

wtorek, 6 czerwca 2017 | 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 oscylują nieco poniżej 31 EUR/MWh przy stabilnych notowaniach CO<sub>2</sub> i nieznacznych wzrostach węgla w portach ARA. W Polsce nadal postępuje „pełzający” trend wzrostowy i kontrakt na rok 2018 osiągnął już 165 PLN/MWh. Podtrzymujemy opinię, że ta tendencja może się utrzymać, głównie z uwagi na oczekiwania wyższych cen węgla na lokalnym rynku (na razie benchmark ARP utrzymuje się na 8,9 PLN/GJ).

#### Rynek paliwowy

Ceny ropy nadal znajdują się pod presją, pomimo spadku zapasów, co sprzyjało w ostatnim tygodniu marżom rafineryjnym. Kompleksowy benchmark wzrósł średnio o 0,6 USD/Bbl, głównie za sprawą wysokich marż na benzynie, które odżyły po danych z EIA sygnalizujących pozytywne zmiany po stronie popytowej. Dyferencja Ural/Brent utrzymuje się na niskich poziomach w okolicach 1,3 USD/Bbl. Nadal zaskakująco mocne są spotowe marże na petrochemii, gdzie znów spadająca cena ropy nie jest przenoszona na ceny produktów. Ceny gazu na razie nie zareagowały na zamieszanie wokół Kataru.

#### Rynek kauczuków syntetycznych

W związku z wysokimi zapasami kauczuków w Chinach import kauczuków naturalnych do tego kraju spadł w IV'17 o 10% r/r i był to pierwszy spadek od października 2016 roku (wówczas problemy z produkcją napotkała Tajlandia z powodu niekorzystnych warunków pogodowych). Import kauczuków syntetycznych do Chin w IV'17 wyraźnie spowolnił (+10% r/r wobec wysokiej dwucyfrowej dynamiki notowanej w poprzednich miesiącach). Obecnie butadien w Europie jest o 400 USD/t droższy niż ten w Azji, co powoduje, że eksport w kierunku Chin jest nieopłacalny. Ceny butadienu w Azji spadły w ubiegłym tygodniu do poziomu 900-950 USD/t, ceny kauczuków naturalnych w tym samym czasie spadały o 9,5% r/r.

#### Rynek sody

W kwietniu, podobnie jak w marcu eksport sody z Chin spadał r/r. Dynamika spadku w IV'17 wyniosła -35% r/r po spadku -8% w III'17. Ceny sody mimo spadku wolumenów eksportu z Chin spadły w IV'17 z 235 USD/t do 215 USD/t. W V'17 natomiast ceny utrzymywały się na niezmiennym poziomie. Ceny w Europie były stabilne od początku roku i wahają się w przedziale 250-252 USD/t.

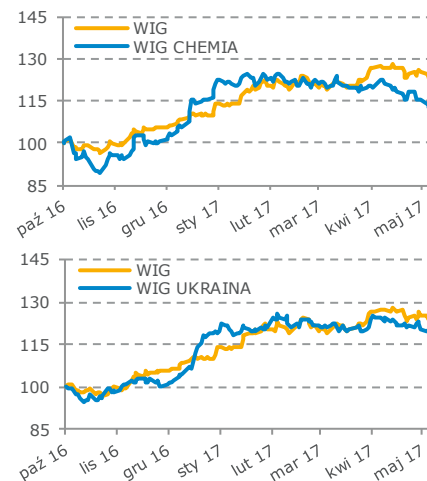
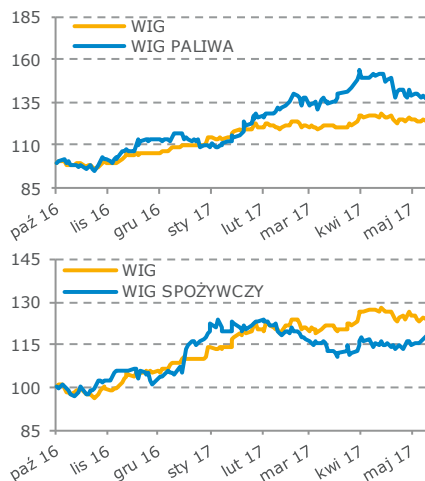
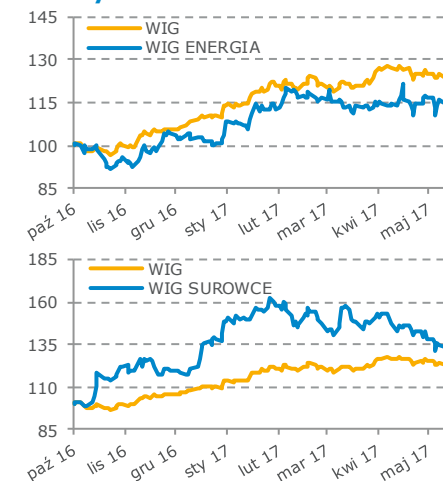
#### Rynek metali

Słabe odczyty PMI w Chinach wywierały presję na ceny metali przemysłowych w ubiegłym tygodniu.

#### Rynek agro

Wolumen eksportu nawozów syntetycznych z Chin utrzymywał się na wyraźnie niższych r/r poziomach w IV'17. Eksport nawozów syntetycznych spadł w IV'17 19% r/r, a mocznika o 45% r/r. Niskie wolumeny eksportu z Chin zmniejszają presję na globalne ceny nawozów (Chiny największy producent i eksporter mocznika).

#### Indeksy branżowe na tle WIG



Źródło: Bloomberg

#### Zmiana kursu t/t\* i YTD

Spółka	t/t	YTD
Tarczyński	-8,7%	-11%
PGNiG	-6,2%	+12%
JSW	-3,9%	+2%
LW Bogdanka	-3,3%	-7%
Synthos	-3,0%	+0%
Boryszew	-2,7%	+38%
KGHM	-2,6%	+17%
Enea	-1,9%	+26%
Tauron	-1,8%	+18%
Energa	-1,6%	+8%
ZE PAK	-1,5%	+30%
PGE	-1,4%	+9%
PKN Orlen	-1,3%	+23%
Astarta	-0,8%	+22%
Grupa Azoty	-0,5%	+5%
ZCh Police	-0,4%	-9%
Lotos	+0,0%	+41%
CEZ	+0,7%	+2%
Impexmetal	+0,9%	+36%
Kęty	+0,9%	+10%
MOL	+1,2%	+3%
ZA Puławy	+2,6%	-5%
Kernel	+4,0%	+11%

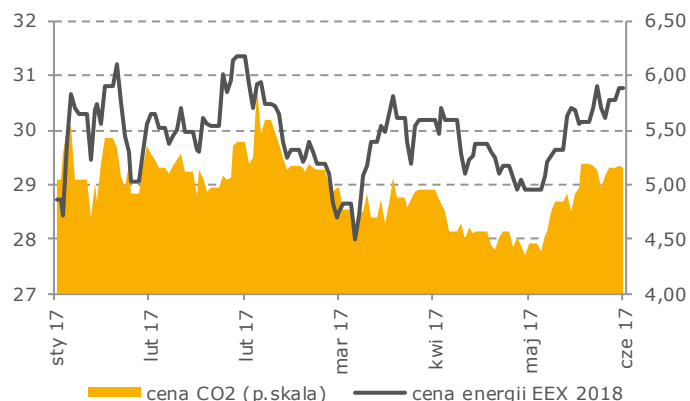
Indeksy sektor	t/t	YTD
Energetyka	+0,5%	+4%
E&P	-2,3%	-19%
Górnictwo	-2,4%	-10%
Kauczuki	+1,8%	-4%
Nawozy	-3,0%	-19%
Petrochemia	+0,9%	-5%
Rafinerie eur.	-1,3%	+17%
Rafinerie amer.	-0,5%	-16%

\*zmiana w okresie 29.05-05.06; w PLN

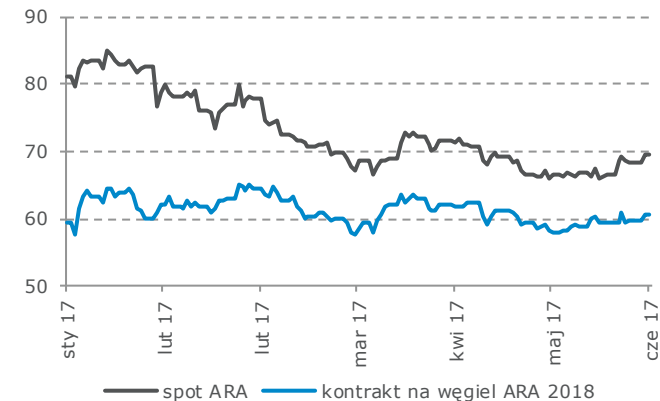


## Energetyka

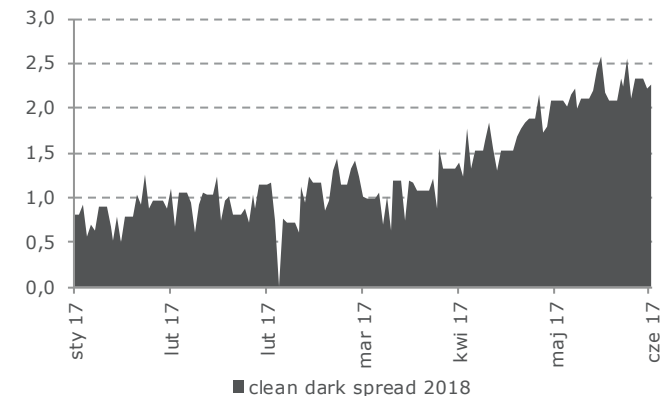
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



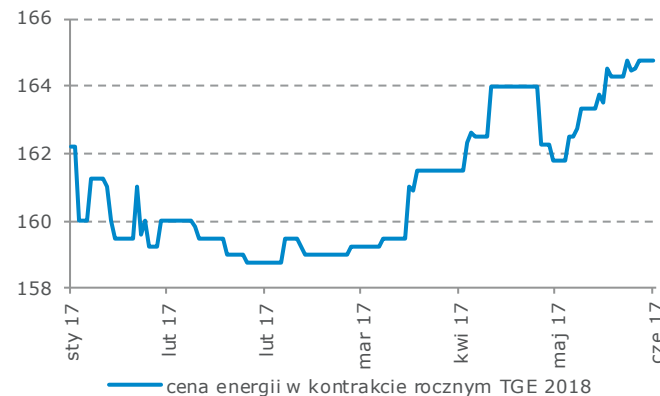
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



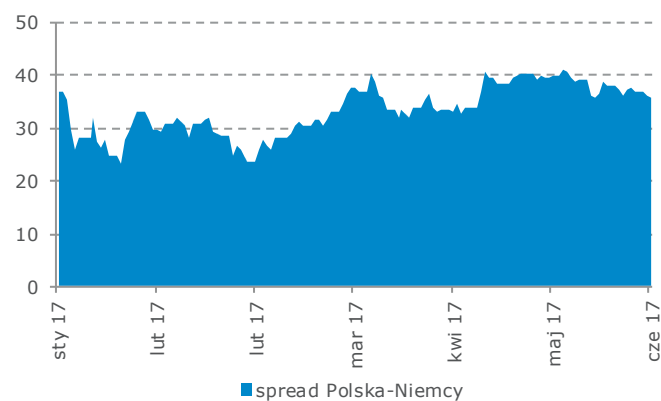
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



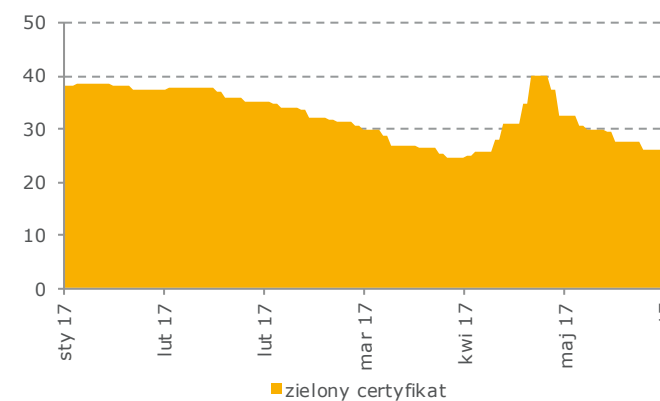
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



