

wtorek, 30 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 w Niemczech spadły poniżej 50 EUR/MWh z uwagi na korektę na rynku CO<sub>2</sub> (26 EUR/t) oraz 4% spadek cen węgla. Modelowa marża elektrowni węglowej nieznacznie poprawiła się do około 2 EUR/MWh. W Polsce ceny nie zareagowały na spadek kosztów uprawnień do emisji i w efekcie obserwujemy dalszą poprawę marży zintegrowanej pionowo elektrowni węglowej. Po krótkiej korekcie wzrosty wróciły na indeksach użyteczności publicznej w USA i Europie.

#### Rynek paliwowy

Cena ropy Brent utrzymuje się powyżej 70 USD/Bbl, co wywiera wyraźną presję na marże na HSFO i dieslu, w przypadku którego obserwujemy dalszy wzrost zapasów w portach ARA i dużą presję importową do Europy (kolejne rekordy w przypadku Chin i Indii, powrót rekordowych wskazań eksportu z USA). Zaskakująco mocne są tych okolicznościach marże na benzynie, prawdopodobnie z uwagi na ostatnie dobre odczyty z USA. W najbliższych dniach powinien zniknąć efekt ubytku produkcji z rafinerii Pernis z uwagi na zakończenie strajku. W petrochemii obserwujemy kontynuację korekty na marżach na poliolefinach i butadienie. Pozytywnie zaskakują natomiast rentowności na monomerach. Ceny gazu w miesięcznych kontraktach nieznacznie odbiły po ostatniej korekcie powyżej 15 EUR/MWh.

#### Rynek metali

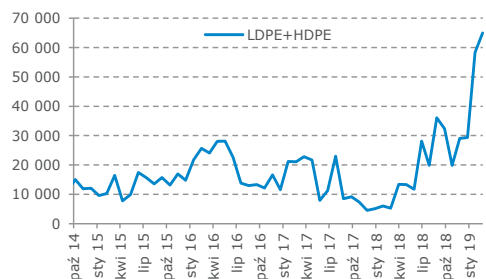
Indeks PMI Caixin w Chinach w kwietniu wyniósł 50,2 pkt vs. 50,8 w marcu oraz oczekiwanych przez rynek 50,9 pkt. Wskaźnik produkcji bieżącej spadł do 50,7 pkt (wcześniej 51,3 pkt). Niżej był również subindeks pokazujący koniunkturę w zakresie nowych zamówień. Słabsze odczyty PMI w Chinach mogą negatywnie przekładać się na notowania metali oraz spółek wydobywczych.

Premia producencka na miedzi w Chinach spadła poniżej 50 USD/t. Uczestnicy rynku mówią, że z jednej strony to efekt niepewnej sytuacji gospodarczej w Chinach, inni zaś wskazują na mniejszą dostępność koncentratów na rynku w bieżącym roku (słabsza produkcja miedzi w Chile w II'19, słabsze wydobycie Grasberg w bieżącym roku).

#### Rynek węgla koksowego

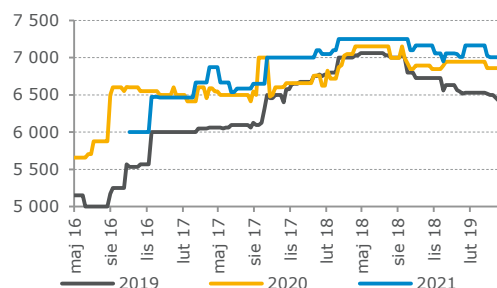
Zapasy koksu w portach chińskich wzrosły w ubiegłym tygodniu do poziomu 4,4 mln ton (nowy historyczny rekord). W Chinach koksownie podjęły próbę podwyżek cen koksu, aby zrekomensować ceny węgla koksowego, które powróciły powyżej 200 USD/t. Rezultat jednak był mało widoczny (patrz strona 11). Ceny węgla koksowego podjęły próbę zwyżek w kierunku 200+ USD/t, obecnie wracają do 200 USD/t.

#### Wykres tygodnia



#### Cały czas rośnie import PE do Europy

Uruchamiane nowe moce petrochemiczne w USA znajdują coraz większe odzwierciedlenie w rosnącym imporcie amerykańskiego polietylenu do Europy. Łączny wolumen przywozu HDPE i LDPE w ostatnich miesiącach jest średnio 3x większy niż w 1H'18, a styczeń i luty ustanowiły nowe historyczne maksima. Tymczasem w kolejce na uruchomienie czekają kolejne instalacje o potencjale 2-3 mln ton rocznie.



#### Konsensus cen miedzi na lata 2019-2021

Konsensus cen miedzi wciąż znajduje się pod presją od lata 2018 roku. Ostatnie kilka aktualizacji prognoz przyniosło nawet spadek mediany na latach 2019-21. Koszyk walut EM nie rośnie, co również nie pozwala miedzi na przeforsowanie poziomu 6500 USD/t. Ostatnie odczyty PMI w Chinach również nie pomagają, czyżby zatem korekta?

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

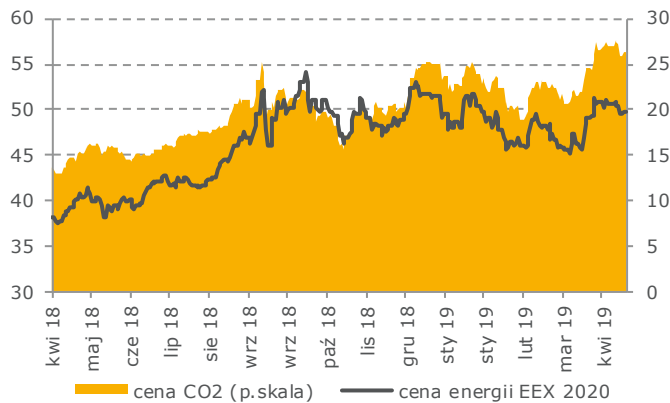
Spółka	1W	YTD
Astarta	-11,9%	+13%
PGNiG	-5,5%	-17%
LW Bogdanka	-5,4%	-22%
Ciech	-4,3%	+7%
Enea	-3,6%	-21%
Energa	-3,5%	-13%
ZE PAK	-3,2%	-3%
Tauron	-3,2%	-19%
OMV	-2,7%	+26%
Tarczyński	-2,5%	-13%
PKN Orlen	-1,7%	-8%
KGHM	-1,6%	+19%
CEZ	-1,1%	-1%
Kernel	-1,1%	+11%
Boryszew	-1,1%	-1%
ZA Puławy	-1,0%	+51%
Tupras	-0,9%	+19%
PCC Rokita	-0,7%	+12%
ZCh Police	+0,0%	+10%
JSW	+0,3%	-12%
Impexmetal	+1,0%	+33%
IMC	+1,1%	+6%
MOL	+1,1%	+9%
Lotos	+1,1%	-4%
Kęty	+1,5%	+5%
Kruszwica	+1,5%	+23%
PGE	+2,3%	-2%
Grupa Azoty	+2,9%	+36%
Orzeł Biały	+7,0%	+1%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,1%	+6%
Chemia	+0,0%	+21%
Energia	-0,1%	-7%
Paliwa	-1,9%	-9%
Spożywczy	-3,0%	+6%
Surowce	-1,4%	+10%
Ukraina	-3,6%	+7%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-3,7%	+22%
Oil & Gas E&P	-4,0%	+21%
Refining EU	-2,2%	+4%
Refining US	-1,2%	+10%
Agri & Food	+1,7%	+22%
Kauczuki	-2,1%	+17%
Nawozy	-0,3%	+3%
Chemicals EU	-2,2%	+16%
Industrials EU	+0,9%	+23%
Petchem World	-1,7%	+8%
Utilities EU	+0,5%	+11%
Utilities US	+0,9%	+10%

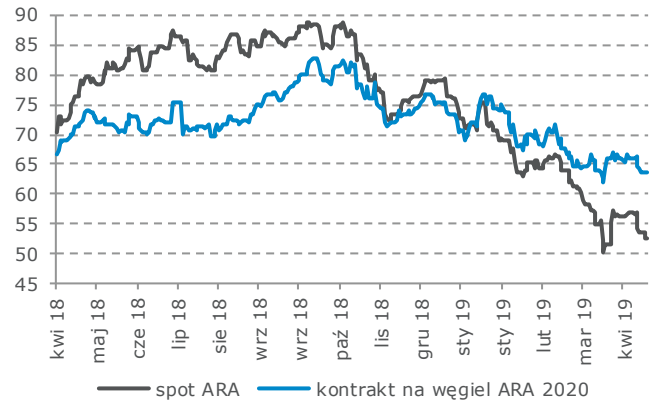
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

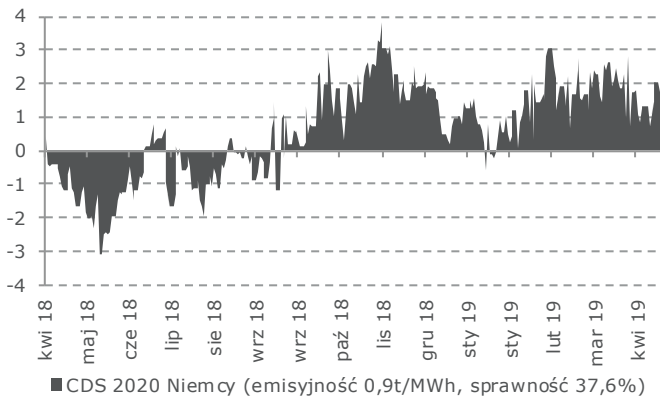
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



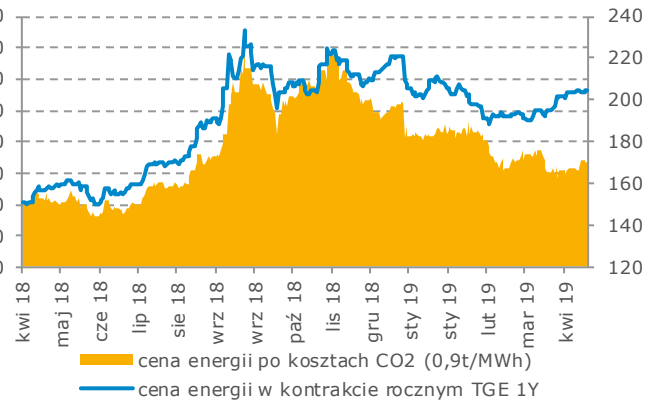
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



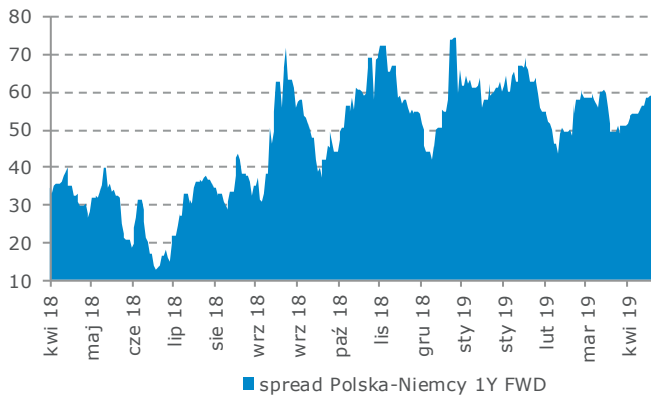
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



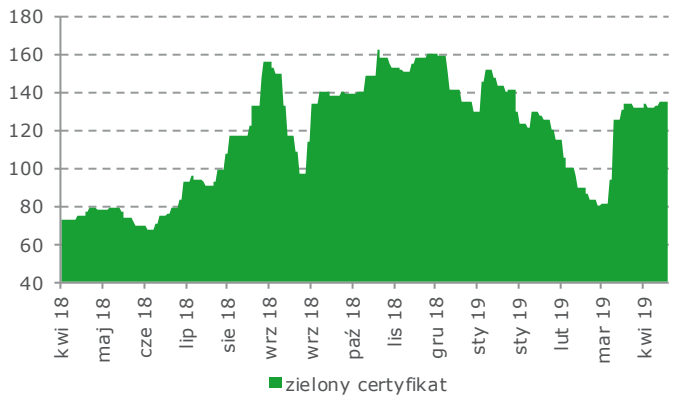
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



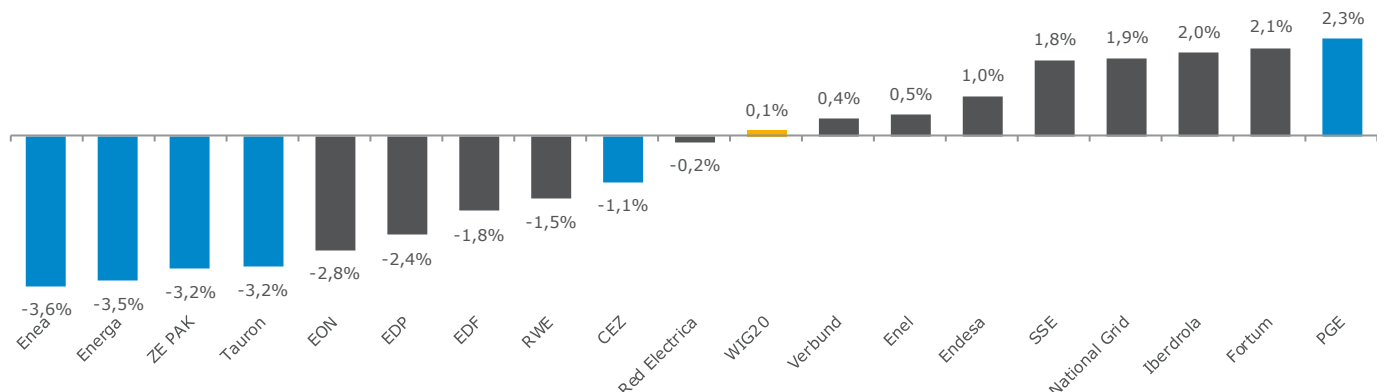
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



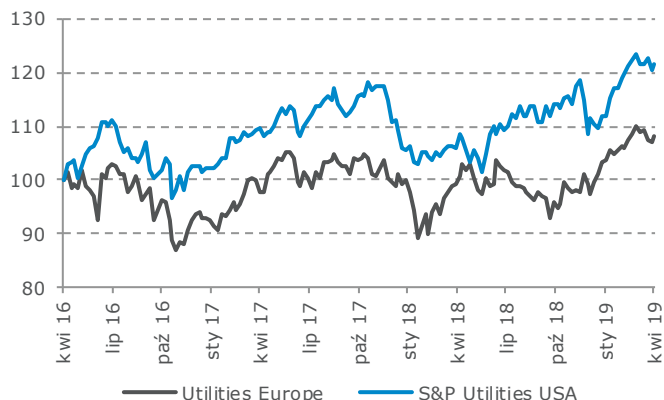
Tygodniowy performance spółek energetycznych



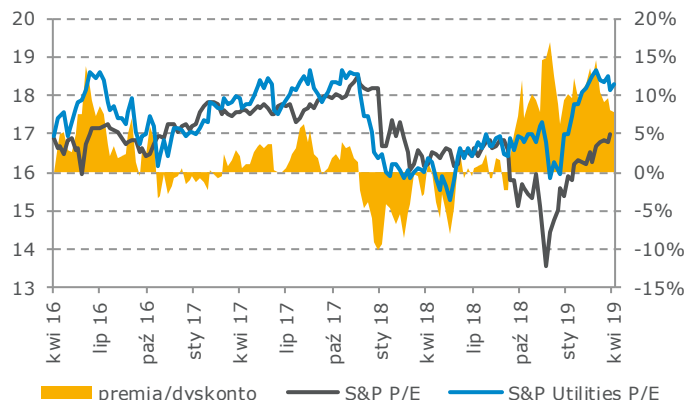
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

