

wtorek, 28 maja 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

Na rynku niemieckim ceny energii 1Y FWD oscylują wokół 49 EUR/MWh, ale nadal utrzymuje się presja ze strony taniejącego węgla ARA. Notowania uprawnień do emisji ustabilizowały się w przedziale 25-26 EUR/t. W Polsce nadal kontrakt roczny utrzymuje się na poziomie 270 PLN/MWh, mimo że teoretycznie spada koszt produkcji dla krańcowej elektrowni bazującej na węglu z importu. Niemniej jednak przy porównywaniu benchmarków cenowych (spot ARA ~9 PLN/GJ vs indeksy PSCMI1 i PSCMI2 odpowiednio 11,9 PLN/GJ i 12,76 PLN/GJ) nie można zapominać o koszcie transportu, który w przypadku elektrowni śląskich może sięgać 3 PLN/GJ.

#### Rynek paliwowy

Redukcja pozycji spekulacyjnych na ropie obniżyła w ostatnim tygodniu notowania surowca, ale nie pomogło to już marżom rafineryjnym, które po okresowym wyskoku w okolice 7-8 USD/Bbl, wracają już poniżej 6 USD/Bbl, głównie za sprawą normalizacji cracków benzynowych. Napięcie na rynku paliw w Europie spowodowane przerwami w dostawach ropy do rafinerii Mozyr i Leuna oraz remontem największej rafinerii Shella w Holandii już powoli zanika, szczególnie że pojawiły się wzrosty zapasów benzyny w USA i znów rozszerza się spread Brent/WTI powyżej 10 USD/Bbl. Dyferencjał Ural/Brent po okresie ujemnych wskazań, w ostatnich dniach utrzymuje się w okolicach 0,9 USD/Bbl. W petrochemii kontynuowaliśmy niewielkie wzrosty marż z uwagi na spadki cen wsadu. Nadal na spocie tanieje gaz, a 1M FWD kwotuje się poniżej 13 EUR/MWh.

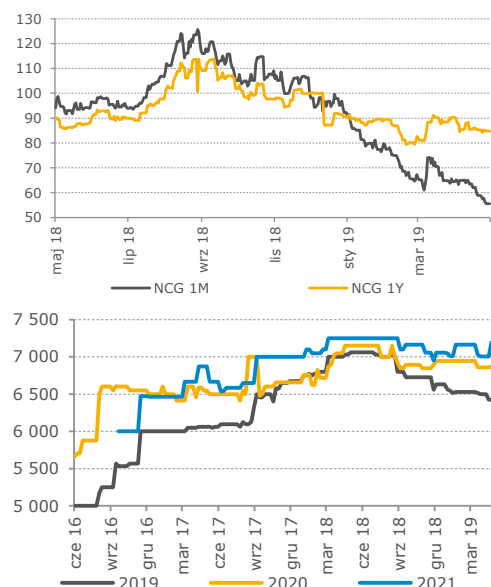
#### Rynek agro

Ceny gazu w kontrakcie miesięcznym spadły w ubiegłym tygodniu o kolejne 5% do 14,5 USD/MWh. Jednocześnie na rynku widoczne są pierwsze podwyżki cen nawozów na 2H'19. Między innymi w ubiegłym tygodniu wzrosła cena mocznika na Bliskim Wschodzie z 271 do 285 USD/t, saletra amonowa w regionie Morza Czarnego (z 171 do 210 USD/t), saletra na Bałtyku (z 171 do 205 USD/t), czy RSM we Francji (z 168 do 172 USD/t). W efekcie dalej odbijają marże dla producentów nawozów w Europie. Sentyment poprawia również odbicie cen kukurydzy w USA i pszenicy w Europie. Informacja pozytywna dla Grupy Azoty, dla której konsensus EBITDA na bieżący rok przesunął się prawdopodobnie z 1,3 mld PLN do 1,4-1,5 mld PLN.

#### Rynek węgla koksowego

W Chinach zapasy koksu w portach wzrosły kolejny tydzień z rzędu do 4,6 mln ton (kolejny rekord). Mimo tego koksowniom udało się przeprowadzić kilka podwyżek cen i różnica pomiędzy ceną koksu a węglem koksowym odbiła z bardzo niskich poziomów.

#### Wykres tygodnia



#### Spotowe ceny gazu na dzień, ale FWD...

Ciepła zima nadal daje się we znaki na rynku gazu, gdzie krótkie spotowe i miesięczne kontrakty wciąż szukają dna z uwagi na perspektywę mniejszego popytu w okresie letnim w związku z wysokim stanem magazynów. Niemniej jednak, kontrakty roczne zakładają powrót cen w okolice 20 EUR/MWh (85 PLN/MWh). My również liczymy na najbliższy sezon zimowy i powrót wyższej dynamiki importu w Chinach.

#### Konsensus prognoz cen miedzi (USD/t)

Konsensus prognoz cen miedzi wyraźnie obniżył się w ubiegłym tygodniu (na 2019 rok z 6,4 do 6,35 tys. USD/t, 2020 rok z 6,86 do 6,48 tys. USD/t). Na rynku dalej spadały zapasy miedzi (LME -2% t/t; Szanghaj -8% t/t). Liczba otwartych pozycji na metalu spadła do -22 tys. sztuk (spadek do 2 tys. t/t - najmniej od I'19). Jakakolwiek pozytywna informacja może wymóc zamykanie krótkich pozycji i dynamicznego odbicia cen metali.

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Boryszew	-6,5%	-19%
Kernel	-4,8%	-1%
LW Bogdanka	-3,9%	-28%
JSW	-3,7%	-23%
ZE PAK	-3,3%	-6%
Tupras	-2,7%	+12%
PKN Orlen	-1,4%	-16%
Orzeł Biały	-1,0%	-2%
OMV	-0,9%	+17%
Impexmetal	-0,5%	+35%
CEZ	-0,2%	-2%
ZCh Police	+0,0%	+5%
Tarczyński	+0,0%	-14%
Energa	+0,3%	-16%
PGNiG	+0,4%	-19%
Enea	+0,4%	-18%
Tauron	+0,5%	-24%
KGHM	+0,8%	+7%
Kruszwica	+0,9%	+10%
Astarta	+1,2%	+11%
MOL	+1,4%	+3%
Kęty	+1,5%	+5%
PCC Rokita	+2,1%	+4%
Lotos	+2,2%	-8%
IMC	+2,9%	+10%
Ciech	+3,1%	-2%
PGE	+3,1%	-11%
ZA Puławy	+13,4%	+47%
Grupa Azoty	+13,9%	+27%

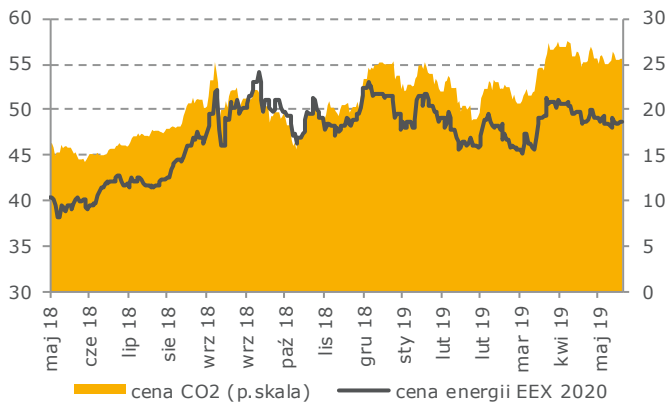
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+0,8%	-2%
Chemia	+8,3%	+13%
Energia	+1,7%	-13%
Paliwa	-0,3%	-15%
Spożywczy	-3,0%	-2%
Surowce	-0,1%	-1%
Ukraina	-1,7%	+2%

Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,6%	+17%
Oil & Gas E&P	-5,6%	+10%
Refining EU	+0,6%	-2%
Refining US	-4,7%	-5%
Agri & Food	+0,3%	+25%
Kauczuki	-1,0%	+6%
Nawozy	-0,2%	-1%
Chemicals EU	+0,2%	+11%
Industrials EU	-0,8%	+17%
Petchem World	-1,7%	-3%
Utilities EU	+1,1%	+13%
Utilities US	+1,6%	+14%

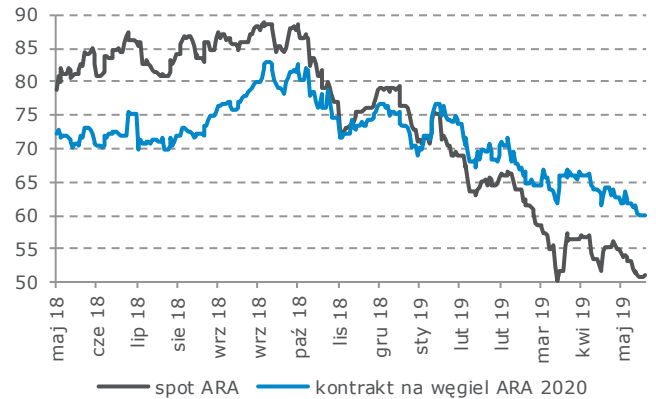


## Energetyka

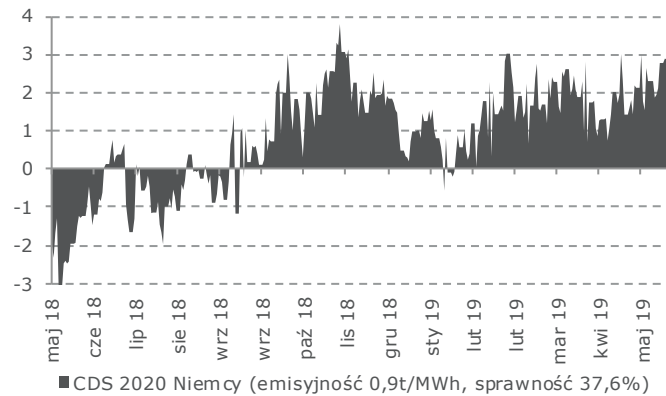
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



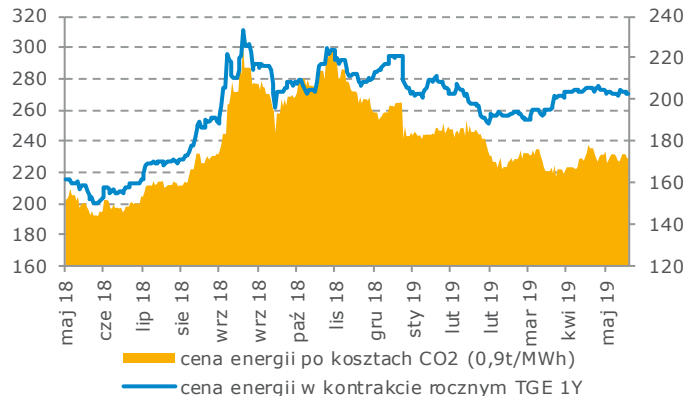
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



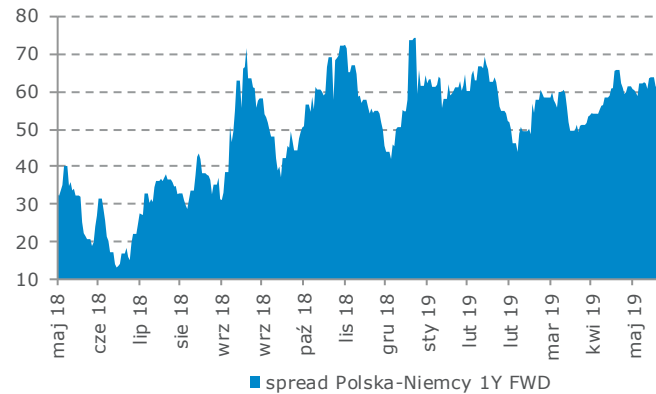
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



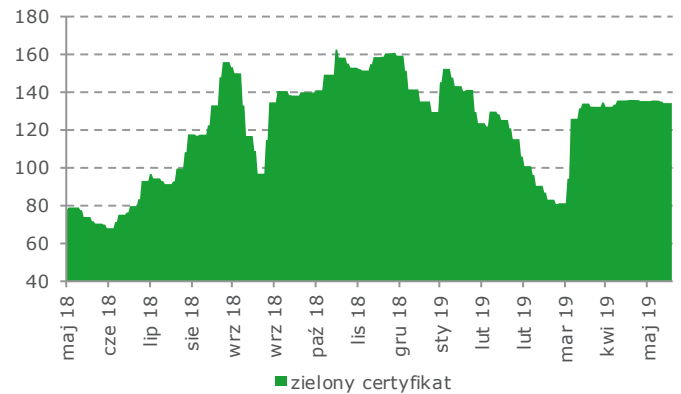
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



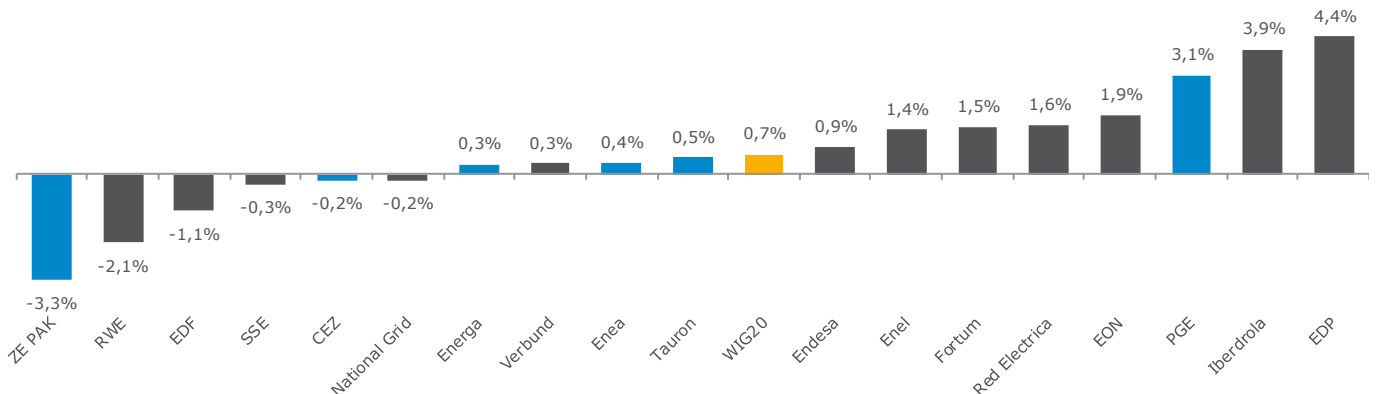
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



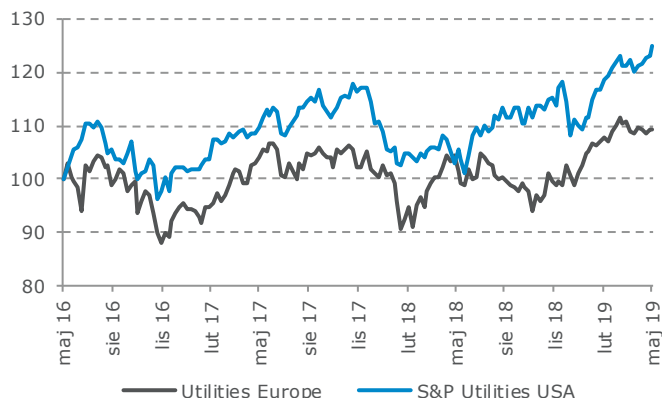
Tygodniowy performance spółek energetycznych



