

wtorek, 23 lipca 2019 | opracowanie cykliczne

## Espresso surowcowe

### Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

#### Rynek energetyczny

Ceny energii na rynku niemieckim oscylują wokół 52-53 EUR/MWh, przy stabilizacji notowań CO<sub>2</sub> na poziomie 29 EUR/t i nieco wyższych cenach węgla w kontraktach FWD. W Polsce roczny kontrakt zatrzymał się na 282 PLN/MWh i póki co modelowa marża zintegrowanej pionowo elektrowni węglowej nie odbudowała się jeszcze w pełni po ostatnich wzrostach kosztów uprawnień do emisji. W efekcie zmniejszył się też trochę spread transgraniczny.

#### Rynek paliwowy

Ceny ropy po chwilowej odbicie wróciły w okolice 63 USD/Bbl, co wspierało w ostatnim tygodniu marże rafinerijne, które oscylują w przedziale 7-8 USD/Bbl. Rentowność przerobu jest budowana przede wszystkim przez cracki benzynowe (sezonowość plus zamknięcie rafinerii RES w USA), ale w ostatnich dniach wzrosły również marże na dieslu (mimo nowych szczytów na zapasach ARA), kompensując słabnące cracki na HSFO. Negatywną informacją jest spadek dyferencjału Ural/Brent z 2 USD w okolice 0,4 USD/Bbl, być może z uwagi na obawy o zmniejszeniu dostępności ropy rosyjskiej na Bałtyku po wzrostach w ostatnich miesiącach. Marże petrochemiczne nie odbudowały się po tąpnięciu sprzed 2 tygodni i nadal spadają ceny polietylenu, choć tym razem zneutralizował to niższy koszt nafty. Po mocnych wzrostach spotowych cen gazu na początku lipca (obawy o wpływ huraganu w USA), notowania wróciły znowu na niższe poziomy.

#### Rynek metali

Liczba pozycji spekulacyjnych na miedzi wynosi obecnie -32 tys. sztuk. Bieżące poziomy są praktycznie najniższe w okresie ostatnich trzech lat, co powoduje, że w przypadku jakiegokolwiek pozytywnej informacji inwestorzy mogą zdecydować się na zamykanie pozycji i szybkie odreagowanie cen (patrz strona 8; szansa na odreagowanie na KGHM). Warto zwrócić uwagę, że konsensus analityków odnośnie cen miedzi w ubiegłym tygodniu zatrzymał spadkowy trend (patrz strona 8).

#### Rynek agro

Mimo chwilowego wzrostu cen gazy w ubiegłym tygodniu korekta trendu spadkowego nie zaważyła znacząco na marżach modelowych na nawozach saletrzanym (wciąż dobre otoczenia da Grupy Azoty; patrz strona 13).

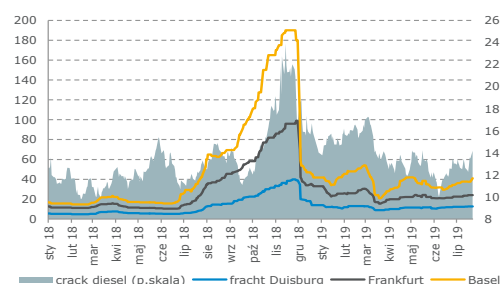
Ceny cukru na Ukrainie wzrosły do poziomu 11400 UAH/t – najwyżej od X'17 (patrz strona 15). Oczekiwany deficyt cukru jest pozytywny dla Astarty.

#### Rynek węgla koksowego

Ceny węgla ARA rosą od trzech tygodni z niskich poziomów (patrz strona 12). Ostatnie odbicie cen pozwoliło na zwiększenie konkurencyjności węgla energetycznego krajowego (ten ostatni obecnie nieznacznie tańszy po uwzględnieniu kosztów logistyki), co jest pozytywne dla JSW i LWB. Wraz z sezonowym wzrostem zapasów węgla energetycznego na rynku krajowym zmalał import surowca (w IV'19 wartość spadła do najniższego poziomu od wakacji 2017 roku).

Ceny wysokogatunkowych węgla koksujących na rynkach zamorskich spadły do około 180 USD/t podczas gdy ceny w Chinach utrzymują się powyżej 200 USD/t. W związku ze zmniejszeniem rentowności hut wielkopiecowych, producenci koksu w Chinach byli zmuszeni zaakceptować obniżki cen, co spowodowało, że obecnie za tonę koksu trzeba zapłacić najniżej od listopada 2017 roku (patrz strona 11). To spowodowało również presję na marżę koksowniczą, która obecnie kształtuje się najniżej od XI'17 – patrz strona 11).

#### Wykres tygodnia



#### Koszty frachtu na Renie do obserwacji

Poziomy wody w Renie mimo ostatnich spadków wciąż są o ~50cm wyższe niż rok temu i o ponad 100 cm wyższe niż zeszłoroczne minima, ale na pewno należy monitorować te parametry w kontekście cracków na dieslu w 3Q. Aktualnie koszty frachtu pozostają w miarę stabilne, ale w ostatnich dniach zauważalny jest lekki wzrostowy trend, co znajduje odzwierciedlenie w poprawie marż na paliwie.

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

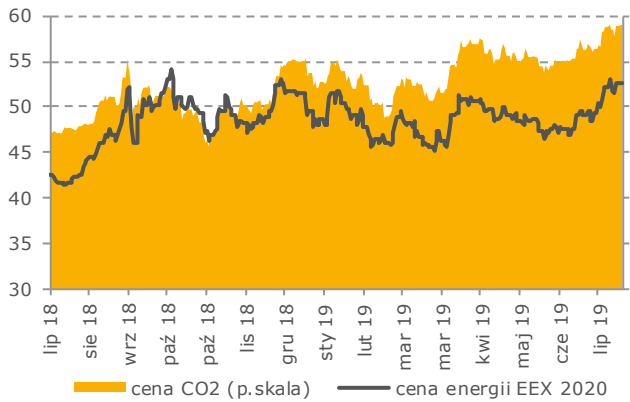
#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Enea	-9,0%	-7%
Tauron	-8,6%	-22%
Energa	-7,4%	-15%
Orzeł Biały	-7,1%	-2%
JSW	-6,5%	-37%
PGNiG	-5,6%	-21%
Ciech	-3,4%	-3%
ZE PAK	-3,1%	-7%
ZA Puławy	-2,9%	+49%
Kernel	-2,5%	+4%
Tarczyński	-2,4%	-5%
LW Bogdanka	-2,2%	-26%
OMV	-2,1%	+17%
PGE	-1,6%	-5%
PCC Rokita	-1,1%	-0%
Astarta	-0,8%	+3%
Lotos	-0,7%	-0%
Grupa Azoty	-0,6%	+42%
Impexmetal	+0,2%	+35%
IMC	+0,3%	+19%
Kruszwica	+1,4%	+17%
KGHM	+1,4%	+9%
Kęty	+1,7%	+0%
ZCh Police	+2,8%	+7%
MOL	+3,9%	+5%
CEZ	+4,0%	+4%
Tupras	+4,1%	+24%
Boryszew	+4,5%	-5%
PKN Orlen	+6,2%	-5%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+0,7%	+6%
Chemia	-1,3%	+19%
Energia	-4,0%	-8%
Paliwa	+2,6%	-8%
Spożywczy	-1,8%	-0%
Surowce	+0,1%	-3%
Ukraina	-2,6%	+1%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+0,6%	+27%
Oil & Gas E&P	-2,4%	+8%
Refining EU	-0,7%	+8%
Refining US	+0,8%	+9%
Agri & Food	+0,2%	+29%
Kauczuki	+0,0%	+7%
Nawozy	+4,0%	+8%
Chemicals EU	-0,8%	+14%
Industrials EU	+0,4%	+23%
Petchem World	-1,7%	+1%
Utilities EU	+0,1%	+19%
Utilities US	-1,1%	+15%

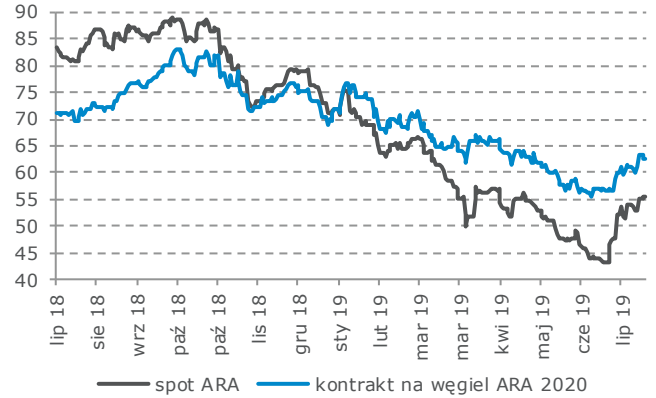


## Energetyka

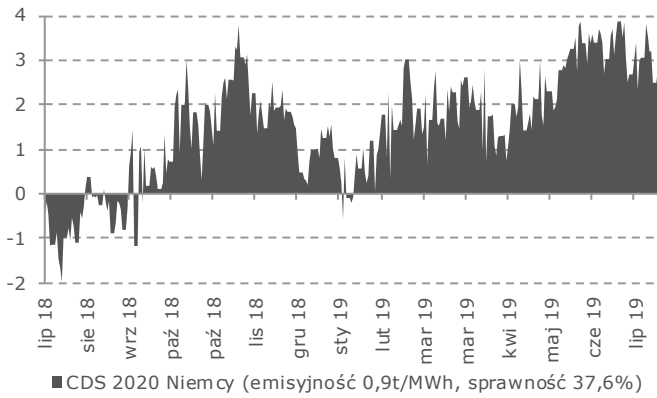
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



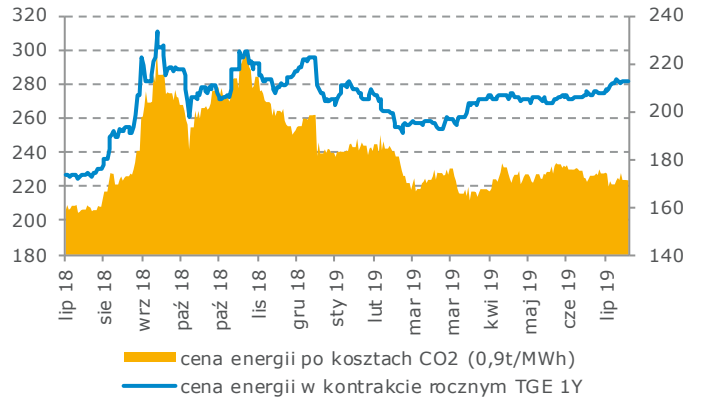
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



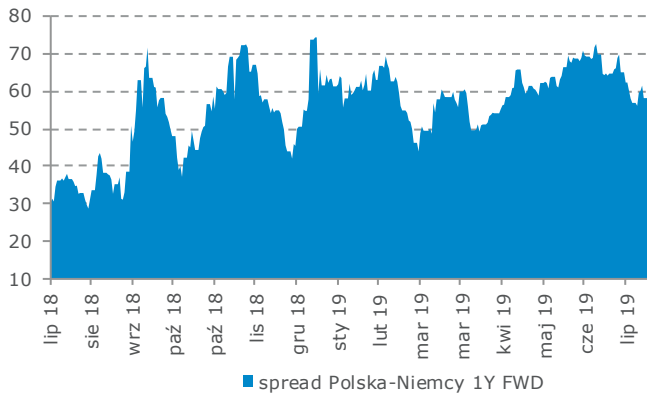
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



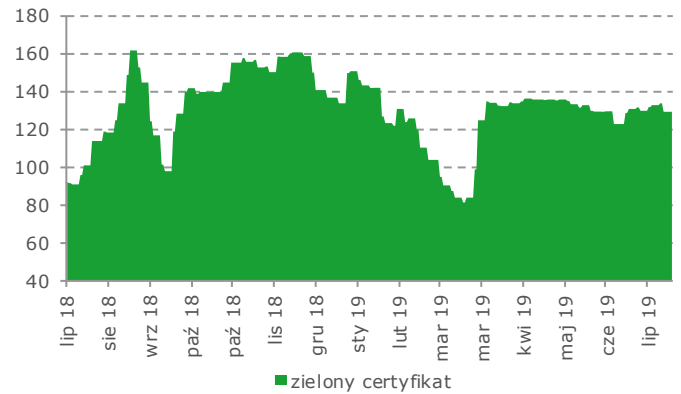
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



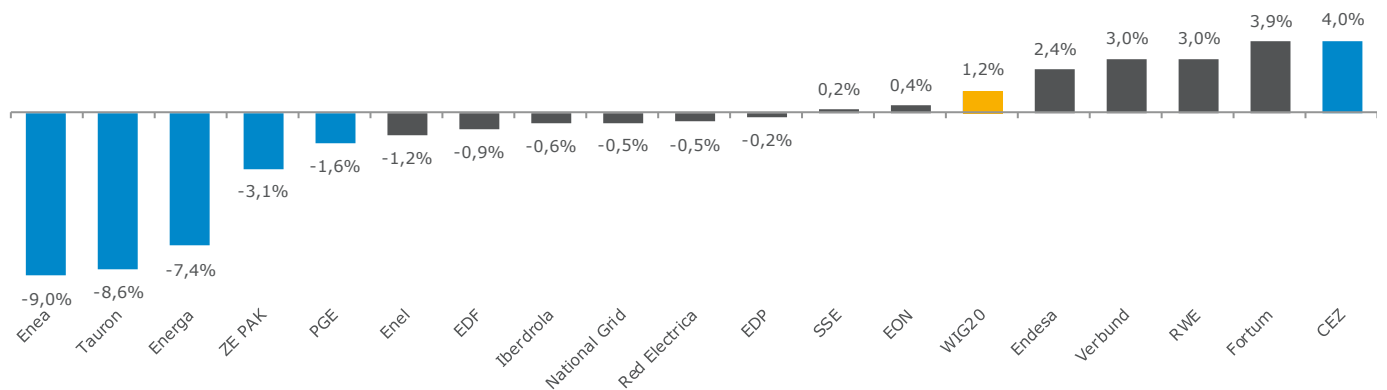
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



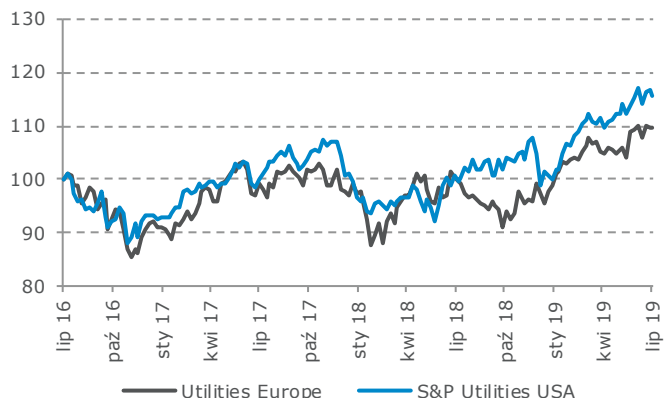
Tygodniowy performance spółek energetycznych



