

wtorek, 18 lipca 2017 | 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 cena energii w kontrakcie rocznym utrzymuje się w okolicach 31,5 EUR/MWh przy utrzymujących się wysokich notowaniach węgla ARA i CO₂ na poziomie 5,5 EUR/t (mimo fiaska ostatnich trójstronnych negocjacji w sprawie reformy ETS). W Polsce kontrakt na rok 2018 nadal kosztuje 165 PLN/MWh i na razie nie widać znaczącego wpływu coraz większej presji z lokalnego rynku węgla (częściowo to efekt perspektywy nowych mocy w merit order, ale należy pamiętać, że okres letni nie jest kluczowy dla budowania portfeli sprzedażowych). Kontrakty nie przyspieszają również doniesienia i prawdopodobnym wycofaniu się regulatora z reformy ORM. Na rynku zielonych certyfikatów zgłoszona nowelizacja ustawy zgodnie z oczekiwaniami nie przyniosła przełomu (będzie ona miała jednak istotny pozytywny wpływ na rentowność Energi w segmencie obrotu).

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne utrzymują się na poziomie 7 USD/Bbl, dzięki taniej ropie i mocnym crackom na HSFO. Warto jednak odnotować, że poprawiła się ostatnio również marża na dieslu, co kompensuje spadek rentowności na benzynie. Dyferencjał nieznacznie wzrósł do 0,8 USD/Bbl, ale kluczowy będzie przyszły tydzień kiedy Rosjanie ogłaszają plany załadunkowe w Primorsku na sierpień. O tendencjach w segmencie petrochemicznym piszemy poniżej w sekcji „Wykresy tygodnia”. Na rynku gazowym warto odnotować wzrost spreadu Polska-Niemcy w kontrakcie rocznym i poprawę teoretycznej terminowej marży importowej PGN praktycznie na wszystkich kierunkach dostaw.

Rynek węgla koksującego i rudy żelaza

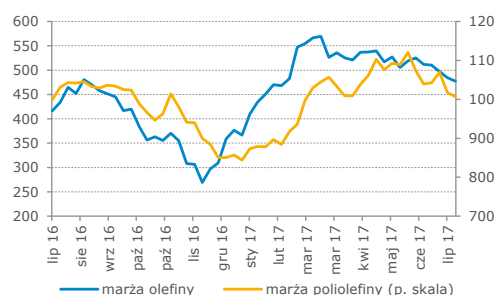
Rio Tinto obniżyło projekcję produkcji węgla koksowego z 7,8-8,4 mln ton do 7,2-7,8 mln ton w 2017 roku. Niższe wydobycie, to efekt cyklonu Debbie, który obniżył wydobycie węgla koksowego w 2Q'17 o 14% w Grupie Rio Tinto. Prognoza produkcji rudy żelaza została obniżona do 330 mln ton z 330-340 mln ton.

Rynek metali

Wartość nowych kredytów w Chinach wzrosła w czerwcu o 11,6% r/r po 12,6% r/r wzroście w maju. Ekspansja monetarna w Chinach pozytywnie przekłada się na wzrost gospodarczy i notowania metali kolorowych. PKB Chin w 2Q'17 wzrosło o 6,9% r/r, wobec oczekiwań analityków na poziomie 6,8% r/r. Produkcja przemysłowa za czerwiec wzrosła o 7,6% r/r, wobec oczekiwań 6,5% r/r. Dodatkowo rejestracja nowych samochodów w Chinach w czerwcu wzrosła o 4,6% r/r.

Import netto miedzi do Chin (koncentrat, złomy, katoda) wzrósł w czerwcu o 4,1% r/r. W ostatnim tygodniu ilość spekulacyjnych otwartych pozycji długich na wzrost cen miedzi spadła z 16 tys. sztuk do 12 tys. sztuk. Dobre zachowanie cen miedzi i metali kolorowych przełożyło się na dobre zachowanie spółek wydobywczych w ostatnim tygodniu.

Wykresy tygodnia



Źródło: Bloomberg

Ceny miedzi (USD/t)

Ceny miedzi wzrosły do poziomu 6000 USD/t na LME w reakcje na lepsze od oczekiwań odczyty PKB oraz produkcji przemysłowej w Chinach. Rynek zwraca uwagę na prawdopodobne strajki w Chile w 2H'17. Kolejne kopalnie w nadchodzących miesiącach będą musiały się zmierzyć z odnowieniem porozumień płacowych. Również na 19 VII w Peru zaplanowano ogólnokrajowy strajk branży wydobywczej.

Marże petrochemiczne (USD/t)

Modelowe marże petrochemiczne spadły od początku czerwca o 10%, mimo przeceny na ropie. Zwracamy jednak uwagę, że na 2H'17 przypada większość uruchomień nowych mocy, które w etylenie/PE powinny sięgnąć ponad 7 mln ton (5-7% globalnych mocy), a na 2018 rok planowane jest oddanie prawie 9 mln ton. Dodatkowym problemem dla europejskich instalacji jest wzrost kursu EUR/USD. Negatywne dla PKN i MOL.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

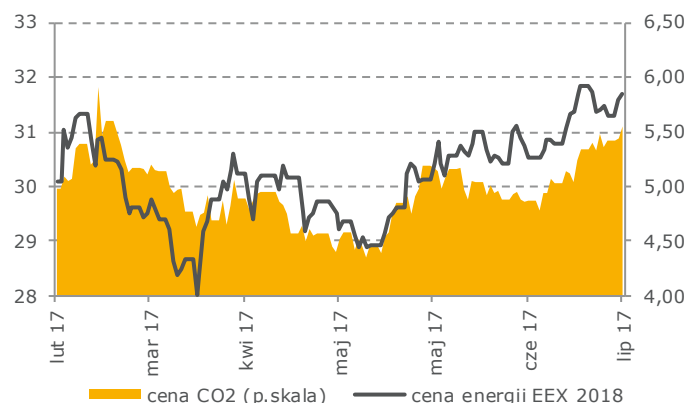
Spółka	1W	YTD
Tarczyński	-3,1%	-9%
Kernel	-2,5%	+4%
Astarta	-2,3%	+17%
Orzeł Biały	-1,6%	+42%
Boryszew	-1,3%	+38%
Kęty	-1,2%	+10%
IMC	-0,8%	+25%
CEZ	+1,1%	+1%
Lotos	+1,7%	+41%
Impexmetal	+1,8%	+39%
ZCh Police	+2,4%	-6%
Unipetrol	+2,6%	+66%
Tauron	+3,0%	+33%
PKN Orlen	+3,5%	+35%
Energa	+3,7%	+18%
MOL	+4,1%	+9%
ZA Puławy	+4,2%	+0%
PGNiG	+4,3%	+20%
ZE PAK	+4,7%	+33%
Grupa Azoty	+4,9%	+6%
JSW	+5,0%	+14%
LW Bogdanka	+5,0%	+1%
Synthos	+6,1%	+17%
OMV	+6,4%	+46%
Tupras	+6,7%	+63%
PGE	+8,0%	+25%
Enea	+9,9%	+60%
KGHM	+12,6%	+31%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+2,8%	+21%
Chemia	+4,5%	+11%
Energia	+6,2%	+27%
Paliwa	+3,5%	+31%
Spożywczy	-1,5%	+8%
Surowce	+10,6%	+26%
Ukraina	-1,9%	+15%

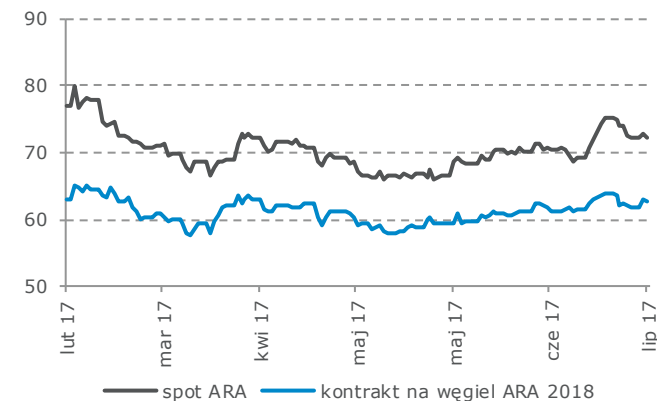
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+4,8%	+11%
Oil & Gas E&P	+3,0%	-17%
Refining EU	+3,0%	+60%
Refining US	-0,3%	+3%
Agri & Food	+0,8%	+14%
Kauczuki	+2,7%	+9%
Nawozy	+2,8%	-3%
Chemicals EU	+3,5%	+19%
Industrials EU	+0,6%	+14%
Petchem World	+3,0%	+15%
Utilities EU	+1,7%	+11%
Utilities US	+1,1%	+8%

Energetyka

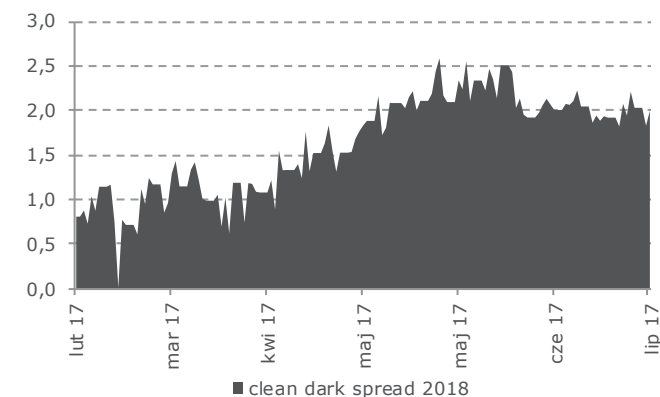
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



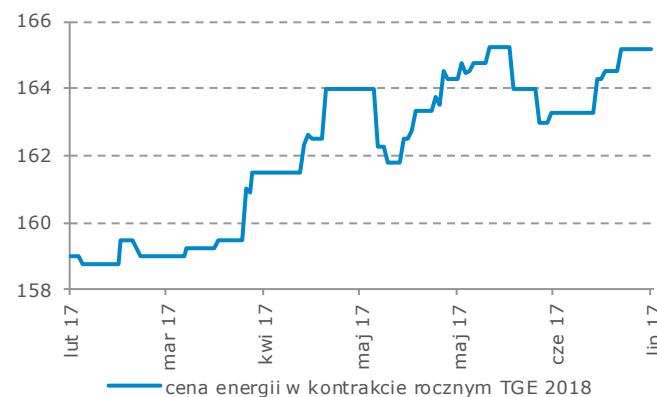
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