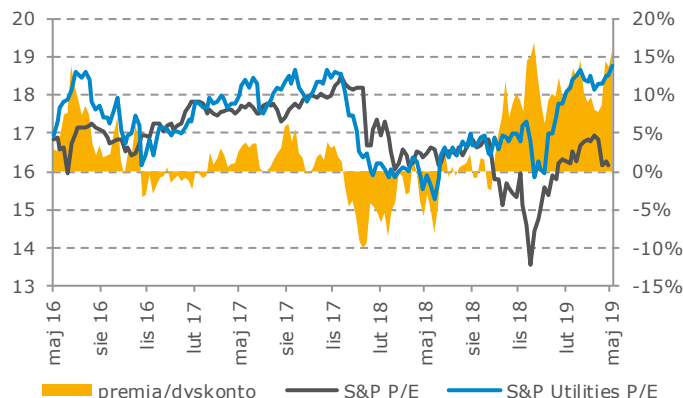
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

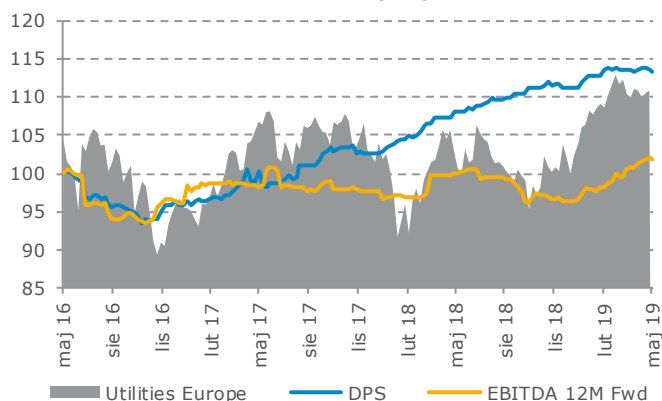
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



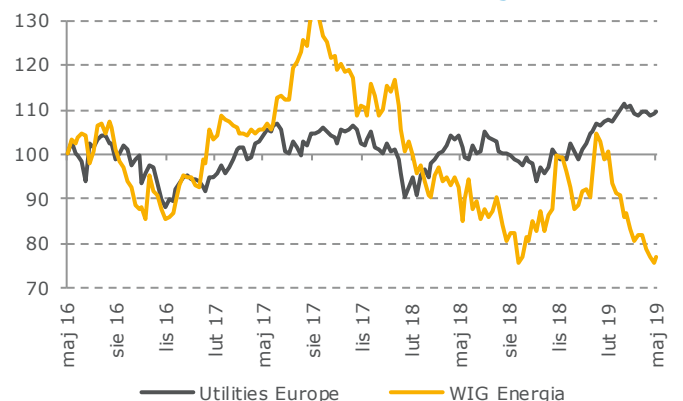
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



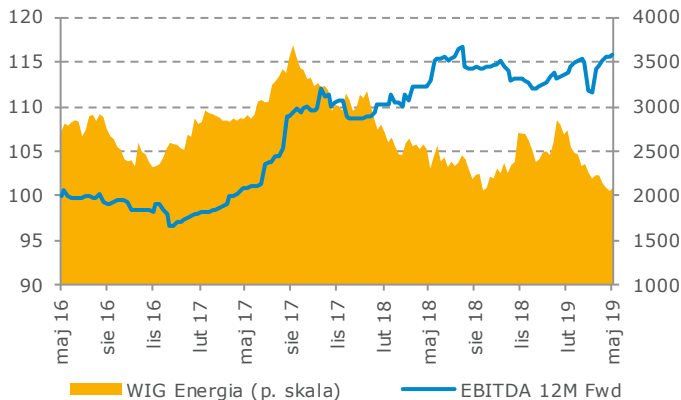
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



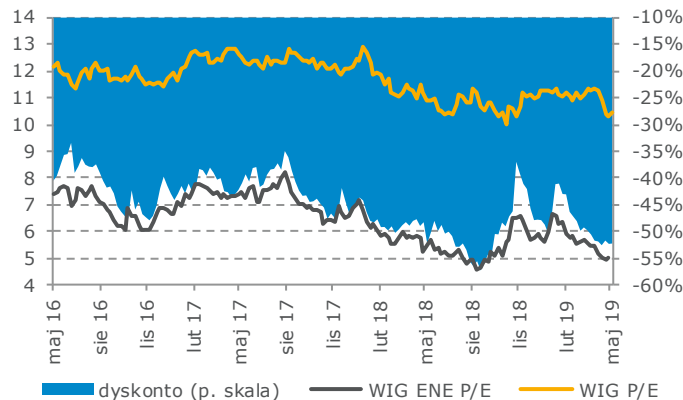
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



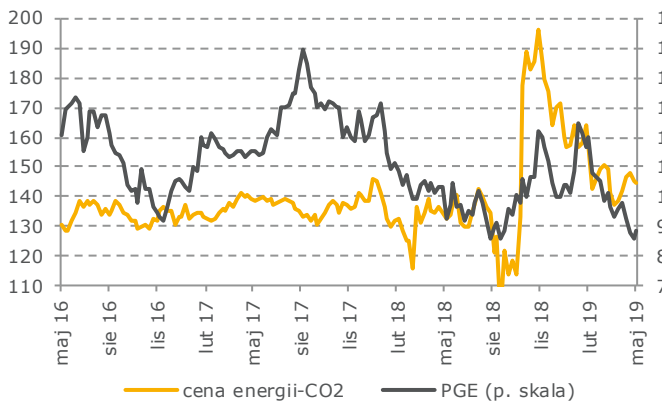
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



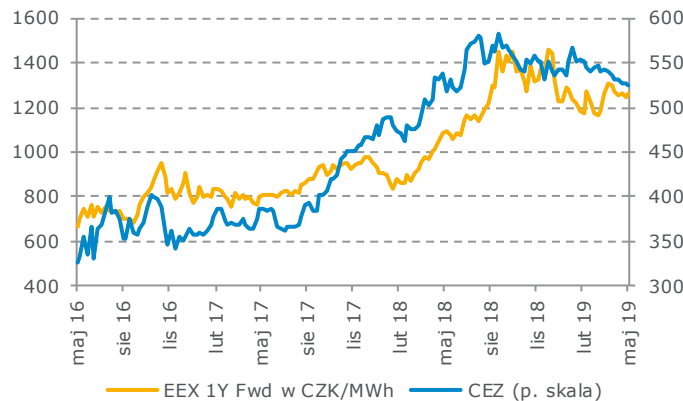
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



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



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



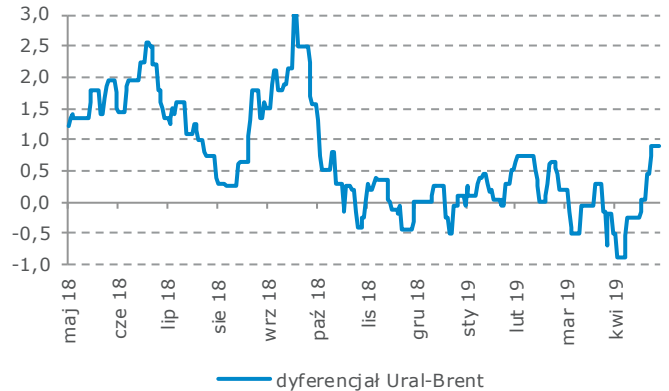
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

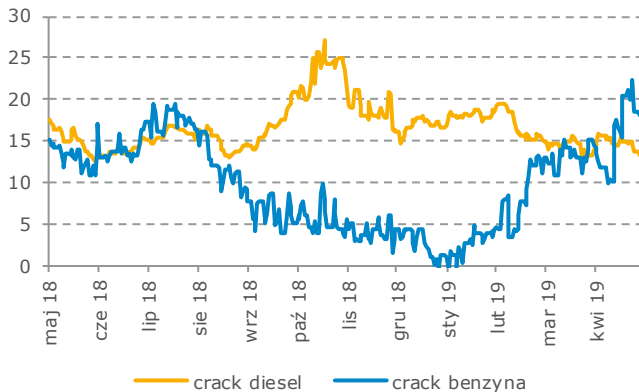
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



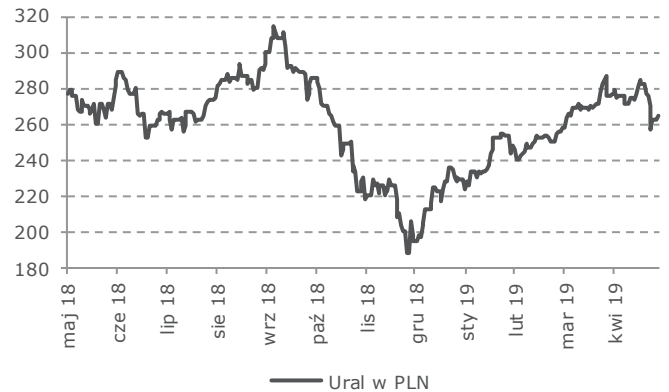
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



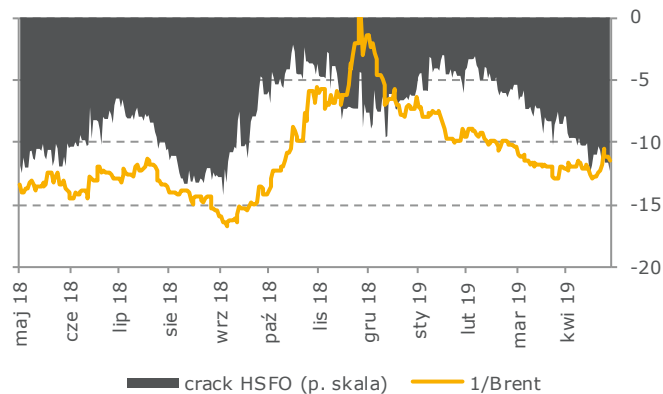
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



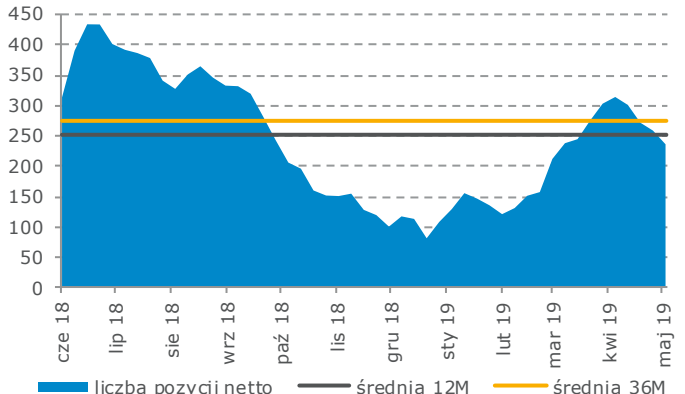
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



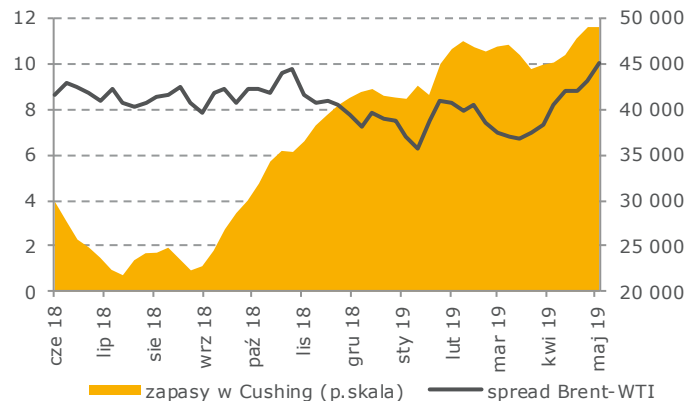
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



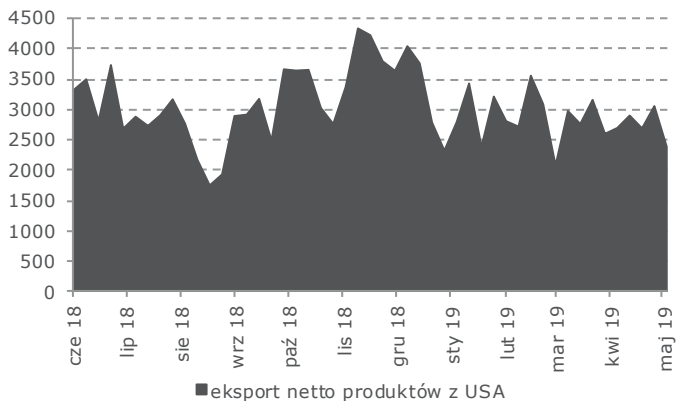
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



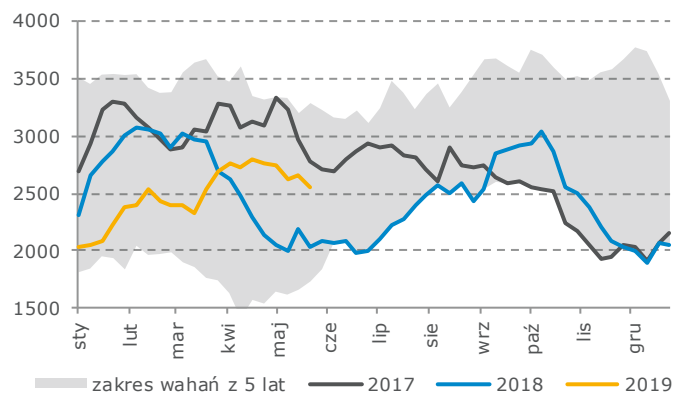
Eksport netto paliw z USA



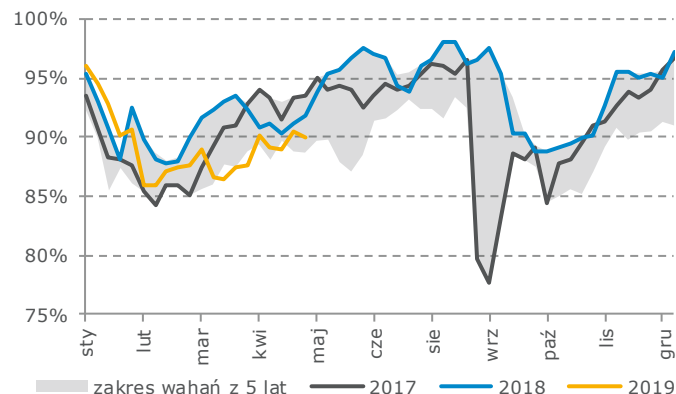
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

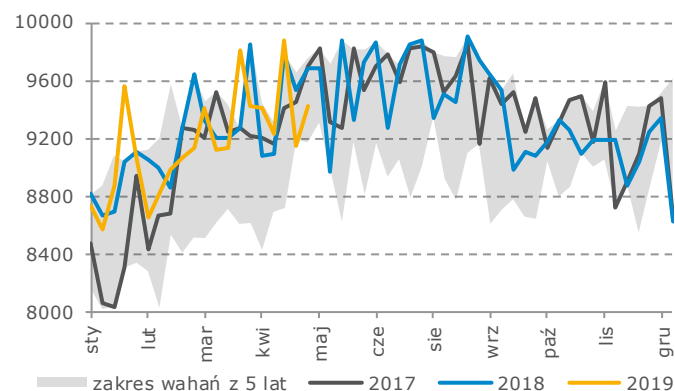
### Zapasy diesla w portach ARA



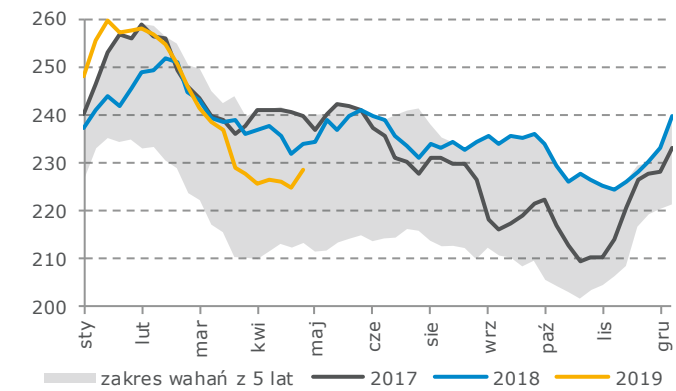
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