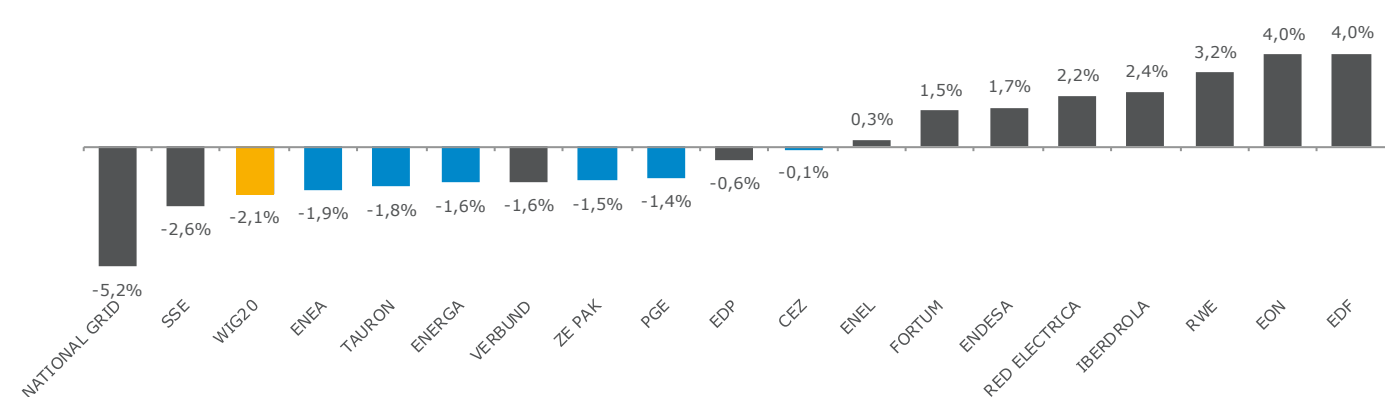
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



Tygodniowy performance spółek energetycznych



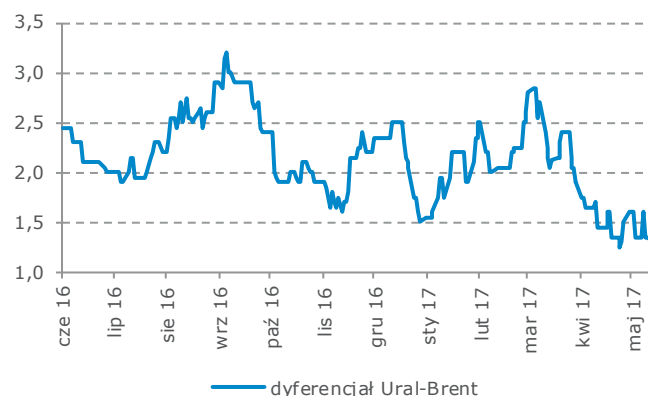
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Paliwa

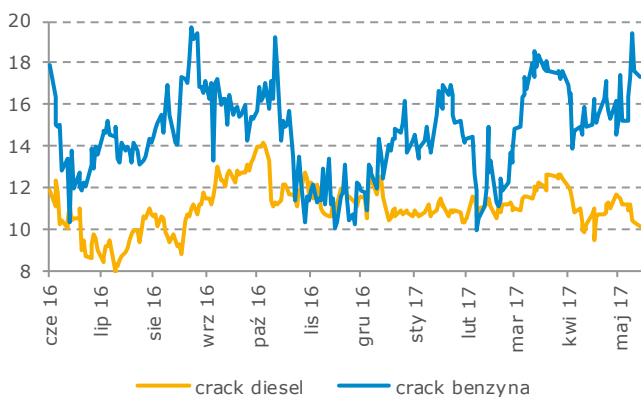
### Marża rafinerijna (USD/Bbl)



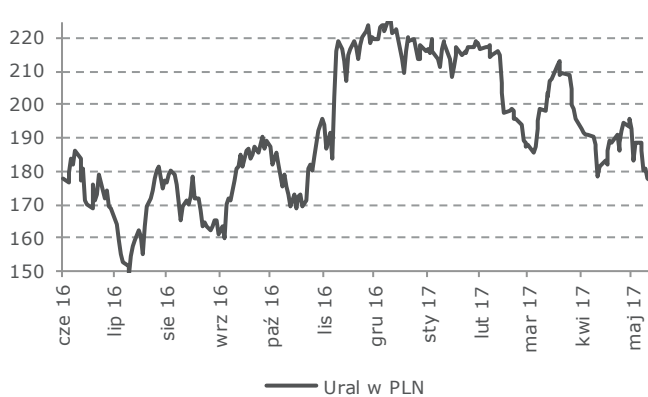
### Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



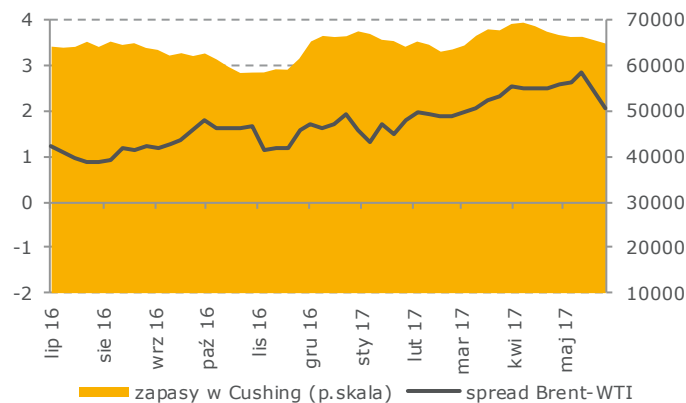
### Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



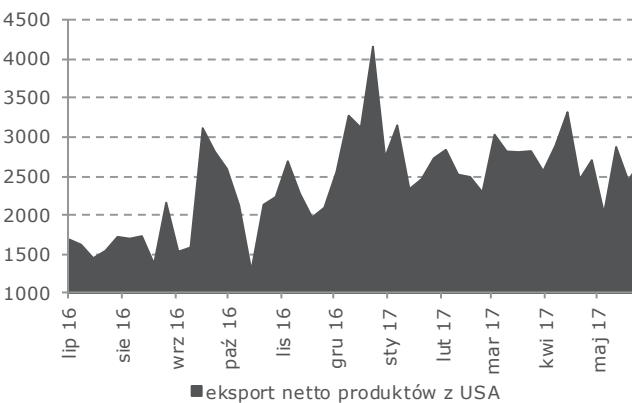
### Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



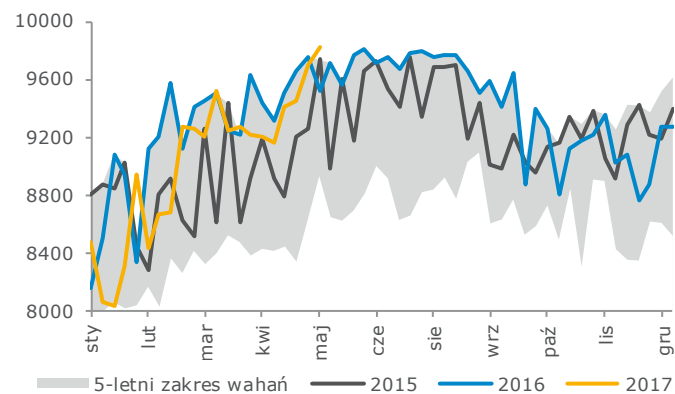
### Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



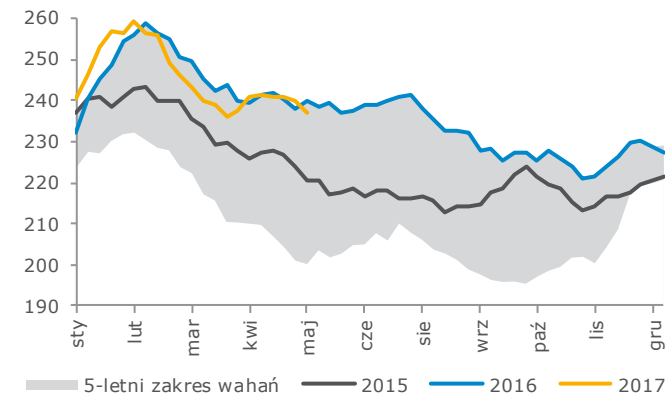
### Eksport netto paliw z USA



### Popyt na benzynę w USA



### Zapasy benzyny w USA

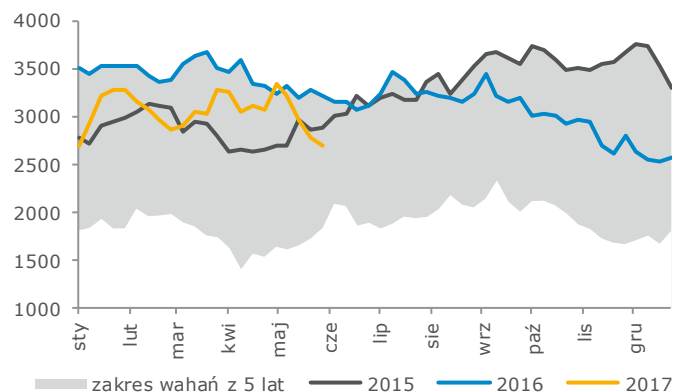


Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

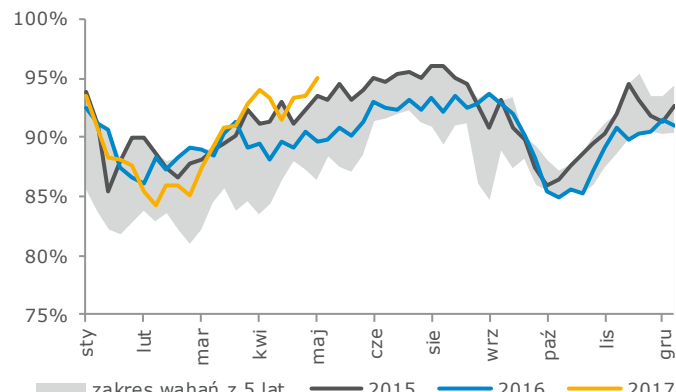


## Paliwa

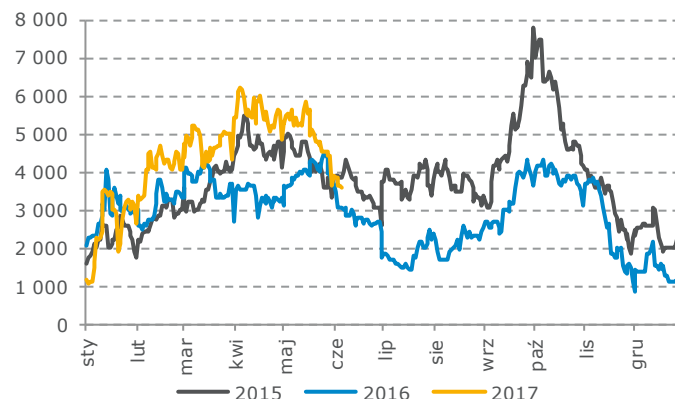
### Zapasy diesla w portach ARA



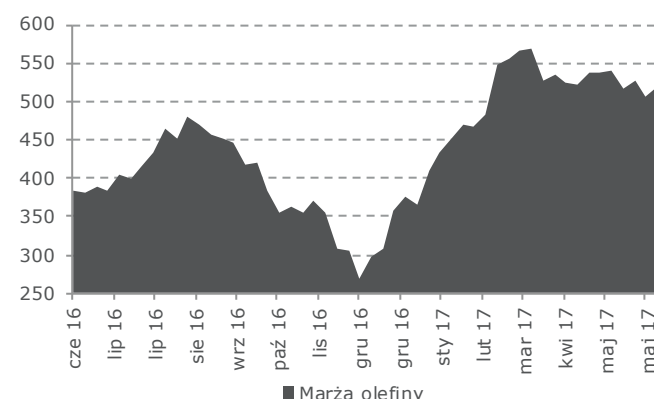
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



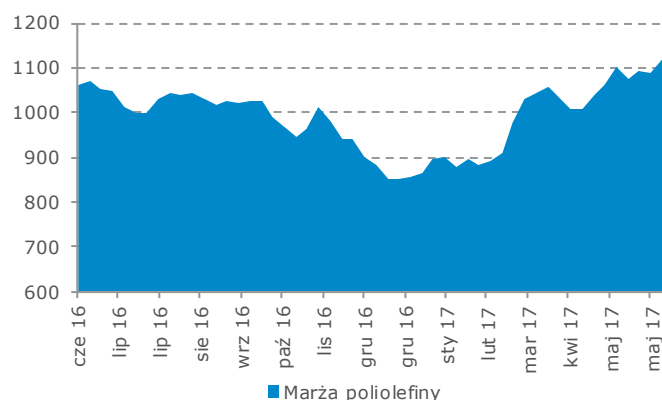
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