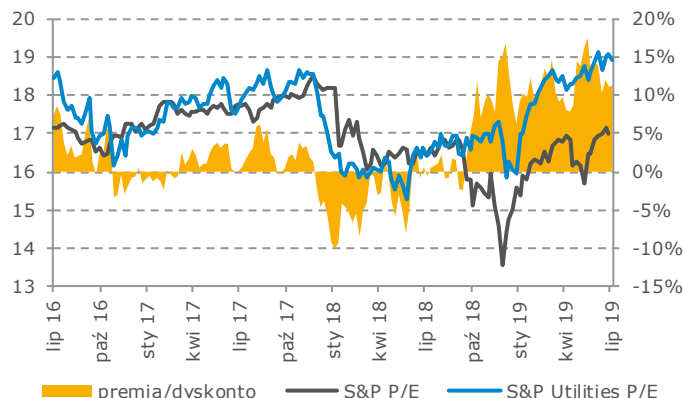
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

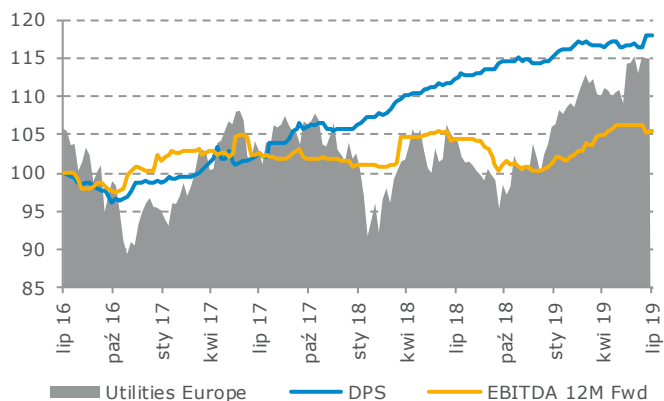
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



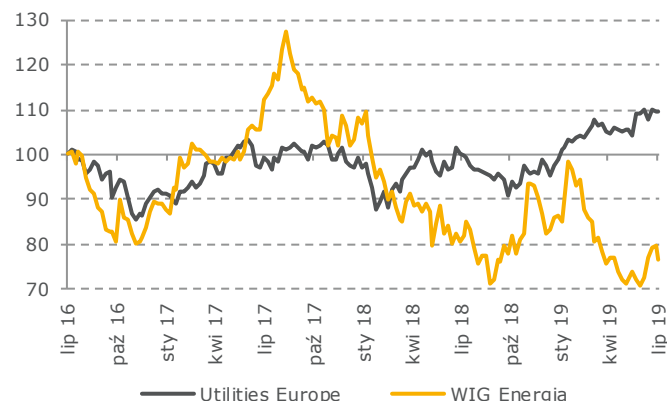
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



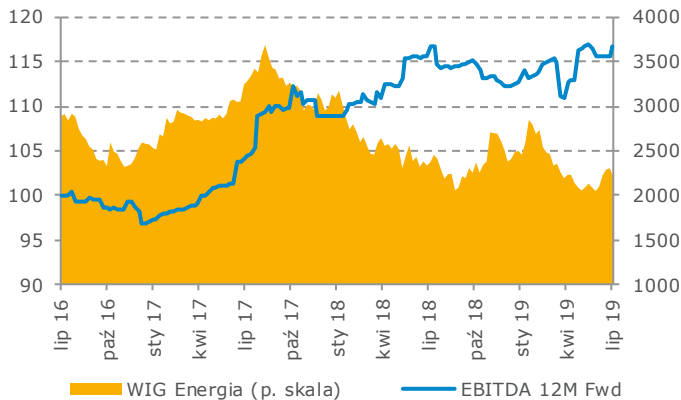
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



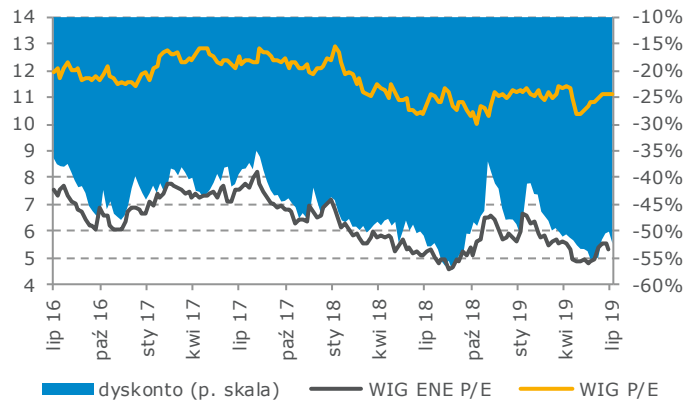
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



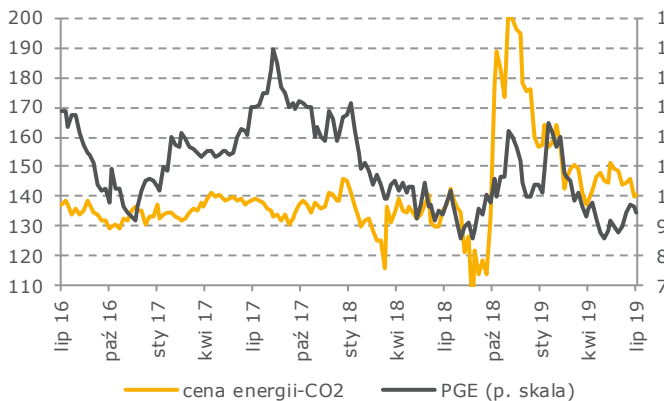
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



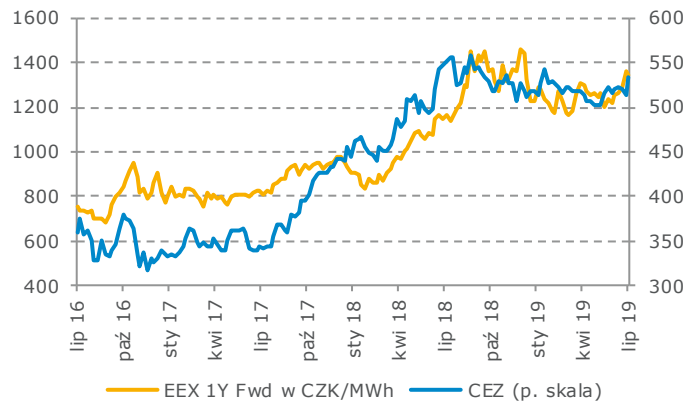
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



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



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



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

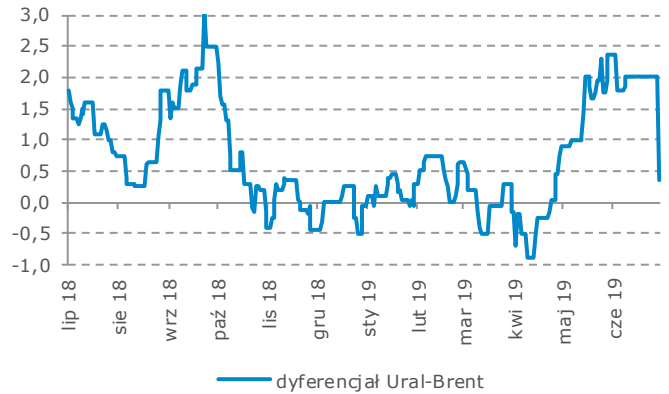


### Paliwa

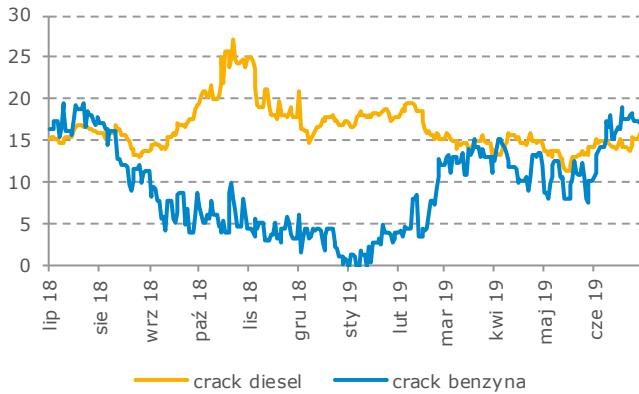
#### Marża rafineryjna (USD/Bbl)



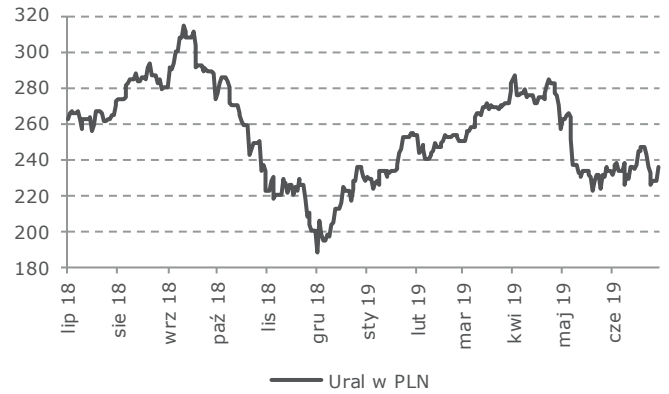
#### Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



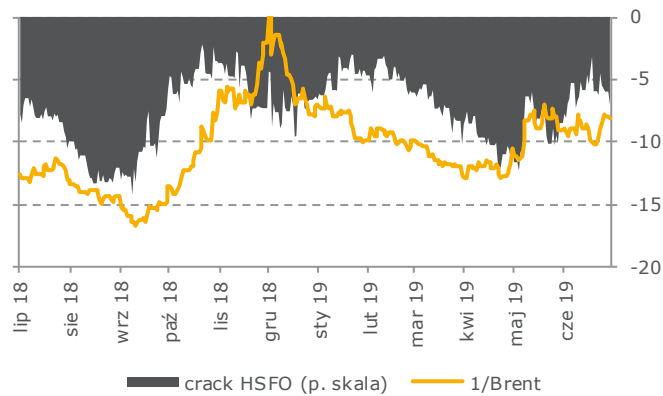
#### Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



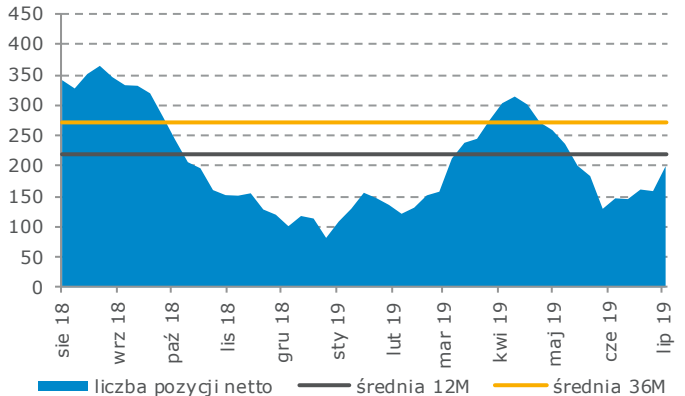
#### Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



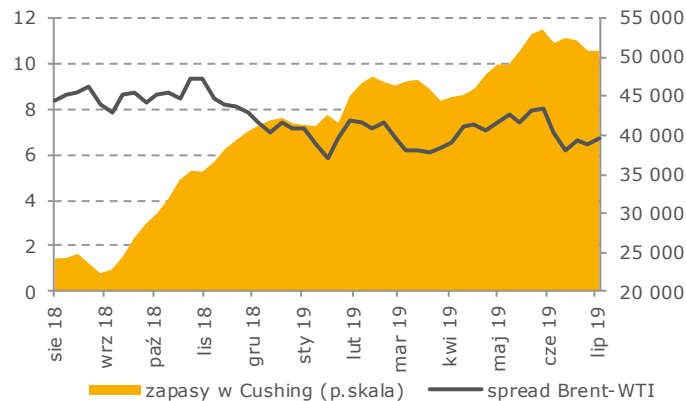
#### Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



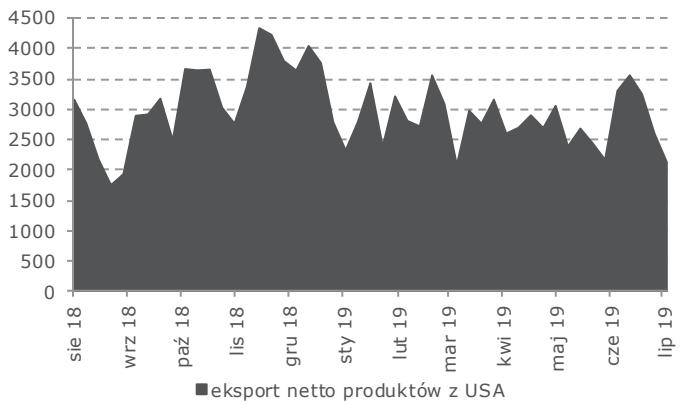
#### Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



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



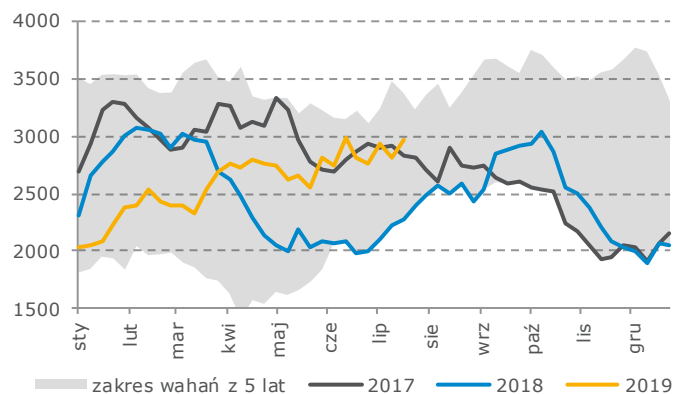
#### Eksport netto paliw z USA



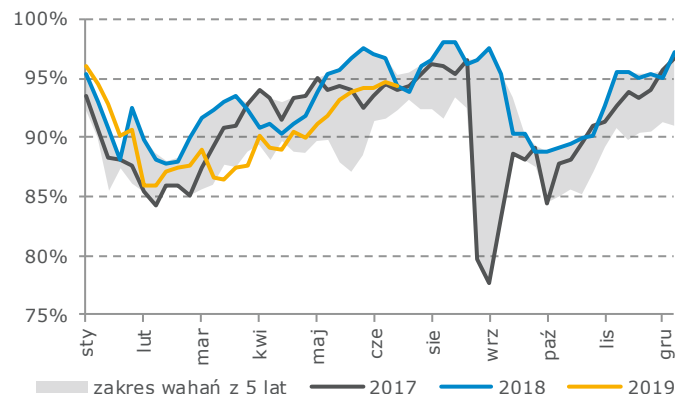
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

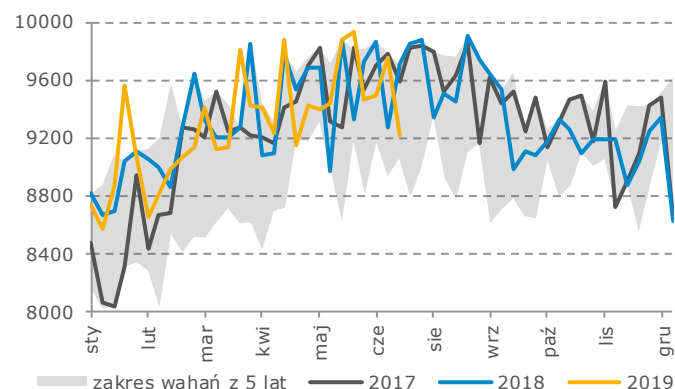
### Zapasy diesla w portach ARA



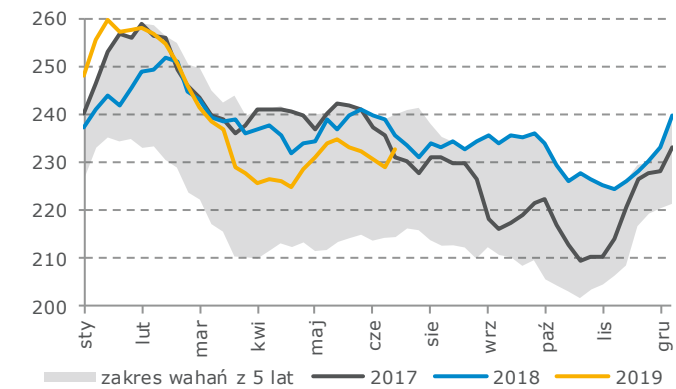
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



