

wtorek, 11 lutego 2020 | 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 zatrzymały się póki co powyżej 40 EUR/MWh, mimo lekkiej korekty notowań uprawnień CO<sub>2</sub>. Ceny węgla w portach ARA pozostają póki co stabilne, ale presja ze strony gazu jest coraz większa. W kontraktach rocznych na TGE ceny spadły poniżej 240 PLN/MWh, co negatywnie wpłynęło na marżę modelowe i zapewne było pochodną niższych odczytów spotowych w związku z wysoką wietrznością. Indeksy spółek energetycznych w USA i w Europie utrzymują się na szczytach bądź wyznaczają nowe maksima. W Polsce testujemy nowe dołki za sprawą kolejnych wypowiedzi ministra Sasina.

#### Rynek paliwowy

Spadek cen ropy był w ostatnim tygodniu ważnym wsparciem dla marży rafineryjnej, która odbiła powyżej 5 USD/Bbl. Poprawiły się cracki na praktycznie wszystkich produktach, w szczególności na HSFO i dieslu. Nie bez znaczenia dla europejskich rafinerii był mocny spadek spreadu Brent/WTI poniżej 4 USD/Bbl. Dyferencjał Ural/Brent utrzymał się w okolicach 1,5 USD/Bbl. Dobry tydzień za sprawą taniejącej nafty zaliczyła petrochemia, gdzie odnotowaliśmy odbicie marż na większości produktów. Nadal słabo wygląda rynek gazu (1M FWD 9,2 EUR/MWh) przy napełnieniu magazynów w UE na 68% (w 2018/19 43%/48%).

#### Rynek metali

Inwestorzy na światowych rynkach otwierają pozycje krótkie na miedzi i obstawiają spadki cen metalu. Obecnie saldo otwartych pozycji spekulacyjnych wynosi -34 tys. sztuk vs. -14 tys. sztuk tydzień wcześniej (patrz strona 9). Wszystko przez czasowe wyłączenia hut w Chinach, które odpowiadają za 50% popytu na miedź. W efekcie spada popyt na koncentrat. Negatywnie dla KGHM. Warto zwrócić również uwagę na rosnące monitorowane zapasy miedzi na giełdach (patrz strona 10).

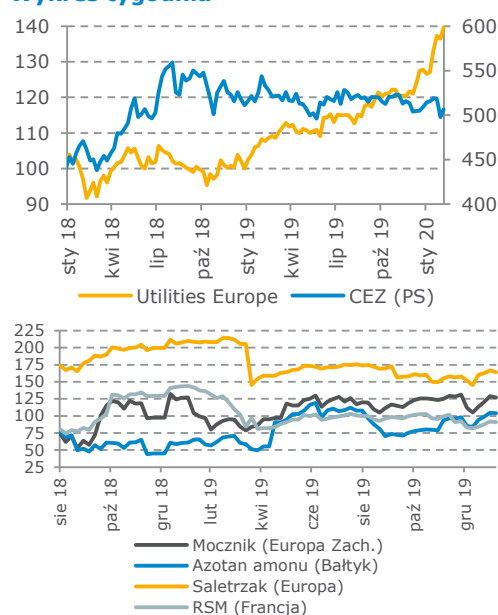
#### Rynek agro

Ceny cukru na Ukrainie odbijają wraz z cenami na świecie. Scenariusz taki jest korzystny dla Astarty (patrz strona 17).

#### Rynek węgla koksowego

Ceny stali zanurkowały w poprzednim tygodniu w obawie o rozprzestrzenianie się koronawirusa w Chinach i spadku aktywności gospodarczej w tym kraju. Przyczyną spadku cen są również rosnące zapasy (patrz strona 12). Te ostatnie wzrosły do poziomu 15 mln ton (vs. średnia 5-cio letnia w tym m okresie 11,2 mln t). Negatywnie dla Cognor, JSW.

#### Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

#### CEZ odklejony od grupy porównawczej

Akcje CEZ w ostatnich miesiącach praktycznie ignorują hossę, z jaką mamy do czynienia na europejskim indeksie utilities. Na pewno obciążeniem jest generujący ryzyko projekt atomowy. Niemniej jednak, perspektywa poprawy wyników, wysoki DYield (6,8%), ścieżka dekarbonizacji oraz zapowiedziana ekspansja OZE na bazie środków z funduszu modernizacyjnego stanowią poważne argumenty za domykaniem luki do peers'ów.

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

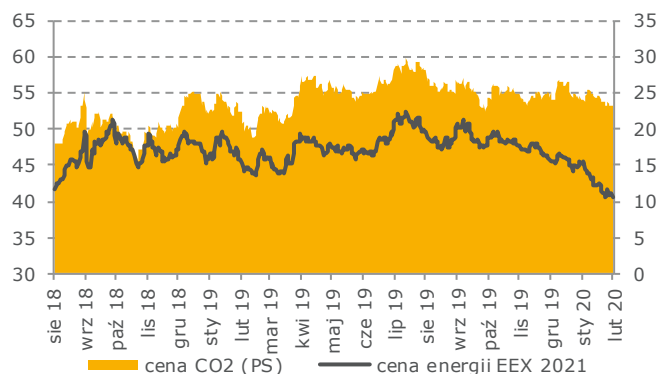
Marże na produkcji nawozów saletranych w Europie wyraźnie rosną w ślad za spadającymi cenami gazu ziemnego. Optymizmu w branży dodają piątkowe wyniki globalnego lidera koncernu Yara. Zarząd norweskiej spółki oczekuje spadku cen gazu w IH'20 oraz odbicia popytu na nawozy wraz ze wzrostem cen produktów rolnych. Taki scenariusz będzie sprzyjał również Grupie Azoty.

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

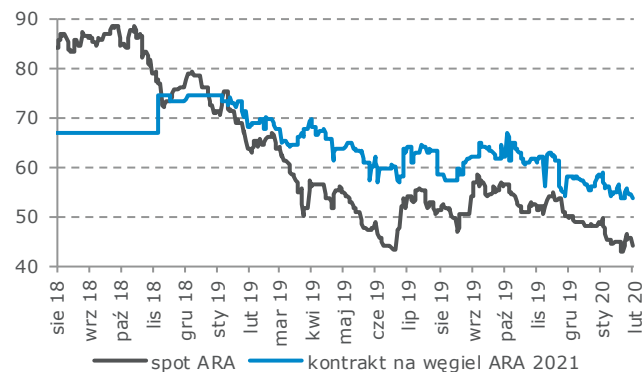
| Spółka         | 1W    | YTD  |
|----------------|-------|------|
| JSW            | -7,7% | -15% |
| ZA Puławy      | -4,8% | -2%  |
| Enea           | -4,7% | -13% |
| PCC Rokita     | -4,5% | -1%  |
| PGE            | -4,4% | -19% |
| Orzeł Biały    | -3,2% | -2%  |
| LW Bogdanka    | -3,0% | -17% |
| OMV            | -2,4% | -14% |
| Tauron         | -1,9% | -11% |
| Astarta        | -1,5% | +1%  |
| Ciech          | -1,5% | -1%  |
| Lotos          | -1,0% | -12% |
| ZCh Police     | -1,0% | -4%  |
| PGNiG          | -0,8% | -18% |
| Tupras         | -0,8% | -12% |
| PKN Orlen      | -0,6% | -15% |
| KGHM           | -0,5% | -4%  |
| IMC            | -0,4% | +2%  |
| CEZ            | -0,3% | -1%  |
| ZE PAK         | +0,0% | -4%  |
| Alumetal       | +0,4% | +11% |
| Boryszew       | +1,3% | +5%  |
| Energa         | +2,3% | +3%  |
| MOL            | +2,5% | -10% |
| Tarczyński     | +2,7% | -4%  |
| Kernel         | +3,4% | +7%  |
| Kęty           | +4,8% | +11% |
| Kruszwica      | +5,2% | +16% |
| Grupa Azoty    | +8,8% | -6%  |
| Indeksy WIG    | 1W    | YTD  |
| WIG            | +1,2% | -1%  |
| Chemia         | +3,1% | -4%  |
| Energia        | -2,4% | -12% |
| Paliwa         | -0,7% | -15% |
| Spożywczy      | +2,5% | +8%  |
| Surowce        | -1,1% | -5%  |
| Ukraina        | +2,5% | +8%  |
| Indeksy sektor | 1W    | YTD  |
| Górnictwo      | +1,3% | -7%  |
| Oil & Gas E&P  | +0,7% | -12% |
| Refining EU    | +0,6% | -8%  |
| Refining US    | +3,8% | -13% |
| Agri & Food    | +2,0% | +4%  |
| Kauczuki       | +1,9% | -8%  |
| Nawozy         | +4,5% | -4%  |
| Chemicals EU   | +1,8% | -2%  |
| Industrials EU | +2,7% | +3%  |
| Petchem World  | +2,6% | -8%  |
| Utilities EU   | +2,3% | +12% |
| Utilities US   | -0,5% | +6%  |

## Energetyka

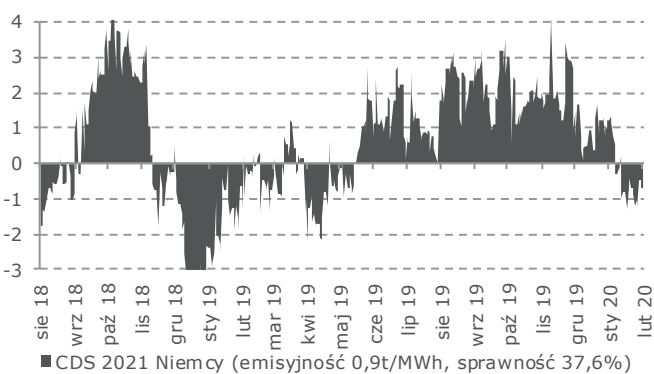
**Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)**



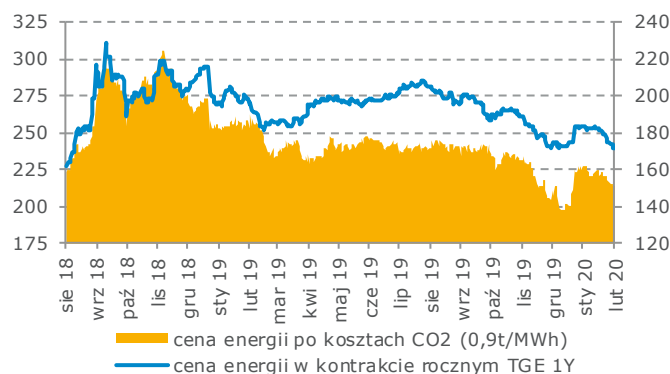
**Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)**



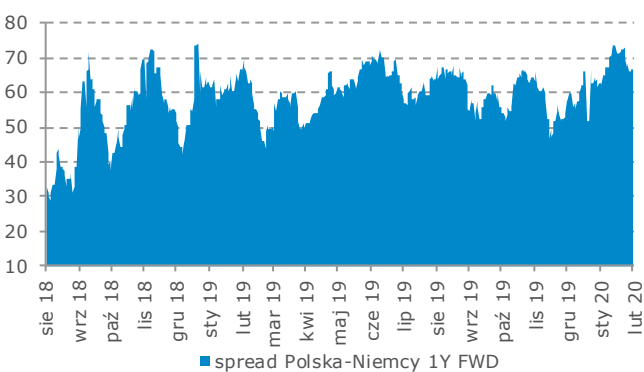
**Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)**



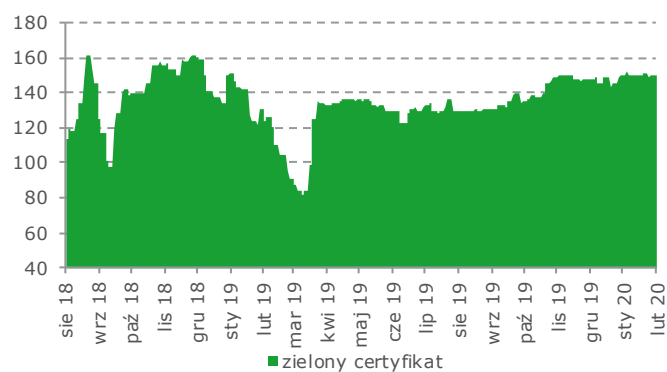
**Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)**



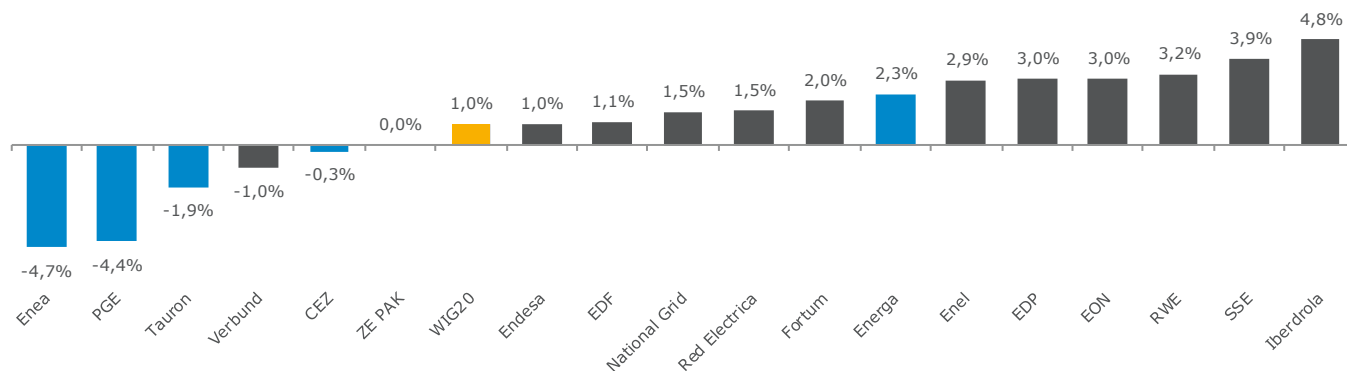
**Spread w cenach energii (PLN/MWh)**



**Zielony certyfikat (PLN/MWh)**



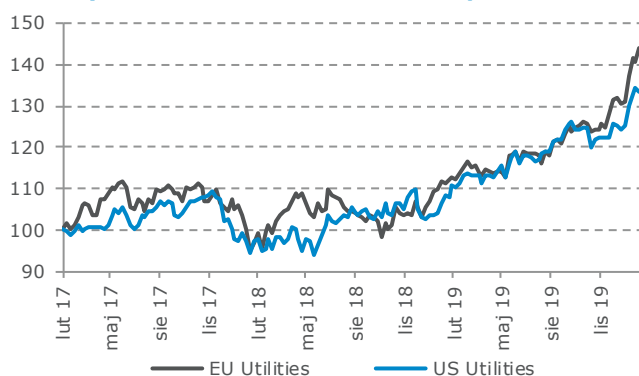
**Tygodniowy performance spółek energetycznych**



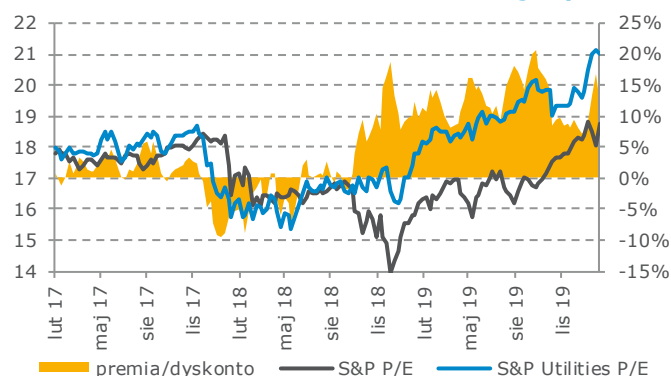
Źródło: Bloomberg, mBank

## Energetyka

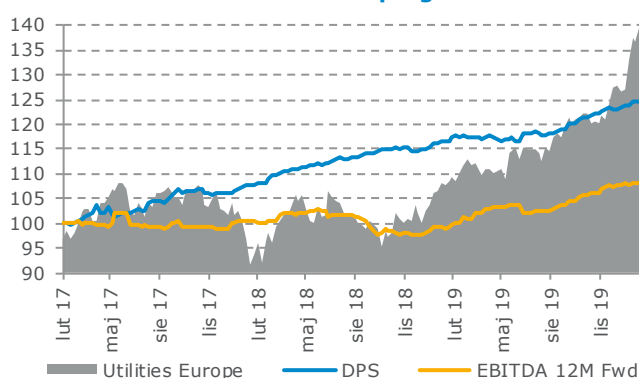
### Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



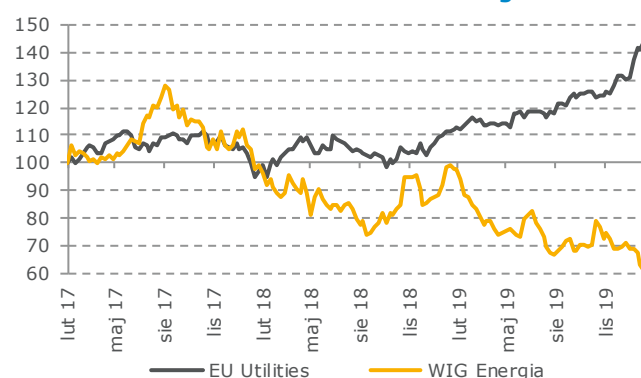
### Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



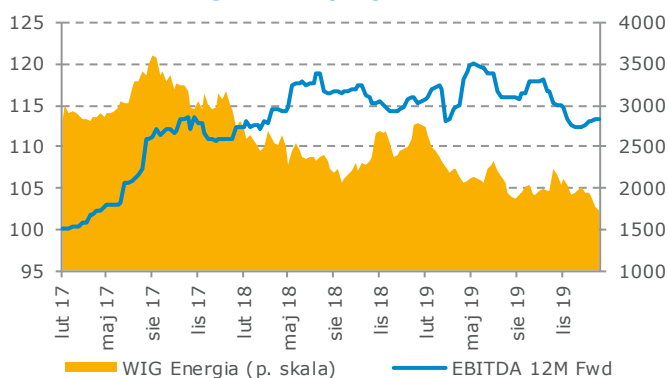
### Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



