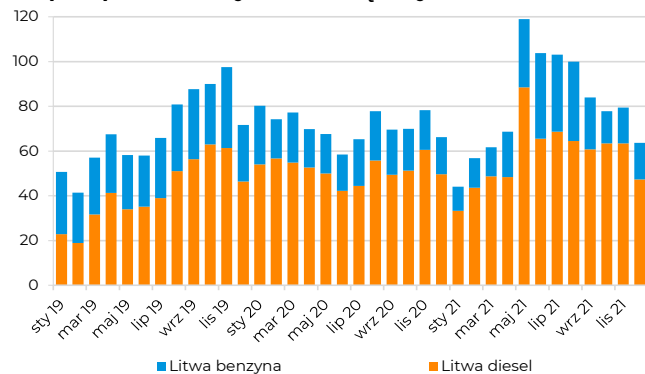
Temat importu paliw w regionie CEE dotyczy praktycznie tylko Polski, w szczególności w zakresie diesla. Zagraniczne dostawy tego produktu sięgają **rocznie 4,5-5 mln ton**, czyli około 25-30% konsumpcji ogółem (18,3 mln ton w 2021 roku). Około **70% dostaw importowych pochodzi z Rosji**, a pozostałe główne kierunki to Niemcy i Słowacja (wcześniej istotnym źródłem były także rafinerie białoruskie, ale sankcje wstrzymały handel od lipca 2021 roku). Zdarzają się też większe dostawy z Czech czy Finlandii, ale nie są to regularne przepływy. Taka struktura importu wskazuje, że w scenariuszu zaostreżenia sankcji **trudno będzie w krótkim czasie zreplikować rosyjskie dostawy 1:1**, szczególnie że cała Europa ma krótką pozycję na dieslu.

### Import diesla do Polski wg kierunków (tys. ton)



### Ekspozycja na rynek ukraiński

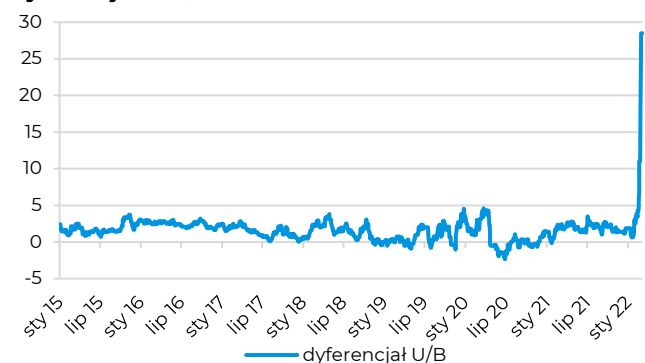
Ani polskie rafinerie, ani MOL nie posiadają aktywów na rynku ukraińskich, ale **handlowo jest tam obecny Orlen** poprzez eksport produktów naftowych z rafinerii w Możejkach. Spółka nie udostępnia danych sprzedażowych dla Ukrainy, ale według odczytów Eurostatu roczny eksport paliw z LT=>UA sięga około 1 mln ton. Trudno ocenić jak ta działalność wygląda w obecnych warunkach i czy Orlen wciąż utrzymuje tę ekspozycję. Ewentualna tymczasowa utrata tego rynku nie wpłynęłaby negatywnie na finanse Orlenu, gdyż nie ma na ten moment problemu z uplasowaniem nadwyżek diesla w Europie. Potencjalne ryzyko dotyczyć może należności, ale jego oszacowanie obciążone jest dużym błędem (wartość historycznej średniomiesięcznej sprzedaży po cenach z lutego'22 to około 70 mln USD).

**Eksport paliw z Litwy na Ukrainę w tys. ton****Ekspozycja na rynek rosyjski**

Z analizowanej trójki spółek rafineryjnych, tylko MOL ma bezpośrednią ekspozycję na rynek rosyjski. Węgierski koncern posiada 51% udziałów w spółce BaiTex (konsolidacja metodą praw własności z/w na jednogłówny tryb podejmowania decyzji przez wspólników), która jest właścicielem dwóch koncesji wydobywczych w Rosji: Baitugan i Yerilinksy. Produkcja węglowodorów w 2021 roku sięgała 4 mboe/d, czyli 3,6% wydobycia ogółem w Grupie MOL. Rezerwy 2P szacowane są na około 27 mln baryłek, czyli 7% potencjału Grupy na koniec 2020 roku. Kontrybucja do skonsolidowanego wyniku netto Grupy w 1H'21 to zaledwie 0,2 mld HUF (0,04% zysku Grupy), a wartość bilansowa tych udziałów to 12,8 mld HUF (0,6% obecnej kapitalizacji MOL). Przypominamy, że w 2014 roku MOL sprzedał 49% udziałów w tym podmiocie do tureckiego TPAO za 175 mln USD, czyli ~60 mld HUF. Oprócz Baitex, MOL jest obecny na rosyjskim rynku poprzez list intencyjny z Tatneft w sprawie budowy fabryki asfaltów na licencji MOL (utilizacja zużytych opon) o łącznym koszcie 13 mln USD.

