

wtorek, 18 maja 2021 | 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 zbliżyły się do 69 EUR/MWh, odwzorowując dalszy wzrost cen uprawnień powyżej 56 EUR/t, przy stabilnych cenach kontraktowych (1Y FWD) na gazie i węglu. W Polsce ceny sięgają już 360 PLN/MWh, a ostatni tydzień przyniósł odbudowę CDS dla elektrowni opalanych w. kamiennym. Taki skok notowań znowu może być problemem dla rentowności w obrocie w przyszłym roku (różnica w cenie przekracza już 100 PLN/MWh r/r).

#### Rynek paliwowy

Marże rafinerijne nieco osłabły (1 USD/Bbl), pomimo dalszych spadków zapasów diesla w portach ARA, głównie z uwagi na korektę na benzynie i pogłębienie ujemnych cracków na HSFO. Dyferencjał stabilny w okolicach 2 USD/Bbl. W petrochemii rekordowe rentowności się utrzymują. Na rynku gazu na kontraktach 1M FWD ceny przekroczyły 26 EUR/MWh, przy zapasach na poziomach zbliżonych do 2017-18.

#### Rynek metali

Obawy inflacyjne oraz wypowiedzi chińskich polityków o potrzebie zahamowania cen surowców chłodzą nastroje na rynkach metali. W efekcie inwestorzy spekulacyjni ograniczają ekspozycję na miedź (spadek pozycji spekulacyjnych w ostatnim tygodniu o 8 tys. sztuk). Naszym zdaniem w perspektywie najbliższych tygodni KGHM może zachowywać się gorzej od rynku, ale w dłuższej perspektywie fundamenty cen miedzi pozostają silne, więc korektę poniżej 200 PLN/akcja traktowalibyśmy jako okazja do kupna.

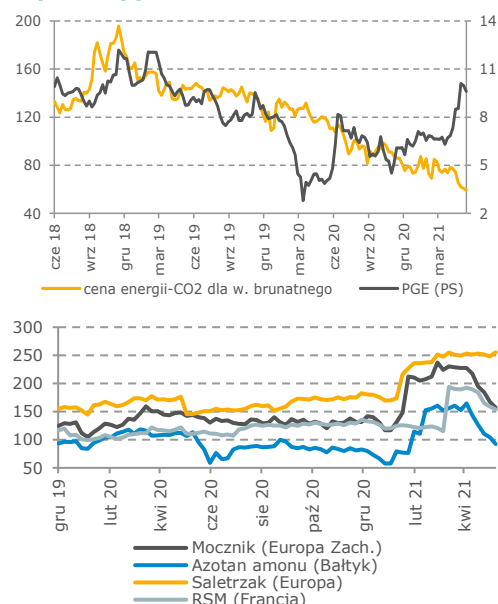
#### Rynek węgla koksowego

W Chinach obserwujemy dalsze wzrosty cen stali do kolejnych rekordowych wartości. Sprzyjają obserwowane spadki zapasów surowca w Chinach oraz utrzymujące się ceny rudy żelaza powyżej 200 USD/t. Warto zwrócić uwagę na eksplozję cen prętów żebrowanych (pozytywnie dla Cognor). Wyższe ceny stali sprzyjają Stalproduktowi, ale również zagranicznym producentom jak Arcelor Mittal. Warto zwrócić uwagę, że ceny węgla koksowego w Australii odbiły obecnie do 115 USD/t. Ostatni argument sprzyja outlook dla JSW, która w czwartek po sesji poda wyniki za 1Q'21 (oczekujemy wzrostów r/r).

#### Rynek spożywczy

Na rynkach finansowych wysokie poziomy cen produktów agro kuszą inwestorów do realizacji zysków, co skutkuje lokalną korektą cen (cukier, pszenica, kukurydza). W całym 2021 roku zakładamy, że ceny kukurydzy utrzymają się na poziomie ponad 250 USD/t, więc ewentualną korektę cen Astarty i Kernela wykorzystyalibyśmy do zakupów akcji. W środę po sesji wyniki za 1Q'21 poda Astarta. Liczymy na zestaw optymistycznych danych oraz dobry outlook na 2Q'21 (ceny cukru wciąż ponad 21 tys. UAH/t).

#### Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

| Spółka         | 1W     | YTD   |
|----------------|--------|-------|
| ZE PAK         | -4,9%  | +6%   |
| Lotos          | -4,5%  | +23%  |
| Astarta        | -4,1%  | +69%  |
| Ciech          | -3,1%  | +26%  |
| PGNiG          | -2,7%  | +17%  |
| KGHM           | -2,0%  | +17%  |
| LW Bogdanka    | -1,5%  | +23%  |
| IMC            | -1,1%  | +52%  |
| PCC Rokita     | -1,0%  | +38%  |
| Enea           | -0,8%  | +28%  |
| Tauron         | -0,5%  | +20%  |
| Kęty           | -0,3%  | +31%  |
| Kernel         | -0,2%  | +13%  |
| Energa         | -0,1%  | +2%   |
| Orzeł Biały    | +0,0%  | +41%  |
| ZA Puławy      | +0,6%  | +10%  |
| ZCh Police     | +0,8%  | +4%   |
| CEZ            | +0,8%  | +19%  |
| PGE            | +0,9%  | +49%  |
| Boryszew       | +0,9%  | +5%   |
| MOL            | +1,5%  | +4%   |
| Alumetal       | +2,1%  | +26%  |
| OMV            | +2,8%  | +40%  |
| JSW            | +3,0%  | +21%  |
| Grupa Azoty    | +3,8%  | +30%  |
| Tupras         | +5,0%  | -6%   |
| PKN Orlen      | +6,5%  | +32%  |
| Tarczyński     | +13,0% | +136% |
| Indeksy WIG    | 1W     | YTD   |
| WIG            | +0,5%  | +11%  |
| Chemia         | +0,9%  | +26%  |
| Energia        | +0,3%  | +35%  |
| Paliwa         | +2,3%  | +26%  |
| Spożywczy      | -0,6%  | +16%  |
| Surowce        | -1,8%  | +17%  |
| Ukraina        | -2,3%  | +29%  |
| Indeksy sektor | 1W     | YTD   |
| Górnictwo      | -4,0%  | +29%  |
| Oil & Gas E&P  | +0,9%  | +44%  |
| Refining EU    | +3,4%  | +15%  |
| Refining US    | +3,4%  | +41%  |
| Agri & Food    | +0,3%  | +7%   |
| Kauczuki       | -2,8%  | +16%  |
| Nawozy         | +1,6%  | +38%  |
| Chemicals EU   | -1,7%  | +9%   |
| Industrials EU | -1,4%  | +14%  |
| Petchem World  | -1,5%  | +27%  |
| Utilities EU   | -0,2%  | +2%   |
| Utilities US   | -2,0%  | +5%   |

#### Marże na w. brunatnym na minimach

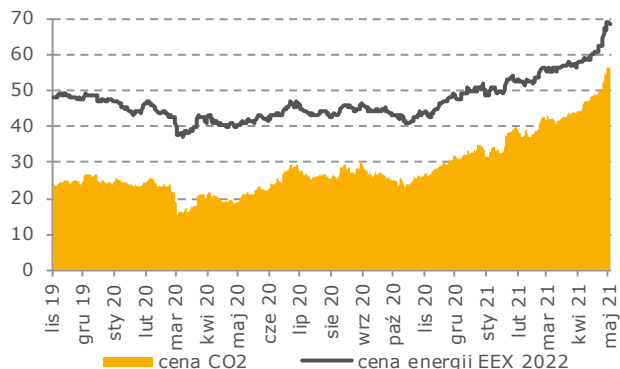
Wzrostowy trend na CO<sub>2</sub> uderza oczywiście w najbardziej emisyjne źródła, przede wszystkim w elektrownie na węgiel brunatny. CDS na tym paliwie wyznacza z każdym tygodniem nowe minima. Perspektywa zapowiedzianego wydzielenia tych aktywów do NABE oczywiście neutralizuje ten efekt z punktu widzenia PGE, ale naszym zdaniem wycena kompleksów Bełchatów/Turów na potrzeby transformacji będzie tym zainfekowana.

#### Marże na produkcji nawozów saletrzanych

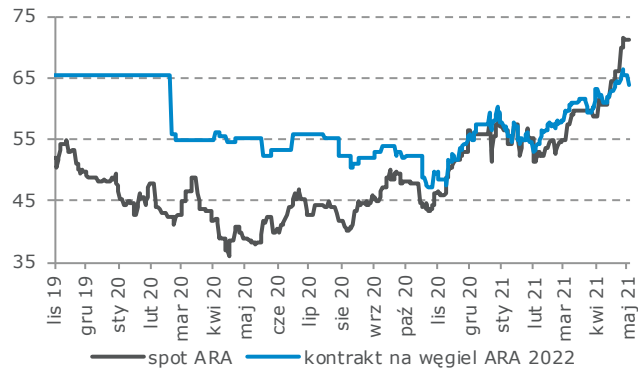
Dalsze wzrosty cen gazu i pozostające w korekcie ceny nawozów saletrzanych negatywnie przekładają na marże na ich produkcji. Cały wzrost marca i kwietnia został już praktycznie zniesiony. Nie sprzyja również obserwowana korekta cen produktów agro na rynku. Informacja negatywna dla Grupy Azoty i Yara. Po słabych wynikach ATT za 1Q'21 perspektywy na 2H'21 wyglądają ponuro.

## Energetyka

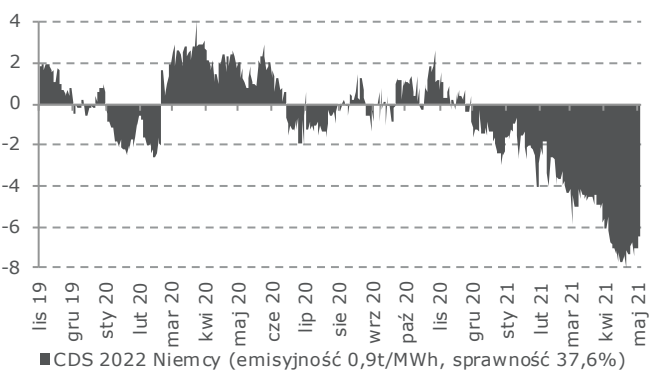
**Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)**



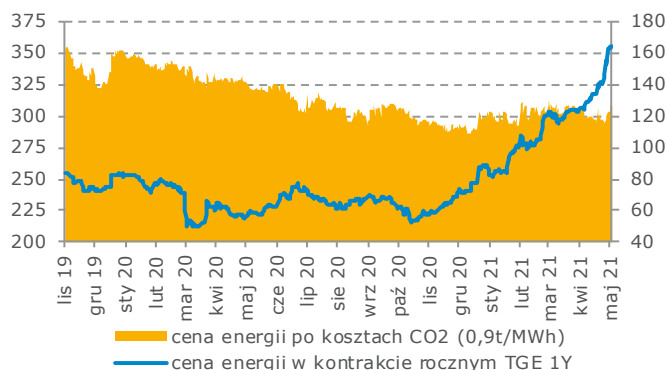
**Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)**



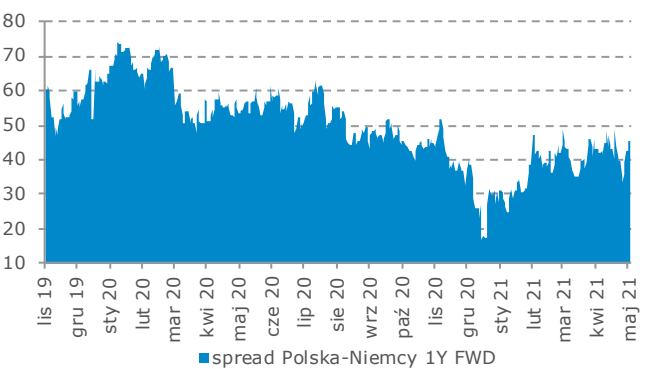
**Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)**



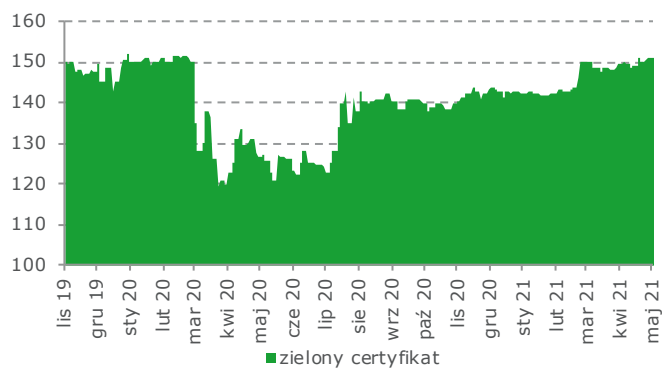
**Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)**



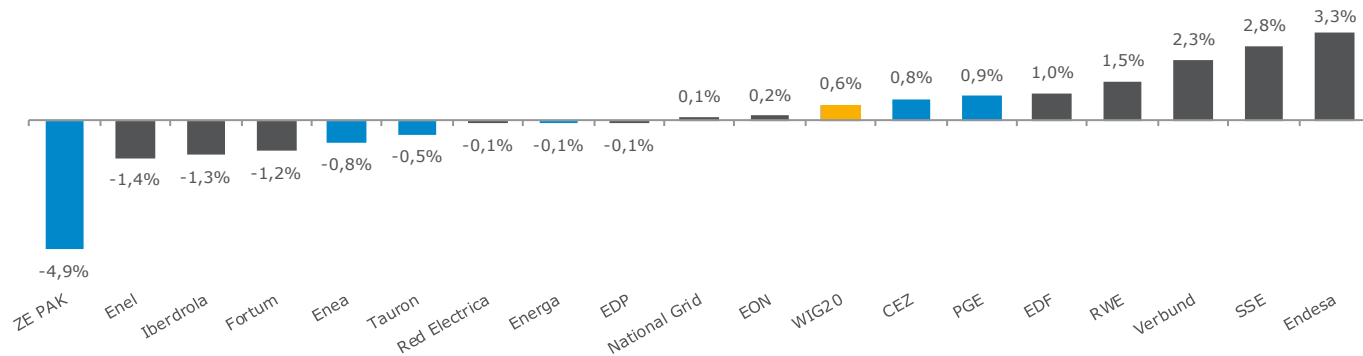
**Spread w cenach energii (PLN/MWh)**



**Zielony certyfikat (PLN/MWh)**



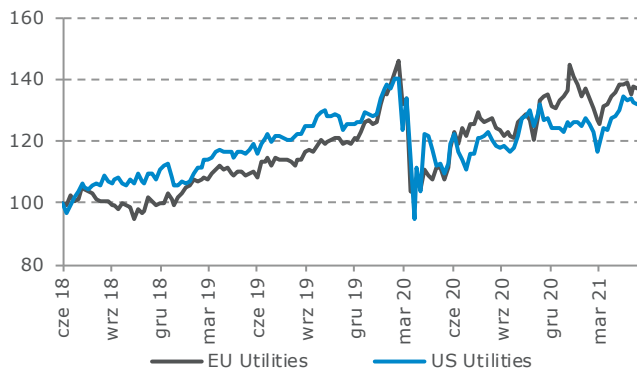
**Tygodniowy performance spółek energetycznych**



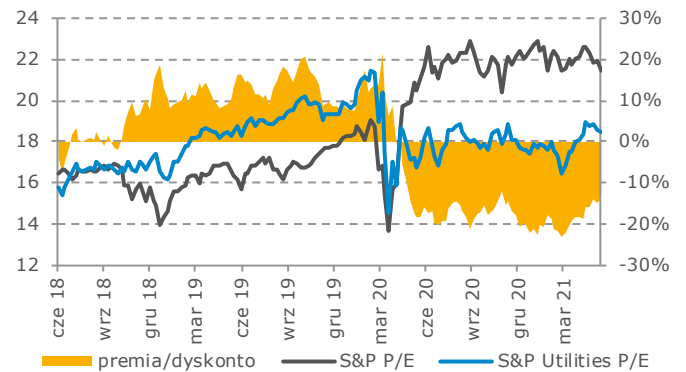
Źródło: Bloomberg, mBank

## Energetyka

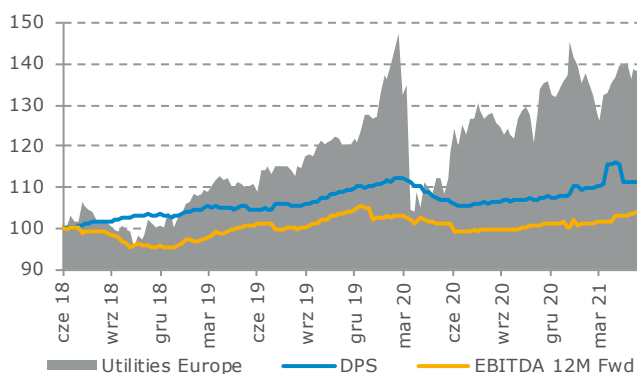
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



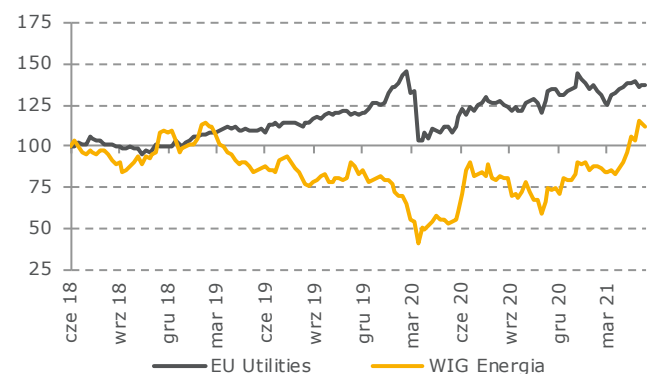
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