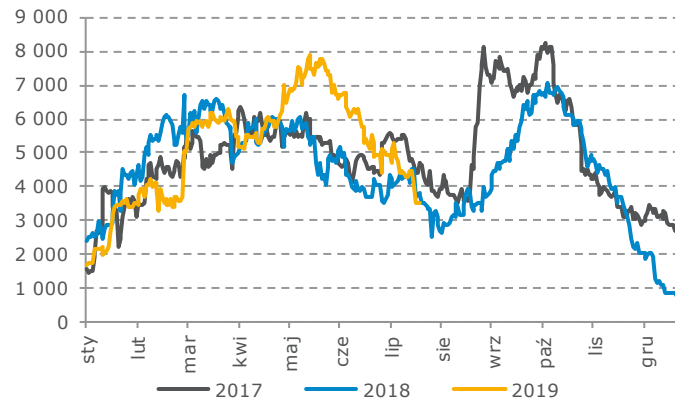
### Popyt na benzynę w USA



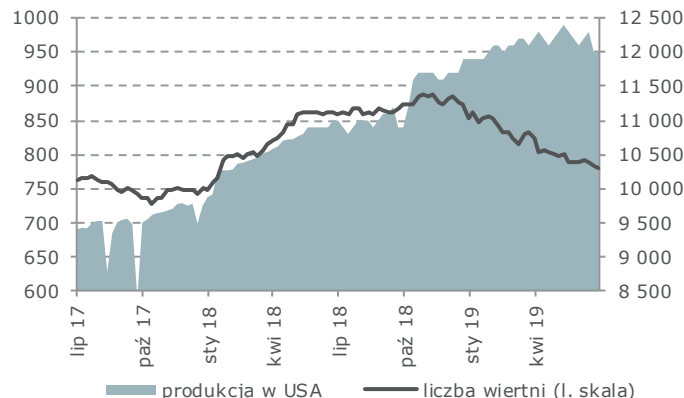
### Zapasy benzyny w USA



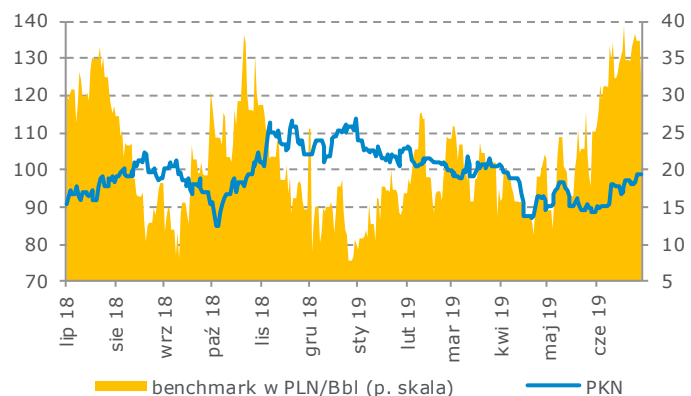
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



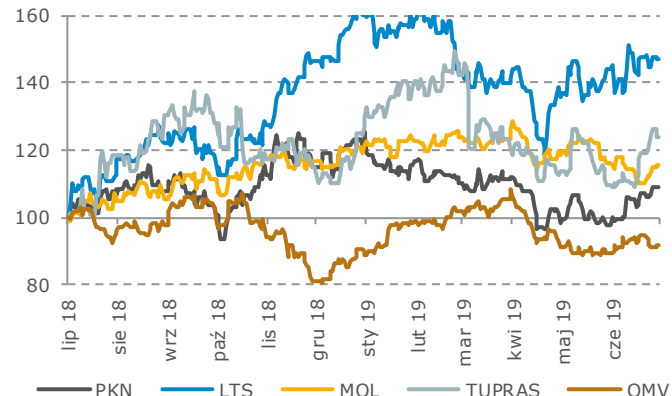
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



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



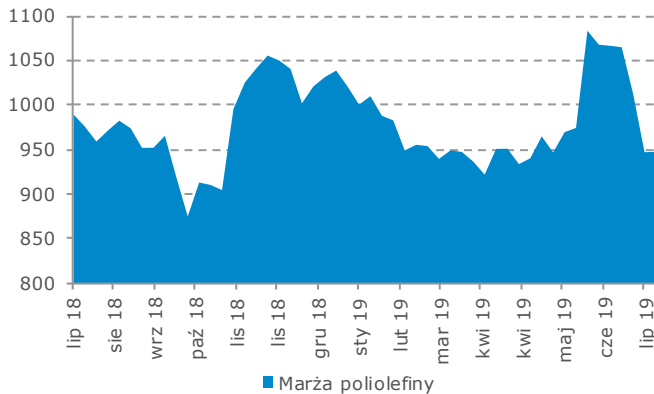
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



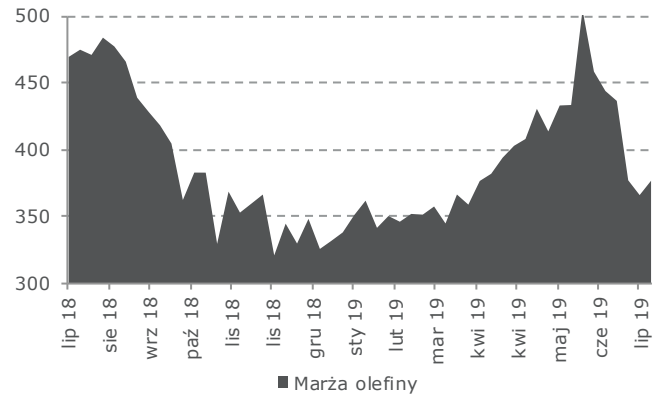
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

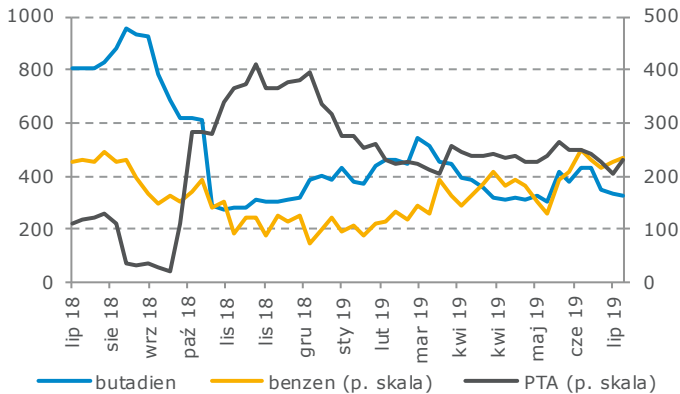
Marża petrochemiczna poliolefiny



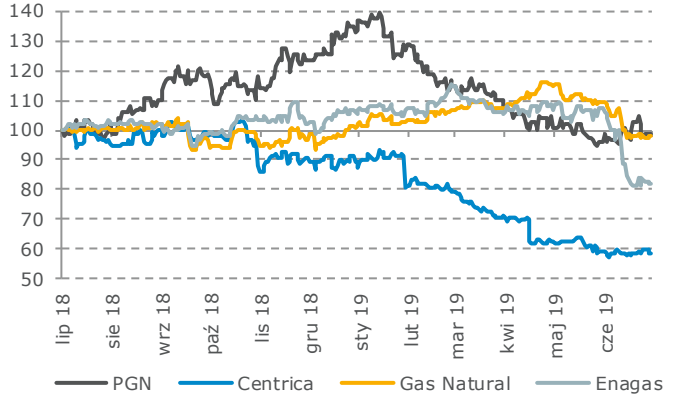
Marża petrochemiczna olefiny



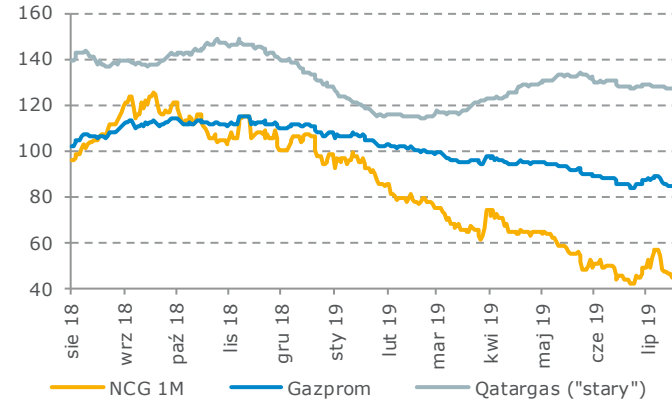
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



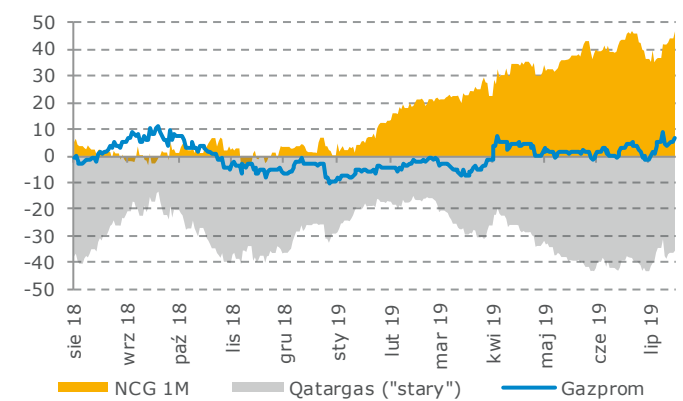
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



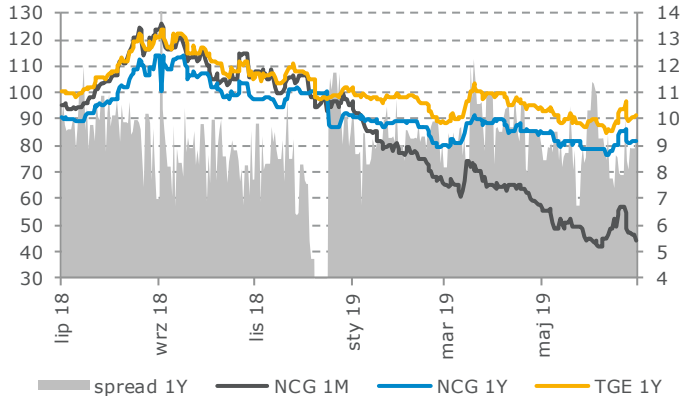
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



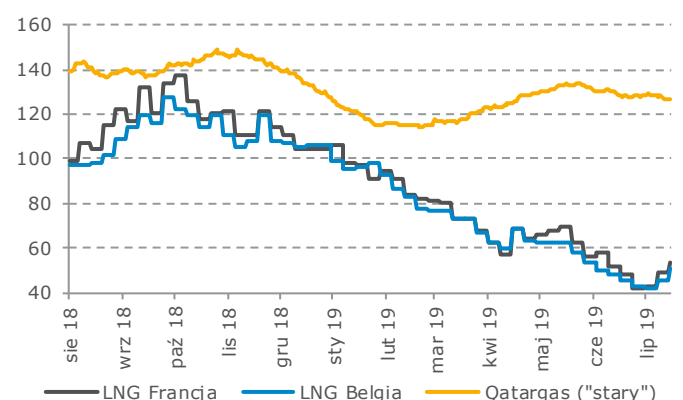
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



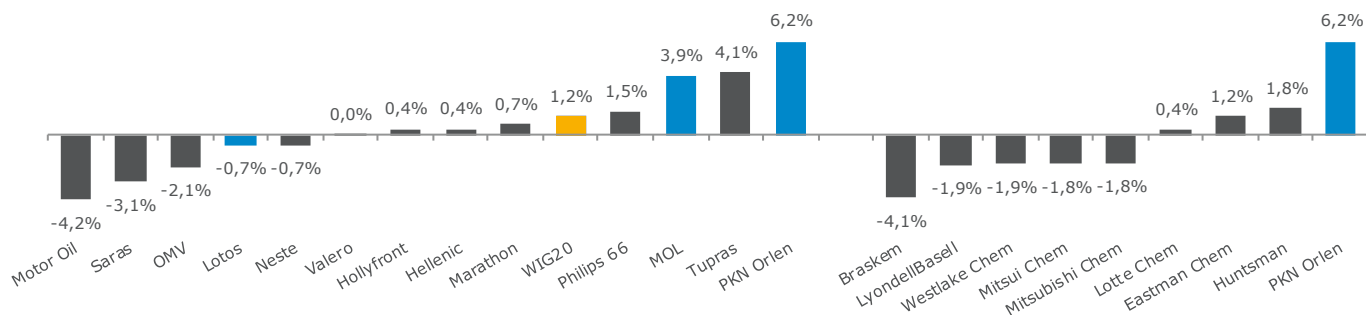
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



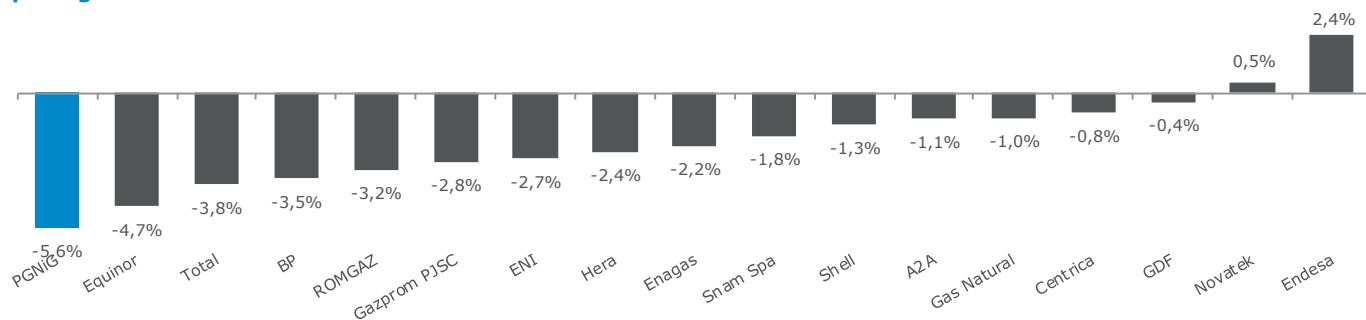
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Tygodniowy performance

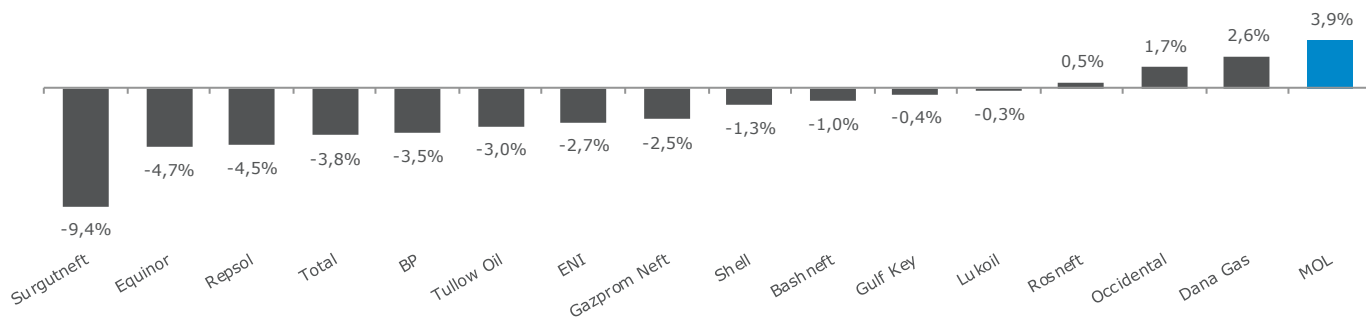
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