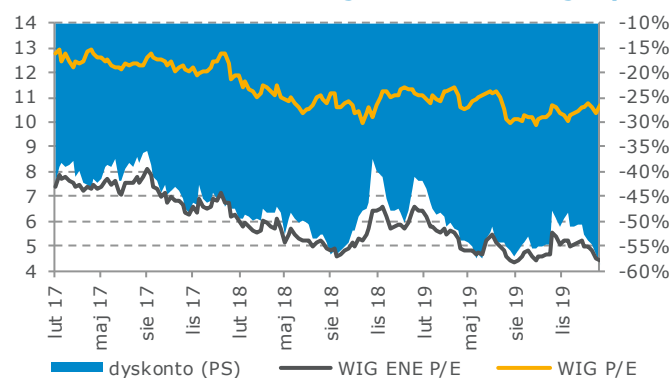
### Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



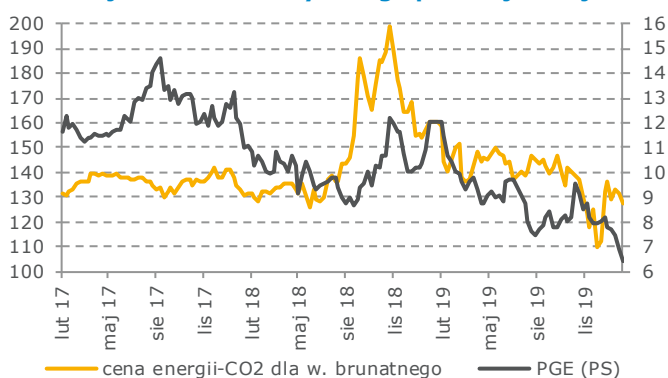
### Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



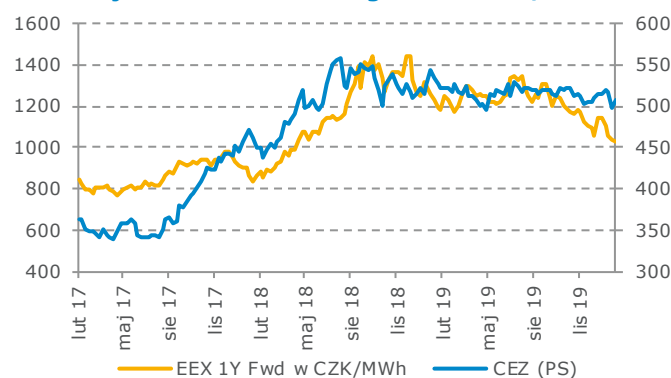
### Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



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



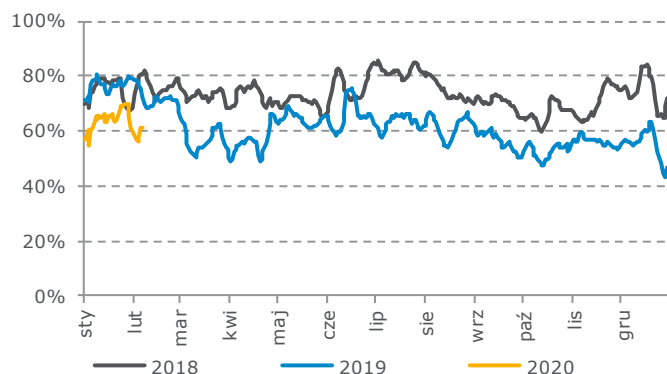
### Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



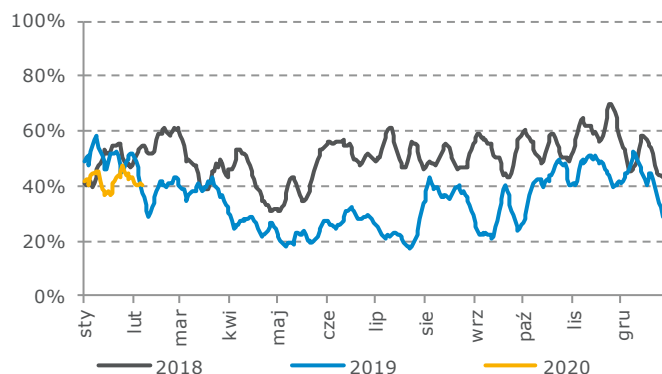
Źródło: Bloomberg, mBank

## Energetyka

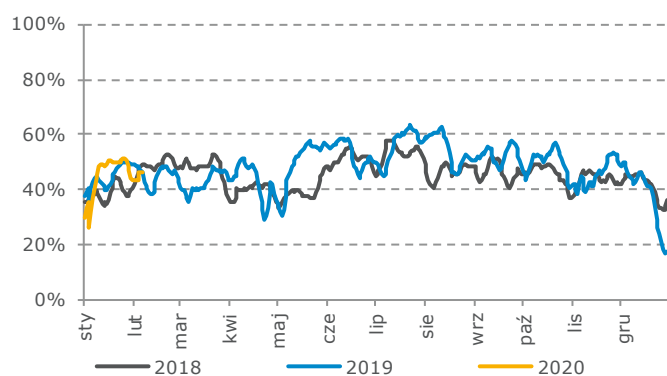
**Load factor elektrowni Bełchatów**



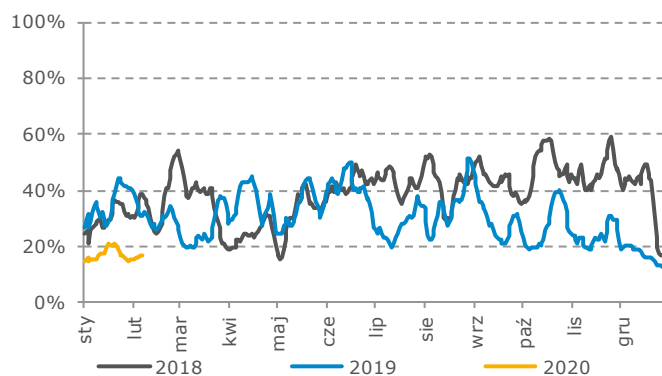
**Load factor elektrowni Turów**



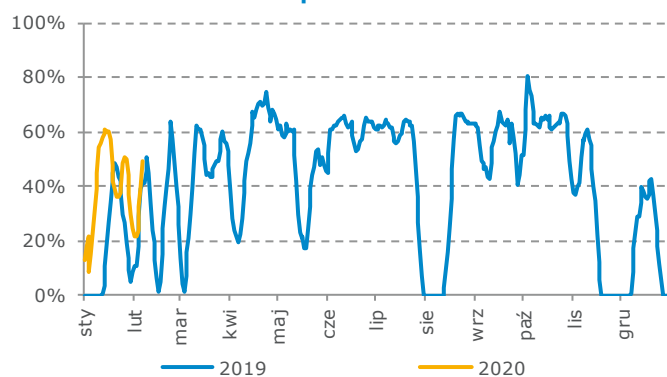
**Load factor elektrowni Kozienice**



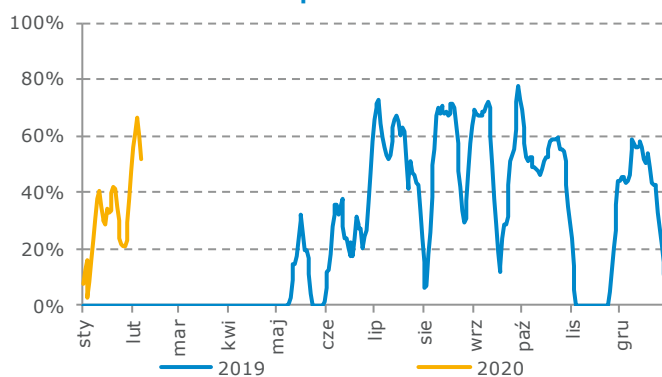
**Load factor elektrowni Jaworzno**



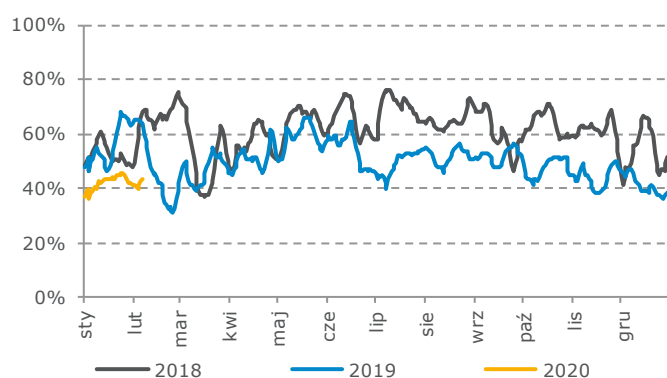
**Load factor elektrowni Opole B5**



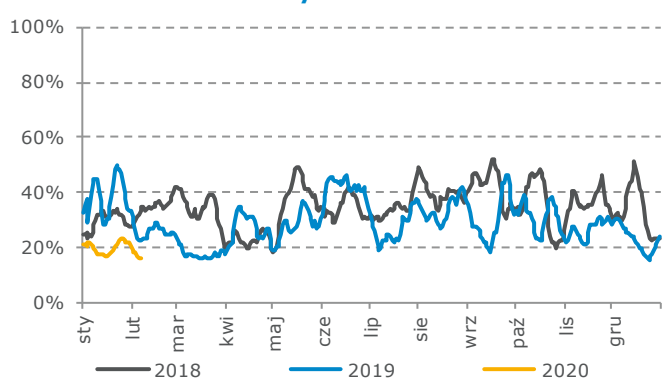
**Load factor elektrowni Opole B6**



**Load factor elektrowni Połaniec**



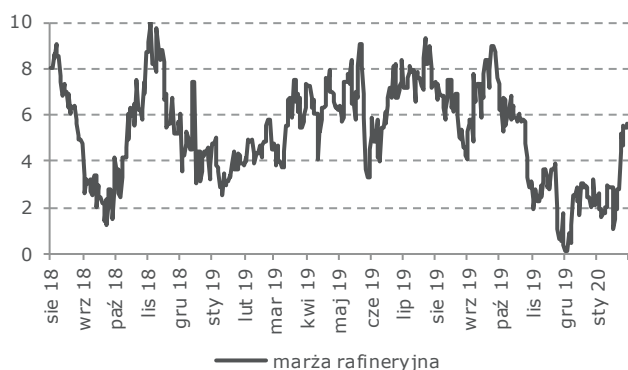
**Load factor elektrowni Rybnik**



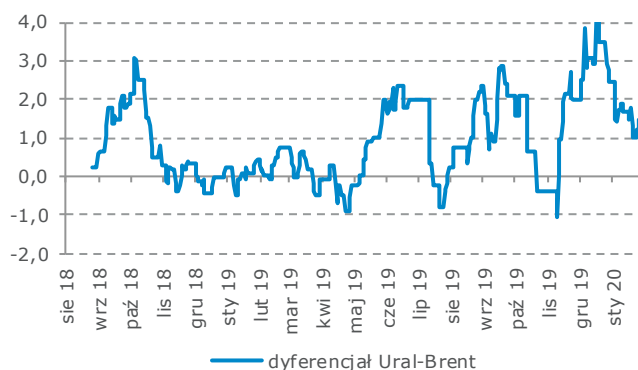
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

## Paliwa

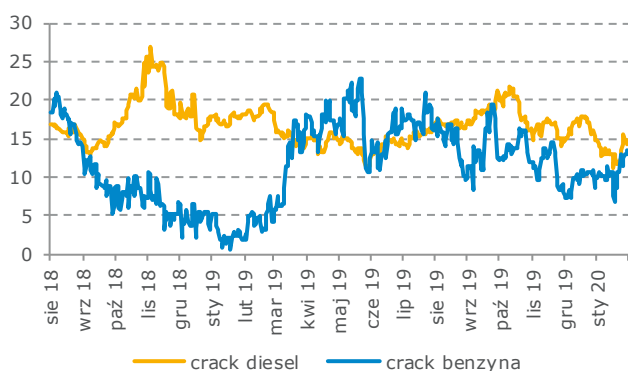
### Marża rafineryjna (USD/Bbl)



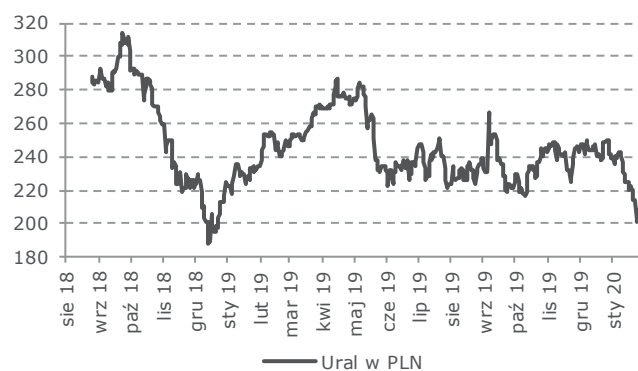
### Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



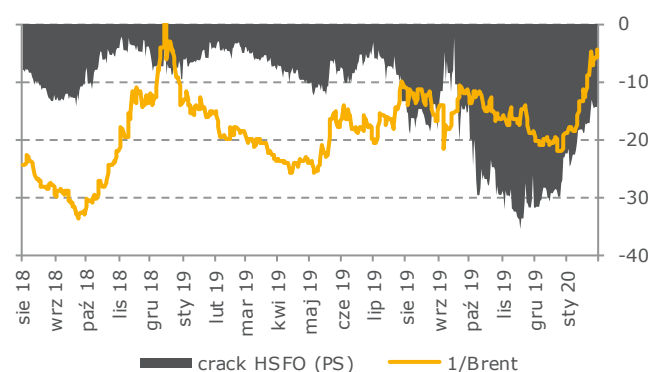
### Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



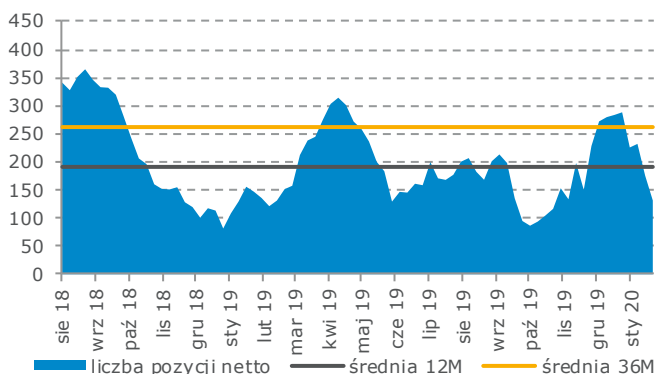
### Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



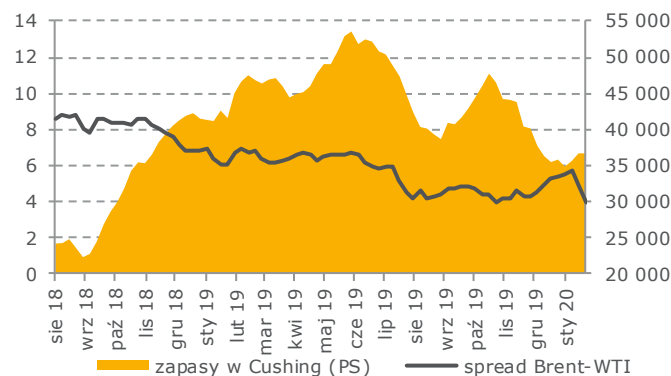
### Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



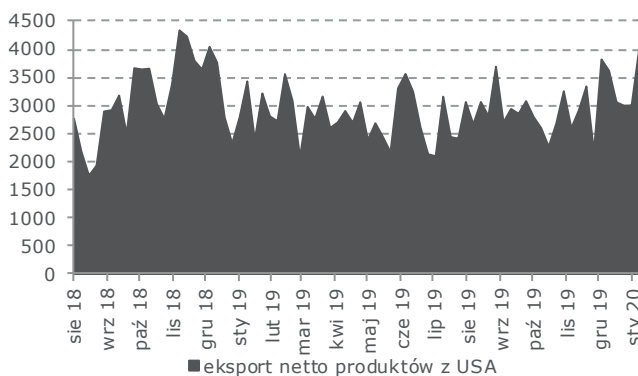
### Spekulacyjne pozycje na ropy netto wg CFTC



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



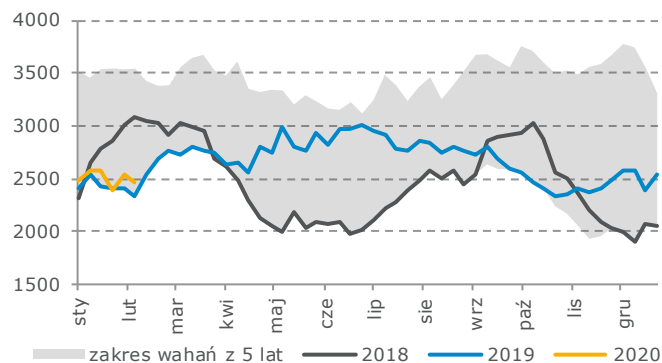
### Eksport netto paliw z USA



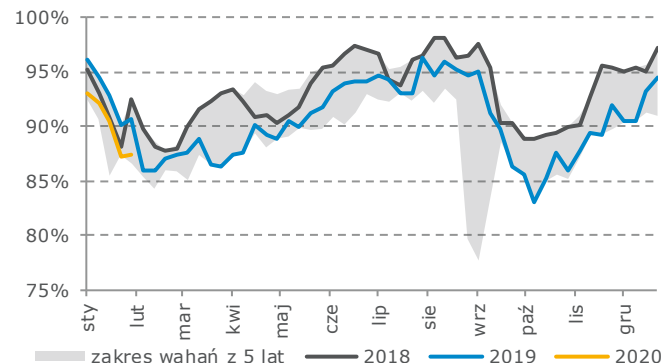
Źródło: Bloomberg, mBank

## Paliwa

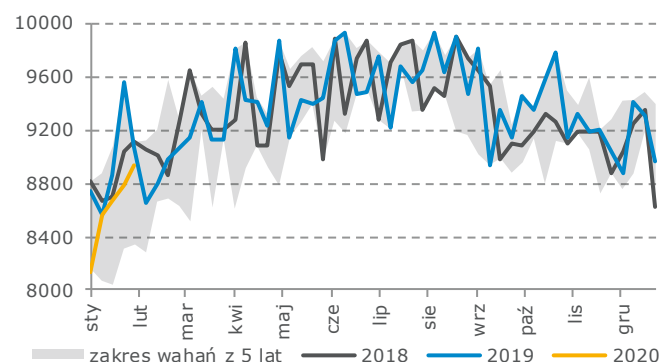
**Zapasy diesla w portach ARA**



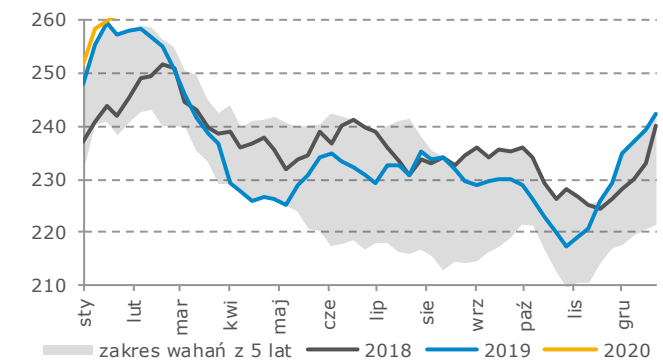
**Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA**