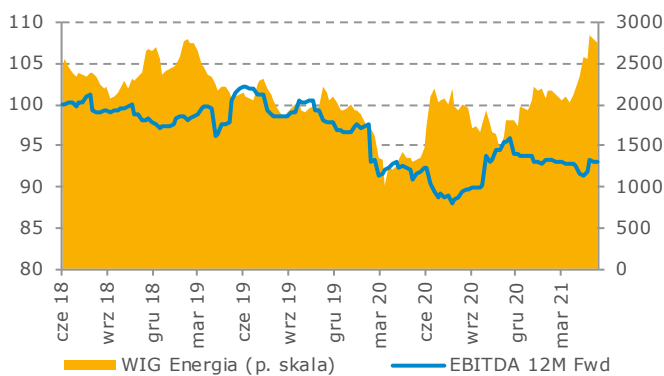
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



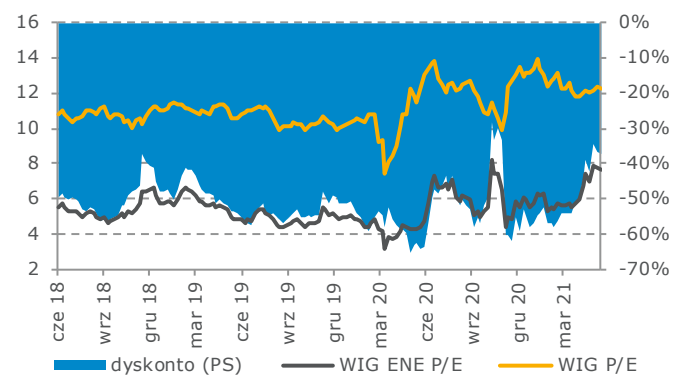
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



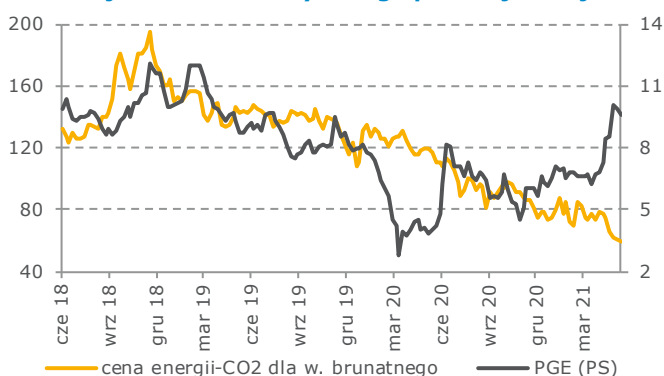
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



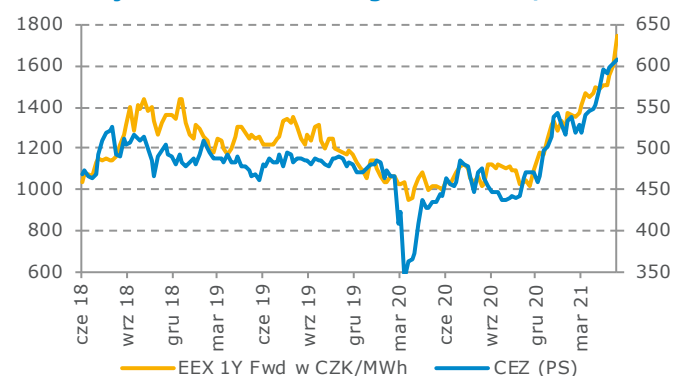
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



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



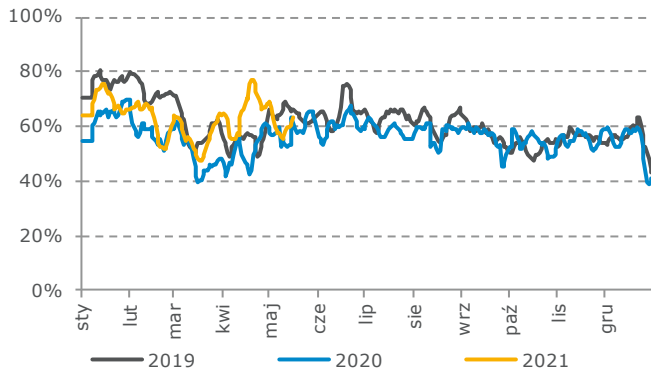
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



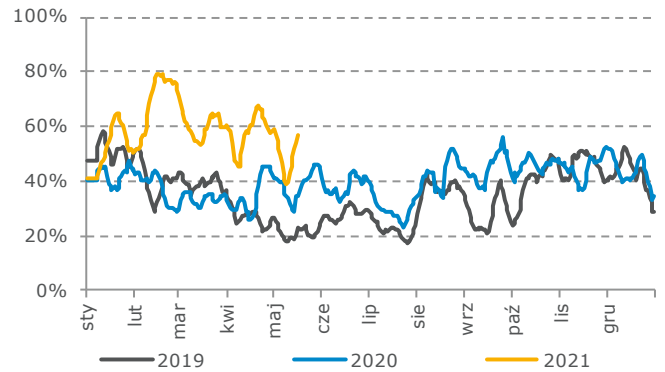
Źródło: Bloomberg, mBank

## Energetyka

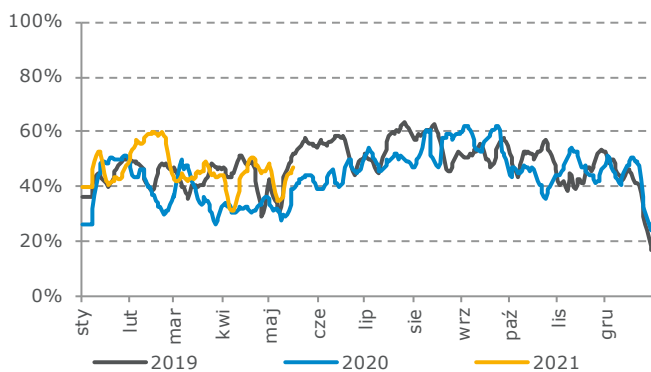
**Load factor elektrowni Bełchatów**



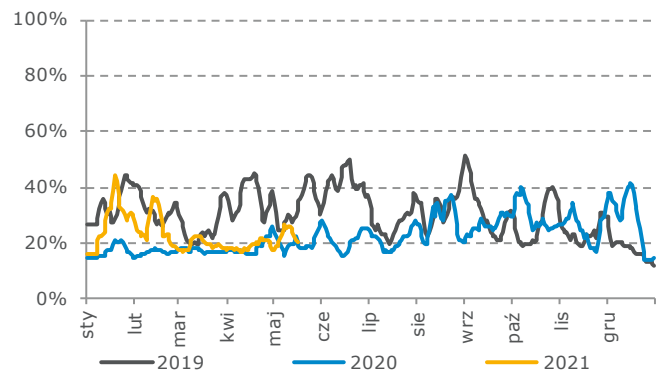
**Load factor elektrowni Turów**



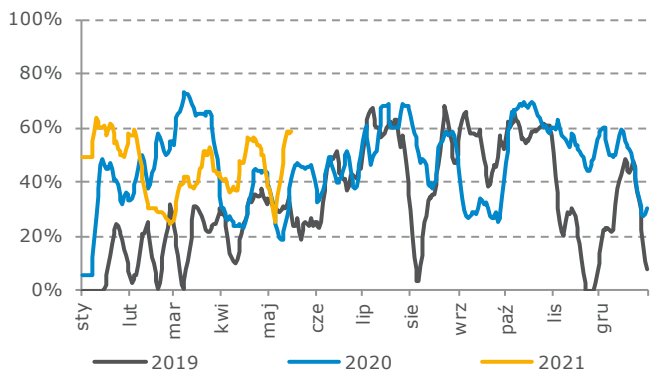
**Load factor elektrowni Koźienice**



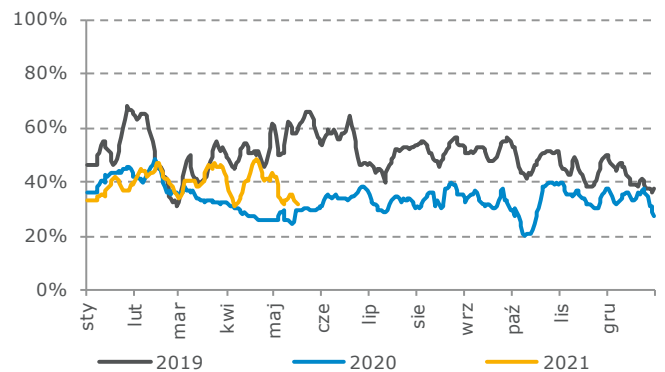
**Load factor elektrowni Jaworzno**



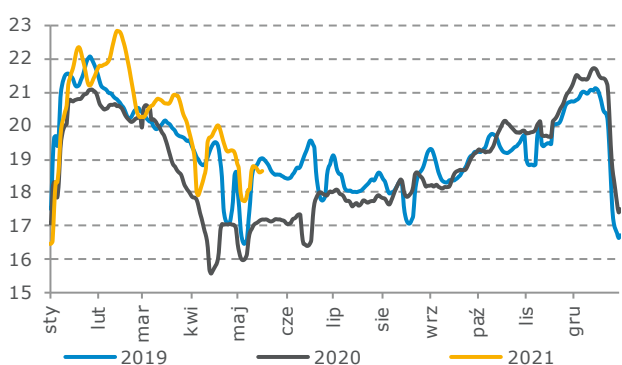
**Load factor elektrowni Opole B5/B6**



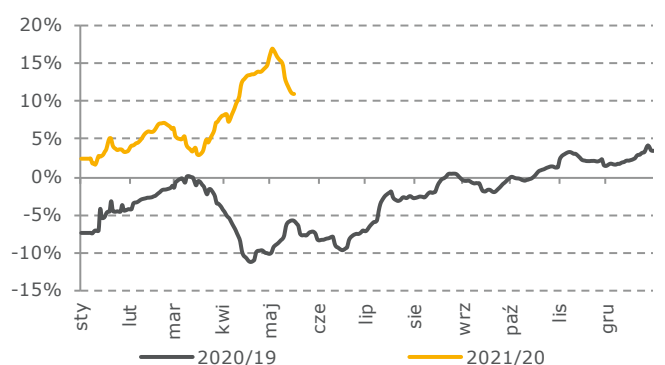
**Load factor elektrowni Połaniec**



**Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)**



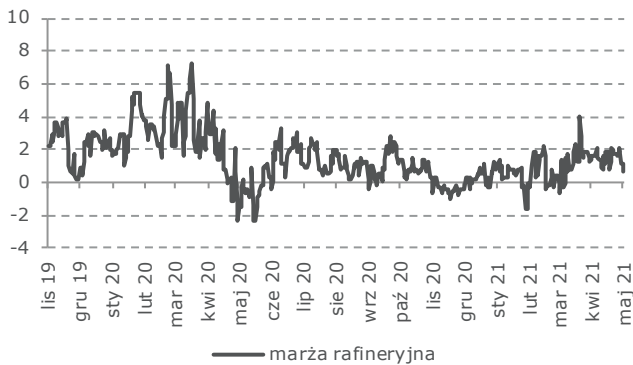
**Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE**



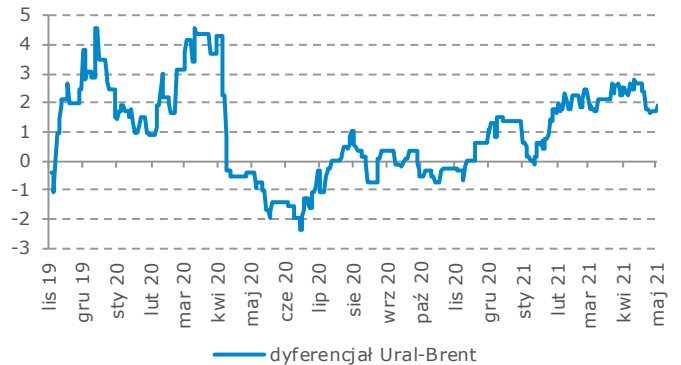
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

## Paliwa

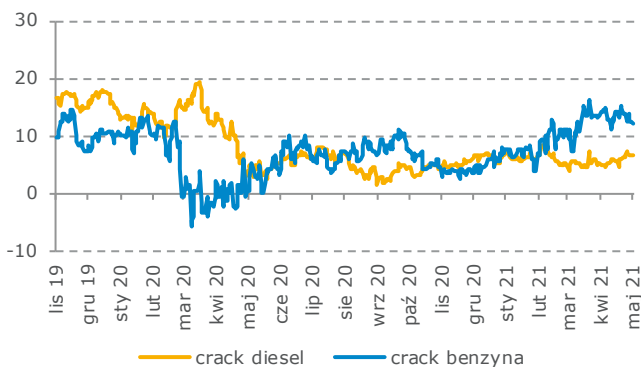
Marża rafinerijna (USD/Bbl)



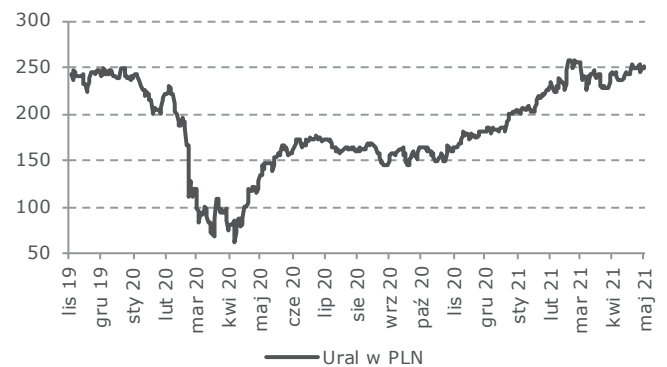
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



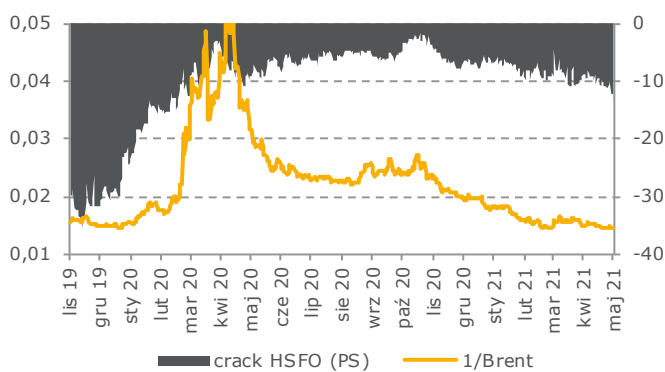
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



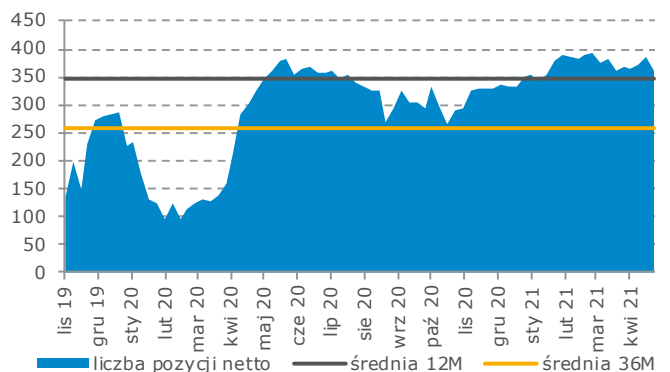
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



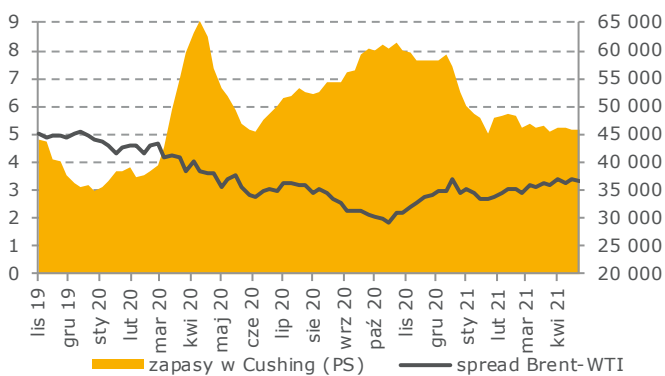
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



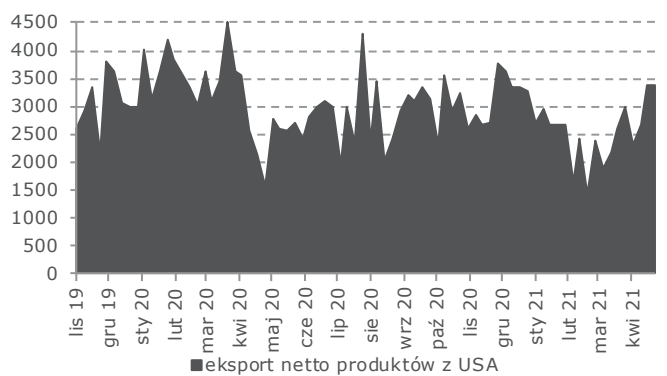
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