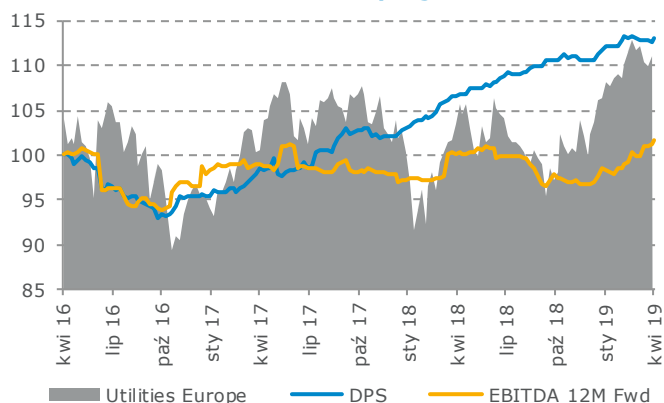
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



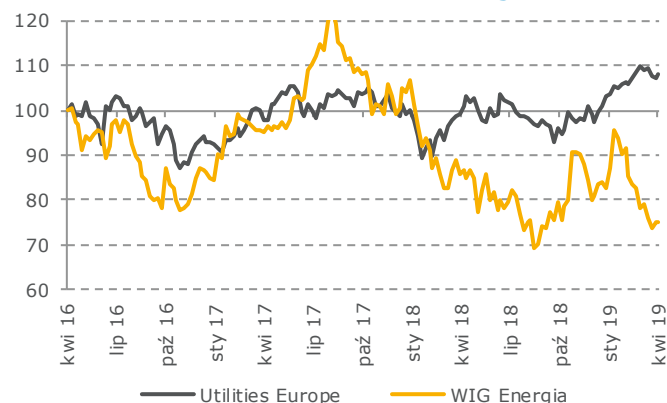
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



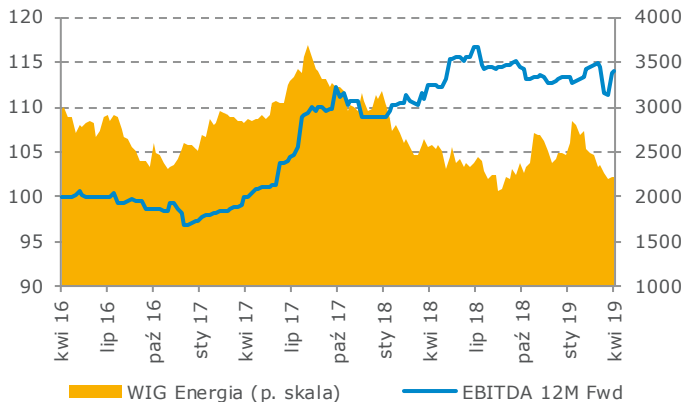
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



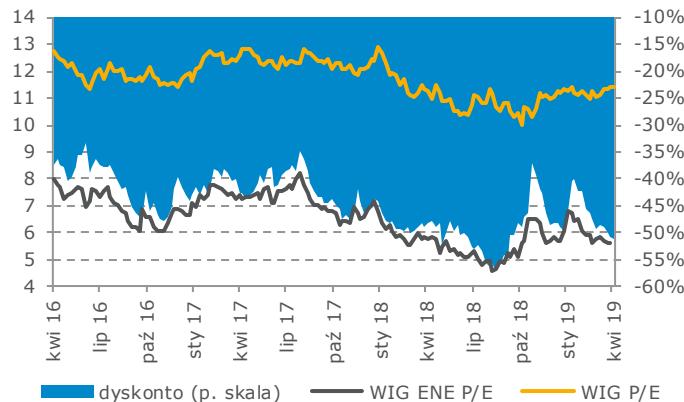
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



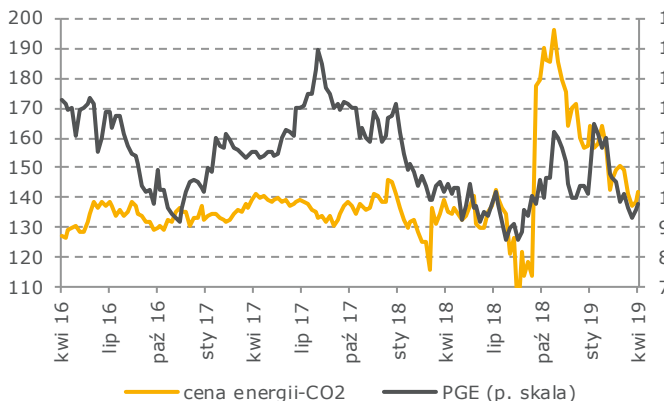
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



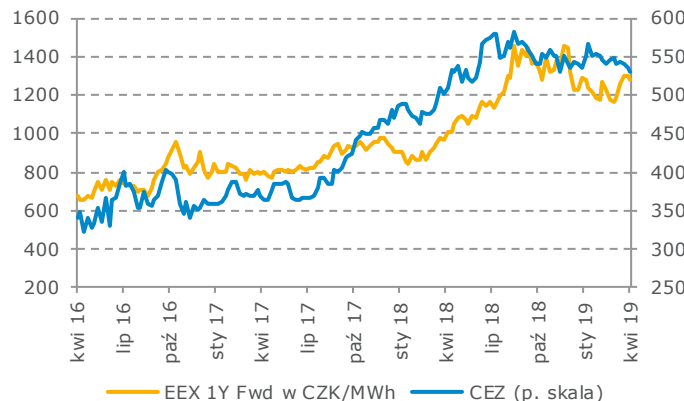
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



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



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



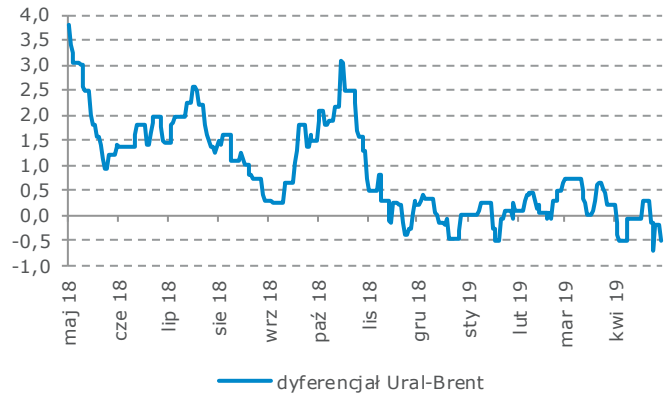
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

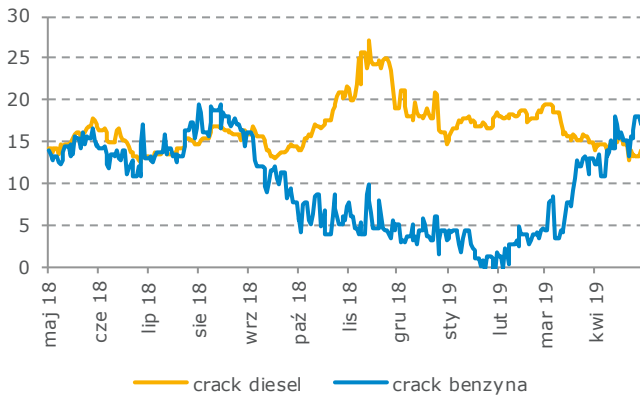
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



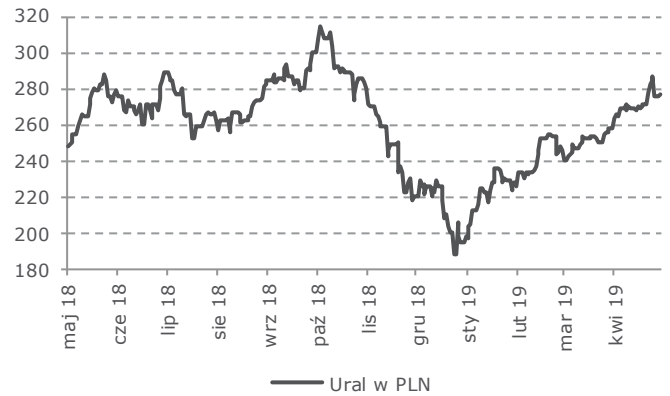
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



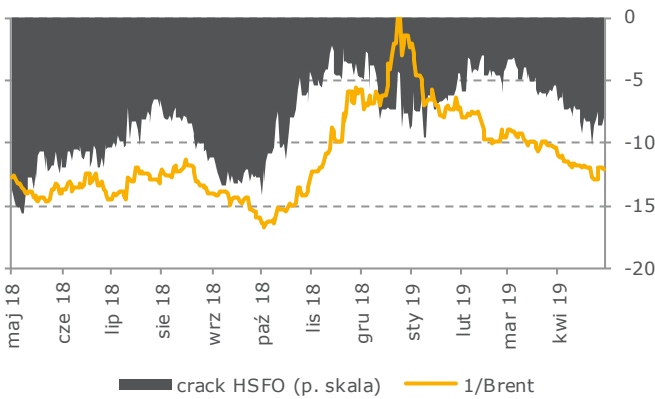
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



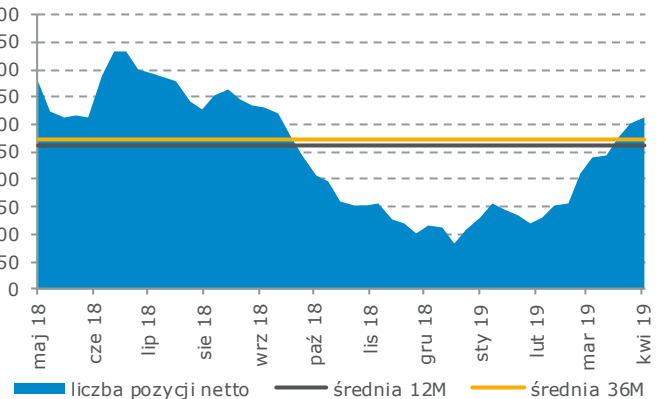
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



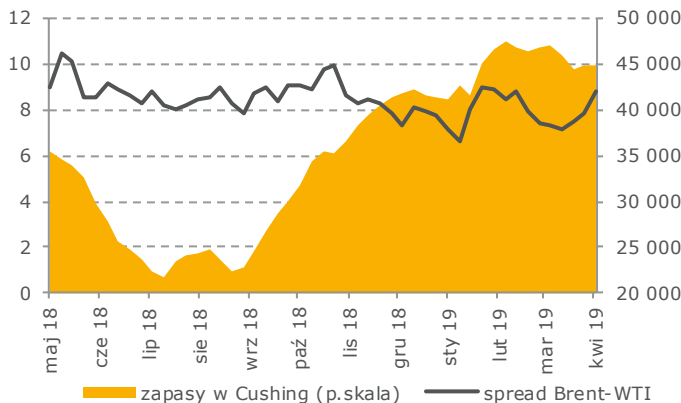
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



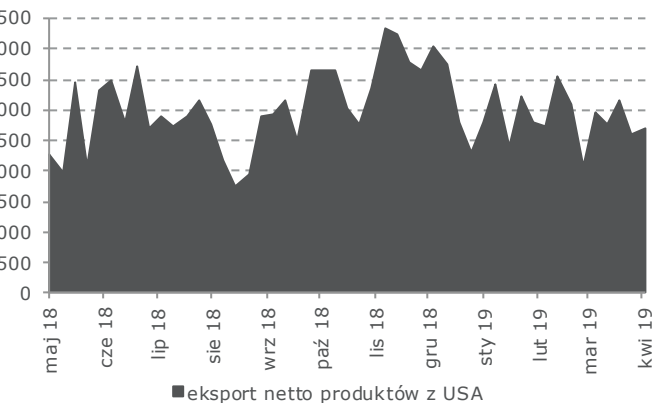
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



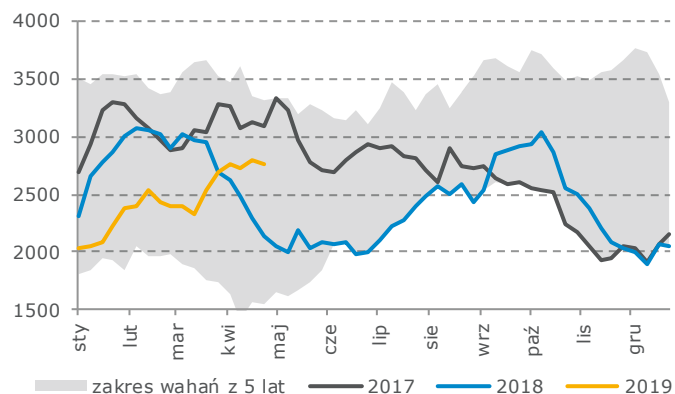
Eksport netto paliw z USA



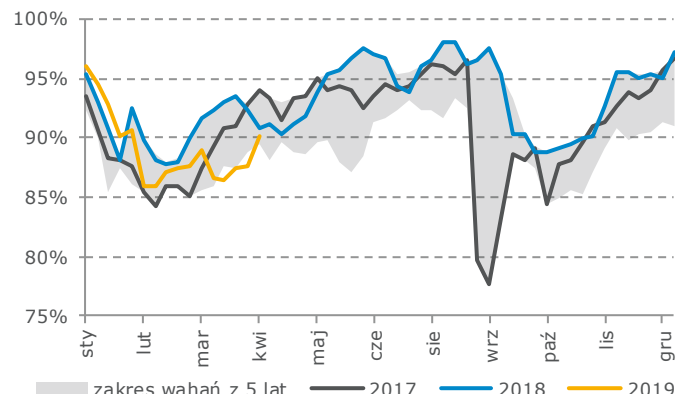
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

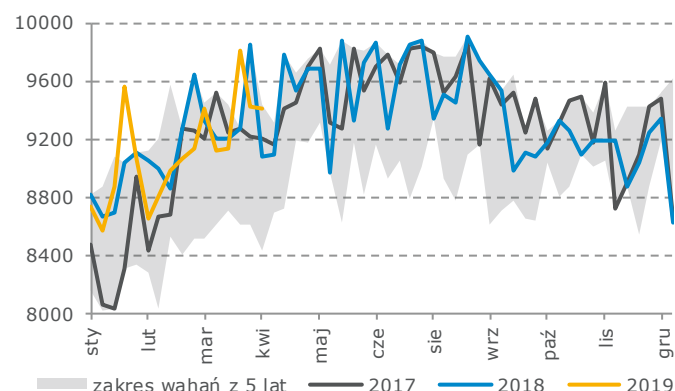
### Zapasy diesla w portach ARA



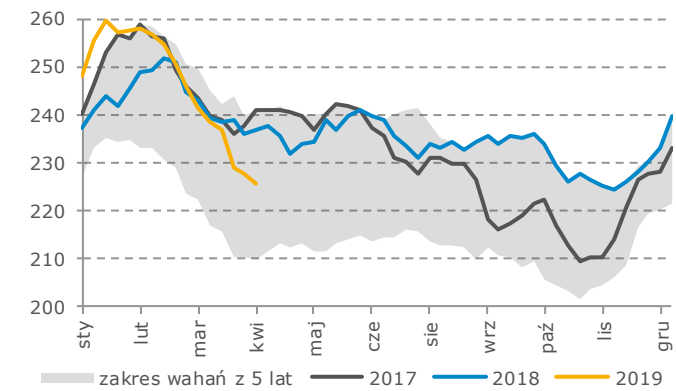
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