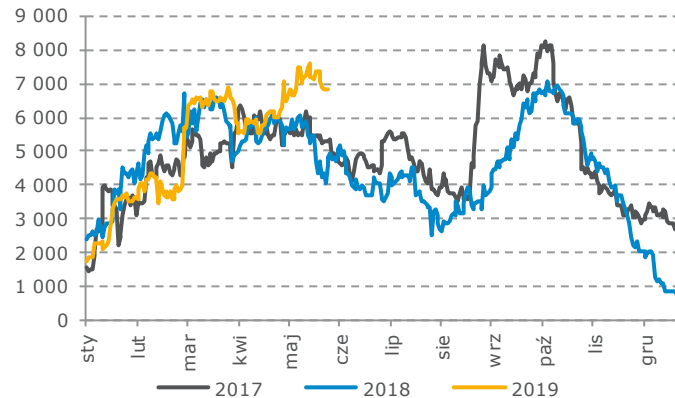
### Popyt na benzynę w USA



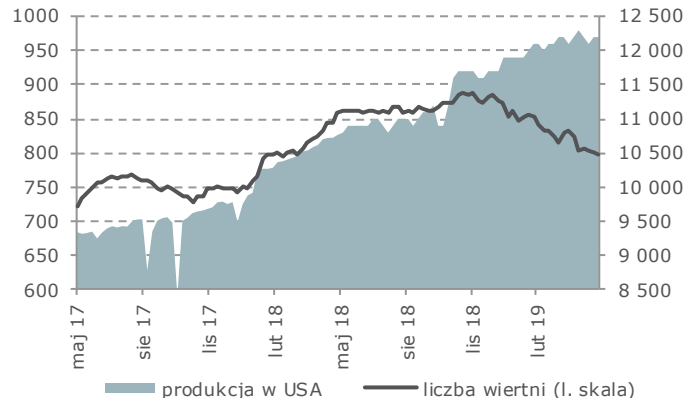
### Zapasy benzyny w USA



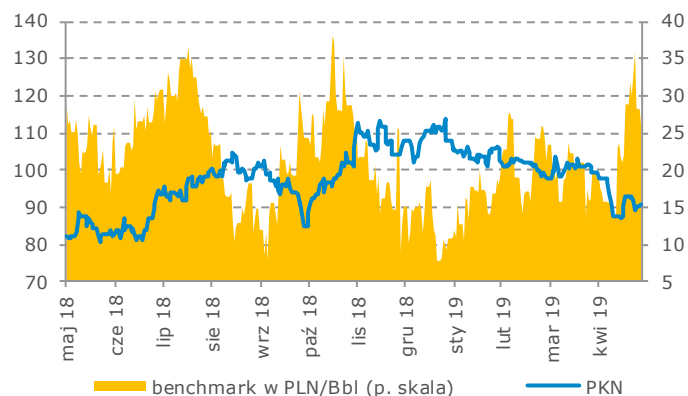
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



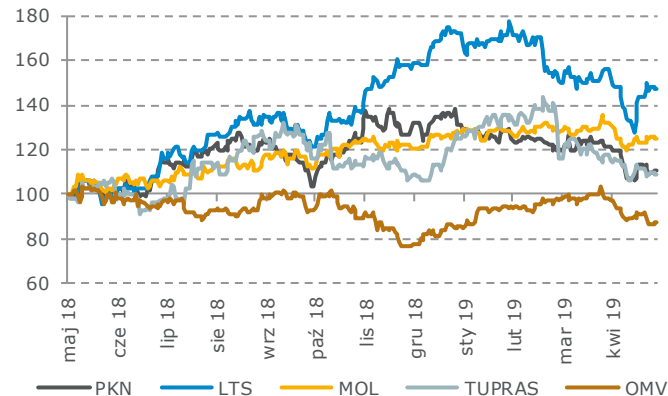
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



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



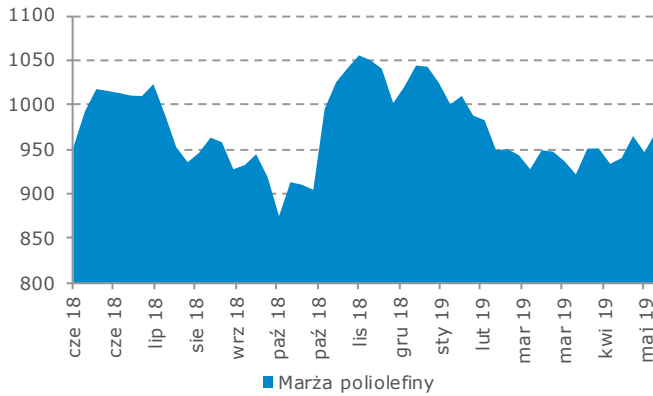
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



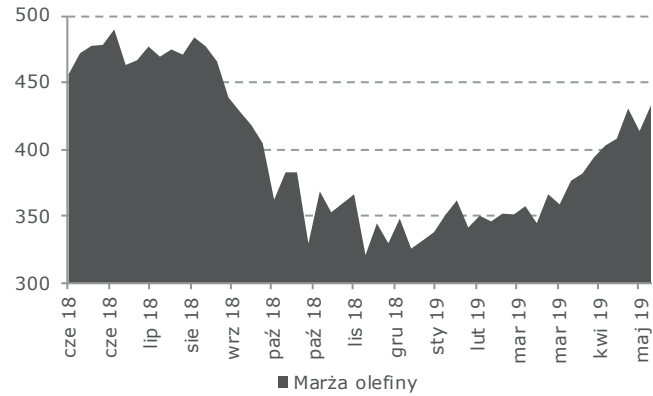
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

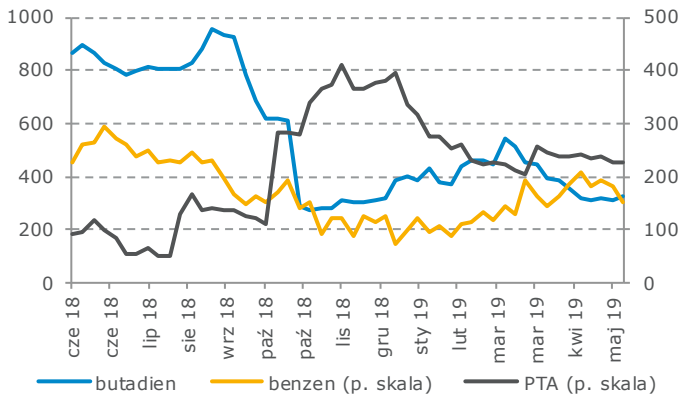
Marża petrochemiczna poliolefiny



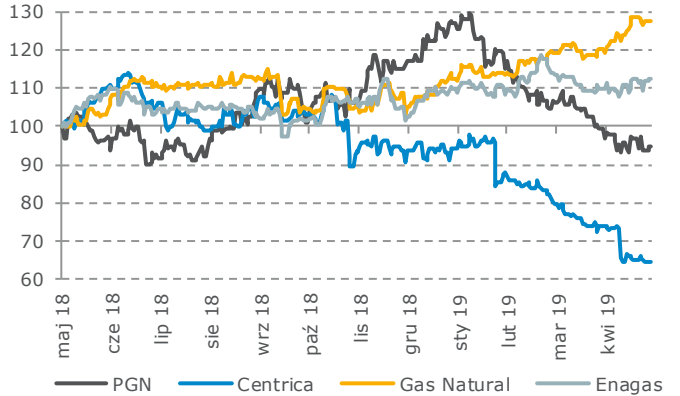
Marża petrochemiczna olefiny



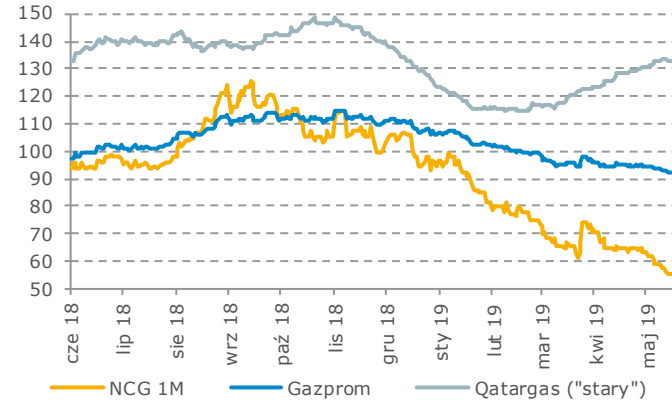
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



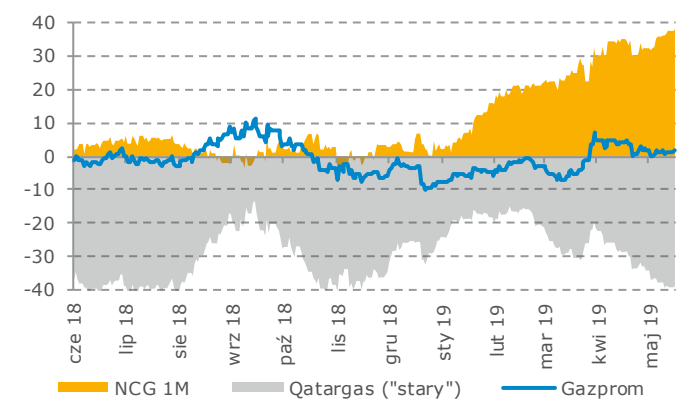
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



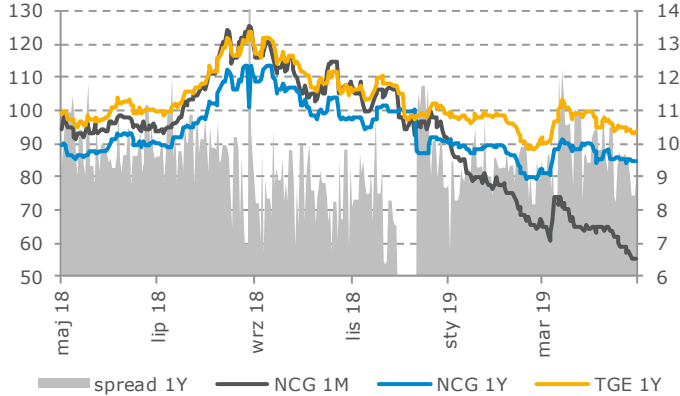
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



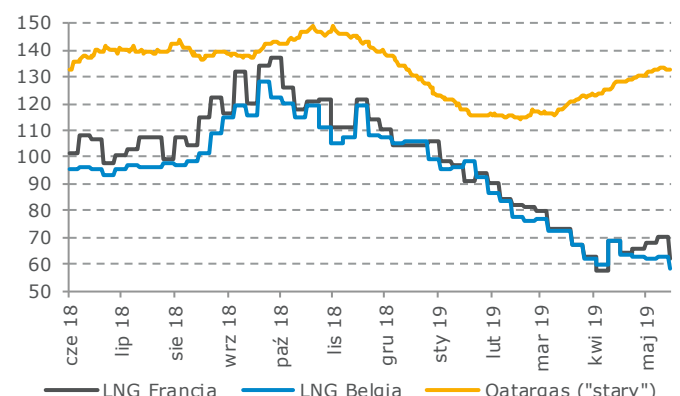
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



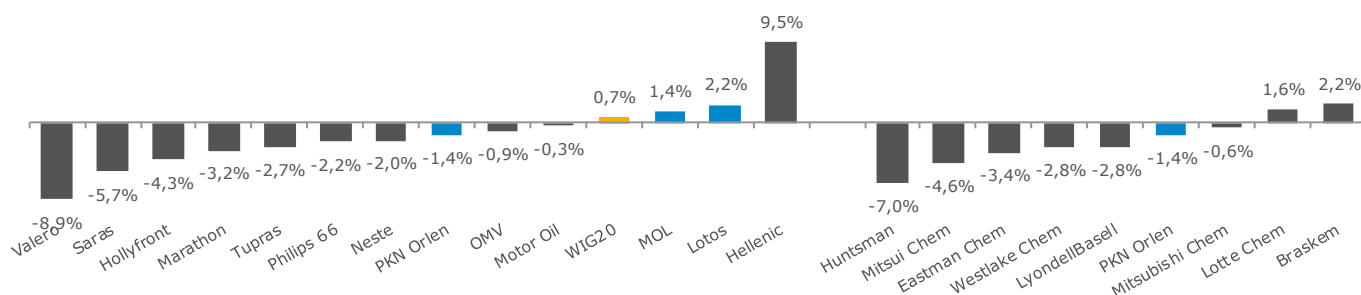
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



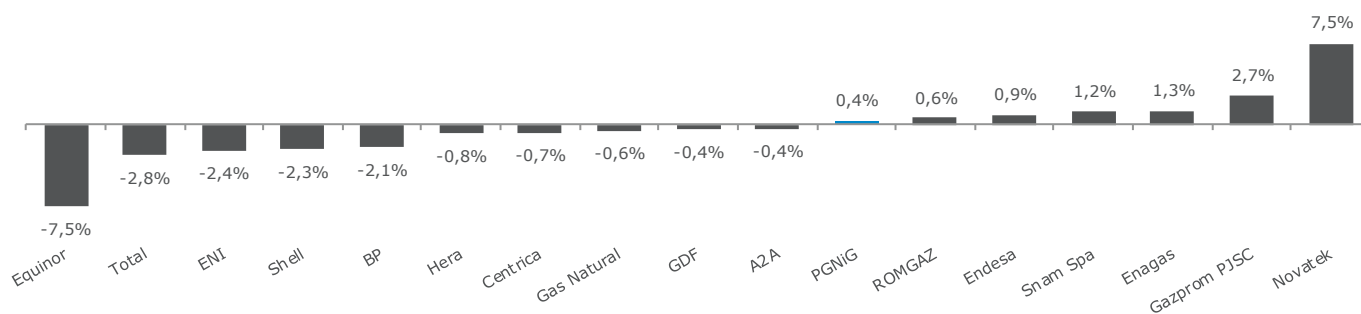
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Tygodniowy performance