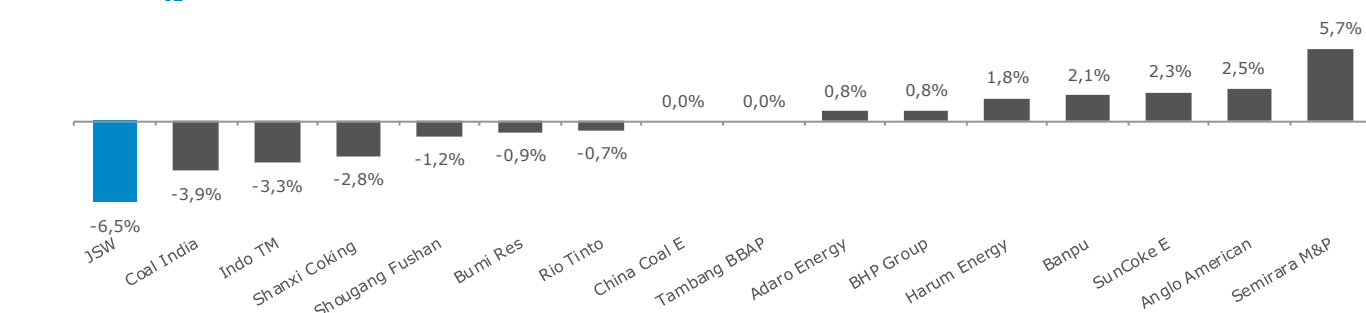
### Spółki gazowe



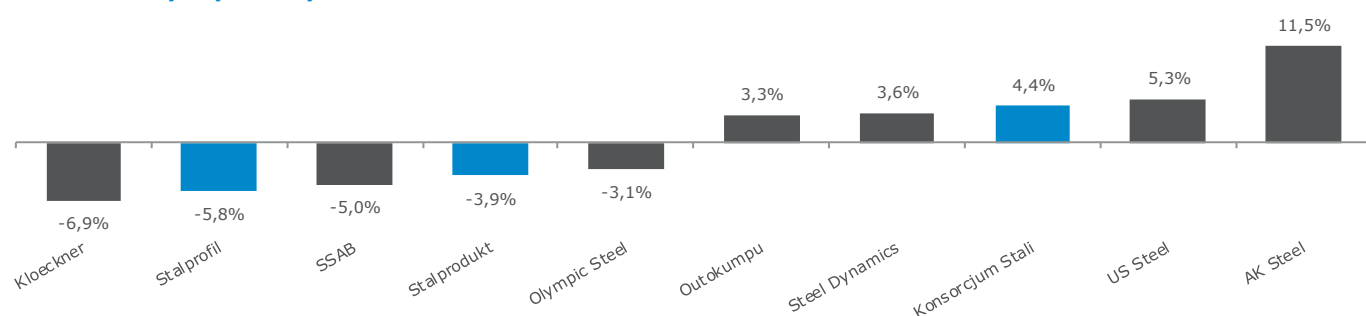
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



### Producenci i dystrybutorzy stali

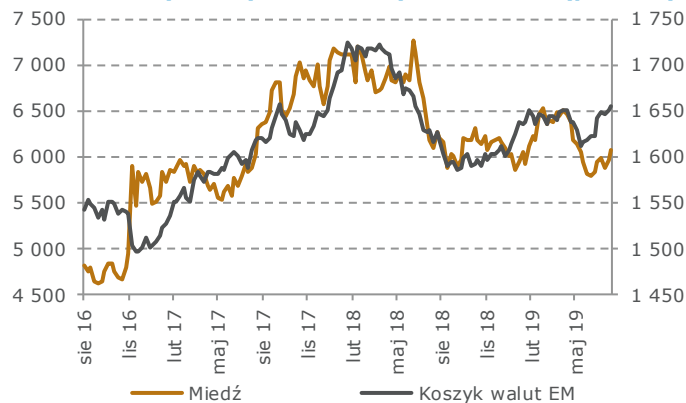


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

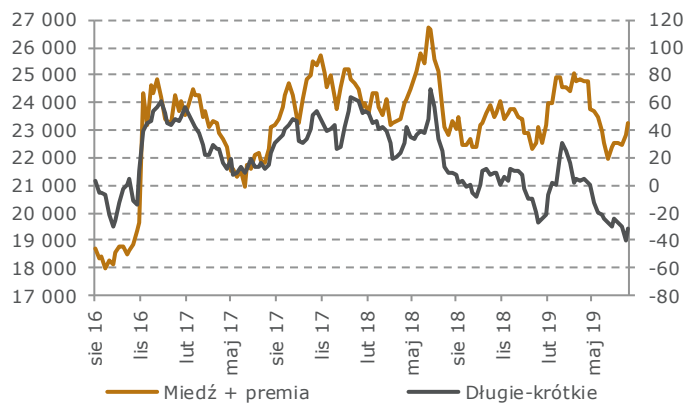


## Surowce (miedź)

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



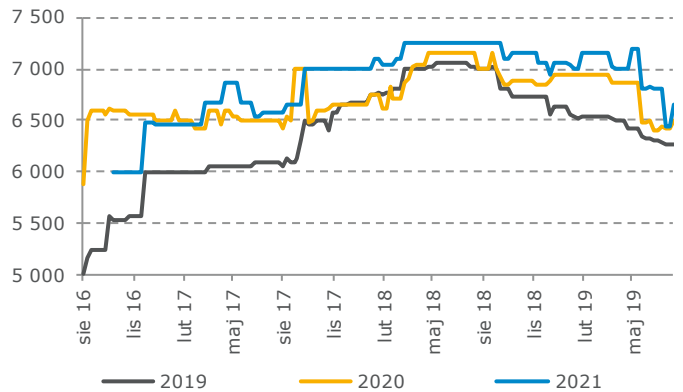
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



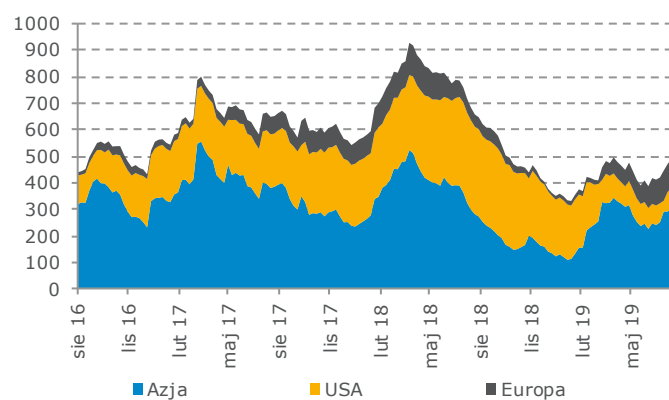
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



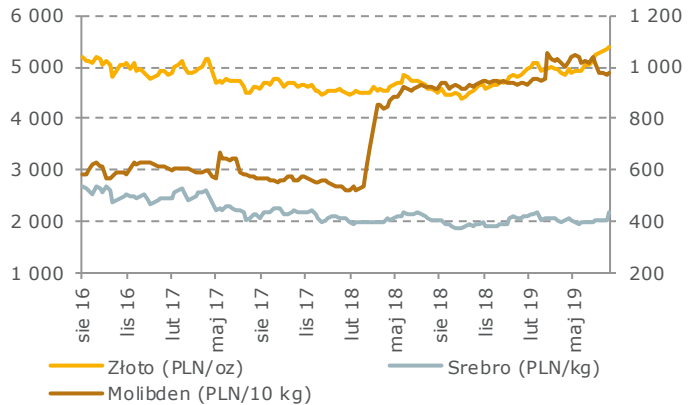
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



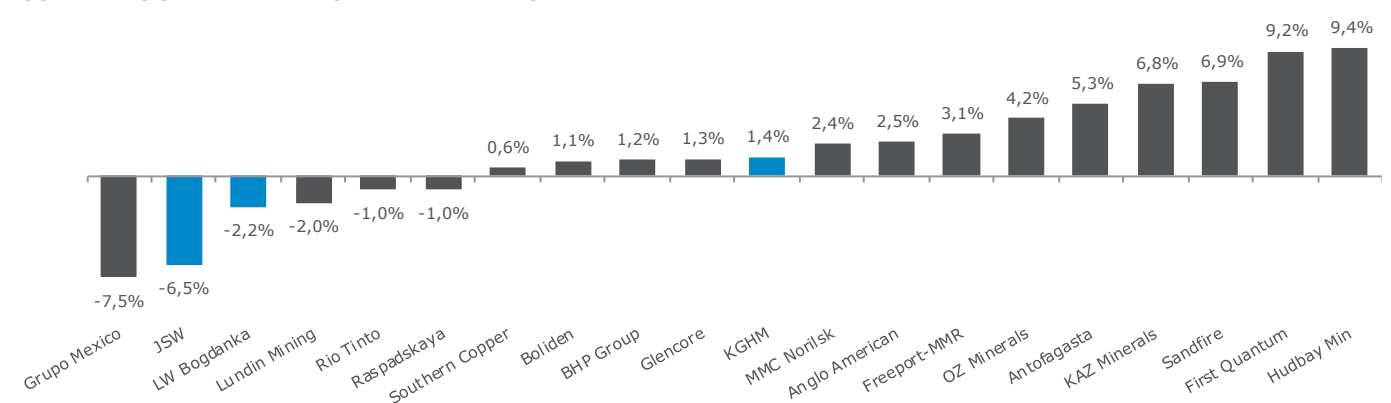
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



## Tygodniowy performance spółek surowcowych

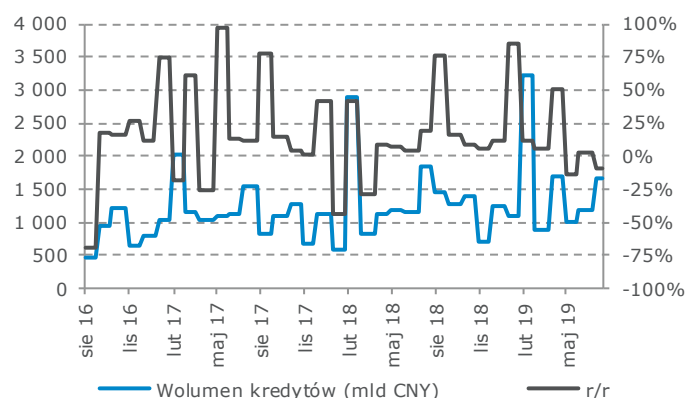


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

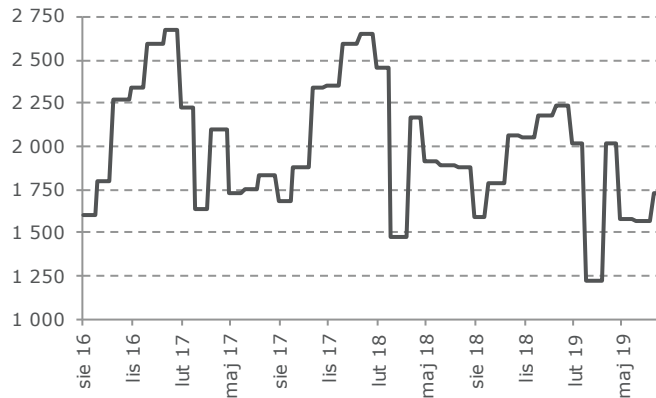


## Surowce (miedź)

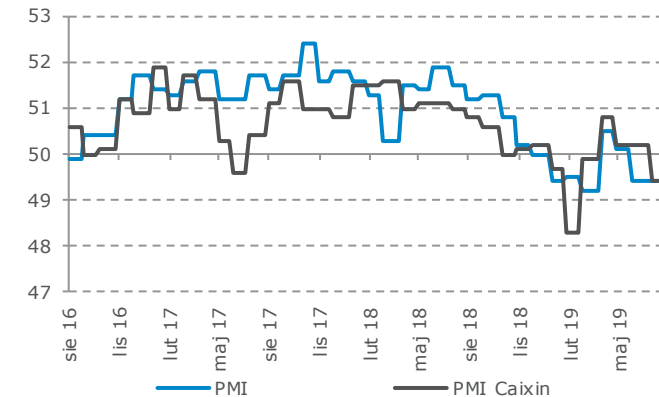
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



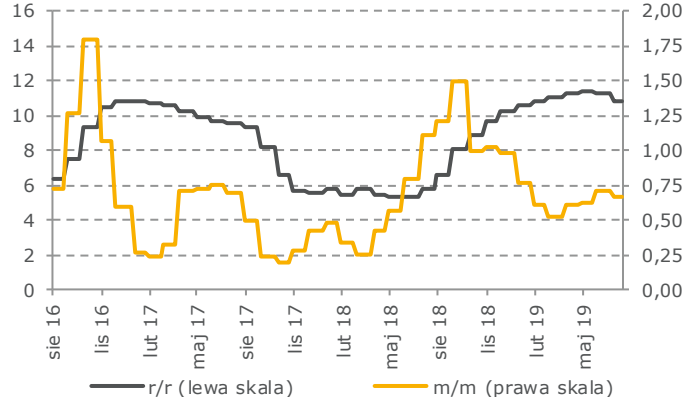
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



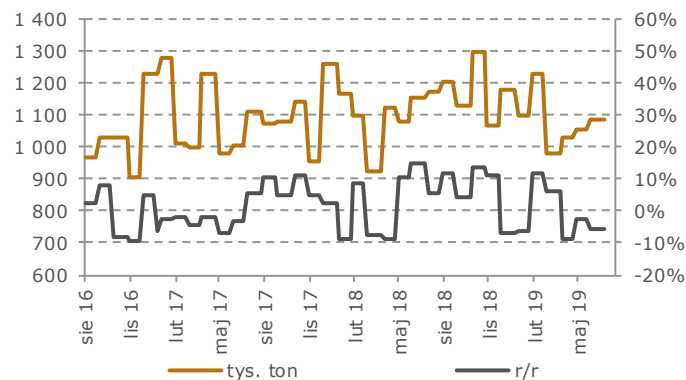
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



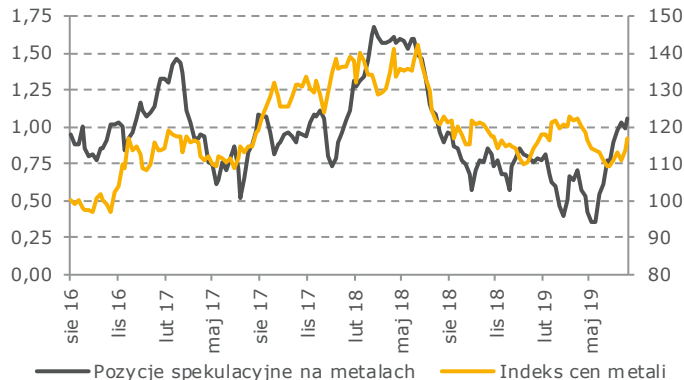
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