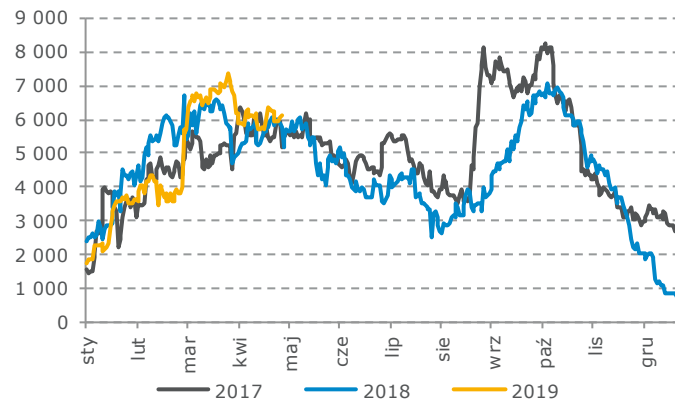
### Popyt na benzynę w USA



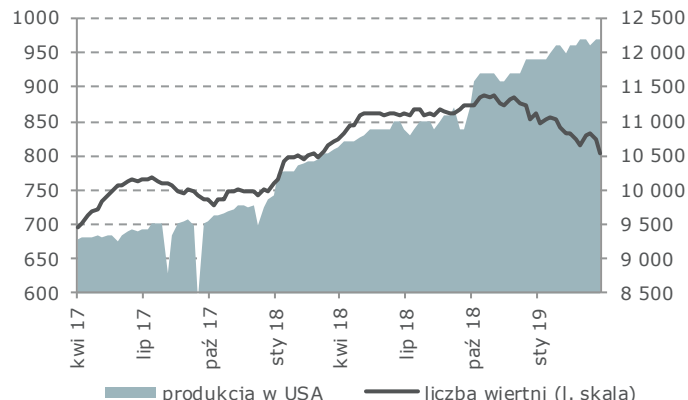
### Zapasy benzyny w USA



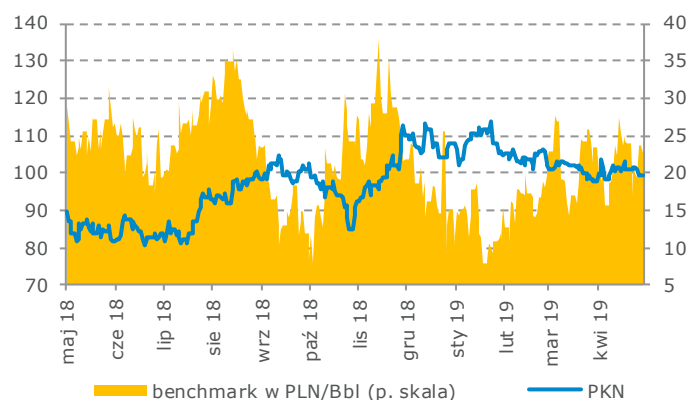
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



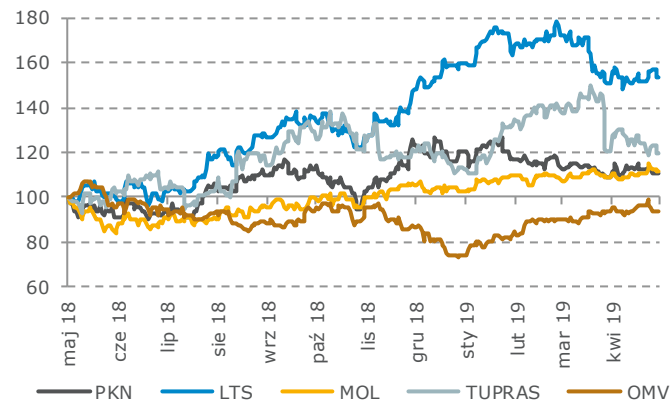
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



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



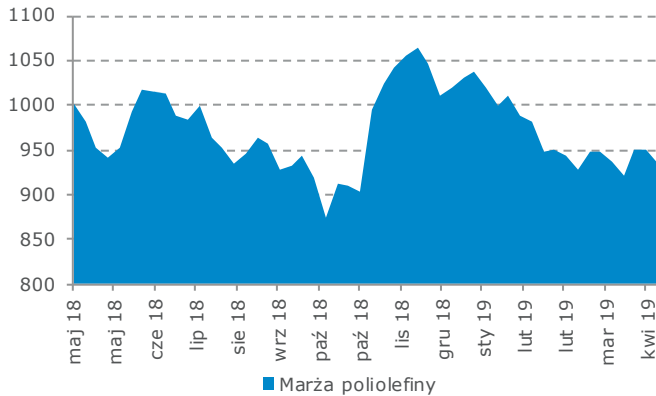
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



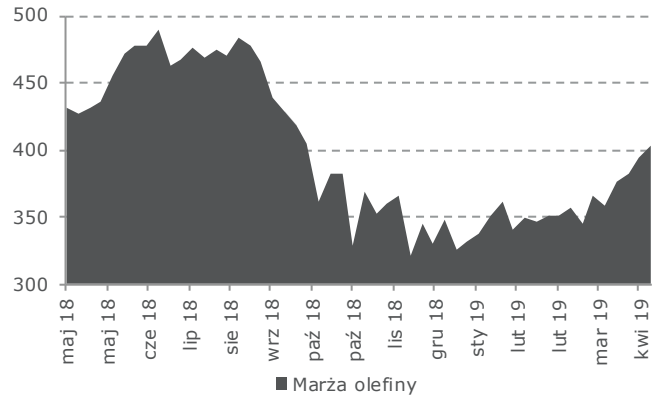
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

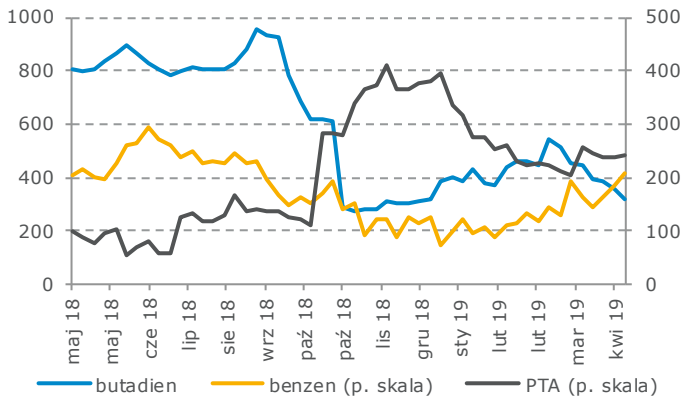
Marża petrochemiczna poliolefiny



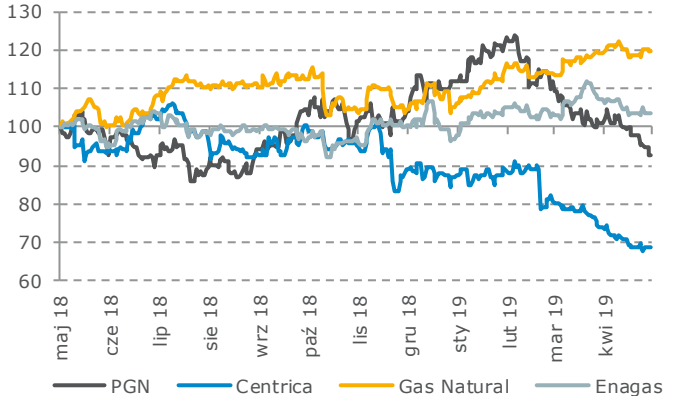
Marża petrochemiczna olefiny



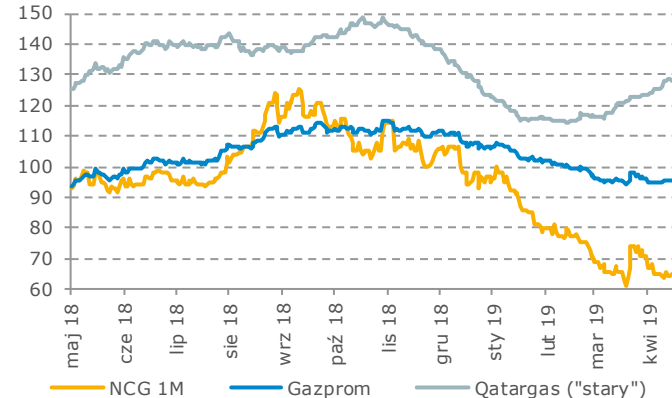
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



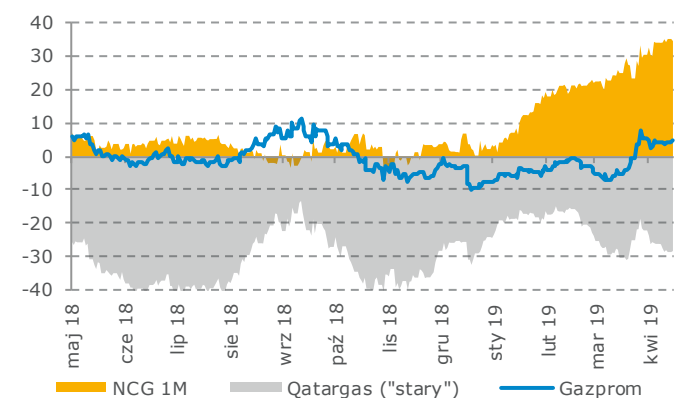
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



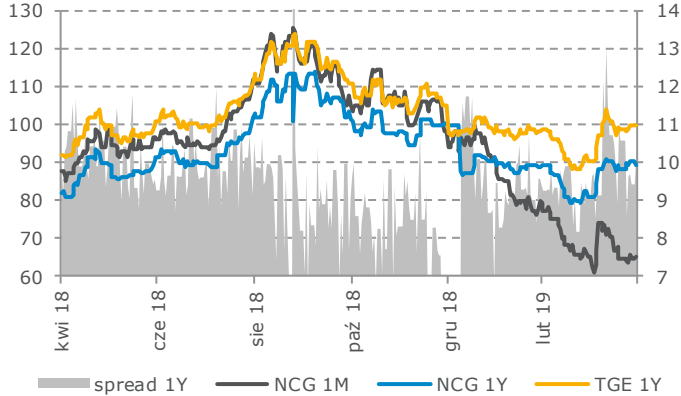
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



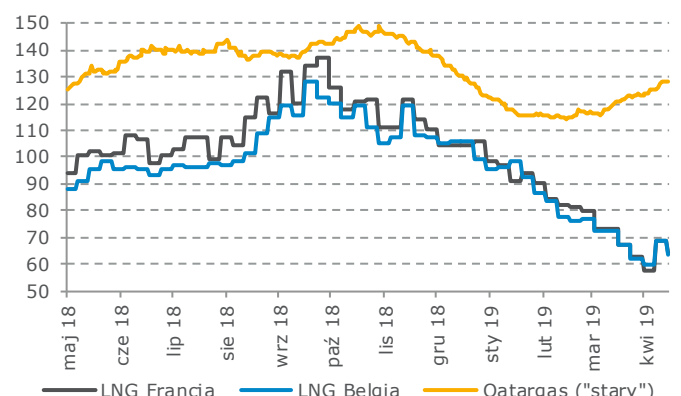
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



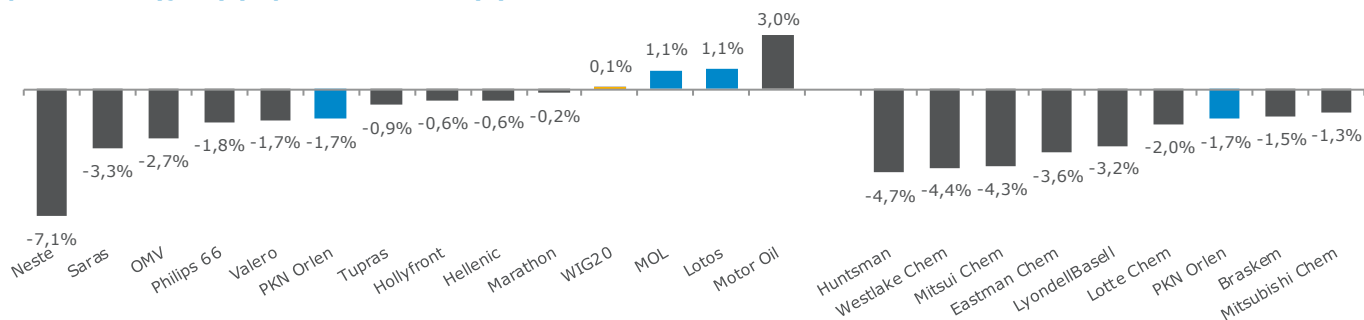
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



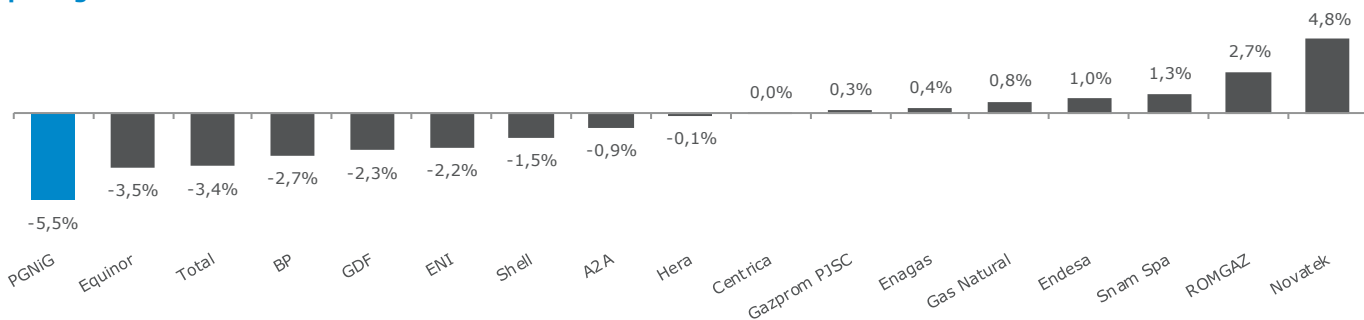
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Tygodniowy performance

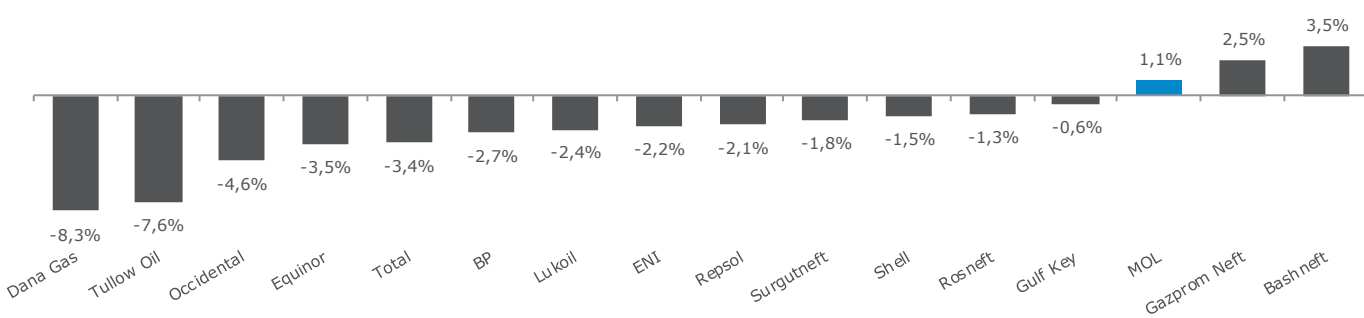
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