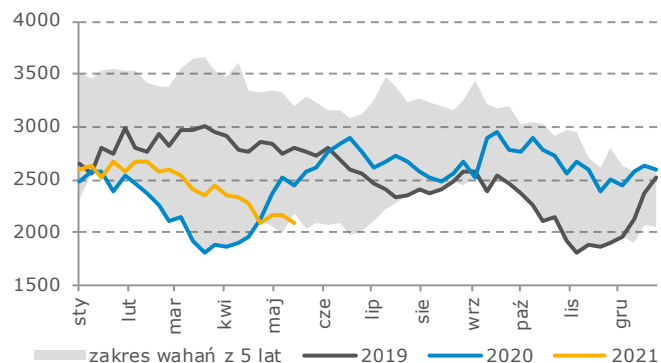
Eksport netto paliw z USA



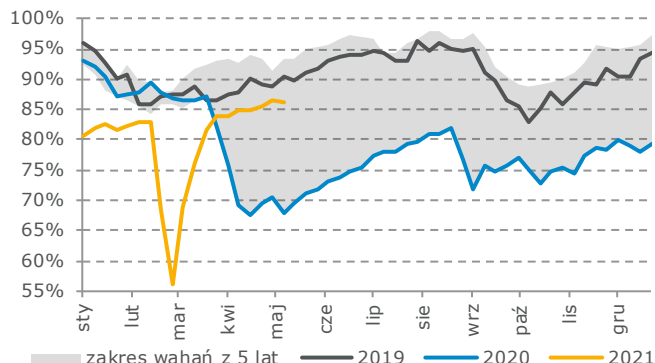
Źródło: Bloomberg, mBank

## Paliwa

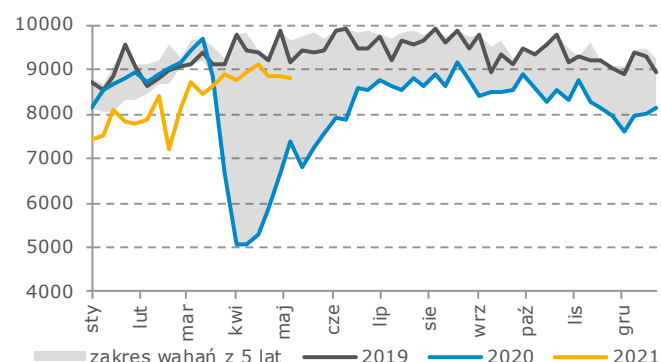
### Zapasy diesla w portach ARA



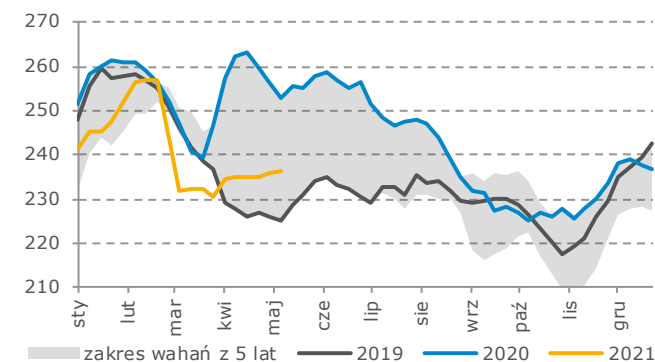
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



### Popyt na benzynę w USA



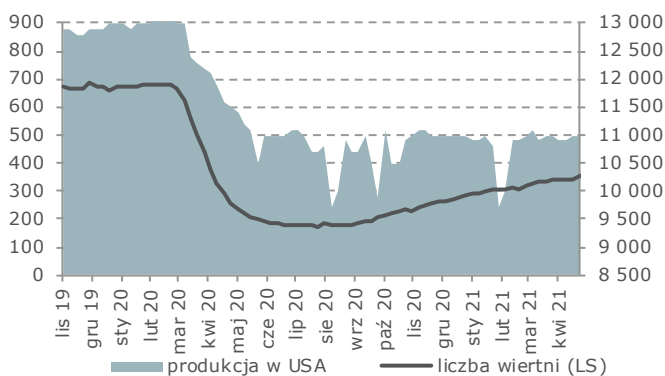
### Zapasy benzyny w USA



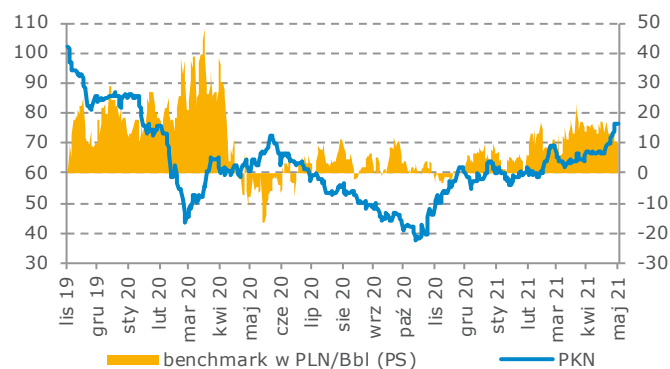
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



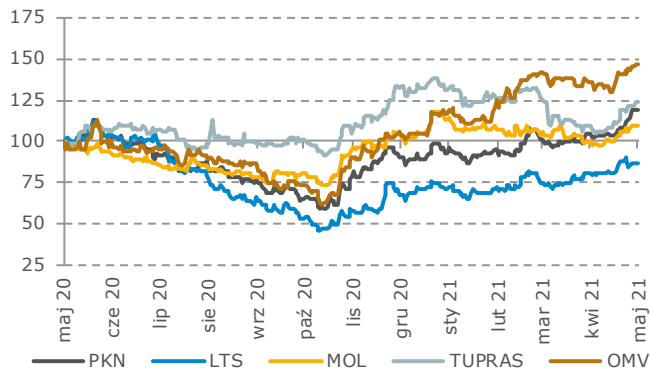
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



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



### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych

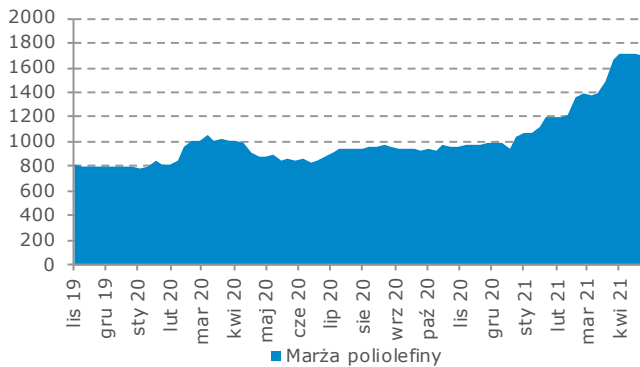


Źródło: Bloomberg, mBank

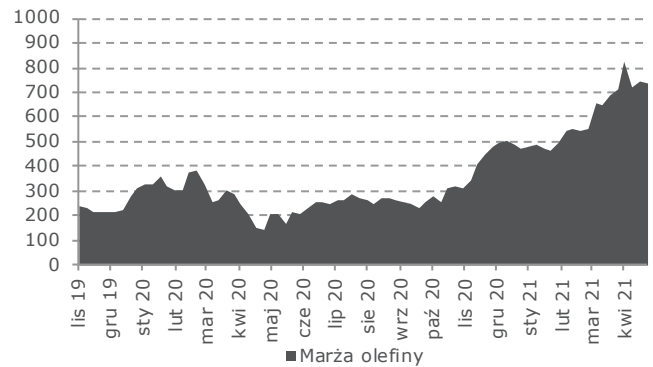


## Petrochemia/Gaz

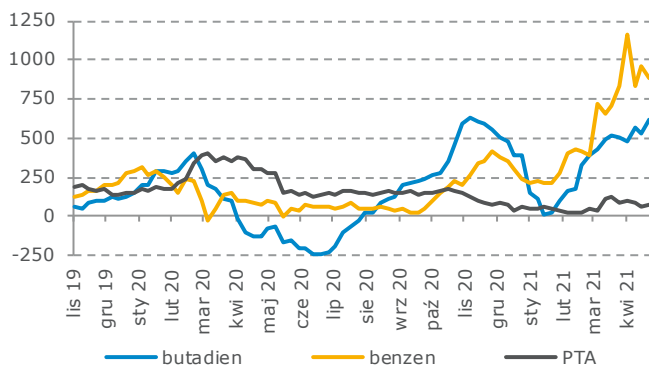
### Marża petrochemiczna poliolefiny



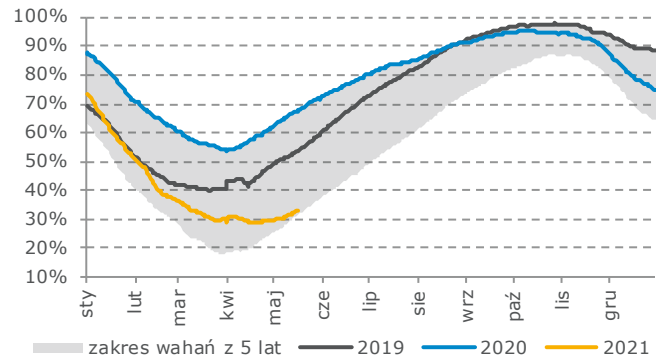
### Marża petrochemiczna olefiny



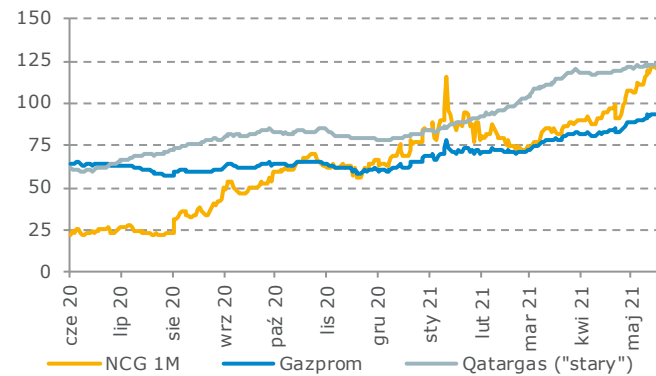
### Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



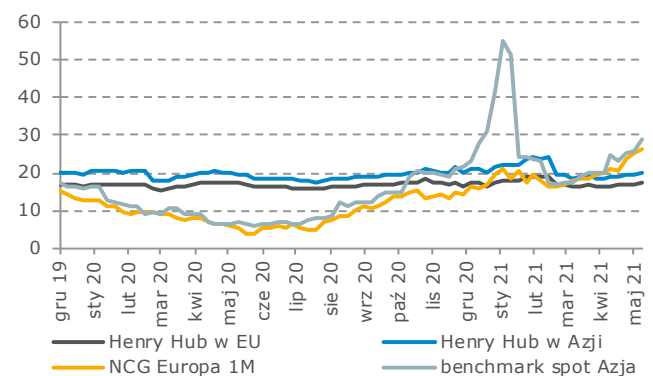
### Napełnienie magazynów gazu w UE



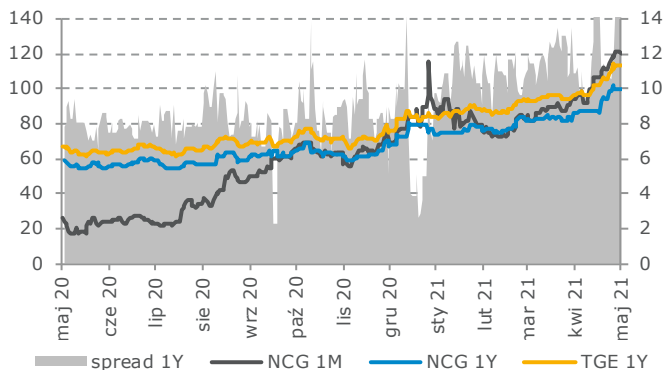
### Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



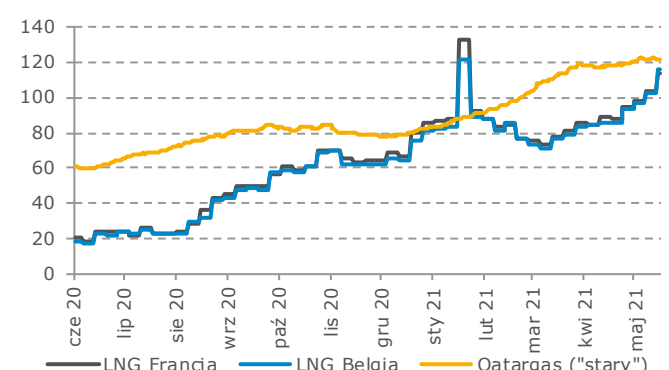
### Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



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



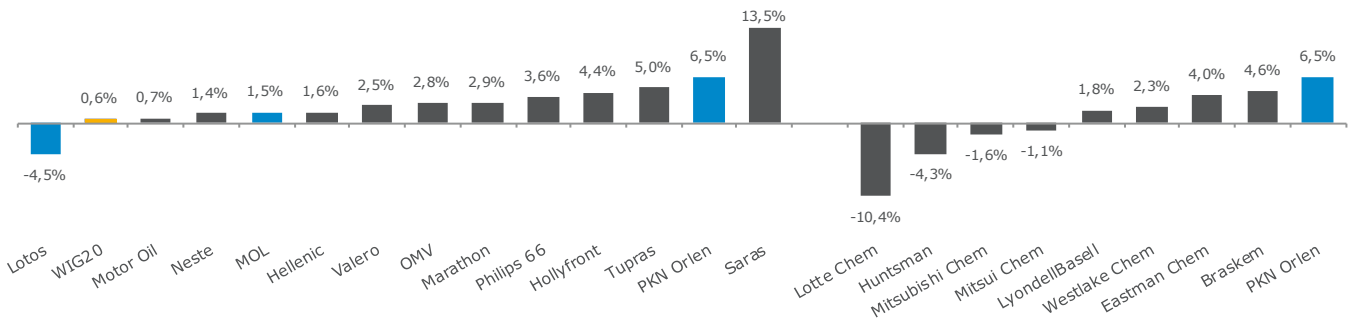
### Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



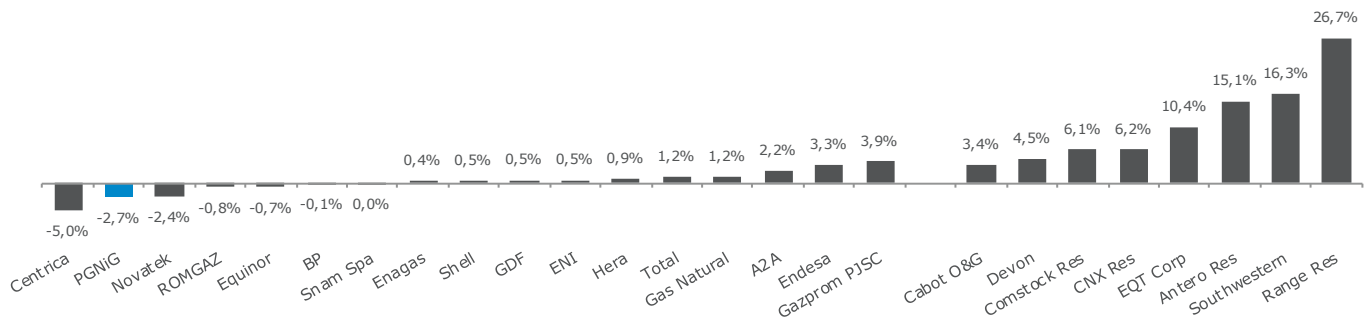
Źródło: Bloomberg, mBank

## Tygodniowy performance

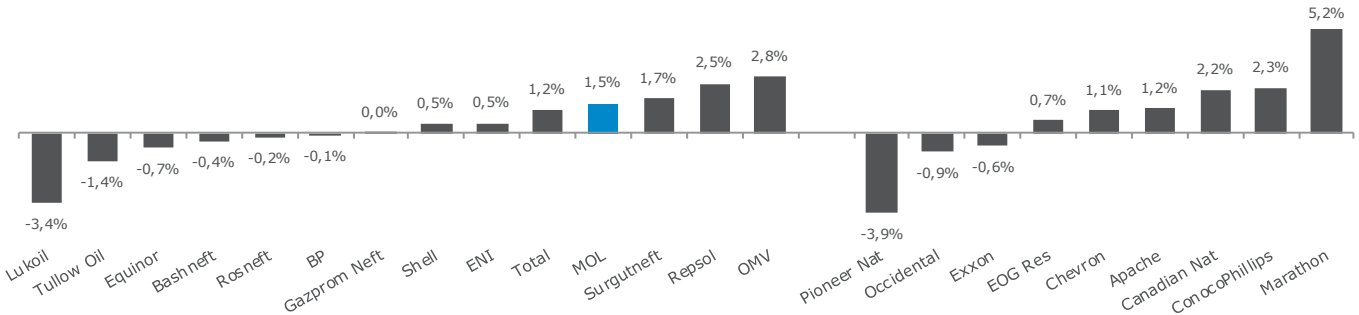
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



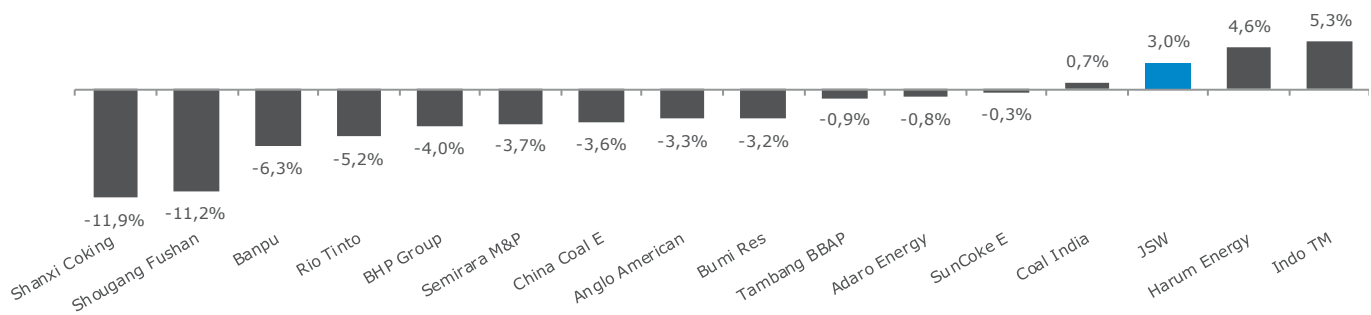
### Spółki gazowe



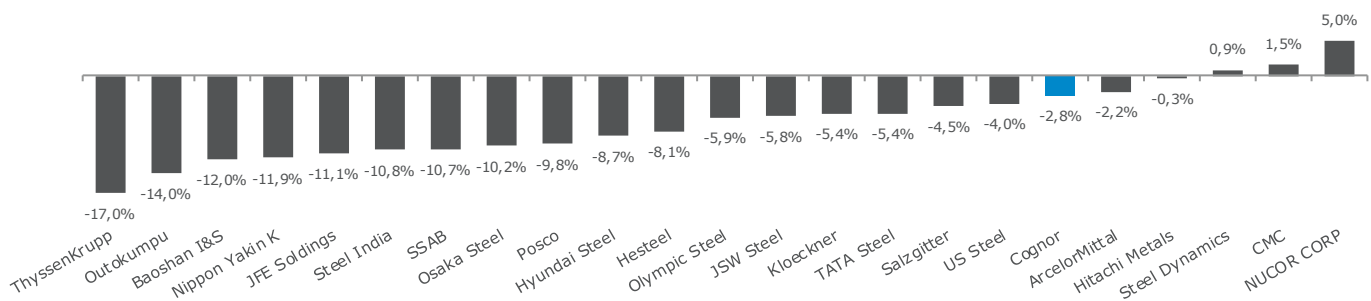
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