**Popyt na benzynę w USA**



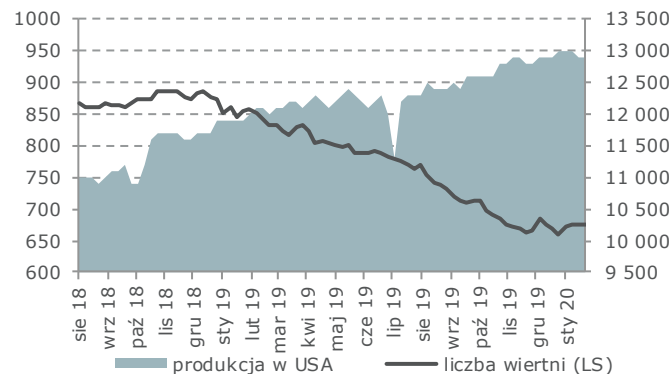
**Zapasy benzyny w USA**



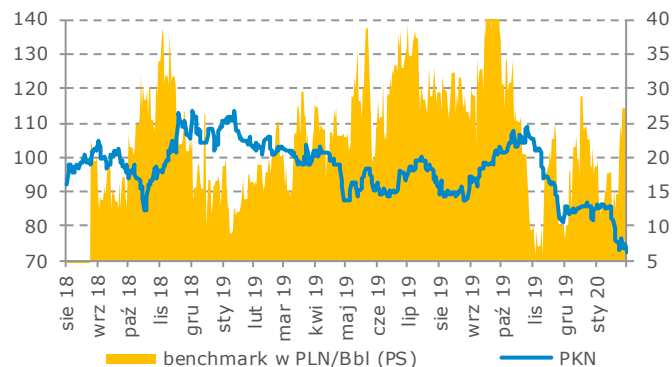
**Globalne przestoje remontowe w rafineriach**



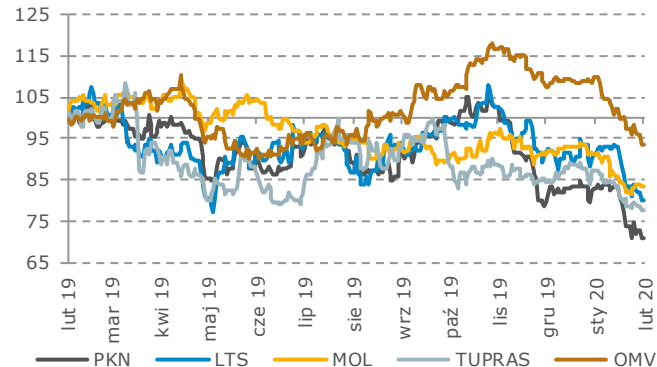
**Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni**



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



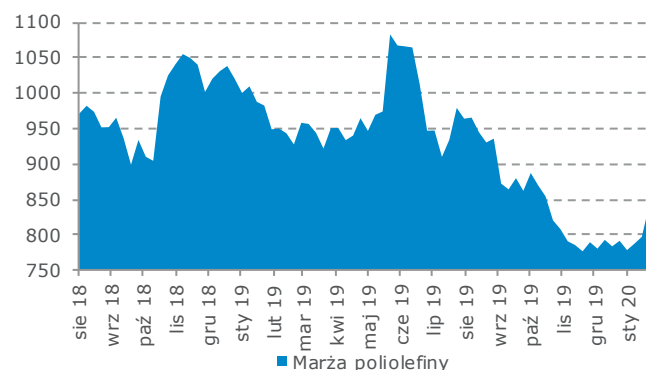
**Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych**



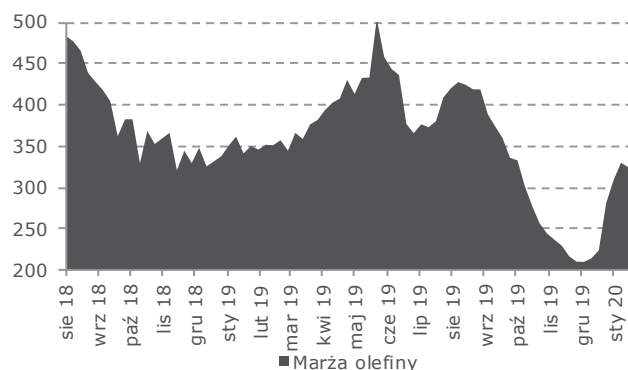
Źródło: Bloomberg, mBank

## Petrochemia/Gaz

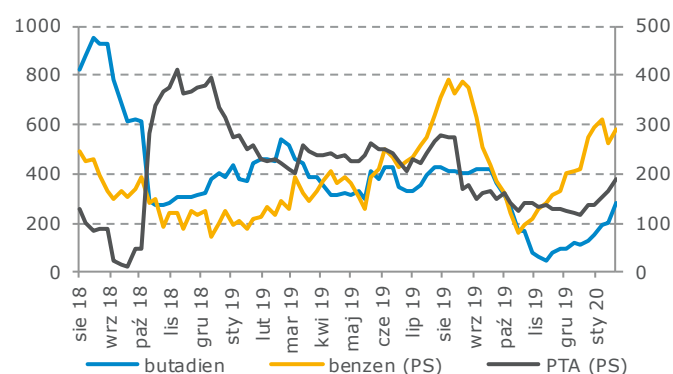
### Marża petrochemiczna poliolefiny



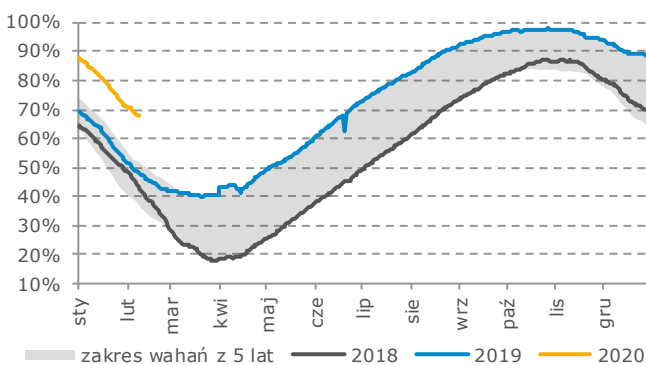
### Marża petrochemiczna olefiny



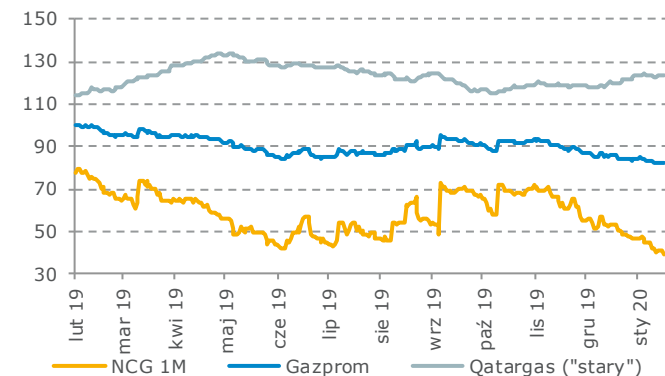
### Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



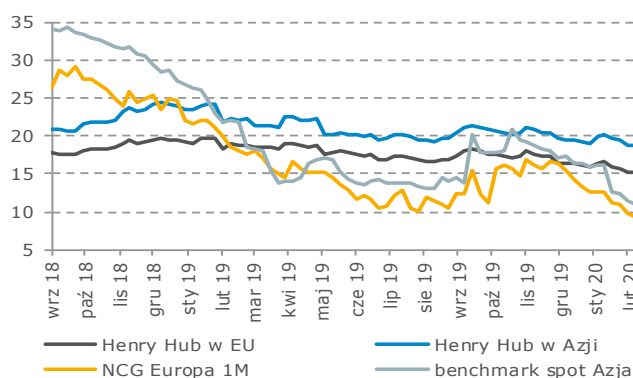
### Napełnienie magazynów gazu w UE



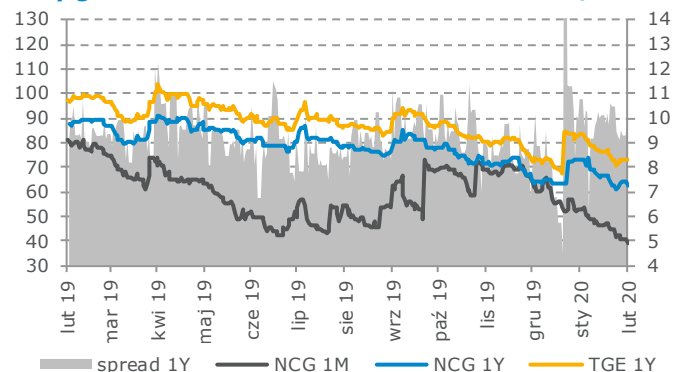
### Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



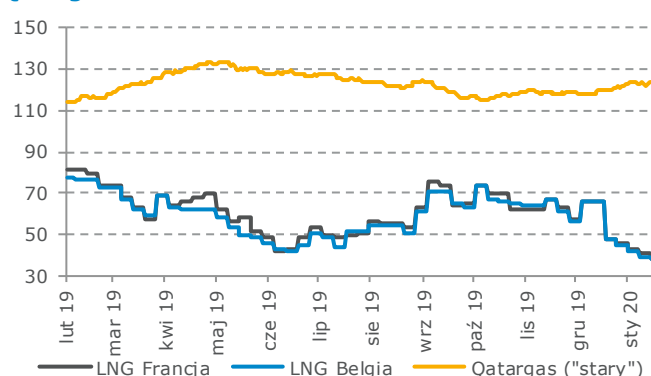
### Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



### Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



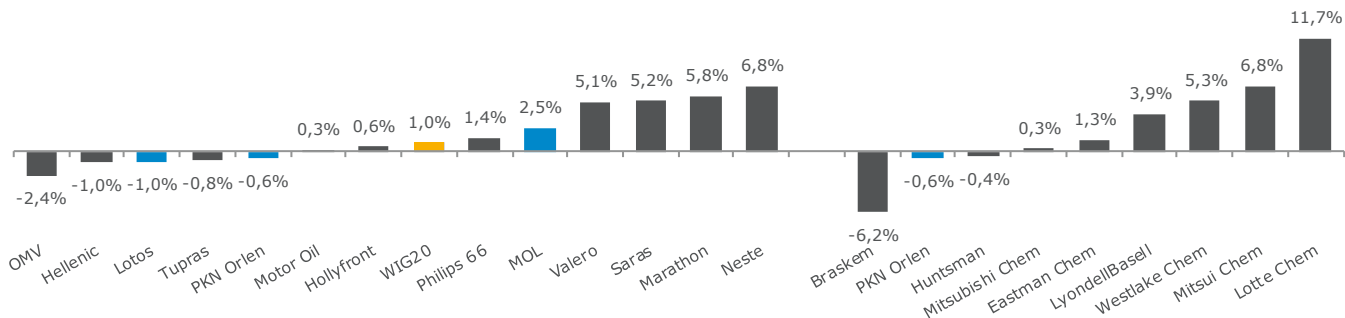
### Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



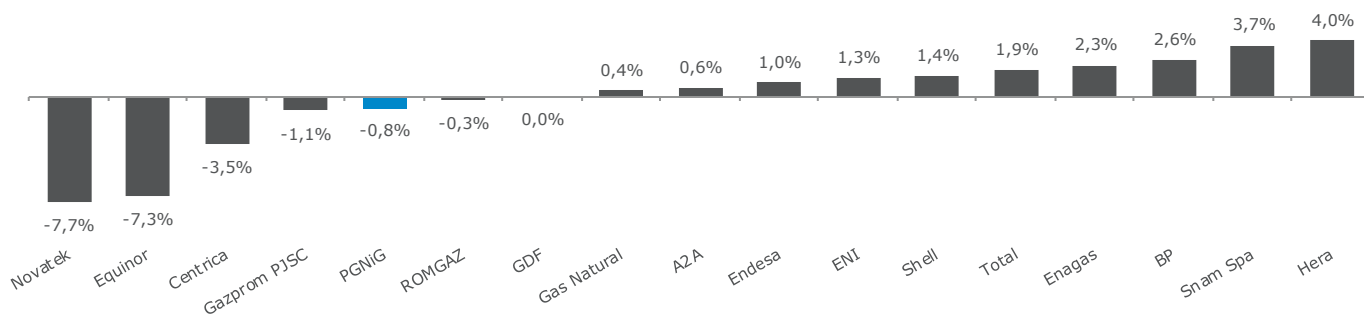
Źródło: Bloomberg, mBank

## Tygodniowy performance

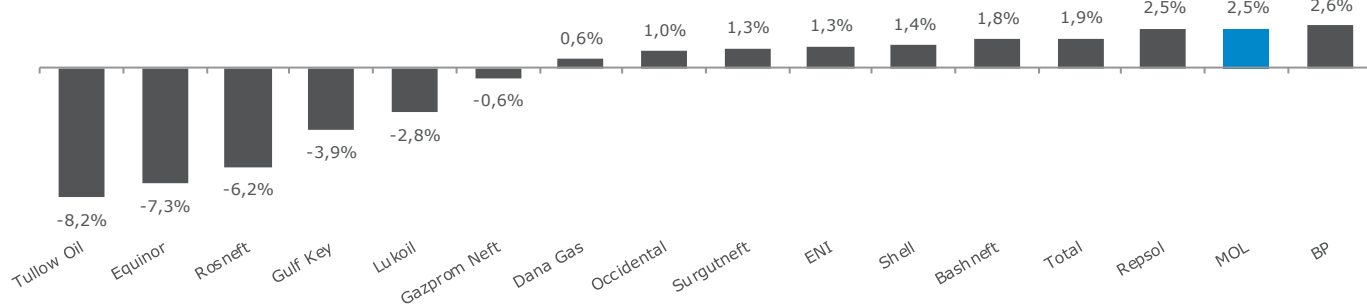
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



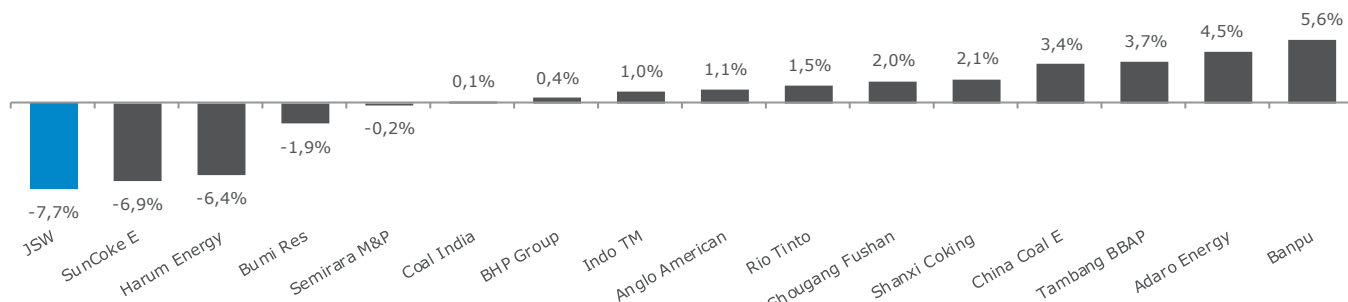
### Spółki gazowe



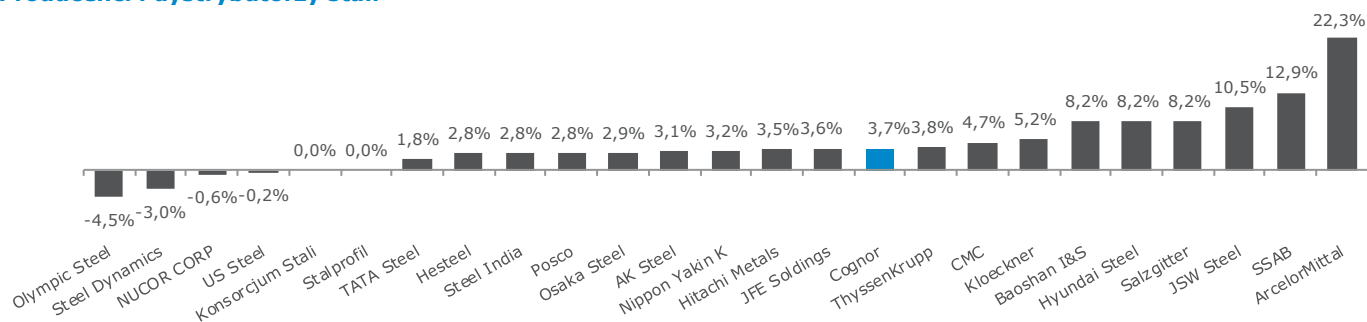
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