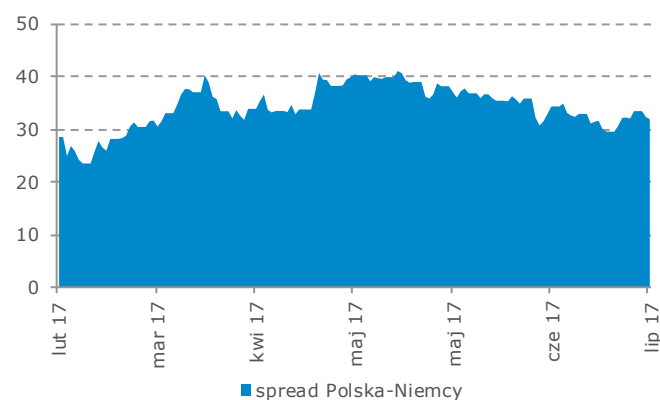
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



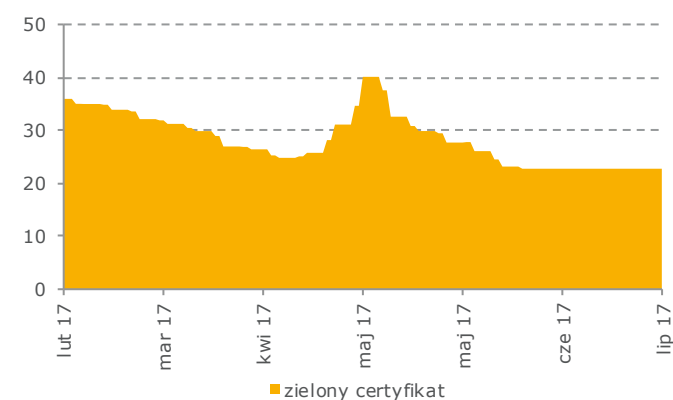
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



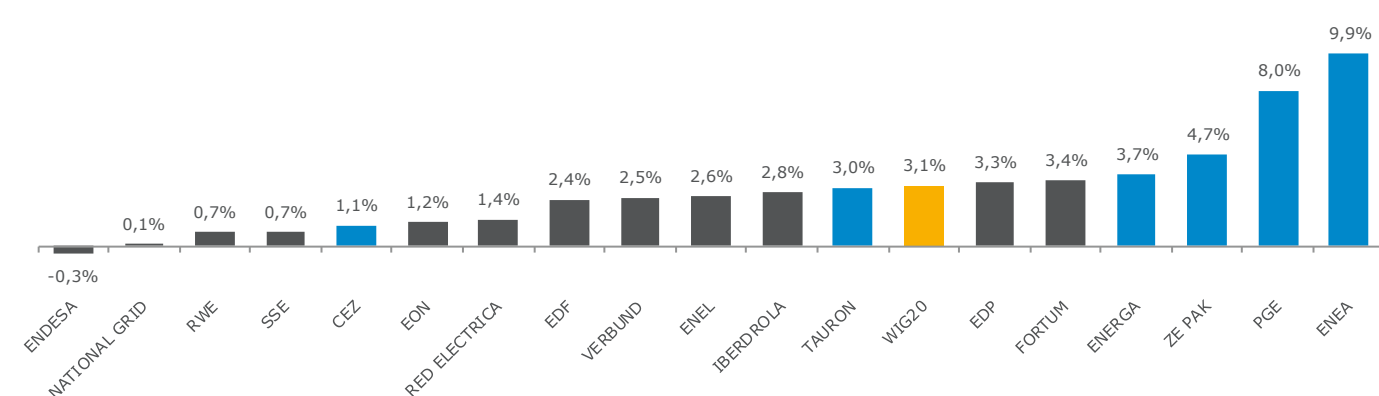
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



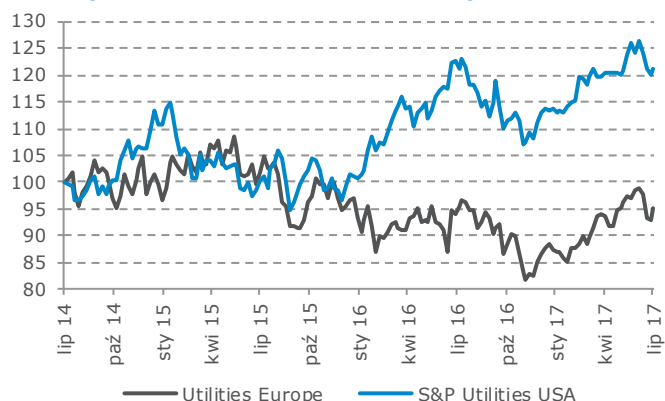
Tygodniowy performance spółek energetycznych



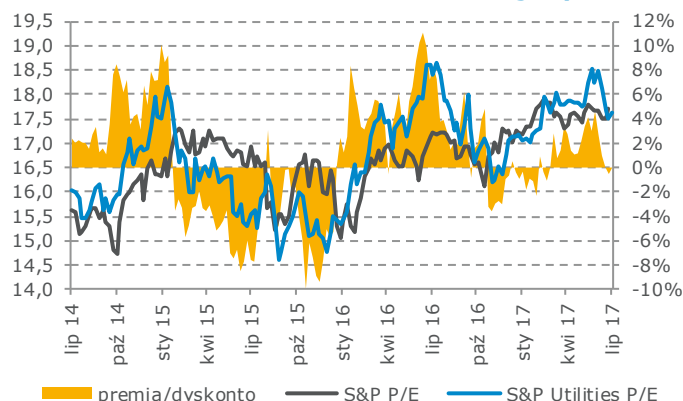
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

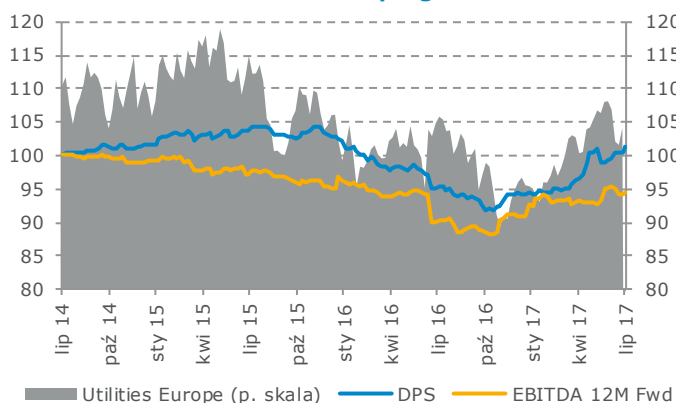
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



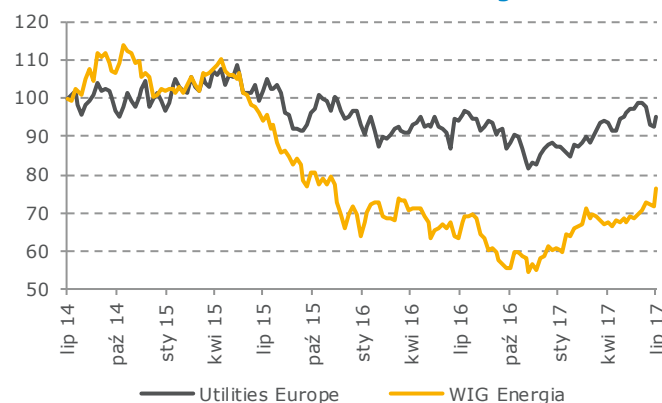
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



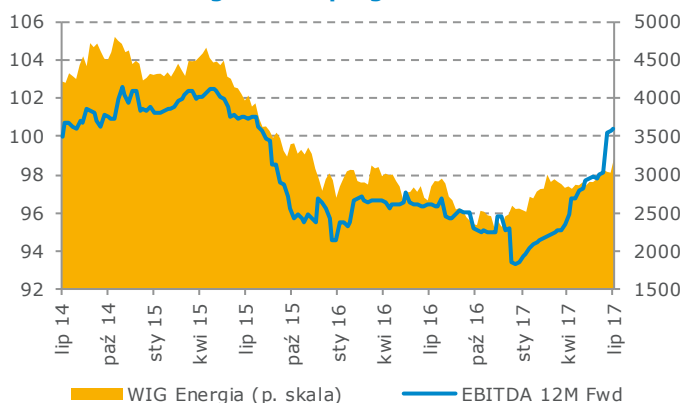
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



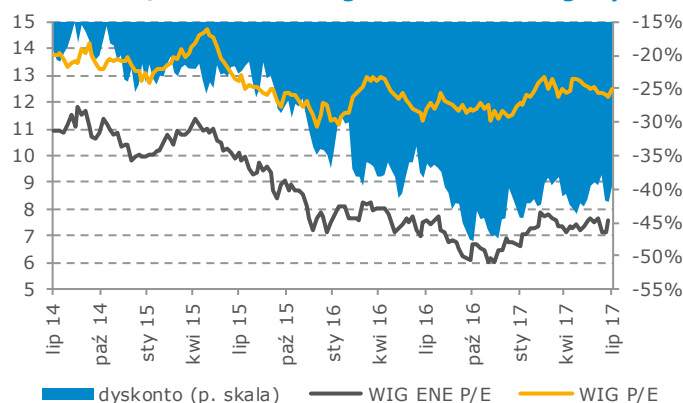
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



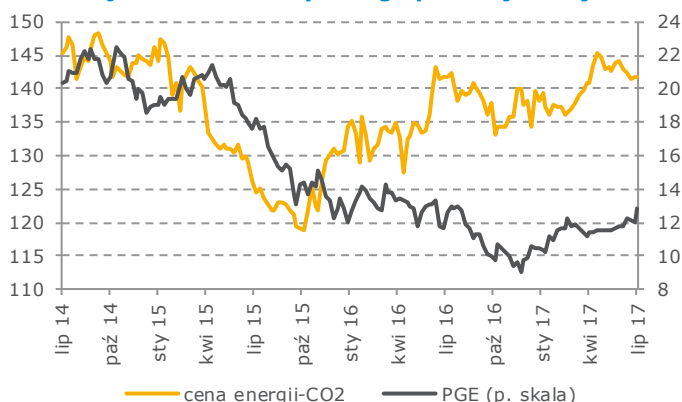
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