### Producenci i dystrybutorzy stali



Źródło: Bloomberg, mBank

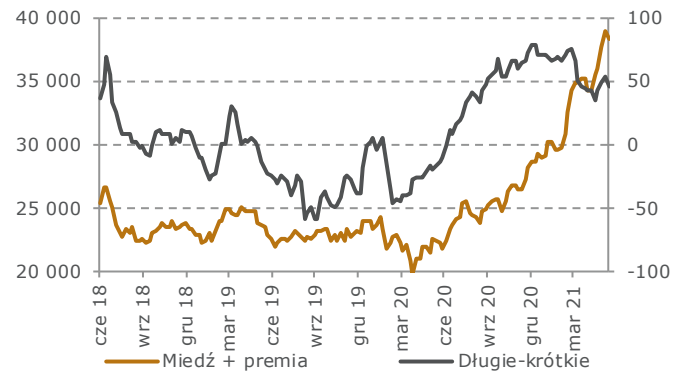


## Surowce (miedź)

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



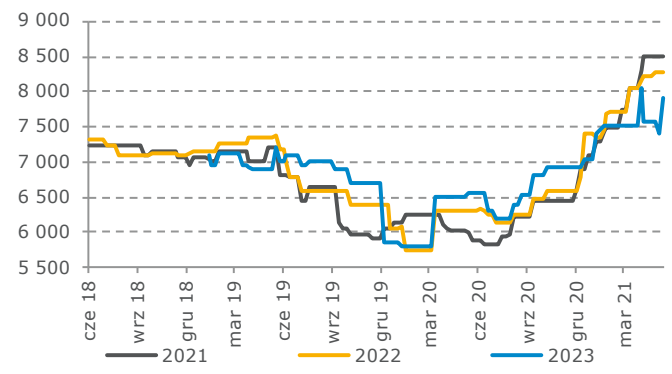
Cena miedzi + wartość premii producentkiej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii producentkiej dla miedzi (PLN/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



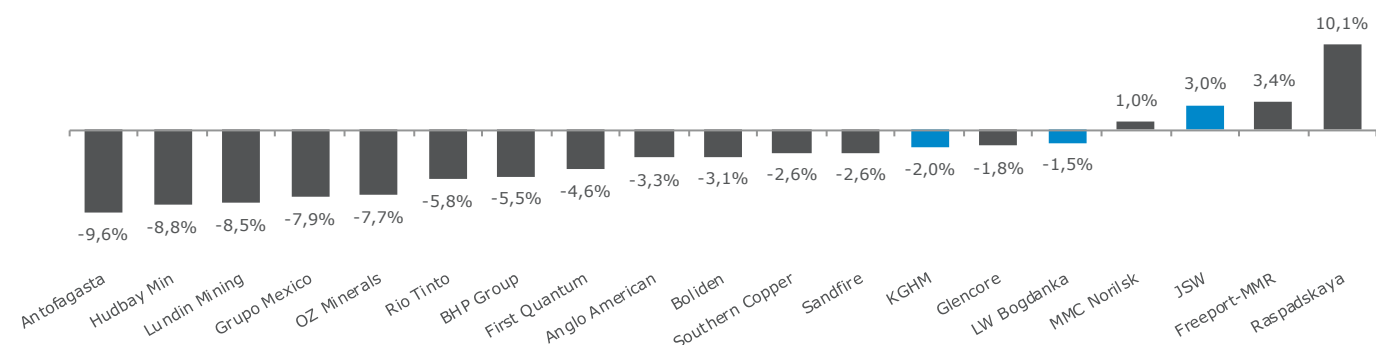
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



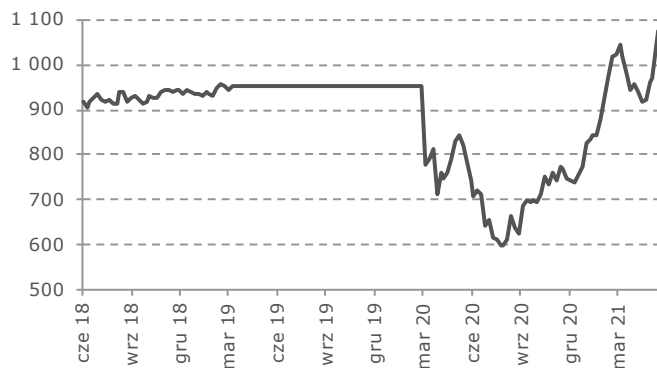
## Tygodniowy performance spółek surowcowych



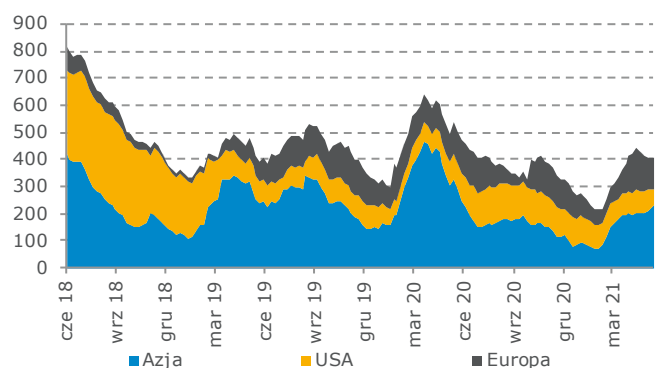
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (miedź)

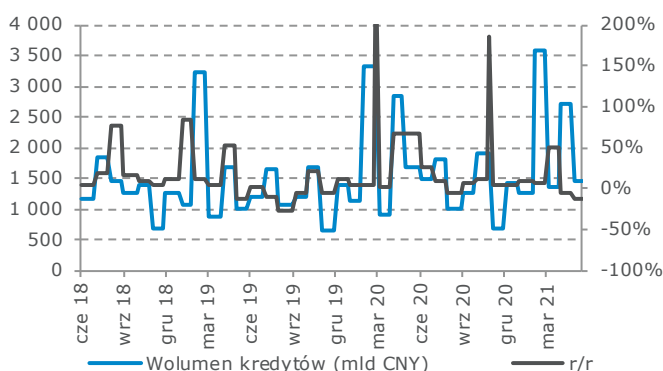
**Ceny molibdenu (PLN/10kg)**



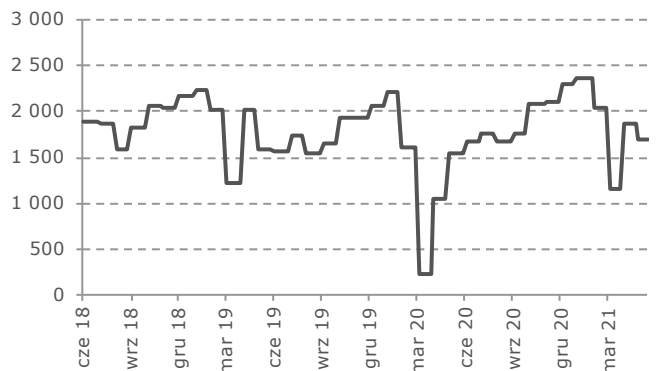
**Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)**



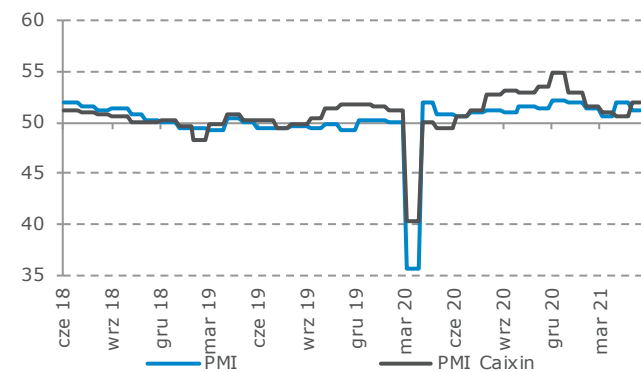
**Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)**



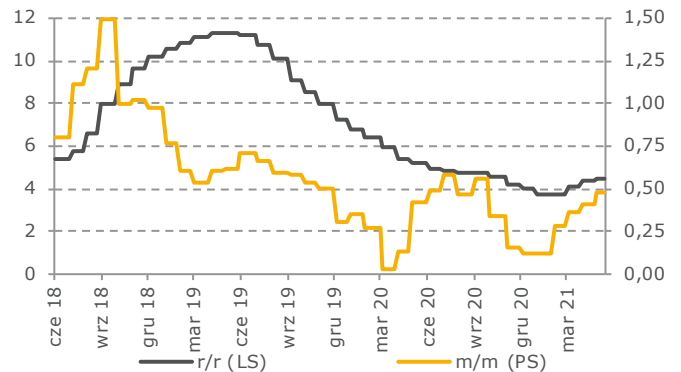
**Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)**



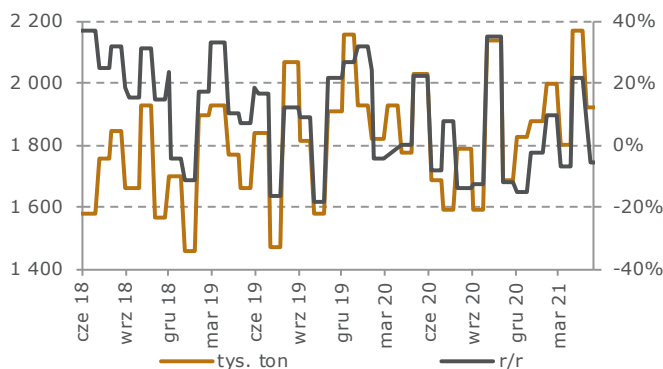
**Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)**



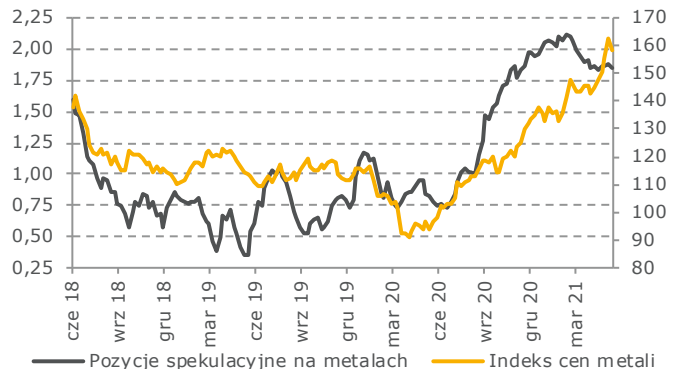
**Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)**



**Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin**



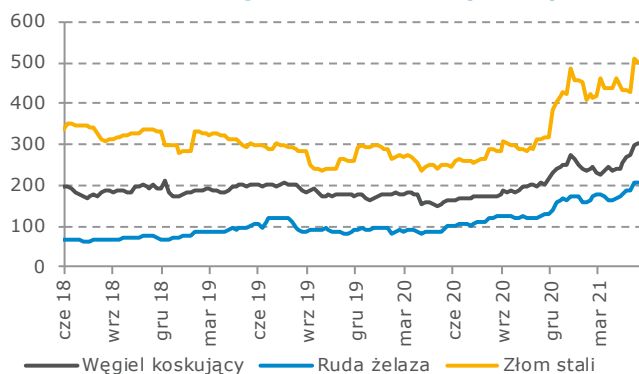
**Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)**



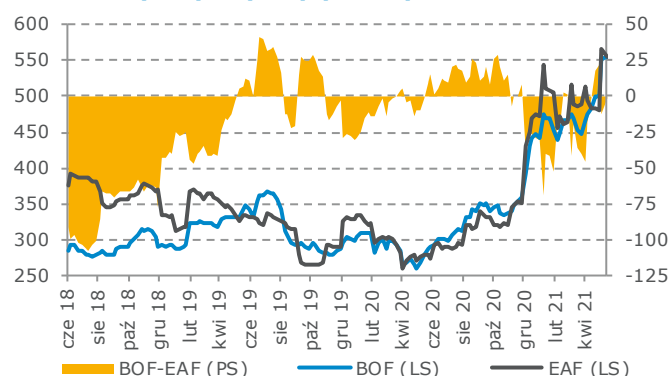
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (stal)

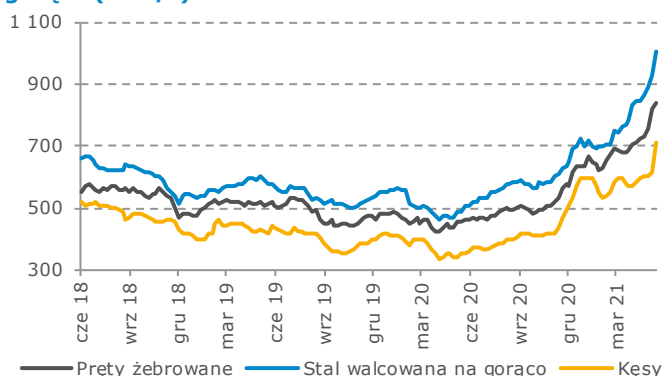
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



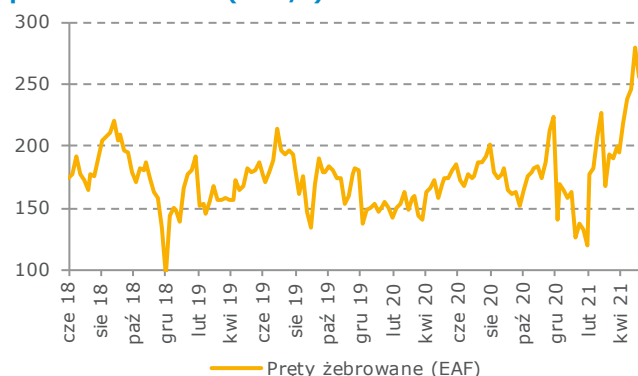
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



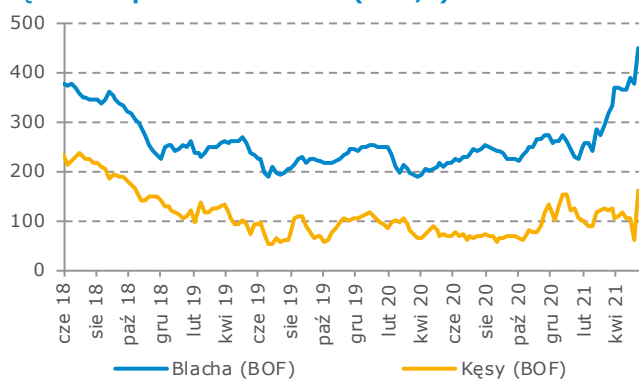
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



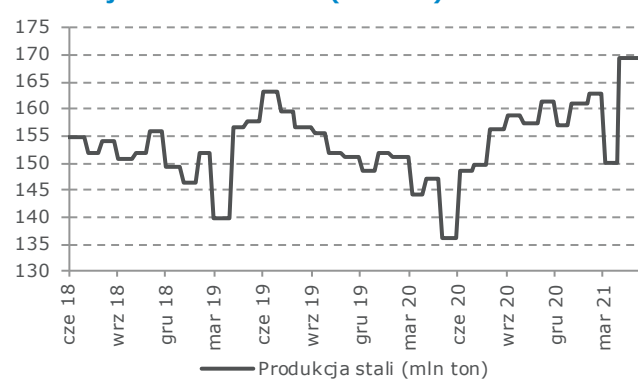
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



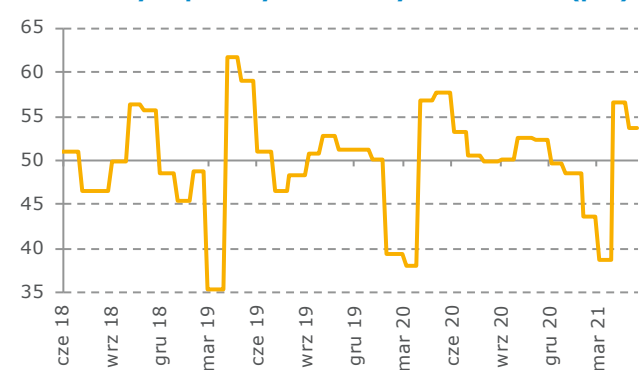
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



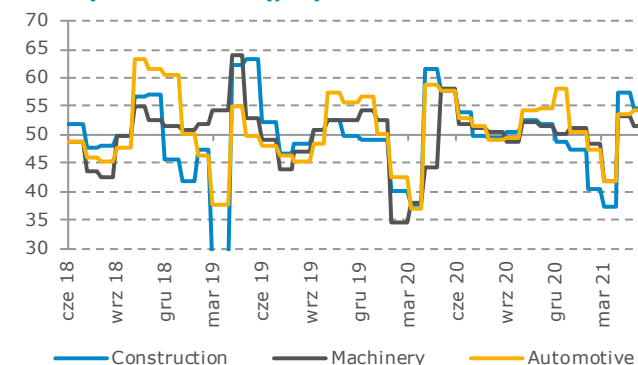
Produkcja stali na świecie (mln ton)