**Dyferencjał Ural/Brent**

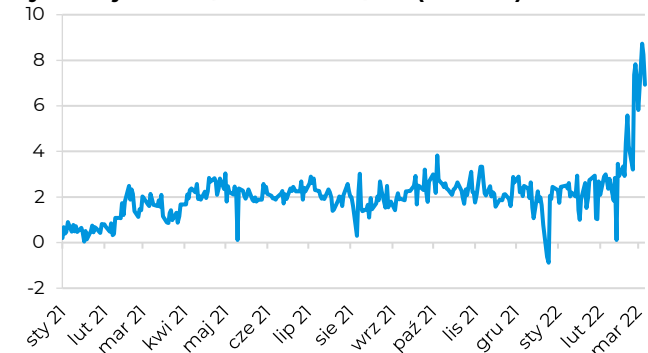
Formalnie embargo na rosyjską ropę nie zostało dotychczas nałożone, ale wprowadzone już sankcje (ograniczenia SWIFT dla większości banków) i ryzyko ich zaostrzenia (brak możliwości uzyskania gwarancji bankowych na dostawy terminowe, ograniczone zainteresowanie kupców w obawie o finalną dostawę) skutecznie zniechęcają do zakupów ropy czy produktów z tego kierunku, nie wspominając o uwarunkowaniach etycznych, które istotna część firm bierze pod uwagę (samodzielnie lub pod presją opinii publicznej). W efekcie **handel rosyjską ropą ogranicza się w Europie przede wszystkim do dostaw w ramach kontraktów długoterminowych**, część wolumenów jest przekierowywana na rynki azjatyckie, a część w ogóle nie znajduje odbiorców (wspomniany wcześniej spadek eksportu o 1,6 mb/d). Doprowadziło to do **znaczącego wzrostu dyferencjału Ural/Brent**, który obecnie sięga ~30 USD/Bbl.

**Dyferencjał Ural/Brent w USD/Bbl**

Źródło: Bloomberg, mBank

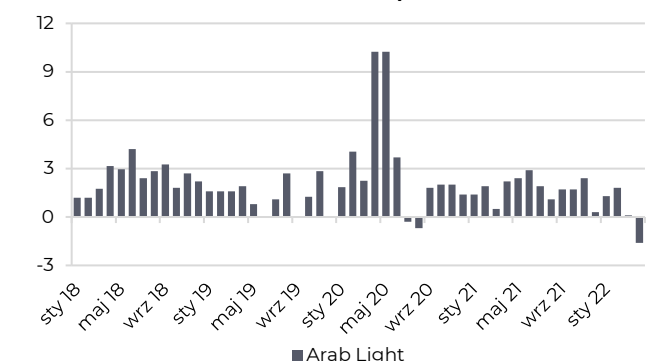
Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

Pojawienie się takich rabatów na ropie rosyjskiej wpływa również na zwiększenie dyskonta na innych gatunkach ciężkiej ropy. Dopóki znajduje ona nabywców, dopóty bilans podaży nie zmienia się diametralnie, a więc tani **surowiec z Rosji częściowo wypycha konkurencję z niektórych rynków**. Dobrze ilustruje to poniższy wykres z dyferencjałem dla pary Dubai-Brent (kontrakty 1M FWD), który historycznie był mocno skorelowany z dyskontem na ropie rosyjskiej (bardzo podobne parametry obu gatunków ropy, zarówno jeśli chodzi o parametr ciężkości jak i zawartość siarki). W latach 2020-21 średnie odchylenie tych dyferencjałów wynosiło zaledwie 0,1 USD/Bbl. Obecnie cena mieszanki Dubai nie odchyła się od Brent-a tak bardzo jak Ural, ale ostatnie odczyty wskazują na dyskonto rzędu 6-8 USD/Bbl. Oznacza to, że obecnie **zastąpienie ropy rosyjskiej dostawami z Bliskiego Wschodu nie implikuje utraty całego dyskonta** na parze Ural/Brent, a osiągalny dyferencjał jest istotnie wyższy niż średnia dla tego parametru z miesięcy poprzedzających wojnę na Ukrainie (~2 USD).