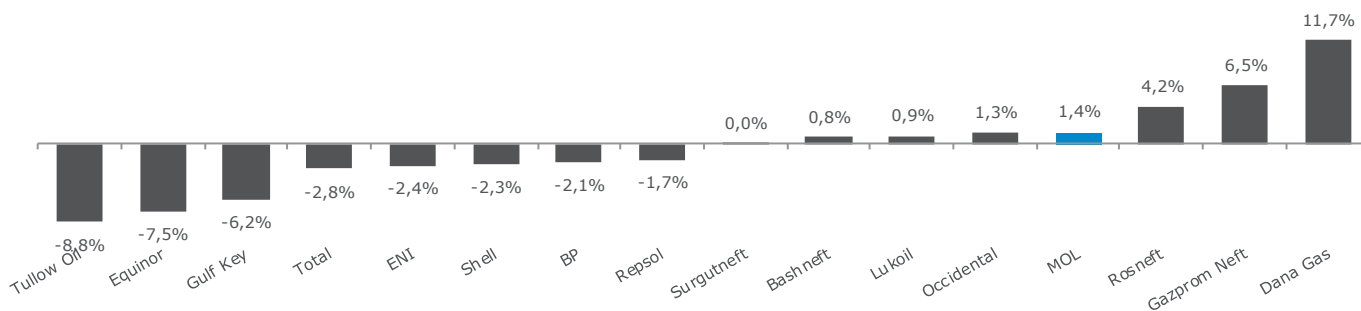
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



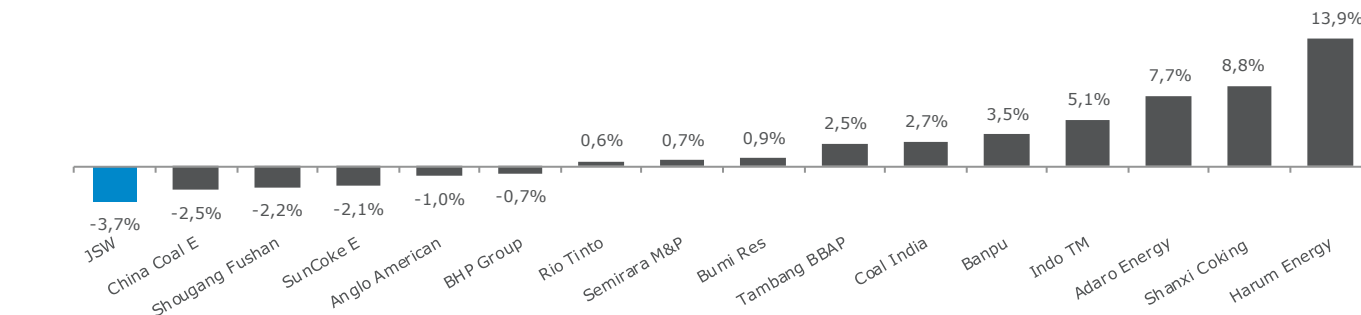
### Spółki gazowe



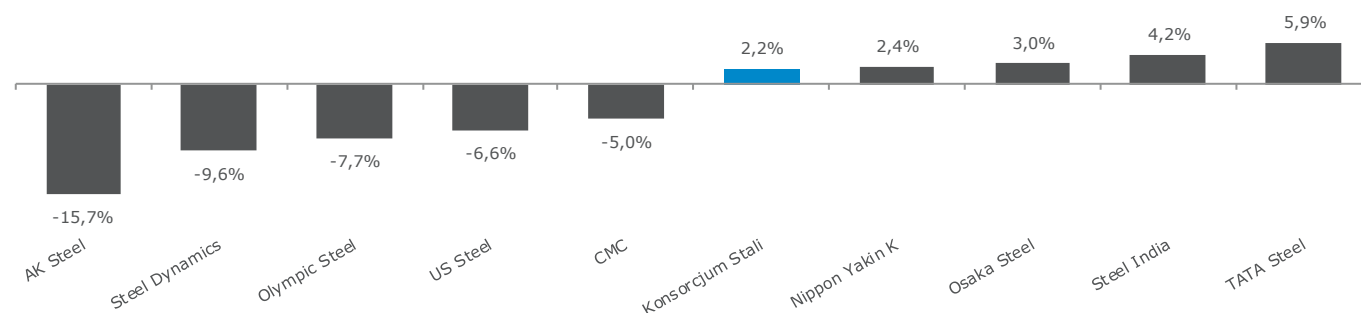
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



### Producenci i dystrybutorzy stali

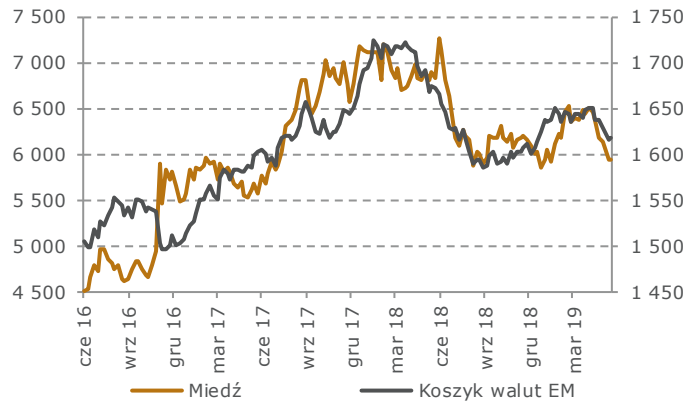


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

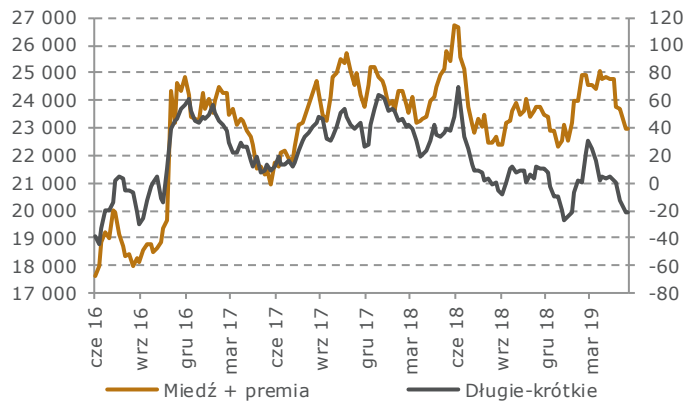


## Surowce (miedź)

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



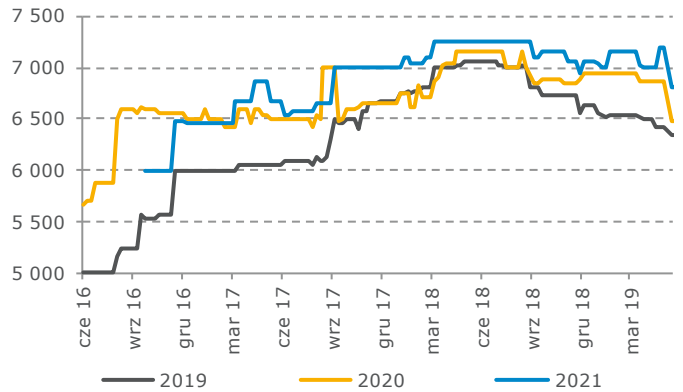
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



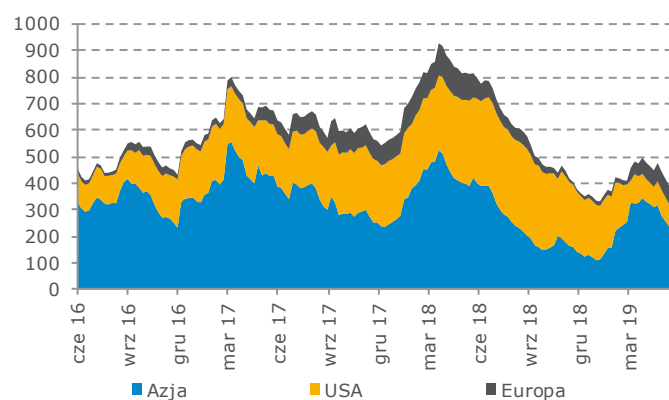
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



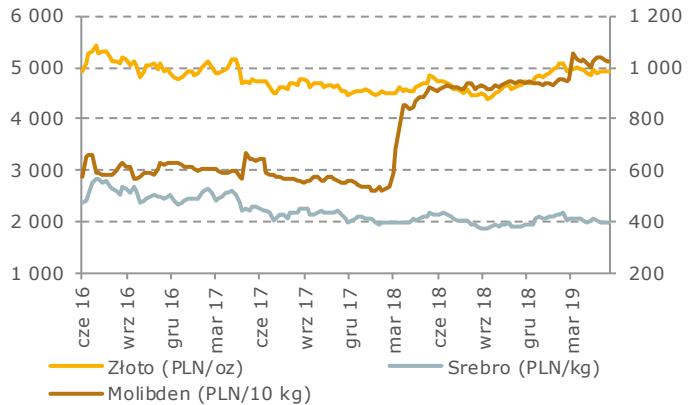
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



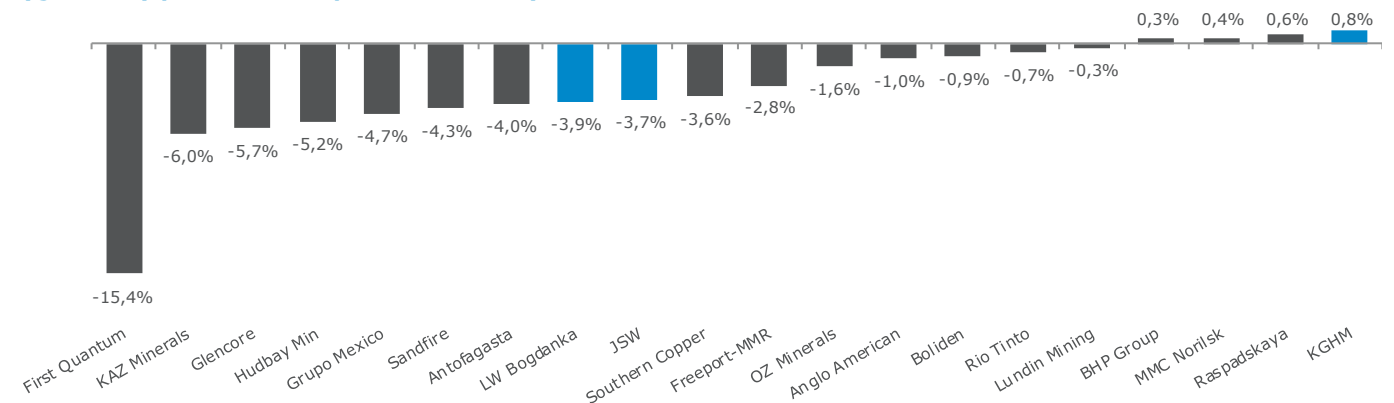
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



Tygodniowy performance spółek surowcowych

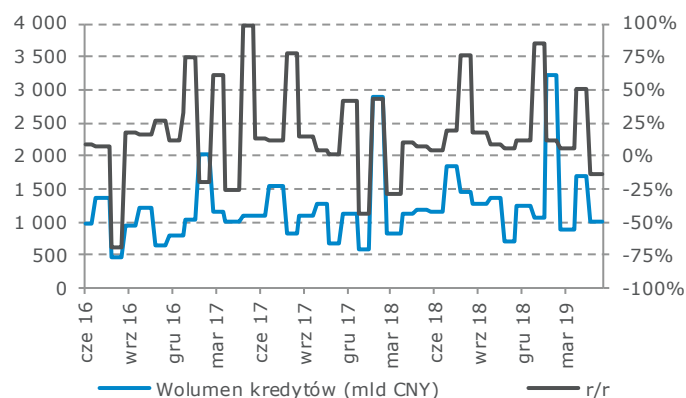


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

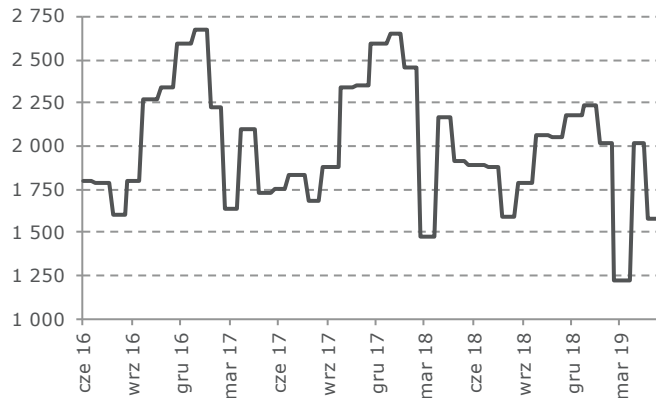


## Surowce (miedź)

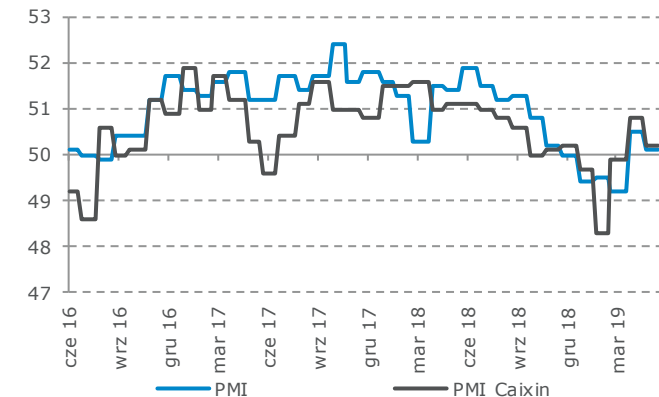
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



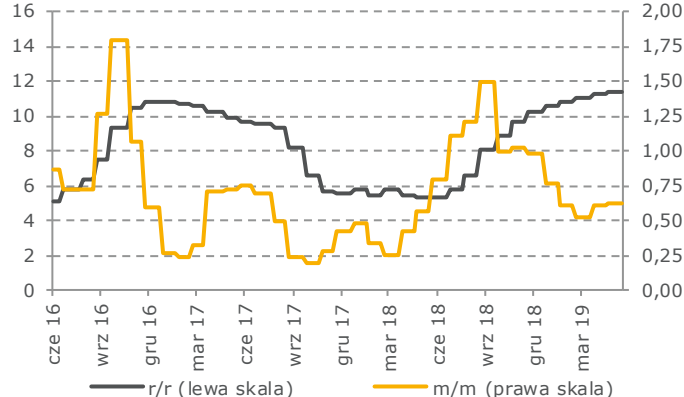
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



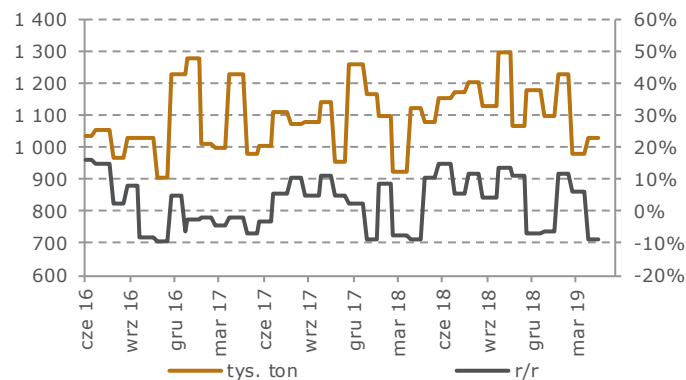
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



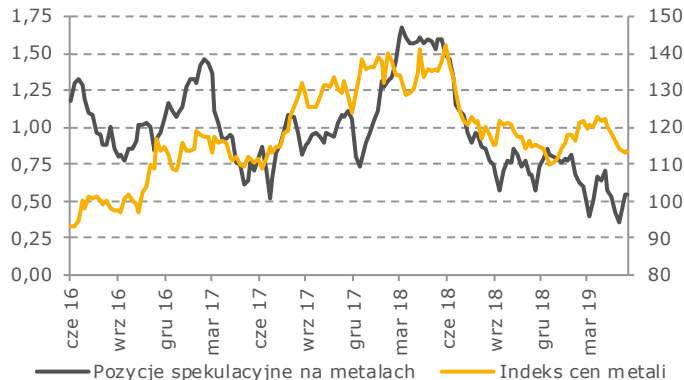
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