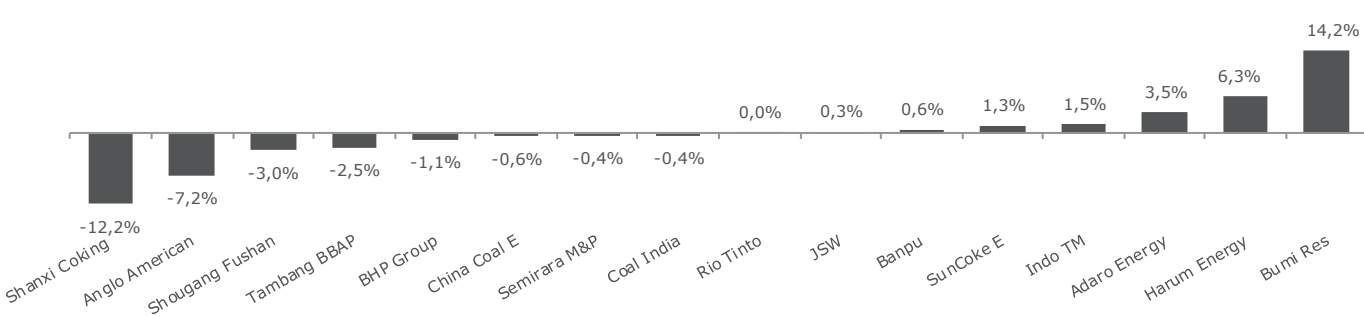
### Spółki gazowe



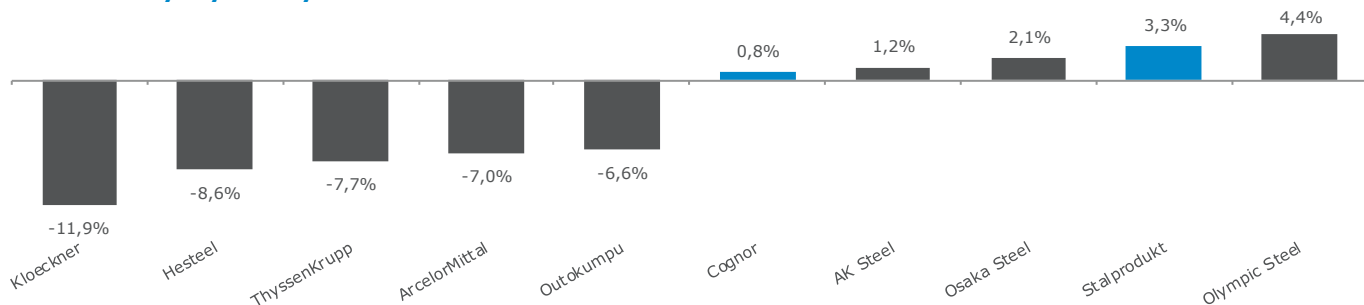
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



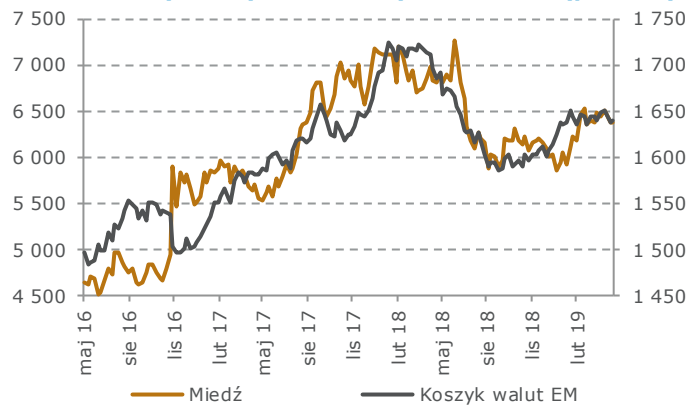
### Producenci i dystrybutorzy stali



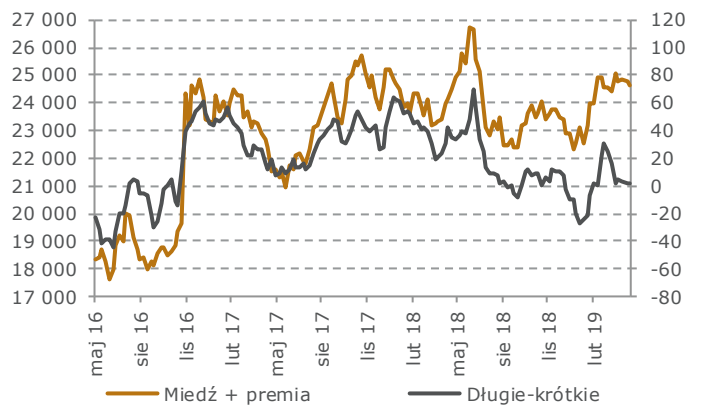
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

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



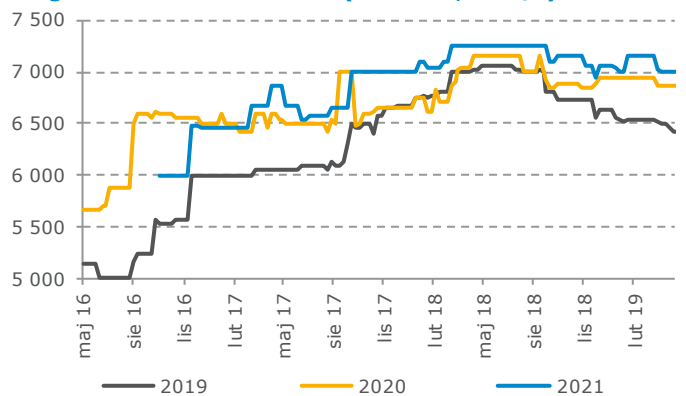
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



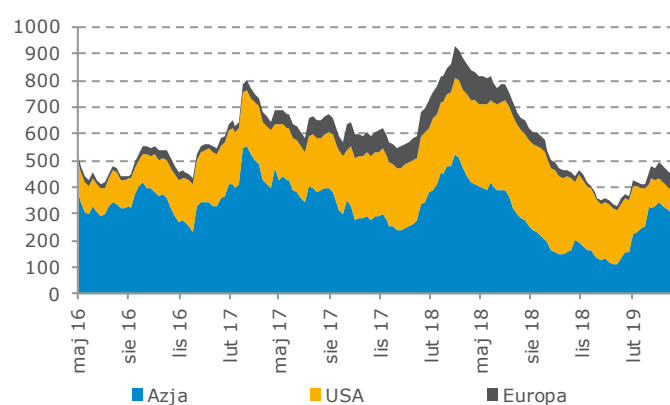
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



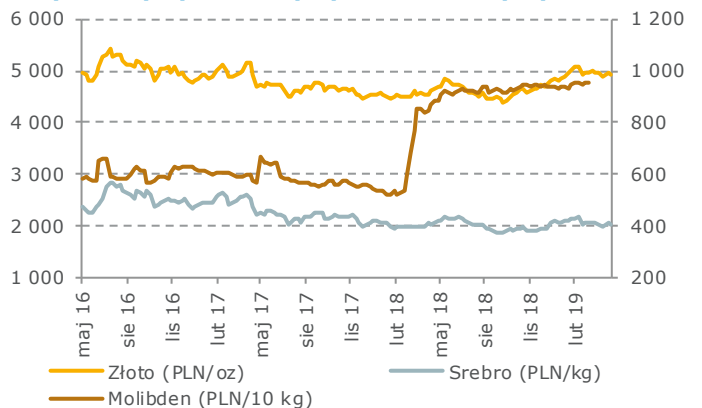
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



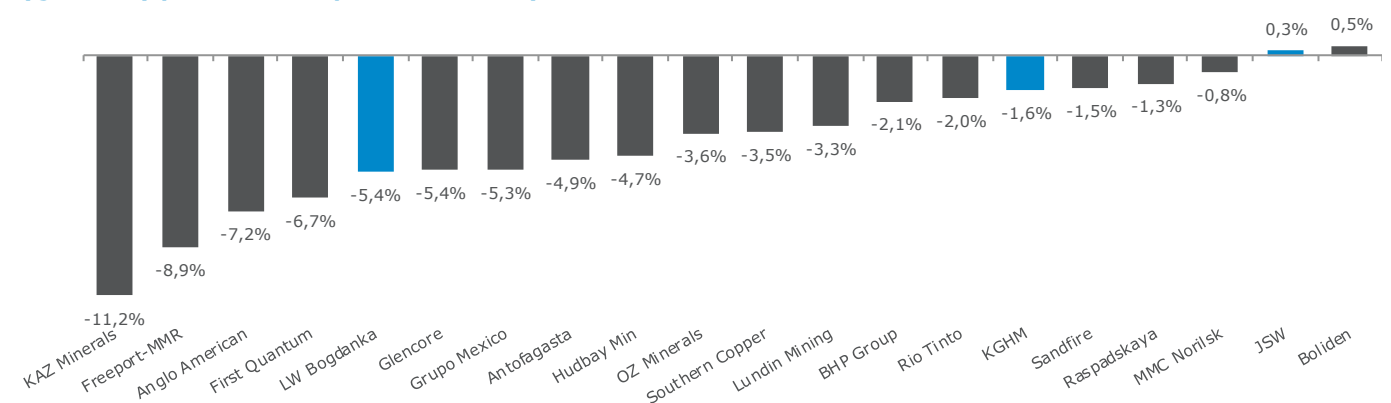
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



## Tygodniowy performance spółek surowcowych

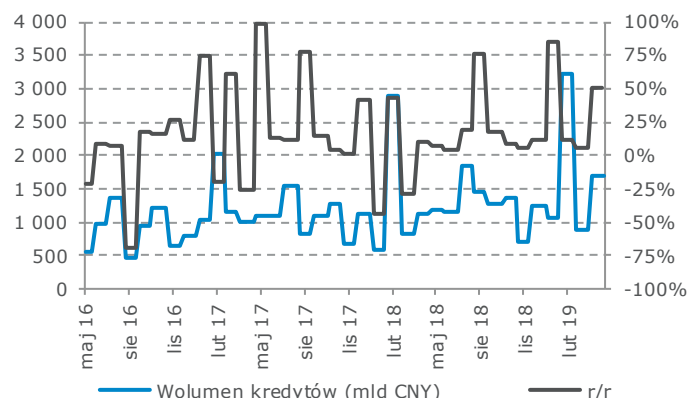


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

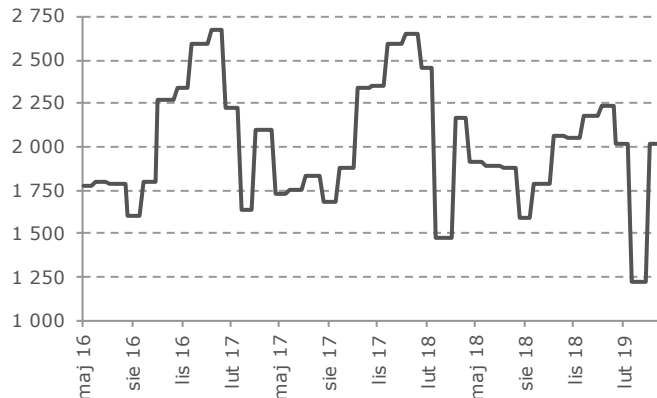


## Surowce (miedź)

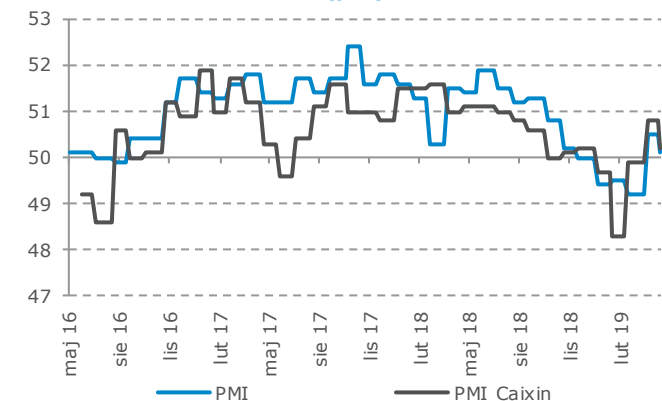
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



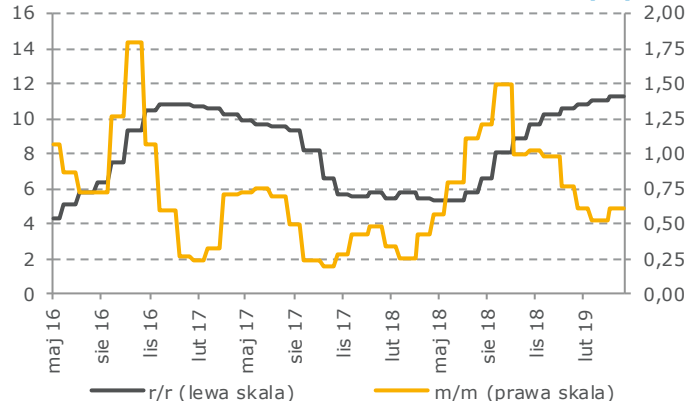
Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



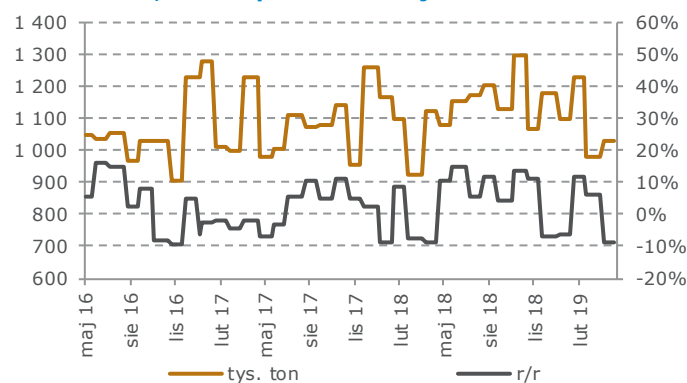
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



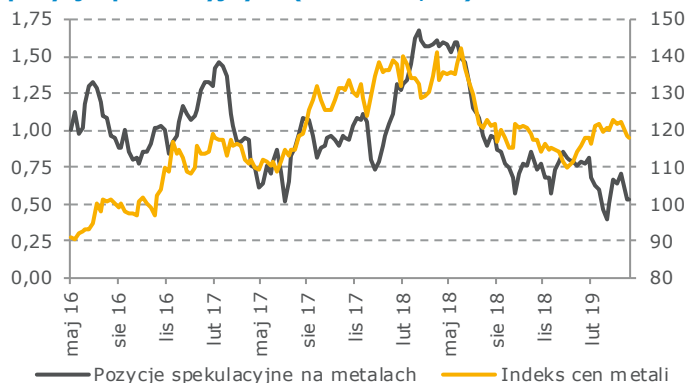
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



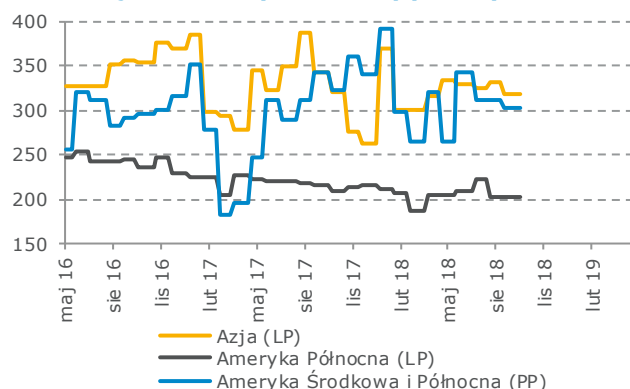
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