**Dyferencjał Dubai/Brent w USD/Bbl (1M FWD)**

Źródło: Bloomberg, mBank

Oczywiście taka sytuacja będzie miała miejsce **do czasu gdy ropa rosyjska nie zniknie całkiem z globalnego rynku** (scenariusz embarg i powszechnego respektowania sankcji), bo wówczas konkurencja o alternatywne dostawy wzrośnie skokowo. Pewnym symptomem takiego scenariusza może być poniższy wykres ilustrujący poziom dyskonta na saudyjskiej ropie Arab Light (mieszanka zbliżona do Ural) dla dostaw na rynek europejski. Ten parametr nie może być co prawda 1:1 porównywany ze spotowym dyferencjałem Ural/Brent (jest on publikowany ex ante na kolejny miesiąc i odnosi się do średniej ceny Brent), ale historycznie korelacja była dość wysoka (w 2021 roku średnie odchylenie to zaledwie 0,1 USD/Bbl). W marcu dyskonto na mieszance Arab Light spadło do zaledwie 0,1 USD/Bbl (średnia za poprzednie 12 miesięcy to 1,7 USD), a na kwiecień ustalona została premia do Brent rzędu 1,6 USD, co jest zapewne efektem znacznego wzrostu zainteresowania saudyjską ropą w obecnym otoczeniu.

**Dyskonto ropy Arab Light w dostawie do Europy 1M FWD do średnich notowań Brent w USD/Bbl**

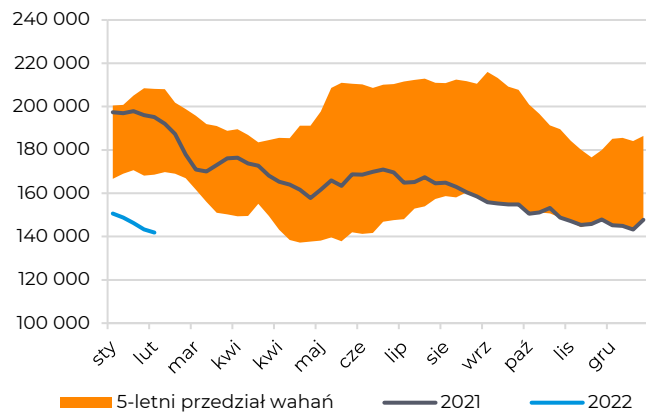
Źródło: Bloomberg, mBank



## Marże rafineryjne

Bilans popytowo-podażowy na rynku paliw był już mocno napięty przed inwazją Rosji na Ukrainę, szczególnie jeśli chodzi o diesla. Zapasy średnich destylatów na przełomie lutego i marca wyznaczały minima praktycznie na wszystkich kluczowych rynkach (ARA, USA, Singapur). W przypadku benzyny sytuacja wygląda lepiej, ale również odczyty plasują się poniżej 5-letniej średniej.

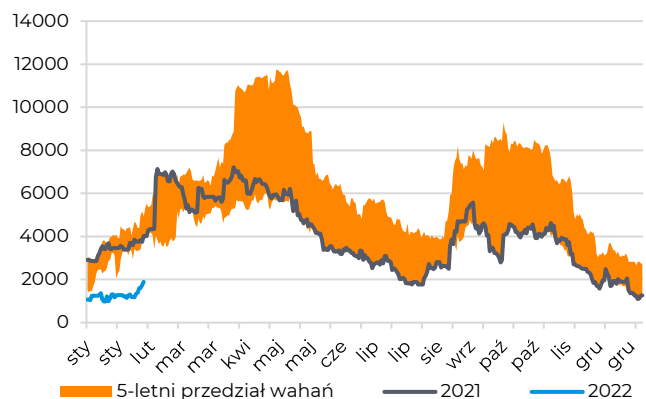
### Zagregowane zapasy diesla w mmbœe (ARA, USA, Singapur)



Źródło: Bloomberg, mBank

Wynika to przede wszystkim z systematycznej odbudowy popytu oraz wyłączenia w okresie pandemii części zakładów rafineryjnych. Aktualne dane Bloomberg nie wskazują na jakieś istotne przestoje remontowe i możliwość szybkiego zwiększenia utylizacji rafineryjnych mocy przerobowych, które mogłyby zrównoważyć rynek. Większy przyrost może pojawić się tylko w produkcji rafinerii chińskich, które musiały ograniczyć przerób w okresie igrzysk (obniżenie emisji zanieczyszczeń).

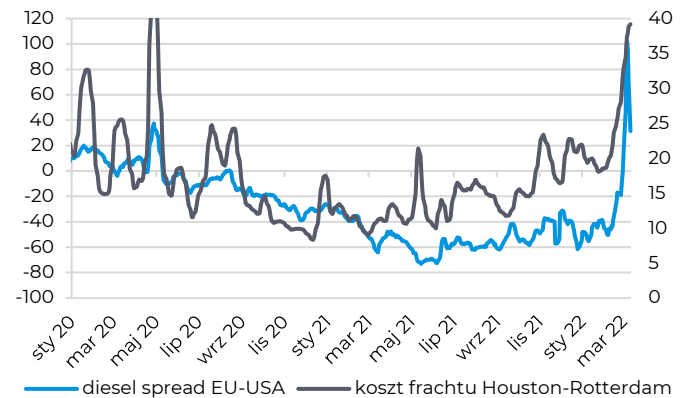
### Przestoje w rafineriach w ujęciu globalnym (tys. boe/d)



Źródło: Bloomberg, mBank

Zbilansowanie podaży z popytem było trudnym wyzwaniem nawet bez założenia utraty dostaw z Rosji (w przypadku diesla to 1,1 mb/d, czyli 50-60% europejskiego importu). Paniczne poszukiwanie alternatywy ilustruje poniższy wykres z poziomem spreadu cenowego Europa-USA oraz wysokością stawek frachtu dla tankowców na trasie Houston-Rotterdam.

