

wtorek, 2 kwietnia 2019 | 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 na rynku niemieckim nadal oscylują wokół 46 EUR/MWh w kontrakcie rocznym, choć nadal utrzymuje się negatywny trend na węglu i gazie. Niemniej jednak jest to równoważone nieznacznym wzrostem uprawnień do emisji (21,9 EUR/t). W Polsce również nie obserwujemy większych zmian w kontrakcie rocznym, ale oczekujemy poprawy notowań z uwagi na normalizację warunków wietrznych oraz plany remontowe w KSE. Warto odnotować dynamiczne odbicie cen zielonych certyfikatów po deklaracji ME o rezygnacji ze zmian w kalkulacji opłaty zastępczej.

#### Rynek paliwowy

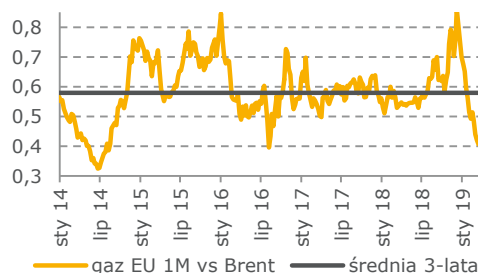
Ceny ropy kontynuują zwyżki z uwagi na obawy o wielkość podaży (niska produkcja z OPEC, spadające wolumeny w Rosji, systematyczny spadek liczby aktywnych wiertni w USA). Marże rafineryjne mimo droższego surowca odbiły w okolice 6-7 USD/Bbl, głównie za sprawą benzyny (efekt problemów logistycznych w USA po pożarze pod Houston oraz planowanych sezonowych przestojów remontowych). Marże na tym produkcie są nawet wyższe niż na dieslu, gdzie rynek dyskontuje wzrost zapasów w portach ARA. W obszarze petrochemicznym wróciliśmy do negatywnych tendencji na większości kluczowych produktów. Nadal nie odnotowujemy odwrócenia trendu na rynku gazu.

#### Rynek metali

Rynek pozytywnie ocenił lepszy m/m odczyt PMI w Chinach za III'19, który powrócił do poziomów powyżej 50 pkt (50,8 pkt). Wzrostami reagowały ceny metali przemysłowych.

Liczba otwartych pozycji na miedzi spadła w ubiegłym tygodniu do poziomu 2 tys. sztuk (jeszcze trzy tygodnie 31 tys. sztuk – najwyższej od IH'18). Monitorowane zapasy miedzi zatrzymały wzrost w ubiegłym tygodniu (ogółem -1,6% t/t).

#### Wykres tygodnia



#### Ceny gazu w relacji do ropy

Ceny gazu na rynku spot notują kolejne minima, co przy mocnym trendzie na ropie implikuje spadek relacji cen tych surowców w okolice dołków z 2014 roku. Biorąc pod uwagę efekt sezonowości kontraktów miesięcznych, spread do notowań Henry Hub (+koszty transportu), relacje kosztów produkcji energii z węgla oraz perspektywę odbicia dynamiki importu w Chinach oczekujemy jednak, że gaz zacznie nadrobić dystans do ropy.

#### PMI w przemyśle stalowym w Chinach

PMI w sektorze stalowym w Chinach w III'19 spadł do 46,8 pkt (50,6 pkt w II'19). Niski odczyt zaliczył również subindeks nowych zamówień (46,3 pkt) oraz bieżącej produkcji (44,7 pkt). Uczestnicy rynku zwracają uwagę na wysokie zapasy oraz słabe marże osiągnięte przez producentów wielkopiecowych (BOF). Pod wyraźną presją znajdują się ceny koksu w Chinach, co przekłada się negatywnie na ceny węgla koksowego i marże koksownicze.

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

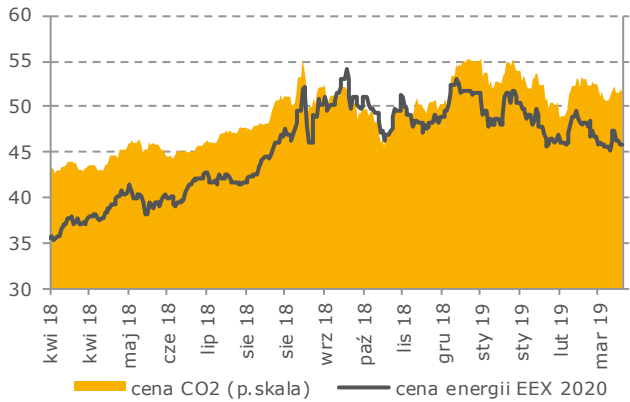
#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
ZA Puławy	-7,8%	+48%
Kęty	-4,8%	-2%
Astarta	-2,8%	+21%
Tupras	-2,7%	+27%
Orzeł Biały	-2,5%	-7%
Kernel	-1,6%	+2%
Tauron	-1,5%	-7%
CEZ	-1,1%	+1%
Ciech	-0,7%	+24%
Energa	-0,5%	-4%
IMC	-0,4%	+6%
Enea	+0,1%	-12%
Tarczyński	+0,3%	-10%
PCC Rokita	+0,5%	+9%
LW Bogdanka	+0,8%	-6%
MOL	+0,9%	+8%
JSW	+0,9%	-8%
Grupa Azoty	+1,0%	+37%
PGNiG	+1,4%	-9%
Lotos	+1,7%	-3%
PKN Orlen	+1,8%	-8%
PGE	+2,2%	+1%
OMV	+3,8%	+28%
ZCh Police	+4,3%	+7%
KGHM	+5,8%	+23%
Kruszwica	+6,6%	+13%
Impexmetal	+6,6%	+29%
ZE PAK	+8,8%	+11%
Boryszew	+11,0%	+5%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+1,0%	+5%
Chemia	+0,5%	+27%
Energia	+1,0%	-2%
Paliwa	+1,5%	-7%
Spożywczy	-1,1%	+4%
Surowce	+4,7%	+15%
Ukraina	-1,0%	+6%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+6,5%	+25%
Oil & Gas E&P	+2,9%	+16%
Refining EU	+0,8%	+5%
Refining US	-0,2%	+9%
Agri & Food	+0,9%	+16%
Kauczuki	+2,6%	+10%
Nawozy	+2,9%	+1%
Chemicals EU	+1,2%	+12%
Industrials EU	+3,8%	+16%
Petchem World	+4,2%	+7%
Utilities EU	-1,0%	+12%
Utilities US	-1,3%	+10%

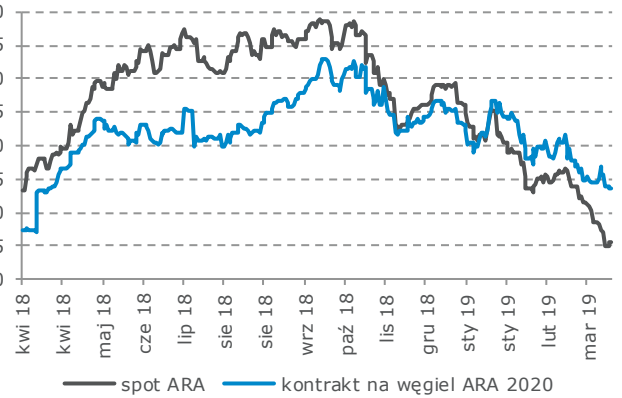


## Energetyka

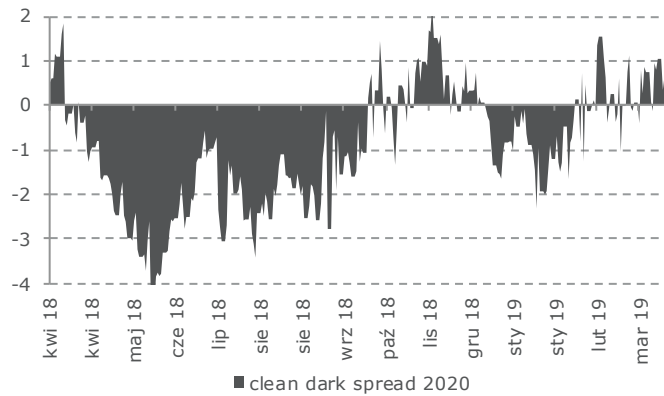
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



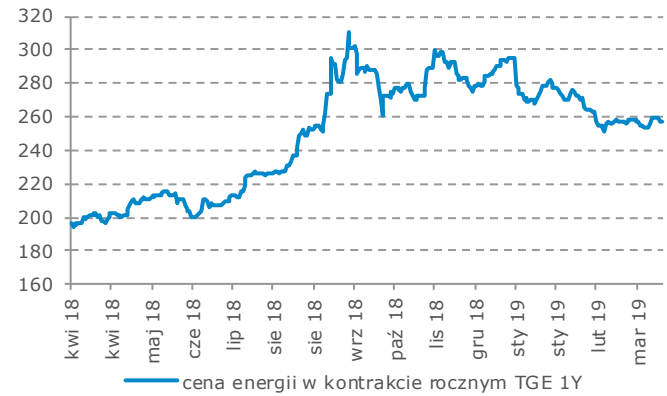
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



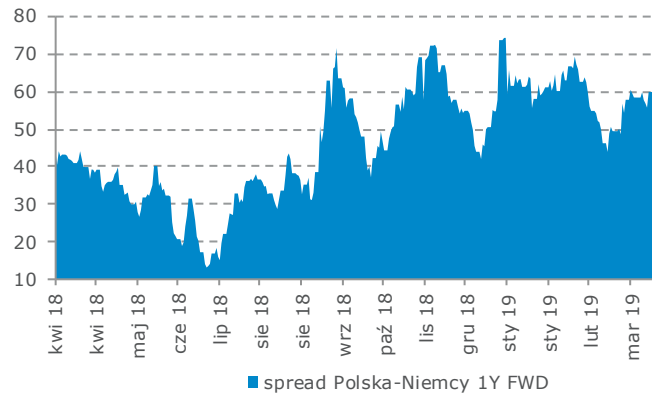
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



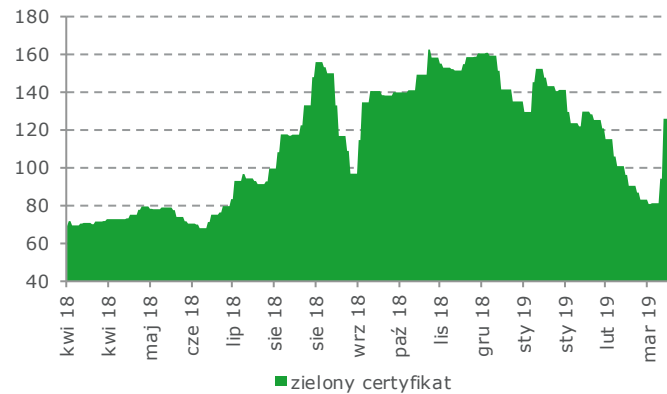
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



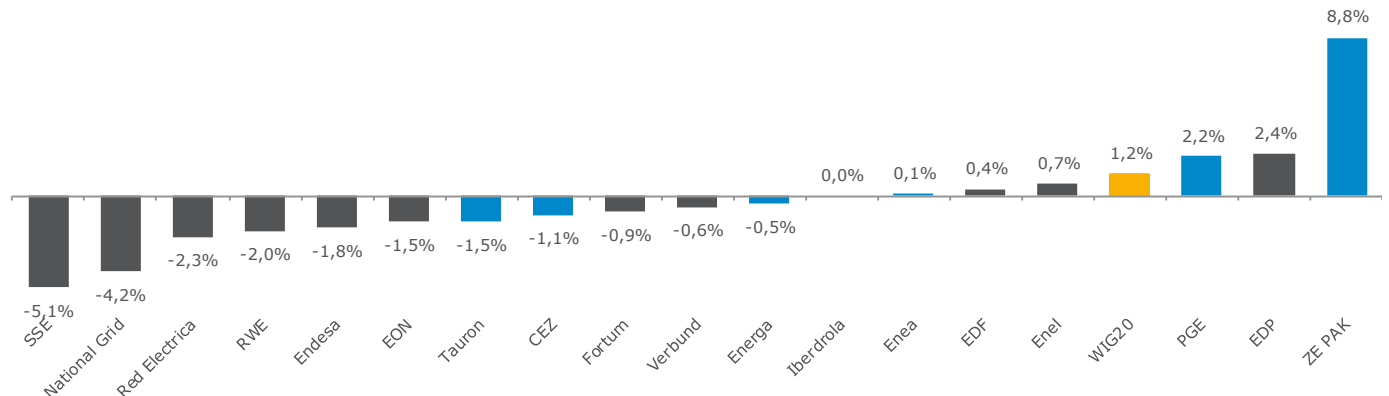
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



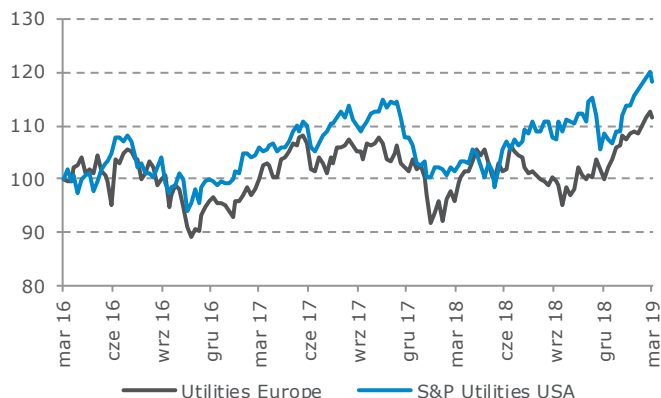
Tygodniowy performance spółek energetycznych



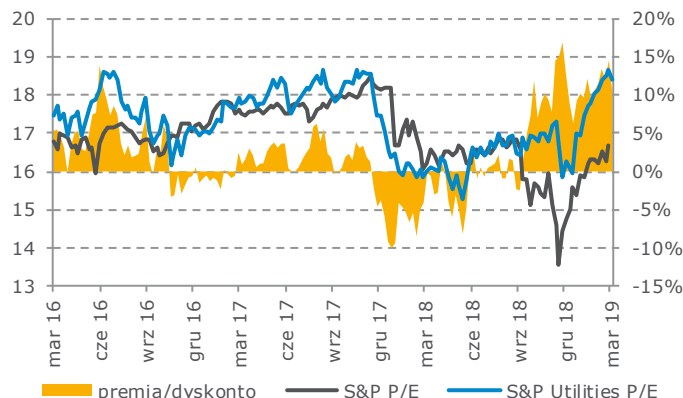
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

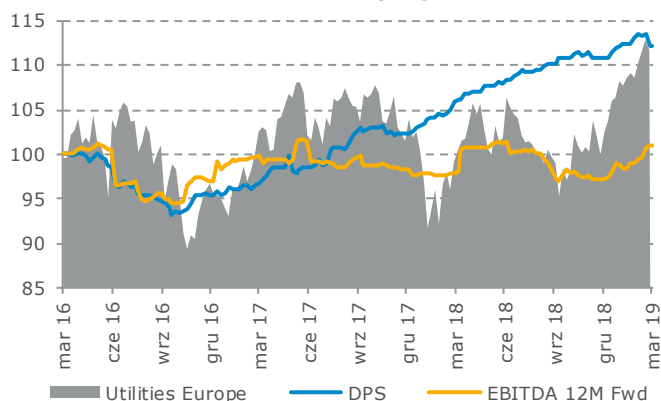
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