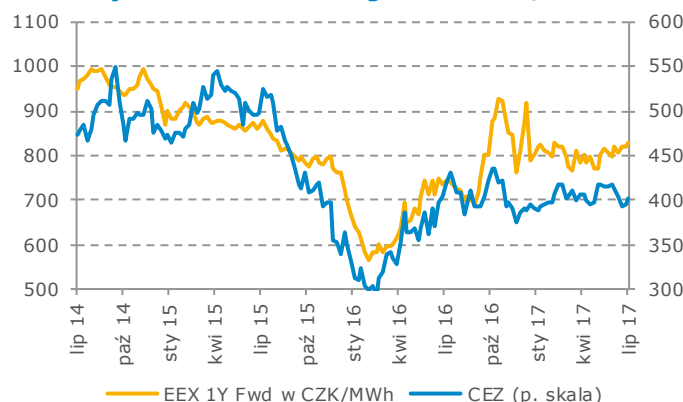
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



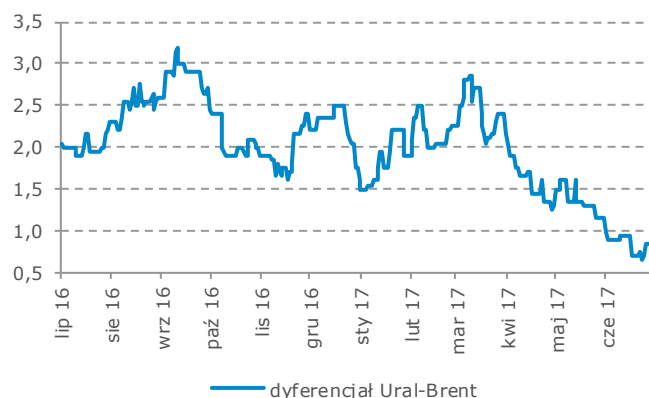
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

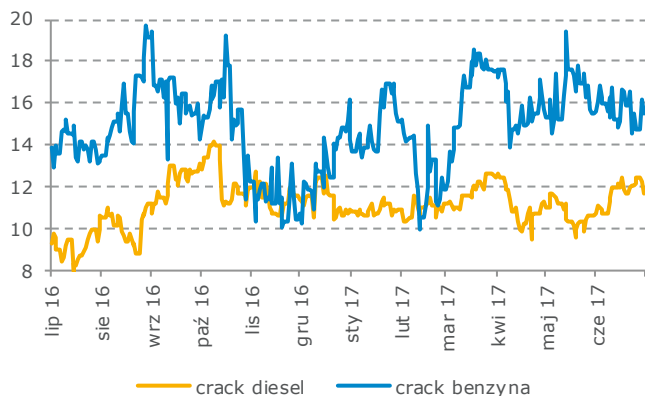
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



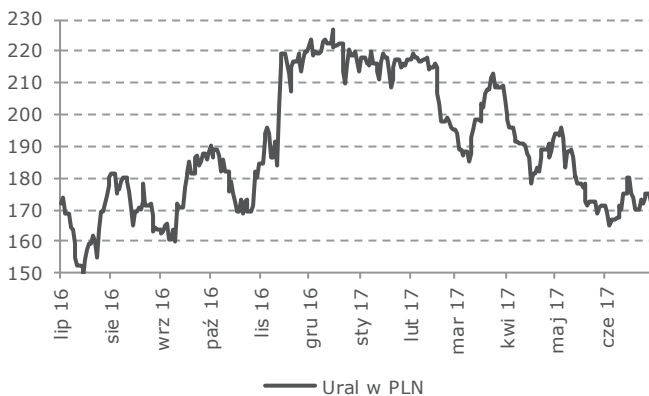
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



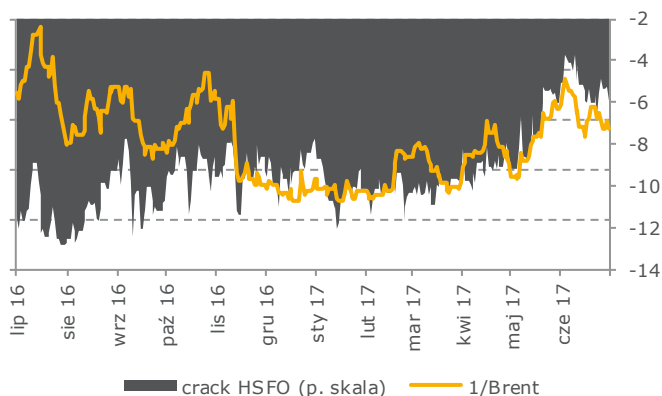
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



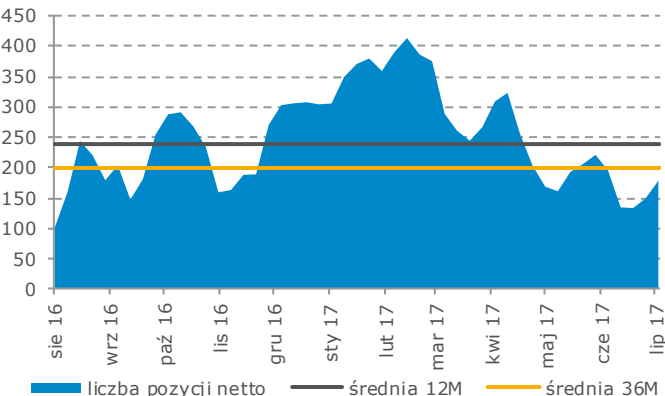
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



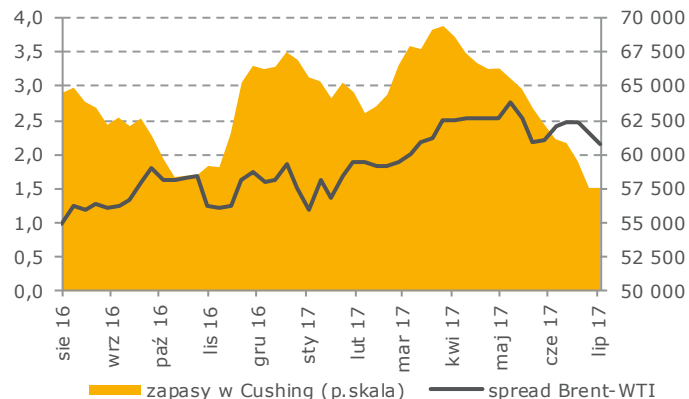
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



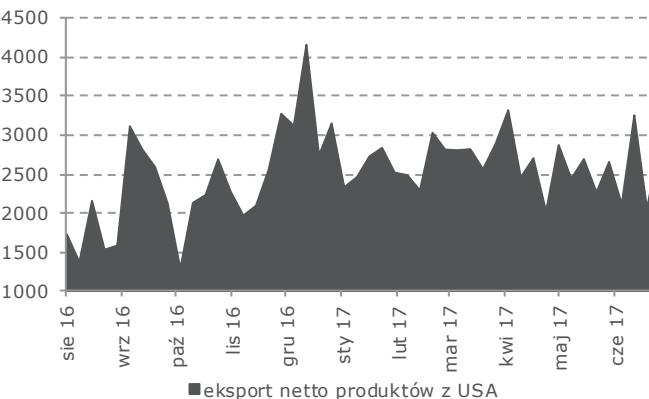
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



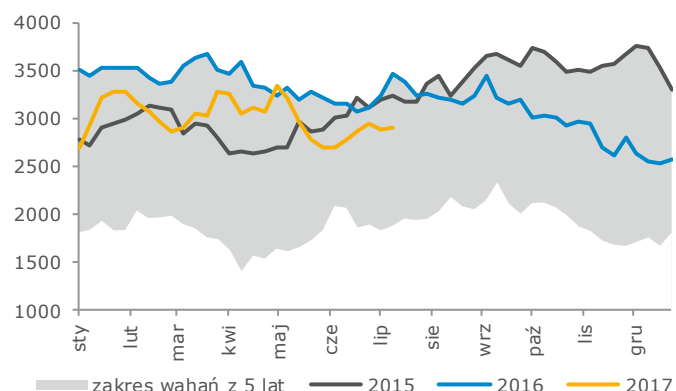
Eksport netto paliw z USA



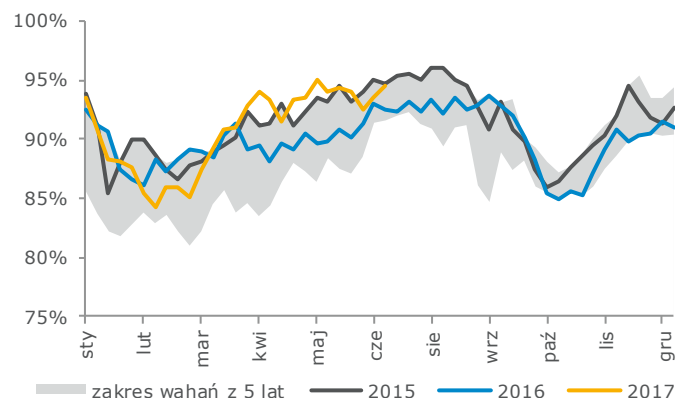
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

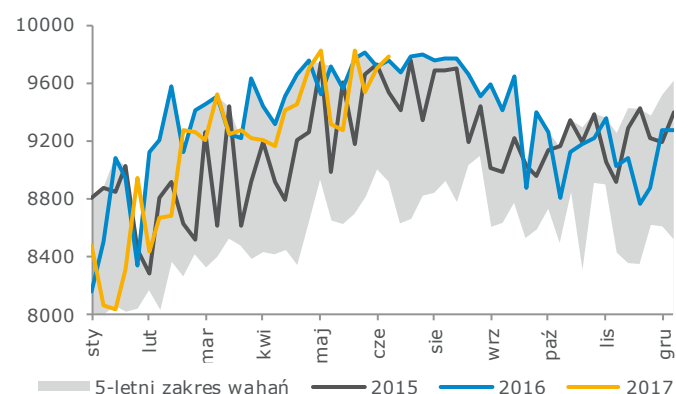
Zapasy diesla w portach ARA



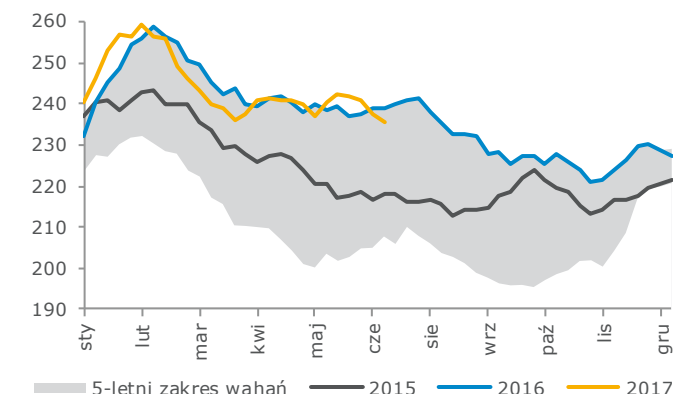
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