PMI cenowy w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



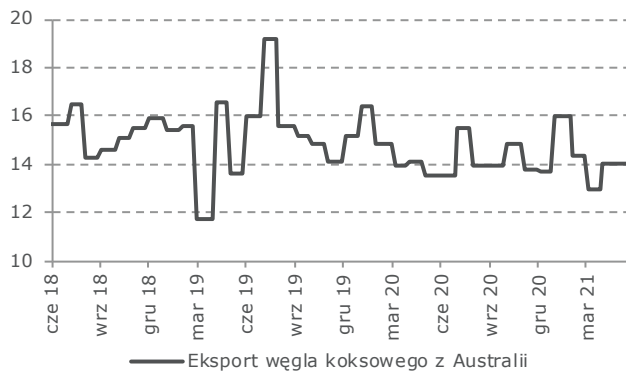
Wybrane komponenty PMI cenowego w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



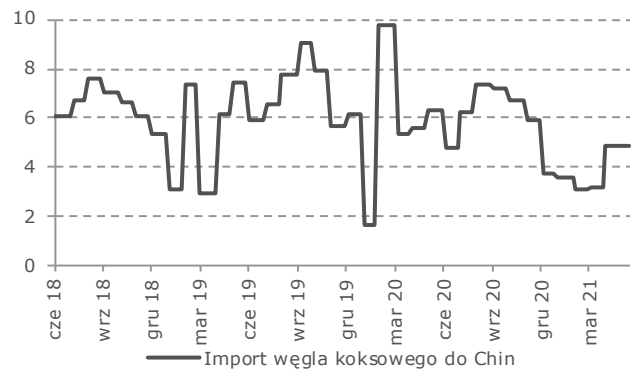
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (stal)

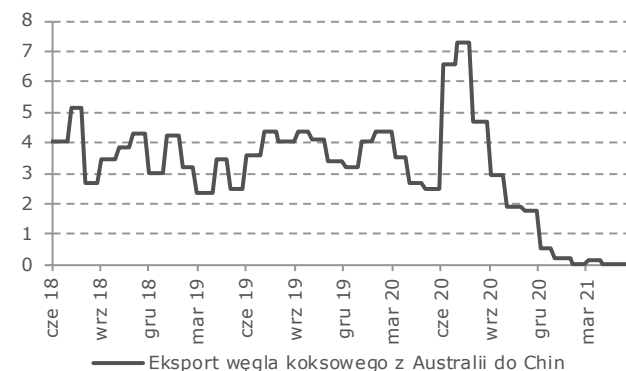
**Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)**



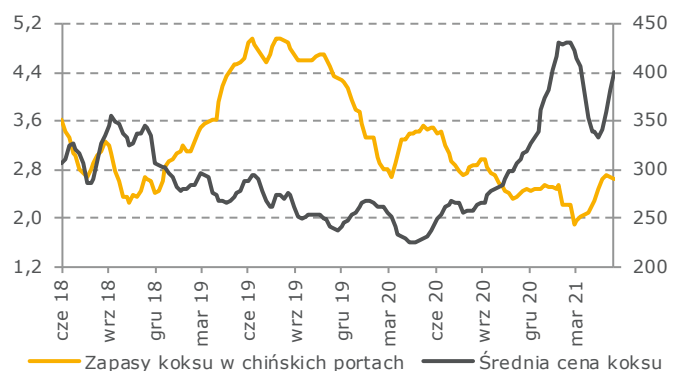
**Import węgla koksowego do Chin (mln ton)**



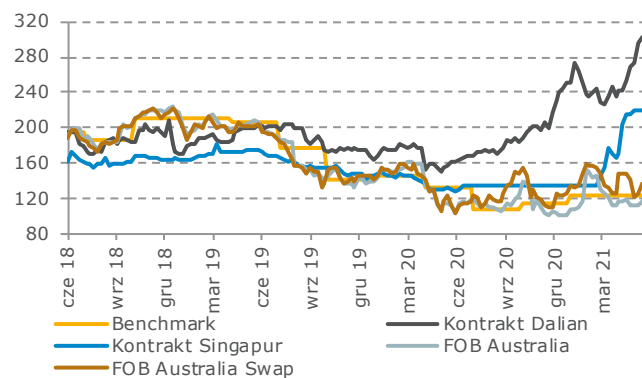
**Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)**



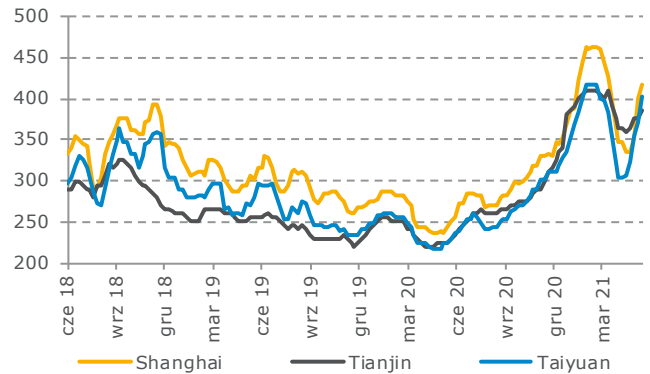
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



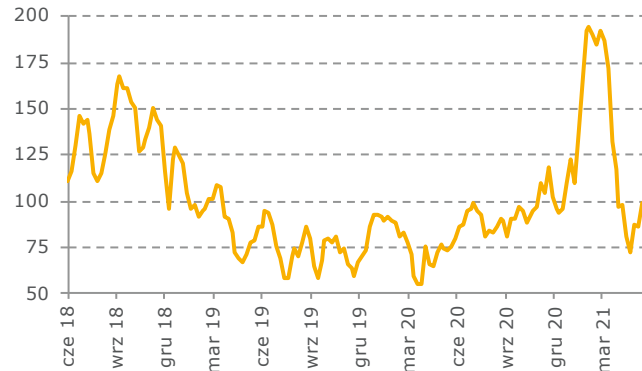
**Ceny węgla koksowego (USD/t)**



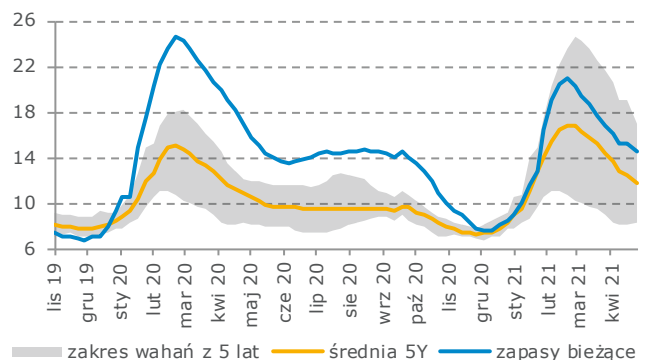
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



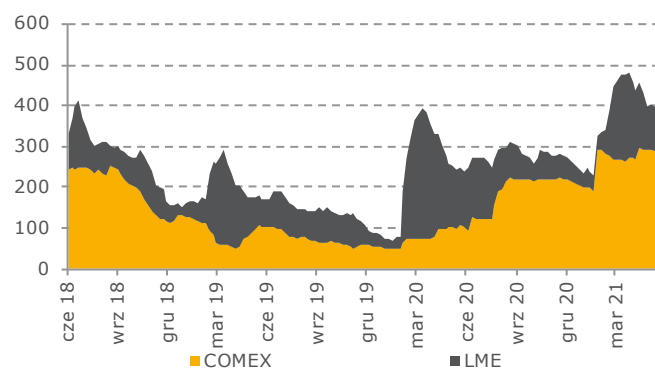
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



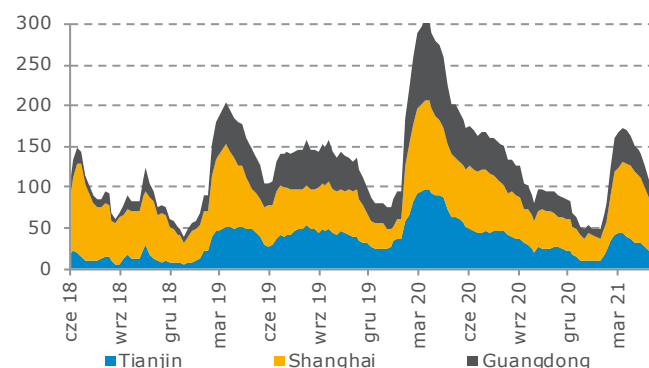
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

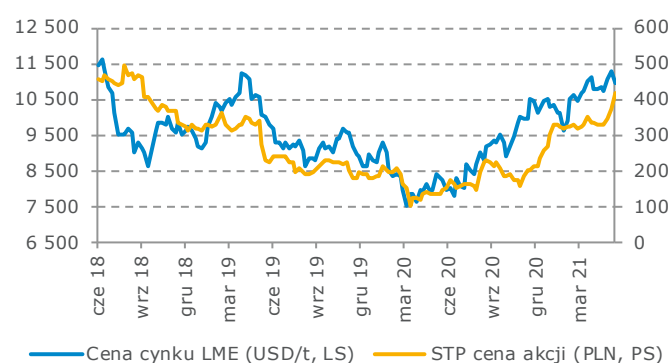
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



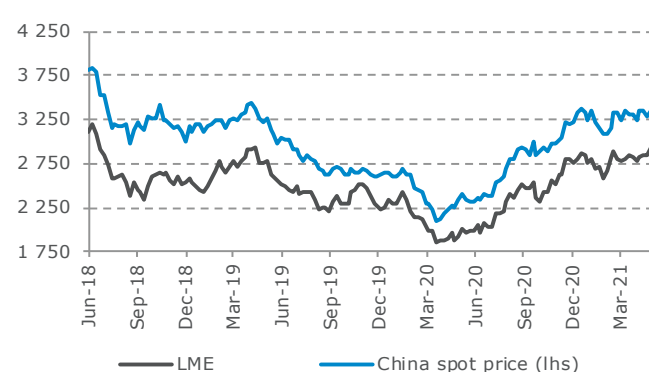
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



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



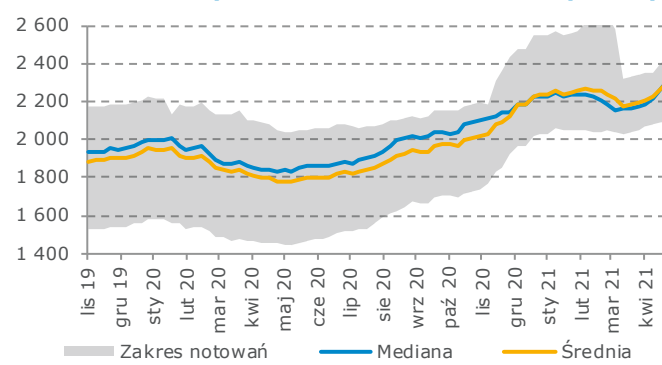
Ceny cynku (USD/t)



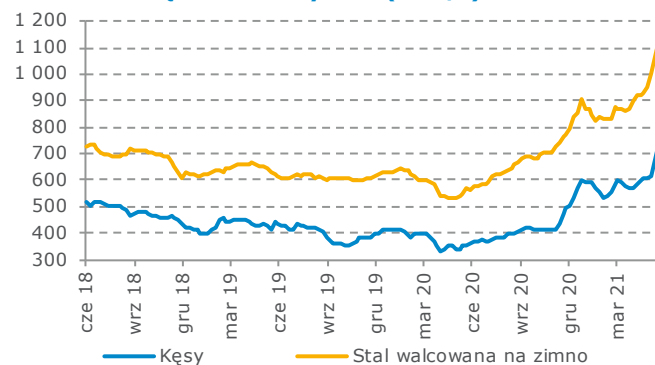
Ceny cynku (PLN/t)



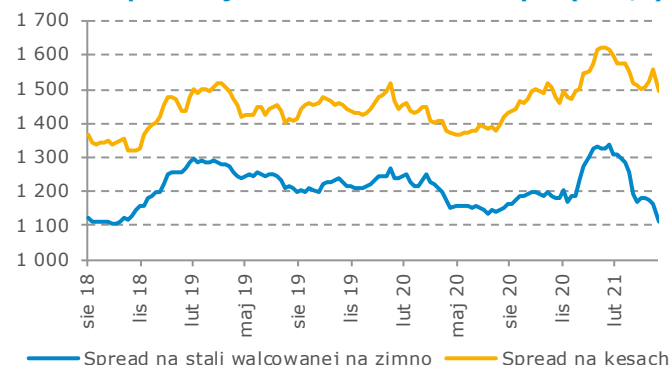
Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



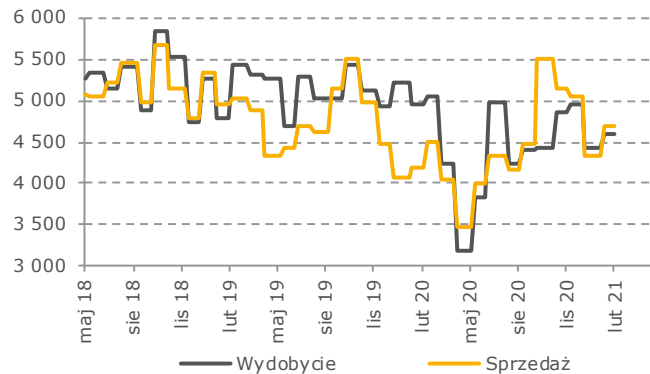
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



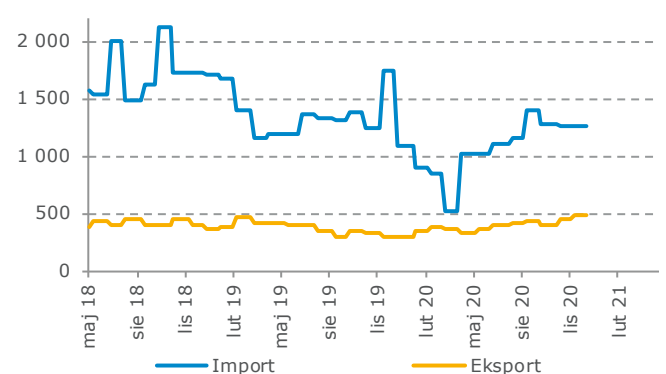
Źródło: Bloomberg, mBank

## Węgiel energetyczny

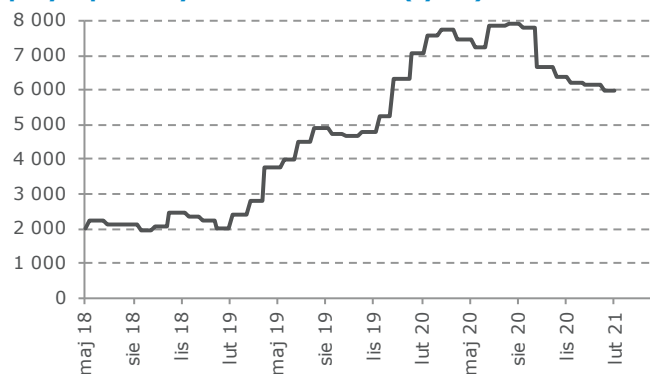
**Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)**



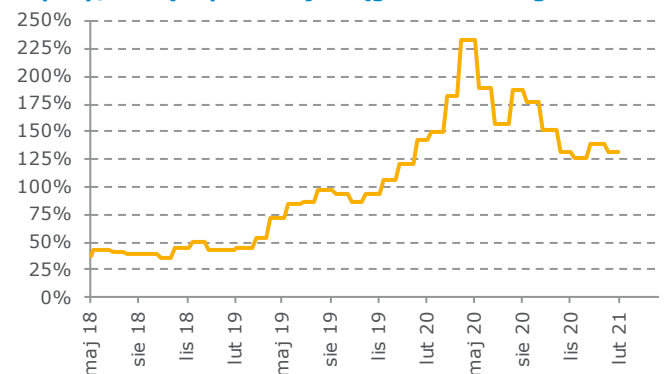
**Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)**



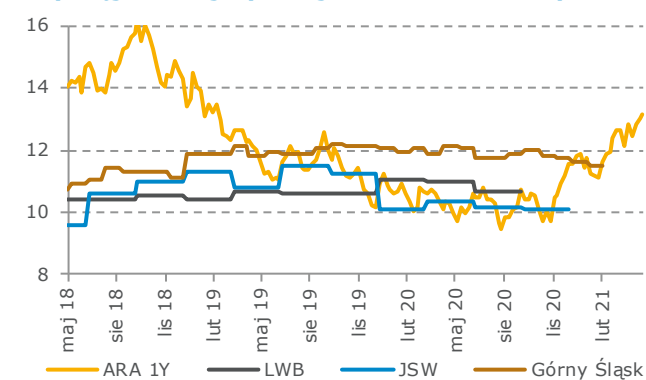
**Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)**



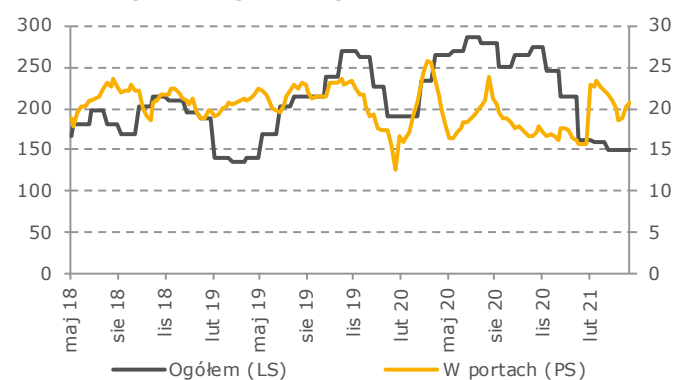
**Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce**