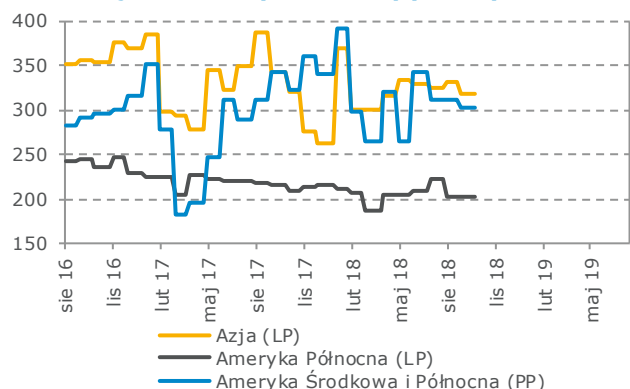
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



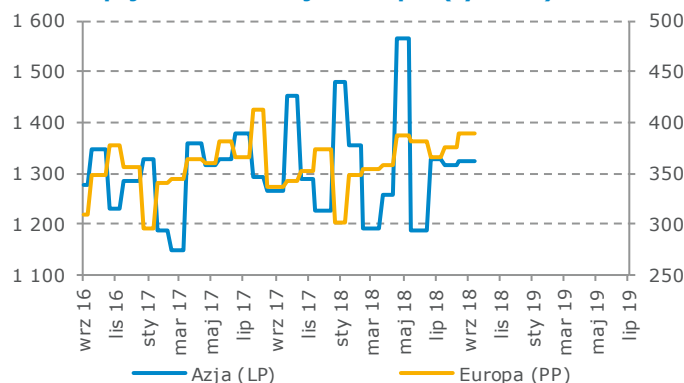
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



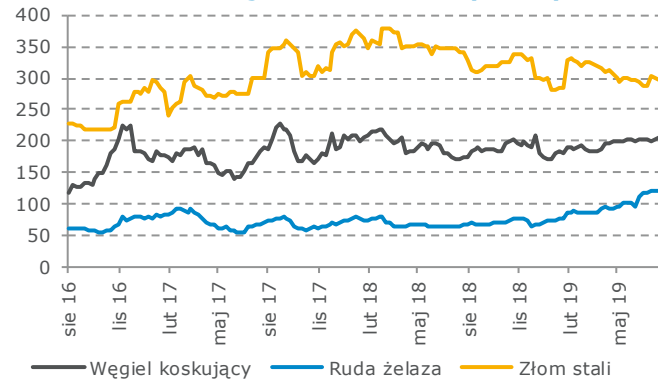
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



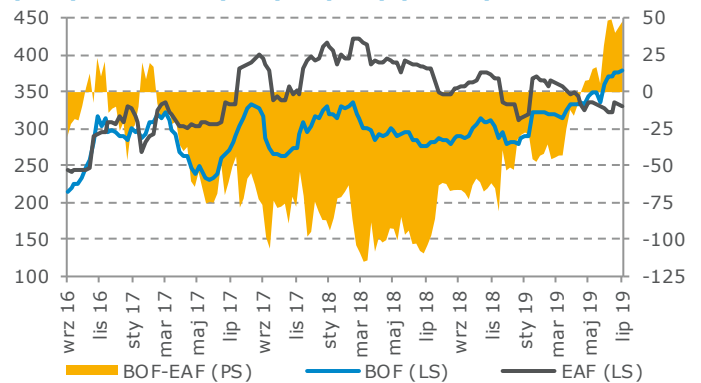
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

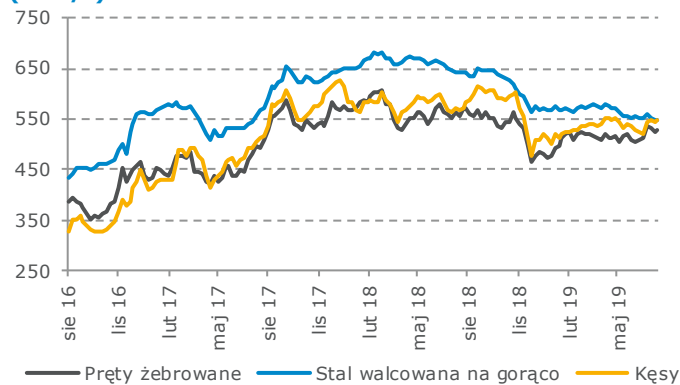
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



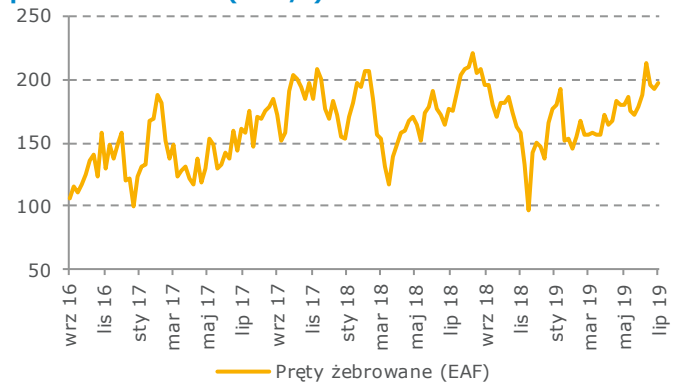
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



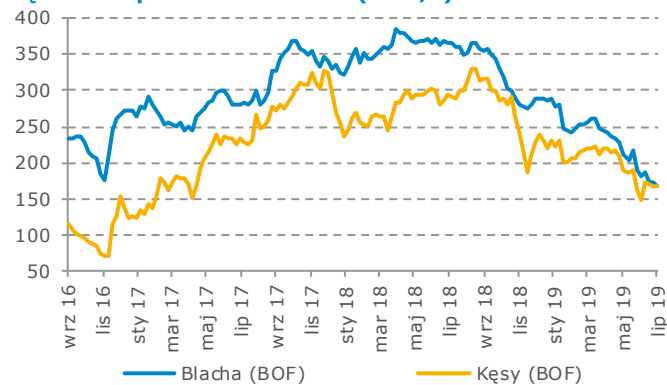
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



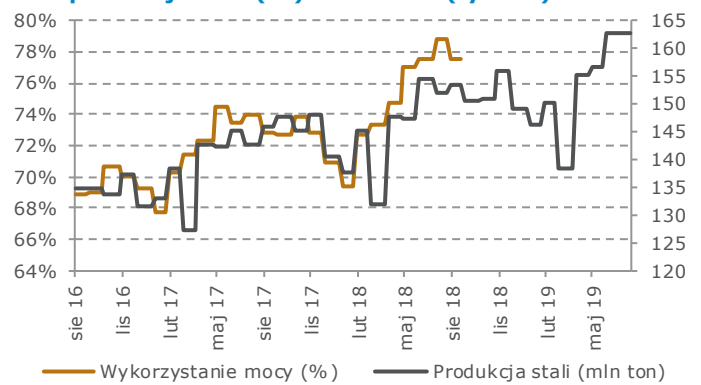
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



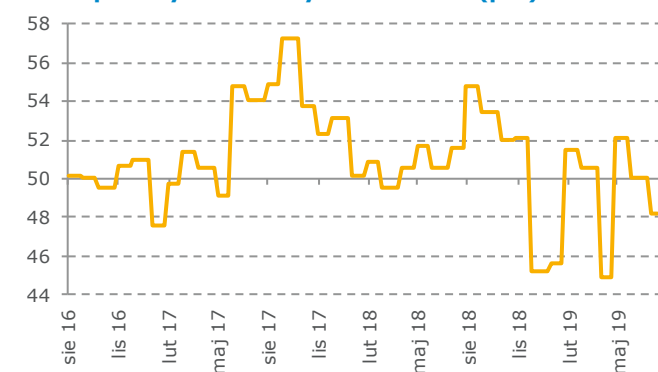
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



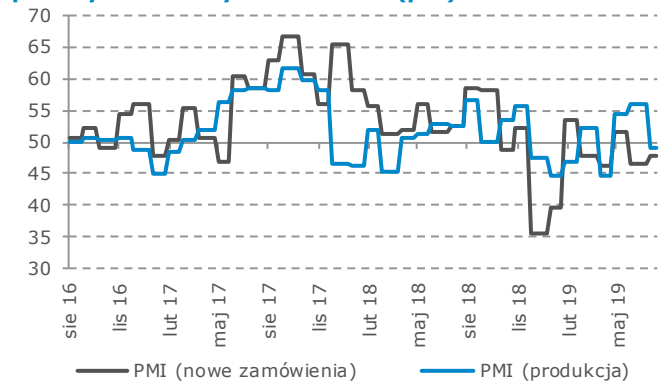
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



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

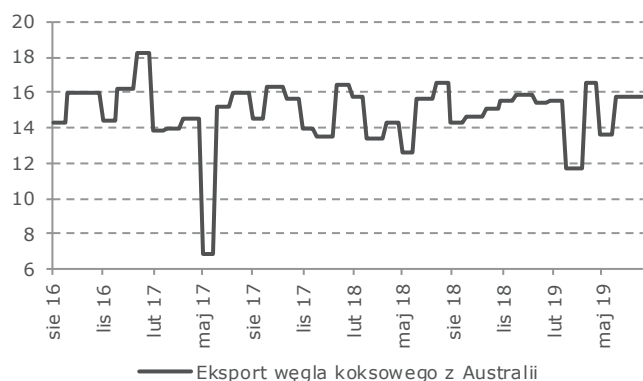


**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**

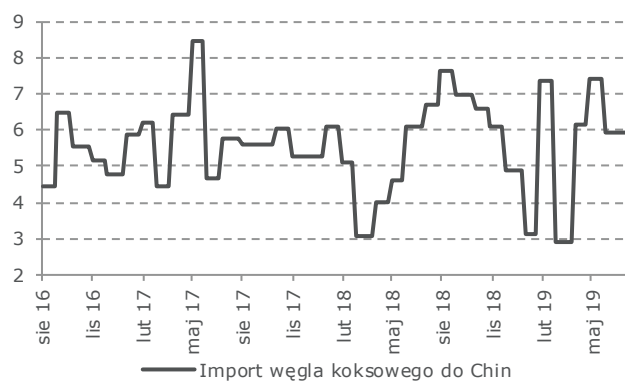


## Surowce (stal)

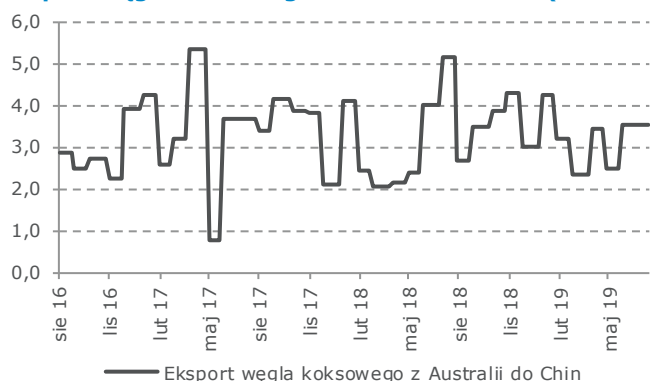
**Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)**



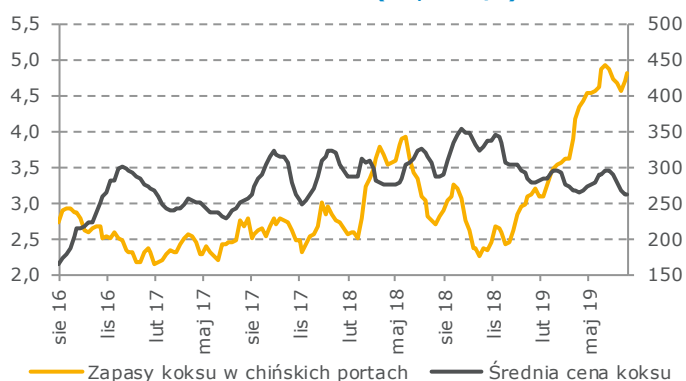
**Import węgla kokсового do Chin (mln ton)**



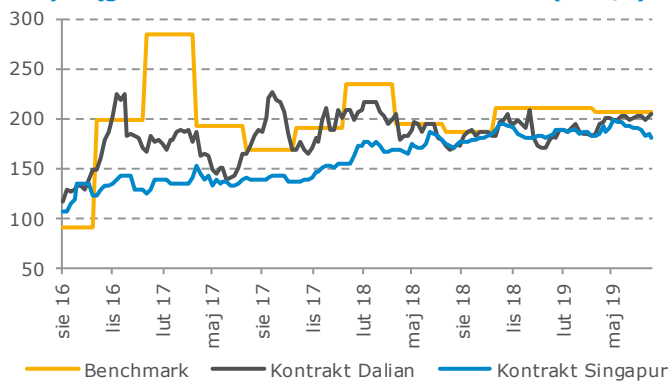
**Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)**



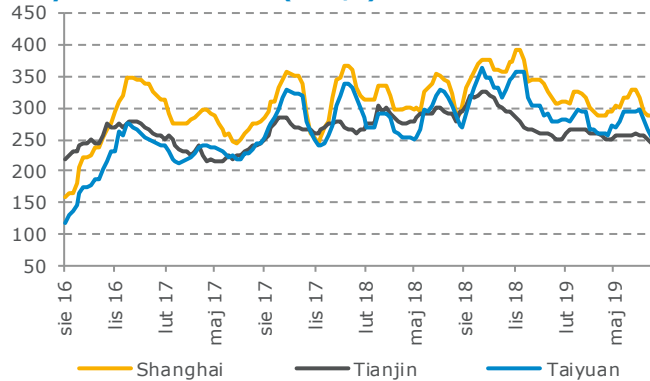
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



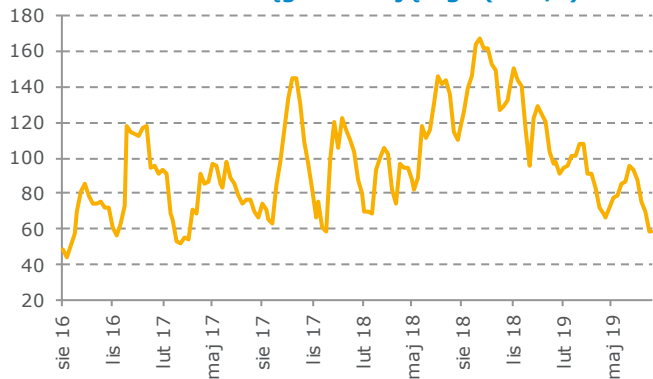
**Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)**



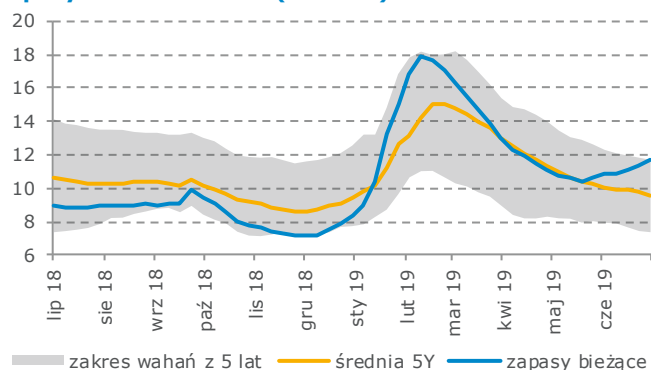
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