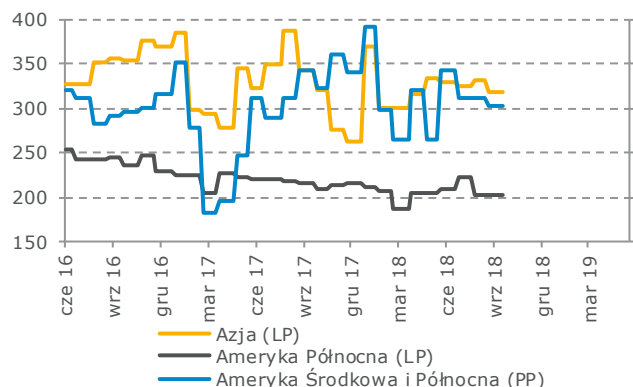
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



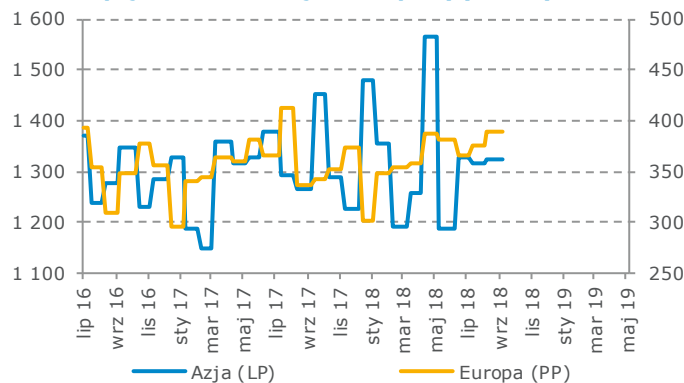
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



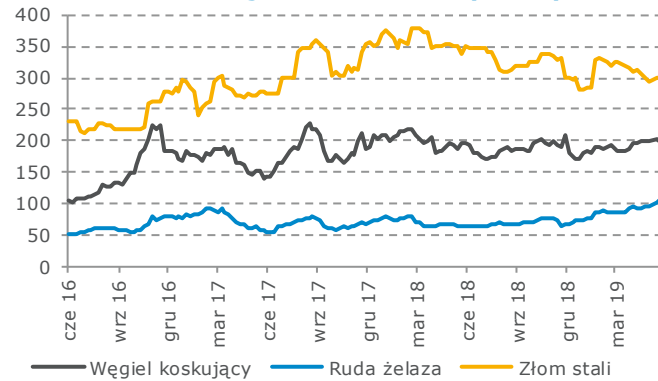
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



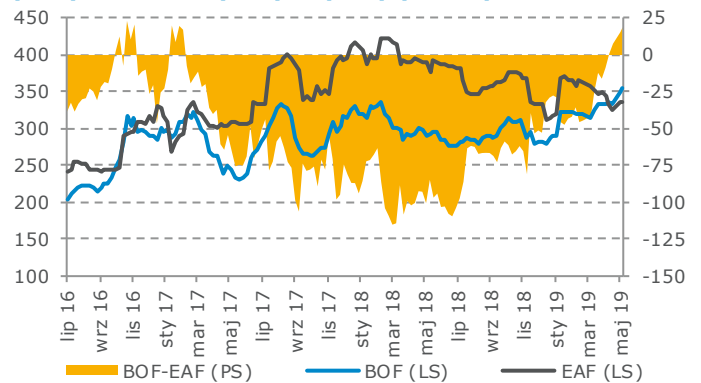
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

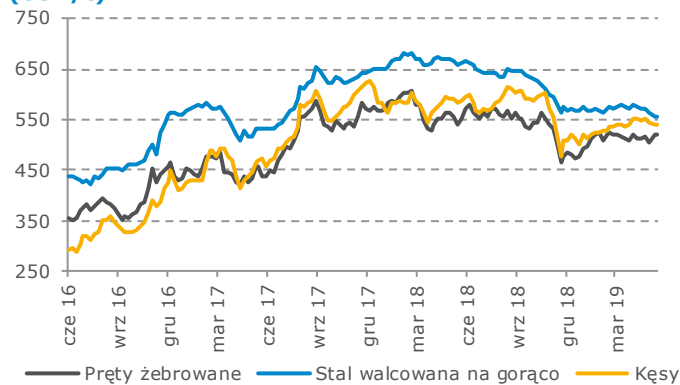
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



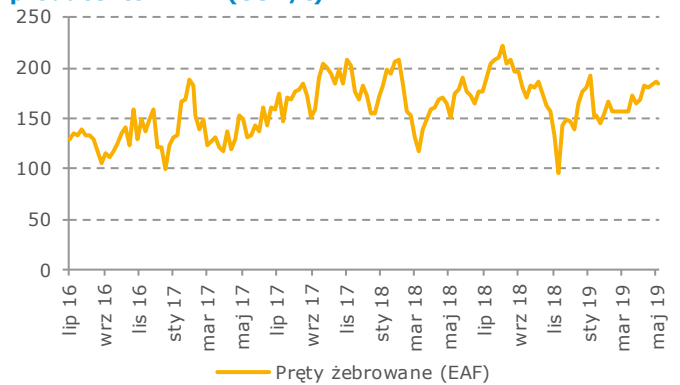
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopieczowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



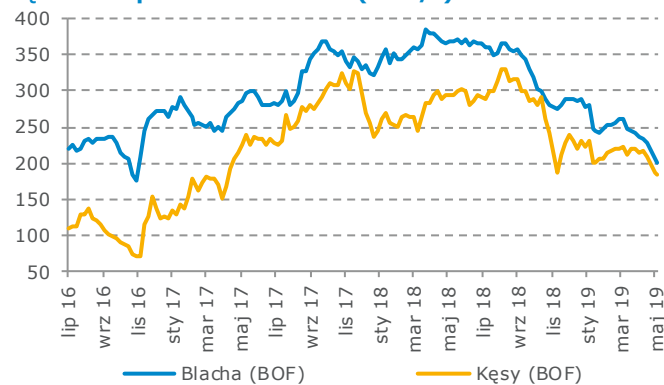
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



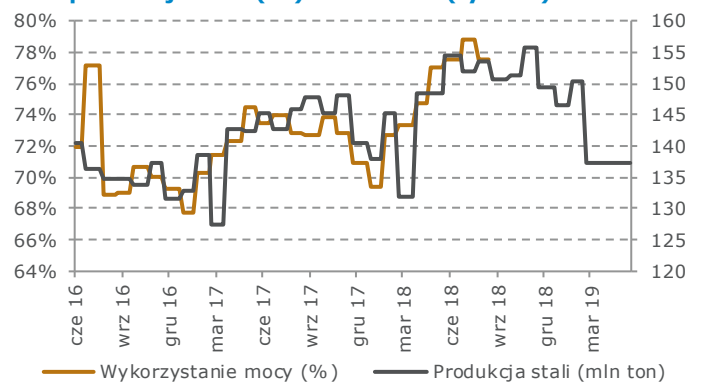
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



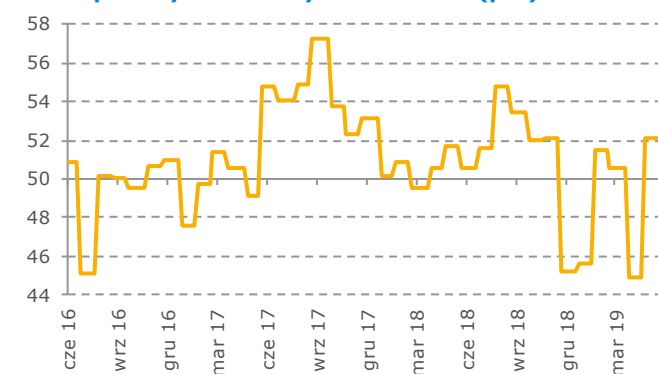
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



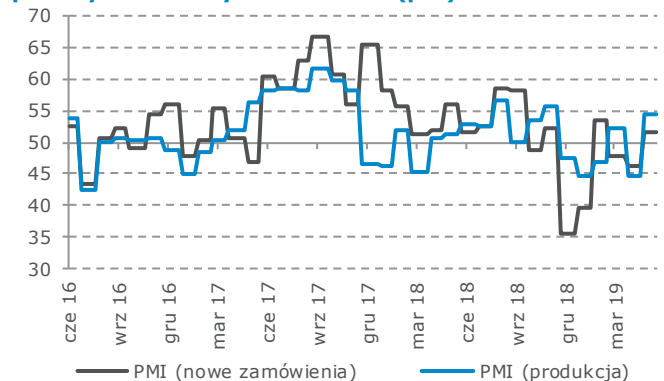
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



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

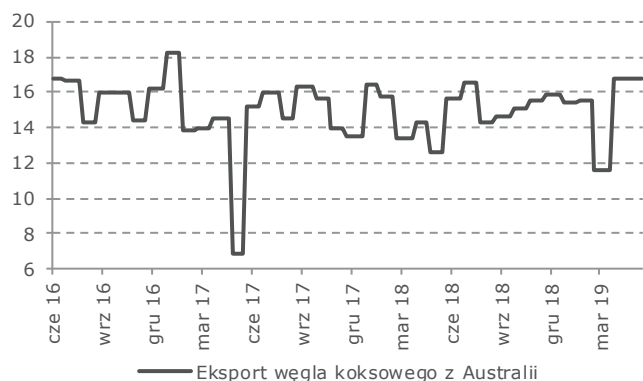


**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**

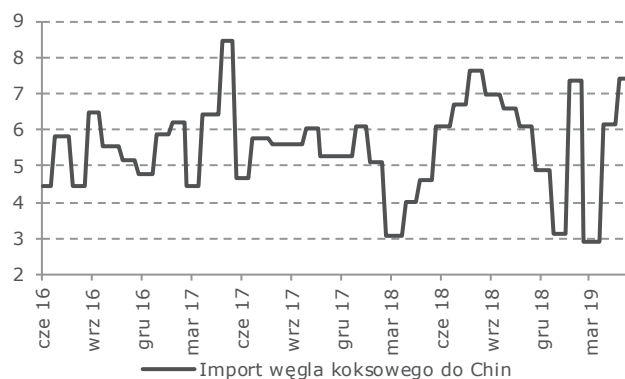


## Surowce (stal)

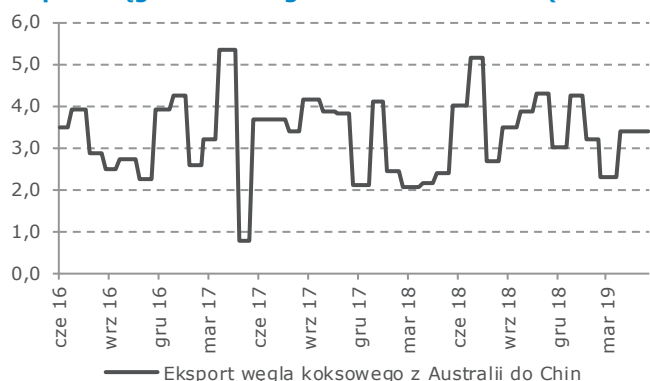
**Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)**



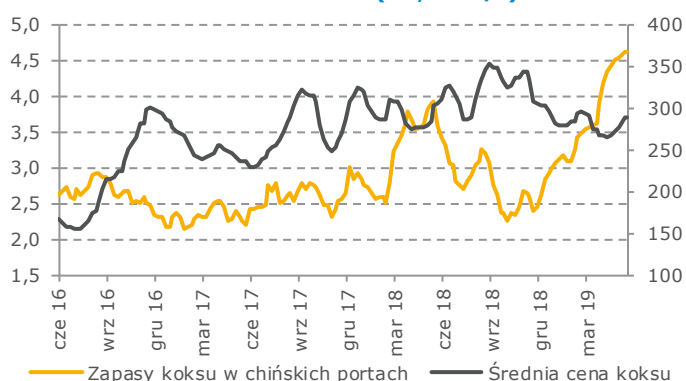
**Import węgla kokсового do Chin (mln ton)**



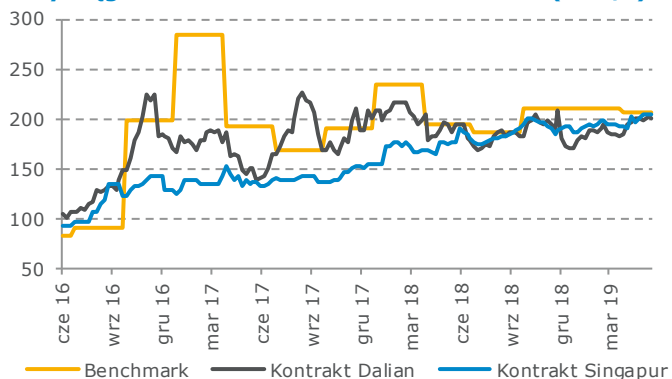
**Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)**



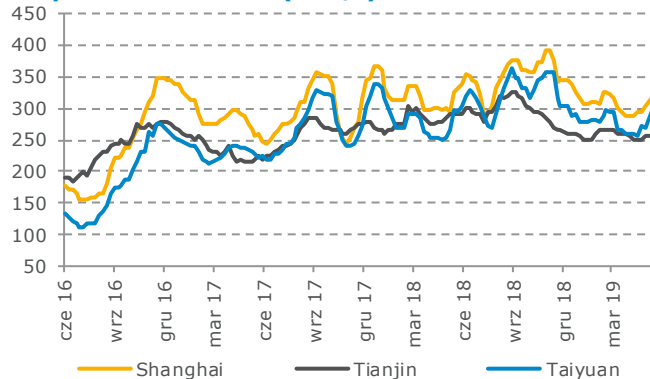
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



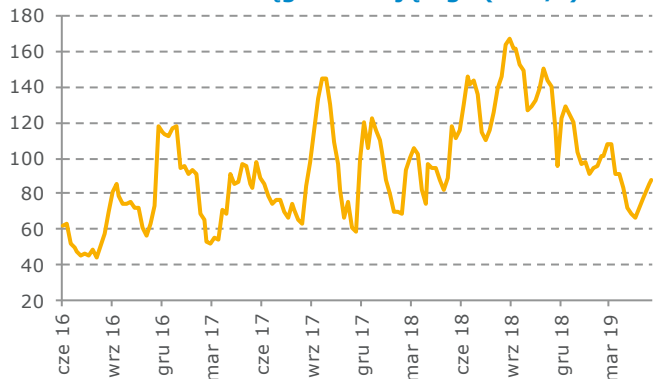
**Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)**



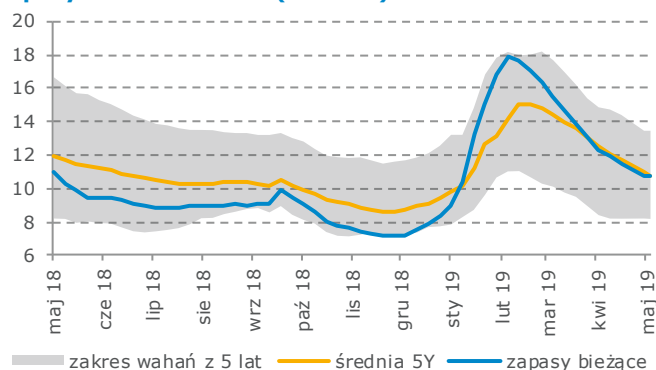
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