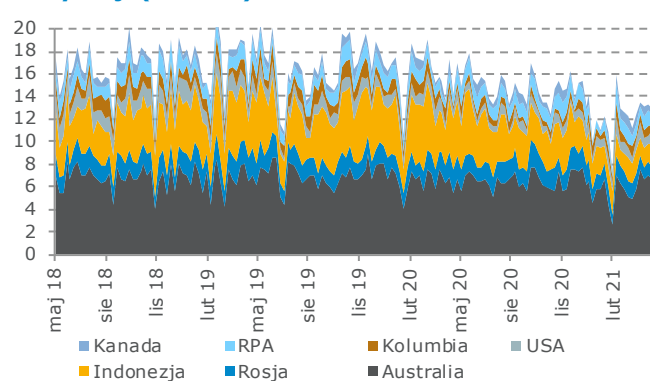
**Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)**



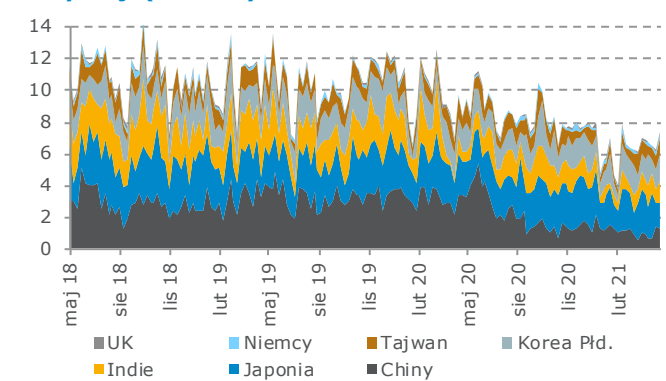
**Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)**



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



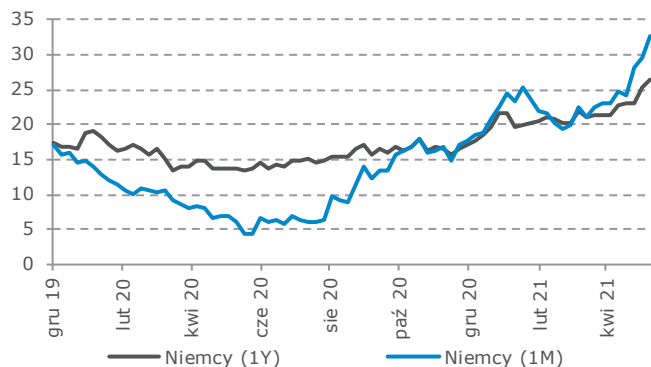
**Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)**



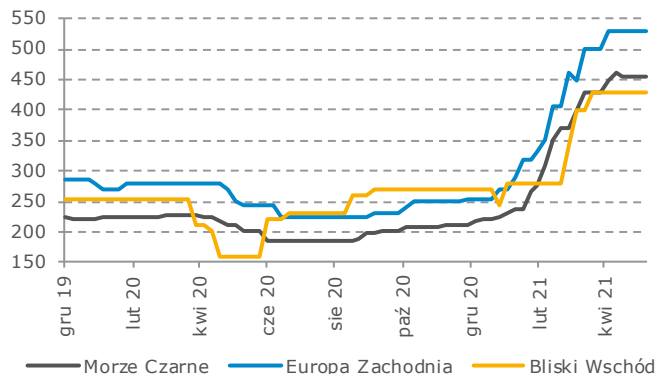
Źródło: Bloomberg, mBank

## Nawozy

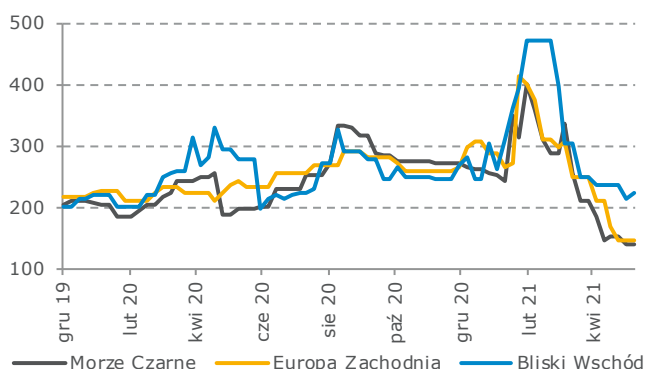
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



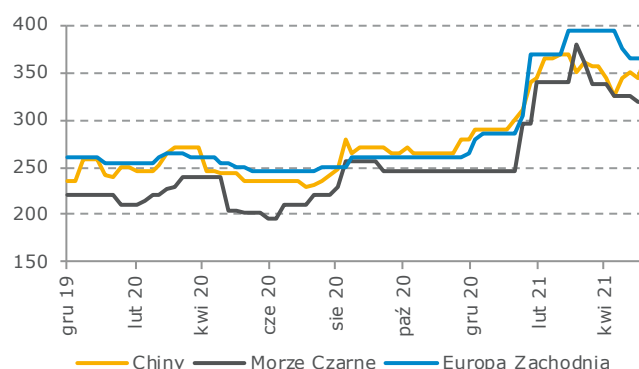
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



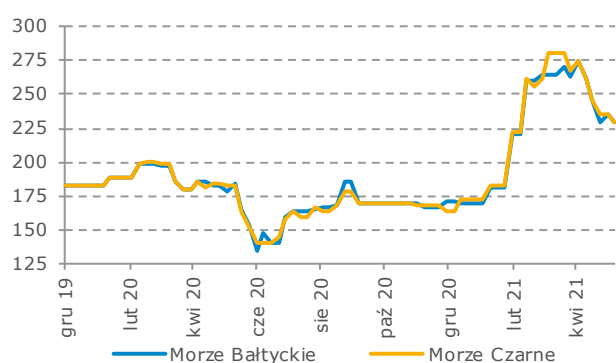
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



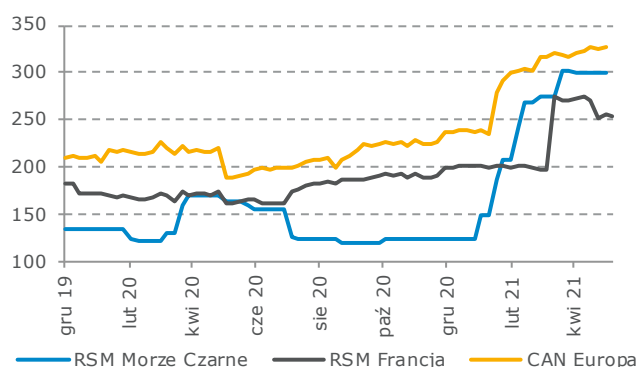
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



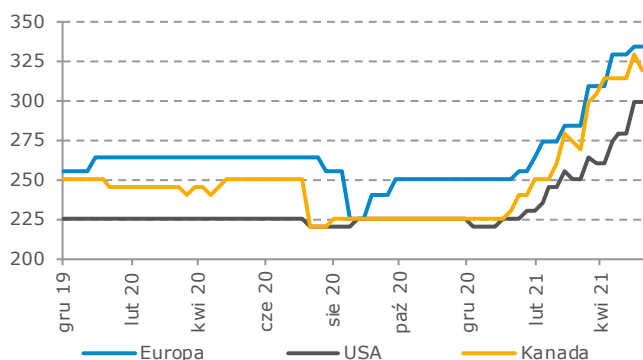
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



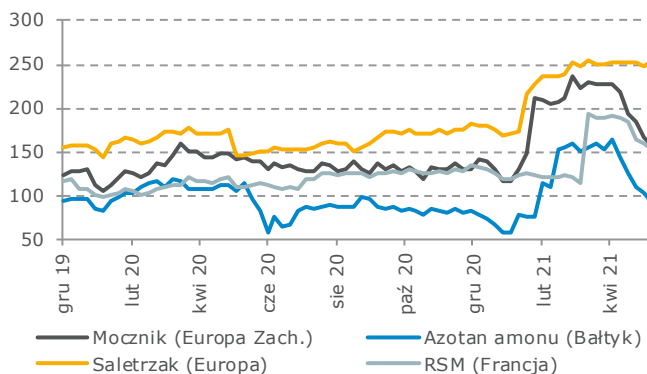
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)

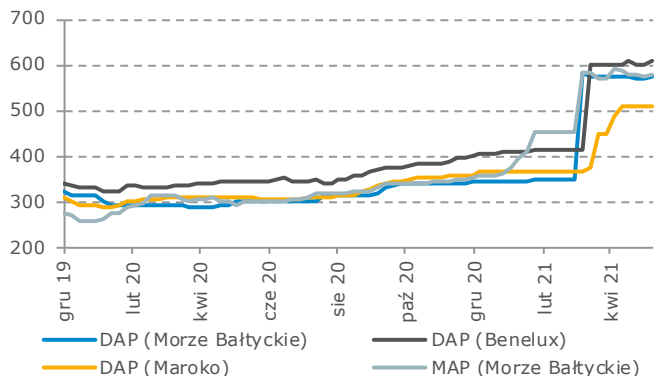


Źródło: Bloomberg, mBank

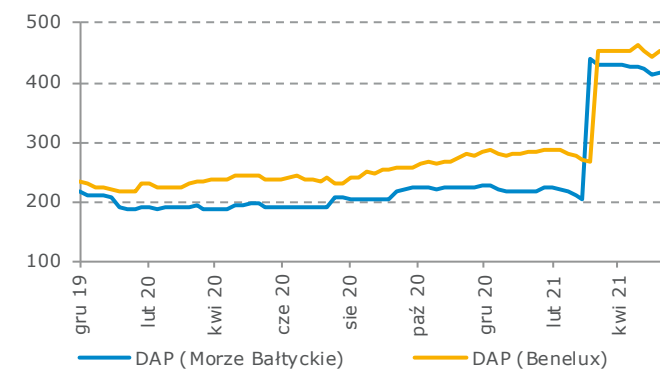


## Nawozy

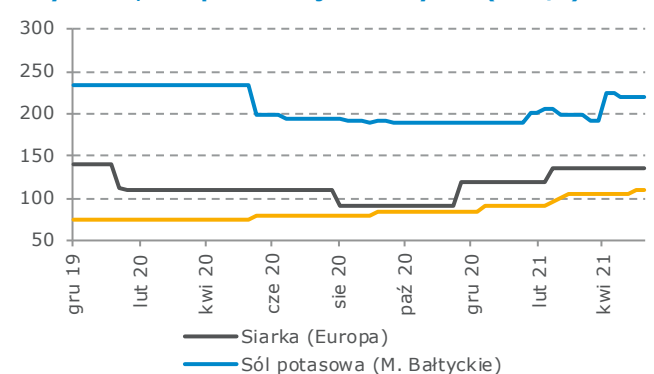
**Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



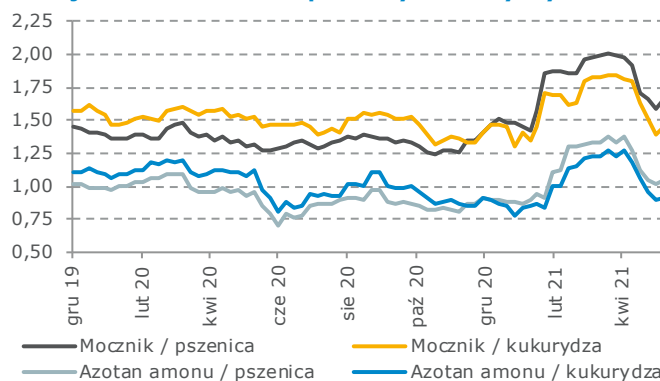
**Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



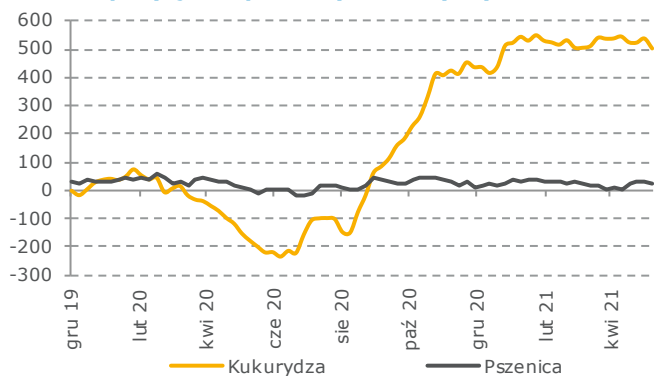
**Ceny siarki, soli potasowej i fosforitów (USD/t)**



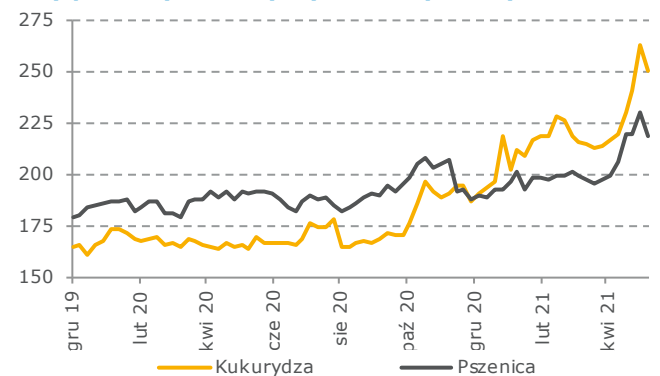
**Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy**



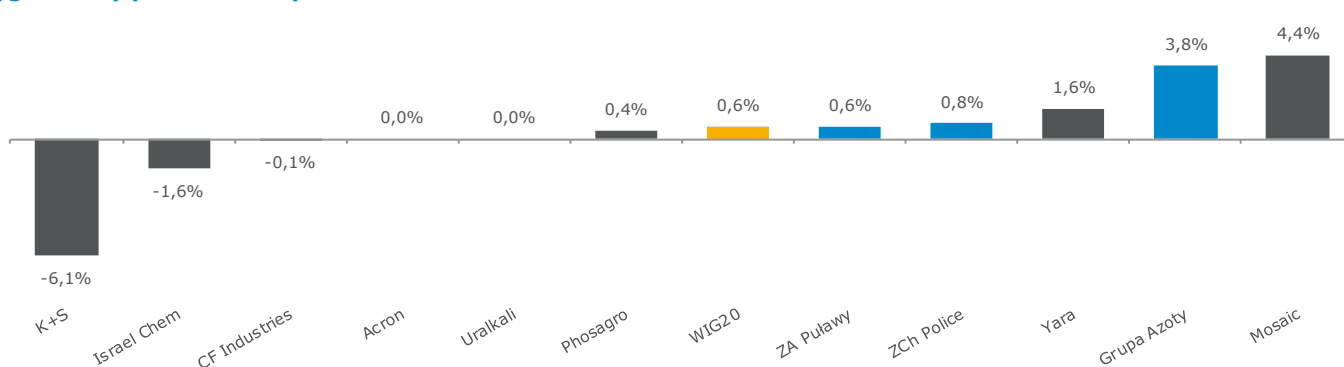
**Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT**



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



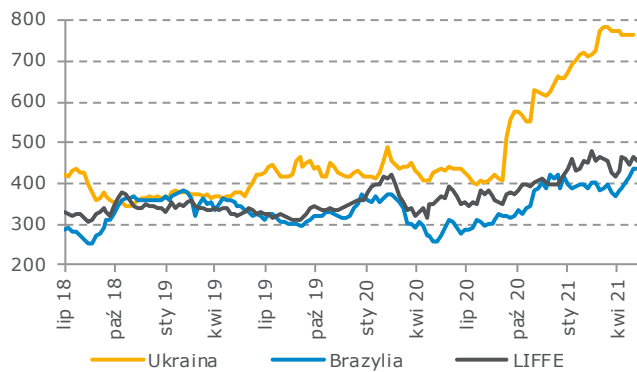
**Tygodniowy performance producentów nawozów**



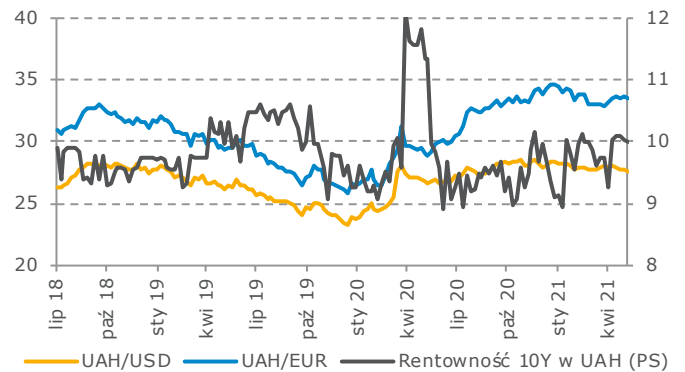
Źródło: Bloomberg, mBank

## Rynek spożywczy

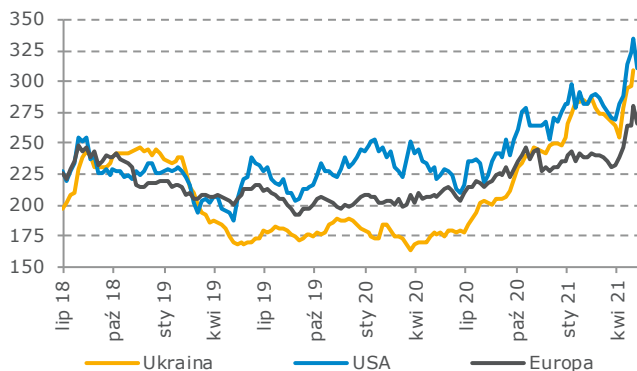
Cena cukru (USD/Mt)