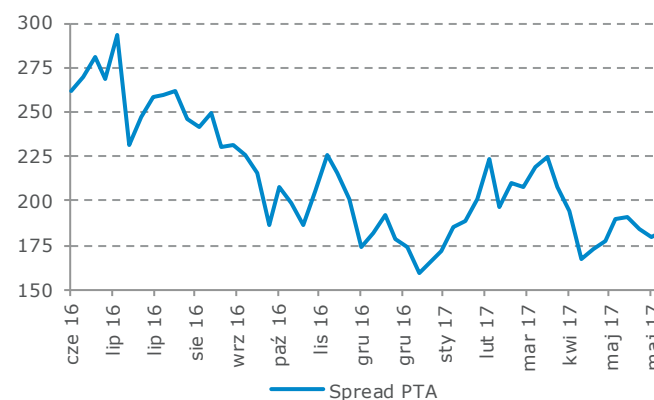
### Marża petrochemiczna olefiny



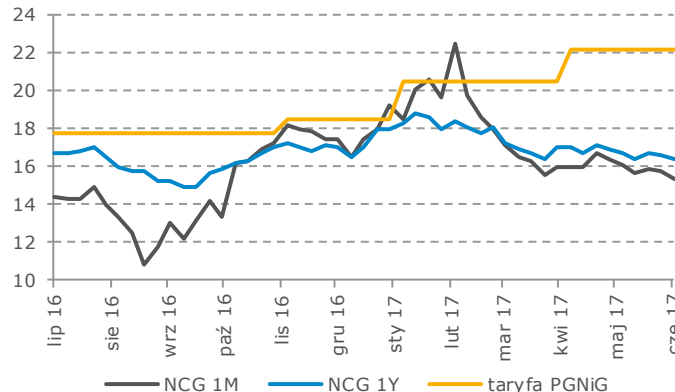
### Marża petrochemiczna poliolefiny



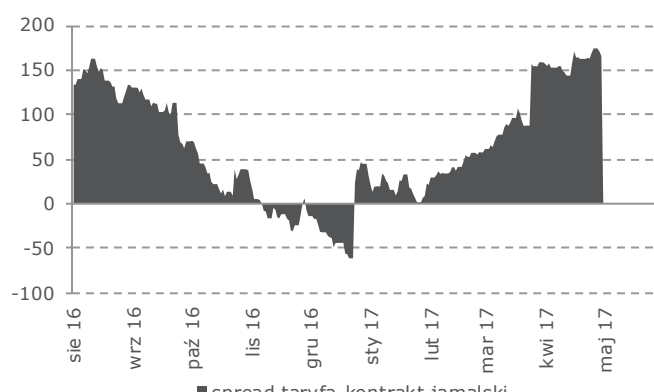
### Cena PTA (USD/t)



### Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



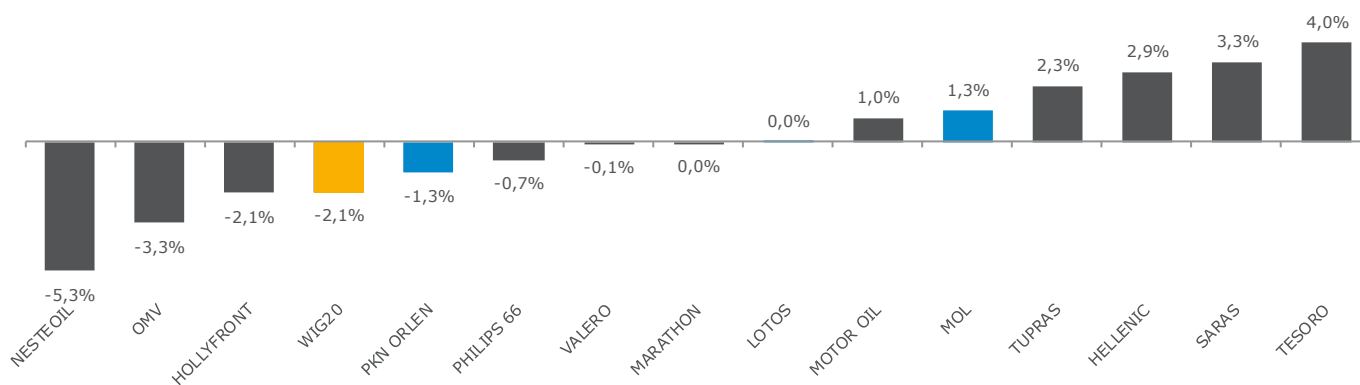
### Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



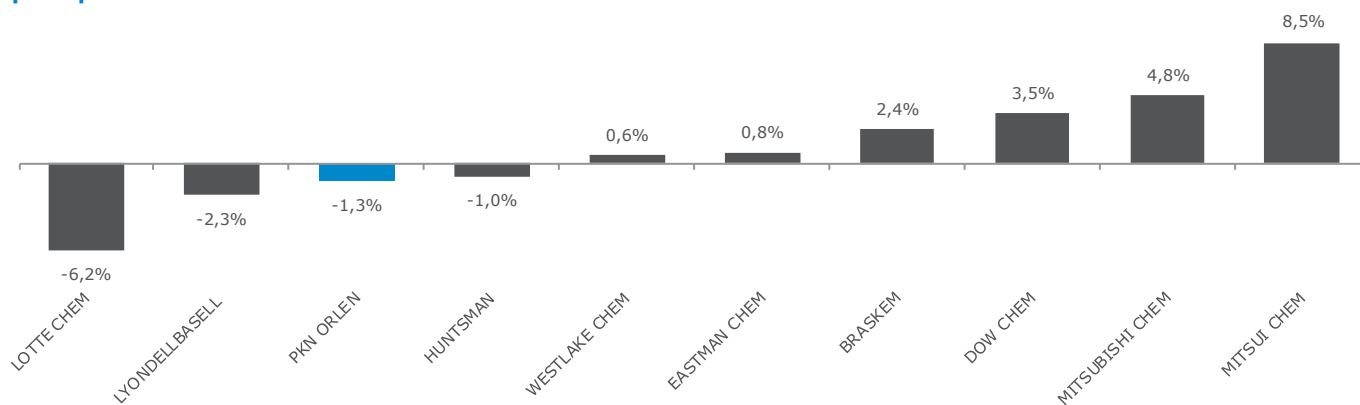
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Tygodniowy performance

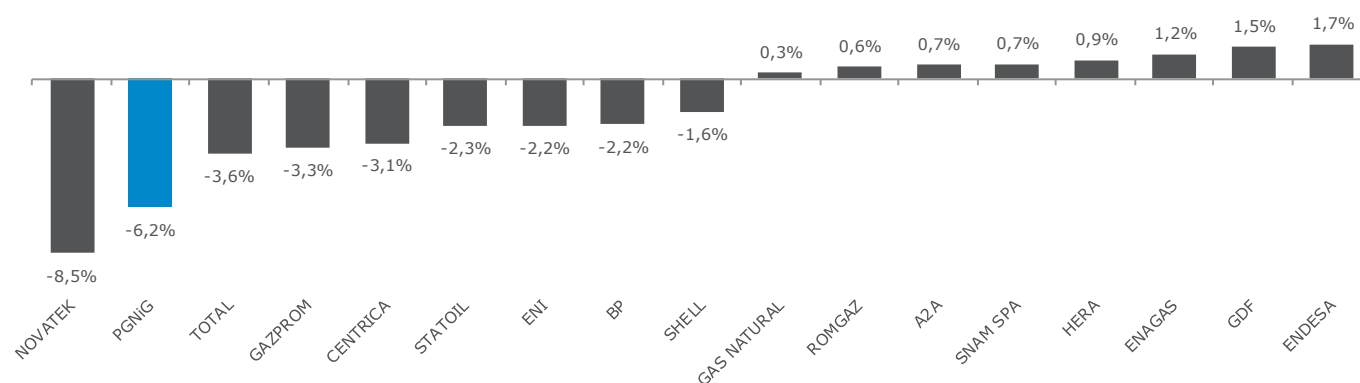
### Spółki rafineryjne



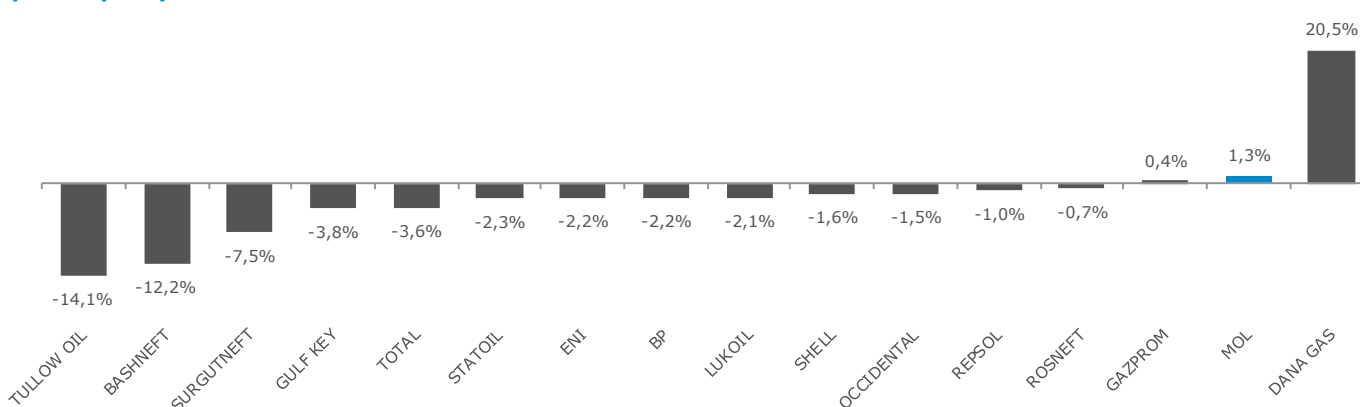
### Spółki petrochemiczne



### Spółki gazowe



### Spółki wydobywcze



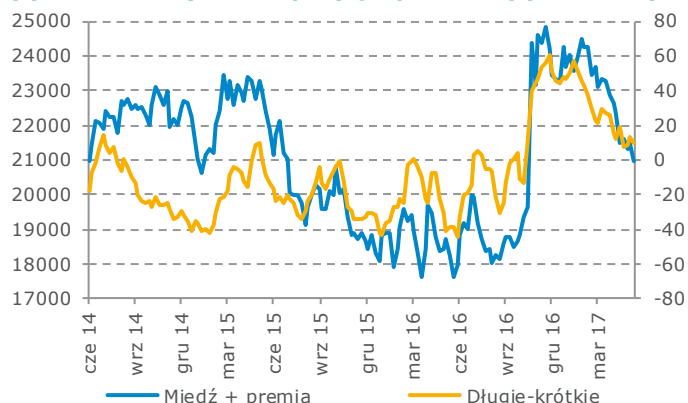
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Surowce

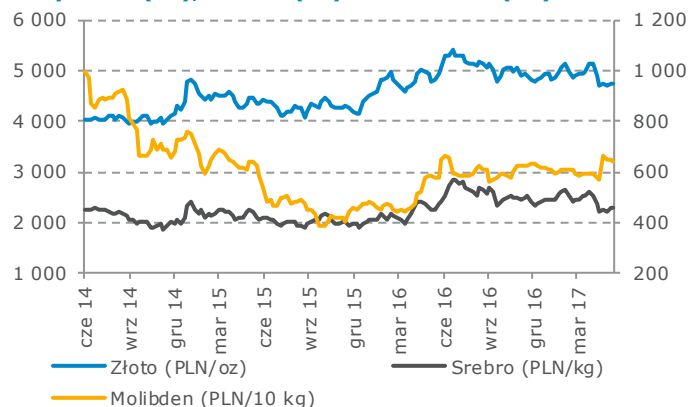
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



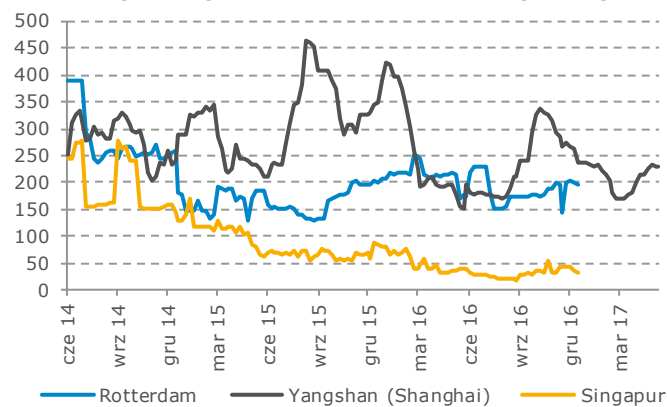
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