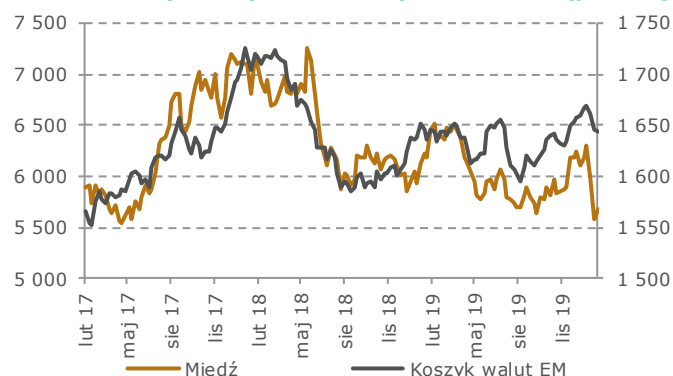
### Producenci i dystrybutorzy stali



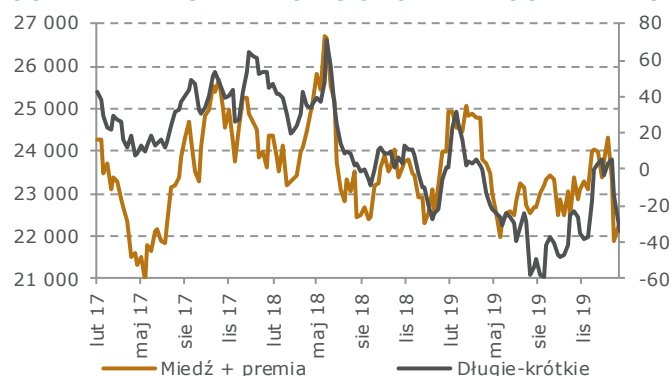
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (miedź)

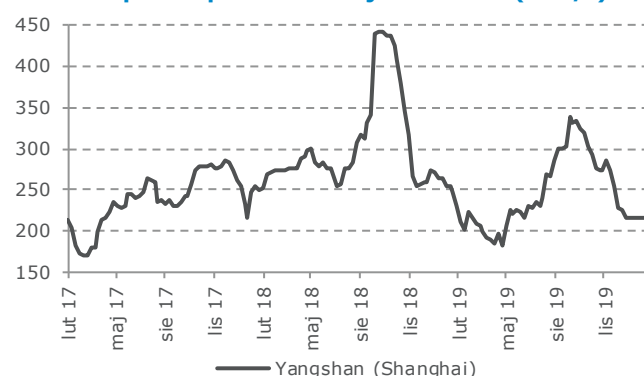
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt; PS)



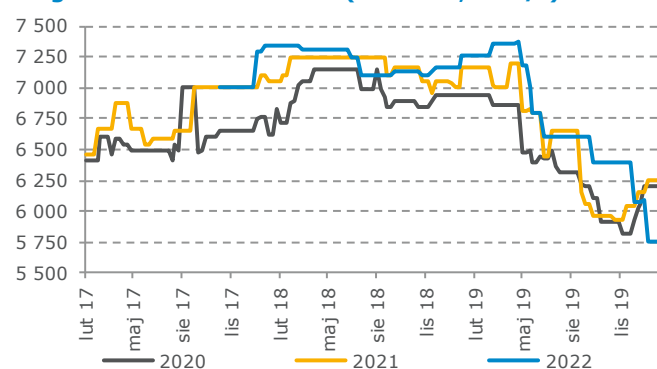
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



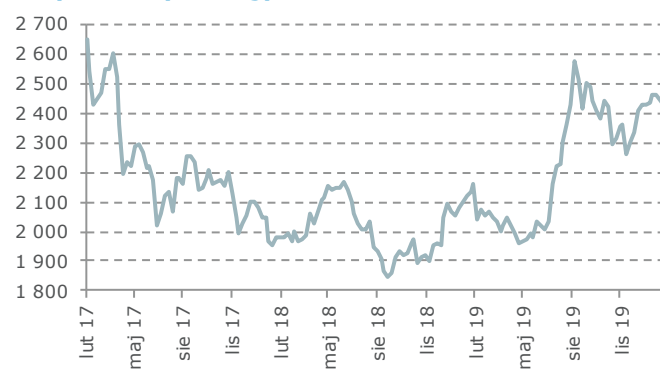
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



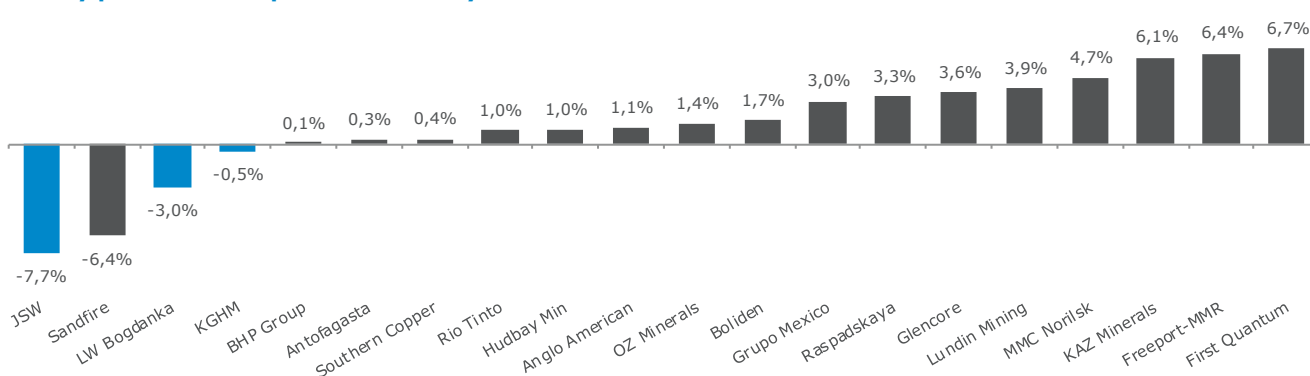
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



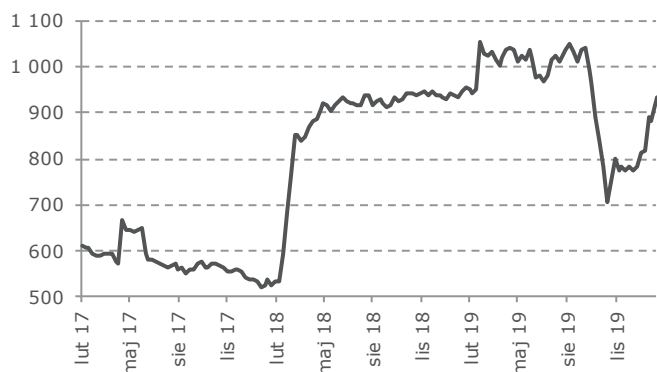
Tygodniowy performance spółek surowcowych



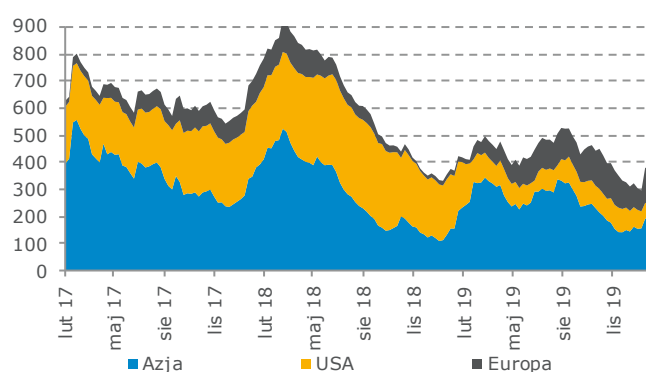
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (miedź)

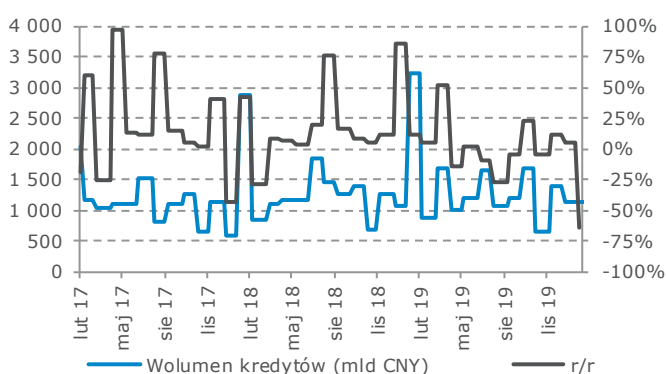
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



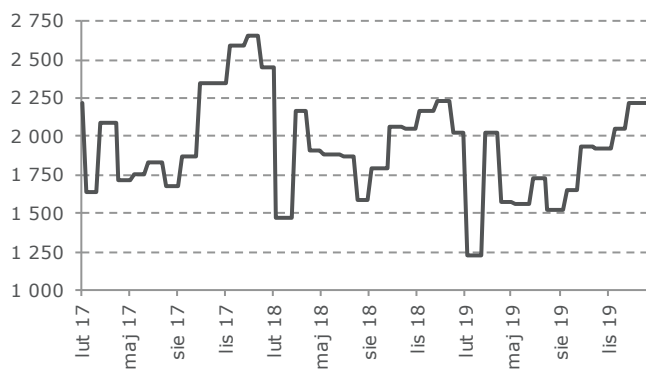
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



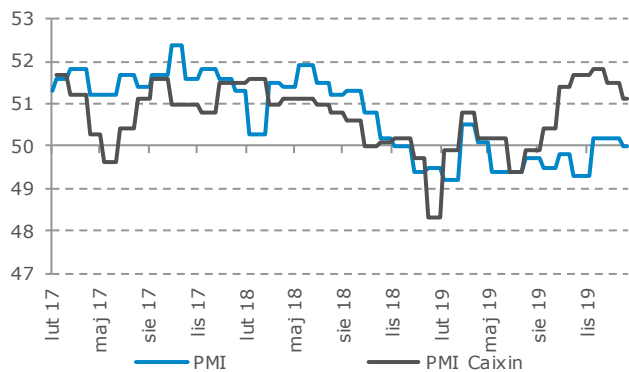
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



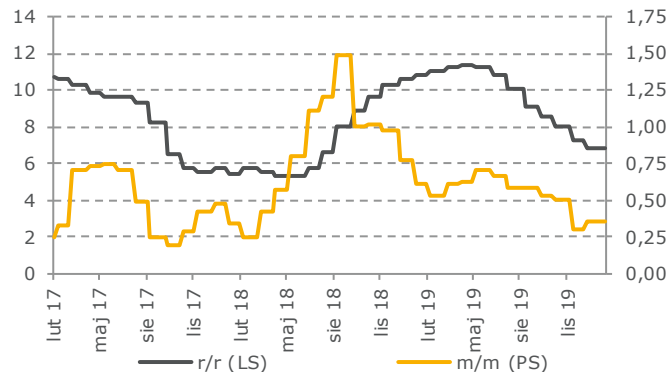
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



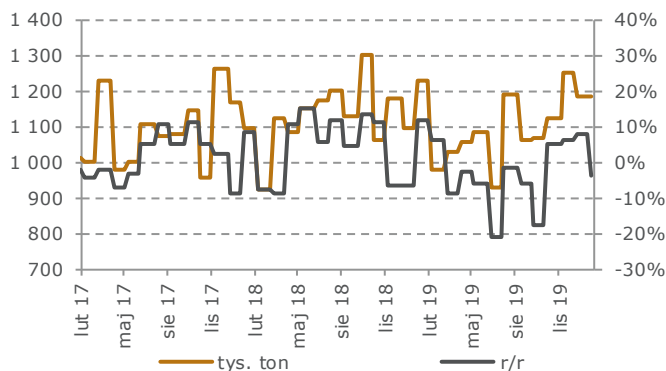
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



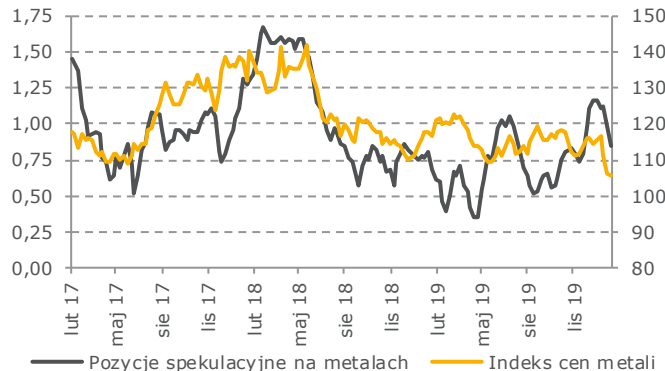
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



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



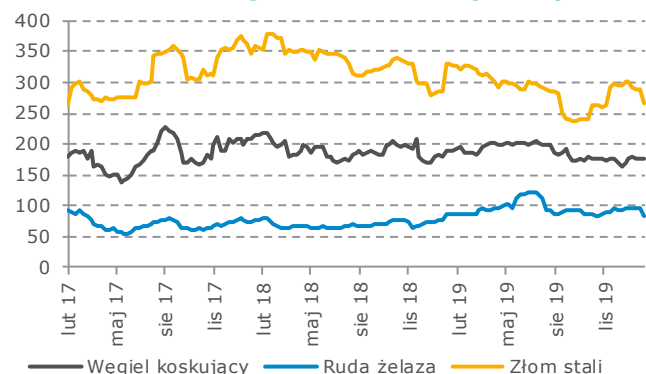
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



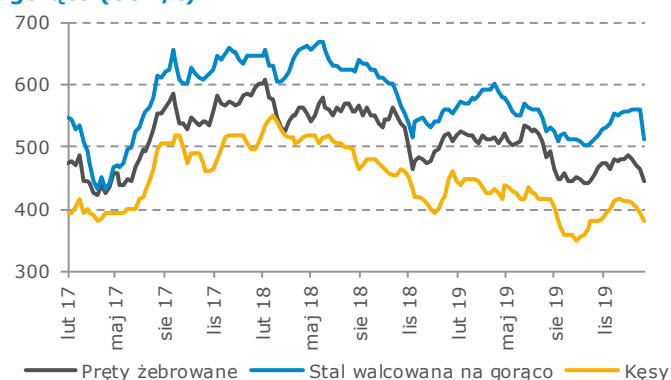
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (stal)

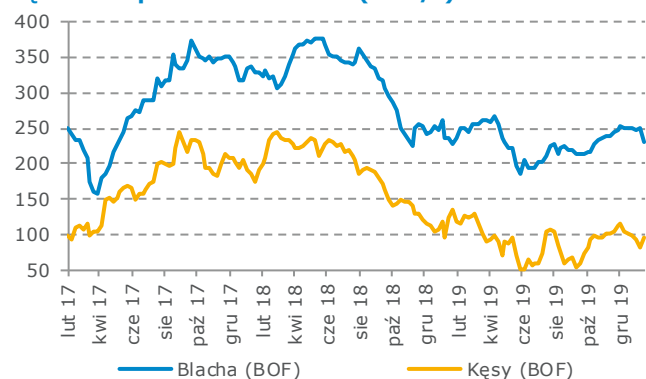
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



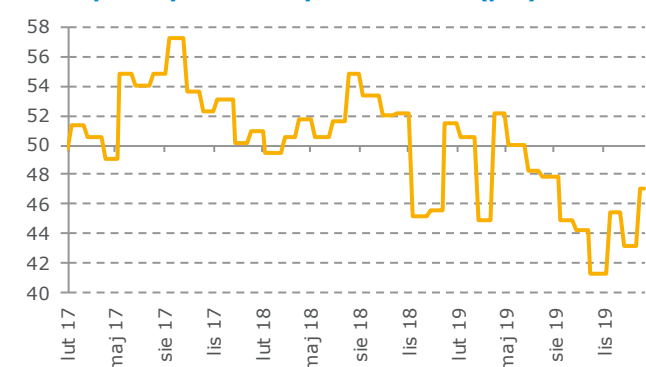
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



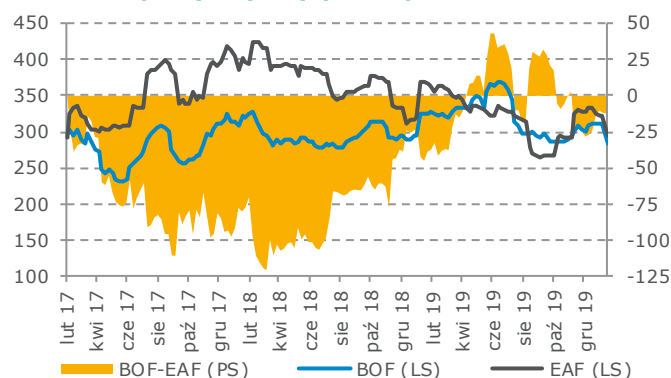
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęśków dla producentów BOF (USD/t)



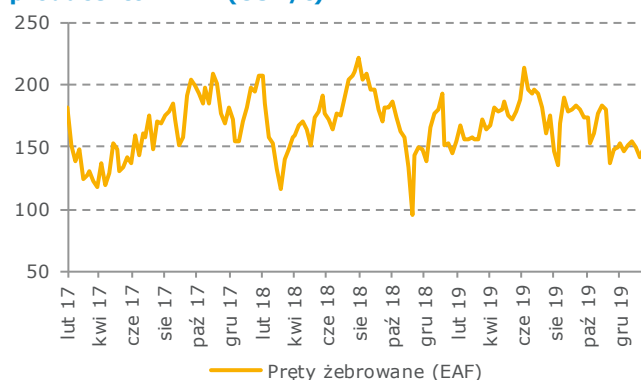
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



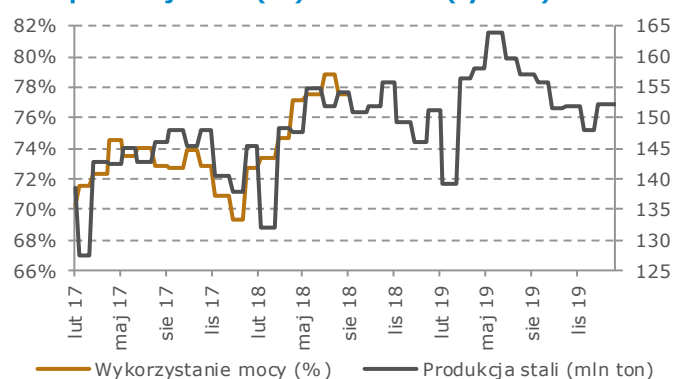
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



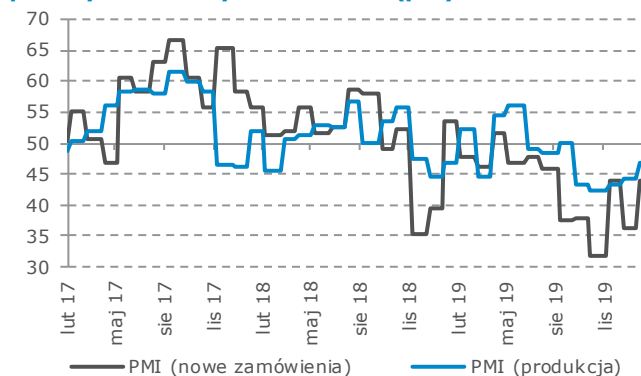
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