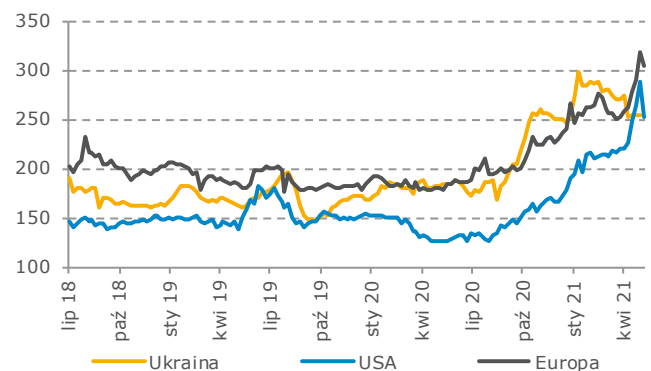
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



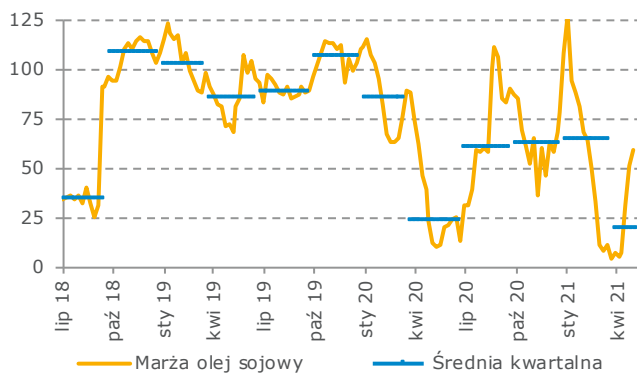
Cena pszenicy (USD/Mt)



Cena kukurydzy (USD/Mt)



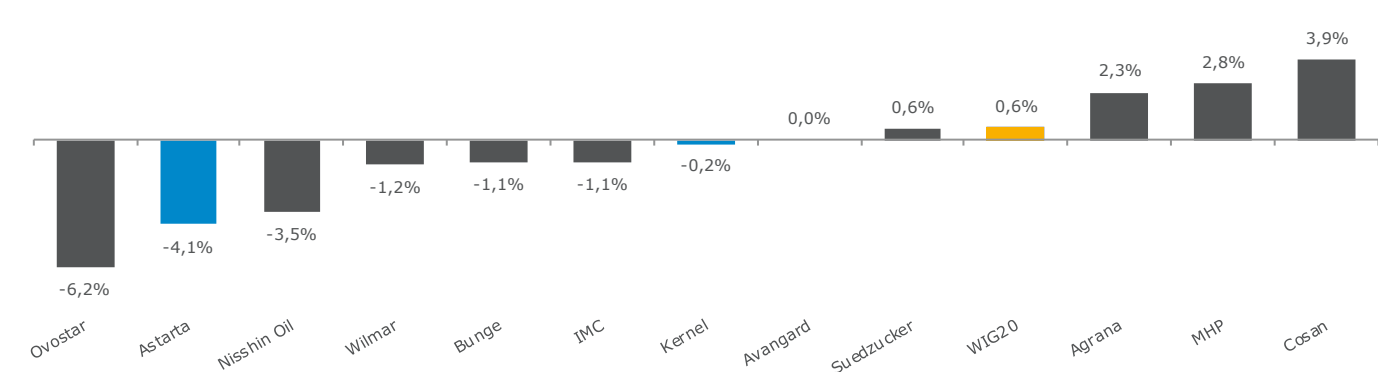
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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          |             |             |
|----------------------------|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                            |       | 2021       | 2022       | 2023       | 2021       | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        | 2021         | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        |
| <b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b> |       |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| CEZ                        | 612,0 | 7,6        | 7,6        | 7,4        | 2,3        | 2,5        | 2,4        | 17,3        | 16,2        | 15,3        | 30%          | 34%        | 33%        | 6,5%        | 5,2%        | 5,6%        |
| Enea                       | 8,4   | 3,1        | 2,8        | 2,7        | 0,6        | 0,5        | 0,4        | 3,3         | 3,6         | 3,7         | 20%          | 17%        | 17%        | 0,0%        | 0,0%        | 5,5%        |
| PGE                        | 9,7   | 3,6        | 3,6        | 3,6        | 0,6        | 0,4        | 0,5        | 12,1        | 22,4        | 15,8        | 16%          | 12%        | 13%        | 0,0%        | 0,0%        | 2,2%        |
| Tauron                     | 3,3   | 5,4        | 5,0        | 4,8        | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 6,0         | 5,6         | 5,4         | 19%          | 18%        | 18%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| ZE PAK*                    | 9,8   | 0,9        | 0,8        | 0,7        | 0,0        | 0,0        | 0,1        | -           | -           | -           | 5%           | 6%         | 7%         | -           | 0,5%        | -           |
| EDF                        | 11,8  | 5,0        | 4,7        | 4,4        | 1,2        | 1,2        | 1,1        | 56,3        | 14,1        | 12,1        | 25%          | 25%        | 25%        | 1,8%        | 3,5%        | 4,0%        |
| EDP                        | 4,6   | 9,4        | 9,3        | 8,8        | 2,9        | 2,4        | 2,4        | 21,7        | 18,4        | 17,3        | 31%          | 26%        | 27%        | 4,2%        | 4,5%        | 4,6%        |
| Endesa                     | 23,1  | 8,2        | 7,6        | 7,4        | 1,9        | 1,6        | 1,5        | 17,5        | 13,8        | 13,5        | 23%          | 21%        | 21%        | 5,2%        | 5,1%        | 5,2%        |
| Enel                       | 8,2   | 9,6        | 7,7        | 7,3        | 2,4        | 2,0        | 1,9        | 31,4        | 14,3        | 13,3        | 25%          | 26%        | 26%        | 4,4%        | 4,9%        | 5,3%        |
| EON                        | 10,6  | 10,0       | 8,1        | 8,2        | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 27,3        | 12,0        | 11,8        | 10%          | 12%        | 11%        | 4,4%        | 4,8%        | 4,9%        |
| Fortum                     | 22,7  | 11,1       | 10,0       | 9,7        | 0,6        | 0,5        | 0,4        | 14,7        | 16,3        | 15,1        | 5%           | 5%         | 5%         | 5,0%        | 5,0%        | 5,1%        |
| Iberdola                   | 11,3  | 13,1       | 10,4       | 9,8        | 3,8        | 3,2        | 3,0        | 20,5        | 17,6        | 16,6        | 29%          | 30%        | 31%        | 2,9%        | 4,1%        | 4,3%        |
| National Grid              | 9,3   | 14,4       | 10,9       | 10,3       | 4,4        | 4,1        | 4,0        | 25,5        | 15,4        | 14,6        | 30%          | 37%        | 38%        | 5,2%        | 5,3%        | 5,4%        |
| Red Electrica              | 16,0  | 10,1       | 9,5        | 9,4        | 7,5        | 7,4        | 7,3        | 13,9        | 12,6        | 12,6        | 74%          | 78%        | 78%        | 5,3%        | 6,3%        | 5,6%        |
| RWE                        | 32,0  | 26,3       | 5,7        | 6,2        | 1,4        | 1,2        | 1,3        | 20,5        | 17,7        | 21,3        | 5%           | 22%        | 20%        | 2,7%        | 3,0%        | 3,1%        |
| SSE                        | 15,2  | 15,4       | 12,4       | 12,0       | 4,0        | 3,5        | 3,4        | -           | 16,4        | 16,2        | 26%          | 28%        | 28%        | 5,3%        | 5,5%        | 5,6%        |
| Verbund                    | 71,9  | 20,7       | 17,5       | 16,6       | 8,3        | 6,7        | 6,5        | 39,5        | 35,0        | 32,7        | 40%          | 38%        | 39%        | 1,0%        | 1,3%        | 1,4%        |
| <b>Mediana</b>             |       | <b>9,6</b> | <b>7,7</b> | <b>7,4</b> | <b>1,9</b> | <b>1,6</b> | <b>1,5</b> | <b>20,5</b> | <b>15,8</b> | <b>14,9</b> | <b>25%</b>   | <b>25%</b> | <b>25%</b> | <b>4,3%</b> | <b>4,5%</b> | <b>5,0%</b> |

**Wycena spółek rafineryjnych**

|                           | Cena    | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |           |            | DY          |             |             |
|---------------------------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |         | 2021       | 2022       | 2023       | 2021       | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        | 2021         | 2022      | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        |
| <b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b> |         |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |           |            |             |             |             |
| Lotos                     | 51,10   | 6,5        | 4,8        | 3,8        | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 20,8        | 13,7        | 8,4         | 7%           | 9%        | 11%        | 2,0%        | 5,9%        | 5,9%        |
| MOL                       | 2278,00 | 4,4        | 5,0        | 4,1        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 13,0        | 20,9        | 10,9        | 14%          | 13%       | 14%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        |
| PKN Orlen                 | 76,46   | 6,7        | 7,0        | 6,4        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 18,2        | 20,9        | 13,8        | 8%           | 8%        | 10%        | 4,6%        | 4,6%        | 4,6%        |
| Hellenic Petroleum        | 6,39    | -          | 6,3        | 5,6        | 0,7        | 0,5        | 0,5        | -           | 9,5         | 7,5         | -            | 8%        | 9%         | 1,6%        | 5,0%        | 6,1%        |
| HollyFrontier             | 36,67   | -          | 6,1        | 5,5        | 0,8        | 0,5        | 0,5        | -           | 11,4        | 9,4         | -            | 9%        | 10%        | 3,8%        | 3,1%        | 3,9%        |
| Marathon Petroleum        | 61,52   | -          | 9,8        | 9,1        | 1,2        | 1,0        | 1,0        | -           | 18,8        | 14,6        | -            | 10%       | 11%        | 3,8%        | 4,0%        | 4,2%        |
| Motor Oil                 | 13,82   | 6,0        | 4,8        | 4,8        | 0,4        | 0,3        | 0,3        | 8,9         | 6,3         | 6,0         | 6%           | 7%        | 7%         | 5,6%        | 7,7%        | 8,9%        |
| Neste Oil                 | 51,00   | 28,8       | 16,9       | 14,0       | 3,4        | 3,0        | 2,7        | 54,8        | 26,4        | 21,1        | 12%          | 18%       | 19%        | 1,6%        | 1,9%        | 2,4%        |
| OMV                       | 46,19   | 11,4       | 5,2        | 5,2        | 2,0        | 1,2        | 1,2        | 12,0        | 8,2         | 8,1         | 18%          | 24%       | 24%        | 4,0%        | 4,4%        | 4,7%        |
| Phillips 66               | 88,70   | -          | 8,7        | 8,2        | 0,8        | 0,6        | 0,5        | -           | 13,0        | 11,2        | -            | 7%        | 6%         | 4,1%        | 4,2%        | 4,4%        |
| Saras                     | 0,67    | -          | 5,5        | 4,4        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | -           | -           | 19,1        | -            | 3%        | 3%         | -           | 1,3%        | 2,8%        |
| Tupras                    | 101,20  | 66,2       | 6,0        | 5,8        | 0,6        | 0,3        | 0,3        | -           | 7,9         | 6,6         | 1%           | 6%        | 6%         | -           | 9,6%        | 12,5%       |
| Valero Energy             | 81,62   | 39,1       | 7,1        | 7,0        | 0,7        | 0,5        | 0,5        | -           | 14,3        | 13,7        | 2%           | 6%        | 7%         | 4,8%        | 5,0%        | 5,2%        |
| <b>Mediana</b>            |         | <b>9,1</b> | <b>6,1</b> | <b>5,6</b> | <b>0,7</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>15,6</b> | <b>13,3</b> | <b>10,9</b> | <b>8%</b>    | <b>8%</b> | <b>10%</b> | <b>4,0%</b> | <b>4,5%</b> | <b>4,6%</b> |

**Wycena spółek petrochemicznych**

|                              | Cena    | EV/EBITDA   |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|------------------------------|---------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                              |         | 2021        | 2022       | 2023       | 2021       | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        | 2021         | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        |
| <b>SPÓŁKI PETROCHEMICZNE</b> |         |             |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| PKN Orlen                    | 76,46   | 6,7         | 7,0        | 6,4        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 18,2        | 20,9        | 13,8        | 8%           | 8%         | 10%        | 4,6%        | 4,6%        | 4,6%        |
| Axiall                       | 105,00  | 12,6        | 7,8        | 8,2        | 2,2        | 1,8        | 1,7        | 40,9        | 15,1        | 16,5        | 18%          | 23%        | 21%        | 1,0%        | 1,1%        | 1,2%        |
| Braskem                      | 53,76   | 20,7        | 6,0        | 6,2        | 1,4        | 1,0        | 1,0        | -           | 10,5        | 12,0        | 7%           | 17%        | 16%        | -           | 5,8%        | 4,2%        |
| Eastman Chemical             | 129,89  | 16,6        | 10,3       | 10,1       | 2,7        | 2,4        | 2,3        | 36,8        | 14,3        | 13,4        | 16%          | 23%        | 23%        | 2,1%        | 2,3%        | 2,5%        |
| Huntsman Corp                | 29,71   | 10,3        | 7,0        | 6,9        | 1,3        | 1,1        | 1,1        | 6,3         | 10,5        | 9,9         | 13%          | 15%        | 15%        | 2,2%        | 2,5%        | 2,6%        |
| Lotte Chemicals              | 276 000 | 8,1         | 3,4        | 3,3        | 0,8        | 0,5        | 0,5        | 59,7        | 6,5         | 6,2         | 10%          | 16%        | 16%        | 1,3%        | 3,8%        | 3,9%        |
| LyondellBasell               | 115,48  | 16,0        | 7,7        | 7,8        | 1,9        | 1,4        | 1,4        | 27,2        | 9,2         | 9,1         | 12%          | 18%        | 18%        | 3,6%        | 3,8%        | 4,0%        |
| Mitsubishi Chemical          | 855,70  | 13,0        | 7,6        | 7,2        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | -           | 11,3        | 9,2         | 8%           | 13%        | 14%        | 2,8%        | 2,9%        | 3,2%        |
| Mitsui Chemicals             | 3620,00 | 7,6         | 6,3        | 5,9        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 12,1        | 11,0        | 9,9         | 12%          | 13%        | 13%        | 2,8%        | 2,8%        | 3,0%        |
| Westlake Chemical            | 105,00  | 12,6        | 7,8        | 8,2        | 2,2        | 1,8        | 1,7        | 40,9        | 15,1        | 16,5        | 18%          | 23%        | 21%        | 1,0%        | 1,1%        | 1,2%        |
| <b>Mediana</b>               |         | <b>12,6</b> | <b>7,3</b> | <b>7,1</b> | <b>1,4</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>32,0</b> | <b>11,2</b> | <b>11,0</b> | <b>12%</b>   | <b>16%</b> | <b>16%</b> | <b>2,2%</b> | <b>2,9%</b> | <b>3,1%</b> |

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

## Wycena spółek gazowych

|                      | Cena   | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|----------------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                      |        | 2021       | 2022       | 2023       | 2021       | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        | 2021         | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        |
| <b>SPÓŁKI GAZOWE</b> |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| PGNiG                | 6,50   | 4,3        | 3,9        | 4,1        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 11,4        | 9,9         | 11,4        | 19%          | 22%        | 20%        | 2,9%        | 4,4%        | 5,0%        |
| A2A                  | 1,73   | 8,6        | 7,1        | 6,7        | 1,4        | 1,3        | 1,2        | 14,8        | 15,9        | 15,5        | 16%          | 18%        | 18%        | 4,6%        | 5,0%        | 5,0%        |
| BG Group             | 14,26  | 7,8        | 4,3        | 4,3        | 1,2        | 0,8        | 0,8        | -           | 8,5         | 7,8         | 15%          | 18%        | 18%        | 3,6%        | 3,6%        | 3,9%        |
| BP                   | 3,15   | -          | 4,6        | 4,6        | 0,8        | 0,6        | 0,6        | -           | 8,8         | 7,0         | -            | 13%        | 13%        | 7,8%        | 5,6%        | 4,7%        |
| Centrica             | 0,54   | 3,9        | 4,8        | 4,7        | 0,3        | 0,5        | 0,5        | 77,0        | 8,8         | 8,2         | 8%           | 10%        | 10%        | -           | 6,1%        | 6,9%        |
| Enagas               | 19,04  | 13,0       | 10,7       | 11,1       | 8,6        | 9,5        | 9,9        | 11,2        | 13,0        | 13,1        | 66%          | 88%        | 89%        | 8,8%        | 8,8%        | 8,9%        |
| Endesa               | 23,14  | 8,2        | 7,6        | 7,4        | 1,9        | 1,6        | 1,5        | 17,5        | 13,8        | 13,5        | 23%          | 21%        | 21%        | 5,2%        | 5,1%        | 5,2%        |
| Engie                | 12,72  | 10,4       | 5,6        | 5,5        | 1,0        | 1,0        | 1,0        | -           | 12,0        | 11,4        | 10%          | 17%        | 18%        | 4,2%        | 6,1%        | 6,5%        |
| Eni                  | 10,46  | 13,7       | 3,5        | 3,4        | 1,3        | 0,8        | 0,8        | -           | 11,2        | 10,1        | 9%           | 24%        | 24%        | 3,4%        | 7,0%        | 7,1%        |
| Equinor              | 178,78 | 11,9       | 3,2        | 3,1        | 1,6        | 1,2        | 1,2        | -           | 12,9        | 12,9        | 13%          | 38%        | 38%        | 2,2%        | 3,7%        | 4,1%        |
| Gas Natural SDG      | 21,81  | 11,4       | 9,6        | 9,6        | 2,5        | 2,1        | 2,1        | -           | 17,1        | 16,7        | 22%          | 21%        | 22%        | 6,5%        | 7,3%        | 6,1%        |
| Gazprom              | 252,00 | 4,6        | 4,1        | 4,0        | 1,2        | 1,2        | 1,1        | 4,8         | 4,6         | 4,7         | 27%          | 28%        | 29%        | 9,7%        | 11,7%       | 11,2%       |
| Hera                 | 3,49   | 7,4        | 7,2        | 6,9        | 1,1        | 1,1        | 1,0        | 17,2        | 15,1        | 14,5        | 15%          | 15%        | 15%        | 3,2%        | 3,4%        | 3,7%        |
| NovaTek              | 186,40 | 26,8       | 11,5       | 11,3       | 5,7        | 4,0        | 3,9        | 12,6        | 12,7        | 12,7        | 21%          | 35%        | 35%        | 3,9%        | 4,0%        | 4,0%        |
| ROMGAZ               | 33,00  | 5,3        | 4,2        | 3,9        | 2,4        | 2,0        | 1,9        | 10,1        | 7,5         | 7,0         | 45%          | 48%        | 48%        | 4,9%        | 6,0%        | 7,2%        |
| Shell                | 16,73  | 8,1        | 4,4        | 4,4        | 1,2        | 0,8        | 0,8        | -           | 8,6         | 7,9         | 15%          | 18%        | 18%        | 3,4%        | 3,5%        | 3,8%        |
| Snam                 | 4,82   | 13,9       | 13,2       | 12,8       | 10,8       | 10,2       | 9,8        | 14,7        | 14,1        | 13,9        | 78%          | 77%        | 76%        | 5,2%        | 5,8%        | 5,8%        |
| Total                | 39,81  | 9,2        | 5,1        | 5,0        | 1,3        | 1,0        | 1,0        | -           | 9,9         | 10,0        | 14%          | 19%        | 19%        | 5,8%        | 6,6%        | 6,8%        |
| <b>Mediana</b>       |        | <b>8,6</b> | <b>4,9</b> | <b>4,9</b> | <b>1,3</b> | <b>1,1</b> | <b>1,1</b> | <b>13,7</b> | <b>11,6</b> | <b>11,4</b> | <b>16%</b>   | <b>21%</b> | <b>21%</b> | <b>4,6%</b> | <b>5,7%</b> | <b>5,5%</b> |