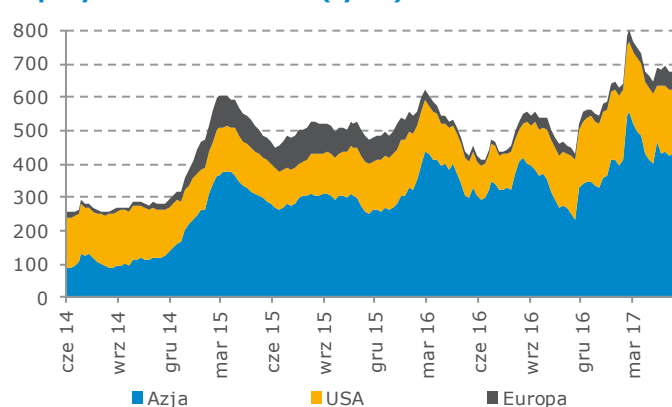
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



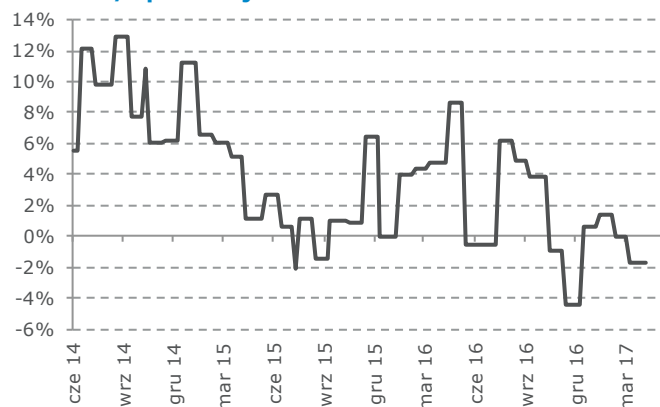
Wartości premii produkcyjnych dla miedzi (PLN/t)



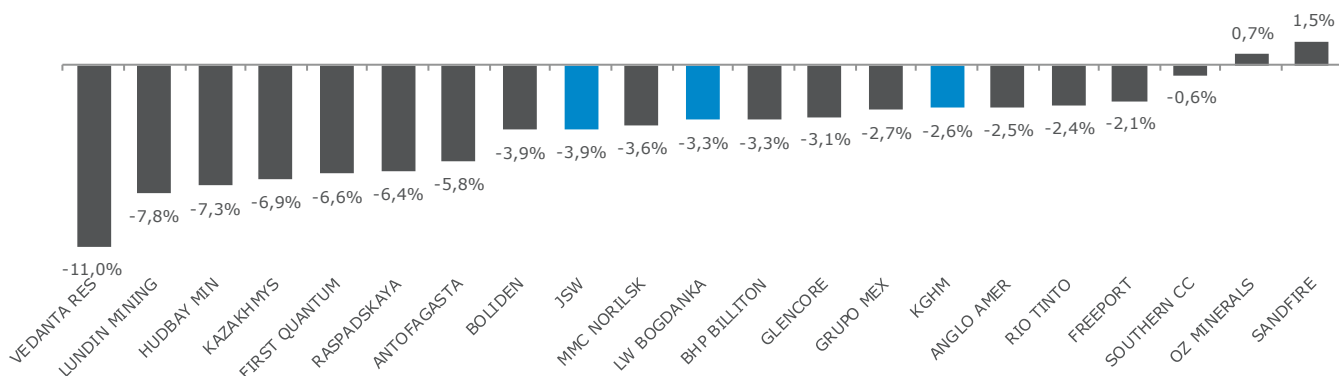
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



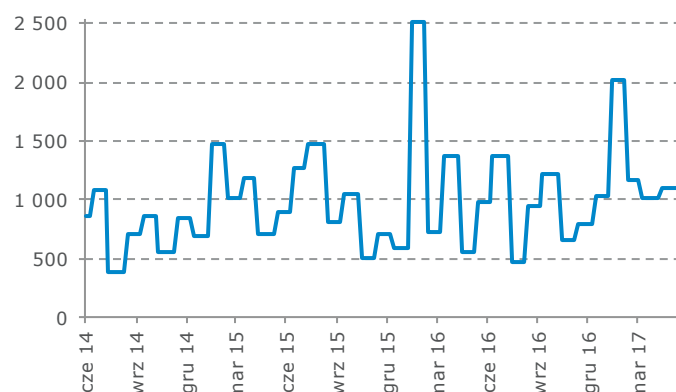
## Tygodniowy performance spółek surowcowych



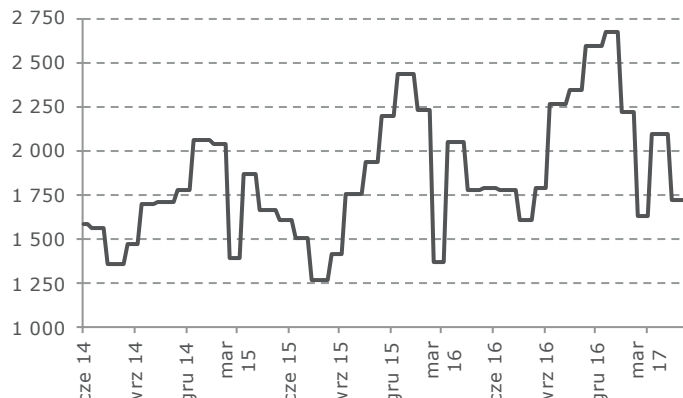
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Surowce

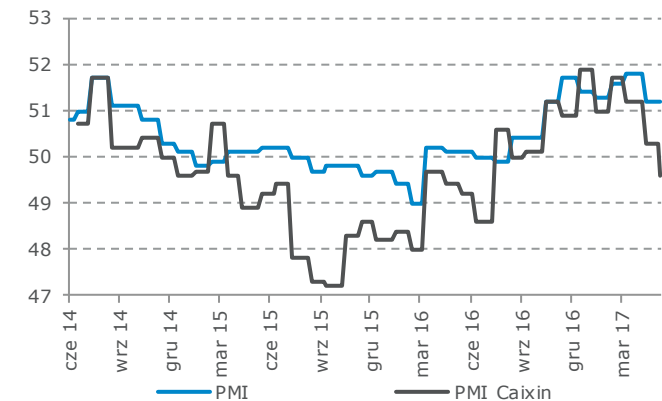
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



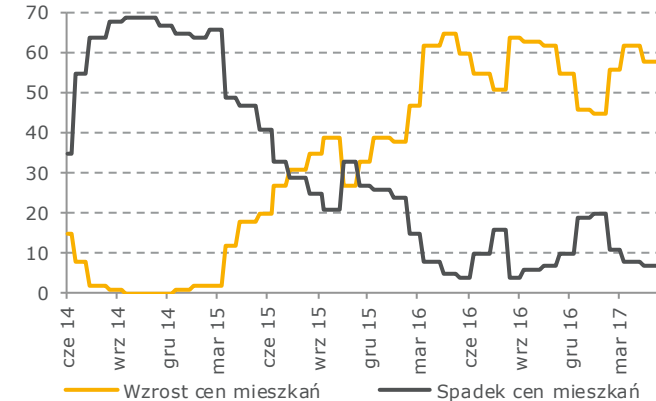
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



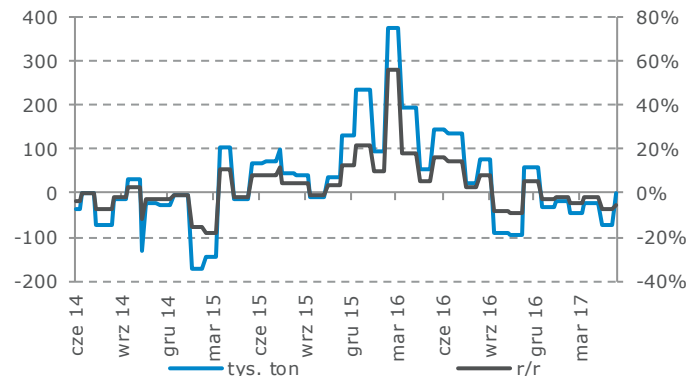
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



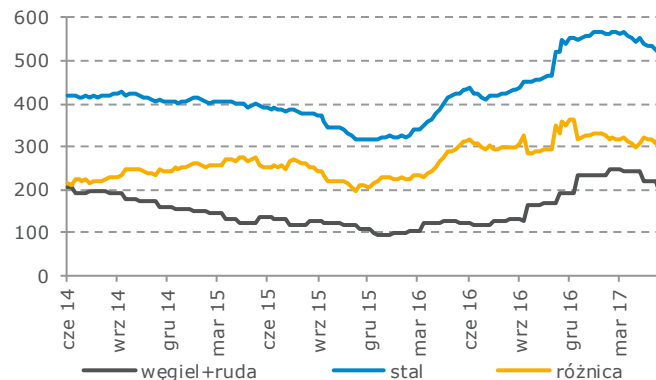
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



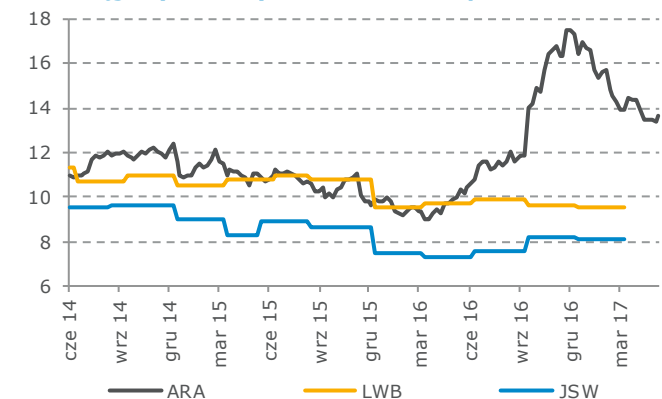
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



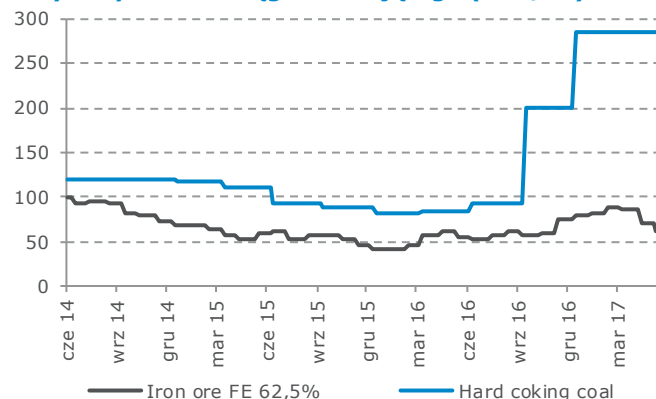
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie i kosztu wsadu surowcowego (USD/Mt)



Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



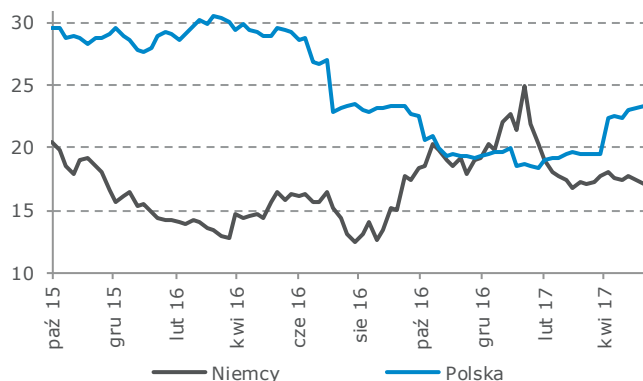
Ceny rudy żelaza i węgla koksującego (USD/Mt)



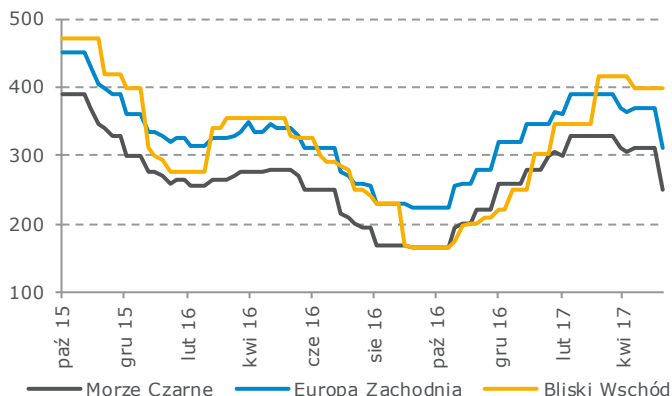
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Nawozy