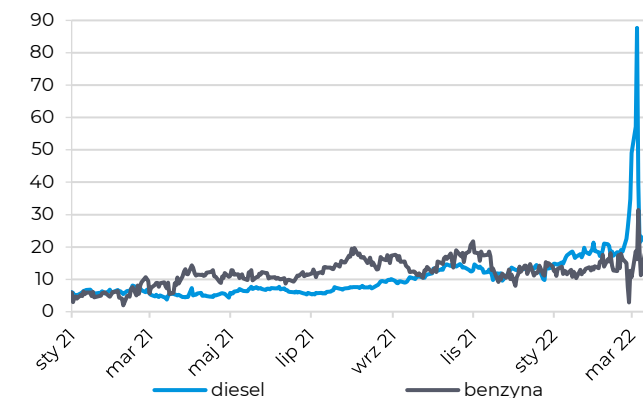
### Spread na cenie hurtowej diesla USA-EU oraz koszt frachtu na trasie Houston-Rotterdam w USD/t



Źródło: Bloomberg, mBank

W efekcie europejskie cracki na dieslu ustanowiły w ostatnich dniach historyczne maksima na poziomie 60 USD/Bbl. W przypadku benzyny odczyty również są wysokie, ale o kilka poziomów niższe od średnich destylatów.

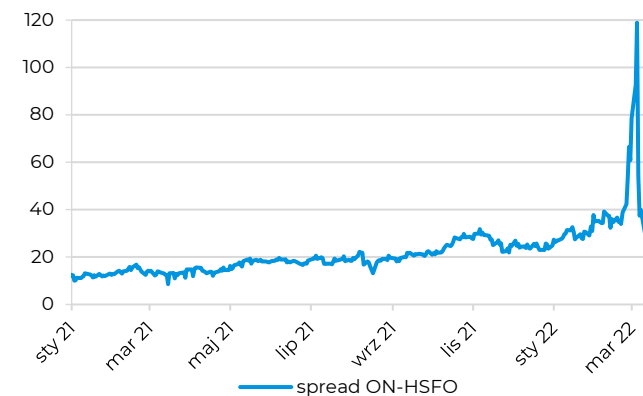
### Cracki produktowe benzyna i diesla w USD/Bbl



Źródło: Bloomberg, mBank

Zwracamy również uwagę na rekordowo wysoką premię za kompleksowość, którą ilustruje spread w marżach na dieslu i HSFO. Ten parametr w ostatnim tygodniu sięgał średnio ponad 60 USD/Bbl, co w przypadku instalacji DCU w Lotosie oznacza dodatkową marżę rzędu 4 USD/Bbl (przypominamy, że w okresie pandemii i niskich cen ropy ten parametr nie przekraczał 1 USD/Bbl).

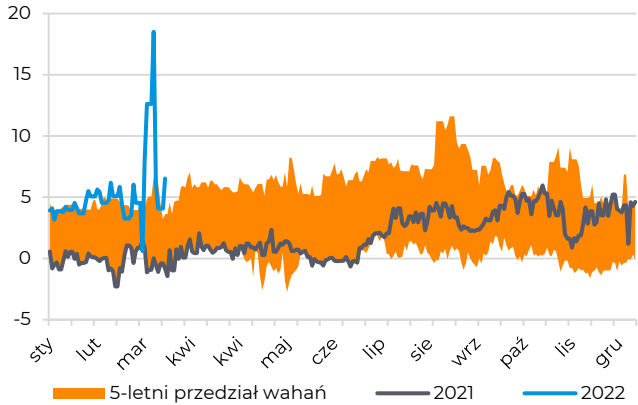
### Spread w marżach na HSFO i dieslu w USD/Bbl



Źródło: Bloomberg, mBank

Podsumowując, marże rafineryjne odbudowują się od połowy ubiegłego roku (wzrost popytu, ograniczenia na podaży, niskie zapasy), a wojna na Ukrainie dodatkowo uwidoczniła i wzmocniła stan nierównowagi na rynku. Modelowa rentowność przerobu liczona dla struktury uzysków Grupy Orlen wynosiła w ostatnich 2 tygodniach średnio 11 USD/Bbl vs 4 USD/Bbl notowane w miesiącach przed inwazją.