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

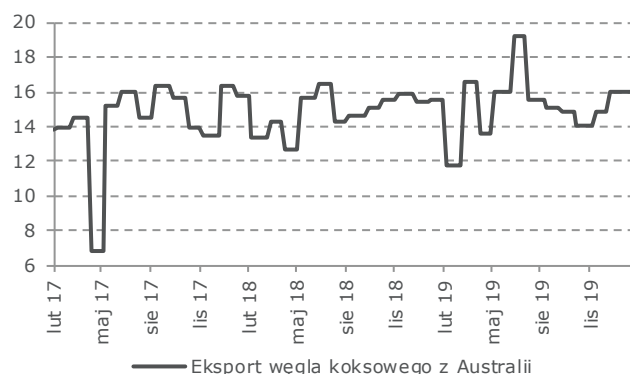


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

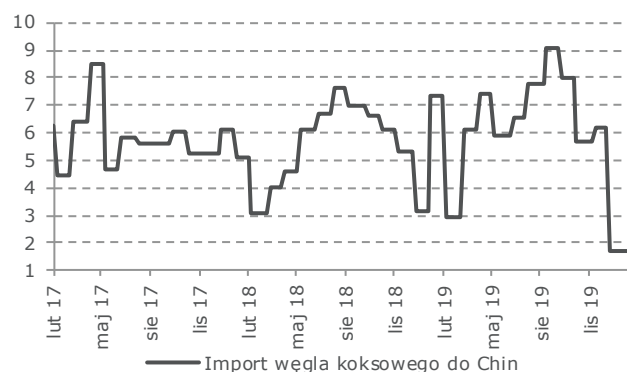


## Surowce (stal)

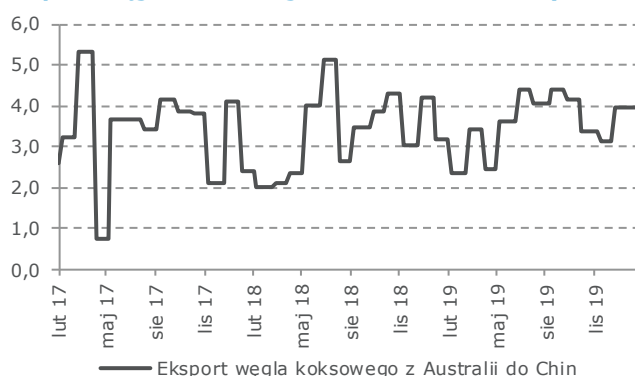
**Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)**



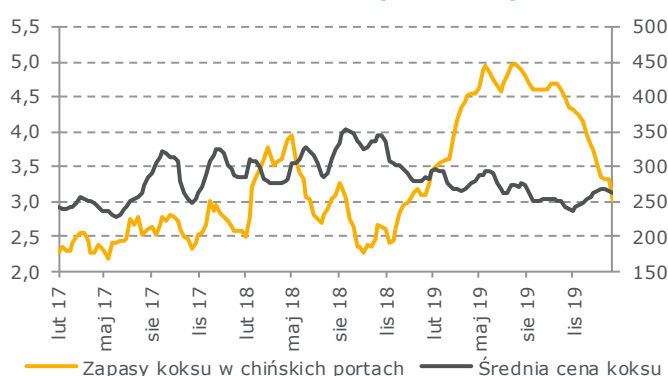
**Import węgla koksowego do Chin (mln ton)**



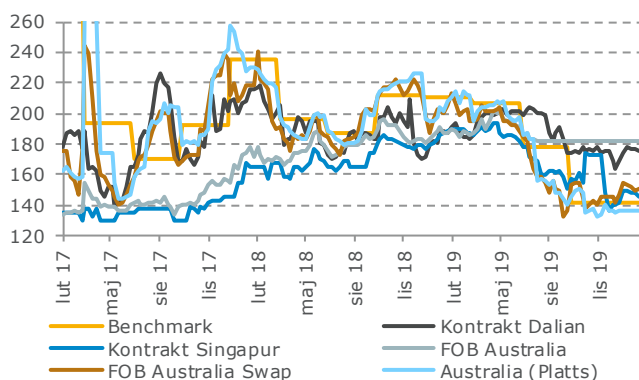
**Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)**



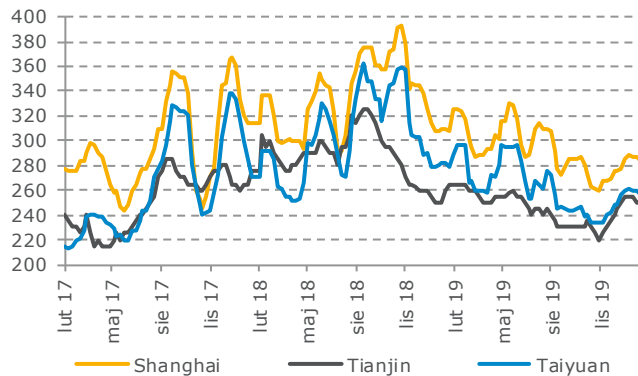
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



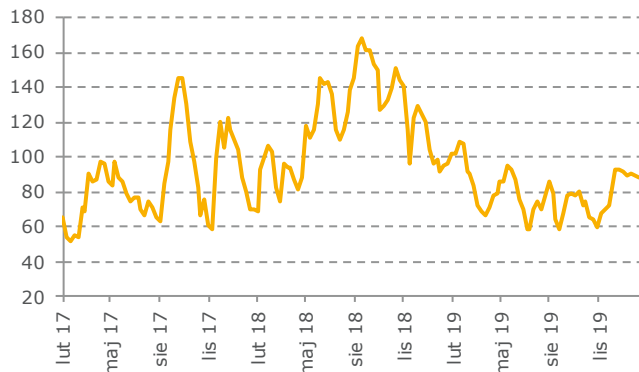
**Ceny węgla koksowego (USD/t)**



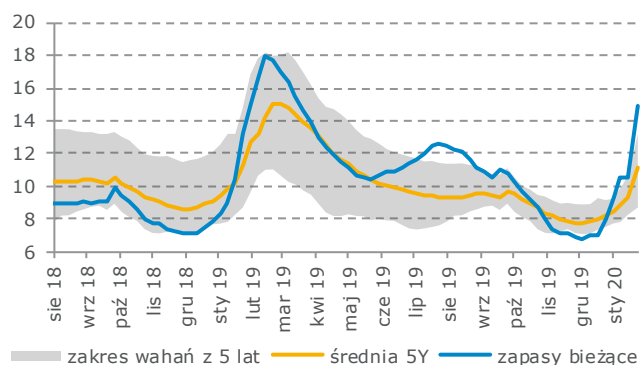
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



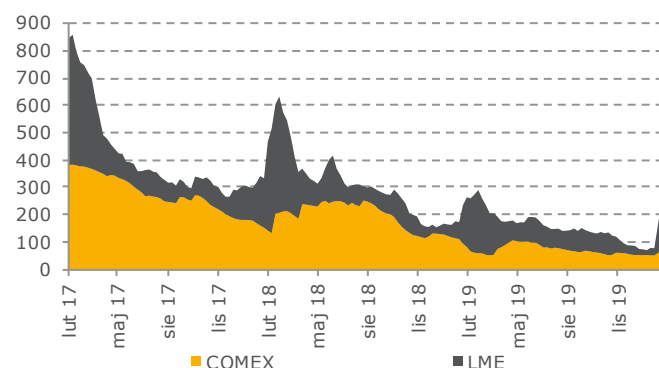
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



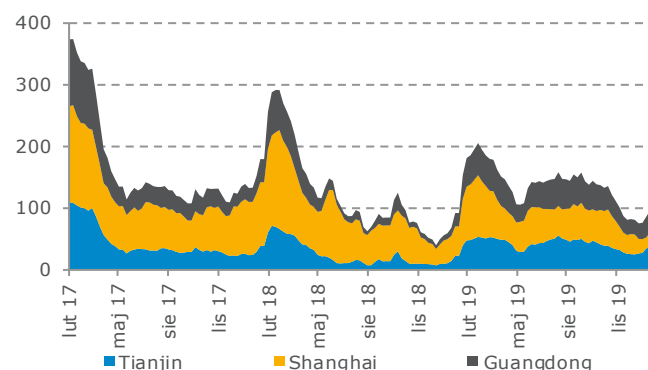
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

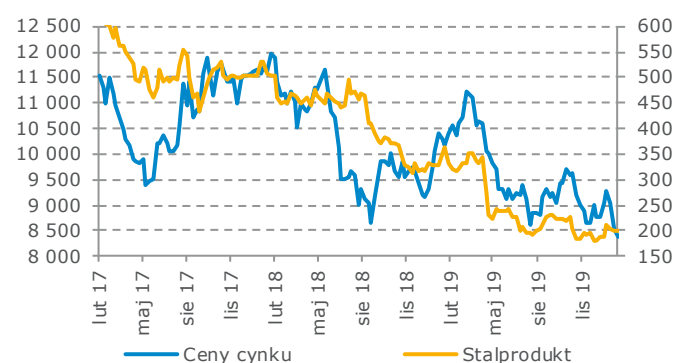
### Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



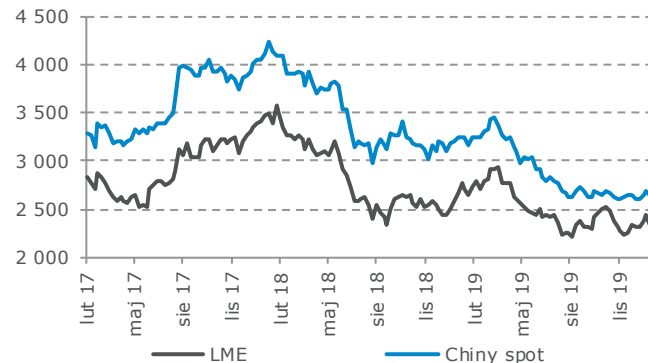
### Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



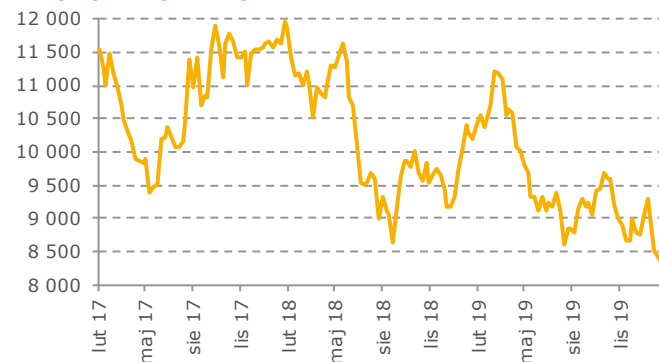
### Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



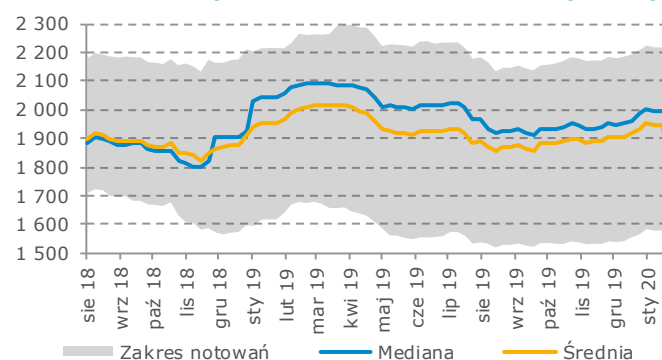
### Ceny cynku (USD/t)



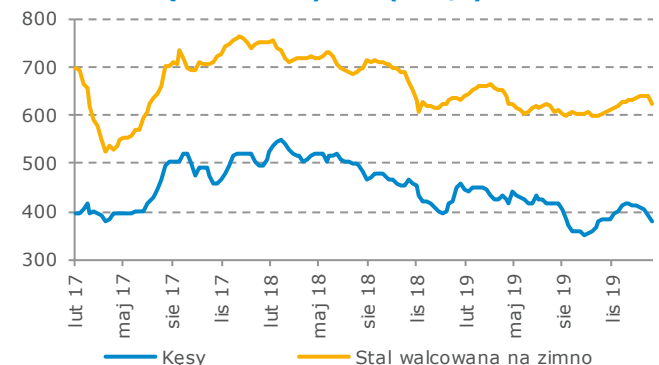
### Ceny cynku (PLN/t)



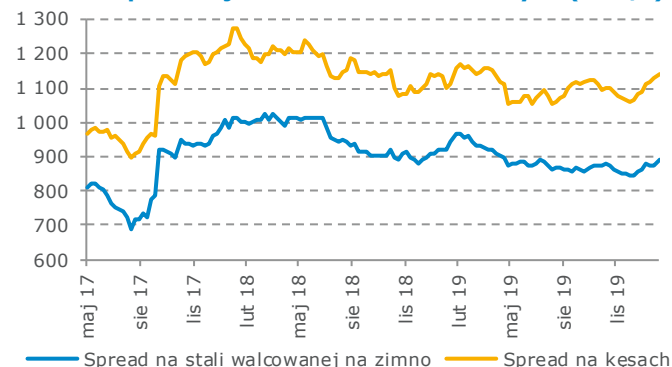
### Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



### Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



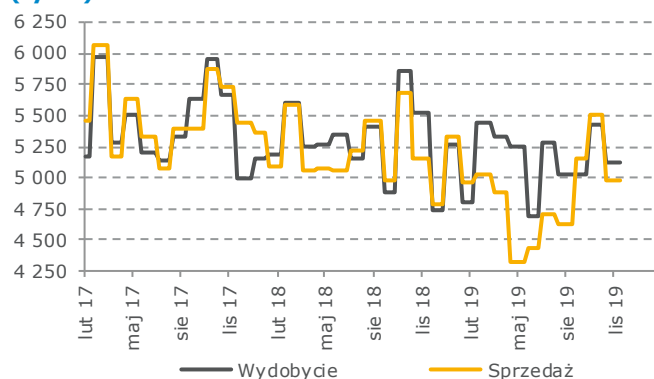
### Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



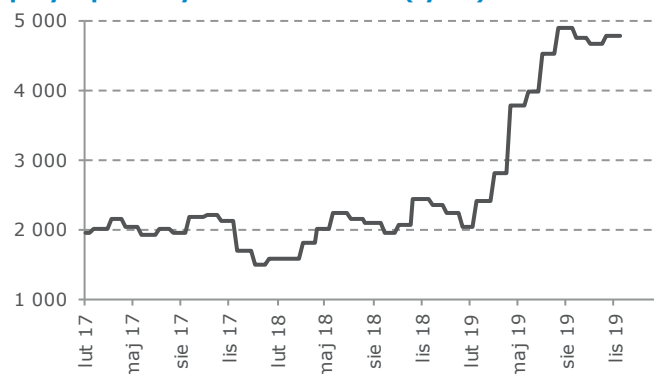
Źródło: Bloomberg, mBank

## Węgiel energetyczny

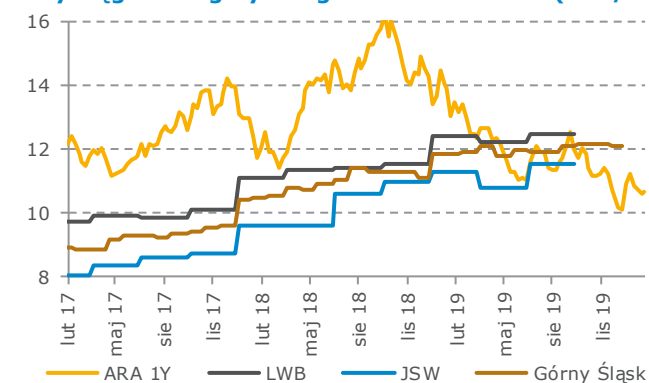
**Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)**



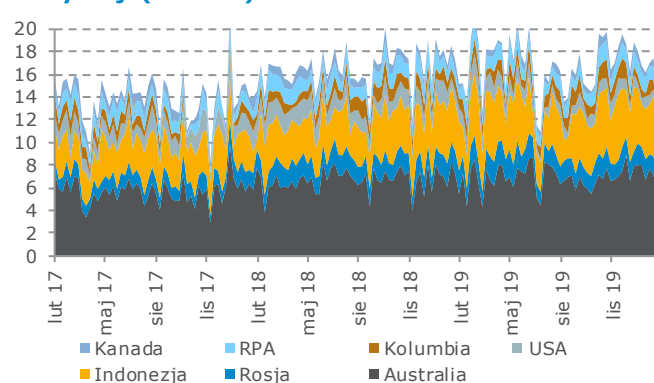
**Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)**



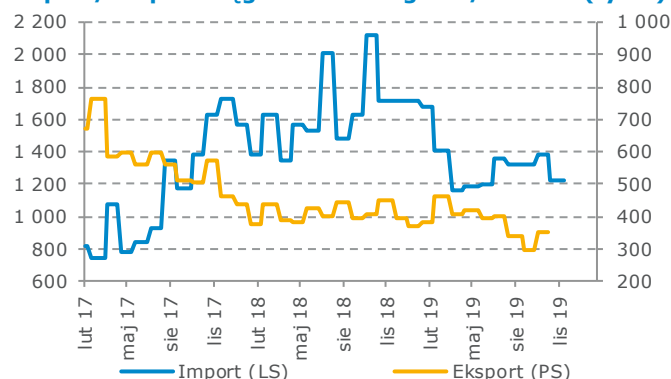
**Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)**



**Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)**



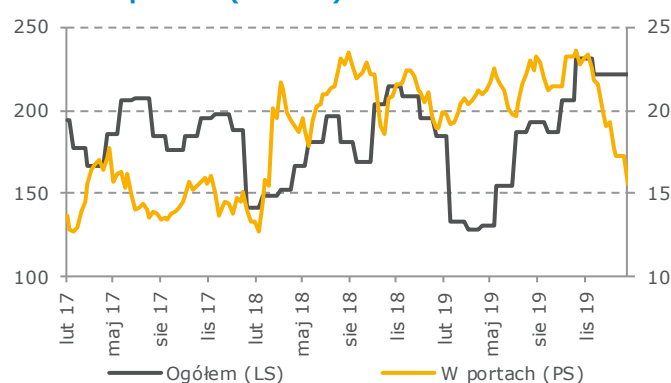
**Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)**