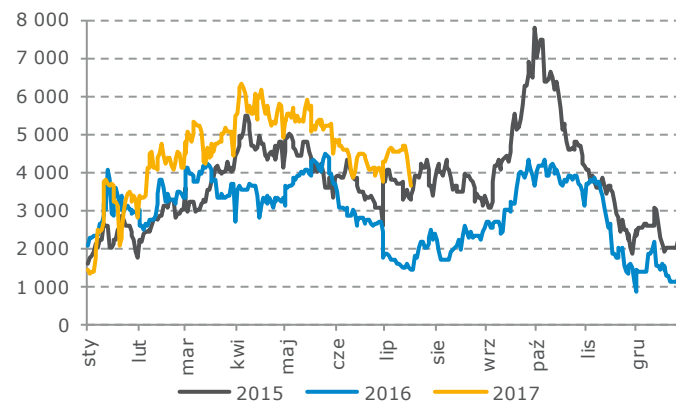
Popyt na benzynę w USA



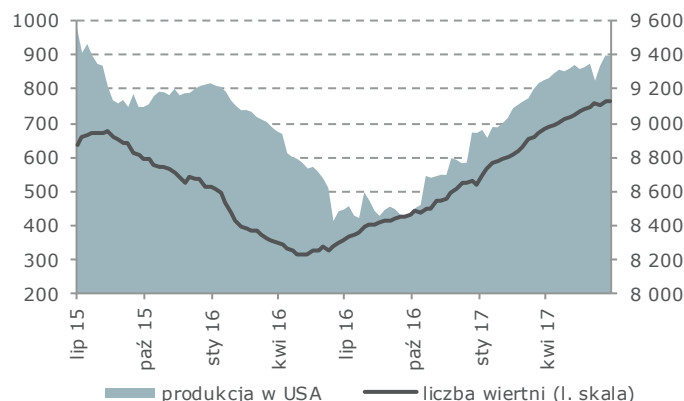
Zapasy benzyny w USA



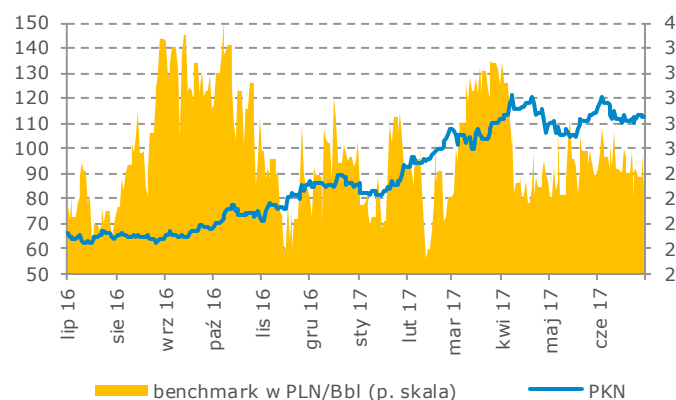
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



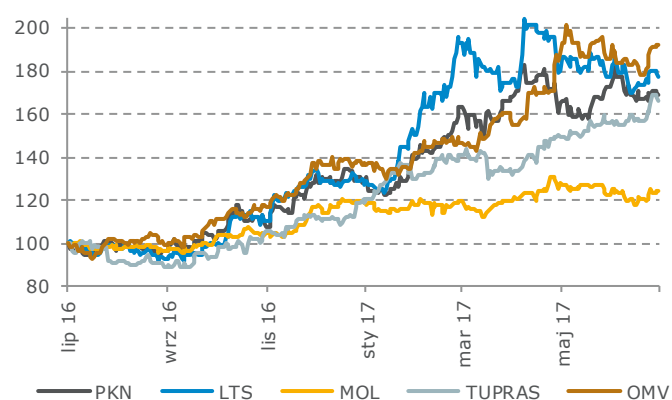
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



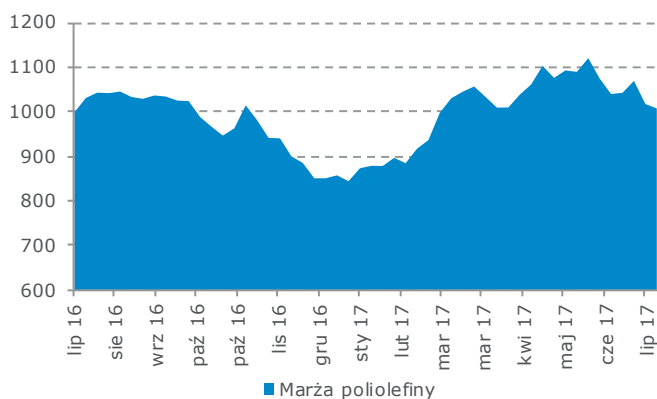
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



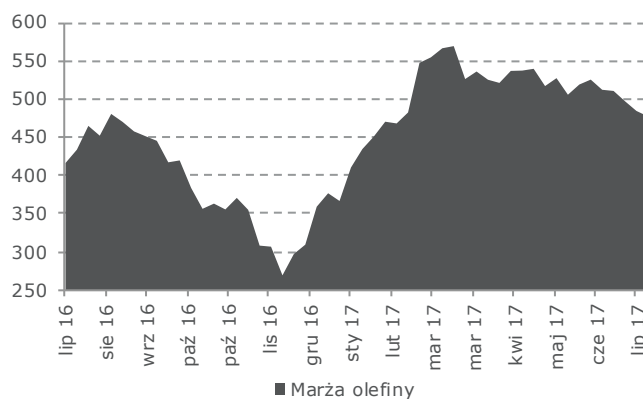
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

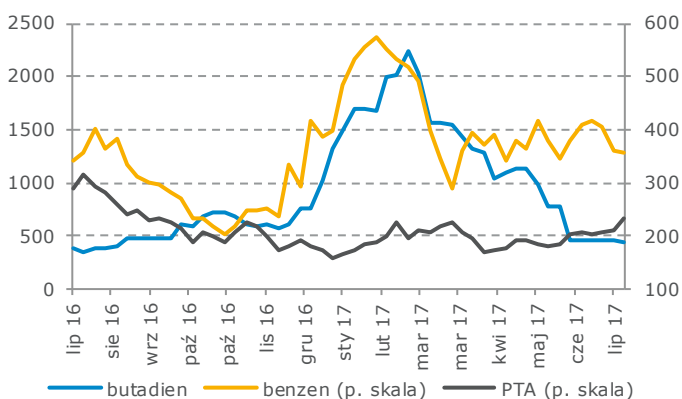
Marża petrochemiczna poliolefiny



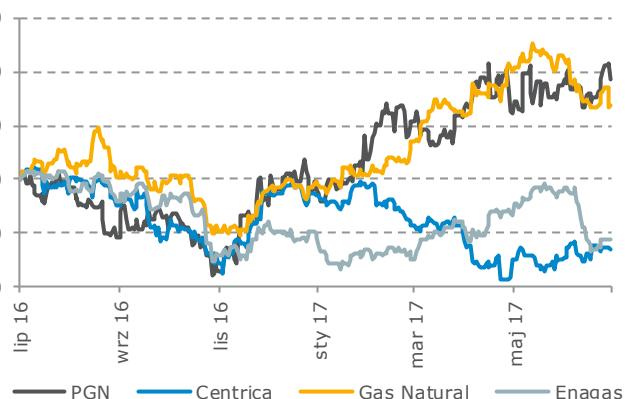
Marża petrochemiczna olefiny



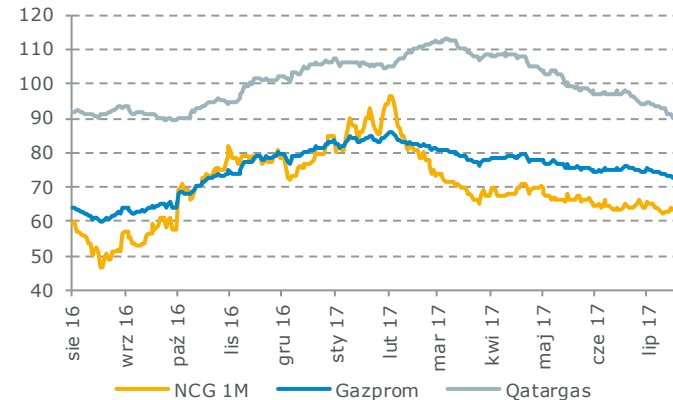
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



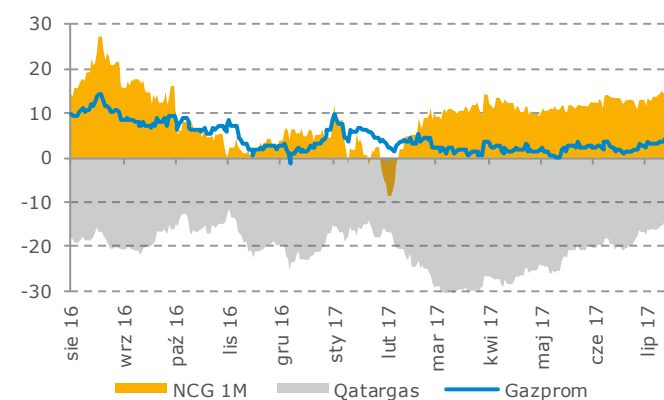
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