Modelowa marża rafineryjna w USD/Bbl

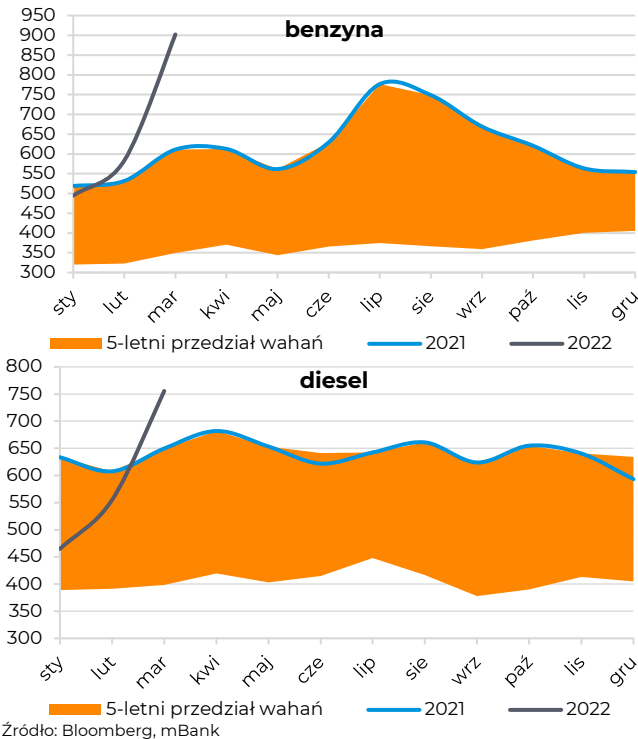


Źródło: Bloomberg, mBank

**Premia łądowa**

W otoczeniu deficytu produktów na rynku w związku z ograniczeniem importu z Rosji obserwujemy obecnie wzrost premii łądowych w regionie. Wpływa na to również wyższy koszt importu do Europy (patrz wcześniejszy wykres cen frachtu USA-EU), jak i wzrost napięcia na rynku niemieckim (obserwowany wzrost kosztów frachtu na Renie). Poniżej prezentujemy nasze kalkulacje dotyczące premii łądowych na dieslu i benzynie dla rynku polskiego. Nie bez znaczenia dla wzrostu napięcia na rynku jest trwający remontowy w rafinerii Lotosu. Ubiegły rok pod względem premii łądowych był rekordowy, a marcowe odczyty póki co wskazują na wzrost r/r rzędu kilkudziesięciu procent.

Premia łądowa dla diesla i benzyny na rynku polskim w PLN/t



Źródło: Bloomberg, mBank

**Wrażliwość wyników segmentu rafineryjnego**

W ubiegłym roku segment rafineryjny wygenerował w Lotosie, MOLu i Orlenie odpowiednio 66%, 19% i 24% skonsolidowanego strumienia EBITDA. Poniżej prezentujemy nasze szacunki dotyczące modelowego miesięcznego wpływu zmiany otoczenia makro (ceny gazu, marże rafineryjne, dyskonto na ropie ciężkiej) od inwazji Rosji na Ukrainę. W tych kalkulacjach przyjęliśmy, że w przypadku Lotosu i Orlenu zakupy ropy rosyjskiej ograniczają się tylko do kontraktów długoterminowych (48% w Lotosie i 30% w Orlenie), natomiast w przypadku MOL-a zakładamy utrzymanie dotychczasowej struktury zakupów (~50% dostaw z Rosji).

Modelowy wpływ obecnych odczytów makro na miesięczny strumień EBITDA w segmencie rafineryjnym w mln USD oraz modelowa zmiana kosztów gazu ziemnego

| mln USD                            | Lotos      | MOL        | PKN        |
|------------------------------------|------------|------------|------------|
| wolumen przerobu                   | 10,5       | 17,0       | 30,0       |
| modelowa marża brutto*             | 54         | 70         | 128        |
| spotowa marża brutto**             | 173        | 229        | 367        |
| <b>dodatkowa marża miesięczna</b>  | <b>119</b> | <b>159</b> | <b>239</b> |
| % EBITDA Grupy 2021                | 11%        | 5%         | 9%         |
| modelowe zużycie gazu w mld m3     | 0,70       | 1,13       | 2,00       |
| <b>zmiana miesięcznych kosztów</b> | <b>45</b>  | <b>73</b>  | <b>128</b> |
| wydobycie własne w mld m3***       | 0,50       | 0,80       | 0,06       |
| wskaźnik pokrycia                  | 72%        | 71%        | 3%         |
| <b>miesięczny efekt netto</b>      | <b>106</b> | <b>138</b> | <b>114</b> |
| % EBITDA Grupy 2021                | 10%        | 4%         | 4%         |