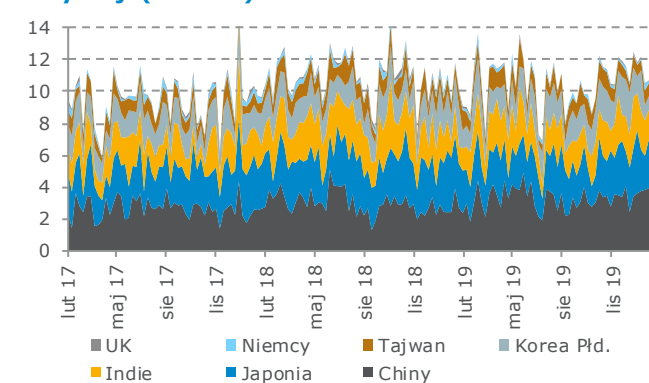
**Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce**



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



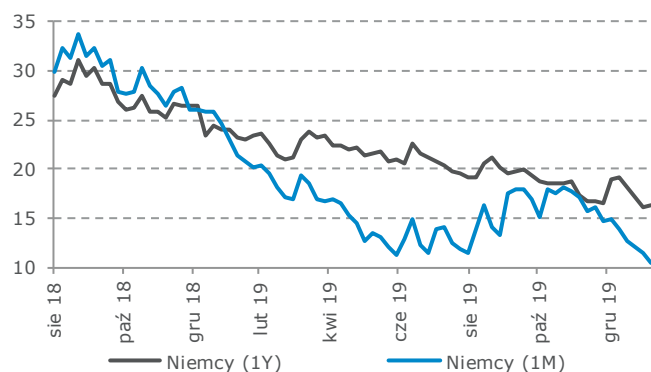
**Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)**



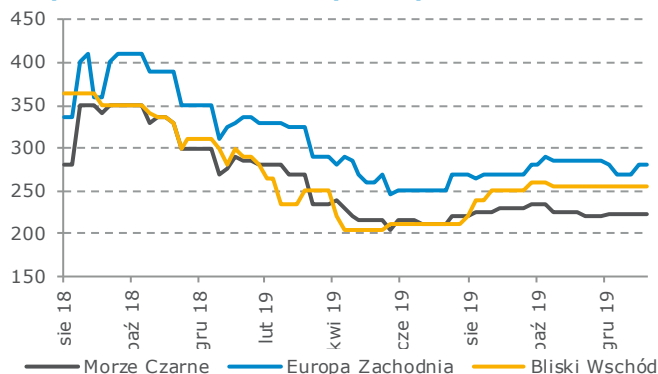
Źródło: Bloomberg, mBank

## Nawozy

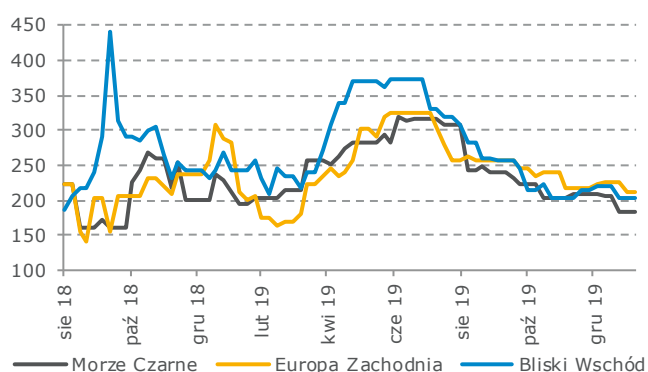
### Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



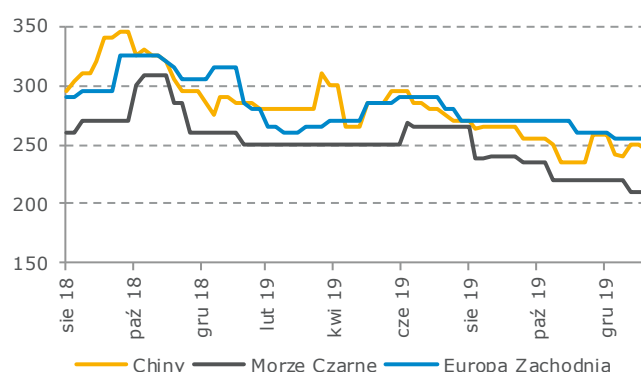
### Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



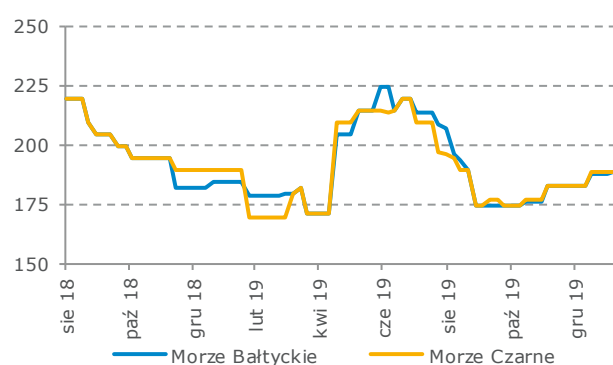
### Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



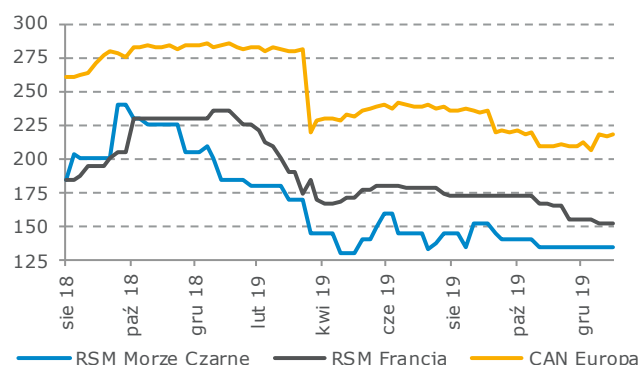
### Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



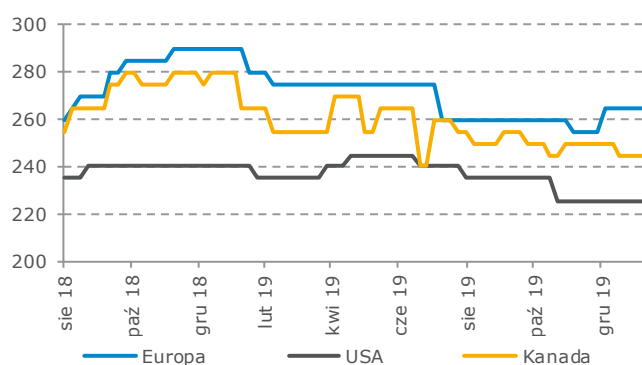
### Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



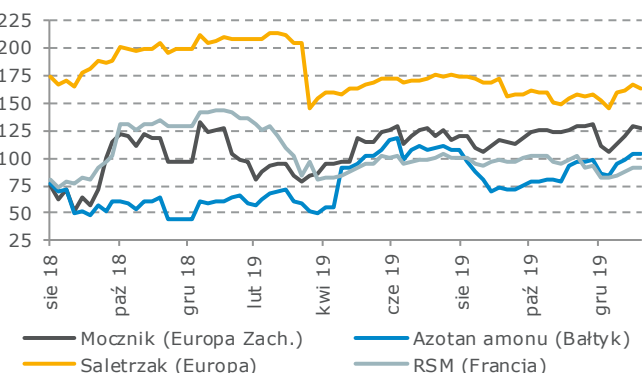
### Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



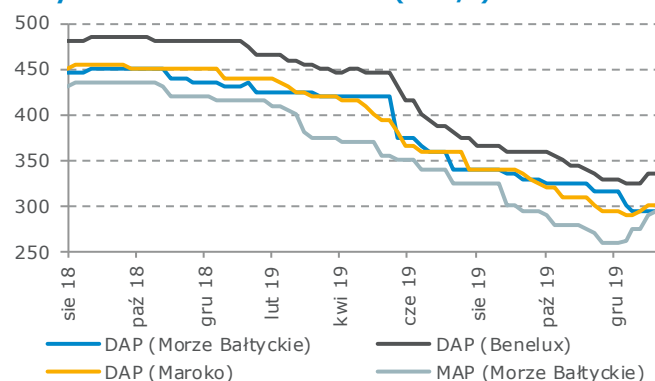
### Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



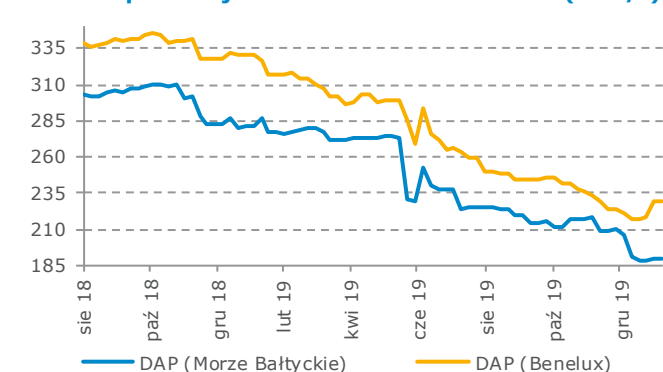
Źródło: Bloomberg, mBank

## Nawozy

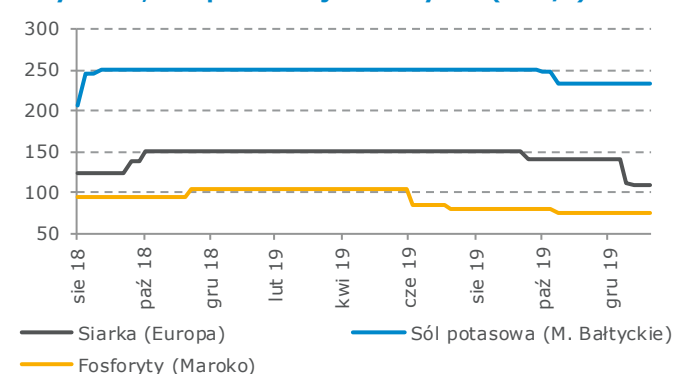
**Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



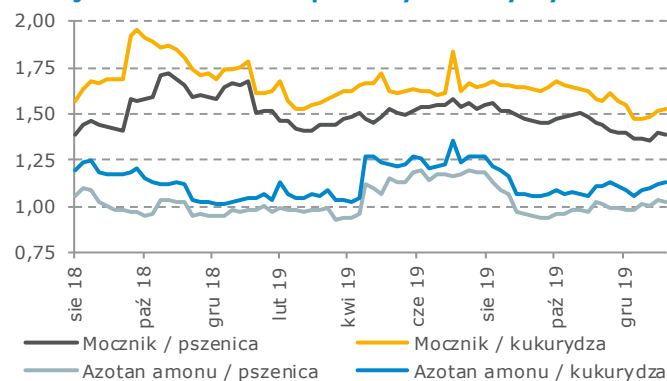
**Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



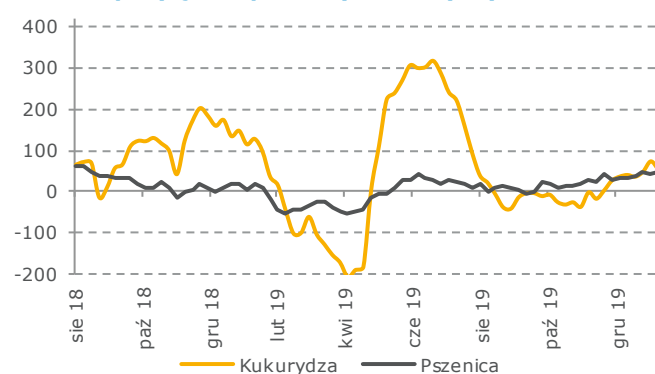
**Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)**



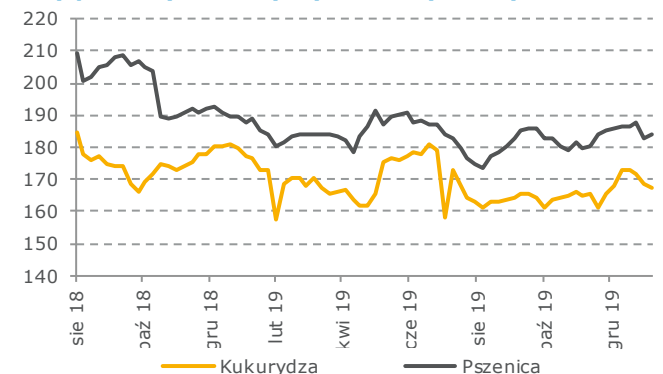
**Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy**



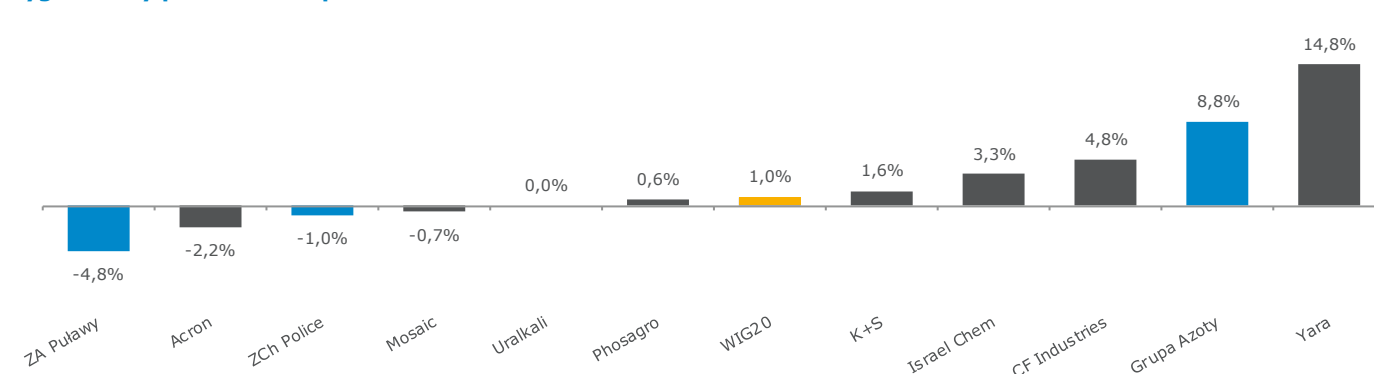
**Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT**



**Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)**



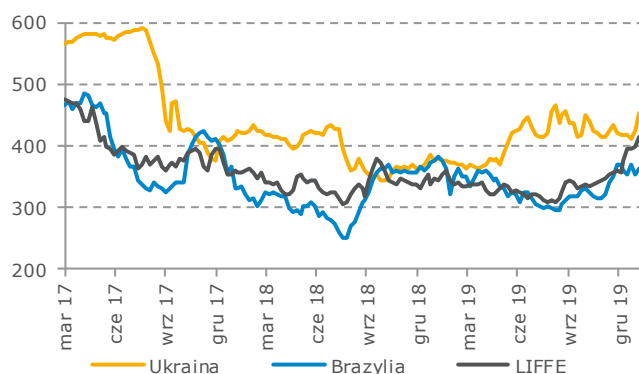
**Tygodniowy performance producentów nawozów**



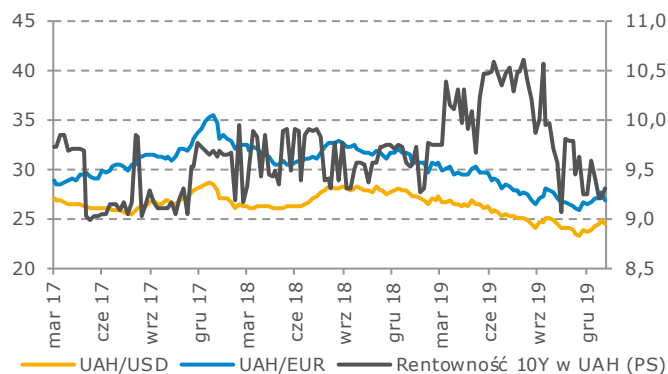
Źródło: Bloomberg, mBank

## Rynek spożywczy

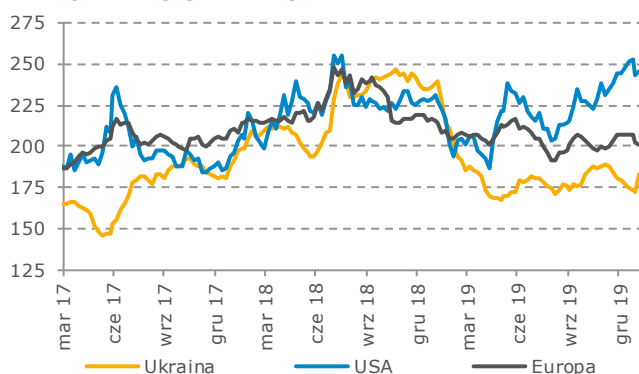
### Cena cukru (USD/Mt)



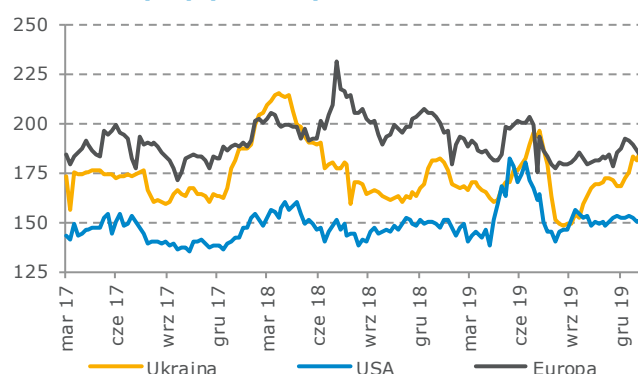
### Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



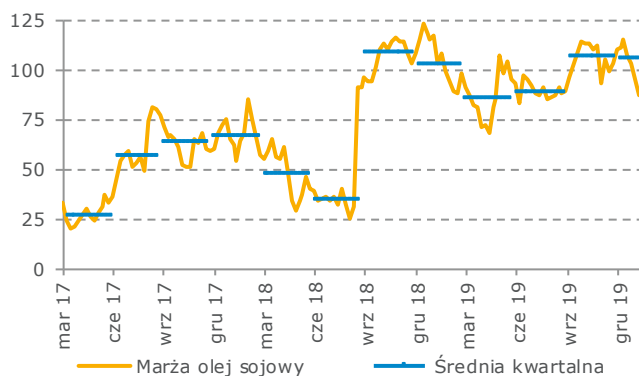
### Cena pszenicy (USD/Mt)