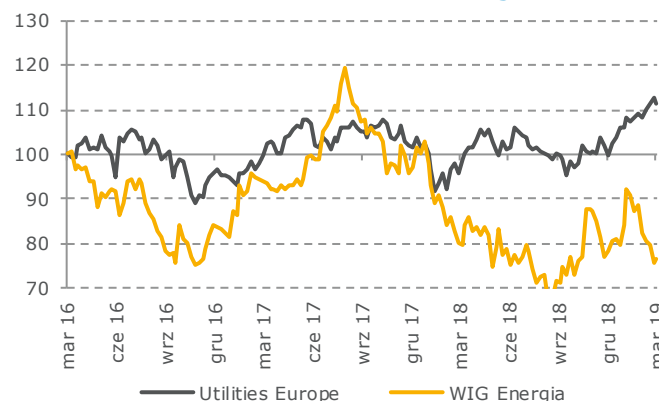
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



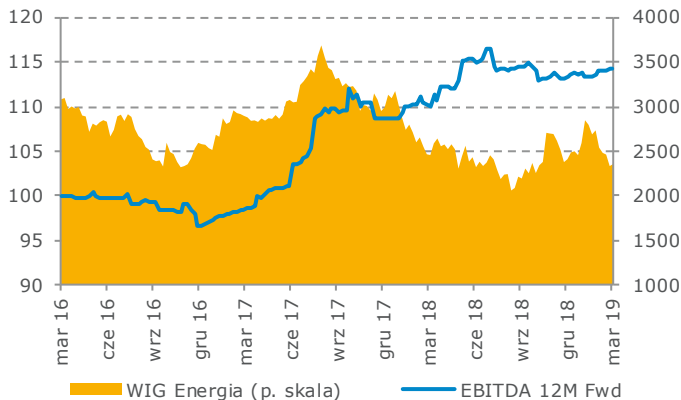
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



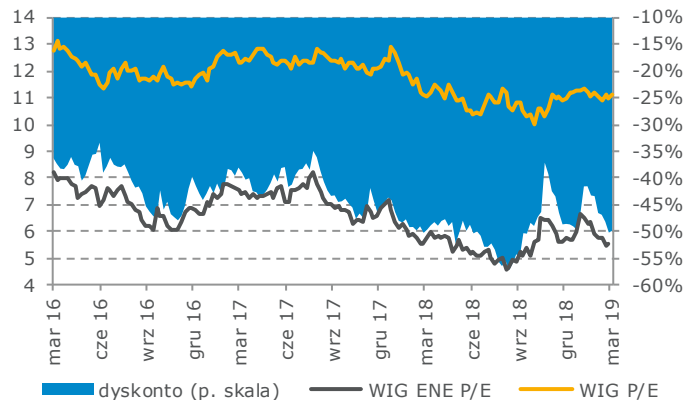
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



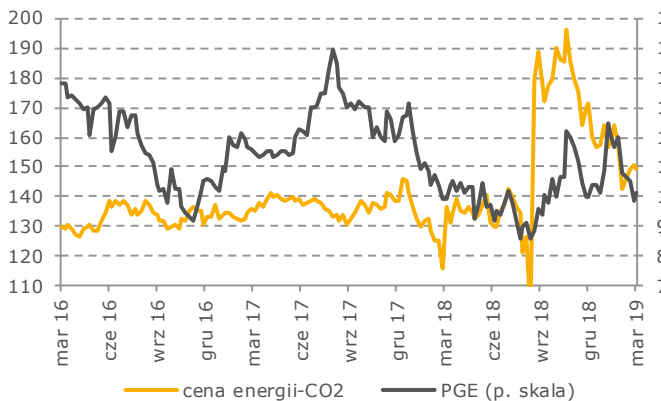
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



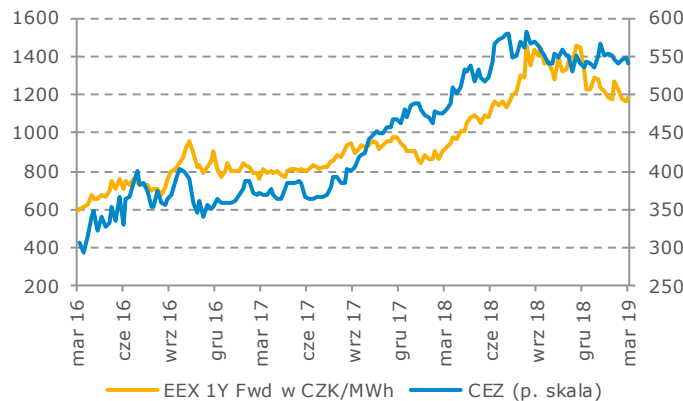
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



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



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



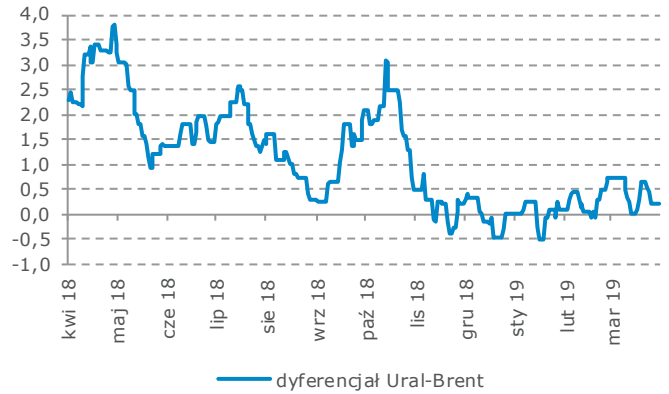
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

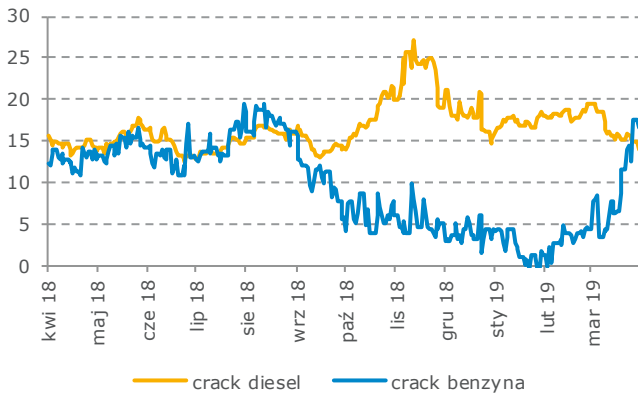
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



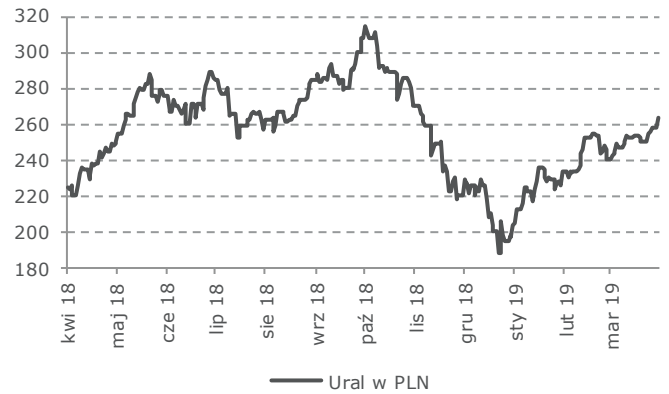
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



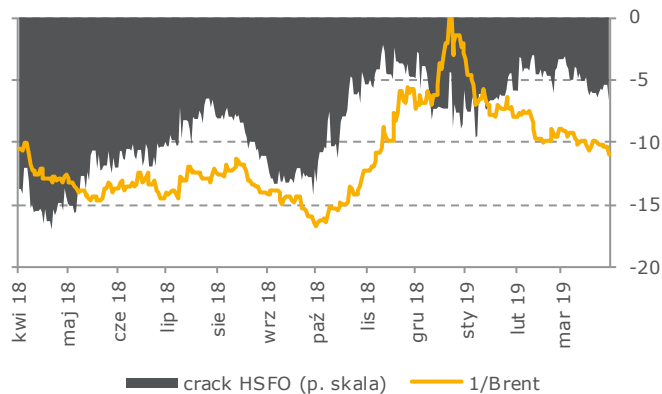
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



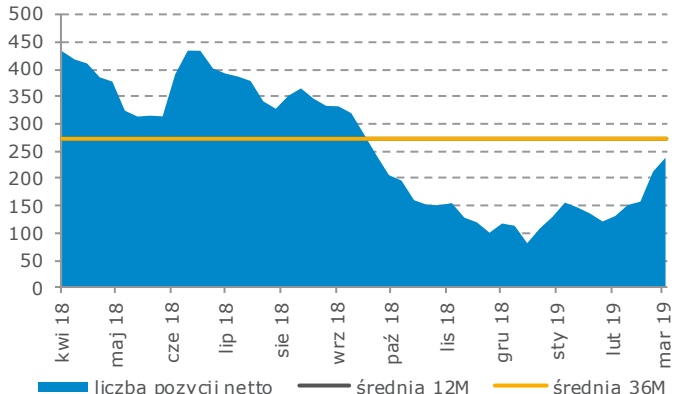
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



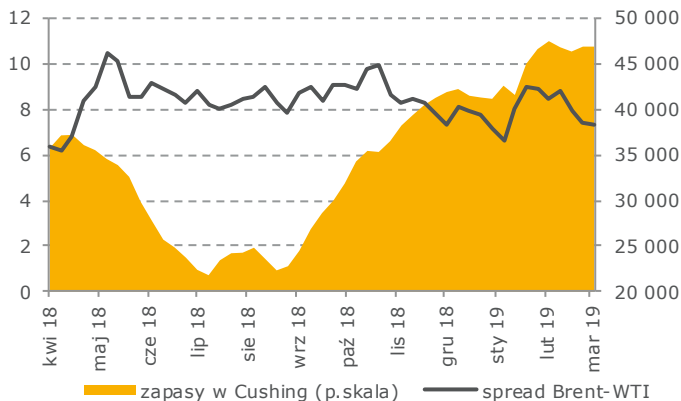
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



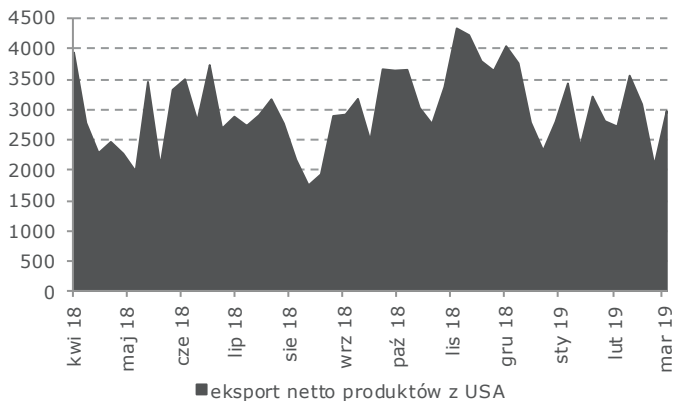
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



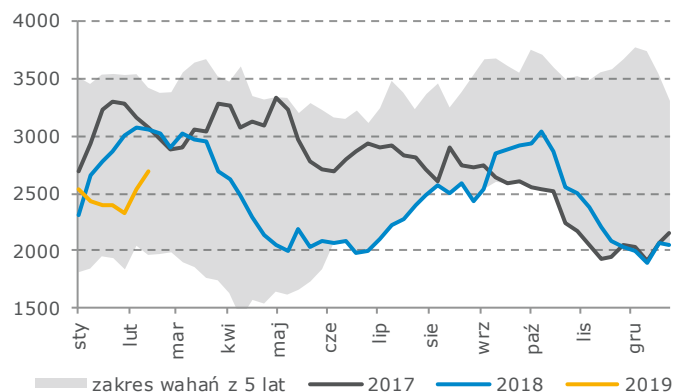
Eksport netto paliw z USA



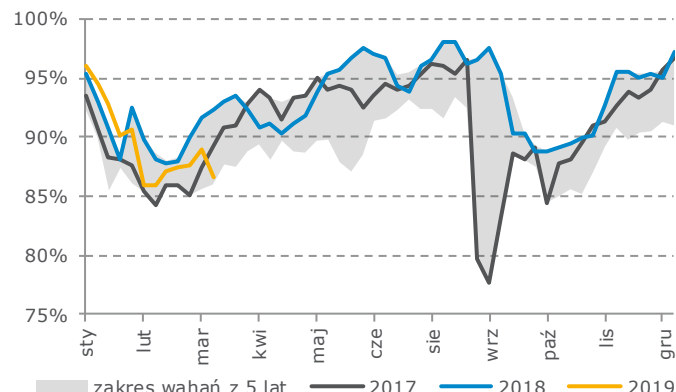
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

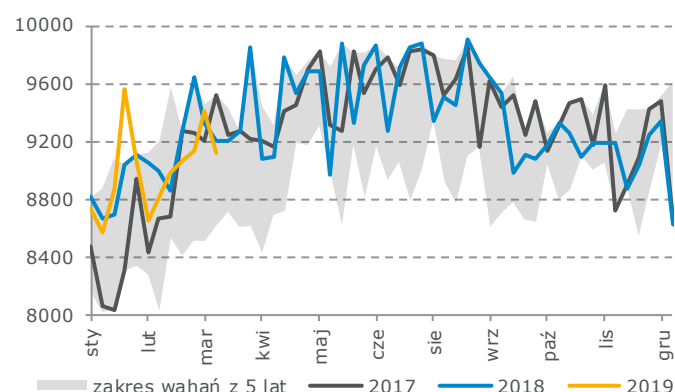
### Zapasy diesla w portach ARA



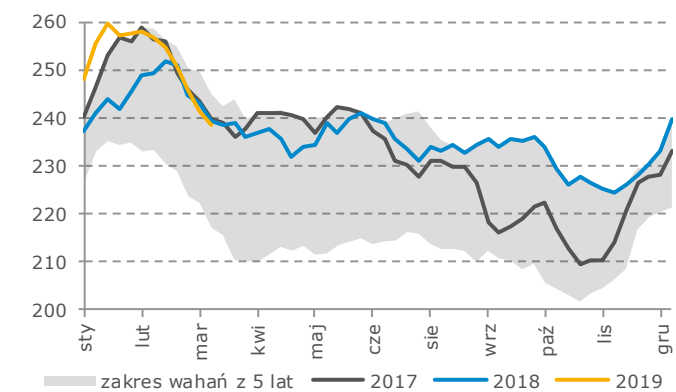
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