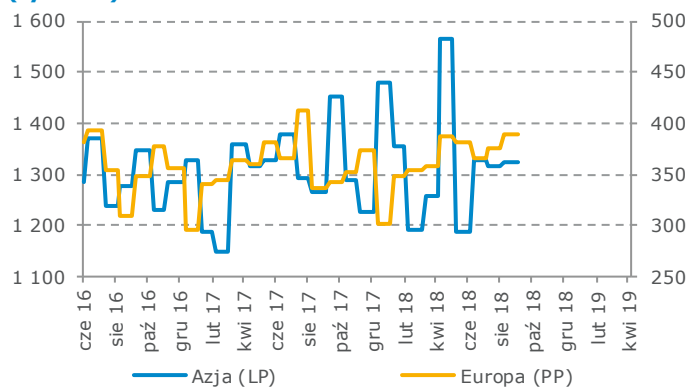
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



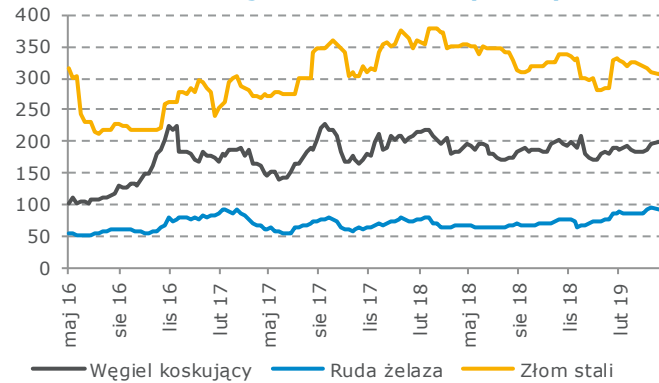
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



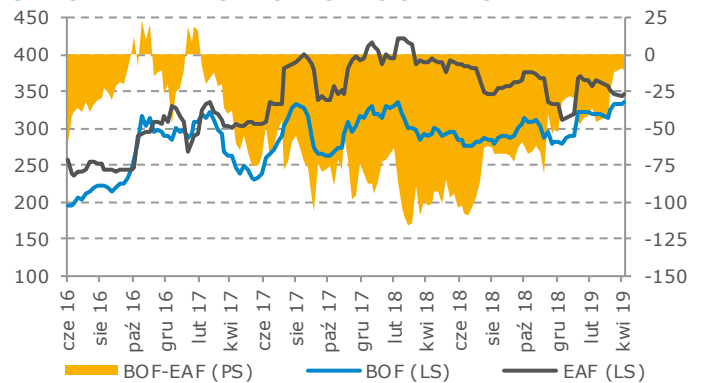
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

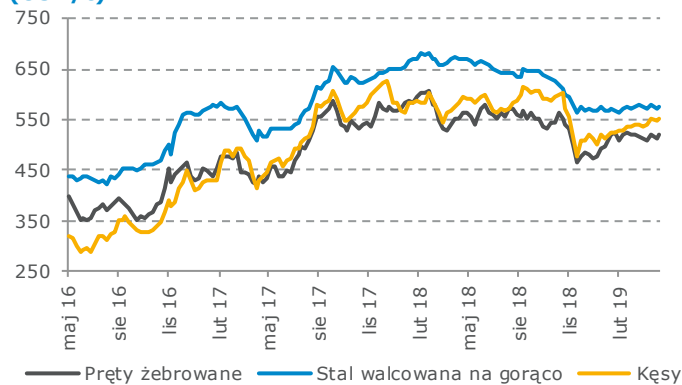
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



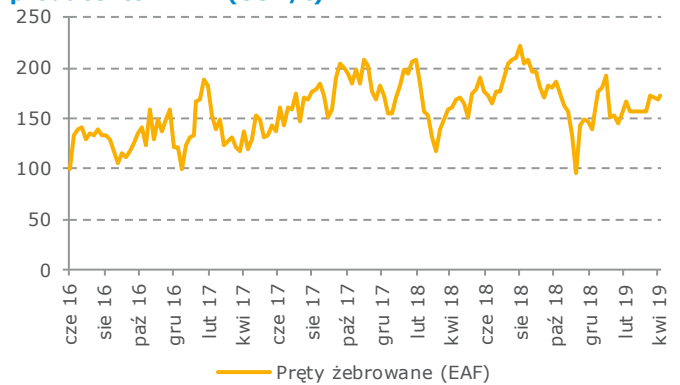
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



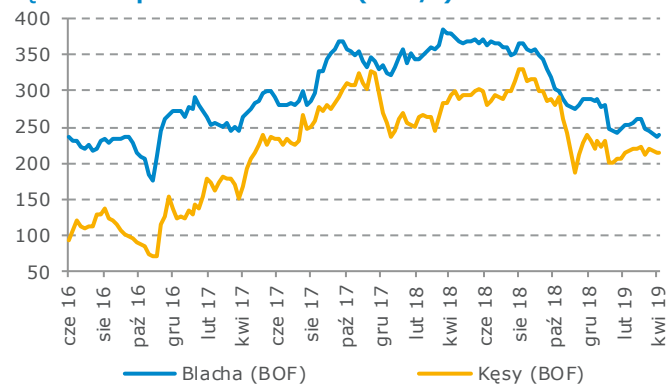
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



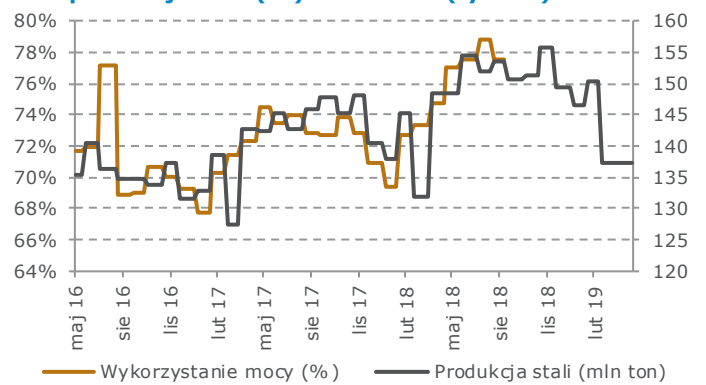
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



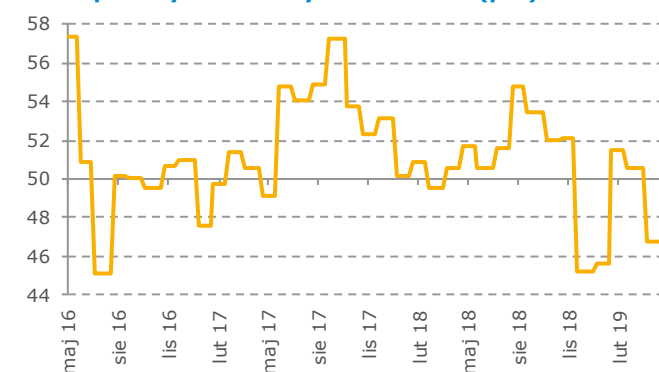
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



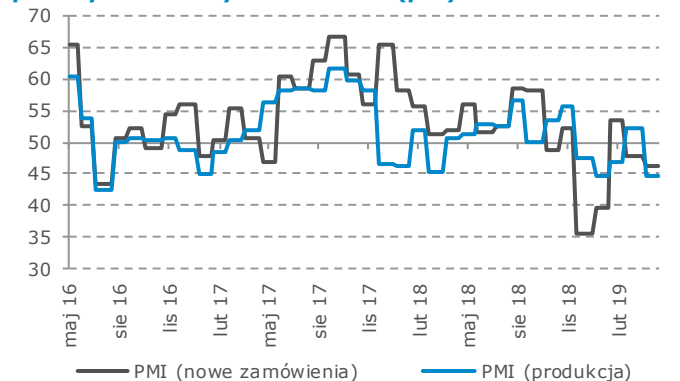
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



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



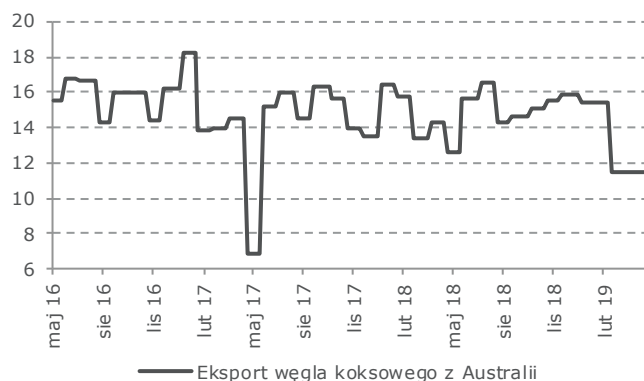
**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**



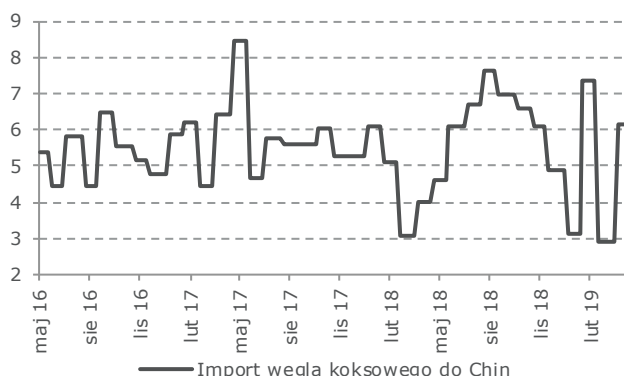
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

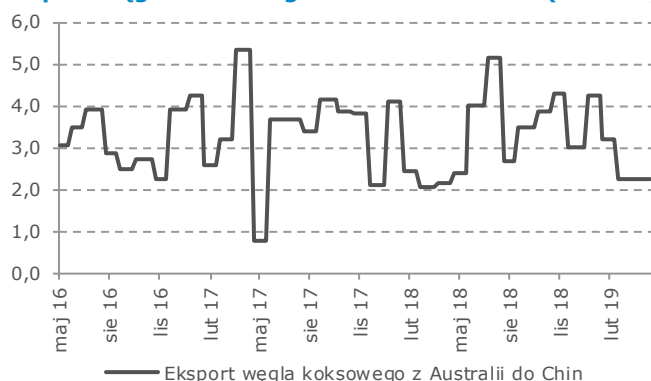
**Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)**



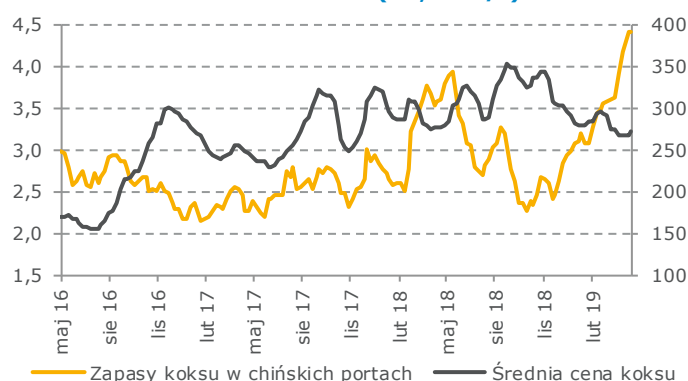
**Import węgla kokсового do Chin (mln ton)**



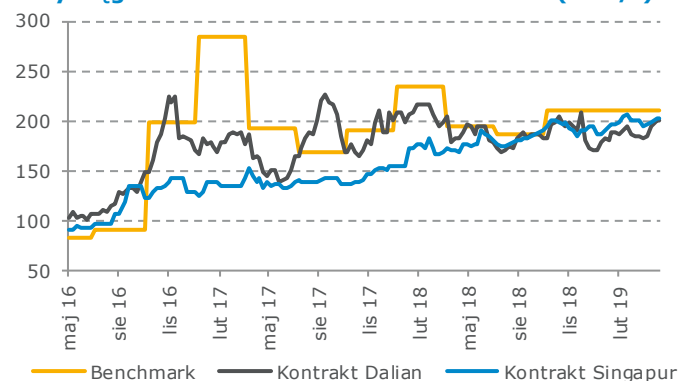
**Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)**



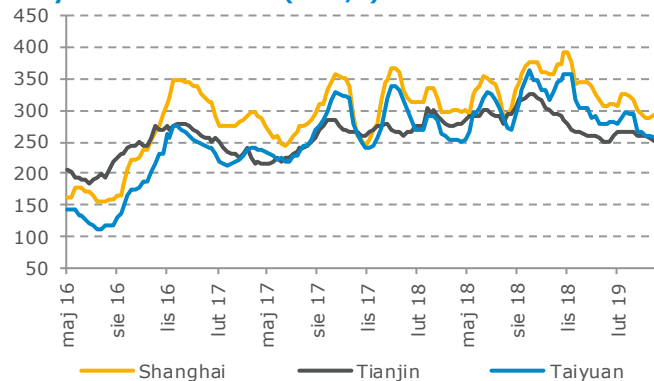
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



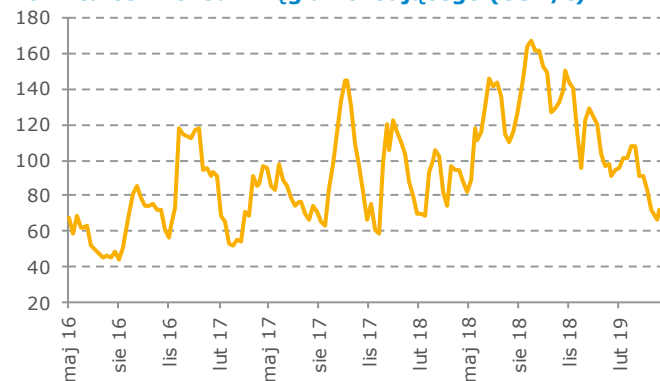
**Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)**



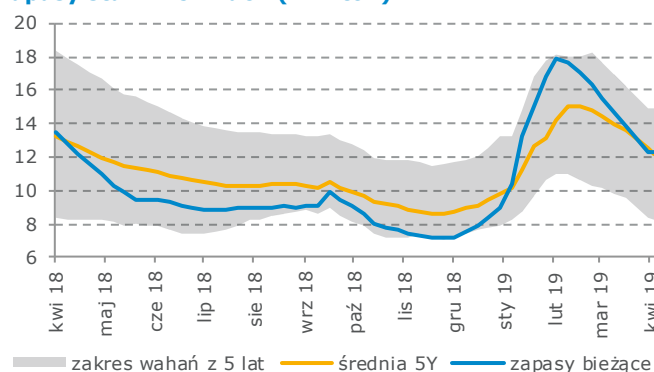
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



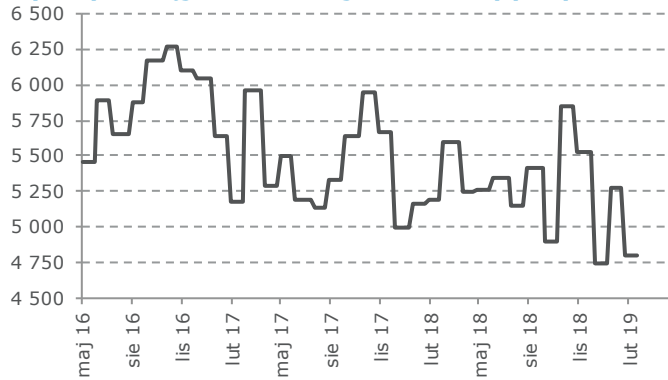
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