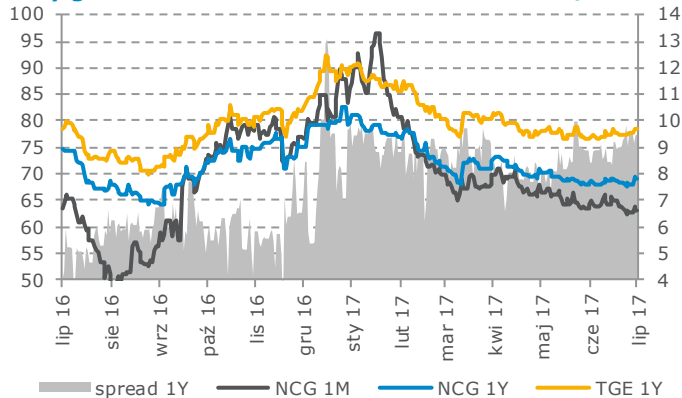
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



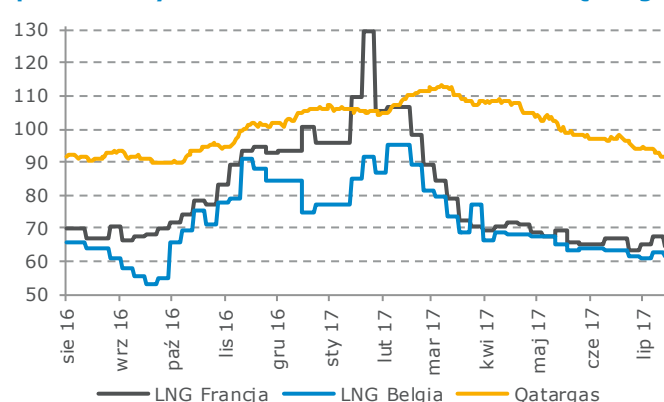
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



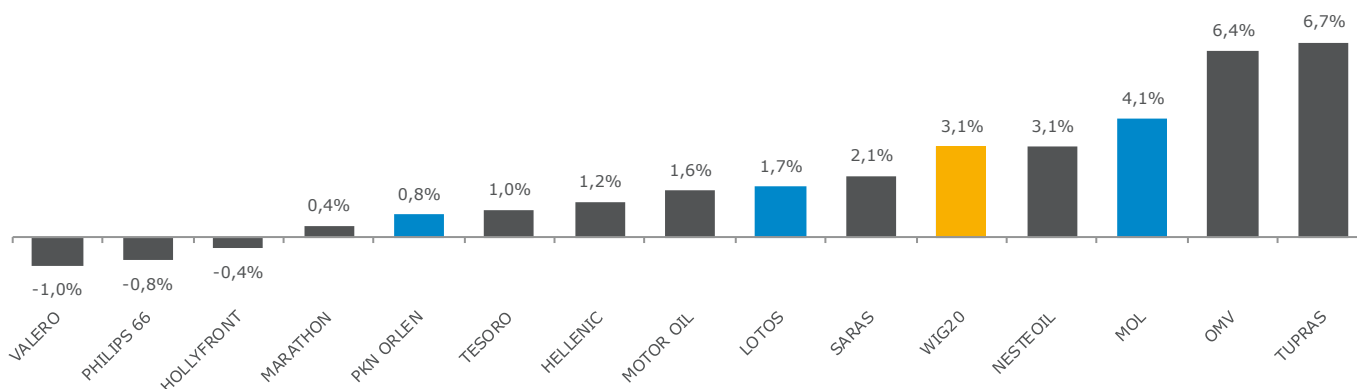
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



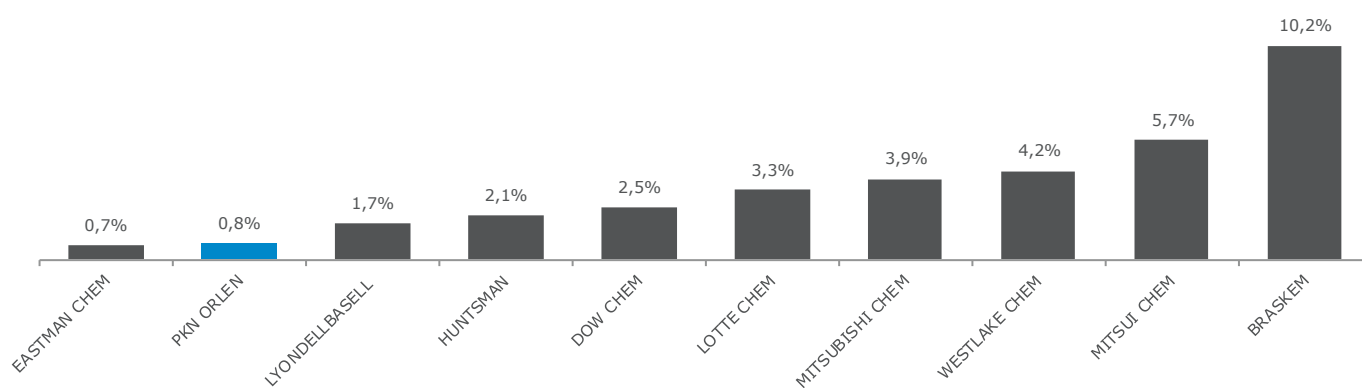
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

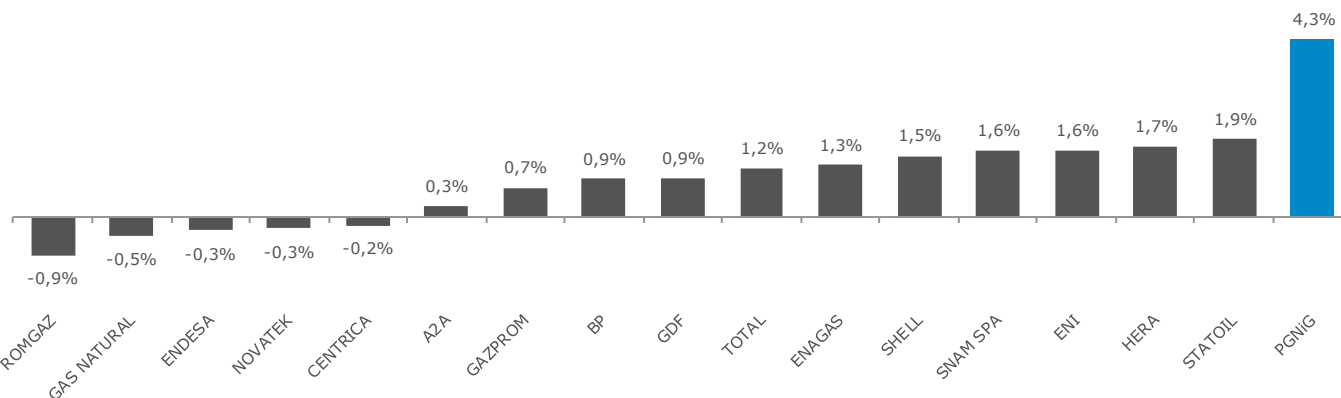
Spółki rafineryjne



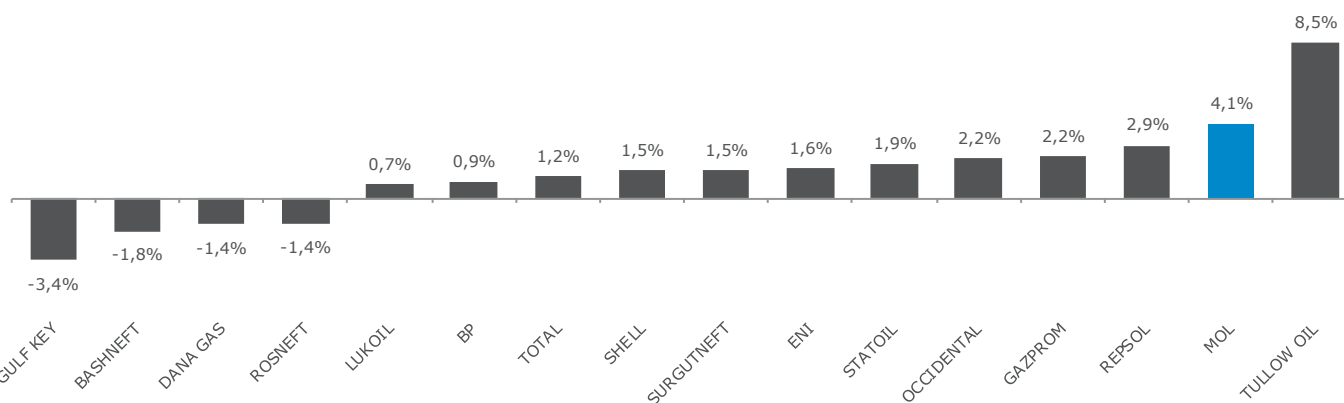
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



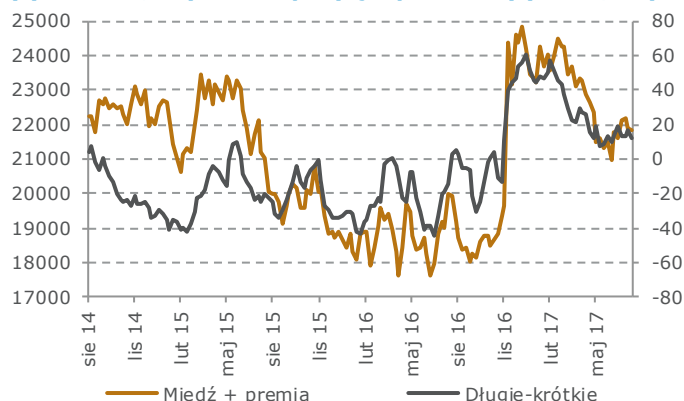
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

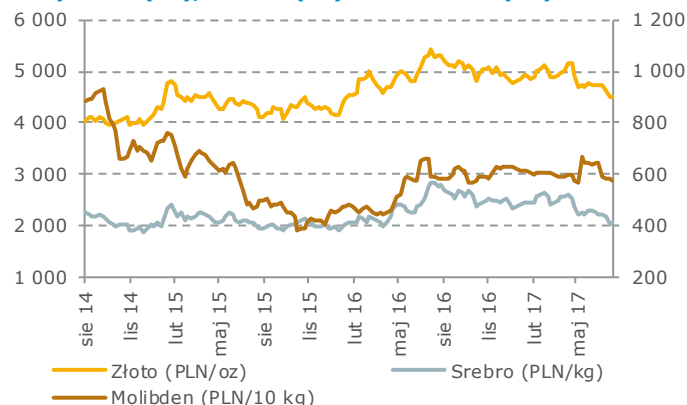
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