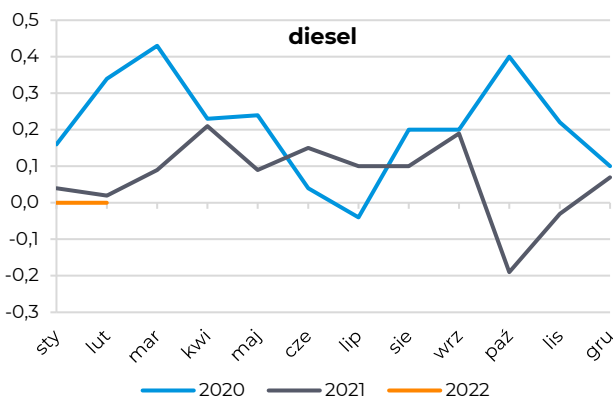
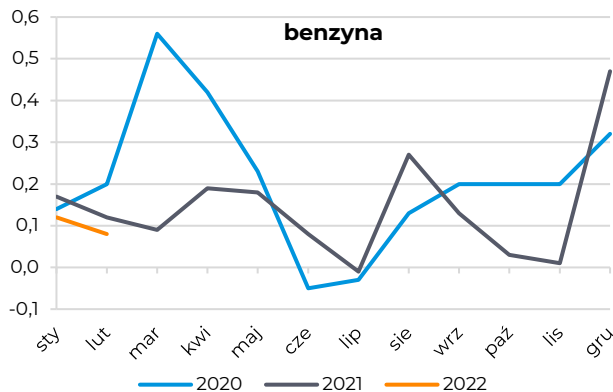
\*średni poziom marży (5 USD) i dyferencjału U/B (2 USD) sprzed inwazji na Ukrainę - w przypadku Lotosu dodatkowo 1,5 USD marży z instalacji DCU  
\*\*średni poziom marży (9 USD), dyferencjału Ural/Brent (23 USD) oraz dyskonta na pozostałych ropach ciężkich (6,3 USD) - w przypadku Lotosu dodatkowo 3,5 USD marży z instalacji DCU  
\*\*\*wydobycie własne bezpośrednio powiązane z bieżącymi cenami gazu w Europie  
Źródło: Lotos, MOL, PKN, mBank

W powyższej tabeli wskazujemy również na zmianę modelowych kosztów zakupu gazu, które częściowo neutralizują pozytywny efekt marż rafineryjnych. W przypadku Lotosu i MOL-a w dużym stopniu zużycie własne gazu jest równoważone jednak przez własne wydobycie z ceną indeksowaną bezpośrednio do spotowych benchmarków europejskich. Ostatecznie uwzględniając powyższy rachunek, **największą wrażliwość na obecne otoczenie makro w segmencie rafineryjnym oferuje Lotos**, gdzie ponadstandardowe marże przerobowe obserwowane obecnie modelowo dodają miesięcznie ~0,1 mld USD, czyli 10% skonsolidowanego strumienia EBITDA z roku 2021. Oczywiście należy pamiętać, że akurat obecnie rafineria w Gdańsku jest w trakcie miesięcznego postępu remontowego. W przypadku MOL-a z kolei przypominamy o administracyjnej regulacji cen hurtowych na Węgrzech, co uniemożliwia korzystanie na sprzyjających warunkach makro na 1/3 wolumenu przerobu przynajmniej do połowy maja.

**Paliwowe marże detaliczne**

W otoczeniu dynamicznie rosnących cen detalicznych modelowe marże na stacjach benzynowych znalazły się pod presją. Oczywiście należy pamiętać, że przedstawione na poniższych wykresach kalkulacje są oparte na bieżących kwotowaniach hurtowych Orlenu i Lotosu oraz aktualnych odczytach cen na stacjach. Taka metodologia zaburza wskazania w otoczeniu dużej zmienności, gdyż nie uwzględnia naturalnego cyklu obrotu zapasów na stacjach. Niemniej jednak należy naszym zdaniem oczekiwać negatywnego wpływu obecnych trendów na rentowność segmentu detalicznego w najbliższych miesiącach.

## Marża detaliczna w PLN/litr dla benzyny i diesla w Polsce



Źródło: POPIHN, mBank

W przypadku rynku polskiego obniżony VAT będzie czynnikiem wspierającym, szczególnie w kontekście ostatnich spadków cen ropy. Jeśli chodzi o rynek węgierski (MOL) to przypominamy, iż tamtejsze ceny do połowy maja są uregulowane (marża brutto w detalu jest zerowa). W poniższej tabeli prezentujemy nasze szacunki ubytku skonsolidowanego strumienia EBITDA poszczególnych spółek przy założeniu spadku średniej marży paliwowej w detalu o 20%. Z uwagi na największą wagę detalu w wynikach Grupy, największa wrażliwość wykazuje PKN Orlen.