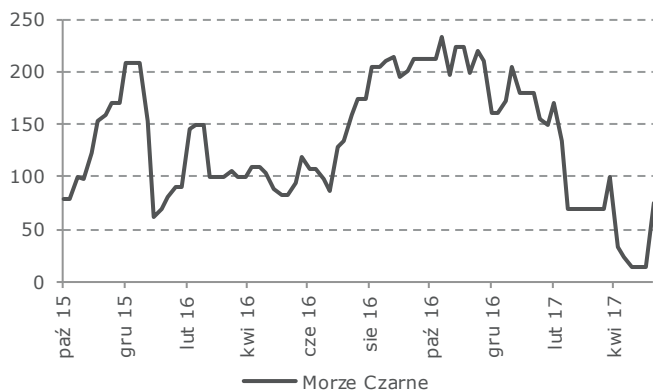
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



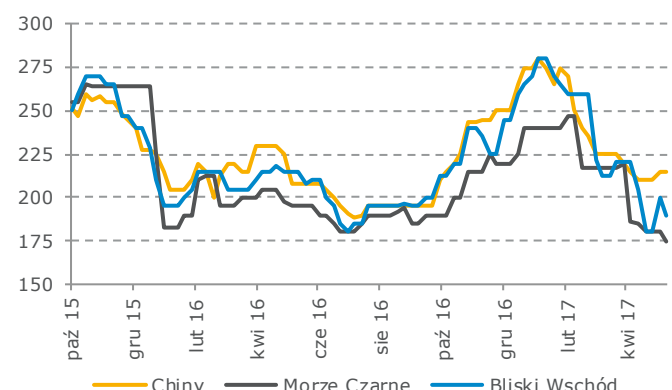
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



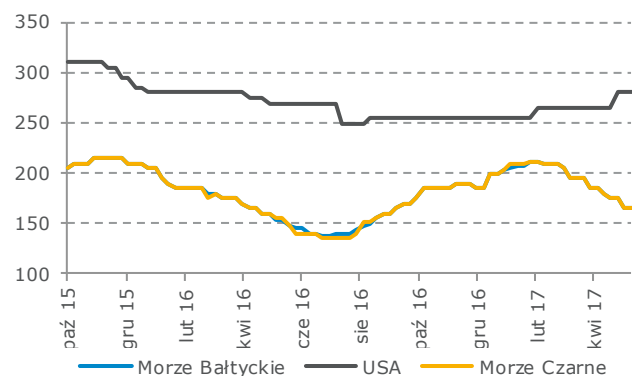
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



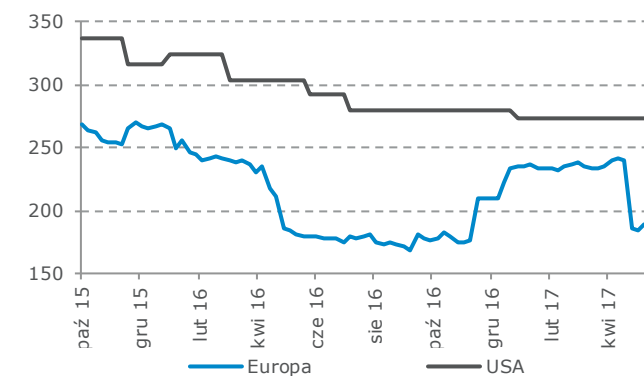
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



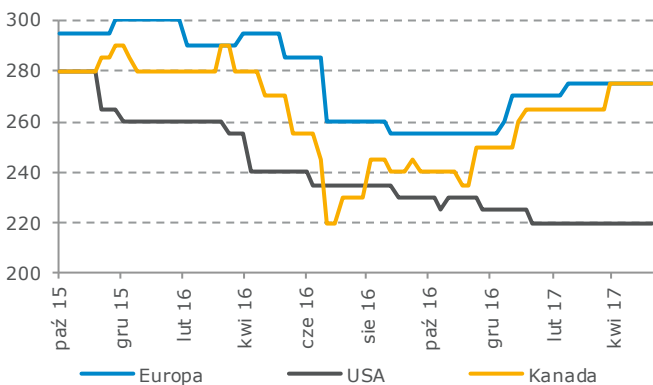
Ceny azotan amonu (AN) na świecie (USD/t)



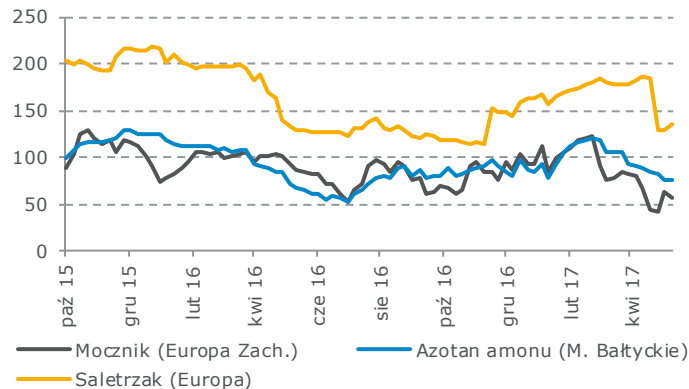
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)

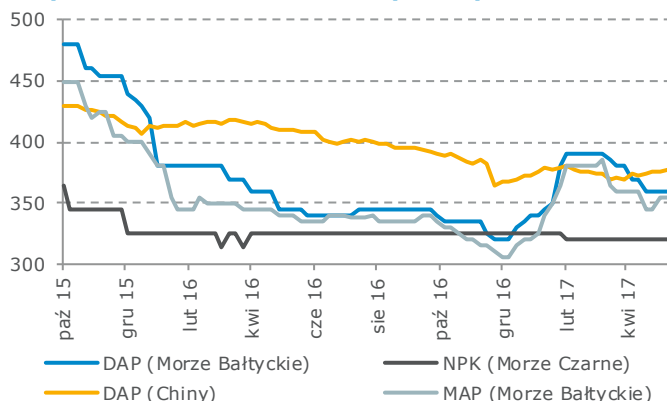


Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

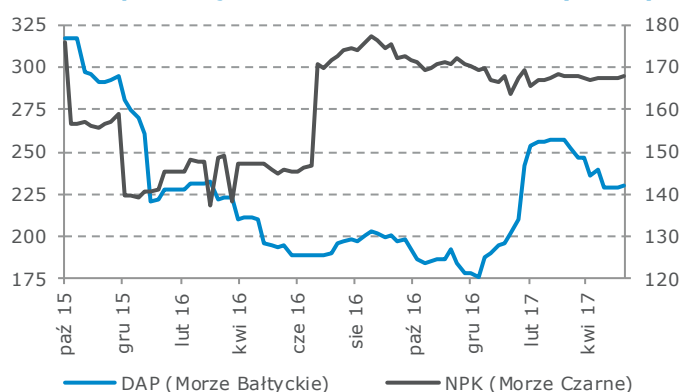


## Nawozy

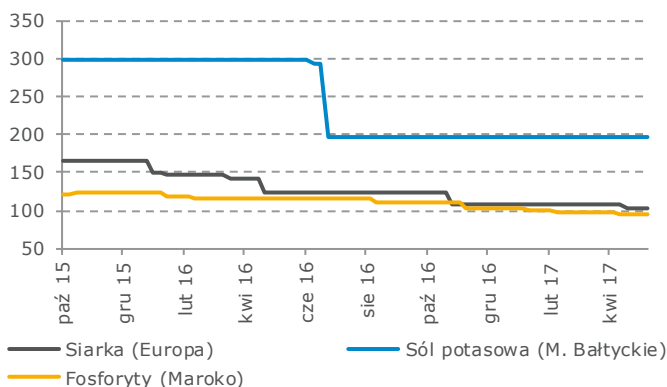
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



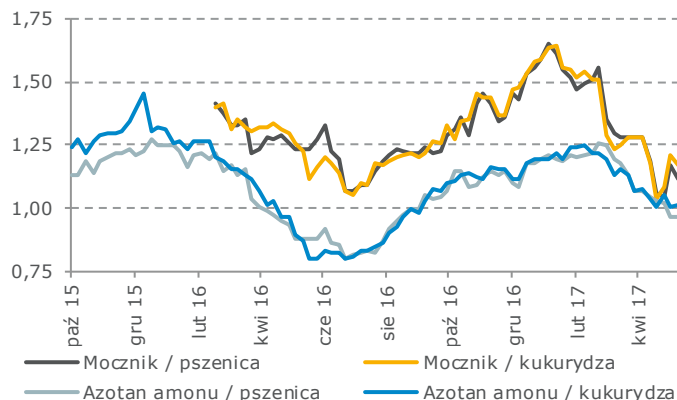
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



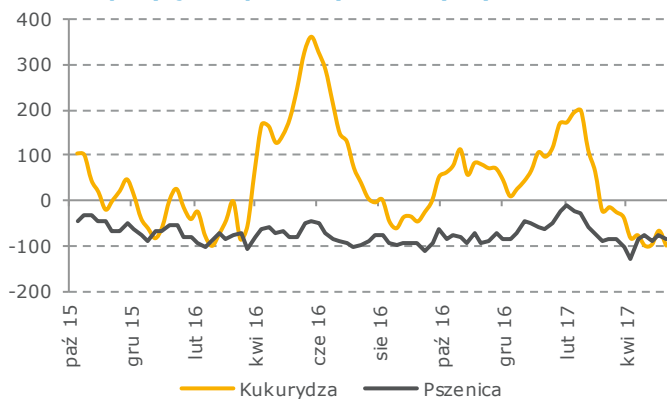
Ceny siarki, soli potasowej i fosforatów (USD/t)



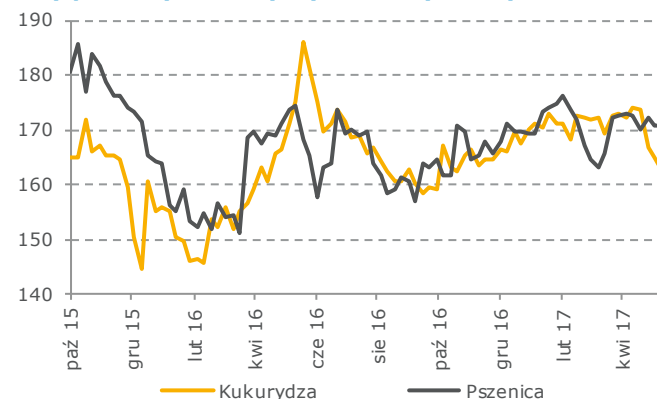
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



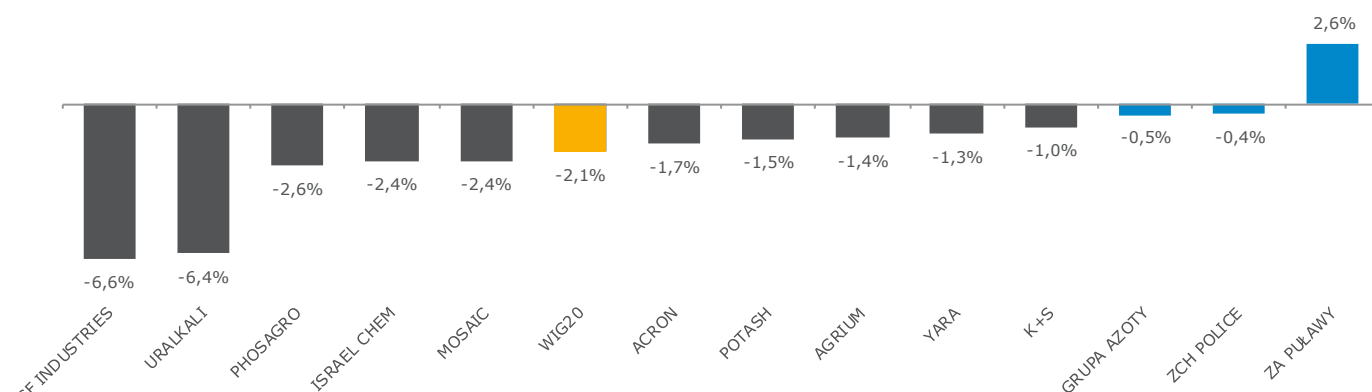
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



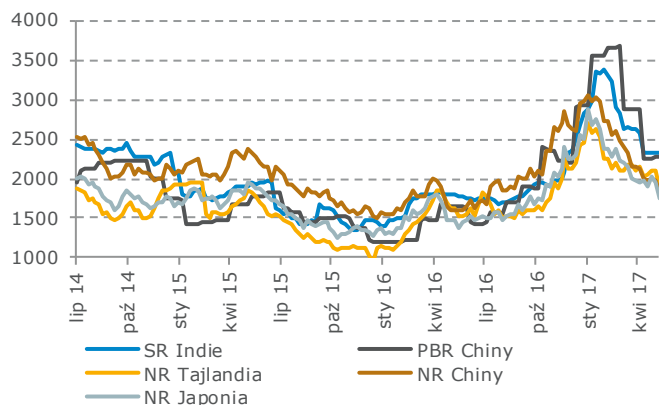
Tygodniowy performance producentów nawozów