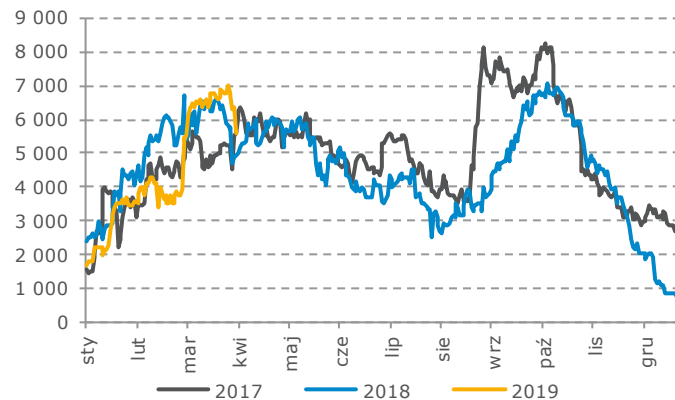
### Popyt na benzynę w USA



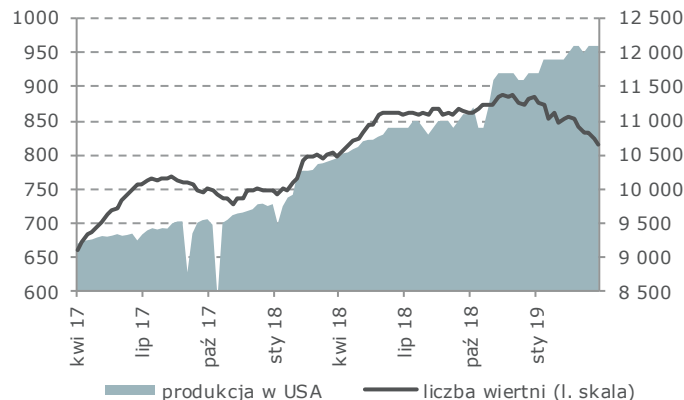
### Zapasy benzyny w USA



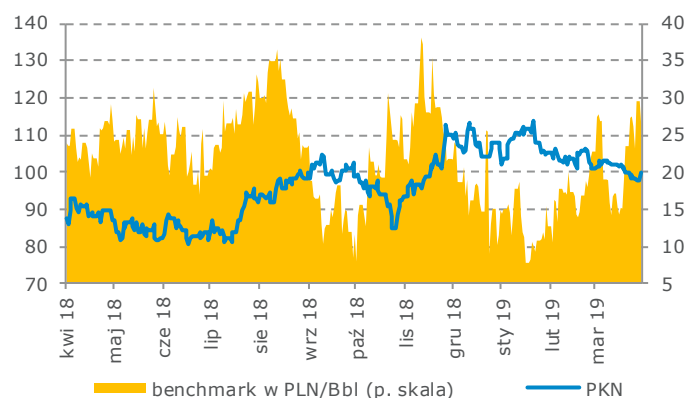
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



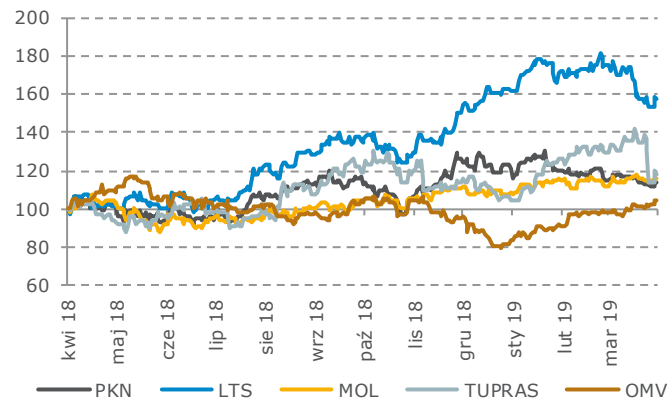
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



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



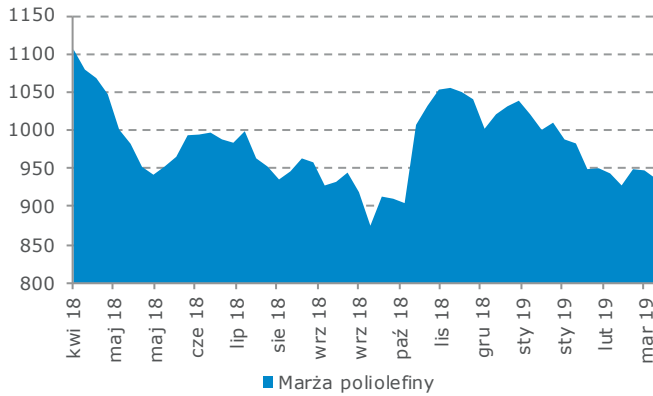
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



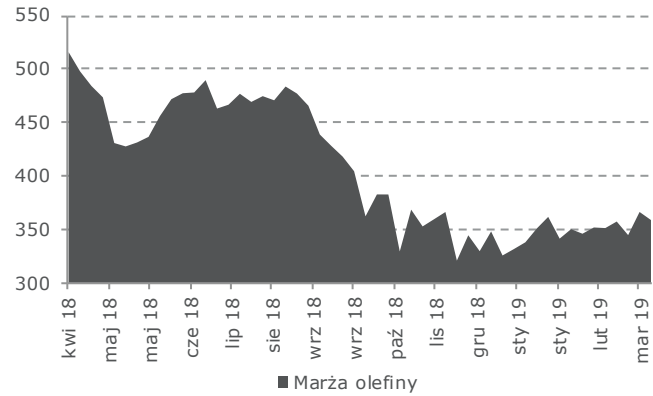
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

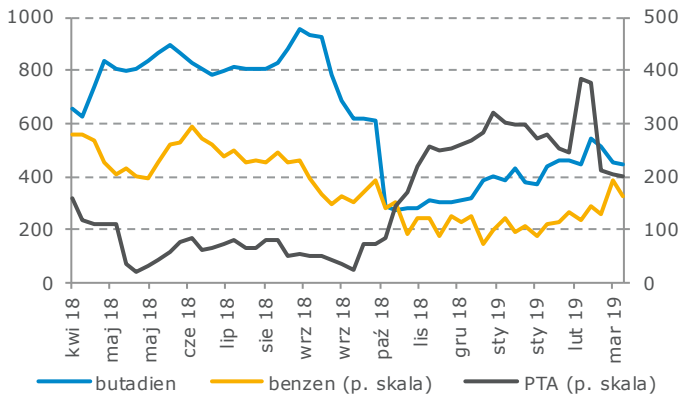
Marża petrochemiczna poliolefiny



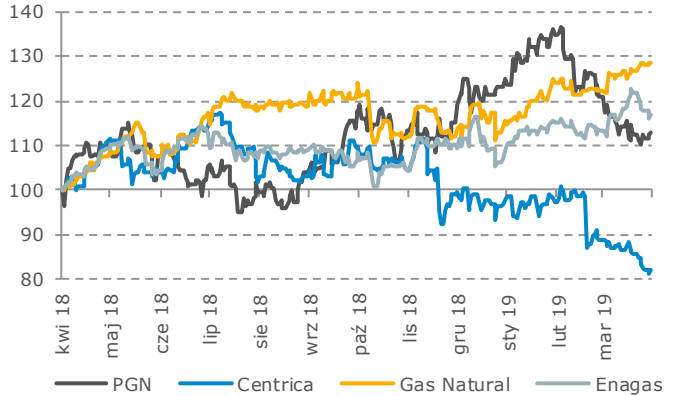
Marża petrochemiczna olefiny



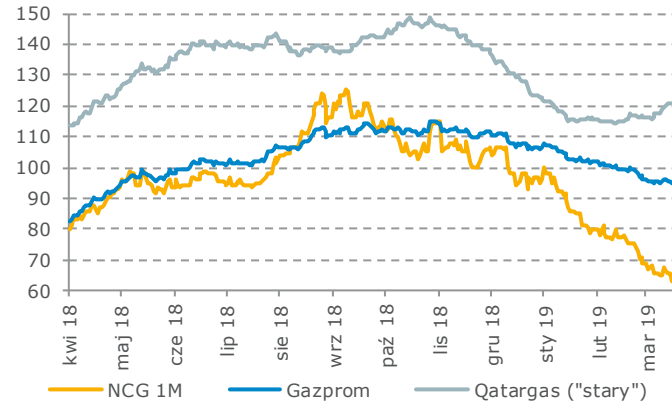
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



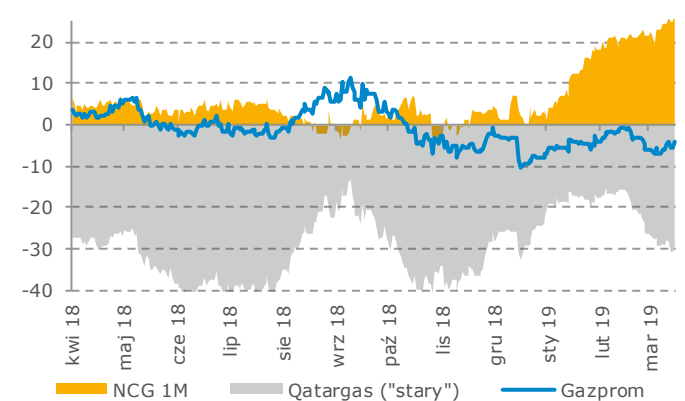
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



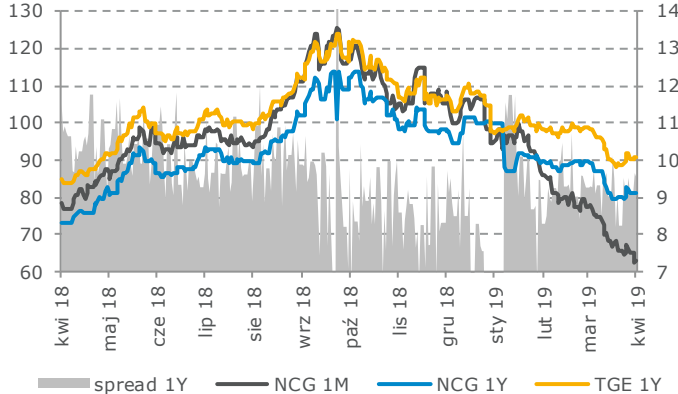
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



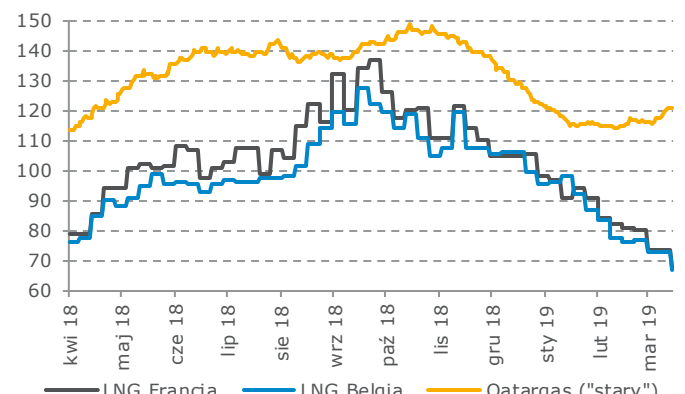
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



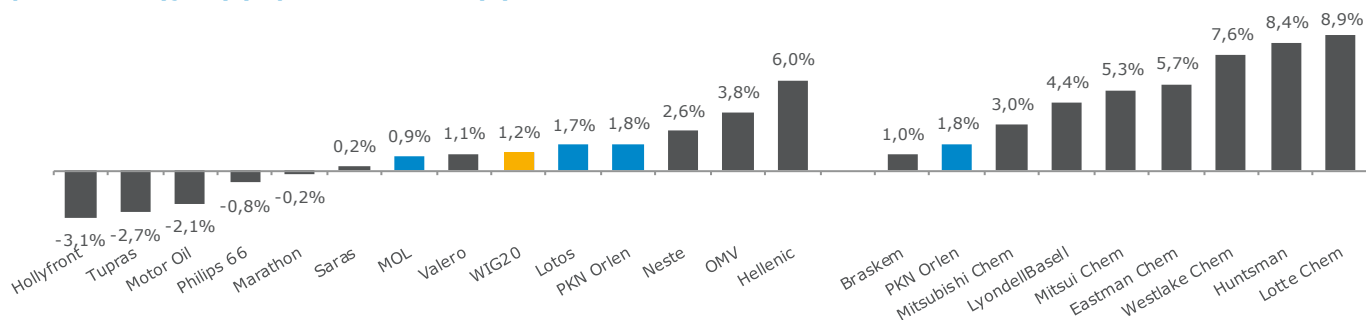
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



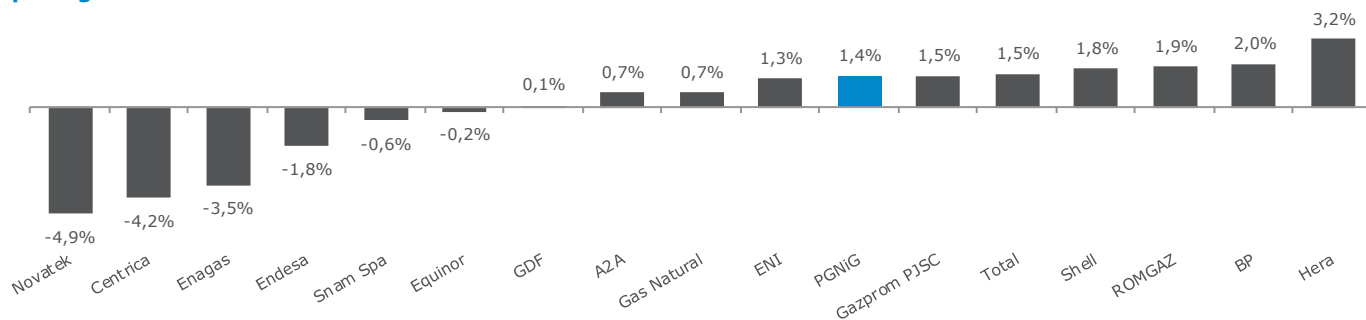
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Tygodniowy performance

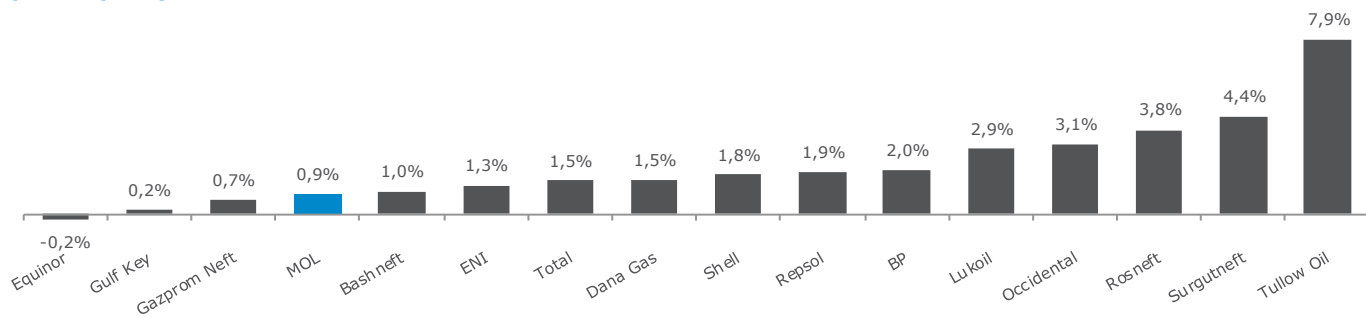
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