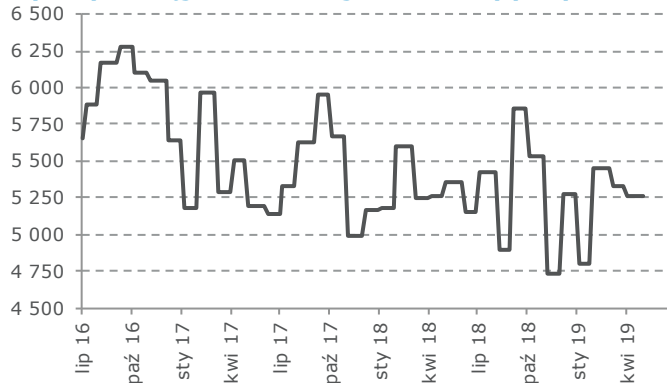
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



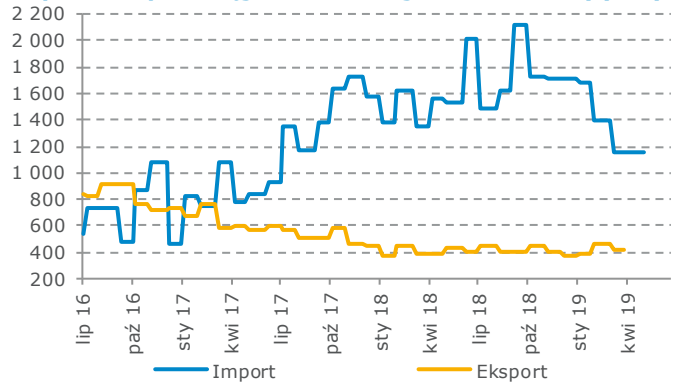
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



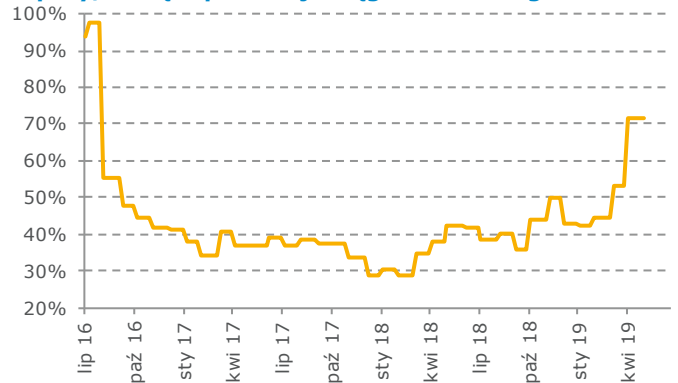
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



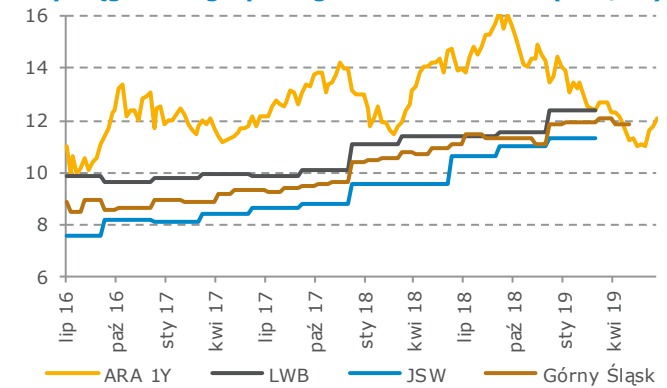
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



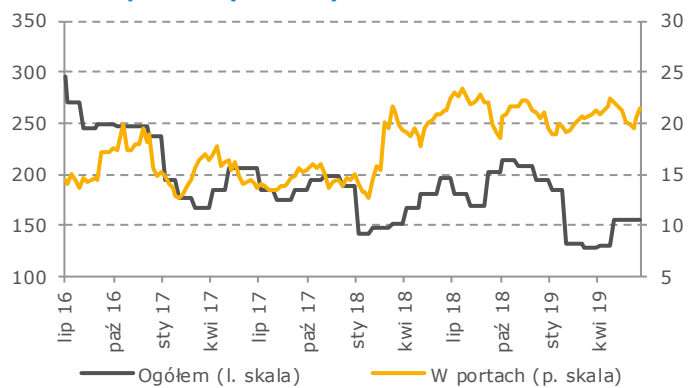
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



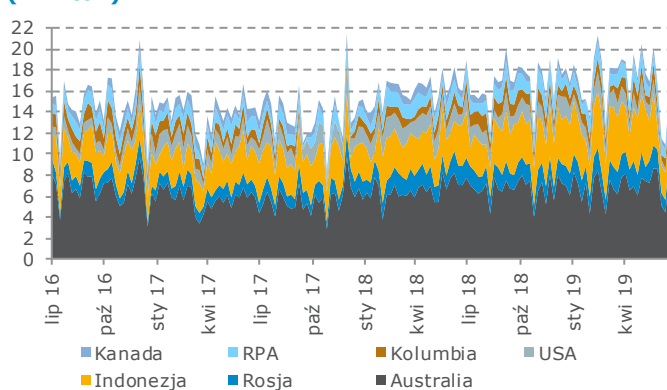
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



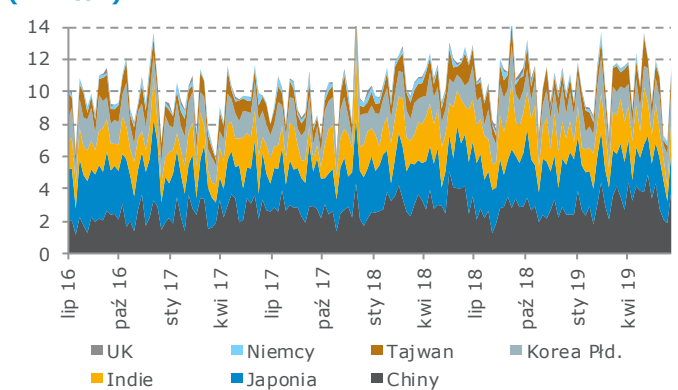
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



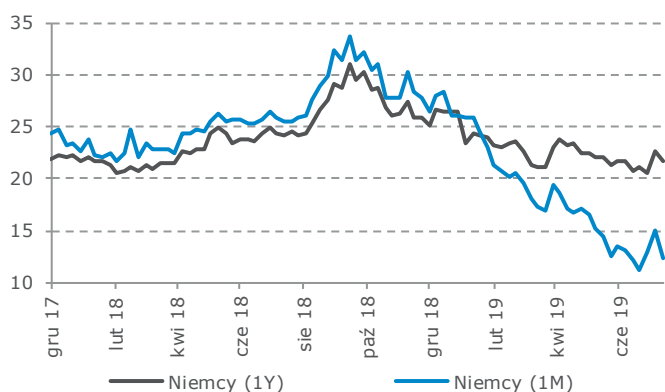
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



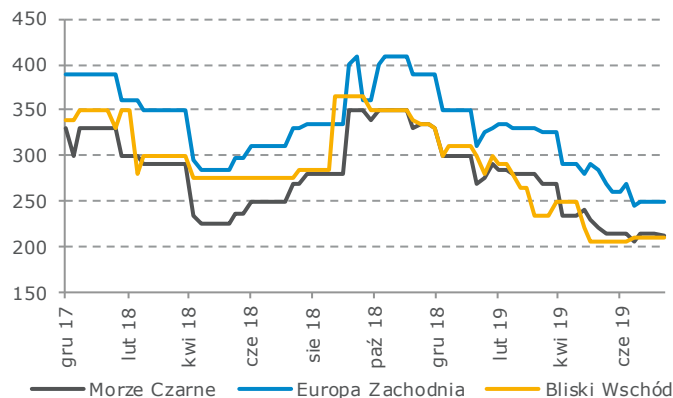
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

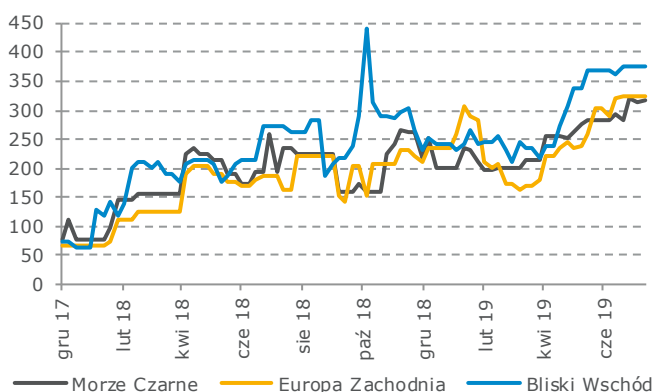
### Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



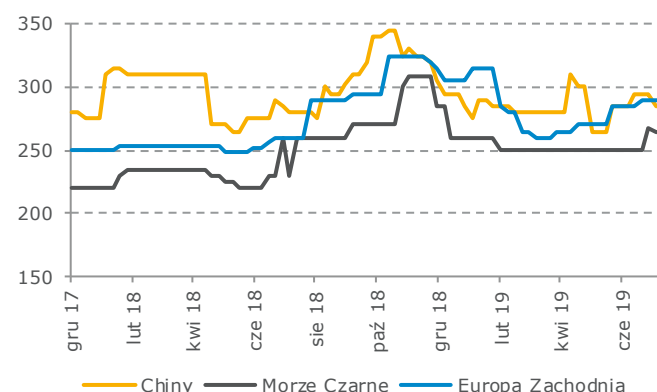
### Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



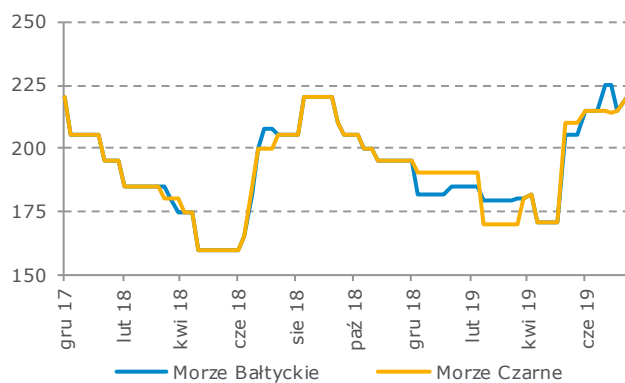
### Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



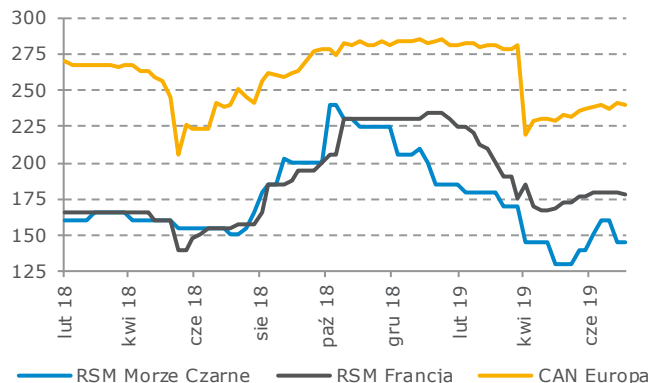
### Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



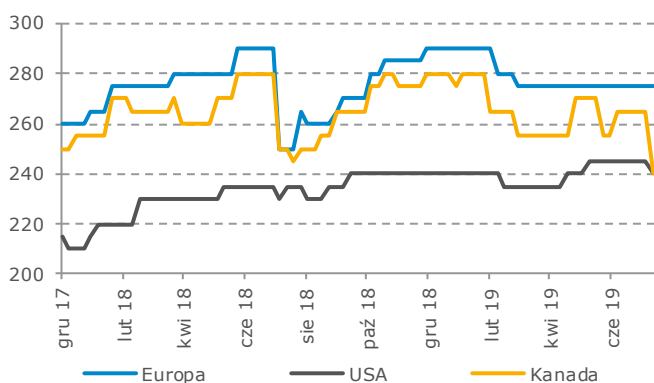
### Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



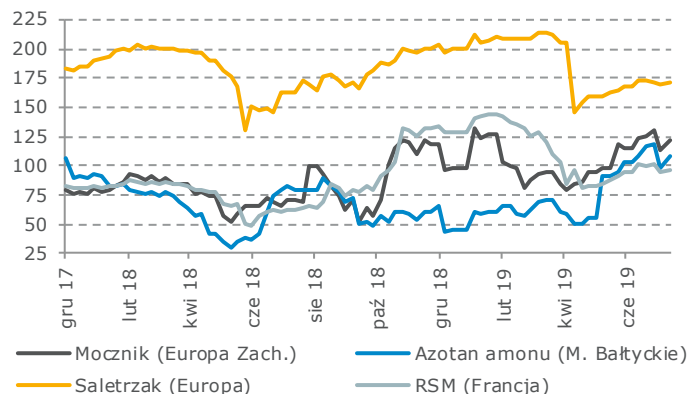
### Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



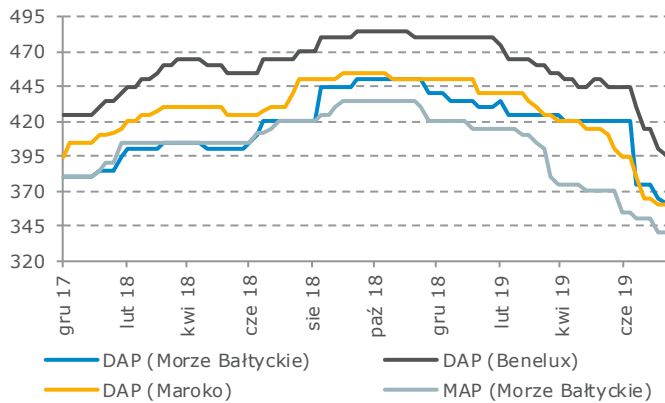
### Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



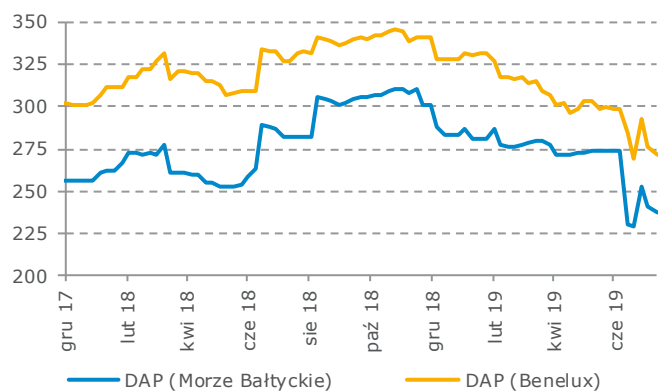
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

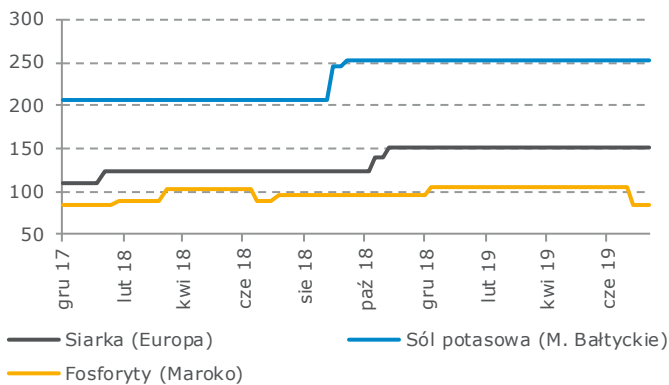
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