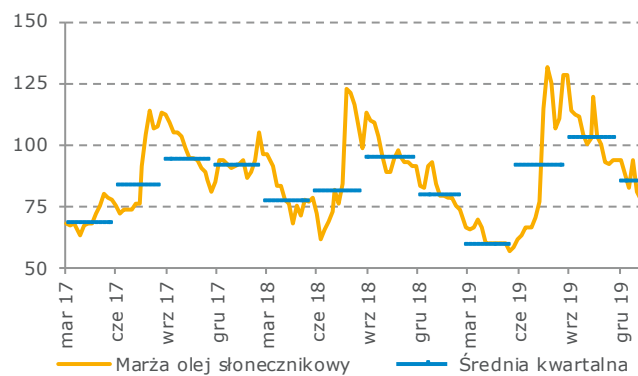
### Cena kukurydzy (USD/Mt)



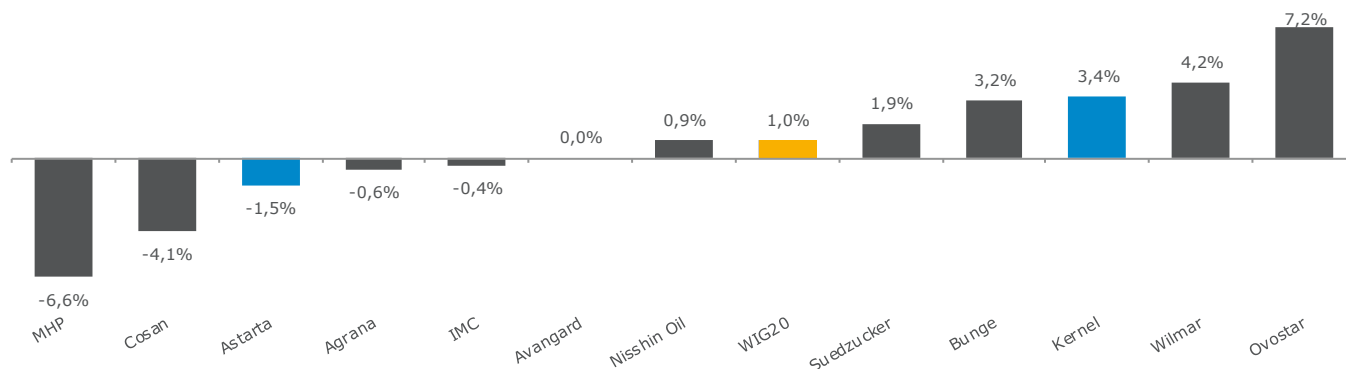
### Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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



### Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, mBank

### 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 |
| SPÓŁKI ENERGETYCZNE |       |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| CEZ                 | 503,0 | 7,3       | 6,7  | 6,6  | 2,1  | 1,9  | 1,8  | 15,0 | 13,0 | 13,1 | 29%          | 28%  | 27%  | 4,8% | 6,0% | 6,9% |
| Enea                | 6,9   | 3,0       | 3,0  | 2,7  | 0,6  | 0,5  | 0,6  | 2,9  | 2,8  | 2,2  | 20%          | 18%  | 21%  | 0,0% | 0,0% | 3,6% |
| Energa              | 7,3   | 3,7       | 4,2  | 4,5  | 0,7  | 0,7  | 0,8  | 5,7  | 5,5  | 5,0  | 19%          | 17%  | 17%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| PGE                 | 6,4   | 2,9       | 3,3  | 2,6  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 4,3  | 5,6  | 3,8  | 21%          | 17%  | 21%  | 0,0% | 5,8% | 4,5% |
| Tauron              | 1,5   | 4,0       | 3,7  | 3,2  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 2,8  | 2,3  | 1,9  | 18%          | 17%  | 19%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| ZE PAK *            | 7,4   | 0,7       | 0,9  | 0,9  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 4,0  | 4,2  | 3,2  | 12%          | 9%   | 11%  | -    | 5,4% | 8,1% |
| EDF                 | 11,5  | 4,6       | 4,2  | 4,1  | 1,1  | 1,0  | 1,0  | 17,1 | 14,2 | 13,8 | 23%          | 24%  | 25%  | 2,7% | 3,2% | 3,4% |
| EDP                 | 4,6   | 10,1      | 9,8  | 9,5  | 2,2  | 2,2  | 2,2  | 21,7 | 19,9 | 18,7 | 22%          | 22%  | 23%  | 4,1% | 4,1% | 4,3% |
| Endesa              | 25,0  | 8,7       | 8,4  | 8,2  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 17,1 | 16,1 | 15,6 | 19%          | 19%  | 19%  | 5,8% | 6,1% | 5,3% |
| Enel                | 8,2   | 8,6       | 8,3  | 7,9  | 1,9  | 1,9  | 1,9  | 17,2 | 15,6 | 14,7 | 22%          | 23%  | 24%  | 4,0% | 4,5% | 4,8% |
| EON                 | 10,7  | 10,9      | 8,2  | 7,9  | 1,7  | 1,0  | 0,9  | 16,5 | 16,2 | 14,9 | 16%          | 12%  | 11%  | 4,3% | 4,5% | 4,7% |
| Fortum              | 22,0  | 14,5      | 11,1 | 13,7 | 4,5  | 4,4  | 4,4  | 12,9 | 14,4 | 14,3 | 31%          | 40%  | 32%  | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Iberdola            | 10,4  | 11,7      | 11,0 | 10,4 | 3,1  | 3,0  | 2,9  | 19,6 | 18,3 | 17,4 | 27%          | 27%  | 28%  | 3,7% | 3,9% | 4,1% |
| National Grid       | 10,2  | 14,3      | 12,0 | 11,4 | 4,3  | 4,1  | 4,0  | 23,0 | 17,4 | 16,7 | 30%          | 34%  | 35%  | 4,5% | 4,8% | 4,9% |
| Red Electrica       | 18,3  | 9,6       | 9,4  | 9,5  | 7,5  | 7,3  | 7,4  | 13,8 | 14,8 | 15,0 | 78%          | 78%  | 78%  | 5,7% | 5,7% | 5,6% |
| RWE                 | 32,6  | 9,5       | 6,4  | 5,5  | 1,5  | 1,2  | 1,2  | 19,4 | 19,6 | 14,5 | 16%          | 19%  | 21%  | 2,5% | 2,8% | 3,3% |
| SSE                 | 16,0  | 11,9      | 13,6 | 12,5 | 1,1  | 3,1  | 3,0  | 11,6 | 18,8 | 16,3 | 9%           | 23%  | 24%  | 6,1% | 5,0% | 5,1% |
| Verbund             | 46,0  | 15,1      | 12,7 | 12,3 | 5,3  | 4,8  | 4,7  | 28,3 | 23,0 | 21,9 | 35%          | 37%  | 38%  | 1,6% | 2,0% | 2,2% |
| Mediana             |       | 9.1       | 8.2  | 7.9  | 1.7  | 1.7  | 1.7  | 15.8 | 15.2 | 14.6 | 21%          | 22%  | 23%  | 4.0% | 4.5% | 4.6% |

### 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  |
| SPÓŁKI RAFINERYJNE |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |
| Lotos              | 73,70   | 5,7       | 5,0  | 4,7  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 11,7 | 9,4  | 9,8  | 10%          | 11%  | 11%  | 4,1% | 4,1%  | 4,1%  |
| MOL                | 2634,00 | 4,1       | 5,0  | 4,4  | 0,5  | 0,7  | 0,6  | 8,7  | 9,2  | 7,9  | 13%          | 13%  | 15%  | 5,4% | 5,7%  | 6,0%  |
| PKN Orlen          | 72,56   | 4,1       | 5,0  | 5,1  | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 6,9  | 10,7 | 11,0 | 8%           | 7%   | 7%   | 4,8% | 4,8%  | 4,8%  |
| Hellenic Petroleum | 7,78    | 6,8       | 5,6  | 5,6  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 11,4 | 6,9  | 6,6  | 7%           | 8%   | 8%   | 6,0% | 6,1%  | 6,4%  |
| HollyFrontier      | 43,39   | 5,3       | 5,6  | 6,0  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 8,8  | 9,0  | 10,1 | 11%          | 10%  | 9%   | 3,1% | 3,3%  | 3,4%  |
| Marathon Petroleum | 55,07   | 6,9       | 5,4  | 5,6  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 13,8 | 8,2  | 9,2  | 7%           | 9%   | 9%   | 3,8% | 4,2%  | 4,7%  |
| Motor Oil          | 18,70   | 5,2       | 4,4  | 4,6  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 8,3  | 6,3  | 7,0  | 5%           | 6%   | 6%   | 6,9% | 7,2%  | 7,5%  |
| Neste Oil          | 38,22   | 10,5      | 13,0 | 11,7 | 1,8  | 2,0  | 1,9  | 16,4 | 20,1 | 17,9 | 18%          | 16%  | 16%  | 2,7% | 2,7%  | 2,9%  |
| OMV                | 43,17   | 4,4       | 4,1  | 4,0  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 8,4  | 8,4  | 7,7  | 24%          | 26%  | 26%  | 4,6% | 4,9%  | 5,3%  |
| Phillips 66        | 90,26   | 16,7      | 7,9  | 7,7  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 13,3 | 9,4  | 9,1  | 3%           | 7%   | 7%   | 4,0% | 4,3%  | 4,6%  |
| Saras              | 1,28    | 3,6       | 2,4  | 3,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 14,3 | 5,2  | 7,6  | 4%           | 6%   | 4%   | 5,1% | 8,6%  | 7,0%  |
| Tupras             | 111,20  | 8,7       | 5,1  | 4,8  | 0,4  | 0,4  | 0,3  | 24,9 | 6,5  | 5,8  | 5%           | 7%   | 7%   | 5,6% | 13,2% | 15,2% |
| Valero Energy      | 84,37   | 6,9       | 5,6  | 6,1  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 14,4 | 9,4  | 10,2 | 6%           | 6%   | 6%   | 4,3% | 4,7%  | 5,0%  |
| Mediana            |         | 5,7       | 5,1  | 5,1  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 11,7 | 9,0  | 9,1  | 7%           | 8%   | 8%   | 4,6% | 4,8%  | 5,0%  |

### 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 |
| SPÓŁKI PETROCHEMICZNE |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| PKN Orlen             | 72,56   | 4,1       | 5,0  | 5,1  | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 6,9  | 10,7 | 11,0 | 8%           | 7%   | 7%   | 4,8% | 4,8% | 4,8% |
| Axiall                | 64,00   | 7,5       | 7,0  | 6,7  | 1,4  | 1,3  | 1,3  | 17,1 | 14,6 | 13,3 | 18%          | 19%  | 19%  | 1,6% | 1,7% | 1,8% |
| Braskem               | 31,39   | 7,7       | 7,9  | 7,0  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | -    | 100+ | 100+ | 14%          | 14%  | 14%  | 1,4% | 0,9% | 0,1% |
| Eastman Chemical      | 73,13   | 9,0       | 7,8  | 7,5  | 1,7  | 1,7  | 1,6  | 13,2 | 9,9  | 9,0  | 19%          | 21%  | 22%  | 3,1% | 3,7% | 3,9% |
| Huntsman Corp         | 20,56   | 7,9       | 8,1  | 7,4  | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 11,8 | 10,9 | 9,2  | 12%          | 13%  | 13%  | 3,2% | 3,3% | 3,4% |
| Lotte Chemicals       | 209 500 | 5,1       | 5,7  | 4,9  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 10,0 | 9,3  | 7,8  | 12%          | 11%  | 12%  | 3,6% | 3,4% | 3,9% |
| LyondellBasell        | 81,93   | 7,3       | 6,7  | 6,2  | 1,1  | 1,2  | 1,1  | 8,6  | 8,0  | 7,2  | 16%          | 17%  | 18%  | 5,5% | 5,5% | 5,8% |
| Mitsubishi Chemical   | 794,20  | 7,3       | 7,6  | 7,2  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 6,7  | 9,8  | 9,0  | 12%          | 12%  | 13%  | 5,0% | 5,0% | 4,9% |
| Mitsui Chemicals      | 2590,00 | 6,9       | 7,7  | 7,1  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 6,7  | 12,7 | 9,6  | 10%          | 9%   | 10%  | 3,9% | 3,9% | 3,9% |
| Westlake Chemical     | 64,00   | 7,5       | 7,0  | 6,7  | 1,4  | 1,3  | 1,3  | 17,1 | 14,6 | 13,3 | 18%          | 19%  | 19%  | 1,6% | 1,7% | 1,8% |
| Mediana               |         | 7,4       | 7,3  | 6,9  | 1,0  | 1,1  | 1,0  | 10,0 | 10,7 | 9,2  | 13%          | 13%  | 14%  | 3,4% | 3,6% | 3,9% |

Źródło: mBank dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

## Wycena spółek gazowych

|                      |        | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |            | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|----------------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                      | Cena   | 2019       | 2020       | 2021       | 2019       | 2020       | 2021       | 2019        | 2020        | 2021       | 2019         | 2020       | 2021       | 2019        | 2020        | 2021        |
| <b>SPÓŁKI GAZOWE</b> |        |            |            |            |            |            |            |             |             |            |              |            |            |             |             |             |
| PGNiG                | 3,53   | 4,4        | 4,3        | 3,4        | 0,5        | 0,6        | 0,6        | 11,7        | 13,7        | 9,0        | 12%          | 13%        | 16%        | 3,1%        | 3,4%        | 2,9%        |
| A2A                  | 1,82   | 7,7        | 7,5        | 7,2        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 16,6        | 16,0        | 15,3       | 19%          | 19%        | 19%        | 4,3%        | 4,4%        | 4,6%        |
| BG Group             | 19,74  | 5,4        | 4,7        | 4,5        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 12,8        | 10,4        | 9,3        | 15%          | 17%        | 17%        | 7,5%        | 7,4%        | 7,5%        |
| BP                   | 4,65   | 6,7        | 4,8        | 4,7        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 29,9        | 9,3         | 9,8        | 9%           | 13%        | 13%        | 6,9%        | 7,0%        | 7,2%        |
| Centrica             | 0,83   | 4,8        | 4,9        | 5,4        | 0,3        | 0,4        | 0,4        | 11,3        | 9,2         | 8,6        | 7%           | 7%         | 7%         | 6,0%        | 6,0%        | 6,3%        |
| Enagas               | 24,80  | 10,8       | 10,9       | 11,7       | 9,1        | 9,3        | 10,2       | 13,7        | 13,5        | 13,7       | 84%          | 86%        | 87%        | 6,5%        | 6,8%        | 6,8%        |
| Endesa               | 25,00  | 8,7        | 8,4        | 8,2        | 1,6        | 1,6        | 1,6        | 17,1        | 16,1        | 15,6       | 19%          | 19%        | 19%        | 5,8%        | 6,1%        | 5,3%        |
| Engie                | 15,63  | 6,9        | 6,6        | 6,3        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 15,2        | 13,7        | 12,3       | 16%          | 16%        | 16%        | 5,0%        | 5,3%        | 5,8%        |
| Eni                  | 12,78  | 3,8        | 3,6        | 3,4        | 0,9        | 0,9        | 0,9        | 14,3        | 11,1        | 9,9        | 24%          | 25%        | 25%        | 6,7%        | 6,9%        | 7,0%        |
| Equinor              | 154,75 | 3,2        | 2,7        | 2,4        | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 32,0        | 10,1        | 8,9        | 35%          | 36%        | 38%        | 1,5%        | 6,5%        | 6,8%        |
| Gas Natural SDG      | 23,68  | 9,2        | 9,0        | 8,8        | 1,8        | 1,7        | 1,6        | 16,6        | 16,4        | 15,4       | 20%          | 19%        | 19%        | 5,7%        | 6,1%        | 6,4%        |
| Gazprom              | 225,20 | 3,9        | 4,0        | 3,6        | 1,0        | 1,1        | 1,0        | 4,0         | 5,0         | 4,4        | 27%          | 26%        | 27%        | 6,7%        | 7,5%        | 11,0%       |
| Hera                 | 4,28   | 8,7        | 8,3        | 8,1        | 1,4        | 1,3        | 1,2        | 19,6        | 20,1        | 19,4       | 16%          | 16%        | 15%        | 2,4%        | 2,5%        | 2,6%        |
| NovaTek              | 163,20 | 12,2       | 10,0       | 9,7        | 3,6        | 3,6        | 3,4        | 3,4         | 9,7         | 10,4       | 30%          | 36%        | 35%        | 2,8%        | 3,4%        | 3,6%        |
| ROMGAZ               | 34,55  | 4,8        | 5,1        | 5,0        | 2,3        | 2,4        | 2,4        | 8,6         | 9,3         | 9,1        | 48%          | 48%        | 49%        | 9,6%        | 9,0%        | 9,7%        |
| Shell                | 23,48  | 5,6        | 4,7        | 4,5        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 13,3        | 10,4        | 9,3        | 15%          | 17%        | 17%        | 7,2%        | 7,4%        | 7,5%        |
| Snam                 | 5,06   | 13,5       | 13,3       | 12,9       | 10,9       | 10,7       | 10,4       | 15,6        | 15,3        | 14,7       | 81%          | 81%        | 81%        | 4,8%        | 5,0%        | 5,2%        |
| Total                | 44,58  | 5,0        | 4,5        | 4,3        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 11,9        | 9,8         | 9,2        | 19%          | 18%        | 19%        | 6,0%        | 6,3%        | 6,6%        |
| <b>Mediana</b>       |        | <b>6,1</b> | <b>5,0</b> | <b>5,2</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>14,0</b> | <b>10,8</b> | <b>9,9</b> | <b>19%</b>   | <b>19%</b> | <b>19%</b> | <b>5,9%</b> | <b>6,2%</b> | <b>6,5%</b> |