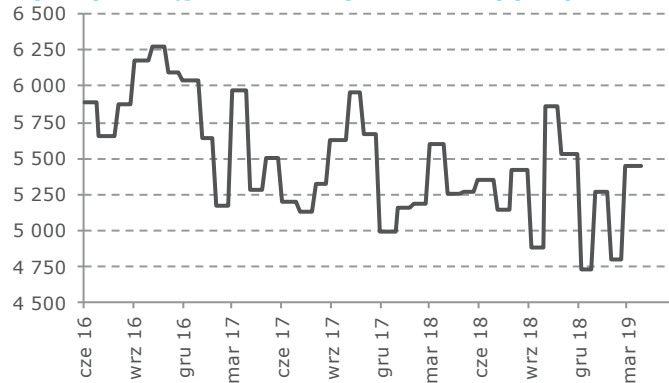
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



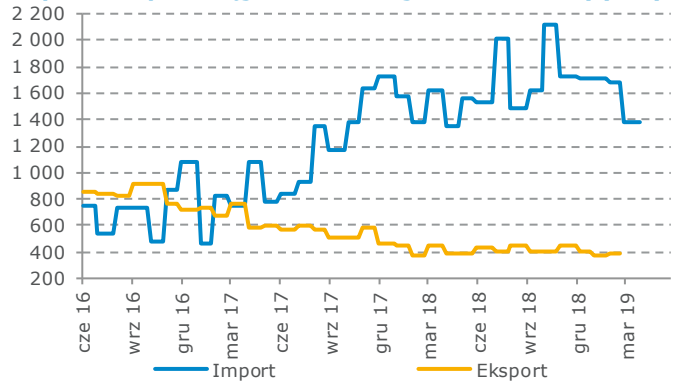
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

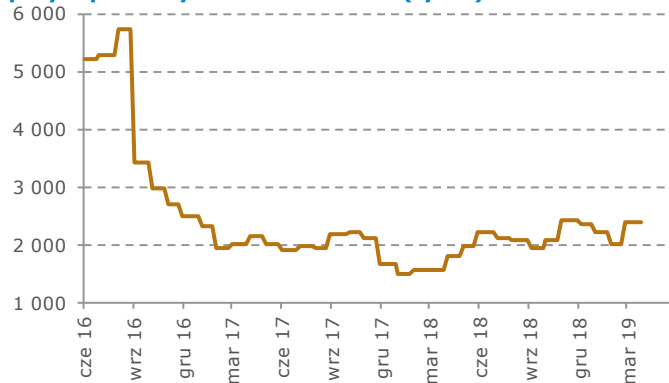
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



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



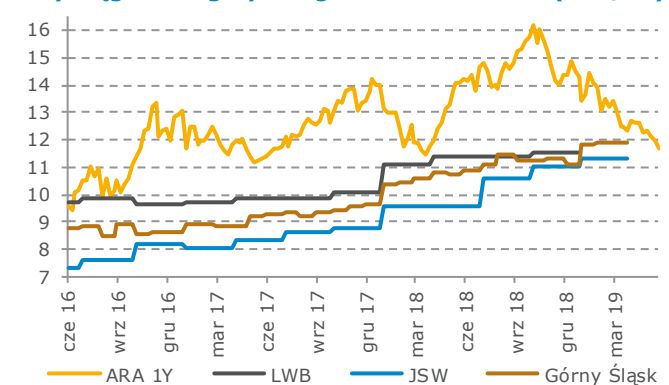
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



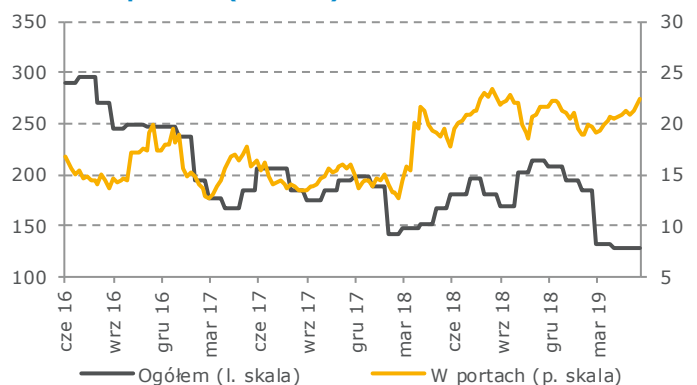
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



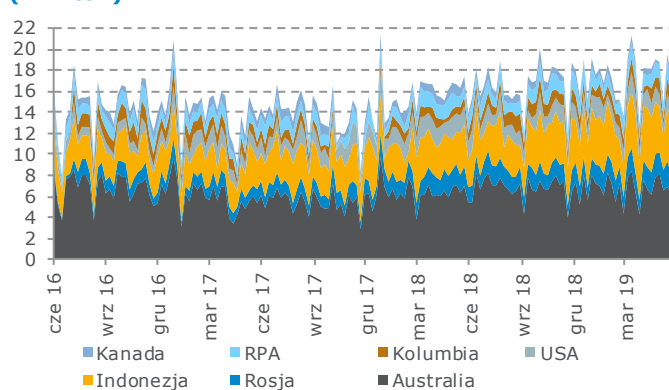
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



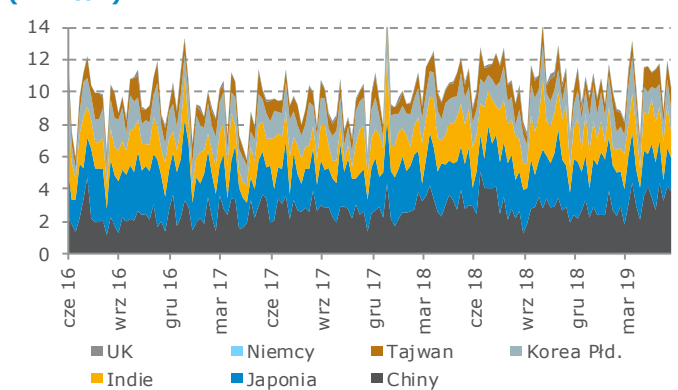
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



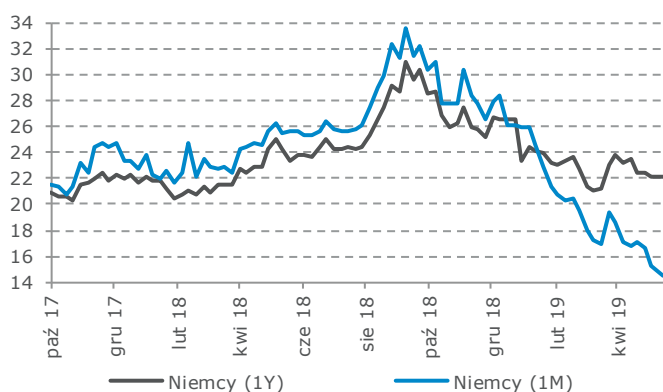
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



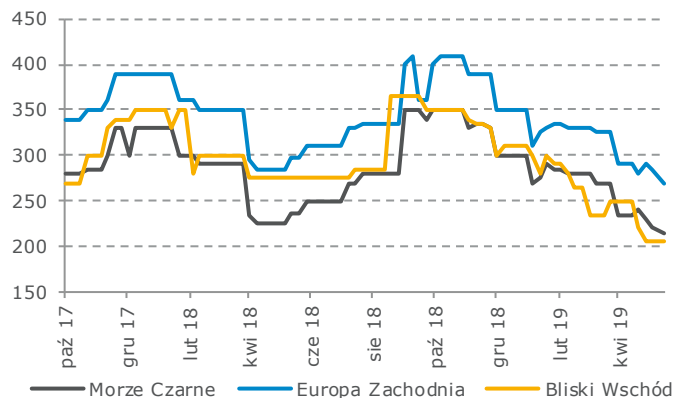
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

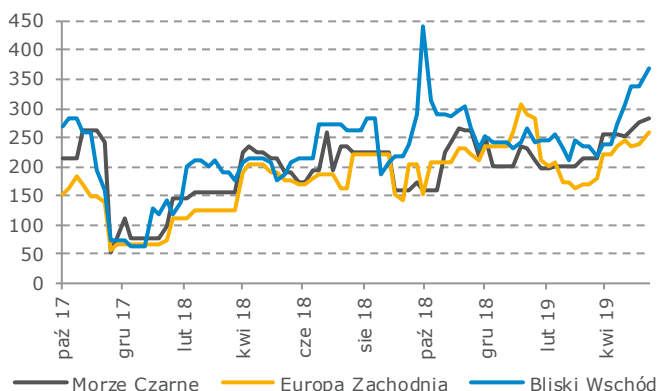
### Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



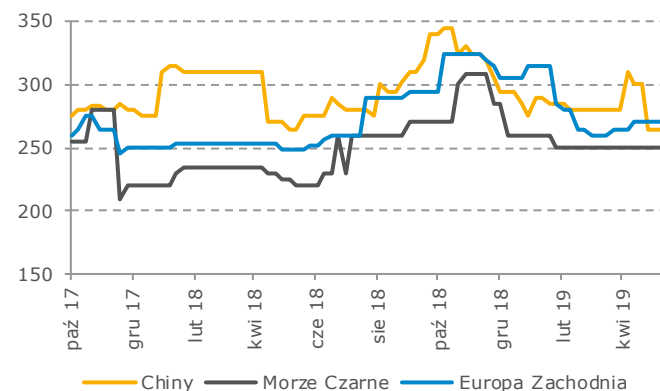
### Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



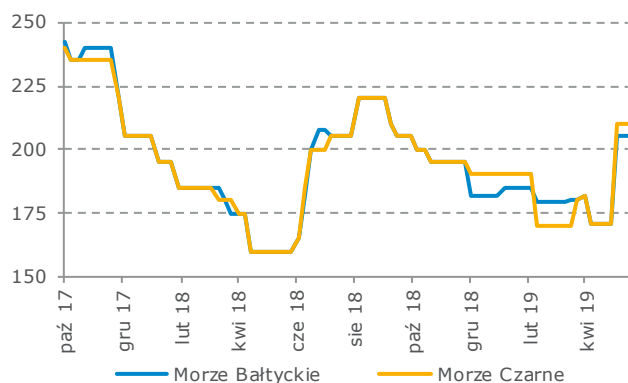
### Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



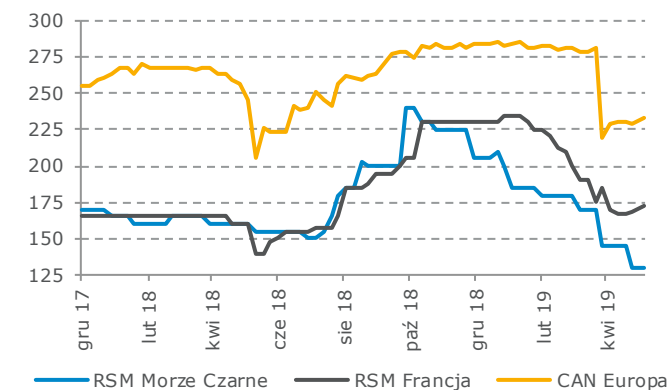
### Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



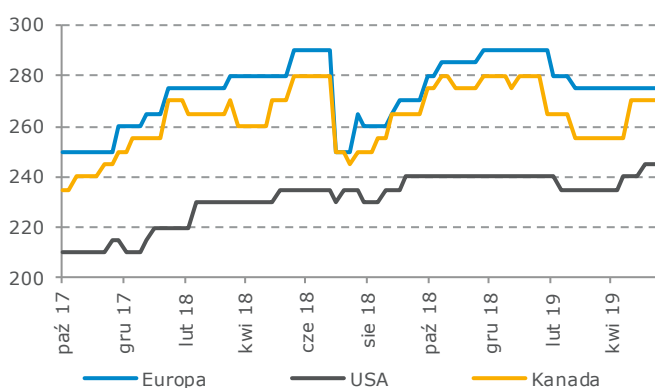
### Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



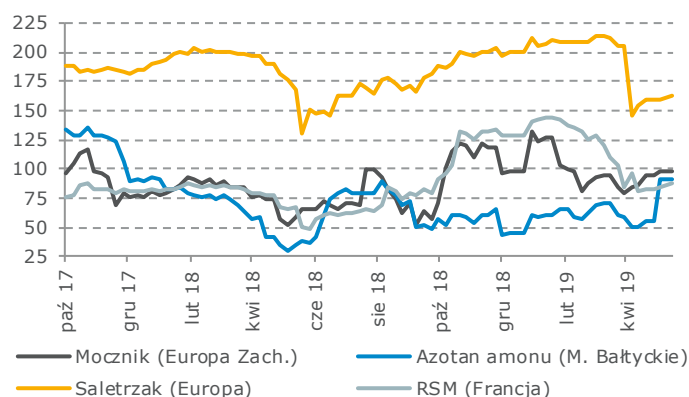
### Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



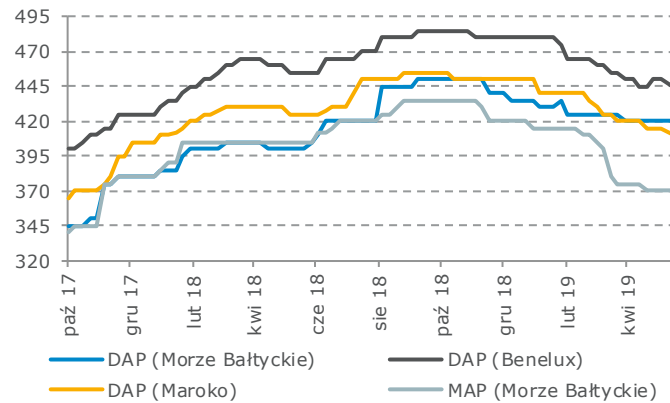
### Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



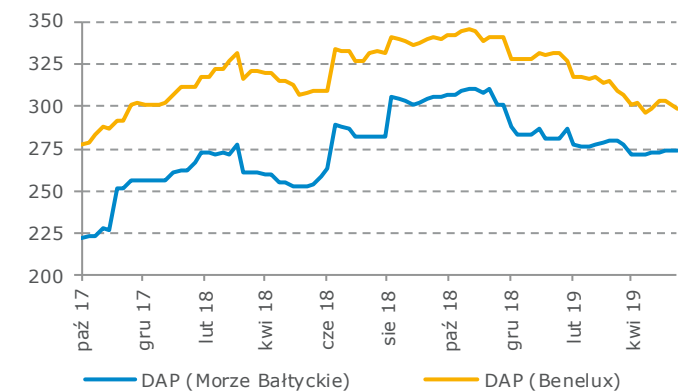
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

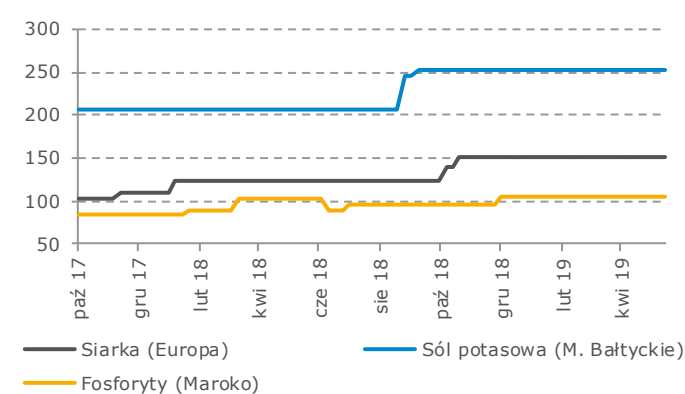
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