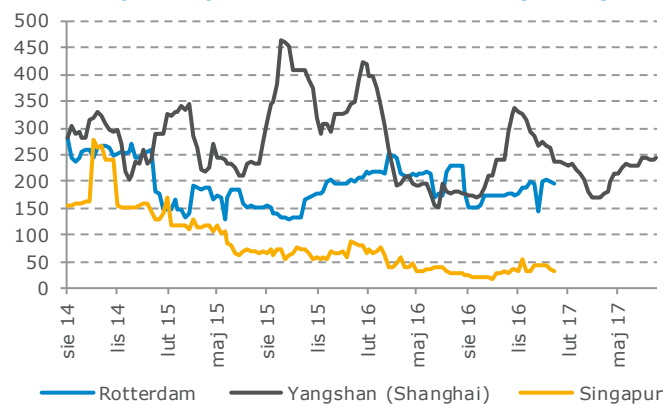
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



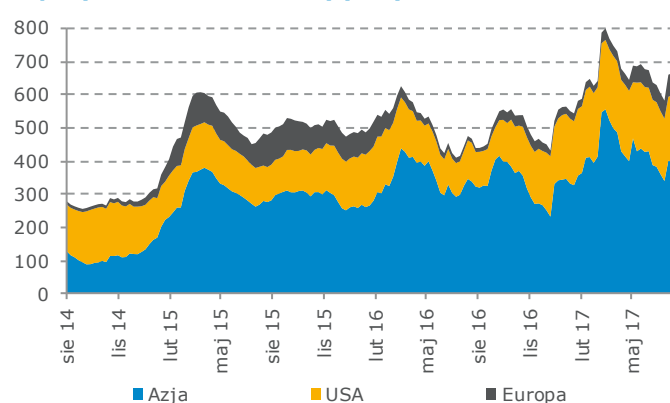
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



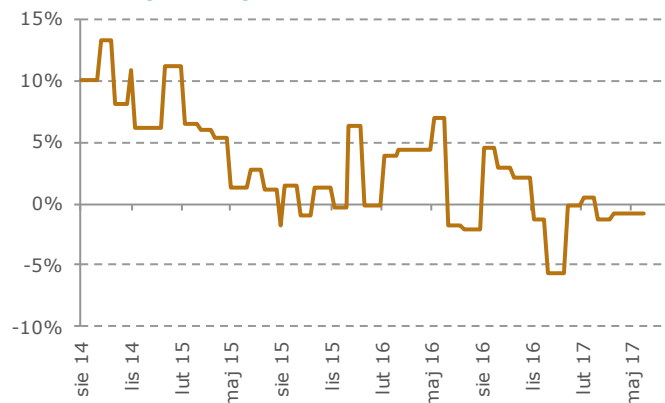
Wartości premii produkcyjnych dla miedzi (PLN/t)



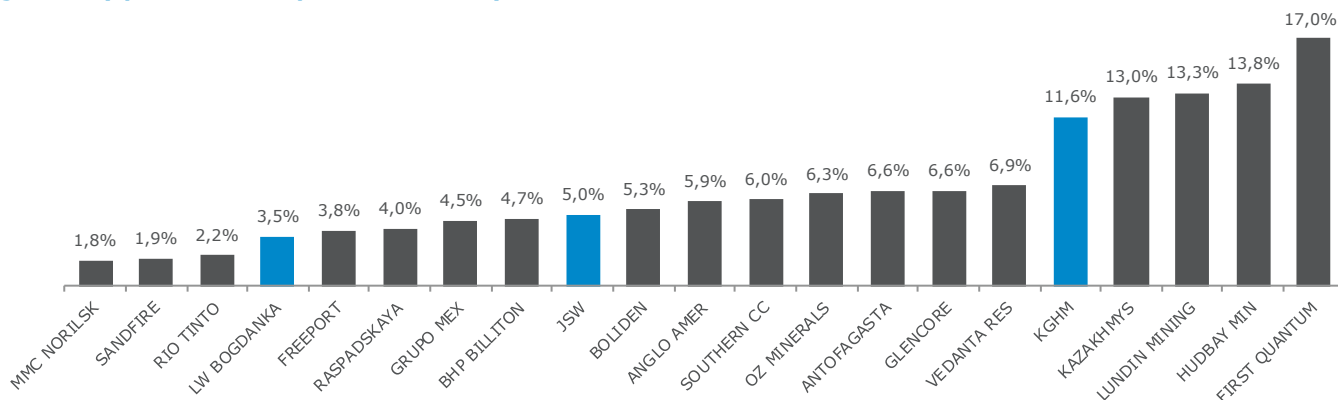
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



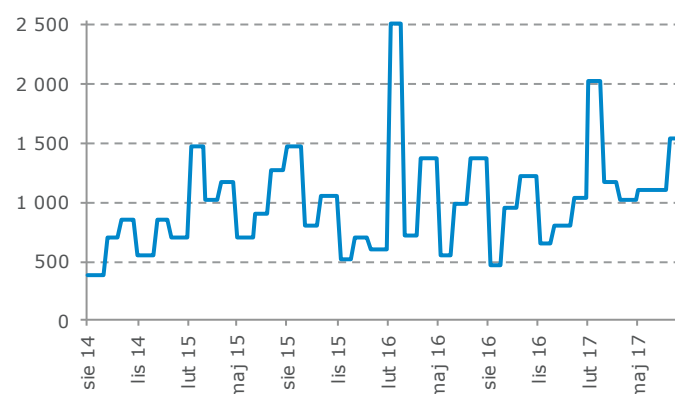
Tygodniowy performance spółek surowcowych



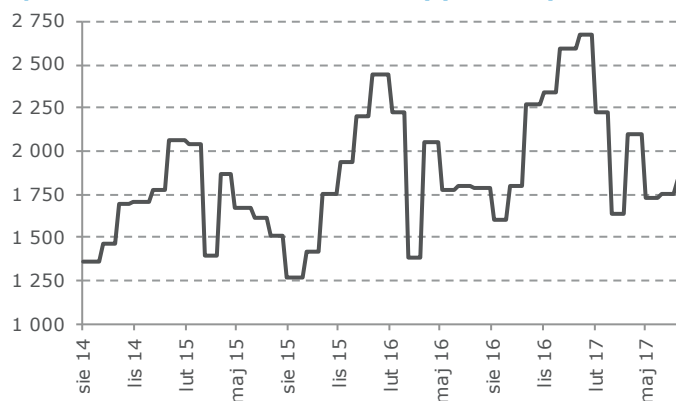
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

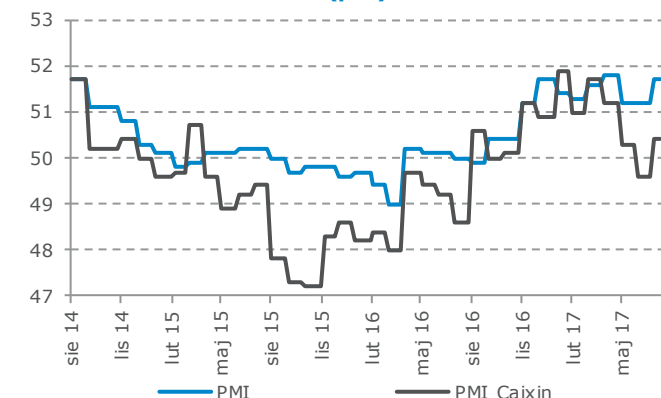
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



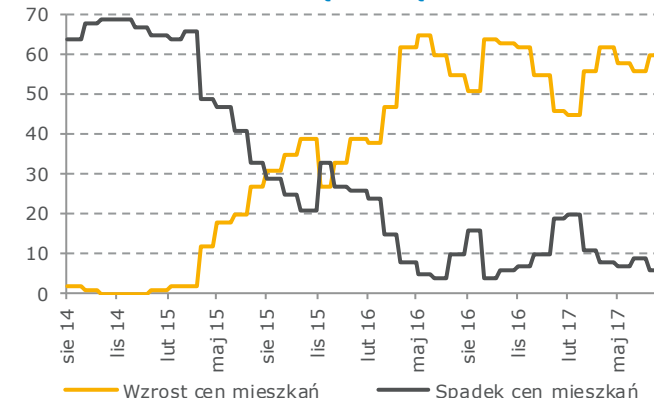
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



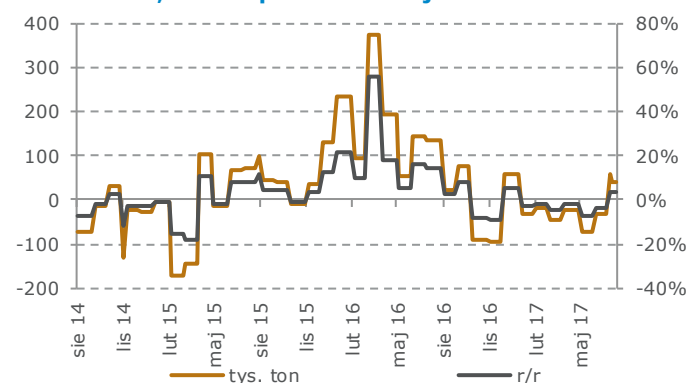
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



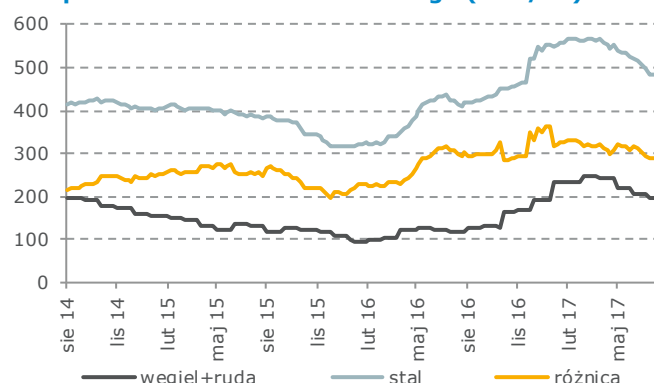
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