## Wycena spółek wydobywczych

|                          |         | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E        |            |            | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|--------------------------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                          | Cena    | 2019       | 2020       | 2021       | 2019       | 2020       | 2021       | 2019       | 2020       | 2021       | 2019         | 2020       | 2021       | 2019        | 2020        | 2021        |
| <b>SPÓŁKI WYDOBYWCZE</b> |         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |              |            |            |             |             |             |
| MOL                      | 2634,00 | 4,6        | 4,3        | 4,0        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 7,6        | 7,0        | 6,4        | 14%          | 15%        | 15%        | 4,8%        | 5,2%        | 5,7%        |
| Bashneft                 | 2004,50 | 2,1        | 2,0        | 1,8        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 3,1        | 3,0        | 2,5        | 24%          | 24%        | 25%        | 10,7%       | 10,5%       | 11,5%       |
| BP                       | 4,65    | 6,7        | 4,8        | 4,7        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 29,9       | 9,3        | 9,8        | 9%           | 13%        | 13%        | 6,9%        | 7,0%        | 7,2%        |
| Dana Gas                 | 0,90    | 6,6        | 5,9        | -          | 3,4        | 3,1        | 3,0        | 12,3       | 12,3       | 12,3       | 51%          | 53%        | -          | 6,6%        | 6,6%        | 7,8%        |
| Eni                      | 12,78   | 3,8        | 3,6        | 3,4        | 0,9        | 0,9        | 0,9        | 14,3       | 11,1       | 9,9        | 24%          | 25%        | 25%        | 6,7%        | 6,9%        | 7,0%        |
| Equinor                  | 154,75  | 3,2        | 2,7        | 2,4        | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 32,0       | 10,1       | 8,9        | 35%          | 36%        | 38%        | 1,5%        | 6,5%        | 6,8%        |
| Gazprom Neft             | 440,00  | 4,3        | 4,4        | 4,1        | 1,1        | 1,1        | 1,0        | 5,2        | 5,3        | 5,0        | 26%          | 25%        | 25%        | 8,2%        | 9,2%        | 10,2%       |
| Gulf Keystone            | 1,78    | 2,3        | 1,4        | 1,0        | 1,3        | 0,9        | 0,7        | 10,3       | 5,7        | 3,6        | 60%          | 66%        | 69%        | 8,4%        | 6,2%        | 7,5%        |
| Lukoil                   | 6410,00 | 3,9        | 4,1        | 4,0        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 6,8        | 7,1        | 7,1        | 16%          | 16%        | 16%        | 6,9%        | 11,2%       | 11,0%       |
| Occidental Petroleum     | 40,50   | 10,1       | 8,0        | 7,6        | 4,7        | 3,9        | 3,8        | 21,0       | 43,5       | 23,2       | 46%          | 48%        | 51%        | 7,7%        | 7,8%        | 7,9%        |
| Repsol                   | 12,59   | 4,5        | 4,0        | 4,0        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 8,9        | 7,0        | 7,0        | 14%          | 16%        | 16%        | 7,7%        | 8,0%        | 8,2%        |
| Rosneft Oil              | 450,00  | 4,3        | 4,1        | 3,8        | 1,0        | 1,1        | 1,0        | 6,5        | 5,7        | 5,1        | 24%          | 25%        | 26%        | 7,2%        | 8,5%        | 9,7%        |
| Shell                    | 23,48   | 5,6        | 4,7        | 4,5        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 13,3       | 10,4       | 9,3        | 15%          | 17%        | 17%        | 7,2%        | 7,4%        | 7,5%        |
| Surgutneftegas           | 35,14   | -          | -          | -          | -          | -          | -          | 5,3        | 3,8        | 3,9        | -            | -          | -          | 4,2%        | 8,1%        | 7,1%        |
| Total                    | 44,58   | 5,0        | 4,5        | 4,3        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 11,9       | 9,8        | 9,2        | 19%          | 18%        | 19%        | 6,0%        | 6,3%        | 6,6%        |
| Tullow Oil               | 0,45    | 4,0        | 4,9        | 5,2        | 3,0        | 3,4        | 3,5        | 4,0        | 7,5        | 9,4        | 73%          | 68%        | 67%        | 6,0%        | 2,2%        | 3,1%        |
| <b>Mediana</b>           |         | <b>4,3</b> | <b>4,3</b> | <b>4,0</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>0,8</b> | <b>9,6</b> | <b>7,3</b> | <b>8,0</b> | <b>24%</b>   | <b>25%</b> | <b>25%</b> | <b>6,9%</b> | <b>7,2%</b> | <b>7,5%</b> |

## Wycena spółek surowcowych

|                           |        | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|---------------------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           | Cena   | 2019       | 2020       | 2021       | 2019       | 2020       | 2021       | 2019        | 2020        | 2021        | 2019         | 2020       | 2021       | 2019        | 2020        | 2021        |
| <b>GÓRNICTWO I METALE</b> |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| JSW                       | 18,20  | 0,7        | 3,0        | 3,1        | 0,1        | 0,2        | 0,3        | 4,6         | -           | -           | 19%          | 8%         | 10%        | 9,4%        | 0,0%        | 0,0%        |
| KGHM                      | 92,16  | 4,6        | 4,5        | 5,3        | 1,1        | 1,1        | 1,1        | 8,3         | 8,2         | 11,8        | 24%          | 24%        | 20%        | 0,0%        | 1,6%        | 3,7%        |
| LW Bogdanka*              | 29,00  | 1,0        | 1,0        | 1,1        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 3,2         | 4,2         | 5,7         | 36%          | 34%        | 31%        | 3,2%        | 7,2%        | 7,4%        |
| Anglo American            | 20,15  | 4,4        | 4,3        | 4,6        | 1,5        | 1,5        | 1,5        | 9,4         | 9,5         | 10,6        | 34%          | 34%        | 32%        | 4,2%        | 4,2%        | 3,8%        |
| Antofagasta               | 8,38   | 5,6        | 5,5        | 5,1        | 2,7        | 2,7        | 2,5        | 21,3        | 20,0        | 17,2        | 49%          | 49%        | 50%        | 2,5%        | 2,4%        | 3,4%        |
| BHP Group                 | 16,57  | 6,0        | 5,7        | 6,1        | 3,0        | 3,0        | 3,1        | 13,4        | 10,8        | 12,0        | 50%          | 53%        | 51%        | 6,2%        | 6,5%        | 5,9%        |
| Freeport-McMoRan          | 12,17  | 13,4       | 9,6        | 5,4        | 2,3        | 2,2        | 1,9        | -           | 28,4        | 10,1        | 17%          | 23%        | 35%        | 1,6%        | 1,6%        | 1,8%        |
| Glencore                  | 2,30   | 6,7        | 6,1        | 5,6        | 0,4        | 0,4        | 0,3        | 18,1        | 13,4        | 10,5        | 5%           | 6%         | 6%         | 6,2%        | 5,8%        | 5,7%        |
| Grupo Mexico              | 51,98  | 6,1        | 5,8        | 5,5        | 2,8        | 2,7        | 2,5        | 12,9        | 12,0        | 11,3        | 46%          | 46%        | 46%        | 6,7%        | 5,7%        | 8,2%        |
| Kazakhmys                 | 4,69   | 4,7        | 4,7        | 4,6        | 2,6        | 2,5        | 2,4        | 6,1         | 6,1         | 5,9         | 54%          | 53%        | 52%        | 1,6%        | 1,7%        | 1,6%        |
| Rio Tinto                 | 41,23  | 4,9        | 5,4        | 6,0        | 2,4        | 2,5        | 2,6        | 8,6         | 9,5         | 11,6        | 49%          | 46%        | 44%        | 8,2%        | 6,6%        | 5,7%        |
| Southern CC               | 38,34  | 9,9        | 9,4        | 9,1        | 4,9        | 4,7        | 4,6        | 18,9        | 17,4        | 16,7        | 50%          | 50%        | 50%        | 4,2%        | 4,2%        | 4,1%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>5,3</b> | <b>5,4</b> | <b>5,4</b> | <b>2,4</b> | <b>2,4</b> | <b>2,1</b> | <b>9,4</b>  | <b>10,8</b> | <b>11,3</b> | <b>41%</b>   | <b>40%</b> | <b>39%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,0%</b> |
| <b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>   |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Grupa Kęty                | 385,50 | 8,8        | 9,6        | 9,8        | 1,4        | 1,5        | 1,5        | 13,1        | 15,1        | 15,5        | 16%          | 15%        | 15%        | 6,2%        | 6,1%        | 5,0%        |
| Alcoa                     | 15,42  | 10,0       | 4,2        | 3,5        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | -           | -           | 32,3        | 5%           | 13%        | 15%        | -           | -           | -           |
| Constellium               | 12,71  | 6,6        | 6,3        | 5,8        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 28,2        | 12,2        | 8,6         | 10%          | 10%        | 11%        | -           | -           | -           |
| Kaiser Aluminum           | 103,45 | 8,6        | 8,0        | 7,8        | 1,2        | 1,2        | 1,2        | 15,3        | 13,8        | 13,0        | 14%          | 15%        | 15%        | 2,3%        | 2,4%        | 2,5%        |
| Norsk Hydro               | 27,43  | 7,3        | 4,9        | 4,2        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | -           | 15,3        | 10,1        | 7%           | 10%        | 11%        | 9,1%        | 4,7%        | 5,0%        |
| Rusal                     | 4,25   | 15,3       | 11,5       | 9,4        | 1,5        | 1,6        | 1,5        | 6,5         | 5,1         | 4,8         | 10%          | 13%        | 15%        | 1,6%        | 3,6%        | 4,6%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>8,7</b> | <b>7,2</b> | <b>6,8</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>14,2</b> | <b>13,8</b> | <b>11,5</b> | <b>10%</b>   | <b>13%</b> | <b>15%</b> | <b>4,3%</b> | <b>4,1%</b> | <b>4,8%</b> |

Źródło: mBank dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

### Wycena spółek nawozowych

|                    |         | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|--------------------|---------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                    | Cena    | 2019      | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019         | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| SPÓŁKI NAWOZOWE    |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Grupa Azoty        | 27,48   | 4,3       | 5,7  | 7,7  | 0,5  | 0,6  | 0,8  | 6,8  | 12,5 | 52,4 | 13%          | 11%  | 10%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| ZA Police*         | 10,10   | -         | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -            | -    | -    | -    | -    | -    |
| Acron              | 4782,00 | 8,7       | 7,6  | 7,3  | 2,7  | 2,4  | 2,2  | 9,7  | 7,9  | 7,8  | 31%          | 32%  | 30%  | 6,8% | 6,9% | 7,2% |
| CF Industries      | 41,67   | 9,8       | 9,4  | 9,0  | 3,4  | 3,4  | 3,3  | 19,5 | 17,9 | 15,0 | 35%          | 36%  | 37%  | 2,9% | 2,9% | 3,0% |
| Israel Chemicals   | 14,20   | 6,5       | 6,4  | 6,1  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 10,7 | 10,4 | 9,4  | 22%          | 22%  | 22%  | 4,9% | 4,7% | 5,1% |
| K+S                | 8,94    | 7,9       | 7,3  | 6,4  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 18,8 | 15,1 | 8,7  | 16%          | 16%  | 18%  | 2,7% | 3,3% | 4,2% |
| Phosagro           | 2440,00 | 5,8       | 6,1  | 5,6  | 1,8  | 1,8  | 1,8  | 8,1  | 10,4 | 10,4 | 31%          | 30%  | 31%  | 7,2% | 4,9% | 4,9% |
| The Mosaic Company | 19,83   | 8,6       | 7,7  | 6,3  | 1,4  | 1,4  | 1,3  | 47,4 | 21,7 | 12,2 | 16%          | 18%  | 20%  | 1,0% | 1,1% | 1,3% |
| Yara International | 386,00  | 8,2       | 6,5  | 5,9  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 19,9 | 12,1 | 10,3 | 15%          | 17%  | 17%  | 1,7% | 4,6% | 5,4% |
| Mediana            |         | 8,1       | 6,9  | 6,3  | 1,4  | 1,4  | 1,3  | 14,8 | 12,3 | 10,3 | 19%          | 20%  | 21%  | 2,8% | 3,9% | 4,5% |

### 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 |
| SPÓŁKI SPOŻYWCZE    |         |            |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Astarta*            | 16,20   | 6,4        | 3,9  | 3,8  | 0,8  | 0,8  | 0,7  | -    | 3,0  | 2,6  | 13%          | 19%  | 19%  | -    | -    | 5,0% |
| Kemel               | 48,50   | 5,0        | 6,5  | 5,8  | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 5,9  | 8,1  | 7,3  | 9%           | 8%   | 8%   | 1,8% | 2,0% | 1,9% |
| Agrana Beteiligungs | 19,00   | 11,1       | 8,7  | 7,5  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 46,3 | 23,5 | 16,8 | 6%           | 8%   | 9%   | 5,3% | 5,5% | 5,8% |
| Bunge Limited       | 54,67   | 10,4       | 10,1 | 9,7  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 19,0 | 15,6 | 12,8 | 3%           | 3%   | 3%   | 3,7% | 4,0% | 4,4% |
| Cosan               | 78,90   | 6,8        | 6,4  | 5,9  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 15,2 | 15,2 | 13,9 | 8%           | 8%   | 9%   | 1,9% | 1,7% | 2,1% |
| MHP                 | 8,20    | 5,1        | 4,9  | 4,4  | 1,2  | 1,1  | 1,1  | 5,7  | 6,0  | 4,5  | 23%          | 23%  | 24%  | 9,1% | 9,1% | 9,1% |
| Nissin Oillio       | 3730,00 | 8,9        | 8,5  | 8,2  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 14,1 | 14,2 | 13,7 | 6%           | 6%   | 6%   | 2,1% | 2,1% | 2,1% |
| Suedzucker          | 15,86   | -          | 12,2 | 7,7  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | -    | -    | 15,8 | -            | 7%   | 10%  | 1,3% | 1,3% | 1,9% |
| Wilmar Int.         | 4,01    | 14,2       | 12,8 | 12,0 | 0,8  | 0,7  | 0,7  | 16,1 | 13,9 | 12,6 | 6%           | 6%   | 6%   | 2,6% | 2,8% | 3,1% |
| Mediana             |         | 7.8        | 8.5  | 7.5  | 0.7  | 0.7  | 0.7  | 15.2 | 14.1 | 12.8 | 7%           | 8%   | 9%   | 2.4% | 2.5% | 3.1% |

Źródło: mBank dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

### Wybrane surowcowe ETF (Exchange Traded Funds) dostępne w detalicznej ofercie Biura maklerskiego mBanku

| Surowiec              | Nazwa instrumentu (nazwa w serwisie mdm.pl)           | Rynek     | Kod ISIN     | Ticker  |
|-----------------------|-------------------------------------------------------|-----------|--------------|---------|
| <b>Produkty rolne</b> |                                                       |           |              |         |
| Cukier                | WISDOMTREE SUGAR (OD7R GR ETF)                        | DEU-XETRA | DE000A0KRJ85 | OD7R:GR |
| Kakao                 | WISDOMTREE 2X DAILY LONG COCOA (4RUP GR ETF)          | DEU-XETRA | DE000A0V9ZE9 | 4RUP:GR |
| Kawa                  | WISDOMTREE COFFEE (OD7B GR ETF)                       | DEU-XETRA | DE000A0KRJT2 | OD7B:GR |
| Pszenica              | WISDOMTREE WHEAT (OD7S GR ETF)                        | DEU-XETRA | DE000A0KRJ93 | OD7S:GR |
| <b>Metale</b>         |                                                       |           |              |         |
| Miedź                 | WISDOMTREE COPPER (OD7C GR ETF)                       | DEU-XETRA | DE000A0KRJU0 | OD7C:GR |
| Nikiel                | WISDOMTREE NICKEL (OD7M GR ETF)                       | DEU-XETRA | DE000A0KRJ44 | OD7M:GR |
| Platyna               | WISDOMTREE PHYSICAL PLATINUM                          | DEU-XETRA | DE000A0N62D7 | VZLA:GR |
| Srebro                | WISDOMTREE PHYSICAL SILVER (VZLC GR ETF)              | DEU-XETRA | DE000A0N62F2 | VZLC:GR |
|                       | WISDOMTREE 2X DAILY LONG SILVER (4RUE GR ETF)         | DEU-XETRA | DE000A0V9Y57 | 4RUE:GR |
| Złoto                 | XETRA GOLD (4GLD GR ETF)                              | DEU-XETRA | DE000A0S9GB0 | 4GLD:GR |
|                       | WISDOMTREE PHYSICAL GOLD (VZLD GR ETF)                | DEU-XETRA | DE000A0N62G0 | VZLD:GR |
|                       | XTRACKERS PHYSICAL GOLD ETC EUR (XAD5 GR ETF)         | DEU-XETRA | DE000A1E0HR8 | XAD5:GR |
|                       | DB-X PHYSICAL GOLD EURO HEDGED ETC (XAD1 GR ETF)      | DEU-XETRA | DE000A1EK0G3 | XAD1:GR |
|                       | WISDOMTREE 2X DAILY LONG GOLD (4RT8 GR ETF)           | DEU-XETRA | DE000A0V9YZ7 | 4RT8:GR |
|                       | ISHARES PHYSICAL GOLD (SGLN LN ETF)                   | GBR-LSE   | IE00B4ND3602 | SGLN:LN |
| <b>Paliwa</b>         |                                                       |           |              |         |
| Ropa Brent            | WISDOMTREE BRENT CRUDE (OOEA GR ETF)                  | DEU-XETRA | DE000A1N49P6 | OOEA:GR |
| Ropa Crude            | WISDOMTREE WTI CRUDE OIL (OD7F GR ETF)                | DEU-XETRA | DE000A0KRJX4 | OD7F:GR |
|                       | WISDOMTREE 1X DAILY SHORT WTI CRUDE OIL (9GA7 GR ETF) | DEU-XETRA | DE000A0V9XY2 | 9GA7:GR |
|                       | WISDOMTREE 2X DAILY LONG WTI CRUDE OIL (4RT6 GR ETF)  | DEU-XETRA | DE000A2BDEB6 | 4RT6:GR |

Źródło: mBank

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzieleny przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

#### Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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 niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawipol, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Prime Car Management, Primetech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielenie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura 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)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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 Biura 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.

#### Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.



**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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