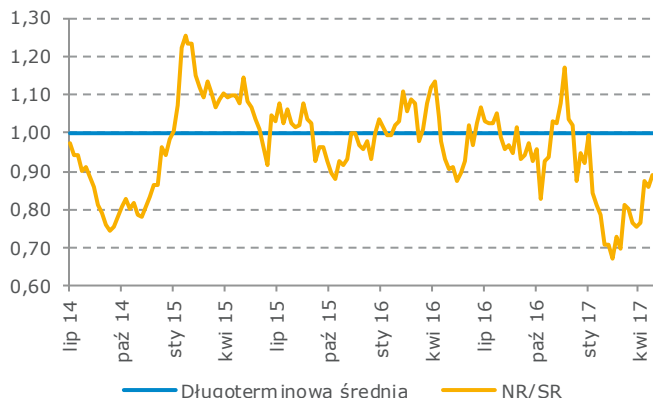
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Kauczuki syntetyczne

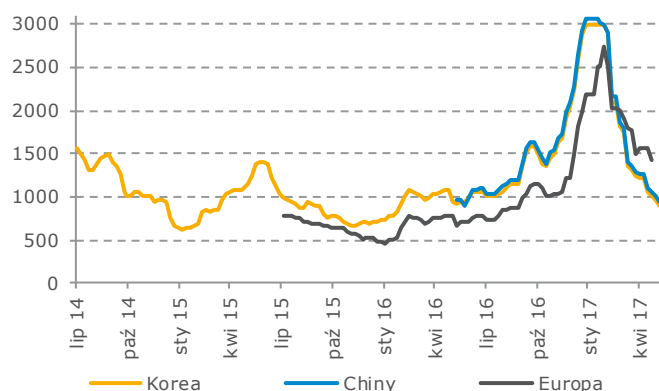
Ceny kauczuków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



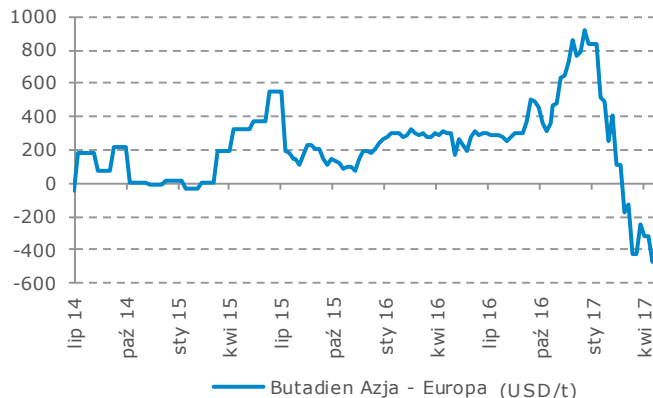
Relacja cen kauczuków syntetycznych i naturalnych



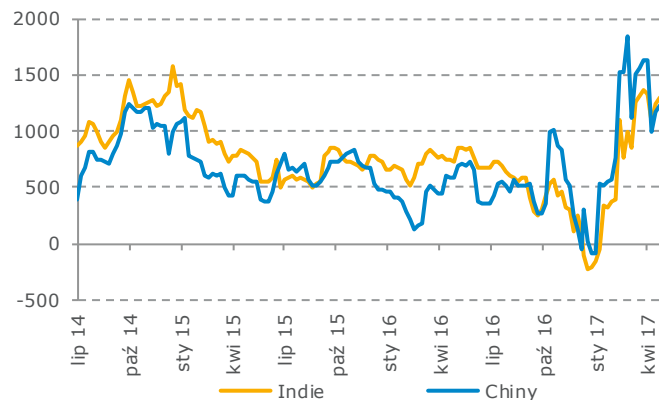
Ceny butadienu (USD/t)



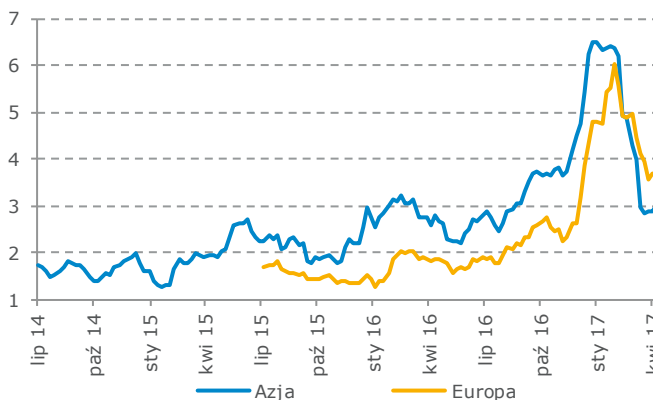
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



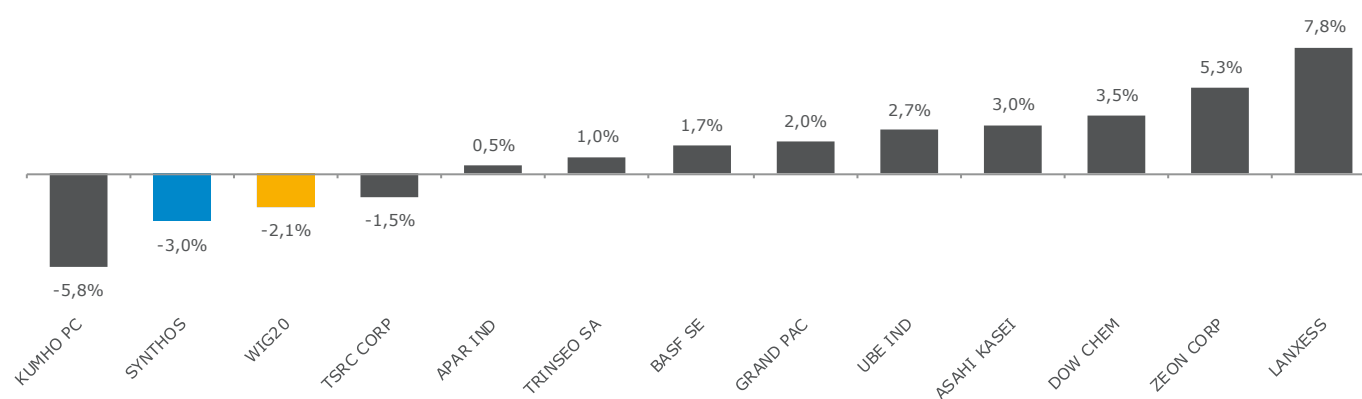
Różnica cen kauczuków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



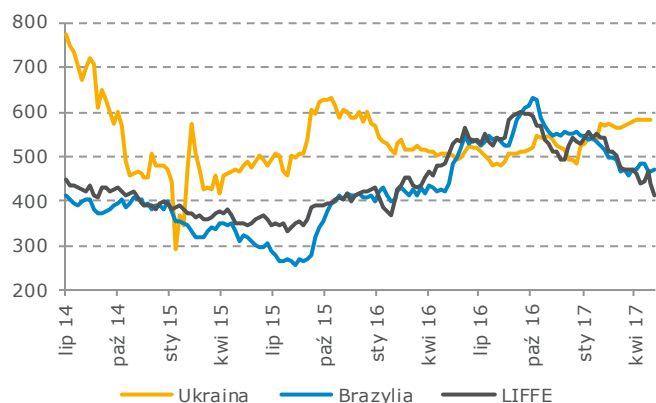
Tygodniowy performance producentów kauczuków syntetycznych



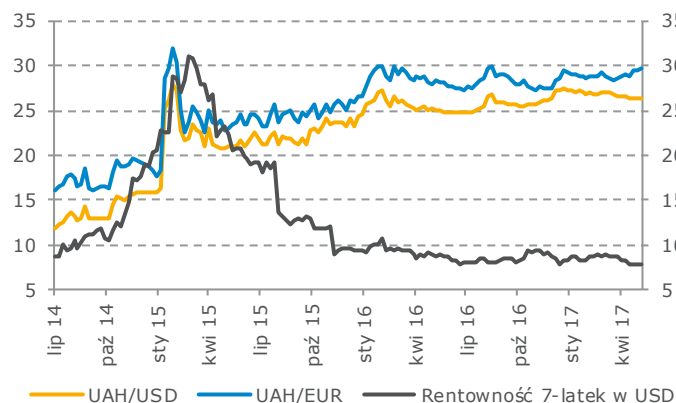
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Rynek spożywczy

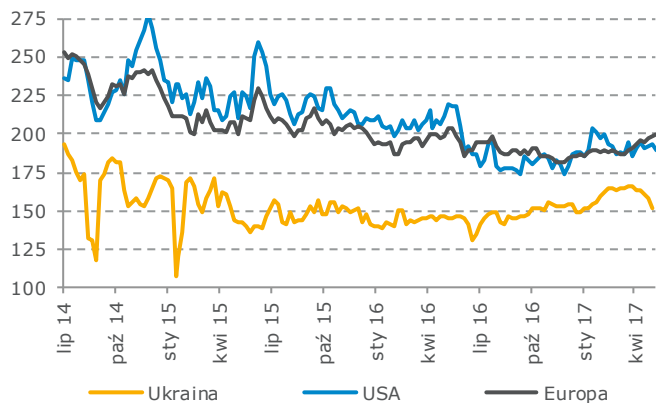
### Cena cukru (USD/Mt)



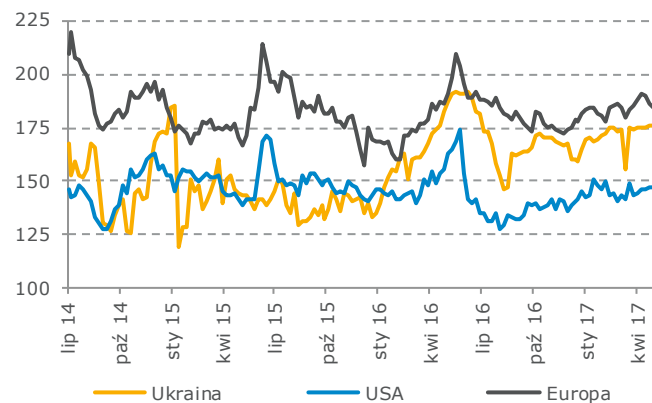
### Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



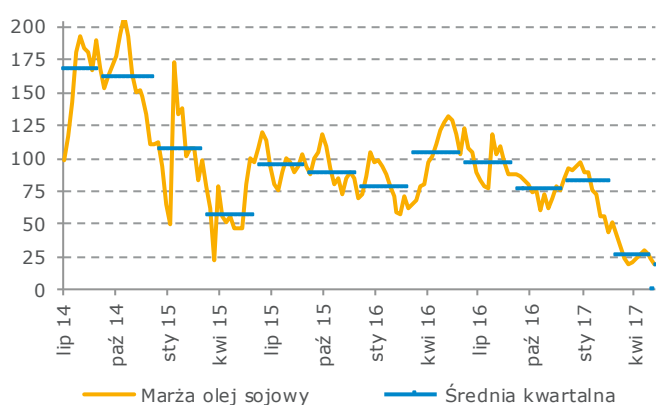
### Cena pszenicy (USD/Mt)



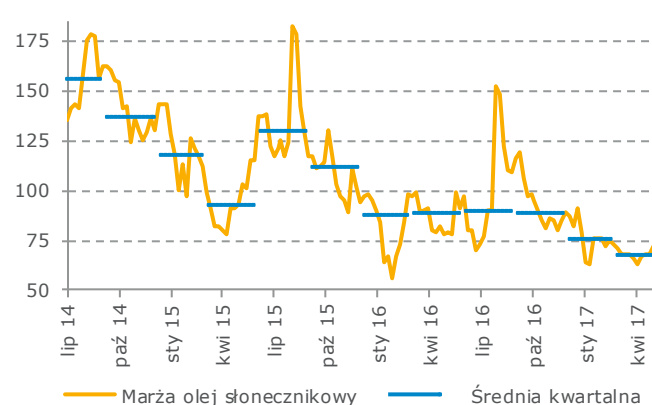
### Cena kukurydzy (USD/Mt)