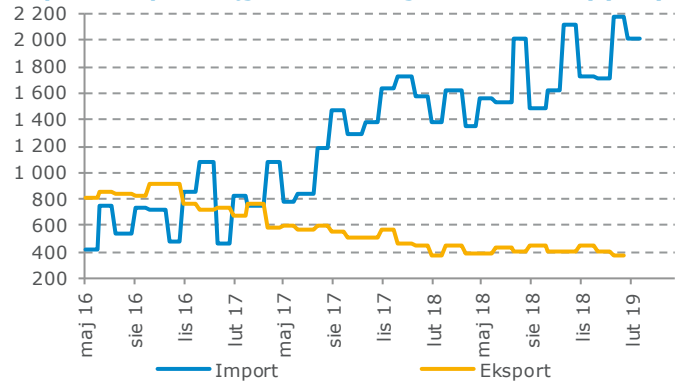
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

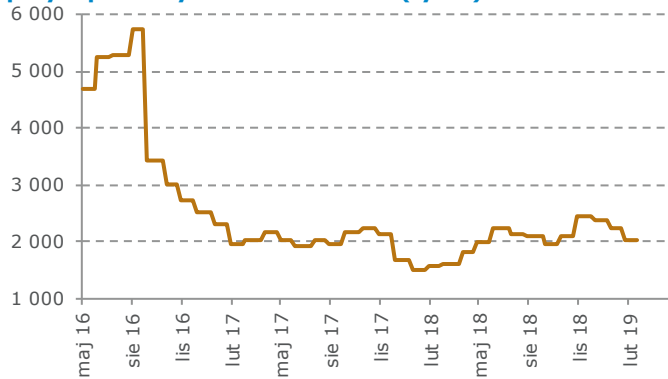
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



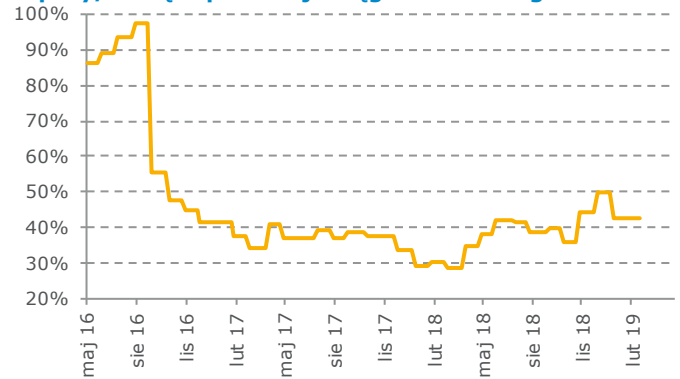
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



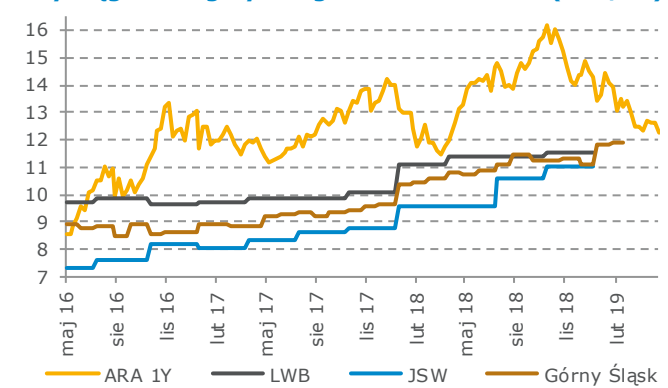
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



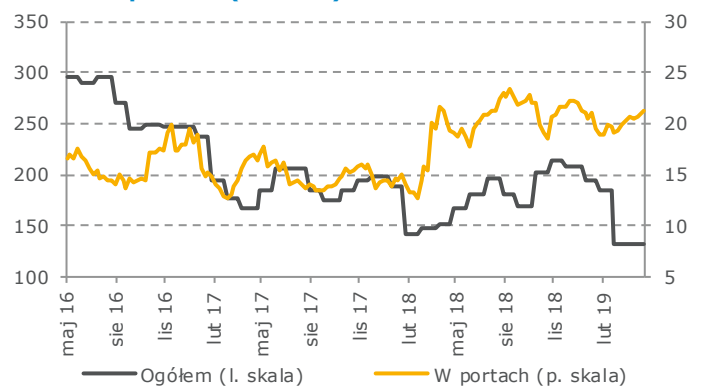
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



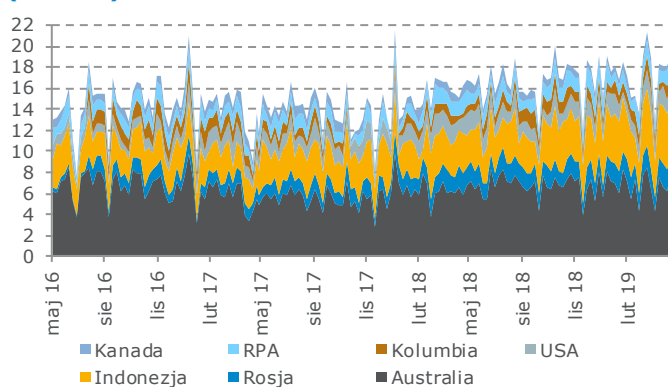
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



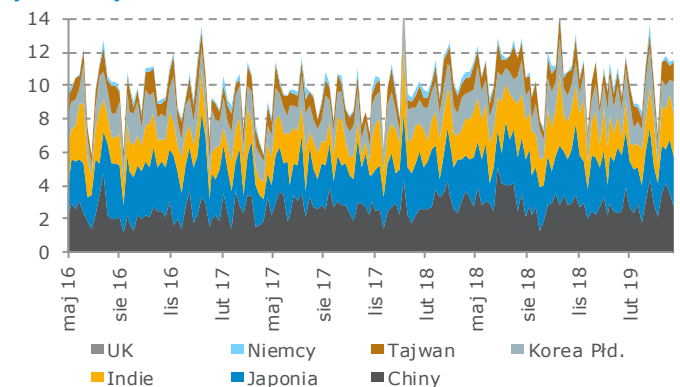
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



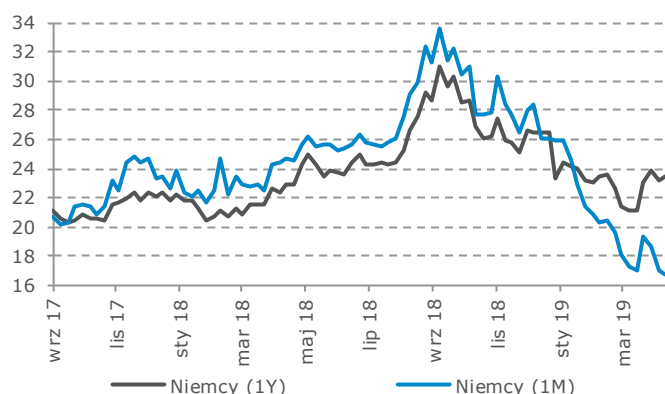
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



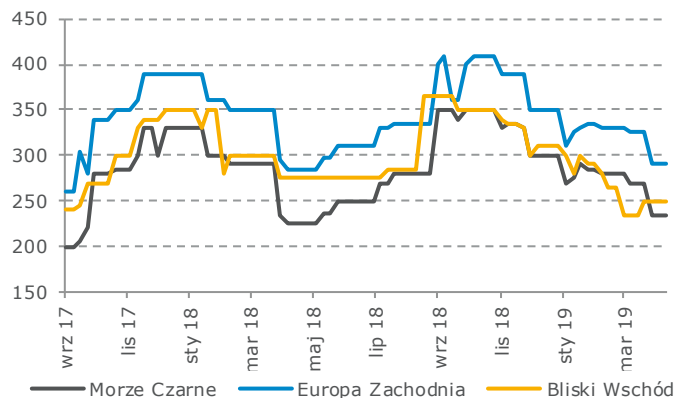
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

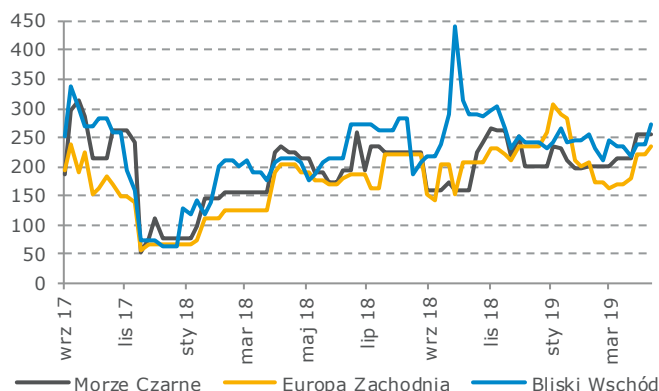
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



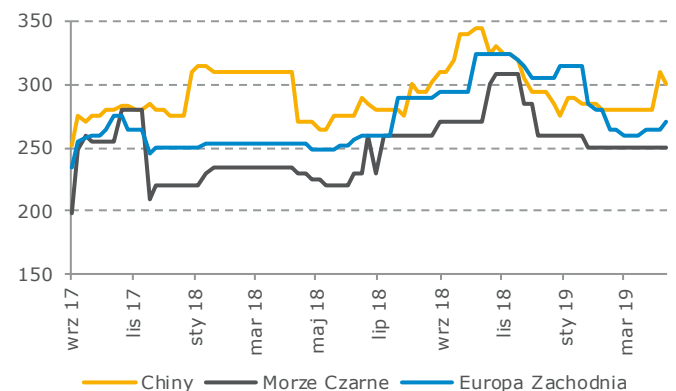
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



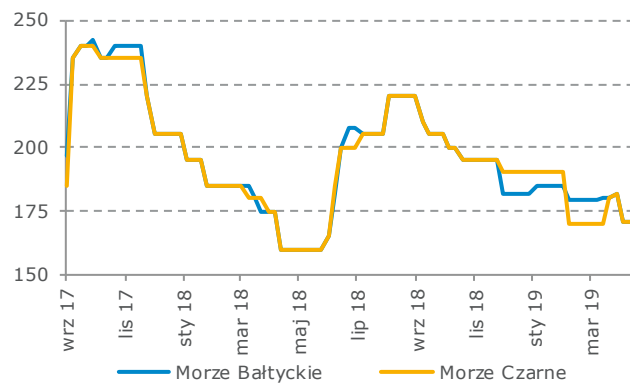
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



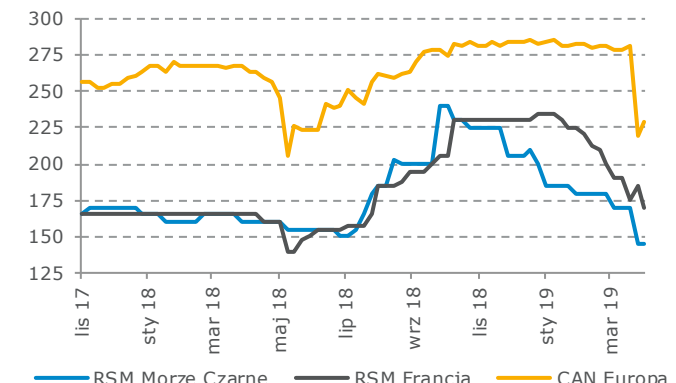
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



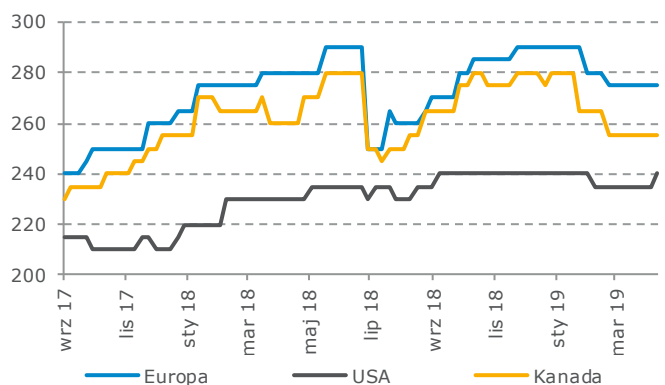
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



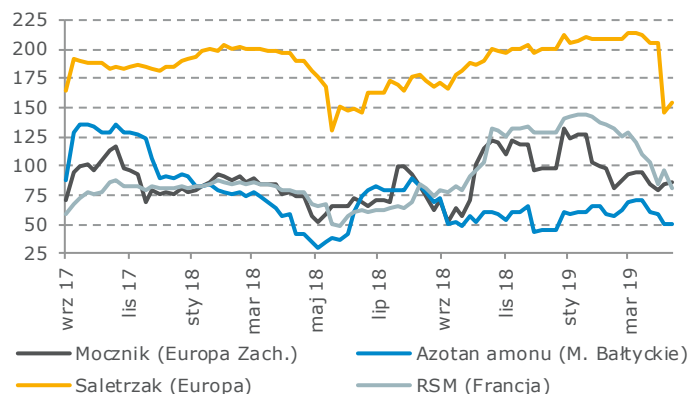
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



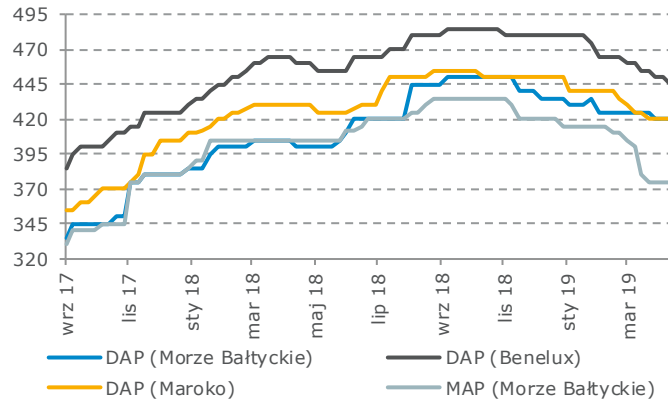
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



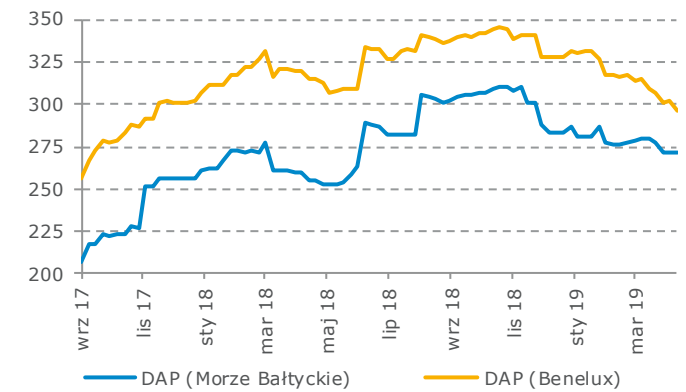
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

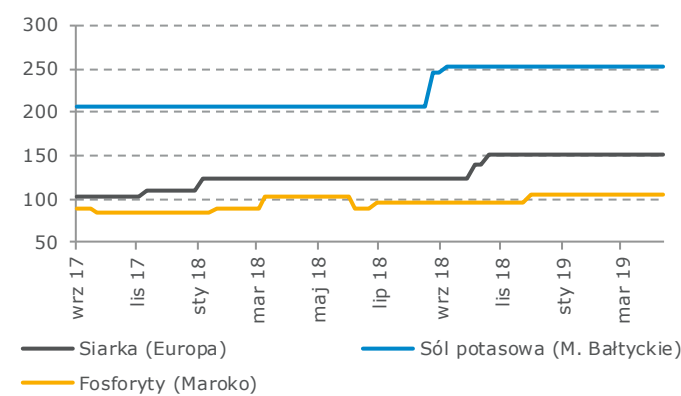
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