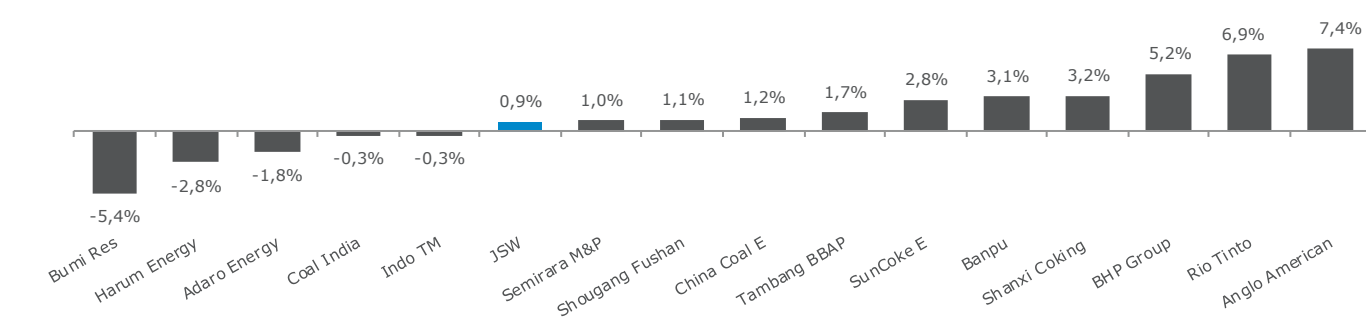
### Spółki gazowe



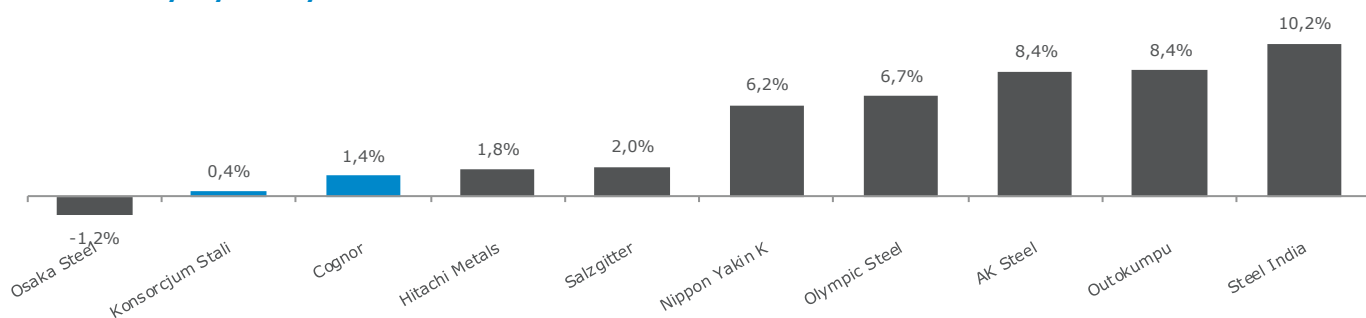
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



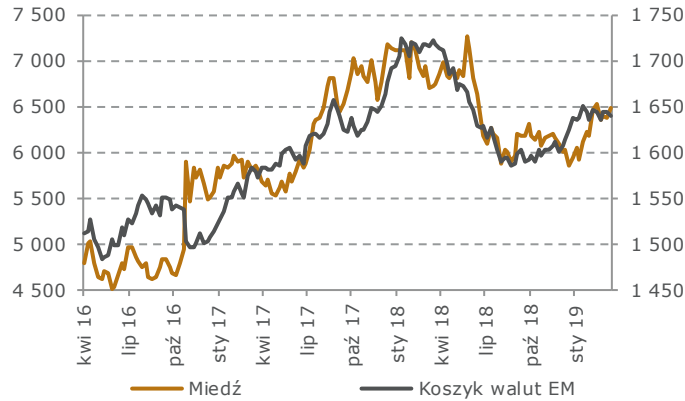
### Producenci i dystrybutorzy stali



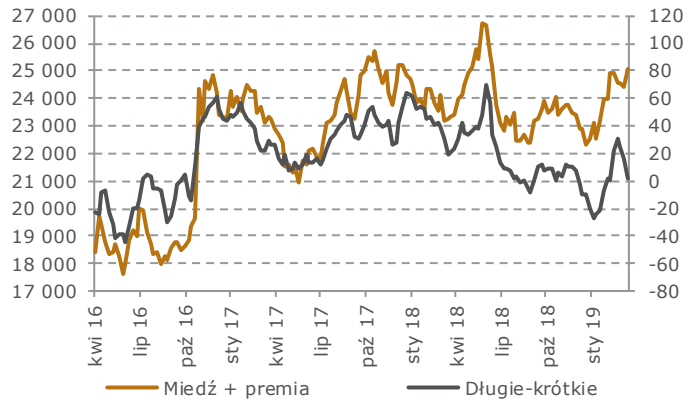
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

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



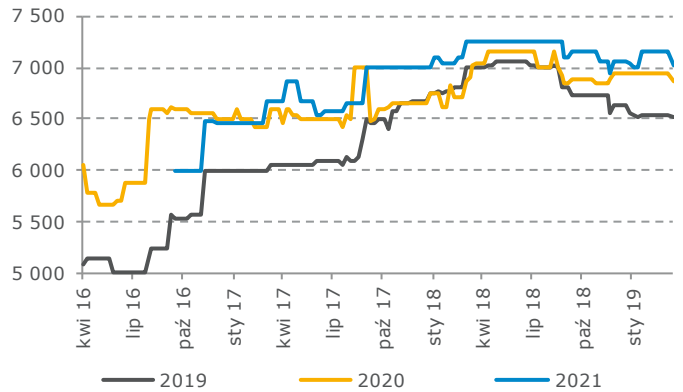
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



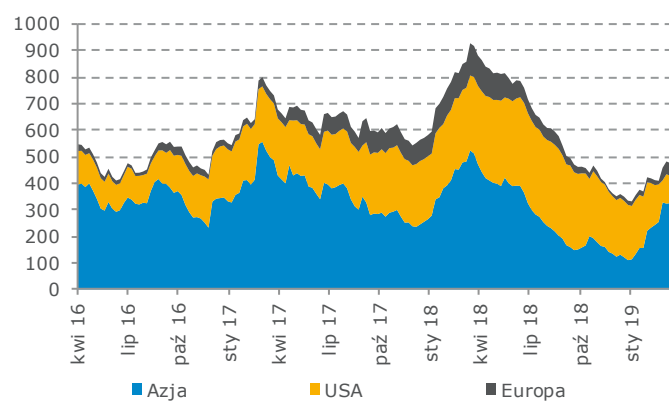
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



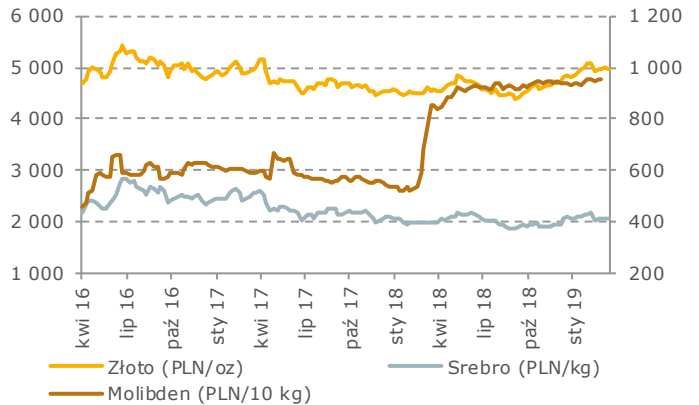
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



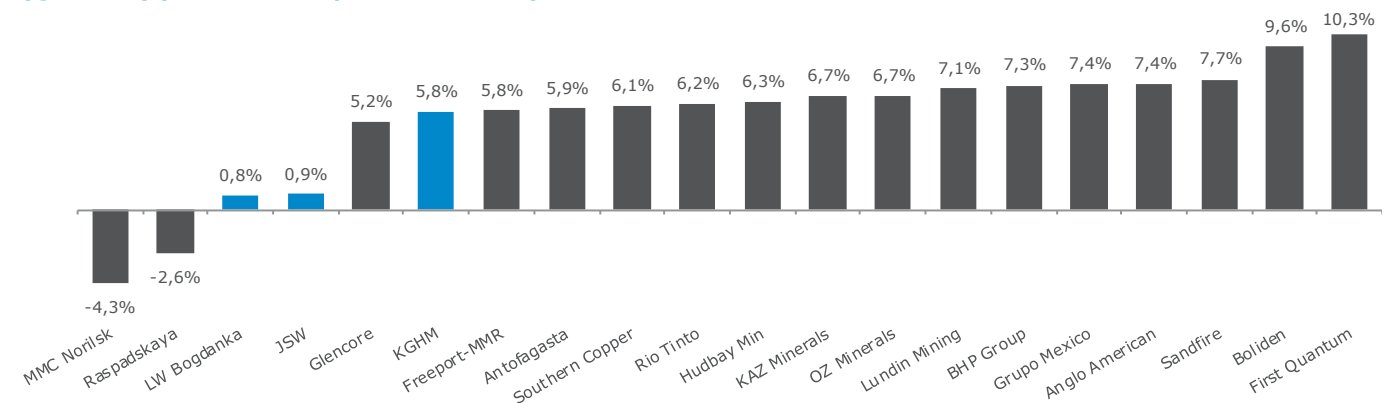
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



Tygodniowy performance spółek surowcowych

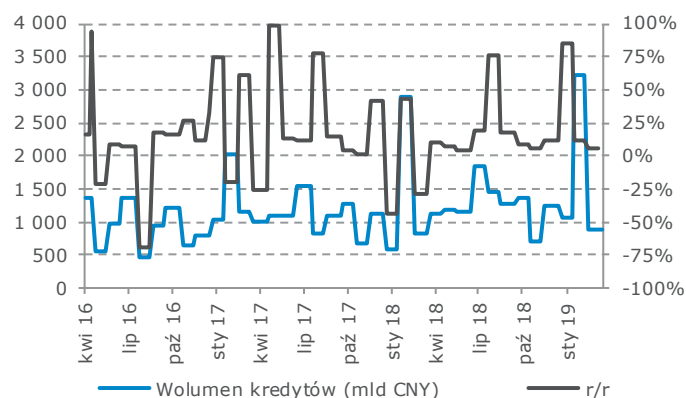


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

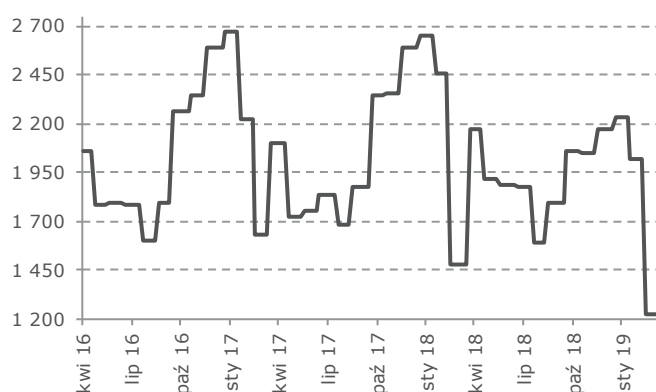


## Surowce (miedź)

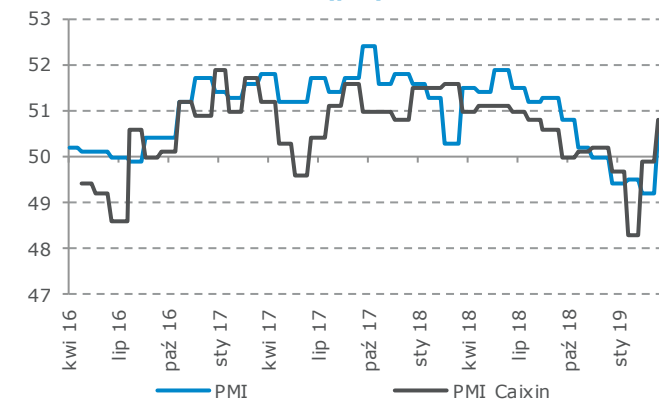
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



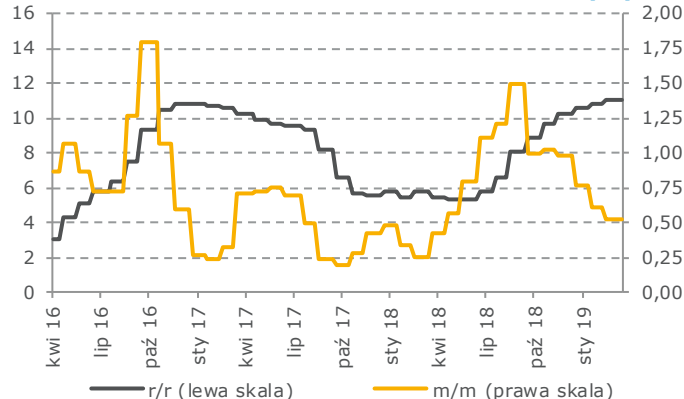
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



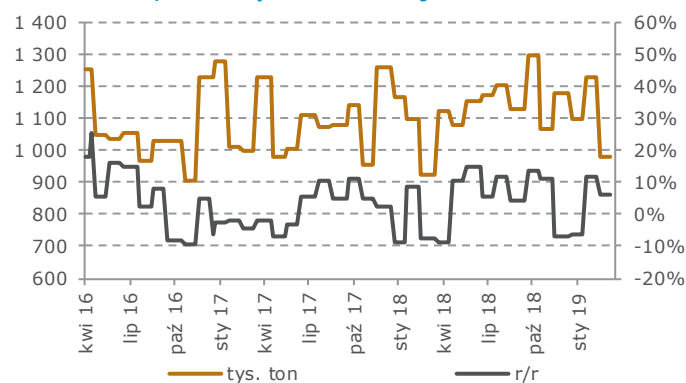
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



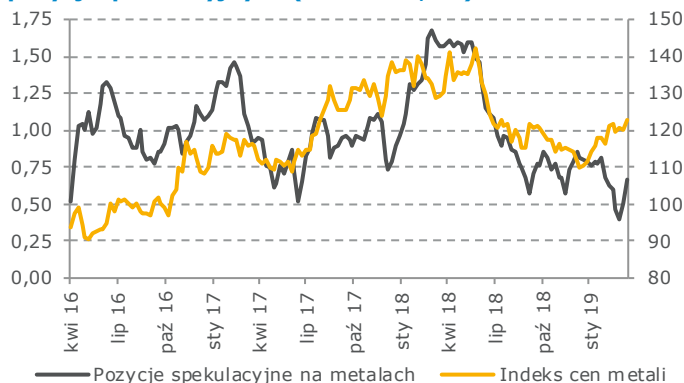
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



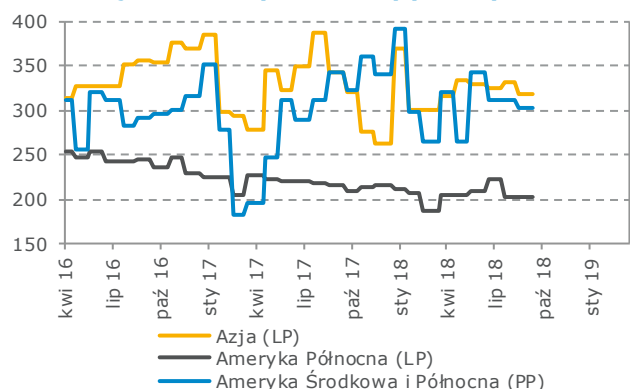
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



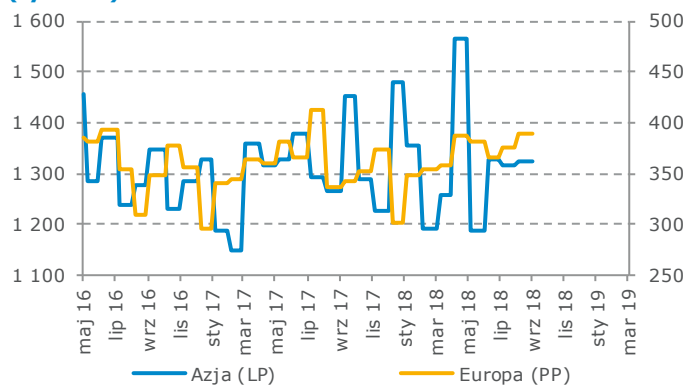
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