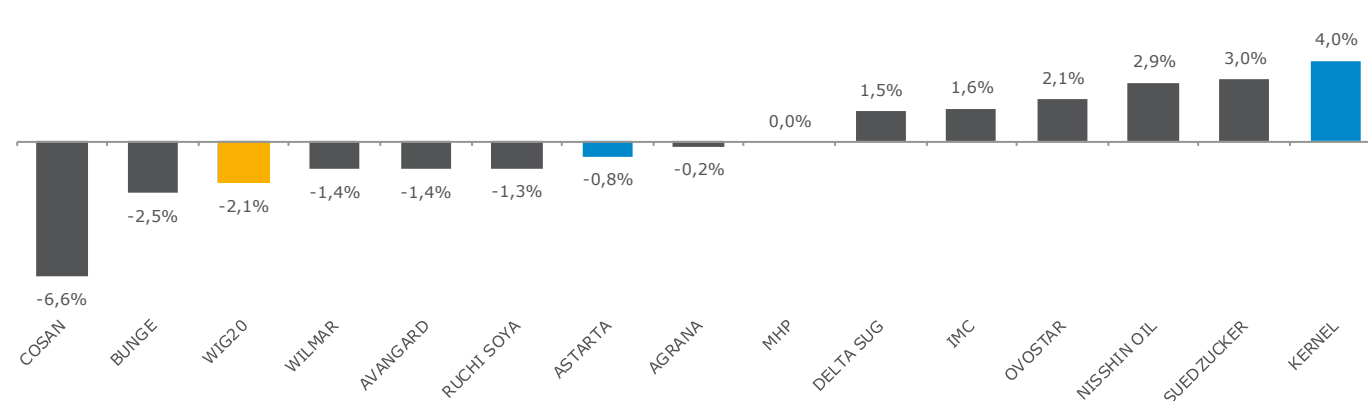
### Marża modelowa na soi (USD/Mt)



### Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



### Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

**Wycena spółek energetycznych (2017-06-05)**

	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
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
EDF	10,0	3,0	3,6	3,4	0,7	0,7	0,7	9,4	14,6	13,8	24%	20%	22%	8,4%	3,9%	3,8%
EDP	3,2	8,5	8,8	8,6	2,2	2,1	2,2	12,2	12,4	12,0	26%	24%	25%	6,0%	6,0%	6,0%
Endesa	22,1	8,4	8,4	8,3	1,5	1,4	1,4	16,6	17,3	17,0	18%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
Enel	4,7	6,7	6,6	6,3	1,5	1,4	1,3	18,1	13,3	12,0	22%	21%	21%	3,8%	4,6%	5,6%
EON	7,8	6,6	4,0	4,0	0,5	0,5	0,5	-	12,6	12,9	8%	13%	13%	2,7%	3,7%	4,0%
Fortum	14,5	12,2	10,1	10,0	3,4	3,1	3,0	23,1	20,1	19,8	28%	30%	30%	5,2%	6,1%	5,0%
Iberdola	7,2	9,8	9,5	9,0	2,7	2,5	2,4	16,9	16,5	15,4	27%	26%	27%	4,0%	4,4%	4,7%
National Grid	10,3	9,3	9,0	10,3	3,5	3,3	3,3	15,0	15,3	16,3	38%	37%	32%	4,2%	4,3%	5,7%
Red Electrica	20,2	11,1	10,9	10,6	8,7	8,4	8,2	17,1	16,2	15,4	78%	77%	77%	4,0%	4,5%	4,9%
RWE	18,0	8,7	4,0	4,0	0,5	0,5	0,5	-	10,3	11,3	6%	12%	12%	-	2,8%	2,9%
SSE	14,8	17,2	9,0	8,9	0,8	0,7	0,7	32,1	12,1	12,5	4%	8%	8%	6,0%	6,2%	6,4%
Verbund	16,8	8,6	10,7	12,0	3,2	3,2	3,2	13,8	19,7	23,7	37%	30%	27%	1,7%	1,6%	1,7%
CEZ	451,0	6,9	6,9	6,7	2,0	1,9	1,9	17,0	15,2	14,7	29%	28%	28%	8,9%	6,2%	5,3%
PGE	11,4	3,6	5,2	5,2	0,9	1,1	1,1	8,3	9,4	8,9	26%	21%	21%	2,2%	2,1%	2,7%
Tauron	3,4	4,3	4,9	5,1	0,8	0,9	1,0	16,0	6,0	5,7	19%	19%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Enea	12,0	4,5	5,0	4,0	0,9	1,1	1,0	6,8	7,7	6,6	21%	21%	24%	0,0%	0,0%	0,0%
Energia	9,9	4,3	4,6	4,5	0,9	0,8	0,8	27,1	8,0	7,5	20%	18%	18%	5,0%	2,4%	2,4%
ZE PAK*	16,4	2,6	2,5	3,6	0,6	0,5	0,7	3,4	2,8	5,0	21%	21%	18%	-	-	-
<b>Mediana</b>		<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>16,3</b>	<b>13,0</b>	<b>12,7</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,7%</b>

**Wycena spółek rafineryjnych (2017-06-05)**

	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
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	54,0	5,1	8,3	6,2	0,7	0,6	0,5	9,8	16,9	13,2	14%	7%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	22370,0	5,1	5,5	5,0	0,9	0,7	0,6	8,7	13,4	11,3	17%	13%	13%	2,4%	2,5%	2,6%
PKN Orlen	104,6	5,2	7,8	8,6	0,6	0,5	0,4	8,5	12,9	16,5	12%	6%	5%	1,9%	2,3%	2,8%
HollyFrontier	24,3	26,7	7,2	5,7	0,7	0,6	0,5	-	16,7	9,9	2%	8%	10%	5,4%	5,5%	5,6%
Tesoro	86,8	7,5	6,6	5,5	0,7	0,6	0,6	14,0	16,4	12,2	9%	9%	11%	2,4%	2,6%	2,8%
Valero Energy	62,4	6,0	5,9	5,2	0,4	0,4	0,4	12,6	12,8	10,2	7%	7%	7%	3,8%	4,5%	4,8%
Marathon Petroleum	52,8	10,0	8,4	7,3	0,7	0,6	0,6	23,8	18,3	14,4	7%	7%	8%	2,6%	2,8%	3,1%
Phillips 66	76,9	22,6	9,5	7,7	0,6	0,5	0,4	26,1	17,8	12,3	3%	5%	6%	3,2%	3,4%	3,7%
Tupras	98,1	9,0	7,1	7,2	0,9	0,6	0,5	13,7	9,9	9,7	10%	8%	7%	5,0%	7,5%	7,5%
OMV	46,5	11,1	5,6	5,6	1,2	0,9	0,9	-	14,0	13,9	10%	17%	16%	2,6%	2,6%	2,7%
Neste Oil	34,7	6,4	7,5	7,6	0,8	0,7	0,7	9,5	13,1	12,8	13%	10%	9%	3,7%	3,7%	3,8%
Hellenic Petroleum	6,8	4,7	5,7	6,3	0,6	0,5	0,5	6,3	8,7	9,7	13%	9%	7%	2,9%	4,5%	4,1%
Saras	2,1	3,1	4,1	4,5	0,3	0,2	0,2	9,9	12,0	15,3	9%	6%	5%	4,8%	4,4%	3,9%
Motor Oil	17,2	3,7	4,6	4,9	0,4	0,3	0,3	6,4	8,3	10,1	10%	7%	6%	5,2%	5,4%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>9,9</b>	<b>13,2</b>	<b>12,3</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>

**Wycena spółek petrochemicznych (2017-06-05)**

	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
<b>SPÓŁKI PETROCHEMICZNE</b>																
Axiall	62,9	12,2	7,4	7,2	2,3	1,5	1,5	20,5	14,5	13,5	19%	21%	21%	1,2%	1,2%	1,3%
Braskem	34,5	4,5	3,4	3,6	0,8	0,8	0,7	-	9,4	11,8	18%	23%	20%	7,3%	4,8%	5,3%
Dow Chemical	63,2	12,4	8,8	8,2	2,0	1,8	1,7	17,7	15,5	14,2	16%	20%	20%	2,9%	3,1%	3,3%
Eastman Chemical	80,5	9,4	8,4	8,1	2,1	2,0	1,9	13,9	10,8	10,0	22%	24%	24%	2,3%	2,6%	2,7%
Huntsman Corp	24,5	9,1	7,4	6,9	1,0	1,0	0,9	17,8	11,5	10,2	11%	13%	14%	2,0%	2,1%	2,1%
LyondellBasell	78,9	6,4	5,8	6,1	1,3	1,2	1,2	8,6	7,9	8,5	21%	20%	19%	4,2%	4,4%	4,6%
Mitsubishi Chemical	861,2	6,7	7,0	6,6	0,8	1,0	0,9	27,2	8,1	9,3	13%	14%	14%	1,7%	2,1%	2,5%
Mitsui Chemicals	585,0	8,5	7,0	6,7	0,8	0,9	0,8	25,5	10,1	9,9	9%	12%	12%	1,4%	2,0%	2,2%
Westlake Chemical	62,9	12,2	7,4	7,2	2,3	1,5	1,5	20,5	14,5	13,5	19%	21%	21%	1,2%	1,2%	1,3%
PKN Orlen	104,6	5,2	7,8	8,6	0,6	0,5	0,4	8,5	12,9	16,5	12%	6%	5%	1,9%	2,3%	2,8%
<b>Mediana</b>		<b>8,8</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>17,8</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,6%</b>

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

## Wycena spółek gazowych (2017-06-05)

	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
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
A2A	1,5	9,3	7,0	6,9	1,6	1,5	1,5	20,1	13,3	13,2	17%	22%	22%	3,4%	4,3%	4,5%
Centrica	2,0	4,2	6,1	6,0	0,6	0,5	0,5	6,3	12,0	11,5	13%	9%	9%	6,1%	6,2%	6,4%
Enagas	26,4	12,9	11,7	12,0	9,3	8,4	8,5	15,1	14,1	14,8	72%	72%	71%	5,1%	5,5%	5,8%
Endesa	22,1	8,4	8,4	8,3	1,5	1,4	1,4	16,6	17,3	17,0	18%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
Engie	13,5	8,1	5,8	5,9	0,9	0,9	0,9	-	13,9	13,2	11%	16%	15%	7,4%	5,2%	5,2%
Gas Natural SDG	22,0	8,6	8,5	8,1	1,8	1,8	1,7	16,4	16,5	15,1	21%	21%	21%	6,0%	4,5%	4,8%
Hera	2,9	8,4	7,1	7,0	1,4	1,4	1,3	20,3	19,6	19,0	17%	19%	19%	3,1%	3,4%	3,4%
Snam	4,1	11,6	12,4	12,3	9,7	9,8	9,7	16,3	15,5	15,1	84%	79%	79%	5,2%	5,4%	5,4%
PGNiG	6,3	6,2	5,0	4,2	1,1	1,0	0,9	15,6	11,9	9,7	18%	20%	20%	2,8%	3,8%	5,1%
BG Group	20,9	11,0	6,2	5,5	1,3	1,0	1,0	53,1	17,4	14,2	12%	17%	17%	7,0%	6,9%	7,0%
BP	4,6	13,6	5,8	5,1	0,9	0,7	0,6	100+	20,0	15,8	6%	11%	12%	6,7%	6,6%	6,7%
Eni	14,0	6,8	4,3	3,6	1,2	1,0	0,9	-	22,1	15,3	17%	23%	25%	5,7%	5,7%	5,8%
Gazprom	119,0	3,8	3,6	3,1	0,8	0,8	0,7	2,8	4,1	3,4	21%	22%	24%	6,6%	6,1%	7,4%
NovaTek	108,0	7,6	9,3	8,2	3,7	3,4	3,1	9,4	13,2	11,7	48%	36%	38%	2,2%	2,9%	3,3%
ROMGAZ	33,9	5,5	4,9	4,4	2,9	2,5	2,4	13,1	10,7	9,5	52%	50%	54%	6,1%	7,1%	8,1%
Shell	24,0	11,0	6,2	5,6	1,3	1,0	1,0	44,9	14,7	12,0	12%	17%	17%	7,0%	6,8%	7,0%
Statoil	146,3	5,9	3,1	2,8	1,5	1,2	1,1	-	15,4	12,8	26%	39%	40%	5,1%	5,0%	5,1%
Total	45,8	8,8	5,6	5,1	1,2	0,9	0,9	19,5	12,2	10,6	14%	17%	17%	5,2%	5,3%	5,4%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>16,3</b>	<b>14,4</b>	<b>13,2</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>