## Wycena spółek wydobywczych

|                          | Cena    | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |            |            | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|--------------------------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                          |         | 2021       | 2022       | 2023       | 2021       | 2022       | 2023       | 2021        | 2022       | 2023       | 2021         | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        |
| <b>SPÓŁKI WYDOBYWCZE</b> |         |            |            |            |            |            |            |             |            |            |              |            |            |             |             |             |
| MOL                      | 2278,00 | 5,4        | 3,9        | 3,7        | 0,8        | 0,6        | 0,6        | -           | 7,2        | 6,3        | 14%          | 15%        | 16%        | 3,7%        | 4,6%        | 5,0%        |
| Bashneft                 | 1564,00 | 12,2       | 3,3        | 3,0        | 0,8        | 0,5        | 0,5        | -           | 6,6        | 4,5        | 6%           | 15%        | 16%        | 6,9%        | 7,6%        | 11,0%       |
| BP                       | 3,15    | -          | 4,6        | 4,6        | 0,8        | 0,6        | 0,6        | -           | 8,8        | 7,0        | -            | 13%        | 13%        | 7,8%        | 5,6%        | 4,7%        |
| Dana Gas                 | 0,81    | -          | 8,5        | 7,0        | 4,3        | 5,0        | 4,7        | -           | 15,9       | 11,7       | -            | 59%        | 68%        | 24,9%       | 11,2%       | 16,7%       |
| Eni                      | 10,46   | 13,7       | 3,5        | 3,4        | 1,3        | 0,8        | 0,8        | -           | 11,2       | 10,1       | 9%           | 24%        | 24%        | 3,4%        | 7,0%        | 7,1%        |
| Equinor                  | 178,78  | 11,9       | 3,2        | 3,1        | 1,6        | 1,2        | 1,2        | -           | 12,9       | 12,9       | 13%          | 38%        | 38%        | 2,2%        | 3,7%        | 4,1%        |
| Gazprom Neft             | 373,20  | 7,0        | 4,2        | 4,4        | 1,3        | 0,9        | 0,9        | 15,0        | 4,9        | 5,4        | 18%          | 22%        | 21%        | 6,7%        | 10,0%       | 10,5%       |
| Gulf Keystone            | 1,66    | 8,0        | 2,3        | 2,0        | 3,7        | 1,5        | 1,3        | -           | 5,1        | 4,3        | 47%          | 67%        | 66%        | -           | 5,5%        | 6,6%        |
| Lukoil                   | 5920,50 | 6,4        | 3,7        | 3,7        | 0,8        | 0,5        | 0,5        | 100+        | 6,8        | 7,0        | 12%          | 15%        | 15%        | 6,7%        | 11,8%       | 10,9%       |
| Occidental Petroleum     | 26,39   | -          | 6,8        | 7,0        | 4,3        | 3,2        | 3,2        | -           | -          | -          | -            | 46%        | 46%        | 3,1%        | 1,2%        | 0,6%        |
| Repsol                   | 11,19   | -          | 4,7        | 4,5        | 0,9        | 0,7        | 0,7        | -           | 8,7        | 8,0        | -            | 14%        | 15%        | 8,2%        | 5,5%        | 5,9%        |
| Rosneft Oil              | 542,00  | 9,8        | 4,4        | 4,4        | 1,7        | 1,1        | 1,1        | 36,4        | 5,1        | 5,0        | 17%          | 26%        | 26%        | 1,8%        | 9,0%        | 9,3%        |
| Shell                    | 16,73   | 8,1        | 4,4        | 4,4        | 1,2        | 0,8        | 0,8        | -           | 8,6        | 7,9        | 15%          | 18%        | 18%        | 3,4%        | 3,5%        | 3,8%        |
| Surgutneftegas           | 44,98   | -          | -          | -          | -          | -          | -          | 6,6         | 4,7        | 5,3        | -            | -          | -          | 47,3%       | 5,3%        | 3,4%        |
| Total                    | 39,81   | 9,2        | 5,1        | 5,0        | 1,3        | 1,0        | 1,0        | -           | 9,9        | 10,0       | 14%          | 19%        | 19%        | 5,8%        | 6,6%        | 6,8%        |
| Tullow Oil               | 0,54    | -          | 5,4        | 4,9        | 3,1        | 3,9        | 3,6        | -           | 8,4        | 7,2        | -            | 71%        | 73%        | -           | -           | -           |
| <b>Mediana</b>           |         | <b>8,6</b> | <b>4,4</b> | <b>4,4</b> | <b>1,3</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>15,0</b> | <b>8,4</b> | <b>7,0</b> | <b>14%</b>   | <b>22%</b> | <b>21%</b> | <b>6,2%</b> | <b>5,6%</b> | <b>6,6%</b> |

## Wycena spółek surowcowych

|                           | Cena   | EV/EBITDA   |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|---------------------------|--------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |        | 2021        | 2022       | 2023       | 2021       | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        | 2021         | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        |
| <b>GÓRNICTWO I METALE</b> |        |             |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| JSW                       | 31,45  | 2,1         | 1,9        | 1,4        | 0,5        | 0,4        | 0,3        | 5,7         | 6,0         | 4,4         | 22%          | 23%        | 24%        | 0,0%        | 0,0%        | 8,3%        |
| KGHM                      | 214,10 | 4,2         | 4,5        | 4,4        | 1,3        | 1,3        | 1,3        | 7,5         | 8,9         | 9,2         | 32%          | 29%        | 29%        | 0,9%        | 4,7%        | 6,7%        |
| LW Bogdanka*              | 23,55  | 1,1         | 1,1        | 1,1        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 11,0        | 7,4         | 8,4         | 31%          | 27%        | 28%        | -           | -           | -           |
| Anglo American            | 32,98  | 3,8         | 4,6        | 5,1        | 1,7        | 1,8        | 1,9        | 7,4         | 9,2         | 10,8        | 44%          | 39%        | 37%        | 5,7%        | 4,7%        | 3,7%        |
| Antofagasta               | 17,02  | 9,3         | 6,1        | 6,2        | 4,6        | 3,9        | 4,3        | 42,6        | 17,6        | 18,5        | 50%          | 65%        | 69%        | 2,5%        | 3,0%        | 2,5%        |
| BHP Group                 | 22,46  | 8,7         | 6,0        | 7,0        | 4,1        | 3,6        | 4,0        | 18,0        | 10,3        | 12,5        | 48%          | 61%        | 58%        | 5,1%        | 7,6%        | 6,0%        |
| Freeport-McMoRan          | 44,18  | 19,6        | 6,8        | 7,5        | 5,5        | 3,4        | 3,7        | 100+        | 13,6        | 16,9        | 28%          | 50%        | 49%        | 0,1%        | 0,9%        | 0,8%        |
| Glencore                  | 3,25   | 9,9         | 5,8        | 6,2        | 0,6        | 0,4        | 0,4        | -           | 11,1        | 11,5        | 6%           | 7%         | 7%         | -           | 4,6%        | 4,6%        |
| Grupo Mexico              | 100,33 | 7,4         | 5,8        | 5,9        | 3,9        | 3,3        | 3,3        | 15,6        | 11,1        | 11,8        | 52%          | 56%        | 55%        | 2,9%        | 5,1%        | 5,1%        |
| Rio Tinto                 | 62,75  | 6,6         | 5,5        | 6,7        | 3,1        | 3,2        | 3,4        | 13,3        | 9,9         | 12,6        | 47%          | 57%        | 50%        | 5,8%        | 6,7%        | 5,3%        |
| Southern CC               | 78,35  | 16,3        | 11,4       | 12,0       | 8,2        | 6,6        | 6,6        | 38,6        | 20,2        | 21,3        | 50%          | 58%        | 55%        | 1,9%        | 3,1%        | 3,0%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>7,4</b>  | <b>5,8</b> | <b>6,2</b> | <b>3,1</b> | <b>3,2</b> | <b>3,3</b> | <b>13,3</b> | <b>10,3</b> | <b>11,8</b> | <b>44%</b>   | <b>50%</b> | <b>49%</b> | <b>2,5%</b> | <b>4,6%</b> | <b>4,9%</b> |
| <b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>   |        |             |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Grupa Kęty                | 646,00 | 10,9        | 10,6       | 10,4       | 1,8        | 1,7        | 1,7        | 16,3        | 15,9        | 15,7        | 17%          | 16%        | 16%        | 6,9%        | 5,2%        | 5,4%        |
| Alcoa                     | 40,68  | 9,3         | 4,1        | 4,2        | 1,1        | 0,9        | 0,9        | -           | 10,8        | 10,6        | 11%          | 22%        | 22%        | -           | 0,1%        | 0,1%        |
| Constellium               | 17,22  | 10,9        | 6,1        | 5,7        | 0,9        | 0,7        | 0,7        | -           | 10,6        | 8,1         | 8%           | 11%        | 12%        | -           | -           | 3,2%        |
| Kaiser Aluminum           | 133,26 | 20,5        | 11,3       | -          | 2,5        | 1,5        | -          | 73,2        | 19,6        | -           | 12%          | 13%        | -          | 2,0%        | 2,3%        | -           |
| Norsk Hydro               | 53,88  | 8,0         | 5,5        | 5,5        | 0,9        | 0,9        | 0,9        | 59,9        | 10,8        | 10,9        | 11%          | 16%        | 16%        | 2,3%        | 3,8%        | 4,2%        |
| Rusal                     | 5,76   | -           | -          | -          | -          | -          | -          | 14,9        | 3,5         | 3,3         | -            | -          | -          | -           | 4,1%        | 4,1%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>10,9</b> | <b>6,1</b> | <b>5,6</b> | <b>1,1</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>38,1</b> | <b>10,8</b> | <b>10,6</b> | <b>11%</b>   | <b>16%</b> | <b>16%</b> | <b>2,3%</b> | <b>3,8%</b> | <b>4,1%</b> |

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

**Wycena spółek nawozowych**

| SPÓŁKI NAWOZOWE    | Cena    | EV/EBITDA   |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|--------------------|---------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                    |         | 2021        | 2022       | 2023       | 2021       | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        | 2021         | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        |
| Grupa Azoty        | 35,72   | 7,0         | 10,6       | 6,2        | 0,7        | 0,9        | 0,7        | 10,6        | 100+        | 12,9        | 11%          | 8%         | 11%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| ZA Police*         | 12,70   | -           | -          | -          | -          | -          | -          | -           | -           | -           | -            | -          | -          | -           | -           | -           |
| Acron              | 5946,00 | 10,3        | 8,3        | 7,8        | 3,1        | 2,5        | 2,4        | 67,8        | 11,0        | 9,0         | 30%          | 30%        | 30%        | 7,5%        | 6,2%        | 6,1%        |
| CF Industries      | 54,61   | 10,9        | 9,6        | 10,1       | 4,2        | 3,5        | 3,4        | 36,9        | 19,5        | 20,5        | 39%          | 36%        | 34%        | 2,2%        | 2,2%        | 2,2%        |
| Israel Chemicals   | 22,15   | 15,7        | 8,5        | 7,9        | 2,1        | 1,9        | 1,8        | 100+        | 16,0        | 14,3        | 14%          | 22%        | 23%        | 1,5%        | 3,4%        | 3,9%        |
| K+S                | 9,84    | 14,2        | 11,5       | 9,9        | 2,2        | 1,9        | 1,9        | -           | 23,9        | 20,6        | 16%          | 17%        | 19%        | -           | 1,2%        | 1,7%        |
| Phosagro           | 4319,00 | 8,3         | 6,4        | 6,5        | 2,8        | 2,3        | 2,3        | 33,0        | 12,4        | 11,5        | 34%          | 36%        | 36%        | 5,8%        | 6,2%        | 6,2%        |
| The Mosaic Company | 37,06   | 13,6        | 7,5        | 7,7        | 2,1        | 1,7        | 1,7        | 21,1        | 14,5        | 13,2        | 15%          | 22%        | 21%        | 0,5%        | 0,8%        | 0,8%        |
| Yara International | 444,80  | 7,3         | 7,0        | 6,8        | 1,3        | 1,3        | 1,3        | 18,3        | 13,6        | 12,7        | 18%          | 19%        | 19%        | 80,4%       | 5,1%        | 8,9%        |
| <b>Mediana</b>     |         | <b>10,6</b> | <b>8,4</b> | <b>7,7</b> | <b>2,2</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>27,0</b> | <b>14,5</b> | <b>13,1</b> | <b>17%</b>   | <b>22%</b> | <b>22%</b> | <b>2,2%</b> | <b>2,8%</b> | <b>3,1%</b> |

**Wycena spółek spożywczych**

| SPÓŁKI SPOŻYWCZE    | Cena    | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |           | DY          |             |             |
|---------------------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|-----------|-------------|-------------|-------------|
|                     |         | 2021       | 2022       | 2023       | 2021       | 2022       | 2023       | 2021        | 2022        | 2023        | 2021         | 2022       | 2023      | 2021        | 2022        | 2023        |
| Kemel               | 53,90   | 3,6        | 4,1        | 4,3        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 12,0        | 7,8         | 7,9         | 12%          | 10%        | 9%        | 1,8%        | 1,9%        | 1,7%        |
| Astarta*            | 44,20   | 2,5        | 2,9        | 3,6        | 0,8        | 0,9        | 0,9        | 3,5         | 4,2         | 6,3         | 32%          | 30%        | 25%       | 3,4%        | 9,9%        | 11,3%       |
| Agrana Beteiligungs | 19,40   | 8,5        | 7,6        | 6,8        | 0,7        | 0,6        | 0,6        | 20,2        | 18,0        | 13,6        | 8%           | 8%         | 9%        | 4,8%        | 4,9%        | 5,2%        |
| Bunge Limited       | 89,54   | 10,3       | 10,8       | 10,8       | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 11,2        | 12,8        | 13,0        | 5%           | 4%         | 4%        | 2,2%        | 2,5%        | 2,6%        |
| Cosan               | 22,71   | 35,0       | 9,8        | 8,6        | 1,3        | 1,1        | 1,0        | 10,3        | 16,3        | 14,2        | 4%           | 11%        | 12%       | 2,3%        | 2,7%        | 3,4%        |
| MHP                 | 4,85    | 5,1        | 4,5        | 4,3        | 1,0        | 0,9        | 0,9        | -           | 5,0         | 3,7         | 21%          | 20%        | 21%       | 5,8%        | 5,8%        | 15,5%       |
| Nisshin Oillio      | 3025,00 | 7,7        | 7,9        | 7,4        | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 10,9        | 12,1        | 11,2        | 6%           | 6%         | 6%        | 2,6%        | 2,7%        | 2,8%        |
| Suedzucker          | 14,26   | 11,5       | 7,7        | 6,7        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | -           | 17,2        | 11,7        | 7%           | 10%        | 11%       | 1,4%        | 2,0%        | 2,6%        |
| Wilmar Int.         | 4,85    | 12,2       | 10,7       | 10,1       | 0,8        | 0,7        | 0,7        | 14,5        | 13,4        | 12,8        | 6%           | 7%         | 7%        | 2,7%        | 3,4%        | 3,3%        |
| <b>Mediana</b>      |         | <b>8,5</b> | <b>7,7</b> | <b>6,8</b> | <b>0,8</b> | <b>0,7</b> | <b>0,7</b> | <b>11,2</b> | <b>12,8</b> | <b>11,7</b> | <b>7%</b>    | <b>10%</b> | <b>9%</b> | <b>2,6%</b> | <b>2,7%</b> | <b>3,3%</b> |

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 |
| Złoto                 | WISDOMTREE 2X DAILY LONG SILVER (4RUE GR ETF)         | DEU-XETRA | DE000A0V9Y57 | 4RUE:GR |
|                       | 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 |
| Złoto                 | 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 dzielony 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

**PRZEWAŻENIE (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:

**KUPIJ** – 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. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie 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 Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, 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 świadczył, 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: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Answear, Assec Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primatech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Assec 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.

Powielanie 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 branżowych 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.**

Prosta 18  
00-850 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

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

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

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

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

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

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

**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)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

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

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

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

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)