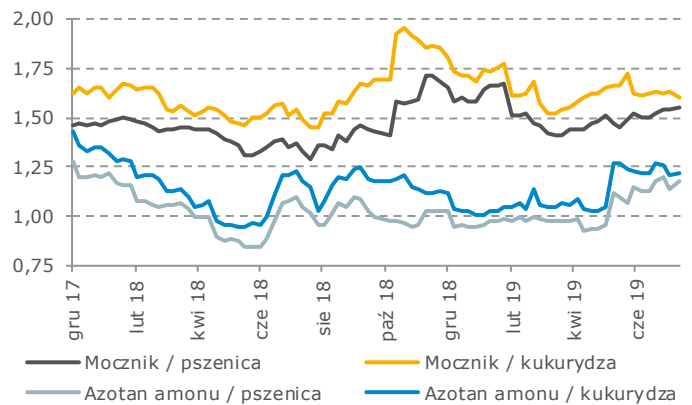
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



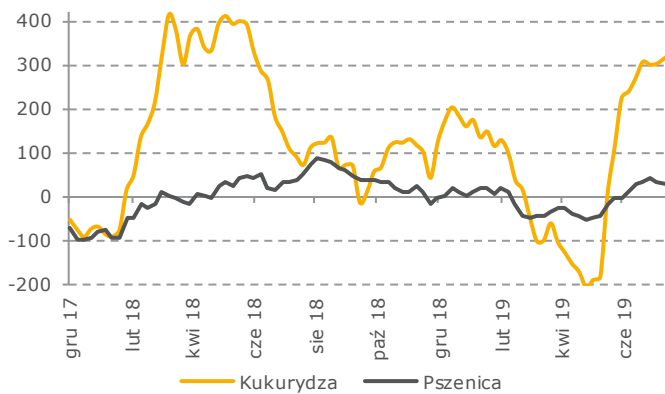
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



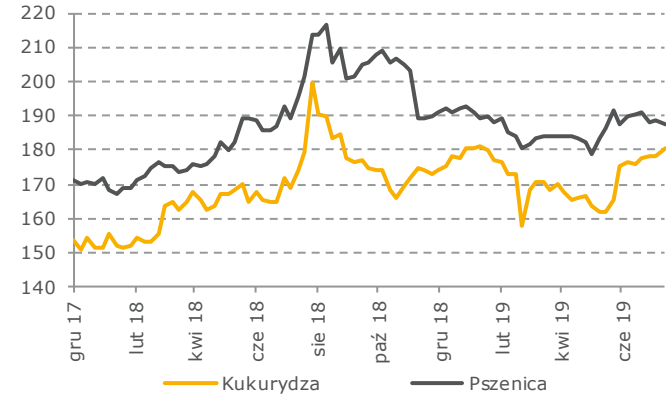
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



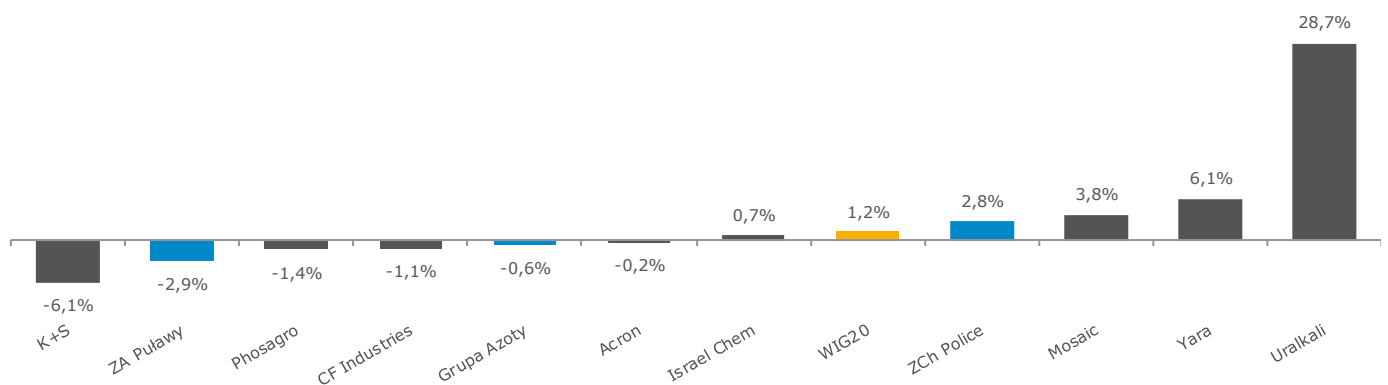
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



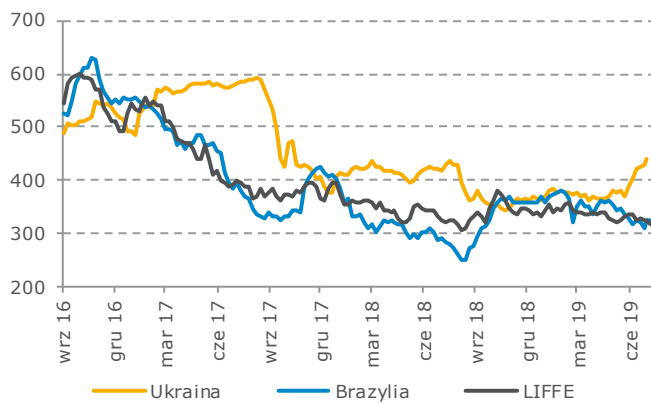
Tygodniowy performance producentów nawozów



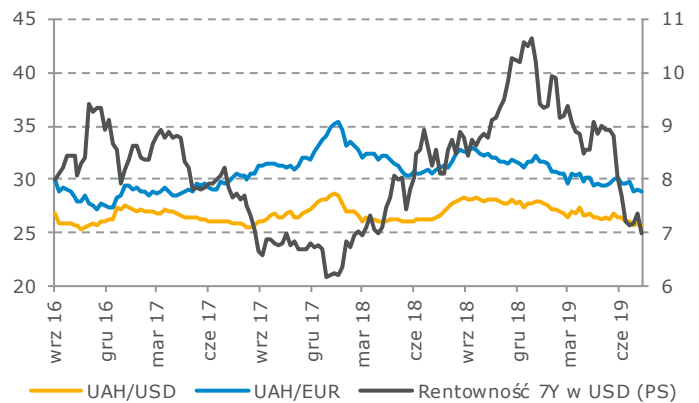
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

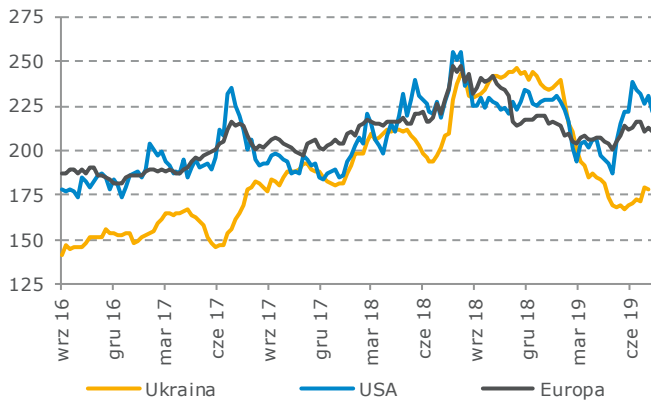
Cena cukru (USD/Mt)



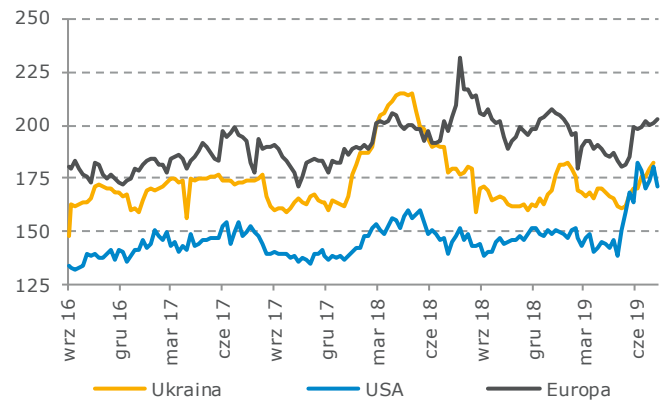
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



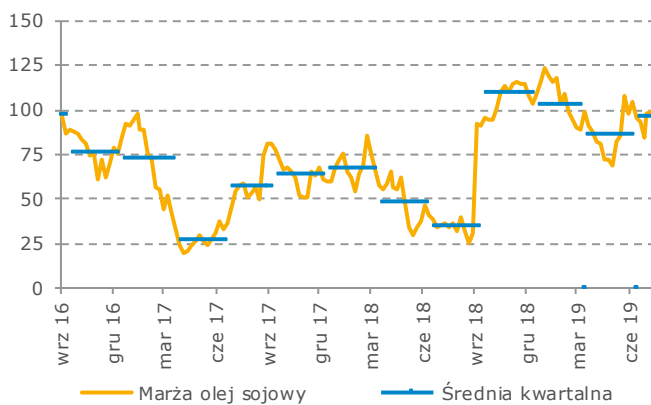
Cena pszenicy (USD/Mt)



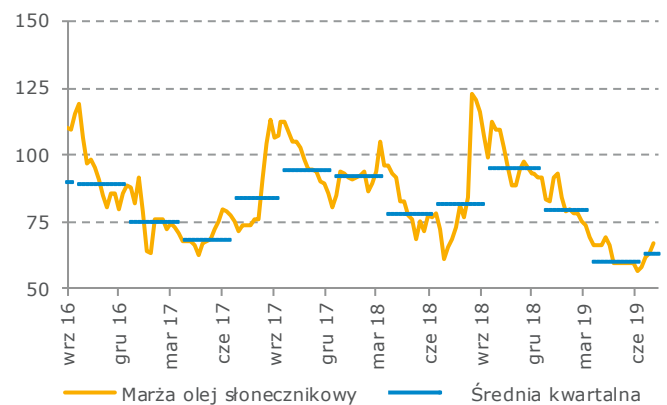
Cena kukurydzy (USD/Mt)