## Wycena spółek wydobywczych (2017-06-05)

	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
<b>SPÓŁKI WYDOBYWCZE</b>																
Bashneft	2615,0	4,1	3,8	3,6	0,9	0,8	0,8	8,4	6,5	6,1	22%	21%	22%	-	5,4%	7,1%
BP	4,6	13,6	5,8	5,1	0,9	0,7	0,6	100+	20,0	15,8	6%	11%	12%	6,7%	6,6%	6,7%
Dana Gas	0,5	8,5	7,0	6,3	5,6	3,9	3,4	-	29,4	14,7	65%	56%	55%	-	-	-
Eni	14,0	6,8	4,3	3,6	1,2	1,0	0,9	-	22,1	15,3	17%	23%	25%	5,7%	5,7%	5,8%
Gazprom Neft	199,0	4,4	4,1	3,6	1,0	0,9	0,8	4,7	4,4	3,8	22%	22%	22%	6,6%	5,9%	6,8%
Gulf Keystone	1,1	-	3,9	1,6	1,8	2,3	1,1	-	-	5,4	-	58%	71%	-	-	-
Lukoil	2734,5	3,8	3,3	3,0	0,5	0,5	0,5	9,4	5,0	4,4	14%	15%	15%	2,7%	7,7%	8,6%
MOL	22370,0	5,1	5,5	5,0	0,9	0,7	0,6	8,7	13,4	11,3	17%	13%	13%	2,4%	2,5%	2,6%
Occidental Petroleum	60,1	20,8	9,3	7,7	5,4	4,1	3,6	-	60,4	33,3	26%	43%	48%	5,0%	5,1%	5,2%
Repsol	14,9	7,7	5,7	5,3	0,9	0,8	0,8	12,8	11,0	10,3	12%	14%	14%	4,9%	5,3%	5,5%
Rosneft Oil	305,0	5,1	4,3	3,7	1,2	1,0	0,9	17,9	7,5	5,7	23%	23%	23%	2,9%	3,8%	5,3%
Shell	24,0	11,0	6,2	5,6	1,3	1,0	1,0	44,9	14,7	12,0	12%	17%	17%	7,0%	6,8%	7,0%
Surgutneftegas	27,8	-	-	-	-	-	-	-	4,3	4,6	-	-	-	6,5%	5,0%	7,3%
Statoil	146,3	5,9	3,1	2,8	1,5	1,2	1,1	-	15,4	12,8	26%	39%	40%	5,1%	5,0%	5,1%
Total	45,8	8,8	5,6	5,1	1,2	0,9	0,9	19,5	12,2	10,6	14%	17%	17%	5,2%	5,3%	5,4%
Tullow Oil	1,7	-	7,6	6,3	6,3	4,9	4,3	-	30,4	12,4	-	65%	69%	-	-	0,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>11,1</b>	<b>13,4</b>	<b>11,0</b>	<b>17%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,6%</b>

## Wycena spółek surowcowych (2017-06-05)

	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
<b>GÓRNICITWO I METALE</b>																
Anglo American	10,3	7,9	3,7	4,3	1,4	1,3	1,3	12,2	6,5	9,0	18%	35%	30%	-	5,1%	5,6%
BHP Billiton	11,7	26,4	5,3	5,7	3,7	2,9	2,9	-	11,8	13,9	14%	54%	51%	2,0%	5,5%	5,2%
Freeport-McMoRan	11,4	-	5,8	5,1	2,1	2,0	2,0	-	11,1	8,6	-	35%	39%	-	-	0,8%
Kazakhmys	4,7	18,2	7,2	5,5	7,2	3,4	2,7	17,4	9,9	7,2	39%	48%	50%	-	-	0,4%
Rio Tinto	31,1	7,9	5,0	6,0	2,7	2,3	2,5	17,9	10,0	13,4	34%	46%	42%	4,2%	6,4%	4,9%
Southern CC	34,7	14,5	10,3	9,3	6,0	5,0	4,6	34,7	19,5	17,2	41%	49%	50%	0,5%	1,3%	2,3%
Glencore	2,8	10,9	6,0	6,1	0,6	0,5	0,4	41,8	12,7	14,3	5%	8%	7%	1,9%	3,3%	4,4%
Antofagasta	7,8	12,2	6,7	6,2	3,5	3,1	2,9	71,5	22,9	20,4	29%	46%	47%	1,8%	1,9%	2,0%
Grupo Mexico	51,2	8,2	7,0	6,3	3,6	3,2	2,9	21,2	14,6	12,6	44%	45%	46%	1,8%	3,0%	4,0%
JSW*	68,0	8,0	2,3	3,7	1,3	1,0	1,2	100+	3,5	7,0	16%	43%	32%	-	-	0,6%
KGHM	108,1	-	4,3	4,3	1,5	1,3	1,2	-	6,5	7,1	-	30%	29%	1,4%	0,9%	6,2%
LW Bogdanka*	64,3	3,7	3,7	3,3	1,2	1,2	1,1	12,0	11,1	9,5	34%	33%	35%	3,1%	3,3%	2,7%
<b>Mediana</b>		<b>9,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>19,5</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>31%</b>	<b>44%</b>	<b>40%</b>	<b>1,9%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,4%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
RUSAL	3,8	10,2	8,9	8,9	2,0	1,8	1,8	6,3	6,6	6,1	19%	20%	20%	3,4%	1,2%	2,7%
Alcoa	33,3	12,8	4,3	4,8	1,0	0,8	0,8	-	12,0	13,1	8%	19%	17%	0,8%	-	-
Constellium	7,1	6,7	6,6	6,1	0,6	0,5	0,5	-	11,4	7,0	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	85,0	7,5	8,3	7,5	1,2	1,1	1,1	16,5	17,8	15,3	16%	14%	15%	2,1%	2,4%	2,4%
Norsk Hydro	45,3	8,4	5,5	5,3	1,1	1,0	1,0	14,5	12,6	11,8	14%	18%	18%	2,8%	3,0%	3,4%
Grupa Kęty	427,0	11,2	11,1	10,4	2,0	1,8	1,8	14,5	16,1	16,4	18%	17%	17%	4,2%	7,0%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>9,3</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>14,5</b>	<b>12,3</b>	<b>12,4</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,0%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych (2017-06-05)**

SPÓŁKI NAWOZOWE	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
Acron	3031,0	6,3	5,9	6,4	2,1	1,9	1,9	4,6	6,0	6,3	33%	33%	30%	9,9%	6,6%	10,1%
Uralkali	128,8	10,6	10,9	11,8	5,5	5,4	5,4	1,8	4,4	5,2	52%	49%	46%	-	-	-
Agrium	91,5	10,2	9,4	8,4	1,3	1,2	1,2	21,3	17,4	14,8	13%	13%	14%	3,8%	3,8%	4,0%
Phosagro	2267,0	5,5	6,3	5,9	2,1	2,2	2,1	4,9	7,4	7,5	39%	35%	35%	6,8%	6,4%	6,8%
K+S	23,0	11,2	9,5	7,2	2,0	1,8	1,6	25,3	22,0	13,3	18%	18%	22%	1,3%	1,9%	2,9%
Yara International	318,9	6,8	7,1	6,1	1,1	1,0	1,0	13,7	14,7	12,0	16%	15%	16%	3,1%	3,2%	3,7%
The Mosaic Company	22,6	10,9	9,5	7,8	1,6	1,5	1,4	26,6	23,7	17,1	14%	16%	18%	4,9%	2,8%	2,9%
Potash	16,4	14,3	12,5	11,2	4,7	4,6	4,4	41,9	26,6	23,4	33%	37%	39%	4,3%	2,4%	2,5%
CF Industries	26,3	16,9	11,9	9,5	3,7	3,4	3,1	-	-	34,3	22%	28%	32%	4,6%	4,6%	4,6%
Israel Chemicals	14,9	21,2	7,9	7,0	1,6	1,5	1,5	-	11,4	9,6	8%	20%	21%	4,0%	4,5%	4,7%
Grupa Azoty	65,7	7,7	7,2	6,8	0,9	0,9	0,9	18,4	19,0	14,6	11%	12%	13%	1,3%	1,2%	3,9%
ZA Police*	20,5	9,3	11,5	9,3	0,8	0,9	0,7	17,5	25,3	11,0	9%	7%	8%	-	2,0%	2,4%
ZCh Puławy*	171,5	5,0	5,7	5,2	0,8	0,8	0,8	12,1	12,3	10,2	17%	13%	15%	6,1%	5,8%	7,7%
<b>Mediana</b>		<b>10,2</b>	<b>9,4</b>	<b>7,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>17,5</b>	<b>16,1</b>	<b>12,0</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,9%</b>

**Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-06-05)**

SPÓŁKI	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
Synthos	4,6	11,4	8,9	10,6	1,6	1,2	1,2	21,8	12,6	16,6	14%	14%	11%	11,6%	10,9%	5,6%
Lanxess	68,2	8,2	6,3	5,6	1,0	0,9	0,8	32,5	19,0	14,9	12%	14%	14%	1,0%	1,3%	1,5%
BASF	85,3	8,8	8,0	7,7	1,6	1,5	1,4	19,3	15,3	14,4	19%	19%	19%	3,5%	3,6%	3,8%
Dow Chemical	63,2	12,4	8,8	8,2	2,0	1,8	1,7	17,7	15,5	14,2	16%	20%	20%	2,9%	3,1%	3,3%
Asahi Kasei	1093,5	6,6	7,0	6,6	0,9	1,0	0,9	16,6	14,4	13,9	14%	14%	14%	1,8%	1,9%	2,1%
Grand Pacific Petro	20,9	5,2	4,8	4,8	1,0	1,0	1,0	7,9	8,9	9,1	20%	20%	21%	4,5%	5,1%	4,8%
TSRC Corp	33,5	12,8	11,3	8,2	1,4	1,2	1,0	27,9	16,8	11,1	11%	10%	13%	3,9%	5,1%	6,7%
Trinseo	65,6	6,2	6,0	5,7	1,0	0,9	0,9	9,6	8,7	8,1	16%	15%	15%	-	1,9%	2,1%
Kumho Petrochem	76900,0	11,7	9,7	8,3	1,1	0,8	0,8	29,4	13,9	10,9	9%	9%	9%	1,0%	1,3%	1,5%
ZEON Corp	1161,0	6,0	6,0	5,2	1,1	1,1	1,0	14,5	12,5	10,5	17%	18%	20%	1,3%	1,4%	1,5%
Apar Industries	854,8	8,2	6,9	6,2	0,6	0,6	0,5	20,2	18,4	15,8	7%	9%	9%	0,6%	1,0%	1,0%
Ube Industries	271,0	6,3	7,0	6,4	0,8	0,8	0,8	15,0	14,0	11,2	12%	11%	12%	1,8%	2,2%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>8,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>18,5</b>	<b>14,2</b>	<b>12,6</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,3%</b>

**Wycena spółek spożywczych (2017-06-05)**

SPÓŁKI SPOŻYWCZE	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
Agrana Beteiligungs	103,2	10,1	8,0	7,0	0,8	0,7	0,7	17,8	13,8	12,2	8%	9%	10%	3,9%	4,0%	4,3%
Bunge Limited	80,1	9,6	9,0	8,2	0,4	0,4	0,3	15,8	14,9	12,6	4%	4%	4%	2,0%	2,2%	2,3%
Cosan	34,5	11,3	4,3	4,0	0,4	0,4	0,4	13,5	11,8	10,6	4%	10%	10%	7,4%	6,4%	7,5%
Delta Sugar	20,0	17,5	-	-	2,5	-	-	19,9	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	10,3	5,1	5,0	5,0	1,9	1,7	1,6	20,5	6,4	5,5	37%	33%	31%	7,3%	6,7%	7,2%
Nisshin Oillio	677,0	11,7	9,5	9,6	0,5	0,5	0,5	21,2	16,4	16,4	4%	5%	5%	1,5%	1,5%	1,5%
Suedzucker	19,8	10,6	7,5	6,8	0,8	0,8	0,8	37,3	16,4	14,9	8%	11%	11%	1,5%	2,3%	2,6%
Wilmar Int.	3,6	13,2	11,9	11,4	0,7	0,7	0,7	16,3	12,6	11,8	6%	6%	6%	1,8%	2,8%	3,0%
Kemel	71,0	5,2	4,5	4,3	0,9	0,7	0,6	25,1	21,7	23,4	17%	16%	14%	0,4%	0,4%	0,9%
Astarta*	65,8	3,6	3,7	3,7	1,5	1,3	1,3	4,6	4,2	4,5	42%	36%	34%	-	-	-
IMC*	10,7	3,0	2,9	-	1,3	1,2	-	3,9	-	-	45%	44%	-	-	-	-
Ovostar*	99,0	4,4	3,9	-	1,9	1,6	-	6,8	4,6	-	42%	41%	-	-	-	-
<b>Mediana</b>		<b>9,8</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>17,1</b>	<b>13,2</b>	<b>12,2</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,8%</b>

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 posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem publikacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

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

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

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

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

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

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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.

## Dom Maklerski mBanku

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

### Departament Analiz

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

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

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

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

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

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

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

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

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

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

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

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

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

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

**Magdalena Bernacik**  
tel. +48 22 697 49 61  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

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

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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