Produkcja koncentratu miedzi w Azji, Ameryce Północnej oraz Ameryce Pd-Śr. (tys. ton)



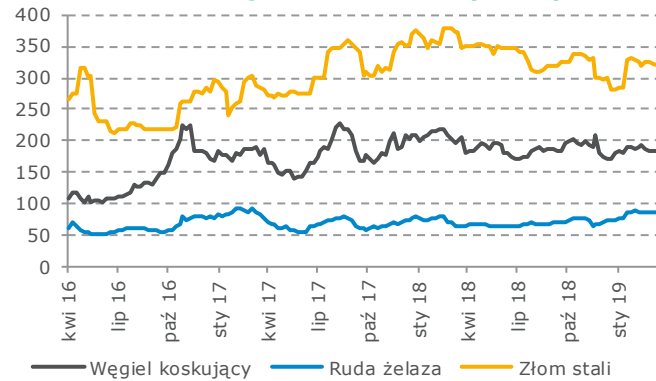
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



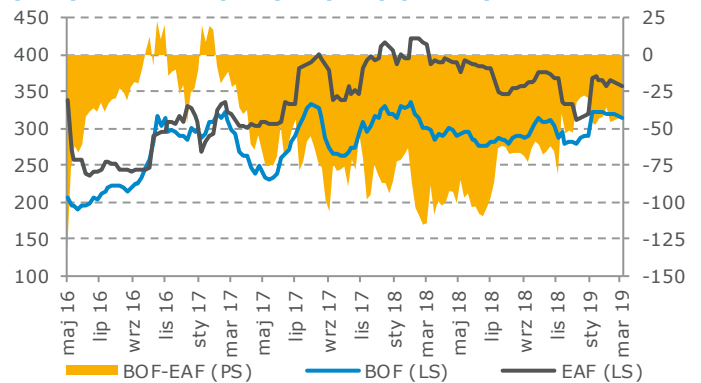
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

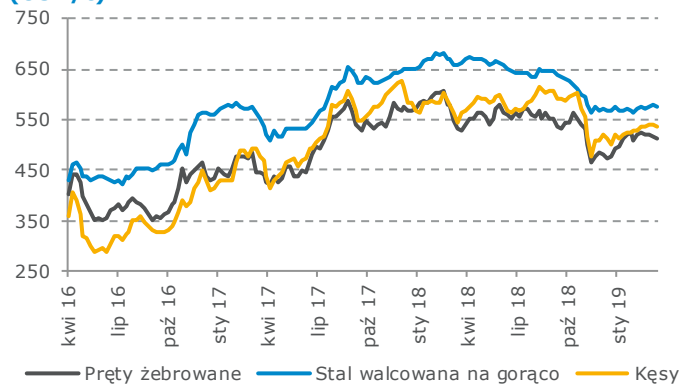
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



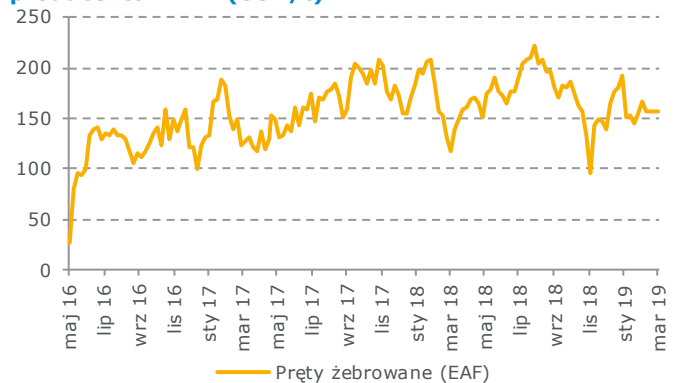
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecznych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



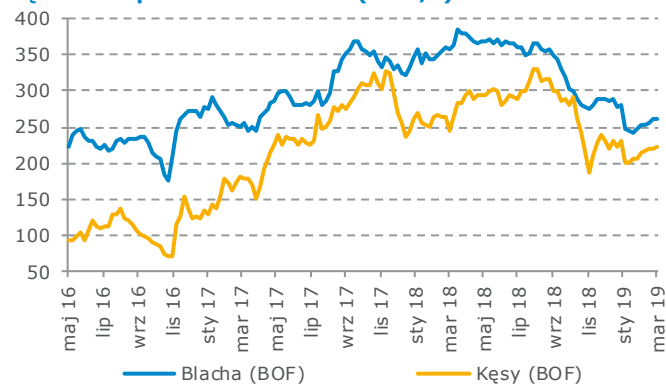
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



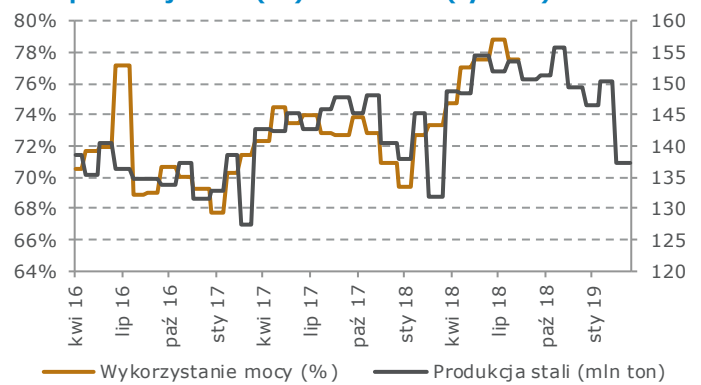
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



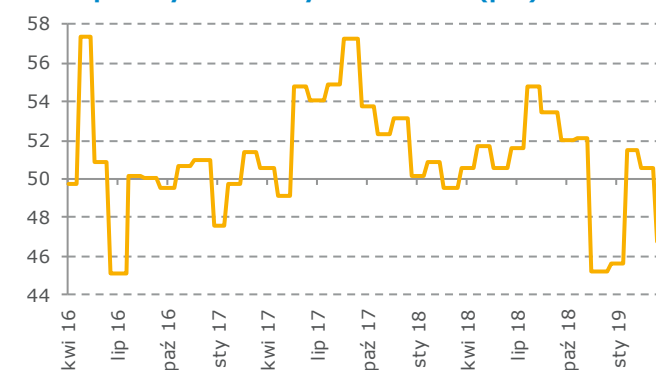
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



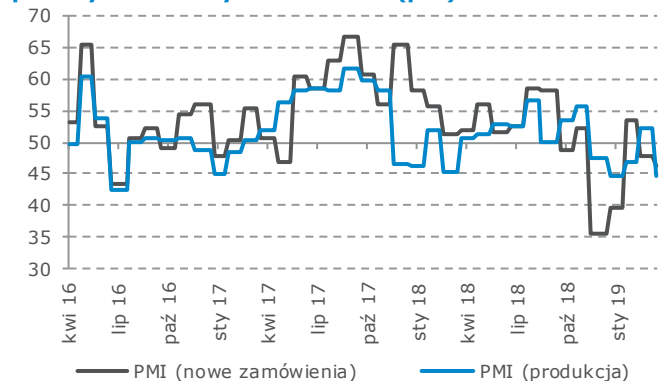
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



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

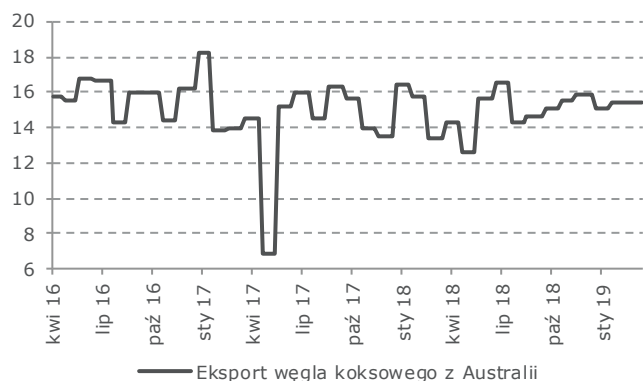


**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**

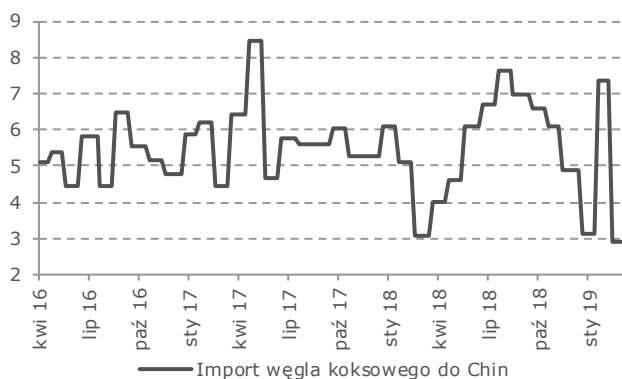


## Surowce (stal)

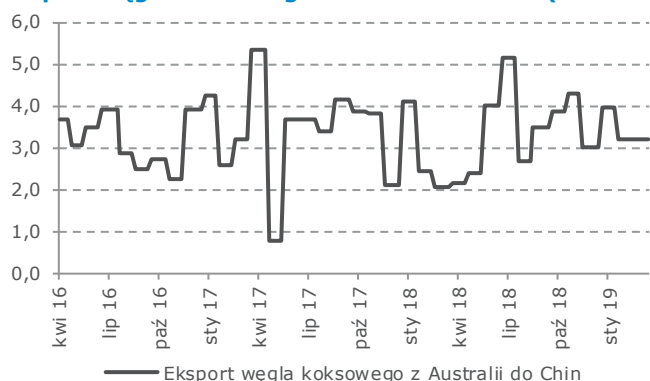
**Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)**



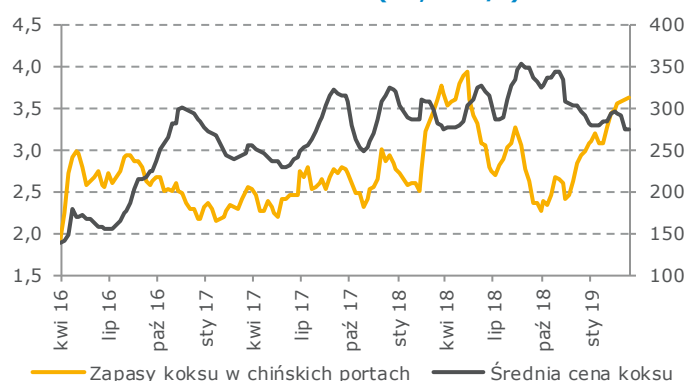
**Import węgla koksowego do Chin (mln ton)**



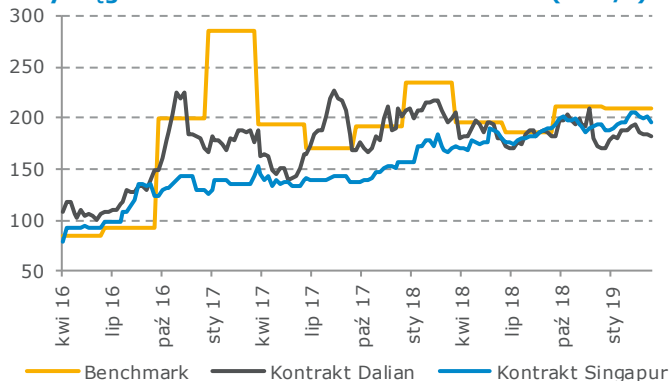
**Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)**



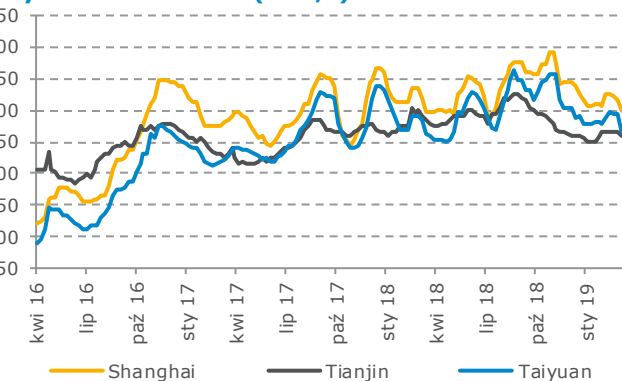
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



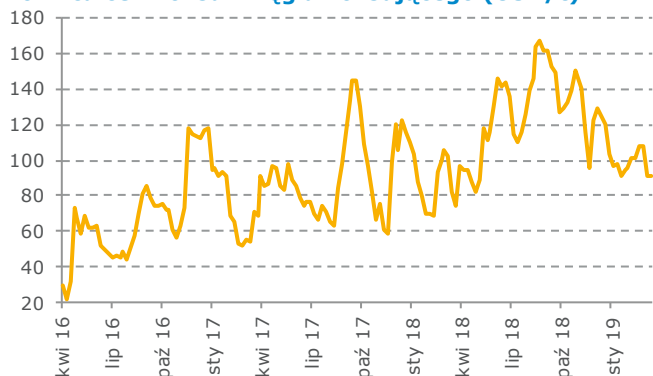
**Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)**



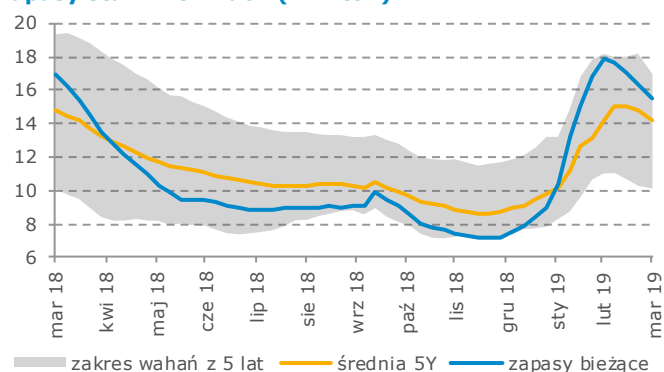
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



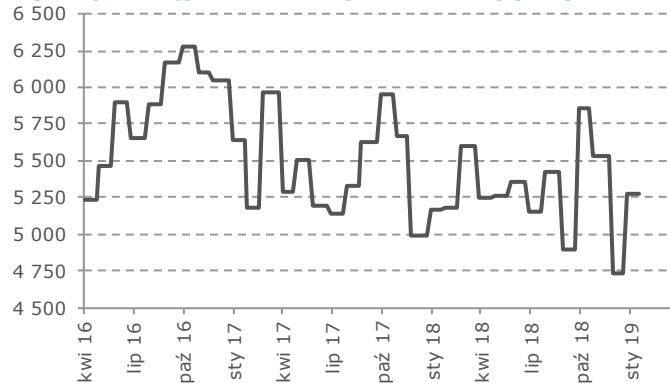
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