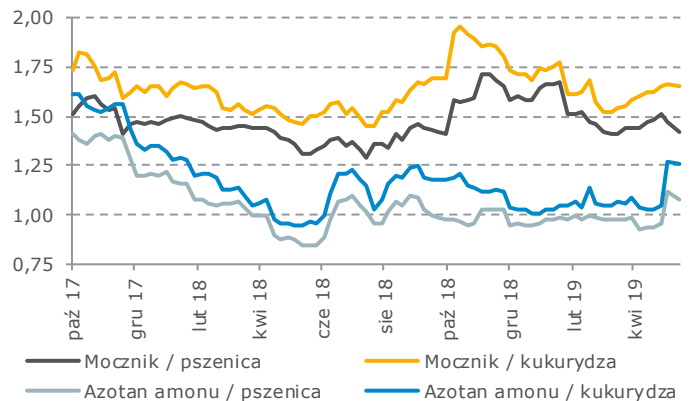
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



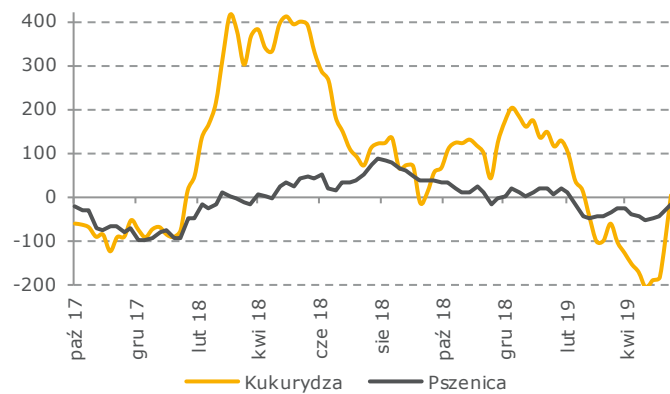
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



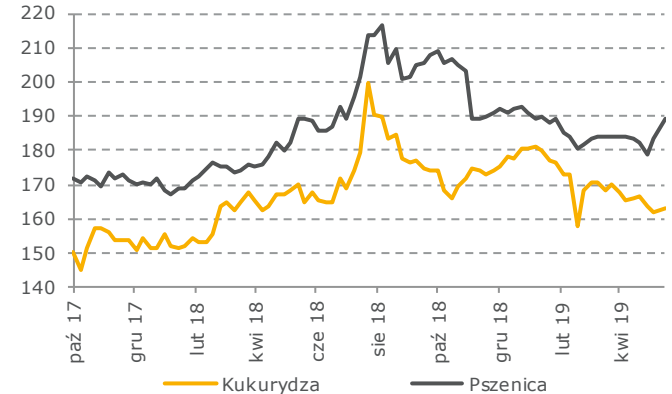
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



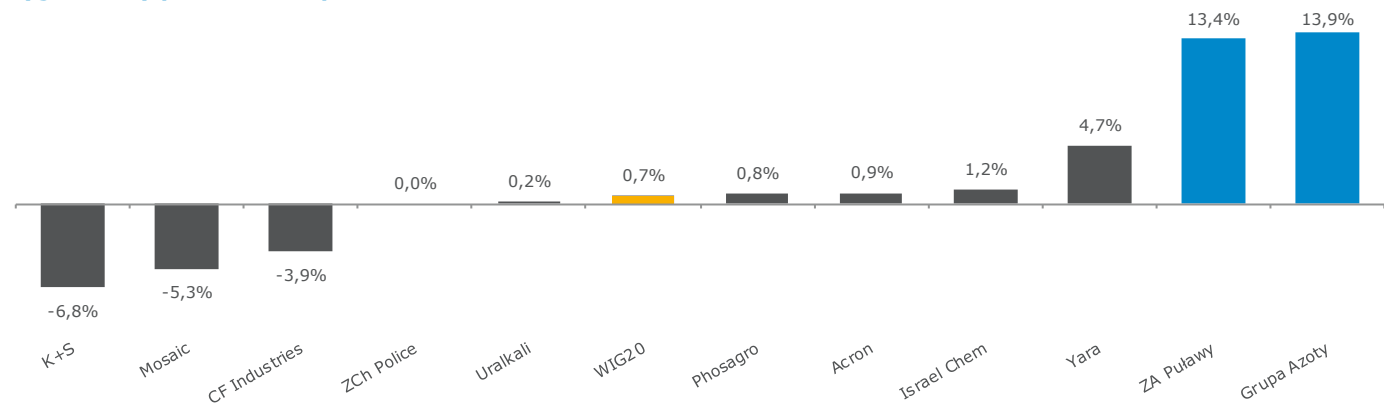
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



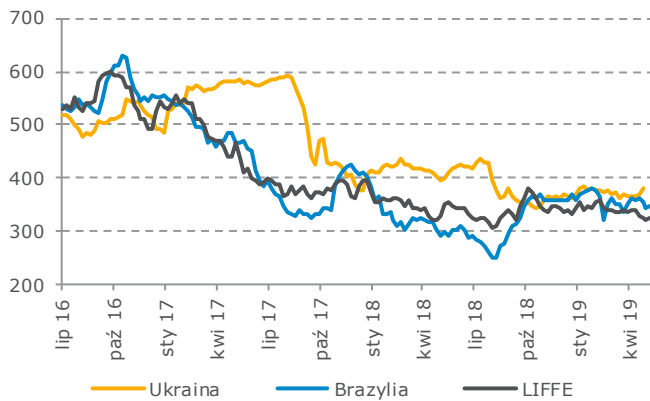
Tygodniowy performance producentów nawozów



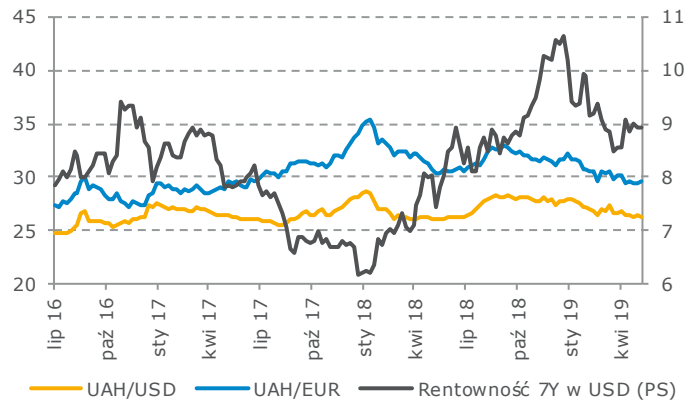
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

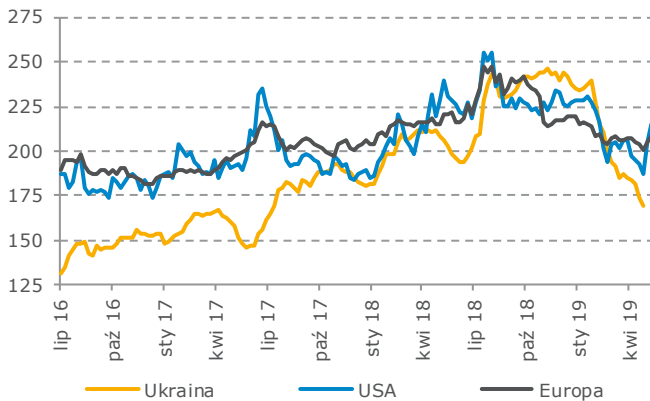
### Cena cukru (USD/Mt)



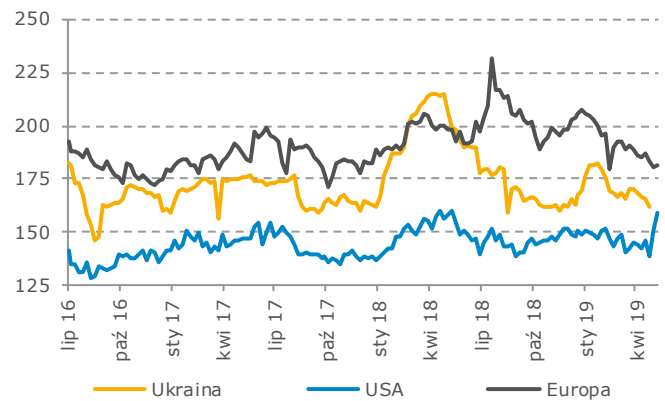
### Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



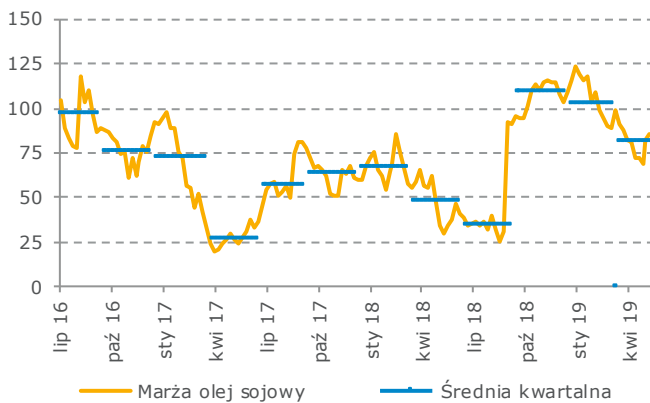
### Cena pszenicy (USD/Mt)



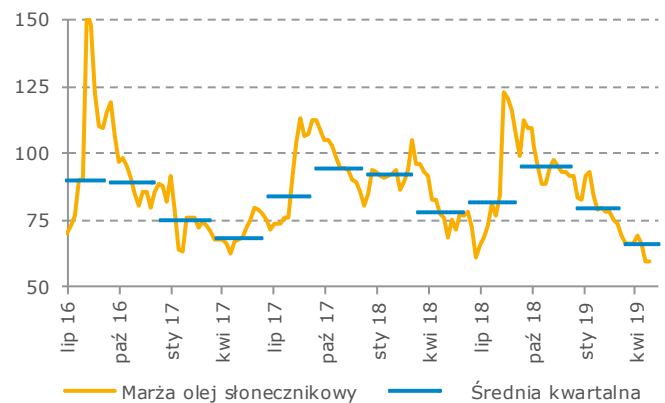
### Cena kukurydzy (USD/Mt)



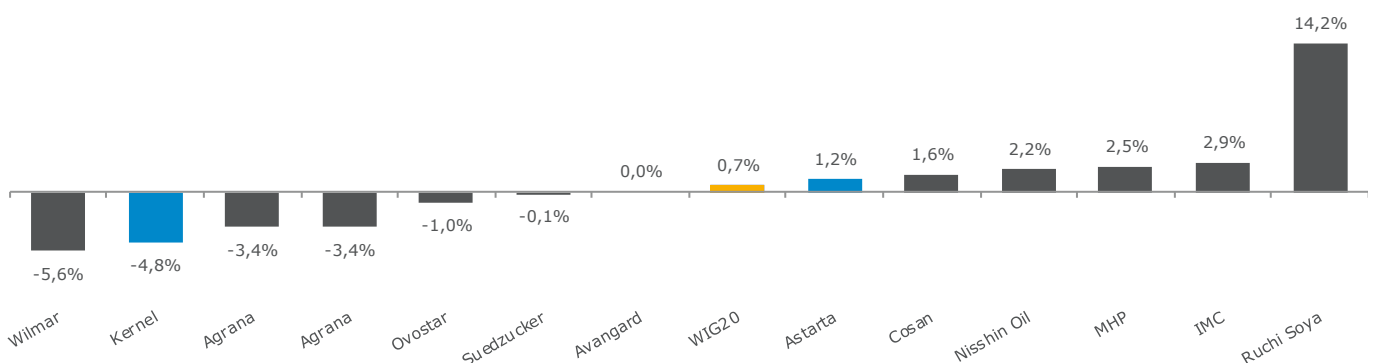
### Marża modelowa na soi (USD/Mt)