## Wyniki EBITDA w segmencie detalicznym w 2021 roku i szacunkowy wpływ spadku marży paliwowej o 20%\*

|                              | Lotos**   | MOL        | PKN        |
|------------------------------|-----------|------------|------------|
| wolumen sprzedaży mln ton    | 1,286     | 4,771      | 8,974      |
| <b>EBITDA'21 w mln EUR</b>   | <b>47</b> | <b>513</b> | <b>635</b> |
| % EBITDA Grupy               | 5%        | 17%        | 28%        |
| ubytek marży paliwowej o 20% | 26        | 133        | 204        |
| % zmiana EBITDA Grupy        | 3%        | 4%         | 9%         |

\*wpływ ubytku marży szacunkowy, tylko MOL raportuje szczegółowe rozbiście marży brutto segmentu na marżę paliwową i pozapaliwową

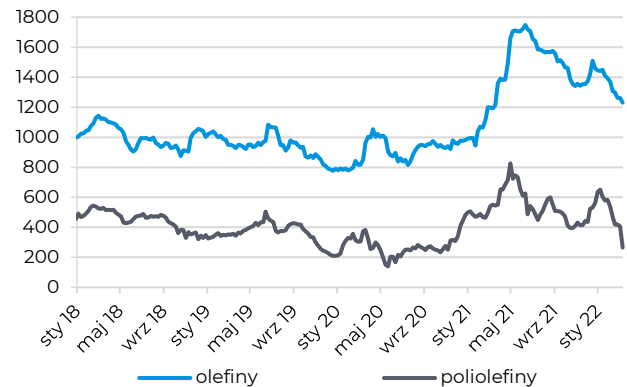
\*\*Lotos nie opublikował jeszcze pełnych wyników za 4Q, stąd EBITDA segmentu detalicznego za rok 2021 uwzględnia prognozę na 4Q

Źródło: Lotos, MOL, PKN, mBank

## Wojna vs rynek petrochemiczny

Bezpośredni wpływ wojny na Ukrainie na bilans produktów petrochemicznych w Europie jest raczej ograniczony. W samej Ukrainie moce produkcyjne jedyne go krakera parowego sięgają 375kt (250kt etylenu i 125kt propylenu), z czego tylko część jest eksportowana. Z kolei import tworzyw z Rosji do Europy jest szacowany na około 0,4 mln ton propylenu/PP oraz 0,15 mln ton polietylenu. Nie są to więc istotne wartości biorąc pod uwagę, że unijny rynek PE to około 15 mln ton, a PP 10 mln ton.

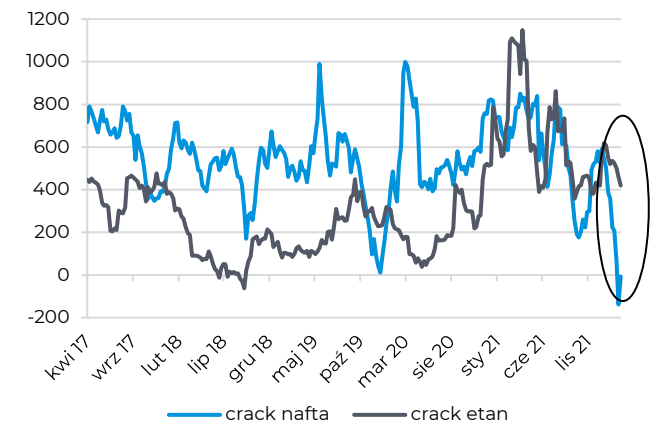
## Modelowe marże petrochemiczne w USD/t



Źródło: Bloomberg, mBank

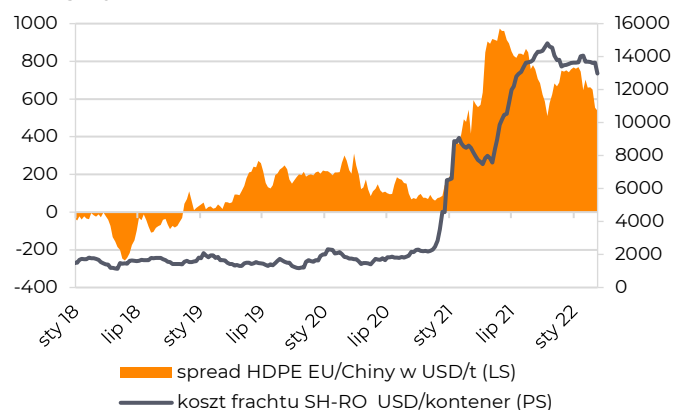
Sektor petrochemiczny jest jednak pośrednio dotknięty przez inwazję Rosji w związku ze skokowym wzrostem cen ropy i gazu, co podnosi koszty wsadu i energii. Naszym zdaniem przeniesienie tej presji na ceny produktów będzie trudne, gdyż europejskie ceny w ostatnich miesiącach były i tak już relatywnie wysokie, gdyż wyznaczał je arbitraż importowy z USA i Bliskiego Wschodu (rekordowe koszty frachtu kontenerowego). W tych lokalizacjach producenci nie odczuwają analogicznej inflacji cen wsadu (poniższy wykres przewagi konkurencyjnej krakerów etanowych vs naftowe), co będzie wpływać na redukcję wysokiej premii lądowej w Europie. Nie można jednak wykluczyć, że poniższa presja na rentowność krakerów naftowych będzie skutkować zmniejszaniem produkcji w Azji (to będzie zwiększać napięcie podaży-popytu), gdzie już teraz sygnalizowane jest obniżenie wskaźników wykorzystania mocy poniżej 80% w fabrykach w Chinach czy Korei.