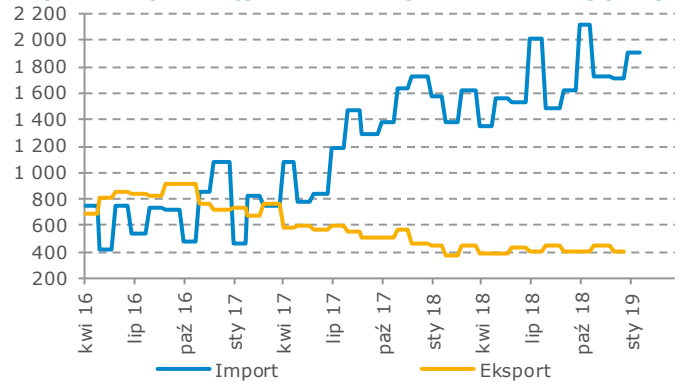
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



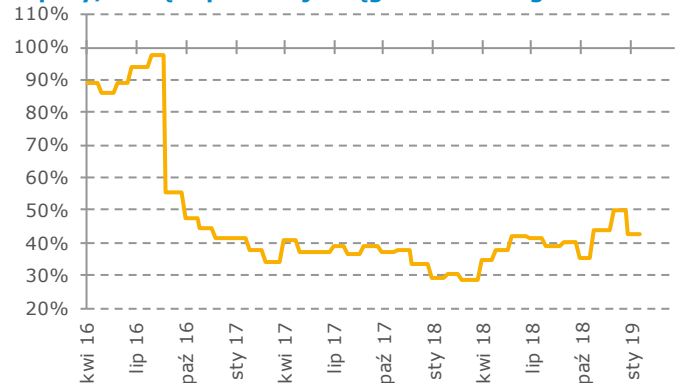
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



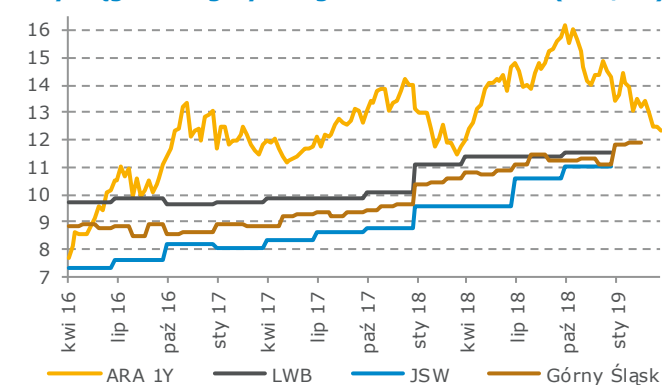
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



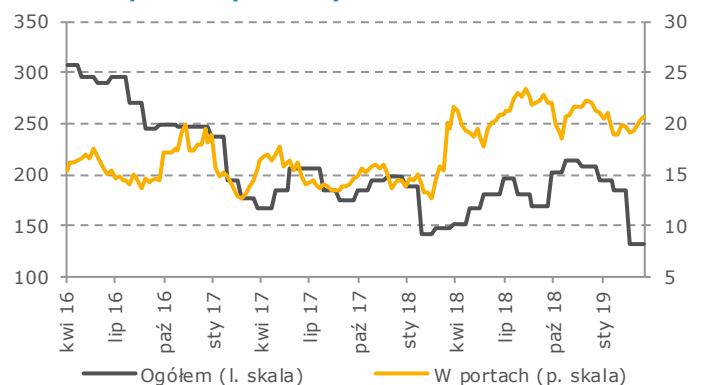
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



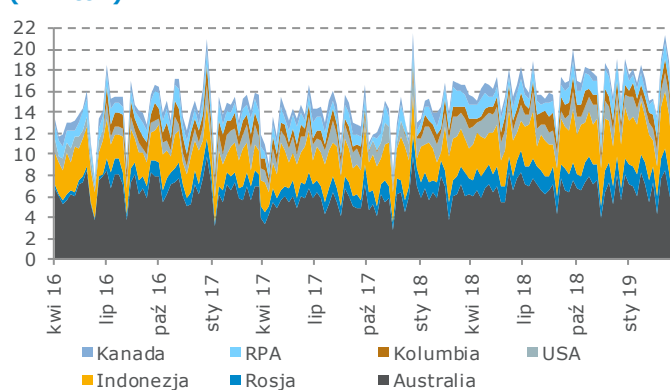
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



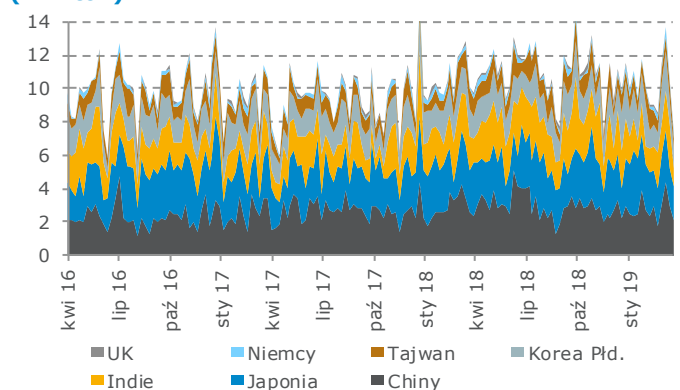
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



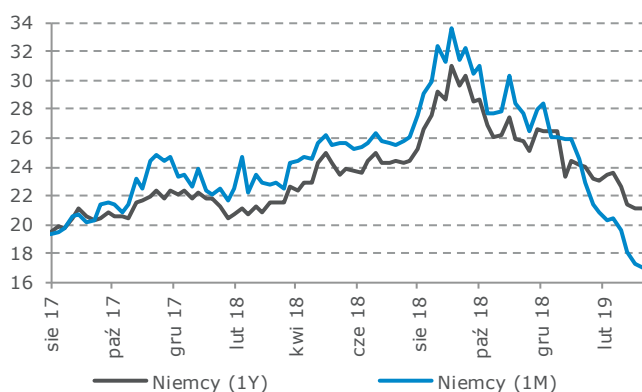
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



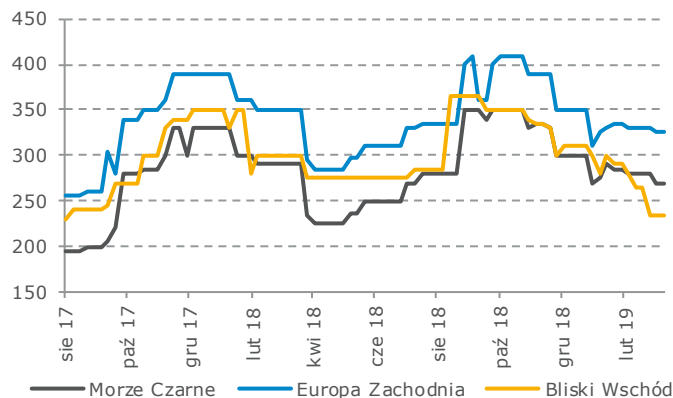
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

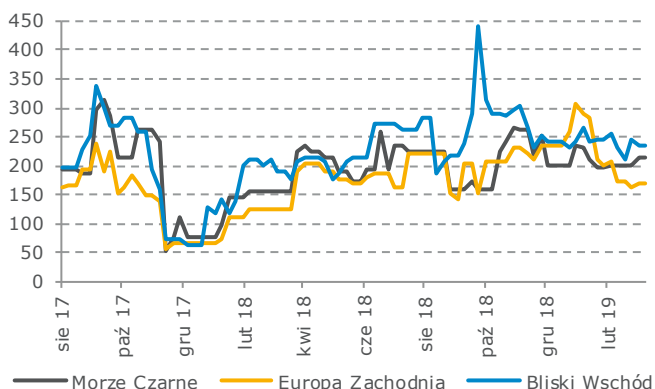
### Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



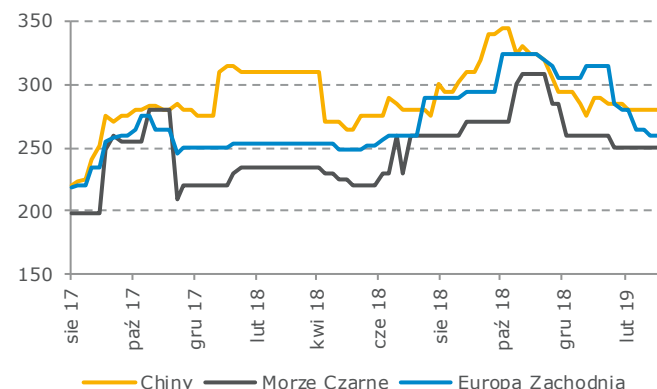
### Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



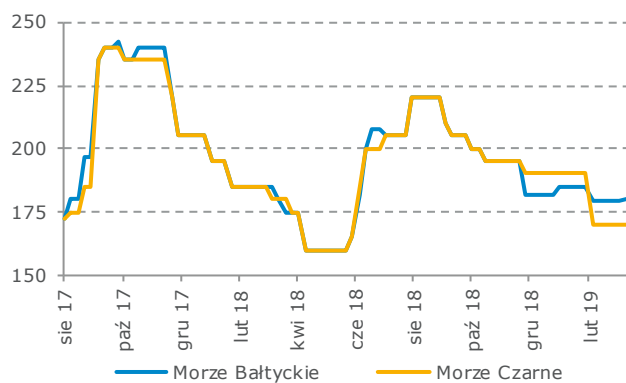
### Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



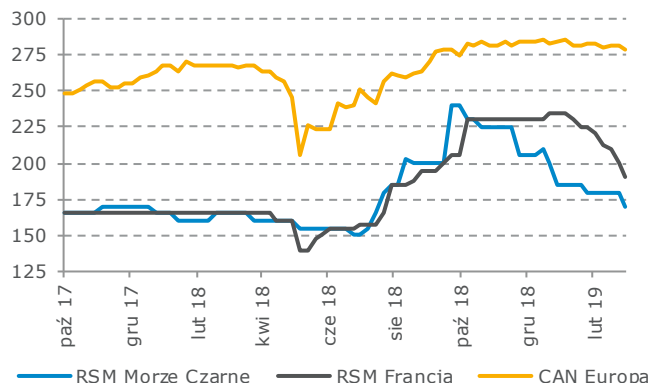
### Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



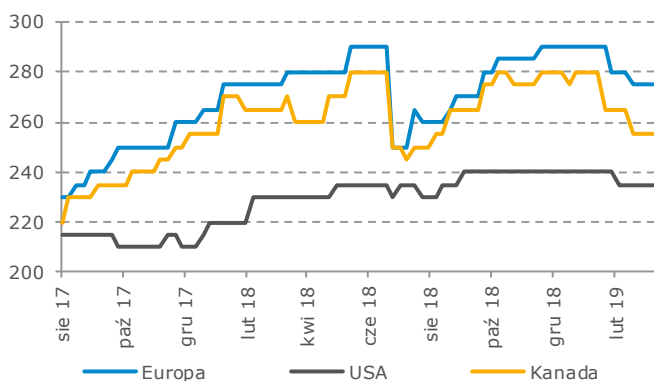
### Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



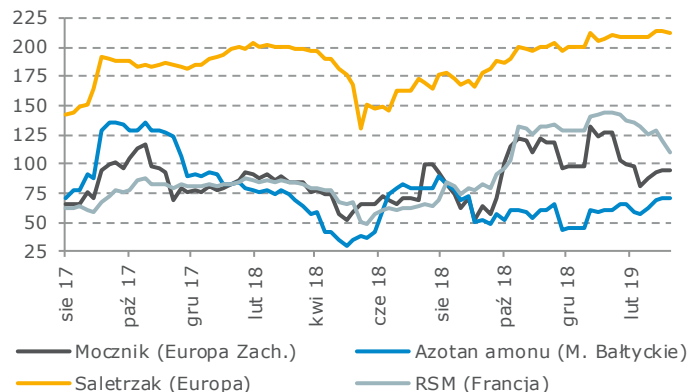
### Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



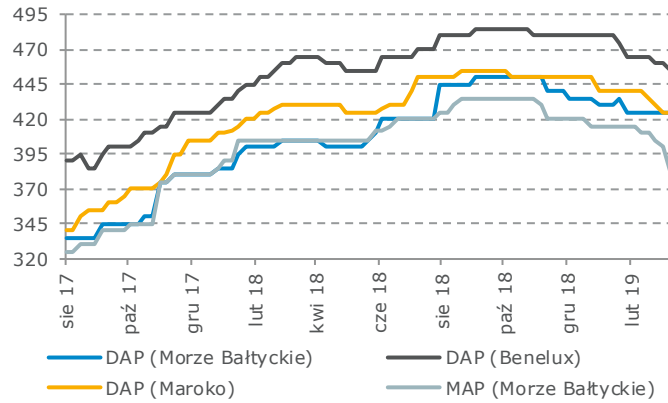
### Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



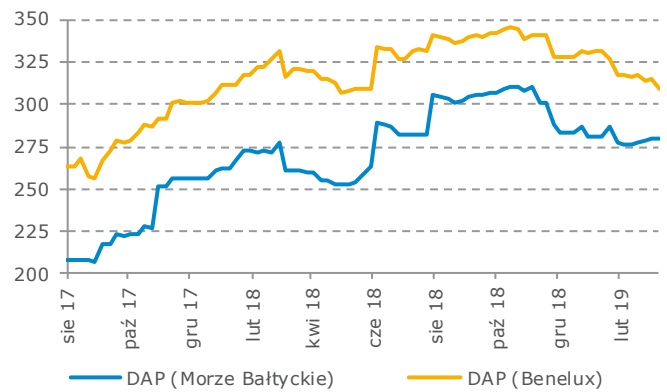
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

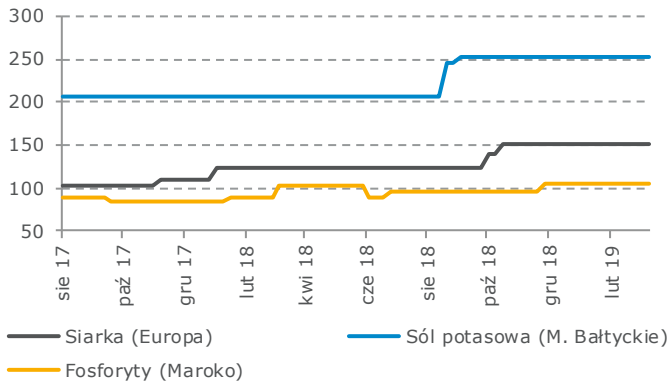
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



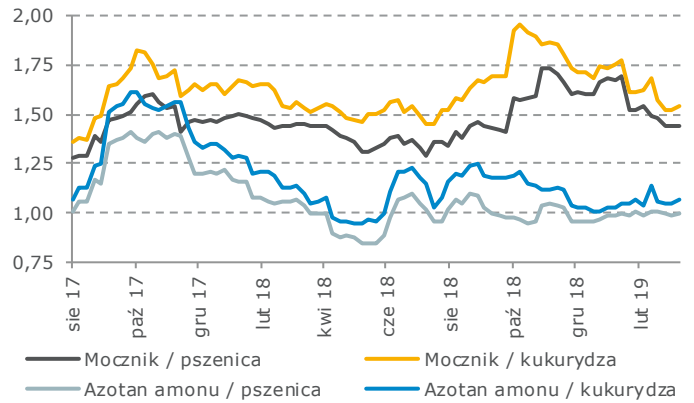
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