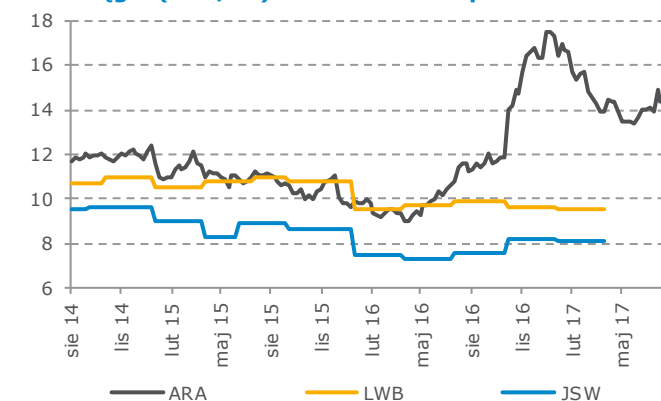
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



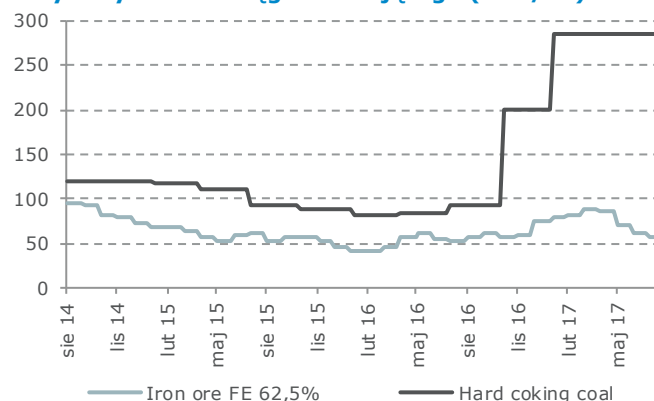
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie i kosztu wsadu surowcowego (USD/Mt)



Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



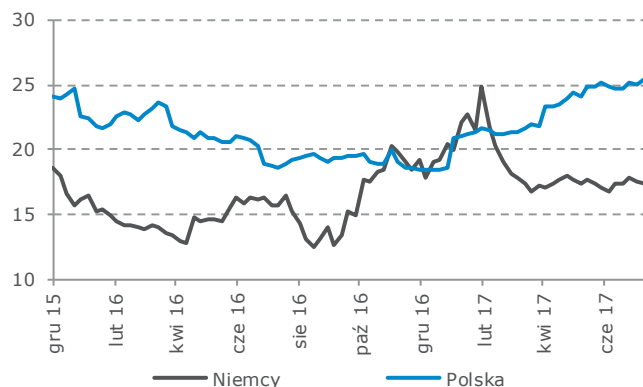
Ceny rudy żelaza i węgla koksującego (USD/Mt)



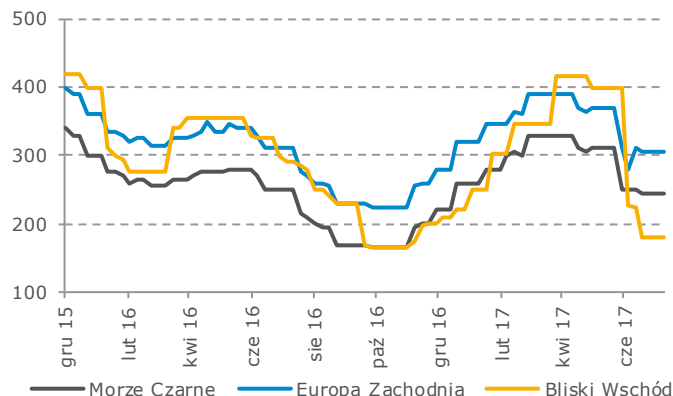
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

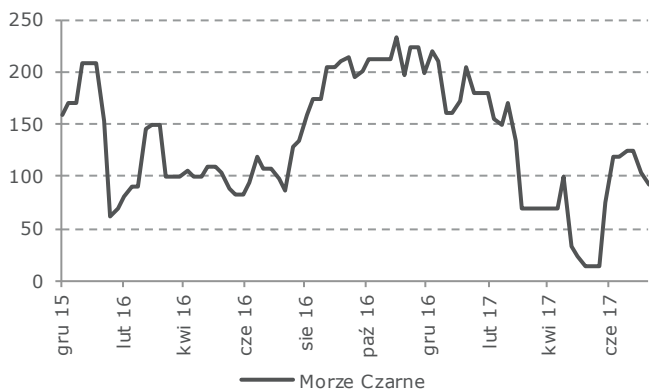
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



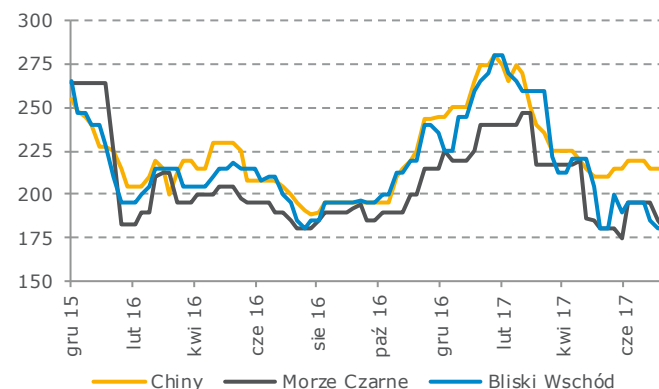
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



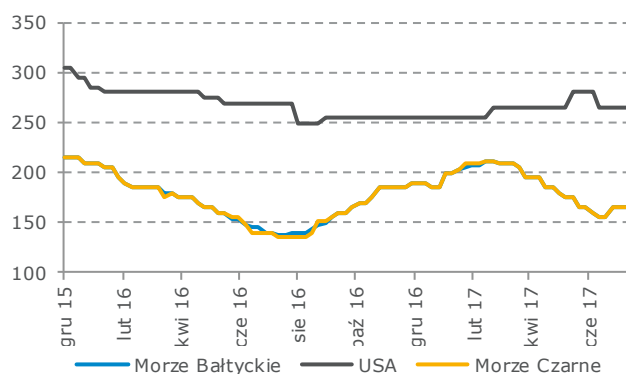
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



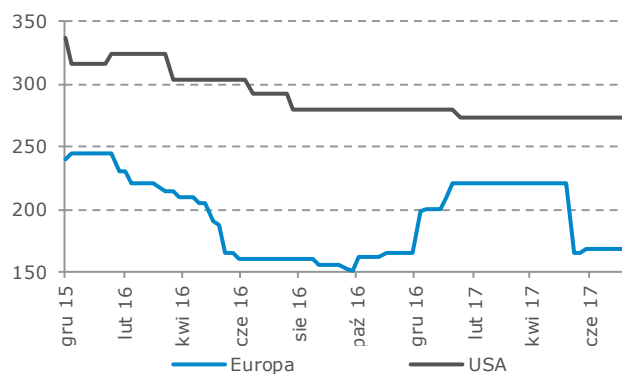
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



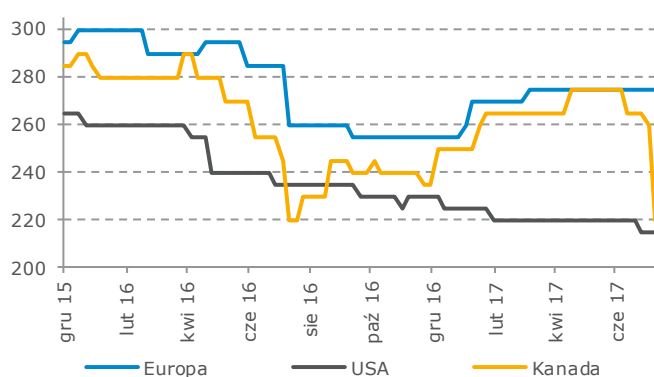
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



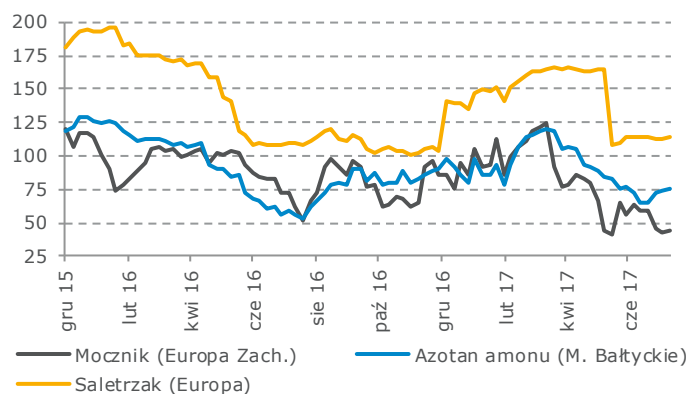
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



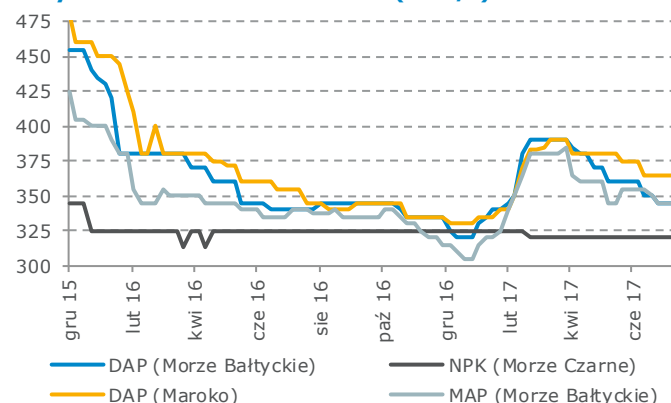
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



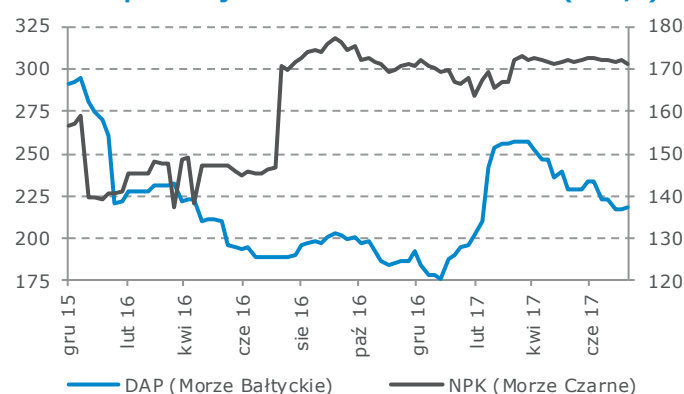
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