## Modelowa marża na produkcji etylenu z nafty i etanu w USD/t



Źródło: Bloomberg, mBank

Wydaje się, że wprowadzone już sankcje na Rosję mogą też obniżać wspomniane ceny frachtu (mniejsza aktywność handlowa, spowolnienie gospodarcze/recesja), co będzie tylko pogłębiało negatywne trendy na marżach petrochemicznych na kontynencie. Poniższy wykres ilustruje zmiany premii lądowej na PE na linii Europa-Chiny na tle indeksu kosztów transportu Shanghai-Rotterdam.

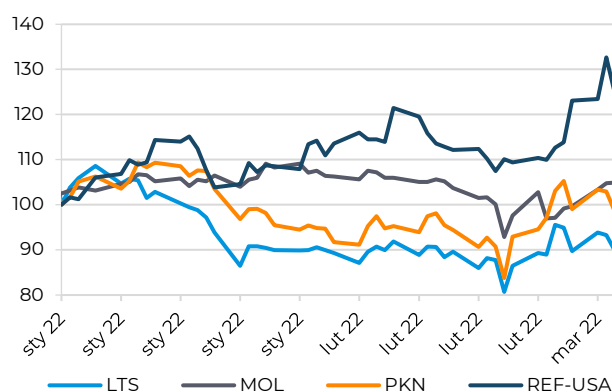
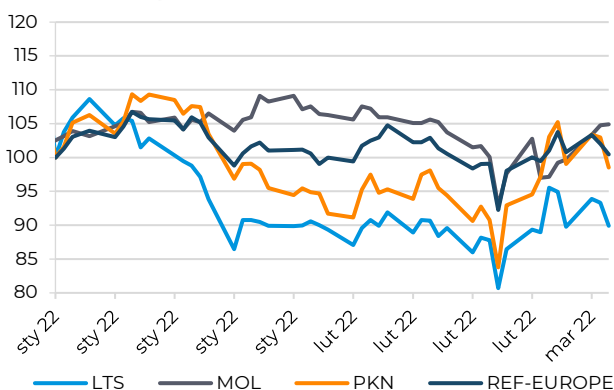
**Spread HDPE Chiny-Europa w USD/t na tle kosztu frachtu Szanghaj-Rotterdam w USD/kontener**


Źródło: Bloomberg, mBank

W przypadku MOL segment petrochemiczny stanowił w ubiegłym roku 23% skonsolidowanego strumienia EBITDA Grupy, natomiast w przypadku PKN Orlen było to 26%.

**Rafinerie CEE na tle branży**

Skokowa zmiana modelowych marż przerobowych w sektorze rafineryjnym póki co nie znalazła odzwierciedlenia w notowaniach europejskich spółek z tego obszaru. Wydaje się, że rynek obawia się czy rzeczywiście regionalne rafinerie będą w stanie spieniężyć omówione wcześniej benchmarki oraz czy w scenariuszu zwiększenia napięcia podaźowego na ropie uda się im utrzymać pełne wykorzystanie mocy przerobowych. Prawdopodobnie inwestorzy przykładają też wyższą premię za ryzyko dla regionu Europy Środkowo-Wschodniej, choć słabość wykazują również notowania Neste oraz OMV (w tym ostatnim przypadku ekspozycja na sankcje rosyjskie jest jednak dość klarowna). Perspektywa wzrostu rentowności w sektorze jest natomiast dyskontowana w przypadku rafinerii amerykańskich, które od początku roku wzrosły o ponad 20%.

**Kurs akcji Lotosu, MOL i PKN na tle indeksu europejskich i amerykańskich spółek rafineryjnych (indeks 01.01.2022=100)**


Źródło: Bloomberg, mBank



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

- KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
- AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
- TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
- REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
- SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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



## mBank S.A.

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

## Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

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

Daniel Urbański  
+48 22 697 47 44  
[daniel.urbanski@mbank.pl](mailto:daniel.urbanski@mbank.pl)

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

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

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

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

### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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