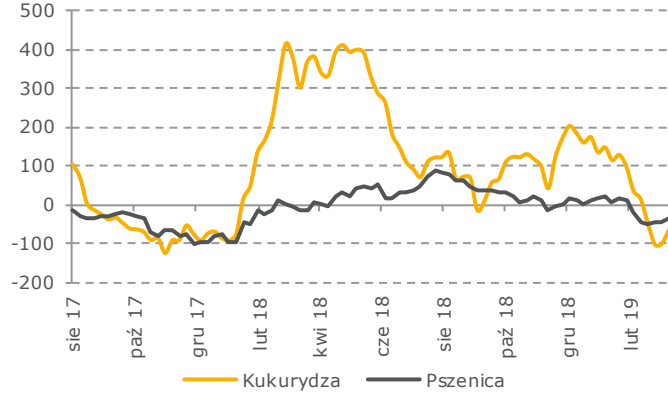
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



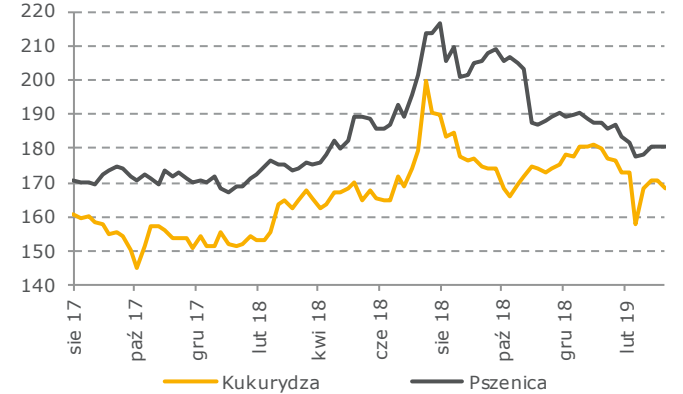
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



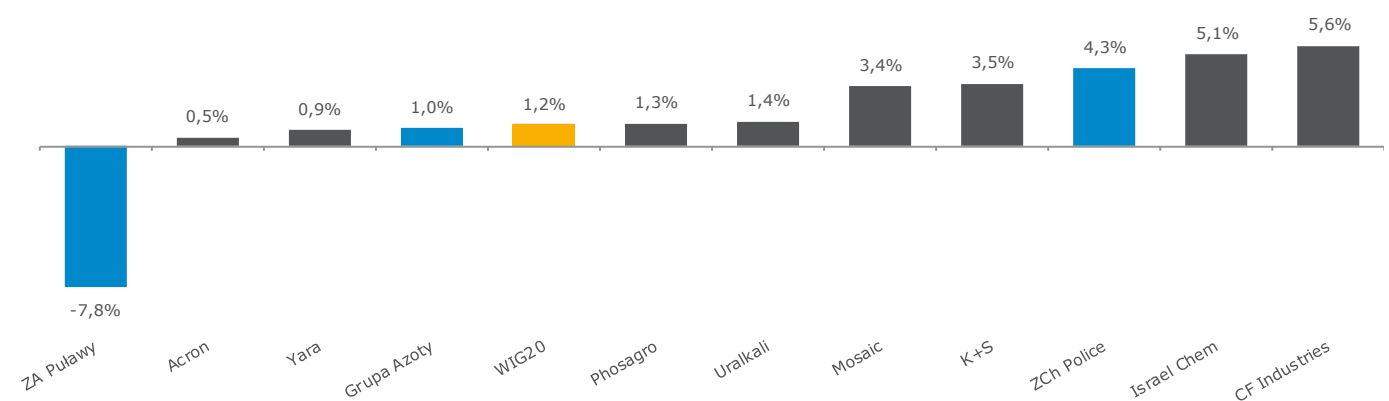
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



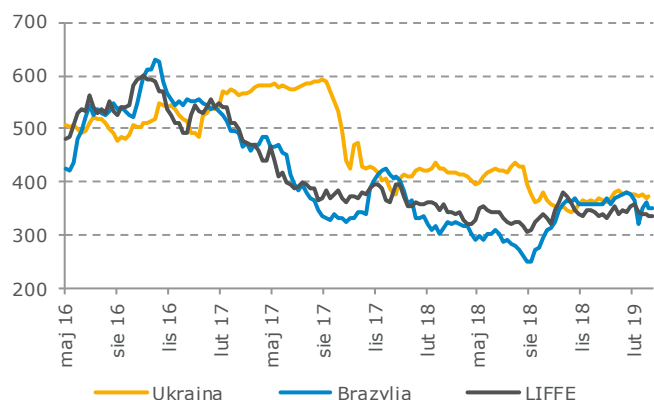
Tygodniowy performance producentów nawozów



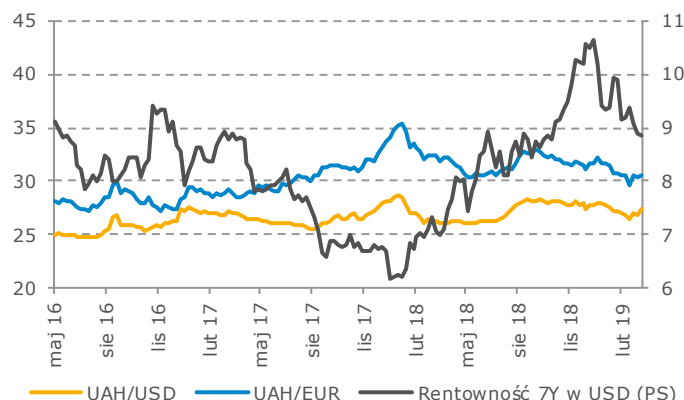
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

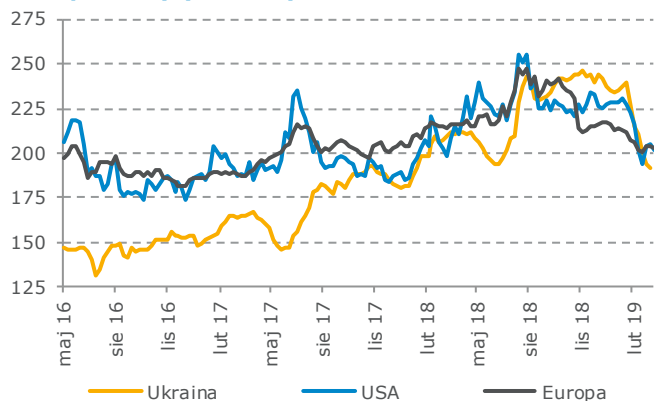
### Cena cukru (USD/Mt)



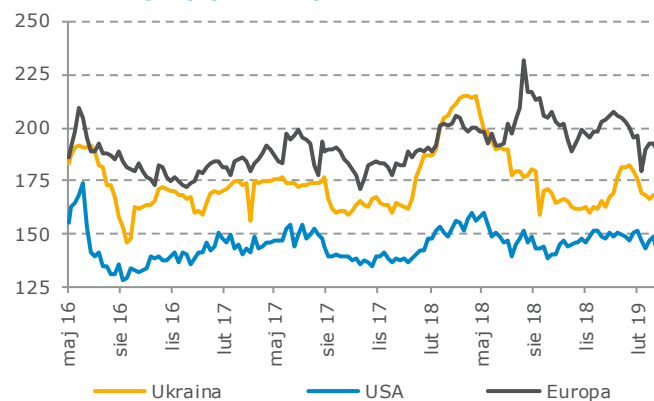
### Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



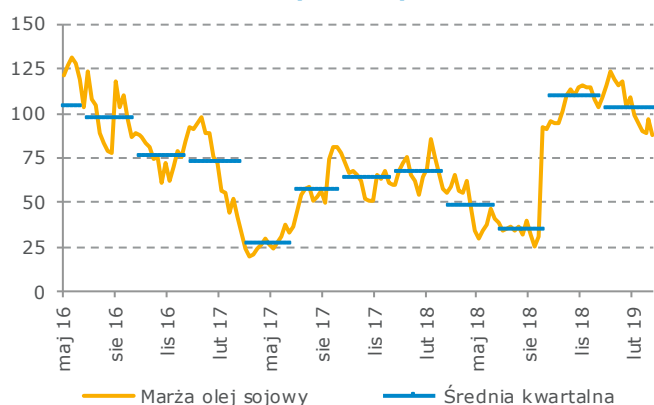
### Cena pszenicy (USD/Mt)



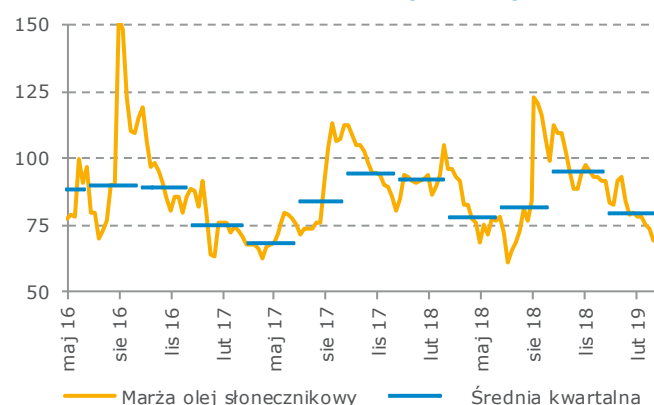
### Cena kukurydzy (USD/Mt)



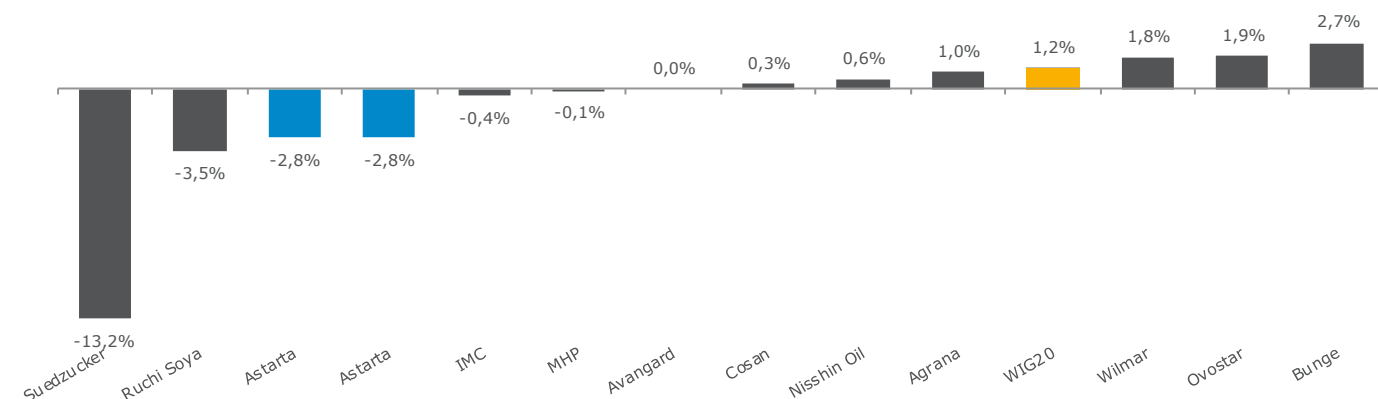
### Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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



## Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

**Wycena spółek energetycznych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	541,5	7,6	7,3	7,1	2,2	2,0	1,9	16,4	15,7	15,1	29%	28%	28%	4,0%	5,5%	5,7%
Enea	8,8	3,2	3,0	2,7	0,6	0,6	0,6	3,2	2,9	2,4	19%	19%	22%	0,0%	0,0%	6,8%
Energa	8,6	4,0	4,3	4,5	0,7	0,7	0,8	4,9	5,3	5,2	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	10,1	3,9	3,6	2,7	0,7	0,7	0,6	7,7	6,7	4,7	19%	19%	23%	0,0%	3,2%	3,8%
Tauron	2,0	4,0	3,6	3,1	0,6	0,6	0,5	3,2	2,7	2,4	16%	16%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	8,3	2,2	1,5	1,4	0,2	0,2	0,3	13,2	4,5	2,1	11%	17%	21%	-	1,9%	5,5%
EDF	12,3	4,3	3,9	3,7	1,0	0,9	0,9	16,4	12,5	11,1	22%	24%	24%	3,0%	3,9%	4,4%
EDP	3,5	8,7	8,3	8,1	2,0	1,9	1,9	15,6	14,3	13,5	23%	23%	23%	5,4%	5,5%	5,7%
Endesa	22,7	7,9	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	15,8	15,7	15,5	18%	18%	18%	6,3%	6,4%	5,7%
Enel	5,7	6,9	6,5	6,3	1,5	1,5	1,5	12,1	11,2	10,7	22%	23%	23%	5,7%	6,3%	6,6%
EON	9,8	5,4	3,6	3,4	0,8	0,3	0,3	14,3	12,9	12,2	14%	10%	10%	4,6%	5,1%	5,6%
Fortum	18,5	13,1	12,3	11,8	4,0	3,9	3,8	14,5	12,9	11,9	30%	31%	33%	6,0%	6,0%	6,2%
Iberdola	7,8	9,7	9,1	8,6	2,6	2,4	2,4	15,4	14,3	13,6	26%	27%	28%	4,7%	4,9%	5,2%
National Grid	8,4	10,9	10,3	9,8	3,5	3,4	3,3	15,0	14,5	13,5	33%	33%	34%	5,2%	5,4%	5,5%
Red Electrica	18,8	9,5	9,6	9,7	7,4	7,5	7,5	14,0	14,5	15,0	78%	78%	77%	5,6%	5,6%	5,6%
RWE	23,7	7,4	4,9	4,4	0,8	0,7	0,7	22,9	12,7	10,3	11%	15%	16%	3,3%	3,9%	4,5%
SSE	11,6	11,6	9,6	8,9	0,7	0,7	0,7	16,1	11,8	10,5	6%	7%	7%	8,4%	6,9%	7,1%
Verbund	43,0	15,0	12,4	11,6	5,4	4,8	4,5	27,7	21,0	20,2	36%	39%	39%	1,7%	2,3%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>14,7</b>	<b>12,8</b>	<b>11,5</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,6%</b>

**Wycena spółek rafineryjnych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	86,22	7,1	6,0	5,1	0,6	0,6	0,6	14,6	13,2	12,3	9%	10%	11%	3,0%	2,1%	2,3%
MOL	3320,00	5,2	4,4	4,1	0,7	0,6	0,6	15,1	10,6	9,6	13%	14%	14%	4,3%	4,6%	4,8%
PKN Orlen	99,94	6,7	6,5	5,9	0,4	0,4	0,4	12,9	13,4	12,5	7%	6%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	8,70	5,9	5,3	5,7	0,5	0,5	0,4	10,1	8,1	8,7	8%	9%	7%	6,1%	5,6%	7,3%
HollyFrontier	49,12	5,7	5,0	5,4	0,6	0,6	0,6	9,6	7,7	8,3	11%	12%	12%	2,7%	2,8%	2,8%
Marathon Petroleum	61,05	6,8	5,5	5,4	0,6	0,6	0,6	10,0	6,7	7,3	9%	10%	11%	3,5%	3,9%	4,5%
Motor Oil	20,94	4,6	4,1	4,2	0,3	0,3	0,3	8,0	6,9	7,6	6%	7%	7%	6,5%	7,0%	7,1%
Neste Oil	95,92	12,3	11,8	10,7	1,6	1,7	1,6	18,9	17,9	16,7	13%	14%	15%	2,6%	2,8%	3,0%
OMV	49,03	4,0	3,8	3,7	0,9	0,9	1,0	9,6	8,7	8,1	24%	25%	26%	3,8%	4,2%	4,5%
Phillips 66	95,07	7,4	6,0	6,5	0,5	0,5	0,5	11,7	8,4	9,2	7%	8%	8%	3,6%	3,8%	4,0%
Saras	1,66	3,6	2,6	3,9	0,2	0,2	0,2	8,8	5,6	9,6	5%	7%	4%	5,9%	8,7%	5,4%
Tesoro	153,50	8,1	7,0	8,2	0,7	0,7	-	12,3	9,6	14,1	9%	10%	-	1,7%	1,8%	1,6%
Tupras	131,90	6,1	4,7	4,5	0,4	0,4	0,4	7,4	5,2	4,6	7%	8%	9%	10,9%	17,3%	17,2%
Valero Energy	86,43	7,0	5,1	5,6	0,4	0,3	0,3	12,3	7,7	8,7	6%	7%	6%	4,2%	4,5%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>10,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,5%</b>