### 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	525,5	7,4	7,2	6,9	2,2	2,0	1,9	15,9	15,2	14,6	29%	28%	28%	4,2%	5,7%	5,9%
Enea	8,1	3,1	2,9	2,7	0,6	0,5	0,6	2,9	2,7	2,2	19%	19%	22%	0,0%	0,0%	7,3%
Energa	7,5	3,8	4,1	4,3	0,7	0,7	0,8	4,3	4,6	4,5	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	8,9	3,8	3,0	2,5	0,7	0,6	0,6	7,1	4,6	4,1	19%	21%	23%	0,0%	3,5%	5,4%
Tauron	1,7	3,9	3,4	2,9	0,6	0,5	0,5	2,6	2,2	1,9	16%	16%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,0	2,1	1,5	1,3	0,2	0,2	0,2	10,5	6,5	2,0	10%	15%	17%	-	11,4%	11,4%
EDF	12,2	4,3	3,9	3,8	1,0	0,9	0,9	17,3	13,1	11,6	23%	24%	25%	2,9%	3,7%	4,0%
EDP	3,4	8,9	8,5	8,3	2,2	2,1	1,9	15,0	13,9	13,3	24%	25%	23%	5,7%	5,8%	6,0%
Endesa	23,0	8,2	8,1	8,0	1,5	1,4	1,4	16,1	15,8	15,4	18%	17%	17%	6,2%	6,3%	5,5%
Enel	5,8	7,1	6,7	6,5	1,6	1,5	1,5	12,4	11,4	10,8	22%	23%	23%	5,6%	6,1%	6,5%
EON	9,5	5,6	3,9	3,7	0,9	0,5	0,4	13,7	13,1	12,4	16%	12%	11%	4,9%	5,3%	5,6%
Fortum	19,5	13,3	12,2	11,9	4,0	3,9	3,8	15,4	13,3	12,4	30%	32%	32%	5,6%	5,7%	5,6%
Iberdola	8,5	9,8	9,1	8,6	2,6	2,5	2,4	16,6	15,4	14,4	27%	27%	28%	4,3%	4,6%	4,9%
National Grid	8,2	12,2	10,3	9,8	3,6	3,4	3,3	18,3	14,1	13,3	30%	33%	34%	5,7%	6,0%	6,1%
Red Electrica	19,9	9,5	9,6	9,7	7,4	7,5	7,5	14,8	15,4	15,8	78%	78%	77%	5,3%	5,3%	5,3%
RWE	22,8	12,3	5,8	5,0	1,4	1,2	1,1	22,0	13,1	9,9	12%	21%	23%	3,5%	4,1%	4,6%
SSE	10,4	9,0	9,0	8,3	0,8	0,7	0,7	7,5	11,4	9,9	9%	8%	9%	9,4%	7,7%	7,9%
Verbund	46,7	16,0	13,2	12,4	5,7	5,2	5,0	30,0	22,8	21,4	36%	39%	40%	1,4%	1,9%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>14,9</b>	<b>13,1</b>	<b>12,0</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,3%</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	81,84	6,8	5,7	4,8	0,6	0,6	0,5	13,9	12,5	11,7	9%	10%	11%	3,1%	2,2%	2,4%
MOL	3180,00	5,0	4,3	4,0	0,6	0,6	0,6	14,4	10,1	9,2	13%	14%	14%	4,5%	4,8%	5,0%
PKN Orlen	90,98	6,2	6,0	5,4	0,4	0,4	0,4	11,7	12,2	11,4	7%	6%	7%	3,8%	3,3%	3,3%
Hellenic Petroleum	8,33	6,0	5,2	5,4	0,5	0,5	0,5	9,7	6,8	6,8	8%	9%	8%	6,1%	6,4%	6,8%
HollyFrontier	41,11	5,7	5,2	5,6	0,6	0,6	0,6	8,9	7,2	8,2	11%	12%	11%	3,3%	3,3%	3,4%
Marathon Petroleum	50,29	6,8	5,4	5,3	0,6	0,6	0,6	9,7	6,0	5,9	9%	11%	11%	4,3%	4,7%	5,3%
Motor Oil	19,70	4,2	3,9	4,0	0,3	0,3	0,3	7,1	6,4	6,3	6%	7%	7%	6,9%	7,3%	8,0%
Neste Oil	31,26	11,5	10,9	10,4	1,6	1,6	1,5	17,9	16,5	15,7	14%	15%	15%	2,8%	3,1%	3,3%
OMV	42,97	4,0	3,7	3,6	1,0	1,0	1,0	8,1	7,3	7,1	24%	26%	26%	4,5%	5,0%	5,3%
Phillips 66	82,94	7,4	6,1	6,4	0,5	0,5	0,5	11,0	7,9	8,4	7%	8%	8%	4,1%	4,4%	4,8%
Saras	1,32	3,1	2,0	2,9	0,1	0,1	0,1	8,7	4,2	7,1	4%	6%	4%	6,4%	10,8%	7,5%
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	117,10	5,8	4,3	4,1	0,4	0,3	0,3	8,2	5,1	4,6	7%	8%	8%	10,3%	16,9%	18,6%
Valero Energy	76,22	6,5	4,9	5,3	0,4	0,3	0,4	11,2	7,0	7,6	6%	7%	7%	4,7%	5,1%	5,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>10,4</b>	<b>7,2</b>	<b>7,9</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</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	90,98	6,2	6,0	5,4	0,4	0,4	0,4	11,7	12,2	11,4	7%	6%	7%	3,8%	3,3%	3,3%
Axiall	60,52	6,4	5,4	5,3	1,3	1,2	1,2	11,3	8,3	7,8	20%	22%	22%	1,7%	1,7%	1,9%
Braskem	41,30	6,2	5,8	5,4	1,0	1,0	1,0	16,6	11,4	9,3	17%	18%	19%	4,0%	3,5%	4,1%
Eastman Chemical	68,78	7,1	6,8	6,7	1,6	1,5	1,5	8,0	7,3	6,7	22%	23%	22%	3,6%	3,9%	4,3%
Huntsman Corp	18,80	5,6	5,1	4,8	0,8	0,8	0,7	6,9	5,8	5,3	14%	15%	15%	3,5%	3,7%	3,8%
Lotte Chemicals	261 000	4,4	3,8	3,7	0,6	0,6	0,6	6,9	6,0	5,8	14%	16%	16%	4,0%	4,4%	4,4%
LyondellBasell	77,93	6,1	5,4	5,4	1,0	1,0	1,0	7,5	6,5	6,3	17%	18%	18%	5,3%	5,6%	5,9%
Mitsubishi Chemical	716,70	7,2	6,3	5,9	0,9	0,8	0,8	6,0	6,0	5,4	12%	13%	14%	5,6%	5,6%	5,7%
Mitsui Chemicals	2382,00	6,6	6,2	5,8	0,6	0,6	0,6	6,2	6,3	6,0	10%	10%	10%	4,2%	4,4%	4,7%
Westlake Chemical	60,52	6,4	5,4	5,3	1,3	1,2	1,2	11,3	8,3	7,8	20%	22%	22%	1,7%	1,7%	1,9%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,2%</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	5,58	4,0	3,5	3,2	0,8	0,7	0,6	9,2	8,2	7,6	19%	21%	20%	1,7%	3,3%	4,9%
A2A	1,48	6,9	6,4	6,2	1,3	1,2	1,2	14,1	12,3	12,4	19%	19%	19%	5,3%	5,4%	5,5%
BG Group	24,87	5,5	5,1	4,8	0,9	0,9	0,8	11,4	9,9	9,6	16%	17%	18%	6,0%	6,0%	6,1%
BP	5,45	4,9	4,6	4,6	0,7	0,7	0,7	12,5	10,8	10,5	14%	15%	15%	5,9%	6,0%	6,2%
Centrica	0,93	4,2	4,0	4,0	0,3	0,3	0,3	10,2	8,4	8,0	8%	8%	8%	9,7%	9,3%	9,4%
Enagas	25,73	10,8	10,4	11,2	8,7	8,7	9,0	14,6	13,4	14,3	80%	84%	81%	6,2%	6,5%	6,6%
Endesa	23,01	8,2	8,1	8,0	1,5	1,4	1,4	16,1	15,8	15,4	18%	17%	17%	6,2%	6,3%	5,5%
Engie	12,75	5,9	5,6	5,3	0,9	0,9	0,8	12,1	10,8	9,8	15%	15%	16%	6,1%	6,6%	7,1%
Eni	14,07	3,5	3,3	3,2	0,9	0,9	0,9	11,0	9,8	9,3	24%	26%	28%	6,1%	6,2%	6,4%
Equinor	170,00	2,8	2,5	2,4	1,0	1,0	0,9	10,2	9,1	8,6	37%	38%	40%	5,3%	5,6%	5,9%
Gas Natural SDG	26,74	10,0	9,5	9,3	1,8	1,7	1,6	18,8	17,3	16,6	18%	18%	17%	5,1%	5,4%	5,6%
Gazprom	206,20	3,5	3,4	3,2	1,0	0,9	0,9	3,6	3,5	3,3	28%	28%	28%	6,3%	7,4%	8,3%
Hera	3,27	7,5	7,3	7,2	1,3	1,2	1,2	16,8	16,5	15,7	17%	17%	17%	3,2%	3,3%	3,4%
NovaTek	200,00	12,7	12,9	12,9	4,7	4,4	4,2	11,6	12,6	11,5	37%	35%	32%	2,0%	2,6%	3,0%
ROMGAZ	34,10	5,2	4,7	4,5	2,3	2,2	2,1	10,6	9,3	8,8	45%	47%	47%	8,2%	9,2%	10,0%
Shell	28,26	5,6	5,1	4,8	0,9	0,9	0,9	11,4	10,0	9,7	16%	17%	18%	6,0%	6,0%	6,1%
Snam	4,64	12,5	12,3	11,9	10,2	9,9	9,7	14,9	14,5	13,8	81%	81%	81%	5,2%	5,4%	5,6%
Total	47,85	4,8	4,5	4,4	0,9	0,9	0,8	10,1	9,0	8,7	18%	19%	19%	5,5%	5,7%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>11,5</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</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	3180,00	4,9	4,5	4,6	0,7	0,7	0,7	8,4	7,3	7,5	14%	15%	14%	4,1%	4,3%	4,8%
Bashneft	1956,00	2,0	1,8	1,7	0,5	0,5	0,4	3,0	2,9	2,4	24%	26%	25%	14,6%	11,5%	12,4%
BP	5,45	4,9	4,6	4,6	0,7	0,7	0,7	12,5	10,8	10,5	14%	15%	15%	5,9%	6,0%	6,2%
Dana Gas	0,98	8,1	7,9	5,8	4,7	4,6	4,4	29,6	21,2	12,0	58%	58%	76%	5,8%	5,8%	5,6%
Eni	14,07	3,5	3,3	3,2	0,9	0,9	0,9	11,0	9,8	9,3	24%	26%	28%	6,1%	6,2%	6,4%
Equinor	170,00	2,8	2,5	2,4	1,0	1,0	0,9	10,2	9,1	8,6	37%	38%	40%	5,3%	5,6%	5,9%
Gazprom Neft	374,70	4,0	4,1	3,8	0,9	0,9	0,9	4,3	4,6	4,4	24%	22%	23%	8,6%	8,8%	9,3%
Gulf Keystone	2,26	3,0	1,7	1,4	1,8	1,2	1,0	9,7	4,3	3,3	61%	68%	71%	-	-	12,9%
Lukoil	5220,00	3,5	3,3	3,2	0,5	0,5	0,5	6,2	5,8	5,6	14%	15%	15%	5,0%	5,4%	5,8%
Occidental Petroleum	53,47	5,6	4,9	5,2	2,8	2,3	2,6	13,6	13,6	14,3	50%	46%	50%	5,9%	5,9%	6,0%
Repsol	14,63	4,4	4,0	4,0	0,7	0,7	0,6	8,6	7,5	7,8	15%	16%	16%	6,6%	6,9%	7,0%
Rosneft Oil	425,40	4,0	3,7	3,5	1,0	0,9	0,9	6,2	5,1	4,7	25%	25%	26%	7,0%	9,2%	10,2%
Shell	28,26	5,6	5,1	4,8	0,9	0,9	0,9	11,4	10,0	9,7	16%	17%	18%	6,0%	6,0%	6,1%
Surgutneftegas	40,54	-	-	-	-	-	-	5,4	4,0	4,3	-	-	-	9,6%	6,4%	6,2%
Total	47,85	4,8	4,5	4,4	0,9	0,9	0,8	10,1	9,0	8,7	18%	19%	19%	5,5%	5,7%	5,8%
Tullow Oil	2,07	4,6	4,7	4,8	3,5	3,4	3,6	9,7	9,3	10,3	76%	73%	75%	2,7%	2,8%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>9,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,1%</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	51,50	1,6	2,6	3,2	0,4	0,4	0,5	5,8	15,2	35,5	23%	17%	15%	3,3%	3,5%	3,3%
KGHM	94,86	4,3	4,0	4,0	1,0	0,9	0,9	7,5	7,5	8,2	24%	23%	23%	1,1%	2,6%	4,0%
LW Bogdanka*	37,00	1,6	1,6	1,7	0,5	0,5	0,5	6,1	6,0	6,4	33%	33%	31%	5,0%	7,4%	5,4%
Anglo American	19,44	4,0	4,3	4,5	1,4	1,4	1,4	8,4	9,2	9,9	36%	33%	31%	5,2%	4,7%	4,6%
Antofagasta	8,02	4,8	4,8	4,3	2,4	2,4	2,3	14,5	14,3	12,0	51%	50%	54%	3,4%	3,6%	3,9%
BHP Group	18,00	5,9	5,6	6,1	3,1	3,0	3,2	12,0	10,8	12,3	54%	55%	53%	8,8%	6,5%	5,7%
Freeport-McMoRan	10,08	8,3	6,5	4,2	2,0	1,9	1,6	25,2	11,3	5,9	24%	29%	38%	2,0%	3,7%	4,7%
Glencore	2,61	5,2	4,8	4,7	0,4	0,4	0,3	9,4	8,1	7,4	7%	7%	7%	6,1%	6,8%	7,5%
Grupo Mexico	47,09	5,2	4,8	4,4	2,4	2,3	2,1	9,8	8,9	8,0	47%	47%	48%	5,3%	6,2%	7,9%
Kazakhmys	5,26	4,3	4,1	4,0	2,3	2,2	2,2	6,1	5,7	5,2	54%	54%	54%	1,6%	1,9%	2,3%
Rio Tinto	46,42	5,1	5,5	5,7	2,5	2,6	2,7	9,5	10,5	11,7	48%	47%	46%	6,8%	5,8%	5,2%
Southern CC	33,48	8,1	7,4	7,0	4,2	3,9	3,6	14,1	12,9	11,8	51%	53%	52%	3,6%	4,9%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>9,4</b>	<b>9,9</b>	<b>9,0</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>42%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	345,00	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	23,01	3,3	3,2	3,2	0,6	0,6	0,6	28,3	9,4	9,3	19%	19%	19%	-	0,2%	0,4%
Constellium	8,94	6,0	5,4	5,0	0,5	0,5	0,5	9,1	6,5	5,3	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	91,93	7,9	7,4	7,2	1,1	1,0	1,0	13,1	12,0	11,2	14%	14%	14%	2,6%	2,7%	2,9%
Norsk Hydro	32,28	6,0	4,3	4,0	0,5	0,5	0,5	17,1	9,6	8,5	9%	12%	12%	4,0%	4,7%	5,2%
Rusal	2,86	8,7	7,0	7,0	1,4	1,3	1,3	3,2	2,8	2,7	16%	19%	18%	5,2%	14,8%	8,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>13,4</b>	<b>9,5</b>	<b>8,9</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,2%</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	39,70	5,5	7,0	8,1	0,6	0,7	0,8	10,6	15,0	15,1	11%	10%	9%	0,0%	0,0%	2,0%
ZA Police*	14,20	4,1	3,7	3,7	1,0	0,9	0,9	1,3	1,2	1,1	23%	24%	24%	58,5%	63,4%	70,4%
Acron	4584,00	7,8	7,5	7,0	2,6	2,4	2,2	9,3	8,8	8,0	33%	32%	32%	7,2%	7,4%	8,6%
CF Industries	40,80	9,7	8,6	8,3	3,4	3,3	3,2	20,5	15,0	13,0	35%	38%	39%	3,0%	3,0%	3,0%
Israel Chemicals	19,31	8,0	7,6	7,4	1,7	1,6	1,5	13,7	12,5	12,0	21%	21%	21%	3,6%	3,9%	4,0%
K+S	15,52	7,6	6,7	6,1	1,5	1,4	1,3	12,9	9,9	8,3	19%	21%	22%	2,8%	3,9%	4,5%
Phosagro	2373,00	5,8	5,5	5,3	1,8	1,7	1,6	8,9	9,2	6,8	31%	32%	30%	5,8%	6,0%	7,9%
The Mosaic Company	21,60	6,4	5,7	5,3	1,3	1,3	1,3	12,5	9,2	7,8	21%	23%	24%	0,9%	1,0%	1,3%
Yara International	385,40	8,3	7,1	6,5	1,3	1,2	1,1	14,7	11,3	10,4	15%	17%	17%	2,6%	3,6%	4,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>12,5</b>	<b>9,9</b>	<b>8,3</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,9%</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*	25,60	5,2	4,3	3,1	1,0	0,9	0,9	3,9	3,5	2,3	20%	22%	28%	-	-	-
Kemel	47,60	5,3	4,5	3,8	0,5	0,4	0,4	5,8	4,9	4,2	10%	9%	9%	1,9%	7,2%	11,7%
Agrana Beteiligungs	19,32	8,7	7,9	6,0	0,6	0,6	0,6	47,1	21,9	13,6	7%	7%	9%	3,6%	4,9%	5,4%
Bunge Limited	50,55	9,5	8,7	8,1	0,3	0,3	0,3	17,8	13,1	11,3	3%	4%	4%	4,0%	4,3%	4,8%
Cosan	45,07	4,8	4,4	4,2	0,4	0,4	0,4	11,0	9,3	10,0	9%	9%	9%	0,6%	5,4%	2,9%
MHP	10,45	4,7	4,4	3,9	1,4	1,3	1,2	5,7	4,6	4,3	29%	31%	31%	7,2%	7,2%	7,2%
Nisshin Oilio	3260,00	7,7	8,2	7,7	0,5	0,5	0,5	12,3	14,8	13,9	6%	6%	6%	2,5%	2,1%	2,3%
Suedzucker	13,88	-	11,9	6,8	0,7	0,7	0,7	-	-	14,1	-	6%	10%	1,4%	1,3%	2,0%
Wilmar Int.	3,36	13,1	12,2	11,7	0,7	0,7	0,6	12,5	11,5	10,5	6%	6%	5%	3,4%	3,5%	3,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>11,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,3%</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)