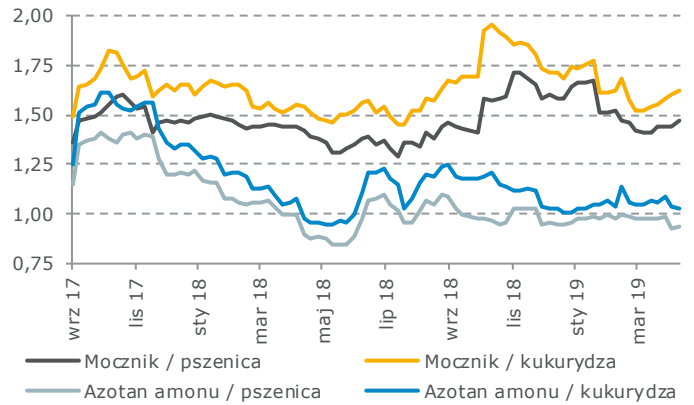
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



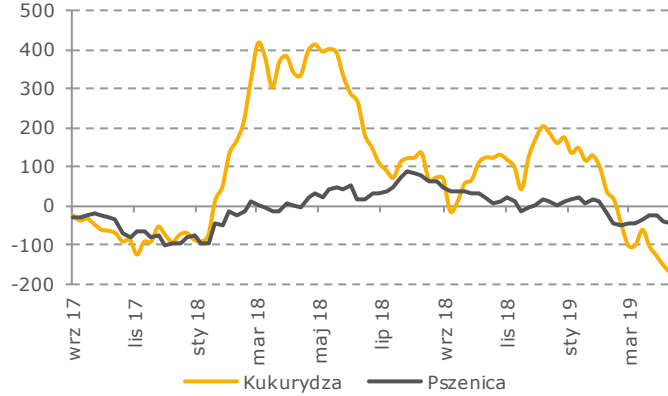
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



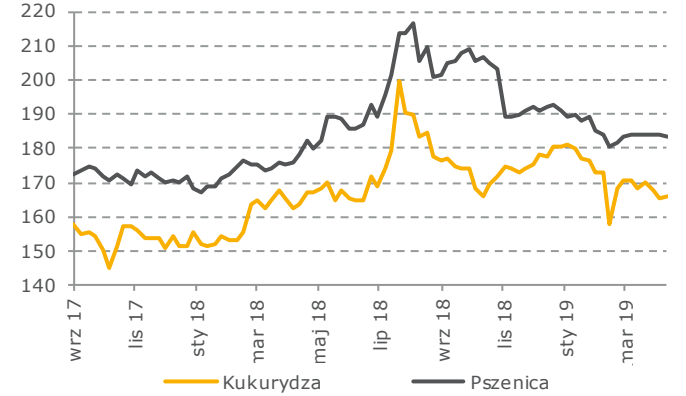
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



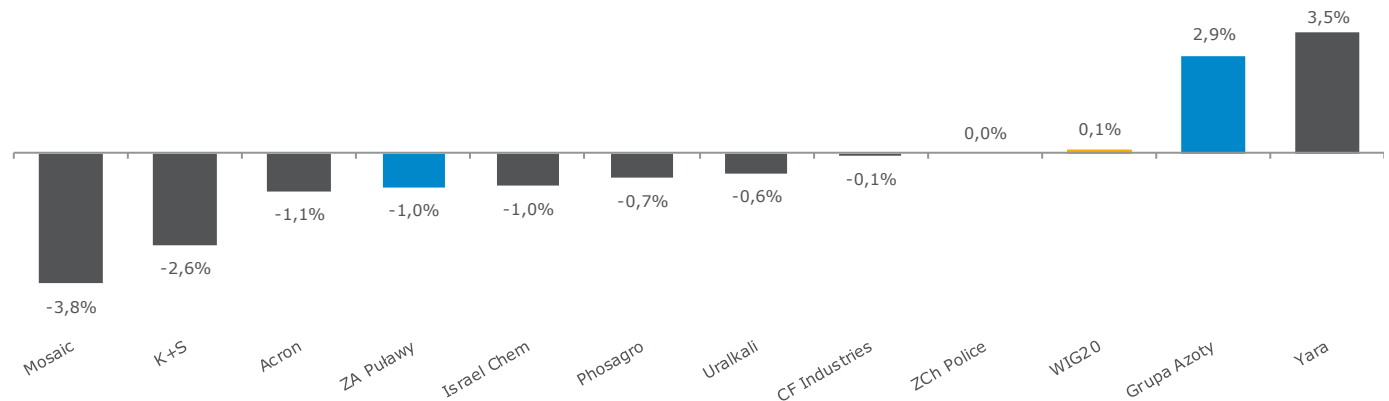
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



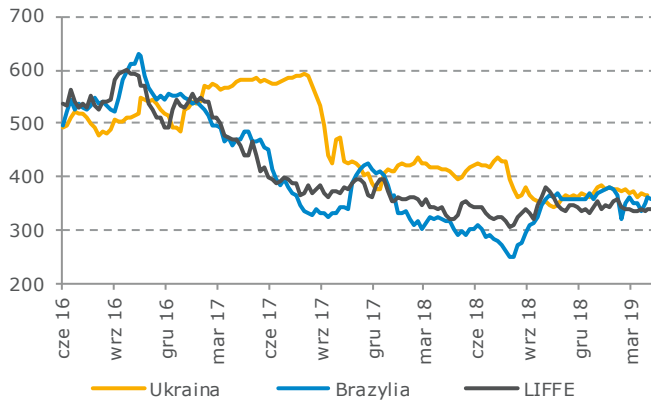
Tygodniowy performance producentów nawozów



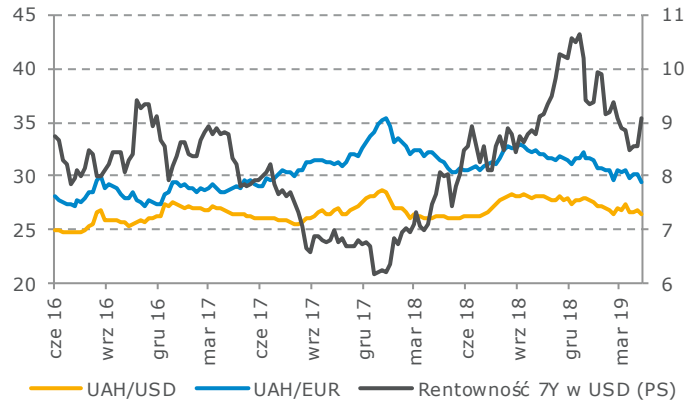
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

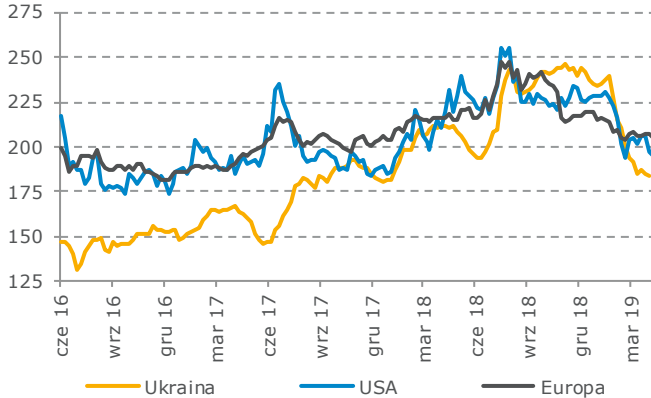
Cena cukru (USD/Mt)



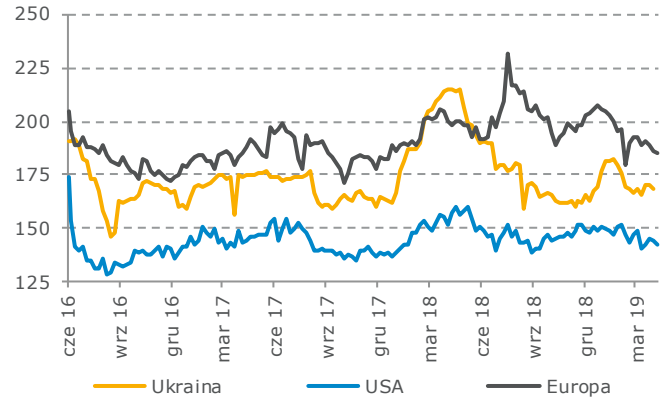
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



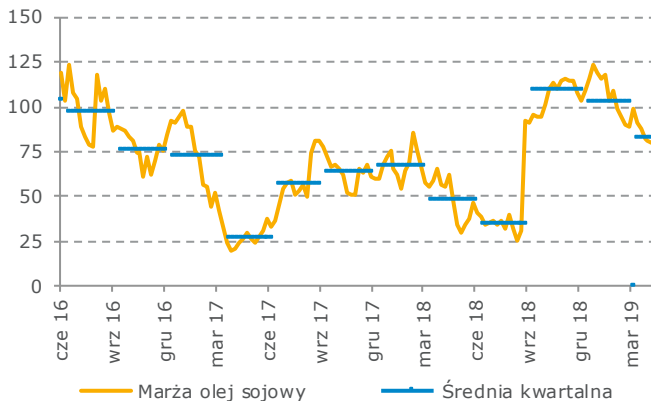
Cena pszenicy (USD/Mt)



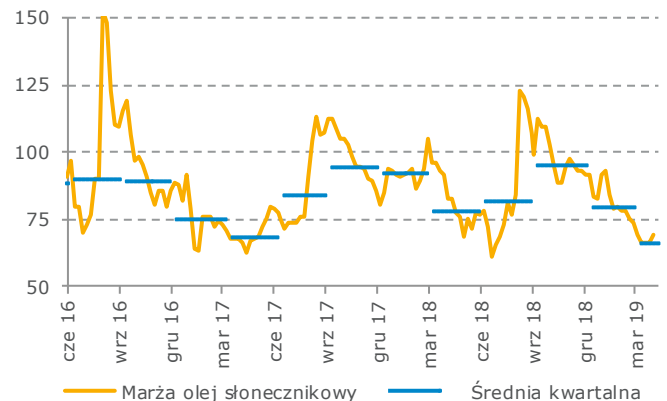
Cena kukurydzy (USD/Mt)



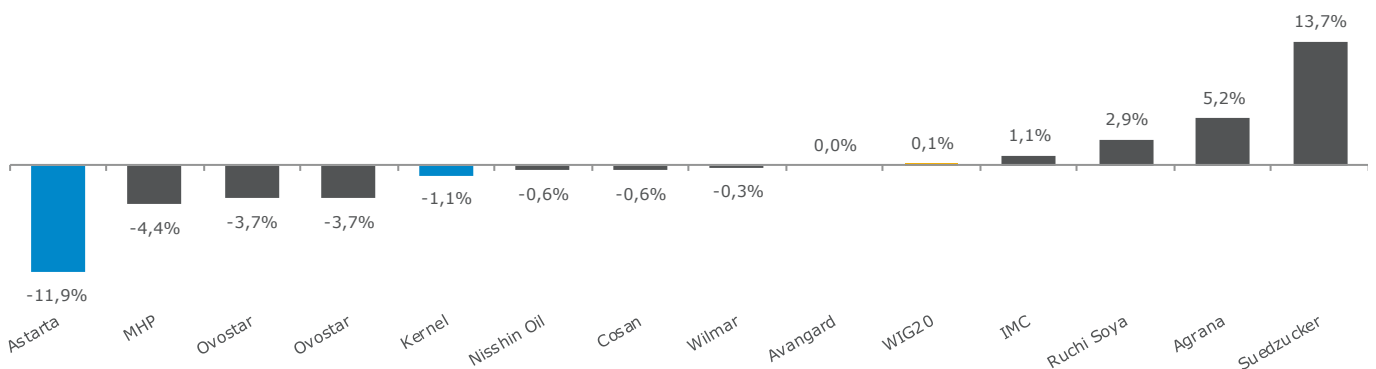
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	531,0	7,5	7,2	7,0	2,2	2,0	1,9	16,1	15,4	14,8	29%	28%	28%	4,1%	5,6%	5,8%
Enea	7,8	3,1	2,8	2,6	0,6	0,5	0,6	2,8	2,6	2,2	19%	19%	22%	0,0%	0,0%	7,6%
Energa	7,7	3,9	4,1	4,3	0,7	0,7	0,8	4,4	4,8	4,7	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,8	3,8	3,5	2,6	0,7	0,7	0,6	7,5	6,5	4,5	19%	19%	23%	0,0%	3,3%	3,9%
Tauron	1,8	3,9	3,4	3,0	0,6	0,6	0,5	2,8	2,3	2,1	16%	16%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,2	2,1	1,5	1,3	0,2	0,2	0,2	11,1	5,0	2,0	10%	15%	18%	-	6,6%	8,7%
EDF	12,6	4,4	4,0	3,8	1,0	1,0	0,9	17,2	13,2	11,8	23%	24%	25%	2,9%	3,6%	4,0%
EDP	3,4	8,5	8,2	7,9	2,1	2,1	1,8	15,0	13,7	13,1	24%	25%	23%	5,7%	5,8%	6,0%
Endesa	22,1	7,7	7,7	7,6	1,4	1,4	1,3	15,4	15,3	15,1	18%	18%	18%	6,5%	6,5%	5,8%
Enel	5,6	7,0	6,7	6,4	1,6	1,5	1,5	11,9	11,0	10,5	22%	23%	23%	5,9%	6,4%	6,7%
EON	9,6	5,3	3,6	3,3	0,8	0,4	0,3	13,9	12,8	11,9	15%	10%	10%	4,8%	5,2%	5,7%
Fortum	18,7	12,8	12,0	11,7	3,9	3,8	3,7	14,9	13,0	12,1	31%	32%	32%	5,9%	5,9%	6,0%
Iberdola	7,9	9,4	8,8	8,3	2,5	2,4	2,3	15,6	14,4	13,7	26%	27%	28%	4,6%	4,9%	5,2%
National Grid	8,3	10,9	10,3	9,8	3,5	3,4	3,3	14,5	14,3	13,4	32%	33%	34%	5,7%	5,9%	6,0%
Red Electrica	18,3	9,3	9,4	9,4	7,2	7,2	7,2	13,6	14,2	14,5	78%	77%	77%	5,8%	5,8%	5,7%
RWE	22,6	9,9	4,7	4,2	1,1	0,9	0,9	24,8	11,9	9,0	11%	20%	22%	3,5%	4,1%	4,7%
SSE	11,4	11,6	9,6	8,9	0,8	0,7	0,7	15,9	11,8	10,5	7%	8%	8%	8,4%	7,0%	7,2%
Verbund	44,1	15,4	12,6	11,8	5,5	4,9	4,6	28,6	21,5	20,6	36%	39%	39%	1,6%	2,2%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>14,7</b>	<b>12,9</b>	<b>11,9</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,8%</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	84,88	7,0	5,9	5,0	0,6	0,6	0,6	14,4	13,0	12,1	9%	10%	11%	3,0%	2,1%	2,3%
MOL	3346,00	5,2	4,5	4,1	0,7	0,6	0,6	15,2	10,6	9,7	13%	14%	14%	4,3%	4,6%	4,8%
PKN Orlen	99,44	6,7	6,5	5,9	0,4	0,4	0,4	12,8	13,3	12,5	7%	6%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	8,45	5,7	5,3	5,7	0,5	0,4	0,4	9,6	8,2	9,0	8%	8%	7%	6,0%	5,6%	7,1%
HollyFrontier	48,55	6,1	5,2	5,6	0,6	0,6	0,6	10,5	8,0	8,8	11%	12%	11%	2,8%	2,8%	2,8%
Marathon Petroleum	60,99	6,9	5,4	5,4	0,6	0,6	0,6	11,0	6,8	7,3	9%	10%	11%	3,6%	4,0%	4,5%
Motor Oil	22,46	4,8	4,3	4,5	0,3	0,3	0,3	8,2	7,3	7,0	6%	7%	7%	6,1%	6,3%	6,8%
Neste Oil	29,91	11,0	10,4	9,9	1,5	1,5	1,5	17,2	15,8	15,0	14%	15%	15%	2,9%	3,2%	3,4%
OMV	48,12	3,9	3,6	3,6	0,9	0,9	0,9	9,3	8,2	7,8	24%	26%	26%	3,9%	4,4%	4,7%
Phillips 66	95,36	7,6	6,2	6,6	0,5	0,5	0,5	12,5	8,7	9,5	7%	8%	8%	3,6%	3,9%	4,0%
Saras	1,61	3,6	2,4	3,6	0,2	0,2	0,2	9,2	4,9	8,2	5%	7%	4%	5,7%	9,3%	6,7%
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	124,00	6,1	4,7	4,5	0,4	0,4	0,4	7,6	5,2	4,8	7%	8%	8%	11,1%	16,5%	17,8%
Valero Energy	89,60	7,3	5,3	5,7	0,4	0,3	0,3	13,4	8,1	9,1	6%	6%	6%	4,0%	4,3%	4,6%
<b>Mediana</b>		<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>11,7</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,6%</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	99,44	6,7	6,5	5,9	0,4	0,4	0,4	12,8	13,3	12,5	7%	6%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Axiall	71,50	6,1	5,3	5,2	1,3	1,2	1,2	10,9	8,4	8,2	22%	24%	23%	1,4%	1,5%	1,6%
Braskem	47,97	6,1	5,8	5,8	1,1	1,1	1,1	14,9	14,1	14,3	19%	19%	19%	4,9%	3,5%	3,1%
Eastman Chemical	80,27	7,7	7,3	7,2	1,7	1,7	1,6	9,3	8,5	7,8	22%	23%	22%	3,1%	3,3%	3,7%
Huntsman Corp	23,09	5,7	5,2	5,0	0,8	0,8	0,8	8,4	7,1	6,7	15%	15%	16%	2,9%	3,0%	3,1%
Lotte Chemicals	275 000	4,1	3,7	3,6	0,6	0,6	0,6	6,6	5,9	5,8	15%	16%	16%	3,9%	4,2%	4,3%
LyondellBasell	89,09	6,7	6,0	5,9	1,1	1,1	1,1	8,7	7,4	7,3	17%	18%	18%	4,7%	4,9%	5,2%
Mitsubishi Chemical	789,10	6,6	6,2	6,0	0,9	0,9	0,8	5,8	5,9	5,6	13%	14%	14%	5,1%	5,1%	5,3%
Mitsui Chemicals	2718,00	6,7	6,3	6,0	0,7	0,7	0,7	6,7	6,8	6,5	10%	11%	11%	3,7%	4,0%	4,3%
Westlake Chemical	71,50	6,1	5,3	5,2	1,3	1,2	1,2	10,9	8,4	8,2	22%	24%	23%	1,4%	1,5%	1,6%
<b>Mediana</b>		<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>9,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>