**Wycena spółek petrochemicznych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI PETROCHEMICZNE</b>																
PKN Orlen	99,94	6,7	6,5	5,9	0,4	0,4	0,4	12,9	13,4	12,5	7%	6%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Axiall	69,79	5,9	5,1	5,1	1,3	1,2	1,2	10,5	8,1	7,9	22%	24%	23%	1,5%	1,5%	1,7%
Braskem	51,73	6,0	6,0	5,6	1,2	1,2	1,2	13,0	14,0	11,1	20%	20%	21%	4,4%	3,6%	3,7%
Eastman Chemical	78,52	7,4	7,0	6,9	1,6	1,6	1,5	9,0	8,1	7,5	22%	23%	22%	3,0%	3,3%	3,5%
Huntsman Corp	23,14	5,7	5,2	5,0	0,8	0,8	0,8	8,3	7,0	6,6	14%	15%	15%	2,9%	3,0%	3,1%
Lotte Chemicals	301 000	4,3	3,9	3,7	0,7	0,6	0,6	6,8	6,1	6,0	16%	17%	17%	3,6%	3,9%	3,9%
LyondellBasell	87,17	6,2	5,5	5,4	1,0	1,0	1,0	8,4	7,3	7,1	17%	18%	18%	4,7%	4,9%	5,0%
Mitsubishi Chemical	809,60	6,7	6,3	6,1	0,9	0,9	0,9	5,9	6,0	5,7	13%	14%	14%	4,9%	5,0%	5,2%
Mitsui Chemicals	2776,00	6,8	6,4	6,1	0,7	0,7	0,7	6,8	7,0	6,7	10%	11%	11%	3,6%	3,9%	4,2%
Westlake Chemical	69,79	5,9	5,1	5,1	1,3	1,2	1,2	10,5	8,1	7,9	22%	24%	23%	1,5%	1,5%	1,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>8,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,6%</b>

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



## Wycena spółek gazowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	6,31	4,6	4,0	3,7	0,9	0,8	0,7	10,4	9,3	8,5	19%	21%	20%	1,5%	2,9%	4,3%
A2A	1,62	7,0	6,5	6,2	1,3	1,3	1,2	14,8	12,9	11,2	19%	20%	20%	4,6%	4,9%	5,1%
BG Group	24,16	5,4	4,8	4,8	0,9	0,8	0,8	11,9	10,1	9,8	16%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,0%
BP	5,59	5,3	4,8	4,8	0,8	0,7	0,8	13,6	11,6	11,4	14%	15%	16%	5,5%	5,7%	5,9%
Centrica	1,13	4,7	4,4	4,4	0,4	0,4	0,4	11,6	9,7	9,1	8%	8%	8%	9,2%	8,6%	8,9%
Enagas	25,60	10,5	10,2	10,9	8,3	8,3	8,7	14,3	13,2	14,3	79%	81%	80%	6,3%	6,5%	6,6%
Endesa	22,69	7,9	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	15,8	15,7	15,5	18%	18%	18%	6,3%	6,4%	5,7%
Engie	13,32	6,1	5,7	5,4	0,9	0,9	0,8	12,6	11,2	10,1	15%	15%	15%	5,8%	6,4%	7,0%
Eni	15,83	3,5	3,3	3,3	0,8	0,9	0,9	12,9	11,1	10,7	24%	26%	28%	5,7%	5,5%	5,7%
Equinor	191,30	3,1	2,7	2,6	1,1	1,0	1,0	12,1	10,5	10,3	36%	38%	38%	4,6%	4,9%	5,1%
Gas Natural SDG	25,00	9,2	8,9	8,8	1,7	1,7	1,6	17,5	16,2	16,2	19%	19%	18%	5,5%	5,7%	6,1%
Gazprom	154,53	2,5	2,4	2,4	0,7	0,7	0,7	3,0	2,9	2,8	28%	28%	28%	7,0%	8,5%	10,7%
Hera	3,24	6,7	6,6	6,4	1,1	1,1	1,1	17,1	16,5	15,4	17%	17%	17%	3,2%	3,4%	3,5%
NovaTek	170,30	12,0	11,2	11,6	4,2	3,9	3,8	12,2	10,8	10,3	35%	34%	32%	2,2%	2,8%	3,4%
ROMGAZ	32,60	5,2	4,8	5,0	2,5	2,3	2,1	10,0	9,2	8,0	48%	49%	43%	9,5%	9,8%	9,5%
Shell	28,26	5,4	4,8	4,8	0,9	0,8	0,8	11,8	10,1	9,8	16%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,0%
Snam	4,56	12,7	12,5	12,1	10,3	10,1	9,8	14,7	14,3	13,6	81%	81%	81%	5,2%	5,5%	5,7%
Total	50,00	4,8	4,4	4,5	0,9	0,8	0,8	10,5	9,3	9,1	18%	19%	19%	5,3%	5,5%	5,6%
<b>Mediana</b>		<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>12,4</b>	<b>10,9</b>	<b>10,3</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8%</b>

## Wycena spółek wydobywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI WYDOBYWCZE</b>																
MOL	3320,00	4,8	4,5	4,6	0,7	0,7	0,7	8,3	7,2	7,1	14%	15%	14%	3,7%	3,9%	4,7%
Bashneft	1978,00	1,9	1,7	1,7	0,5	0,5	0,4	3,0	2,9	-	24%	26%	25%	14,5%	11,4%	-
BP	5,59	5,3	4,8	4,8	0,8	0,7	0,8	13,6	11,6	11,4	14%	15%	16%	5,5%	5,7%	5,9%
Dana Gas	0,92	7,6	8,5	5,5	4,4	4,3	4,2	27,9	20,0	11,4	58%	51%	76%	7,9%	6,0%	6,0%
Eni	15,83	3,5	3,3	3,3	0,8	0,9	0,9	12,9	11,1	10,7	24%	26%	28%	5,7%	5,5%	5,7%
Equinor	191,30	3,1	2,7	2,6	1,1	1,0	1,0	12,1	10,5	10,3	36%	38%	38%	4,6%	4,9%	5,1%
Gazprom Neft	324,65	3,6	3,7	3,5	0,8	0,8	0,8	3,9	4,0	3,6	24%	22%	25%	9,3%	10,1%	10,7%
Gulf Keystone	2,55	3,7	2,1	1,9	2,4	1,5	1,3	11,4	5,1	4,5	65%	72%	71%	-	-	11,1%
Lukoil	5909,00	3,9	3,7	3,7	0,6	0,6	0,6	7,0	6,5	6,4	15%	15%	16%	4,3%	4,7%	5,1%
Occidental Petroleum	67,18	7,1	6,6	6,3	3,5	3,4	3,3	19,7	18,5	17,4	50%	52%	51%	4,7%	4,7%	4,8%
Repsol	15,38	4,4	3,9	3,9	0,6	0,6	0,6	9,4	8,2	8,4	15%	16%	16%	6,3%	6,5%	6,7%
Rosneft Oil	419,70	3,9	3,7	3,5	1,0	0,9	0,9	6,1	5,0	4,6	25%	25%	25%	7,2%	9,1%	10,0%
Shell	28,26	5,4	4,8	4,8	0,9	0,8	0,8	11,8	10,1	9,8	16%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,0%
Surgutneftgas	41,70	-	-	-	-	-	-	5,1	4,6	4,2	-	-	-	6,6%	5,9%	1,5%
Total	50,00	4,8	4,4	4,5	0,9	0,8	0,8	10,5	9,3	9,1	18%	19%	19%	5,3%	5,5%	5,6%
Tullow Oil	2,46	5,2	5,3	5,4	4,0	3,9	4,0	11,4	11,4	13,2	76%	73%	74%	2,2%	2,2%	2,6%
<b>Mediana</b>		<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>11,0</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>

## Wycena spółek surowcowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>GÓRNICTWO I METALE</b>																
JSW	62,05	2,1	3,4	4,1	0,5	0,6	0,6	7,0	18,3	42,8	23%	17%	15%	2,8%	2,9%	2,7%
KGHM	109,40	4,8	4,5	4,5	1,1	1,1	1,0	8,7	8,6	9,4	24%	23%	23%	0,9%	2,3%	3,5%
LW Bogdanka*	48,00	2,2	2,1	2,0	0,7	0,7	0,7	8,0	7,1	6,8	32%	33%	34%	2,6%	5,7%	6,0%
Anglo American	21,02	4,6	5,0	5,2	1,6	1,6	1,6	9,6	10,8	11,4	35%	33%	31%	4,4%	4,1%	4,0%
Antofagasta	9,94	6,2	6,1	5,5	3,0	3,0	2,8	18,9	18,1	15,1	49%	49%	51%	2,4%	2,7%	3,2%
BHP Group	19,02	6,3	6,4	6,7	3,4	3,4	3,5	12,8	13,0	14,1	54%	53%	52%	8,2%	5,6%	5,0%
Freeport-McMoRan	13,10	9,3	7,2	4,5	2,3	2,1	1,8	28,5	14,5	7,1	24%	30%	39%	1,7%	2,9%	3,8%
Glencore	3,26	5,9	5,6	5,5	0,4	0,4	0,4	11,9	10,3	9,7	7%	8%	7%	4,7%	5,5%	5,6%
Grupo Mexico	54,68	5,6	5,3	4,7	2,6	2,5	2,3	11,5	10,5	8,8	47%	47%	49%	5,6%	7,2%	7,0%
Kazakhmys	6,67	5,2	5,0	4,8	2,8	2,7	2,6	8,0	7,5	6,8	55%	54%	55%	1,4%	1,6%	1,6%
Rio Tinto	45,66	5,5	6,0	6,1	2,6	2,7	2,8	10,6	11,7	12,2	48%	46%	45%	5,9%	5,1%	5,0%
Southern CC	40,24	9,4	8,6	7,7	4,7	4,4	4,1	17,4	15,8	13,7	50%	51%	53%	2,8%	4,3%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,3</b>	<b>10,6</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>42%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,5%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	324,00	8,7	8,2	8,0	1,3	1,3	1,2	12,9	12,2	11,7	15%	15%	15%	6,5%	5,4%	7,4%
Alcoa	29,46	3,6	3,4	3,5	0,7	0,7	0,7	17,3	10,2	10,3	19%	20%	19%	-	0,2%	0,3%
Constellium	8,57	5,7	5,1	4,8	0,5	0,5	0,5	7,6	5,8	5,0	9%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	105,87	8,6	8,2	7,8	1,2	1,1	1,1	15,0	13,9	13,1	14%	14%	14%	2,3%	2,3%	2,4%
Norsk Hydro	36,01	6,0	4,6	4,3	0,6	0,5	0,5	15,8	10,1	9,6	9%	12%	12%	3,6%	4,5%	4,6%
Rusal	3,36	8,3	6,9	6,8	1,3	1,3	1,3	3,8	3,2	3,2	16%	19%	19%	4,6%	6,0%	6,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>13,9</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,6%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
Grupa Azoty	42,64	6,8	8,2	8,8	0,6	0,7	0,8	18,6	29,5	26,6	9%	9%	9%	0,0%	1,1%	1,0%
ZA Police*	14,40	5,0	4,7	4,7	0,5	0,5	0,5	8,6	7,5	-	10%	11%	11%	1,7%	1,7%	-
Acron	4574,00	7,1	6,6	6,1	2,5	2,3	2,1	9,0	8,1	7,7	35%	35%	34%	7,2%	7,4%	7,9%
CF Industries	41,82	9,0	8,2	7,8	3,3	3,2	3,2	18,0	13,9	11,4	37%	39%	41%	2,9%	2,9%	2,9%
Israel Chemicals	19,24	8,0	7,5	7,3	1,6	1,6	1,5	13,7	12,4	12,6	21%	21%	21%	3,5%	3,9%	3,9%
K+S	16,68	8,0	6,9	6,2	1,5	1,4	1,4	13,8	10,4	8,5	19%	21%	23%	2,8%	3,8%	4,3%
Phosagro	2394,00	6,2	5,8	5,3	1,9	1,8	1,6	9,1	9,2	7,4	30%	31%	31%	5,3%	5,5%	8,7%
The Mosaic Company	27,84	6,5	6,1	5,8	1,5	1,4	1,4	12,1	10,6	9,7	22%	23%	24%	0,8%	0,9%	0,9%
Yara International	356,70	7,5	6,3	6,1	1,1	1,0	1,0	13,2	10,3	9,4	15%	16%	17%	4,2%	3,9%	4,5%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>13,2</b>	<b>10,4</b>	<b>9,5</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,1%</b>

**Wycena spółek spożywczych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI SPOŻYWCZE</b>																
Astarta*	27,80	4,0	3,6	3,0	0,9	0,9	0,8	4,3	3,8	2,5	24%	25%	28%	-	-	100%+
IMC*	13,95	4,0	-	-	1,2	-	-	5,5	-	-	31%	-	-	11,3%	-	-
Kemel	49,70	5,4	4,7	3,9	0,6	0,4	0,4	6,0	5,1	4,3	10%	9%	9%	1,8%	6,9%	11,2%
Ovostar*	107,00	4,9	-	-	1,3	-	-	5,5	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	18,20	8,5	7,2	6,0	0,6	0,6	0,6	22,2	16,9	12,1	7%	8%	10%	4,6%	5,1%	5,8%
Bunge Limited	52,81	8,8	8,0	7,3	0,3	0,3	0,3	18,7	13,6	11,2	3%	3%	4%	3,8%	4,1%	4,6%
Cosan	43,61	4,7	4,4	4,0	0,4	0,4	0,4	11,7	10,2	9,5	9%	9%	9%	4,9%	5,6%	5,0%
MHP	10,35	4,7	4,3	-	1,4	1,3	1,2	5,7	4,6	4,2	29%	31%	-	7,2%	7,2%	7,2%
Nisshin Oillio	3330,00	8,9	8,8	8,2	0,5	0,5	0,5	13,5	15,2	14,2	6%	6%	6%	2,1%	2,1%	2,3%
Suedzucker	11,30	13,9	9,3	6,2	0,6	0,6	0,6	-	100+	14,0	4%	7%	10%	1,8%	1,7%	2,7%
Wilmar Int.	3,32	13,5	12,7	12,7	0,7	0,7	0,6	12,5	11,4	10,5	5%	6%	5%	3,3%	3,5%	3,6%
<b>Mediana</b>		<b>5,4</b>	<b>7,2</b>	<b>6,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>8,9</b>	<b>10,8</b>	<b>10,5</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,8%</b>

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

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

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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. 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 świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszej publikacji.

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Dom Maklerski mBanku 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.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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