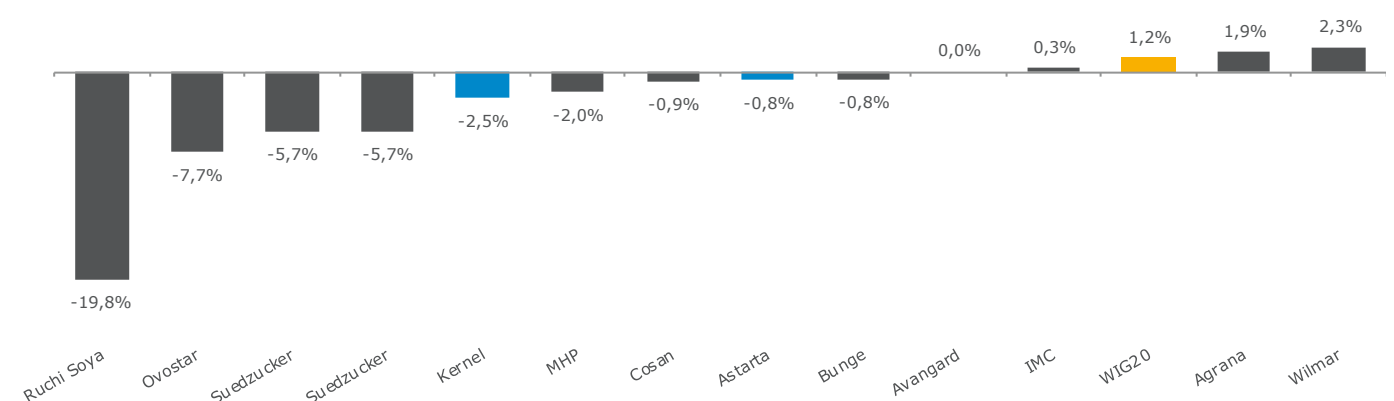
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	533,5	7,6	7,0	6,9	2,2	2,0	1,9	15,9	13,8	13,9	29%	28%	27%	4,5%	5,7%	6,5%
Enea	9,2	3,3	3,1	2,8	0,7	0,6	0,6	3,4	3,2	2,6	20%	19%	22%	0,0%	0,0%	3,2%
Energa	7,6	3,9	4,2	4,5	0,7	0,7	0,8	4,3	4,8	4,7	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,5	3,5	3,6	2,7	0,7	0,6	0,6	5,8	6,5	4,5	21%	18%	22%	0,0%	4,3%	3,8%
Tauron	1,7	4,1	3,7	3,2	0,7	0,6	0,6	2,7	2,5	2,2	17%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,0	2,2	2,0	1,5	0,2	0,3	0,2	10,4	6,4	2,0	10%	13%	16%	-	11,5%	11,5%
EDF	11,0	4,1	3,7	3,6	0,9	0,9	0,9	16,0	12,2	11,0	23%	24%	24%	3,0%	3,9%	4,3%
EDP	3,4	8,9	8,4	8,2	2,2	2,1	2,0	15,4	13,9	13,3	25%	25%	24%	5,7%	5,8%	6,0%
Endesa	23,1	8,3	8,2	8,0	1,5	1,4	1,4	16,1	15,8	15,3	18%	18%	17%	6,2%	6,3%	5,4%
Enel	6,3	7,6	7,3	7,0	1,7	1,7	1,6	13,4	12,3	11,7	22%	23%	23%	5,2%	5,7%	6,0%
EOB	9,4	5,7	4,4	4,2	0,9	0,5	0,4	13,6	13,2	12,6	16%	11%	11%	4,9%	5,3%	5,6%
Fortum	21,2	14,4	13,2	12,3	4,4	4,2	4,1	15,8	14,4	13,0	30%	32%	33%	5,2%	5,2%	5,2%
Iberdola	8,5	9,7	9,0	8,5	2,6	2,4	2,4	16,5	15,3	14,4	27%	27%	28%	4,4%	4,6%	4,9%
National Grid	8,3	12,3	10,4	9,8	3,7	3,5	3,4	18,7	14,3	13,5	30%	34%	35%	5,6%	5,9%	6,0%
Red Electrica	17,5	9,5	9,7	9,8	7,5	7,6	7,5	13,2	14,0	14,3	78%	78%	77%	6,0%	5,9%	5,8%
RWE	24,2	12,8	6,3	5,7	1,5	1,2	1,2	23,7	13,8	10,3	12%	19%	21%	3,3%	3,9%	4,5%
SSE	11,6	9,5	10,2	9,4	0,8	1,3	1,3	8,4	12,8	11,2	9%	13%	14%	8,4%	6,9%	7,1%
Verbund	49,9	16,7	13,6	13,0	6,2	5,7	5,5	31,5	23,8	22,4	37%	42%	42%	1,4%	1,9%	2,2%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>14,5</b>	<b>13,5</b>	<b>12,1</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,3%</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	88,26	7,2	6,1	5,2	0,7	0,6	0,6	14,5	13,4	12,3	9%	10%	12%	3,4%	2,1%	2,2%
MOL	3102,00	5,0	4,2	3,9	0,6	0,6	0,6	15,4	10,0	9,0	13%	14%	15%	4,6%	4,9%	5,2%
PKN Orlen	98,80	6,3	6,4	5,7	0,5	0,4	0,4	11,8	13,2	12,2	7%	7%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	9,16	6,5	5,3	5,6	0,5	0,5	0,5	10,7	7,0	7,2	8%	9%	9%	5,9%	6,2%	6,2%
HollyFrontier	48,20	6,4	6,1	6,5	0,7	0,7	0,7	10,4	8,9	10,1	10%	11%	10%	2,8%	2,9%	2,9%
Marathon Petroleum	55,22	7,6	5,9	5,8	0,6	0,6	0,6	12,4	7,2	7,3	8%	10%	10%	3,9%	4,3%	4,8%
Motor Oil	22,22	5,3	4,8	5,1	0,3	0,3	0,3	8,4	7,5	7,8	6%	7%	7%	6,0%	6,2%	6,7%
Neste Oil	30,50	11,4	10,7	10,1	1,5	1,6	1,5	17,8	16,1	15,3	13%	15%	15%	2,9%	3,2%	3,4%
OMV	43,15	4,0	3,6	3,6	1,0	1,0	1,0	8,7	7,5	7,3	24%	26%	27%	4,3%	5,0%	5,4%
Phillips 66	102,55	8,6	7,2	7,6	0,6	0,5	0,6	13,2	9,9	10,5	7%	7%	7%	3,4%	3,6%	4,0%
Saras	1,45	3,7	2,3	3,2	0,1	0,1	0,1	12,2	4,8	8,2	4%	6%	4%	5,1%	9,4%	6,6%
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	129,10	6,5	4,6	4,3	0,4	0,4	0,3	10,2	5,6	5,1	7%	8%	8%	8,9%	15,2%	16,6%
Valero Energy	84,35	7,6	5,5	6,0	0,4	0,4	0,4	14,4	8,2	8,9	5%	6%	7%	4,3%	4,6%	4,9%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>12,3</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,9%</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	98,80	6,3	6,4	5,7	0,5	0,4	0,4	11,8	13,2	12,2	7%	7%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Axiall	67,47	7,8	6,4	6,2	1,4	1,3	1,3	16,1	11,0	10,2	18%	20%	21%	1,5%	1,6%	1,7%
Braskem	35,29	6,2	5,8	5,1	1,0	1,0	0,9	17,1	11,4	9,0	17%	17%	18%	4,1%	3,1%	4,1%
Eastman Chemical	78,71	7,8	7,5	7,3	1,7	1,7	1,6	9,4	8,5	7,8	22%	22%	22%	3,1%	3,4%	3,7%
Huntsman Corp	20,59	6,1	5,5	5,3	0,9	0,8	0,8	8,0	6,7	6,1	14%	15%	15%	3,2%	3,3%	3,5%
Lotte Chemicals	246 500	4,5	3,9	3,7	0,6	0,6	0,6	7,2	6,0	5,8	13%	15%	15%	4,2%	4,6%	4,7%
LyondellBasell	84,22	6,2	5,6	5,7	1,0	1,0	1,0	8,1	6,9	6,7	17%	18%	17%	5,0%	5,3%	5,6%
Mitsubishi Chemical	741,40	7,4	6,7	6,4	0,9	0,9	0,8	6,2	6,8	6,4	12%	13%	13%	5,4%	5,3%	5,4%
Mitsui Chemicals	2547,00	6,9	6,7	6,3	0,7	0,7	0,6	6,6	7,4	6,9	10%	10%	10%	3,9%	3,9%	4,1%
Westlake Chemical	67,47	7,8	6,4	6,2	1,4	1,3	1,3	16,1	11,0	10,2	18%	20%	21%	1,5%	1,6%	1,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>8,7</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,9%</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	5,43	4,6	3,8	3,5	0,9	0,8	0,7	10,8	8,4	7,7	19%	21%	20%	2,0%	3,7%	4,8%
A2A	1,60	7,2	6,7	6,5	1,3	1,3	1,2	15,2	13,1	13,1	18%	19%	19%	4,9%	5,0%	5,2%
BG Group	25,56	5,6	5,2	5,0	0,9	0,9	0,8	11,8	10,3	9,8	16%	17%	17%	5,9%	5,9%	6,1%
BP	5,23	4,8	4,5	4,5	0,7	0,7	0,7	12,3	10,6	10,1	14%	15%	15%	6,2%	6,4%	6,6%
Centrica	0,88	4,3	4,0	4,1	0,3	0,3	0,3	10,8	8,5	8,3	8%	8%	8%	8,7%	8,2%	7,9%
Enagas	19,27	9,5	9,3	10,0	7,6	7,7	8,1	10,9	10,1	10,9	80%	83%	81%	8,3%	8,5%	8,6%
Endesa	23,14	8,3	8,2	8,0	1,5	1,4	1,4	16,1	15,8	15,3	18%	18%	17%	6,2%	6,3%	5,4%
Engie	13,82	6,1	5,8	5,5	0,9	0,9	0,9	13,3	11,9	10,9	15%	15%	16%	5,6%	6,0%	6,6%
Eni	14,32	3,6	3,4	3,3	0,9	0,9	0,9	11,7	10,2	9,5	24%	26%	28%	6,0%	6,1%	6,3%
Equinor	163,15	2,9	2,5	2,4	1,1	1,0	0,9	10,8	9,4	8,7	37%	38%	40%	5,5%	5,8%	6,1%
Gas Natural SDG	22,64	9,1	8,7	8,5	1,6	1,6	1,5	16,2	15,0	14,1	17%	18%	18%	6,0%	6,3%	6,7%
Gazprom	217,12	3,6	3,6	3,3	1,0	1,0	1,0	3,4	3,6	3,3	28%	28%	29%	7,2%	8,0%	10,5%
Hera	3,46	7,7	7,5	7,3	1,3	1,2	1,2	17,0	17,0	16,8	17%	16%	16%	2,9%	3,2%	3,2%
NovaTek	206,00	12,6	12,2	13,2	4,7	4,5	4,1	9,3	7,5	6,1	37%	36%	31%	3,8%	4,7%	5,4%
ROMGAZ	32,25	4,8	4,3	4,1	2,2	2,1	2,0	9,7	8,6	8,0	46%	47%	48%	8,6%	9,8%	10,9%
Shell	28,45	5,7	5,2	5,0	0,9	0,9	0,9	11,8	10,3	9,8	16%	17%	17%	5,9%	5,9%	6,1%
Snam	4,58	12,4	12,2	11,8	10,1	9,8	9,6	14,6	14,3	13,8	81%	81%	81%	5,3%	5,5%	5,7%
Total	48,20	4,9	4,6	4,5	0,9	0,9	0,8	10,5	9,2	8,9	18%	19%	19%	5,4%	5,6%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>11,8</b>	<b>10,3</b>	<b>9,8</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,1%</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	3102,00	5,0	4,4	4,5	0,7	0,7	0,6	8,6	7,0	7,2	14%	15%	14%	4,2%	4,3%	4,8%
Bashneft	1864,50	1,9	1,8	1,7	0,5	0,5	0,4	2,9	2,8	2,4	24%	26%	25%	15,2%	11,8%	12,7%
BP	5,23	4,8	4,5	4,5	0,7	0,7	0,7	12,3	10,6	10,1	14%	15%	15%	6,2%	6,4%	6,6%
Dana Gas	0,99	8,2	8,0	5,9	4,8	4,7	3,8	30,0	21,5	12,9	58%	58%	64%	5,8%	5,8%	6,3%
Eni	14,32	3,6	3,4	3,3	0,9	0,9	0,9	11,7	10,2	9,5	24%	26%	28%	6,0%	6,1%	6,3%
Equinor	163,15	2,9	2,5	2,4	1,1	1,0	0,9	10,8	9,4	8,7	37%	38%	40%	5,5%	5,8%	6,1%
Gazprom Neft	402,60	4,1	4,2	3,9	1,0	1,0	1,0	4,6	4,9	4,7	25%	24%	25%	8,1%	8,5%	8,9%
Gulf Keystone	2,26	3,3	2,0	1,6	1,9	1,3	1,1	11,2	5,6	4,1	59%	67%	67%	7,8%	5,7%	7,4%
Lukoil	5165,50	3,5	3,5	3,4	0,5	0,5	0,5	5,9	5,7	5,6	15%	16%	16%	5,1%	5,4%	5,9%
Occidental Petroleum	52,51	5,7	4,6	4,8	2,8	2,1	2,3	14,6	14,9	14,8	49%	46%	47%	5,9%	6,1%	6,2%
Repsol	13,30	4,4	3,9	3,9	0,7	0,6	0,6	8,2	6,9	7,1	15%	16%	16%	7,3%	7,6%	7,7%
Rosneft Oil	420,45	4,0	3,8	3,5	1,0	0,9	0,9	6,5	5,2	4,9	24%	25%	25%	6,8%	8,9%	10,1%
Shell	28,45	5,7	5,2	5,0	0,9	0,9	0,9	11,8	10,3	9,8	16%	17%	17%	5,9%	5,9%	6,1%
Surgutneftegas	31,20	-	-	-	-	-	-	3,9	3,4	3,4	-	-	-	12,6%	8,6%	8,1%
Total	48,20	4,9	4,6	4,5	0,9	0,9	0,8	10,5	9,2	8,9	18%	19%	19%	5,4%	5,6%	5,8%
Tullow Oil	2,03	4,7	4,7	4,7	3,5	3,4	3,4	11,2	10,1	10,3	75%	72%	73%	3,0%	3,0%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>10,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,3%</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	42,34	1,1	1,9	2,4	0,2	0,3	0,4	4,7	12,5	29,2	23%	17%	15%	4,0%	4,2%	4,0%
KGHM	96,64	4,6	4,5	4,0	1,1	1,0	0,9	10,4	10,0	9,7	23%	22%	23%	0,0%	1,6%	3,3%
LW Bogdanka*	37,00	1,6	1,6	1,7	0,5	0,5	0,5	5,3	6,0	6,6	34%	33%	31%	3,9%	6,0%	5,8%
Anglo American	22,40	4,3	4,6	5,0	1,6	1,6	1,6	9,3	10,0	11,0	36%	34%	32%	4,5%	4,4%	4,3%
Antofagasta	9,46	5,8	5,4	5,0	2,8	2,8	2,7	18,8	18,2	16,0	49%	52%	54%	2,8%	2,8%	3,2%
BHP Group	20,31	6,6	5,8	6,5	3,5	3,3	3,5	13,5	10,9	12,9	53%	56%	53%	8,5%	6,6%	5,6%
Freeport-McMoRan	11,49	11,2	7,4	4,8	2,2	2,1	1,8	70,9	15,9	7,5	20%	28%	37%	1,7%	2,7%	3,0%
Glencore	2,72	5,9	5,2	5,0	0,4	0,4	0,3	12,5	9,7	8,6	6%	7%	7%	5,7%	5,9%	6,5%
Grupo Mexico	43,55	5,0	4,6	4,2	2,3	2,2	2,0	9,3	8,3	8,0	46%	47%	48%	5,8%	6,3%	7,8%
Kazakhmys	5,81	4,7	4,5	4,3	2,5	2,3	2,3	7,0	6,4	6,0	53%	53%	52%	1,3%	1,4%	1,7%
Rio Tinto	48,18	4,9	5,3	5,9	2,5	2,6	2,7	8,8	9,8	11,8	51%	49%	46%	7,1%	6,5%	5,2%
Southern CC	37,63	9,5	8,7	8,5	4,8	4,4	4,2	17,3	15,3	15,1	50%	51%	50%	3,7%	4,0%	3,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>41%</b>	<b>41%</b>	<b>42%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	330,00	8,9	8,5	8,4	1,4	1,3	1,3	12,8	12,1	11,7	16%	15%	15%	7,3%	6,3%	7,0%
Alcoa	22,98	4,1	3,8	3,6	0,7	0,6	0,6	-	14,6	12,4	16%	17%	17%	-	0,1%	0,2%
Constellium	10,40	6,3	5,6	5,2	0,6	0,6	0,5	10,6	7,4	6,0	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	96,31	8,2	7,7	7,5	1,1	1,1	1,1	13,6	12,5	11,3	14%	14%	14%	2,5%	2,5%	2,6%
Norsk Hydro	30,66	6,5	4,5	4,2	0,5	0,5	0,5	25,5	11,2	9,5	8%	11%	11%	4,1%	4,6%	5,1%
Rusal	3,42	10,0	8,4	7,6	1,4	1,4	1,3	5,0	4,2	3,9	14%	16%	17%	2,2%	4,9%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>12,8</b>	<b>11,7</b>	<b>10,4</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,1%</b>

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

**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	44,24	4,9	7,7	8,8	0,6	0,7	0,8	7,9	20,1	20,2	13%	9%	9%	0,0%	0,0%	1,5%
ZA Police*	14,50	4,2	3,8	3,8	1,0	0,9	0,9	1,3	1,2	1,2	23%	24%	24%	57,3%	62,1%	69,0%
Acron	4650,00	8,0	7,4	7,2	2,6	2,4	2,3	9,5	8,9	8,5	33%	33%	32%	6,9%	7,0%	7,6%
CF Industries	47,34	10,6	9,3	8,9	3,8	3,6	3,5	24,6	17,9	15,2	35%	38%	40%	2,5%	2,6%	2,6%
Israel Chemicals	18,29	7,8	7,4	7,3	1,7	1,6	1,5	13,1	12,1	11,6	21%	21%	21%	3,1%	4,1%	4,2%
K+S	15,05	7,6	6,7	6,2	1,4	1,4	1,4	12,8	9,8	8,4	19%	21%	22%	2,8%	4,0%	4,6%
Phosagro	2374,00	5,8	5,4	5,1	1,8	1,7	1,7	9,8	9,9	8,8	31%	32%	32%	5,5%	5,1%	6,0%
The Mosaic Company	24,25	7,1	6,1	5,8	1,4	1,4	1,4	15,1	10,5	9,0	20%	23%	23%	0,8%	0,9%	1,2%
Yara International	414,90	8,1	7,0	6,6	1,3	1,2	1,2	14,7	11,9	11,0	16%	17%	18%	2,8%	4,3%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>12,8</b>	<b>10,5</b>	<b>9,0</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,6%</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*	23,70	6,1	5,2	4,0	1,1	1,0	0,8	-	12,7	12,7	18%	19%	21%	-	-	-
Kemel	50,00	5,8	5,0	4,2	0,6	0,4	0,4	5,8	5,7	4,7	10%	9%	9%	1,8%	7,2%	9,2%
Agrana Beteiligungs	17,54	10,7	8,6	7,1	0,7	0,6	0,6	42,8	19,9	12,9	6%	7%	9%	5,7%	6,0%	6,1%
Bunge Limited	56,34	10,0	9,1	8,6	0,3	0,3	0,3	20,0	14,5	12,6	3%	4%	4%	3,6%	3,9%	4,3%
Cosan	50,10	5,2	4,7	4,5	0,4	0,4	0,4	13,1	11,1	10,6	8%	9%	9%	2,0%	4,5%	3,9%
MHP	10,00	5,3	4,9	4,4	1,4	1,3	1,4	5,9	4,4	4,1	26%	26%	31%	7,5%	7,5%	7,5%
Nisshin Oillio	3060,00	7,4	7,7	7,3	0,4	0,4	0,4	11,5	14,1	13,2	6%	6%	6%	2,6%	2,6%	2,6%
Suedzucker	13,51	-	11,8	6,9	0,7	0,7	0,7	-	-	14,0	-	6%	10%	1,5%	1,5%	2,2%
Wilmar Int.	3,92	14,3	13,3	12,7	0,8	0,7	0,7	14,3	13,1	12,3	6%	6%	6%	2,9%	3,0%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>13,1</b>	<b>12,9</b>	<b>12,6</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>2,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,1%</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.

Investowanie 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 udostępnia 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, gaming

**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)