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



## Wycena spółek gazowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	5,72	4,1	3,6	3,3	0,8	0,7	0,7	9,4	8,4	7,8	19%	21%	20%	1,7%	3,2%	4,7%
A2A	1,47	6,8	6,3	6,1	1,3	1,2	1,2	14,3	12,5	12,2	19%	20%	20%	5,3%	5,4%	5,6%
BG Group	24,30	5,3	4,7	4,8	0,8	0,8	0,8	11,6	9,9	9,5	16%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
BP	5,53	5,1	4,6	4,7	0,7	0,7	0,7	13,0	11,1	11,1	13%	15%	16%	5,7%	5,9%	6,0%
Centrica	1,06	4,5	4,3	4,3	0,4	0,3	0,3	11,3	9,4	8,7	8%	8%	8%	9,4%	8,9%	9,1%
Enagas	25,04	10,6	10,2	11,0	8,5	8,6	9,0	14,1	13,0	13,9	80%	84%	82%	6,4%	6,7%	6,8%
Endesa	22,13	7,7	7,7	7,6	1,4	1,4	1,3	15,4	15,3	15,1	18%	18%	18%	6,5%	6,5%	5,8%
Engie	13,03	6,0	5,7	5,4	0,9	0,9	0,8	12,3	11,0	10,0	15%	15%	15%	5,9%	6,4%	7,2%
Eni	15,10	3,8	3,5	3,4	0,9	0,9	1,0	11,8	10,5	9,9	25%	26%	28%	5,7%	5,8%	6,0%
Equinor	191,55	3,1	2,7	2,6	1,1	1,0	1,0	11,9	10,3	9,8	36%	37%	38%	4,7%	5,0%	5,2%
Gas Natural SDG	25,02	9,3	8,9	8,8	1,7	1,7	1,7	17,4	16,4	16,4	19%	19%	19%	5,5%	5,7%	6,0%
Gazprom	163,93	3,1	2,9	2,8	0,8	0,8	0,8	3,3	3,1	2,7	28%	28%	28%	6,9%	8,3%	9,3%
Hera	3,16	7,2	7,0	7,0	1,2	1,2	1,2	16,1	16,0	15,2	17%	17%	17%	3,3%	3,5%	3,5%
NovaTek	193,00	13,3	12,5	12,5	4,5	4,2	4,0	12,2	12,2	11,2	34%	34%	32%	2,1%	2,6%	3,1%
ROMGAZ	34,25	5,5	5,0	4,7	2,5	2,4	2,2	10,4	9,5	8,8	46%	48%	47%	9,2%	9,5%	9,3%
Shell	28,13	5,2	4,7	4,8	0,8	0,8	0,8	11,6	9,9	9,5	16%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
Snam	4,51	12,5	12,2	11,9	10,1	9,9	9,6	14,5	14,2	13,5	81%	81%	81%	5,3%	5,6%	5,8%
Total	48,60	4,7	4,4	4,3	0,8	0,8	0,8	10,2	9,1	8,8	18%	19%	19%	5,5%	5,7%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>12,0</b>	<b>10,7</b>	<b>9,9</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,0%</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	3346,00	5,0	4,6	4,7	0,7	0,7	0,7	8,9	7,7	7,9	14%	15%	14%	3,8%	4,0%	4,5%
Bashneft	2105,00	2,0	1,8	1,7	0,5	0,5	0,4	3,2	3,1	2,6	24%	26%	25%	13,6%	10,7%	11,5%
BP	5,53	5,1	4,6	4,7	0,7	0,7	0,7	13,0	11,1	11,1	13%	15%	16%	5,7%	5,9%	6,0%
Dana Gas	0,93	7,7	7,5	5,5	4,5	4,4	4,2	28,2	20,2	11,5	58%	58%	76%	6,1%	6,1%	5,9%
Eni	15,10	3,8	3,5	3,4	0,9	0,9	1,0	11,8	10,5	9,9	25%	26%	28%	5,7%	5,8%	6,0%
Equinor	191,55	3,1	2,7	2,6	1,1	1,0	1,0	11,9	10,3	9,8	36%	37%	38%	4,7%	5,0%	5,2%
Gazprom Neft	362,90	4,0	4,0	3,8	0,9	0,9	0,9	4,3	4,5	4,1	24%	22%	24%	8,5%	8,9%	9,6%
Gulf Keystone	2,50	3,5	2,0	1,6	2,2	1,4	1,1	10,9	4,8	3,7	61%	68%	71%	-	-	11,4%
Lukoil	5552,00	3,7	3,6	3,5	0,6	0,5	0,5	6,5	6,2	6,0	15%	15%	16%	4,6%	4,9%	5,4%
Occidental Petroleum	60,13	6,3	6,0	5,9	3,3	3,3	3,0	16,2	15,6	15,6	52%	55%	50%	5,2%	5,3%	5,3%
Repsol	14,75	4,2	3,7	3,8	0,6	0,6	0,6	8,9	7,7	8,0	15%	16%	16%	6,6%	6,8%	7,0%
Rosneft Oil	433,70	4,0	3,8	3,5	1,0	0,9	0,9	6,2	5,2	4,8	25%	25%	25%	6,9%	8,9%	9,8%
Shell	28,13	5,2	4,7	4,8	0,8	0,8	0,8	11,6	9,9	9,5	16%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
Surgutneftegas	39,26	-	-	-	-	-	-	5,2	3,9	3,9	-	-	-	9,8%	6,5%	6,1%
Total	48,60	4,7	4,4	4,3	0,8	0,8	0,8	10,2	9,1	8,8	18%	19%	19%	5,5%	5,7%	5,8%
Tullow Oil	2,24	4,9	5,0	5,1	3,7	3,6	3,8	10,4	10,5	11,8	76%	73%	74%	2,5%	2,5%	2,9%
<b>Mediana</b>		<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>10,3</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</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	58,90	2,0	3,2	3,8	0,4	0,5	0,6	6,6	17,3	40,6	23%	17%	15%	2,9%	3,0%	2,9%
KGHM	105,45	4,7	4,4	4,4	1,1	1,0	1,0	8,4	8,3	9,1	24%	23%	23%	0,9%	2,4%	3,6%
LW Bogdanka*	40,00	1,8	1,7	1,6	0,6	0,6	0,5	6,8	6,0	5,6	33%	33%	33%	4,4%	7,5%	7,0%
Anglo American	20,13	4,3	4,7	4,9	1,5	1,5	1,5	9,0	10,1	10,7	36%	33%	31%	4,8%	4,4%	4,4%
Antofagasta	9,31	5,6	5,6	5,1	2,8	2,7	2,6	17,0	16,7	13,9	50%	49%	52%	2,8%	3,1%	3,4%
BHP Group	18,30	6,1	6,0	6,4	3,3	3,2	3,3	12,5	11,9	13,1	54%	54%	52%	8,6%	6,0%	5,2%
Freeport-McMoRan	12,43	9,2	7,1	4,6	2,2	2,1	1,8	28,4	14,6	7,1	24%	30%	39%	1,6%	3,0%	3,8%
Glencore	3,13	5,8	5,4	5,3	0,4	0,4	0,4	11,4	9,9	9,0	7%	7%	7%	5,1%	5,7%	6,2%
Grupo Mexico	55,53	5,5	5,1	4,7	2,6	2,4	2,3	11,5	10,3	9,6	47%	47%	48%	4,4%	5,4%	8,2%
Kazakhmys	6,48	5,0	4,8	4,7	2,7	2,6	2,5	7,6	7,1	6,5	55%	55%	55%	1,2%	1,5%	1,9%
Rio Tinto	45,09	5,2	5,7	5,9	2,5	2,6	2,6	9,9	11,1	11,8	48%	46%	45%	6,5%	5,5%	5,2%
Southern CC	38,87	9,2	8,6	8,0	4,7	4,4	4,2	16,4	15,0	14,1	51%	52%	52%	3,0%	4,7%	4,9%
<b>Mediana</b>		<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>42%</b>	<b>40%</b>	<b>42%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	344,50	9,2	8,6	8,4	1,4	1,3	1,3	13,7	13,0	12,5	15%	15%	15%	6,1%	5,1%	6,9%
Alcoa	26,85	3,6	3,4	3,4	0,7	0,7	0,6	27,2	10,9	10,8	19%	19%	19%	-	0,2%	0,3%
Constellium	9,49	6,2	5,5	5,1	0,6	0,5	0,5	9,5	6,9	5,7	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	96,89	8,2	7,7	7,5	1,1	1,1	1,1	13,9	12,7	11,9	14%	14%	14%	2,5%	2,5%	2,7%
Norsk Hydro	38,10	6,4	4,8	4,5	0,6	0,6	0,5	17,7	10,6	9,9	9%	12%	12%	3,4%	4,0%	4,4%
Rusal	3,37	8,5	7,0	6,9	1,4	1,3	1,3	4,0	3,4	3,2	16%	19%	18%	3,7%	6,1%	6,6%
<b>Mediana</b>		<b>7,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>13,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,4%</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	42,26	6,8	8,2	8,8	0,6	0,7	0,8	18,4	29,3	26,3	9%	9%	9%	0,0%	1,1%	1,0%
ZA Police*	14,80	4,7	4,4	4,4	0,5	0,5	0,5	8,9	7,7	-	10%	11%	11%	1,7%	1,7%	-
Acron	4490,00	7,2	7,0	6,7	2,4	2,3	2,1	9,0	8,5	7,9	33%	32%	32%	7,4%	7,6%	8,9%
CF Industries	44,92	10,0	8,9	8,6	3,6	3,4	3,4	22,3	15,9	13,7	36%	38%	40%	2,7%	2,7%	2,7%
Israel Chemicals	19,65	8,1	7,6	7,4	1,7	1,6	1,5	14,1	12,8	12,4	21%	21%	21%	3,5%	3,8%	4,0%
K+S	18,02	8,2	7,1	6,5	1,6	1,5	1,5	15,1	11,2	9,4	19%	21%	23%	2,5%	3,4%	3,9%
Phosagro	2363,00	6,0	5,6	5,2	1,9	1,8	1,6	9,1	9,0	7,3	31%	32%	31%	5,7%	5,7%	8,8%
The Mosaic Company	26,13	6,3	5,8	5,6	1,4	1,4	1,3	11,7	10,0	9,1	22%	23%	24%	0,8%	0,9%	1,0%
Yara International	385,40	7,8	6,7	6,5	1,2	1,1	1,1	15,2	11,3	10,4	15%	16%	17%	2,7%	22,7%	4,1%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>14,1</b>	<b>11,2</b>	<b>9,9</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,0%</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*	26,00	5,2	4,3	3,1	1,0	1,0	0,9	4,0	3,5	2,3	20%	23%	28%	-	-	100%+
IMC*	14,00	4,0	-	-	1,2	-	-	5,5	-	-	31%	-	-	11,2%	-	-
Kemel	53,20	5,6	4,8	4,0	0,6	0,4	0,4	6,5	5,5	4,7	10%	9%	9%	1,7%	6,5%	10,4%
Ovostar*	103,00	4,8	-	-	1,2	-	-	5,3	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	19,98	10,2	8,8	6,7	0,7	0,6	0,6	35,2	22,6	14,0	6%	7%	9%	4,0%	4,8%	5,3%
Bunge Limited	50,12	8,6	7,9	7,2	0,3	0,3	0,3	18,0	12,9	10,6	3%	3%	4%	4,1%	4,3%	4,9%
Cosan	46,22	4,8	4,5	4,2	0,4	0,4	0,4	12,1	10,7	10,0	9%	9%	8%	3,8%	5,1%	4,7%
MHP	10,75	4,7	4,3	3,9	1,4	1,3	1,2	5,9	4,7	4,4	29%	31%	31%	7,0%	7,0%	7,0%
Nisshin Oillio	3175,00	8,6	8,5	8,0	0,5	0,5	0,5	12,9	14,5	13,5	6%	6%	6%	2,2%	2,2%	2,4%
Suedzucker	13,34	14,7	9,7	6,0	0,6	0,6	0,6	-	-	15,9	4%	6%	10%	1,5%	1,3%	1,9%
Wilmar Int.	3,65	14,0	13,2	13,1	0,8	0,7	0,7	13,6	12,5	11,5	6%	6%	5%	3,0%	3,2%	3,3%
<b>Mediana</b>		<b>5,6</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>9,3</b>	<b>11,6</b>	<b>10,6</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,5%</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)