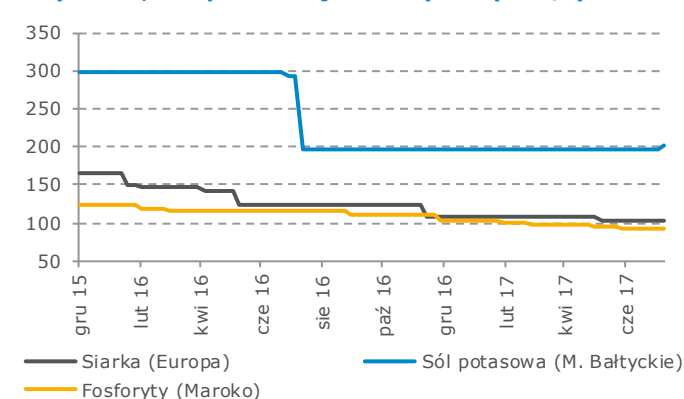
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



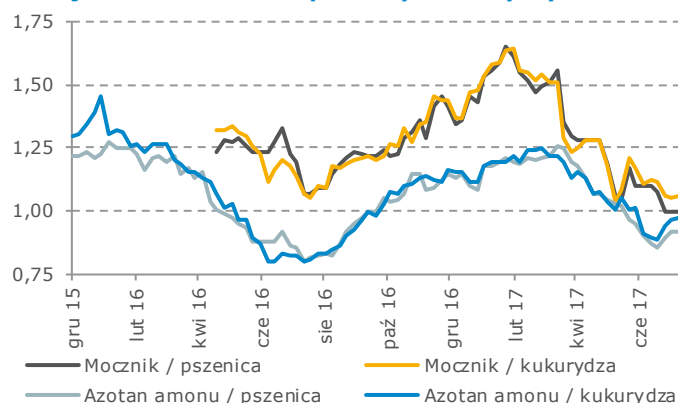
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



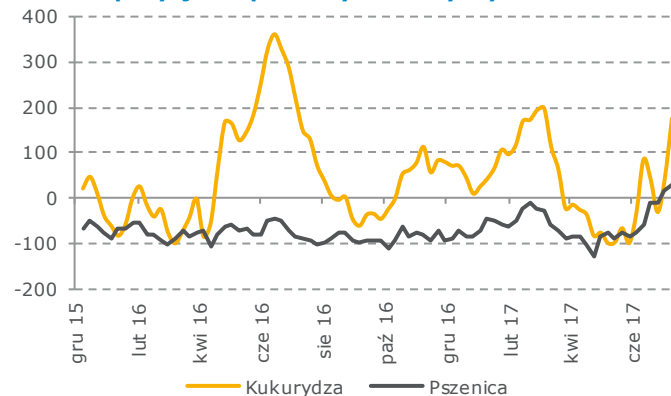
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



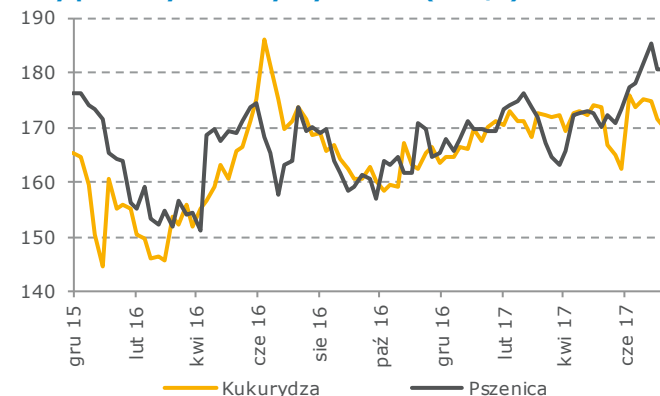
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



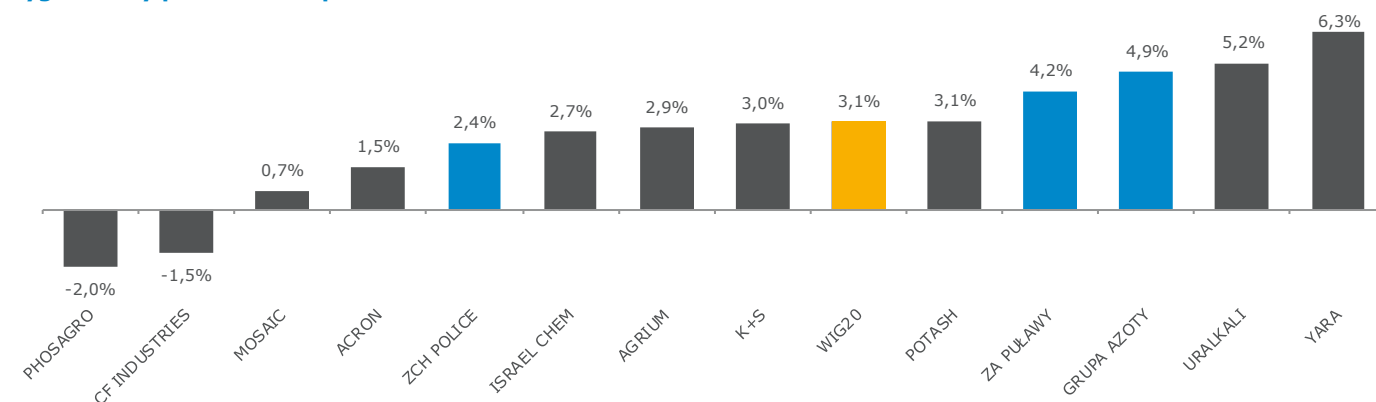
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



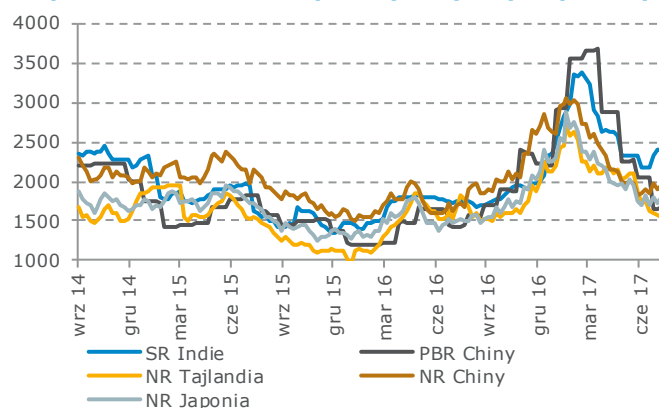
Tygodniowy performance producentów nawozów



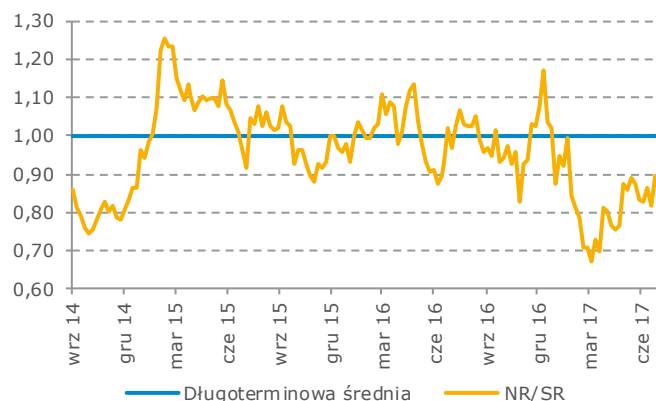
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

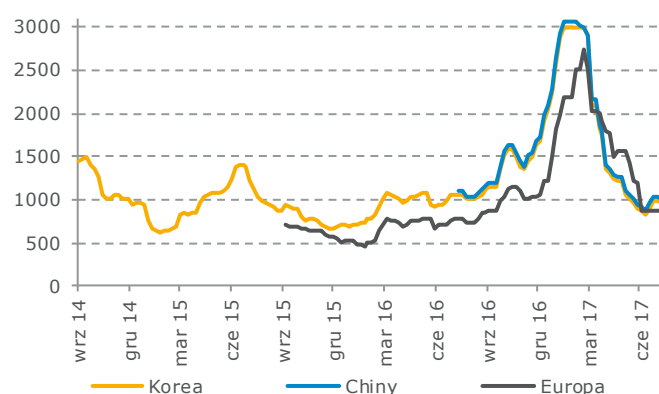
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



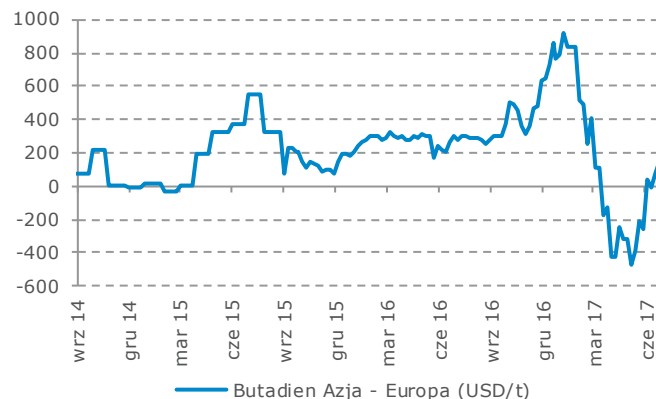
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



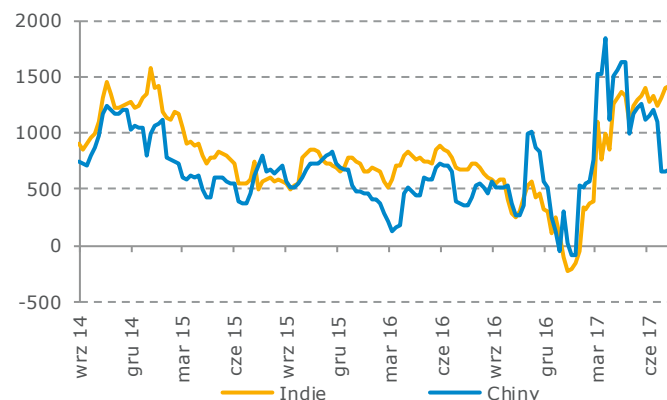
Ceny butadienu (USD/t)



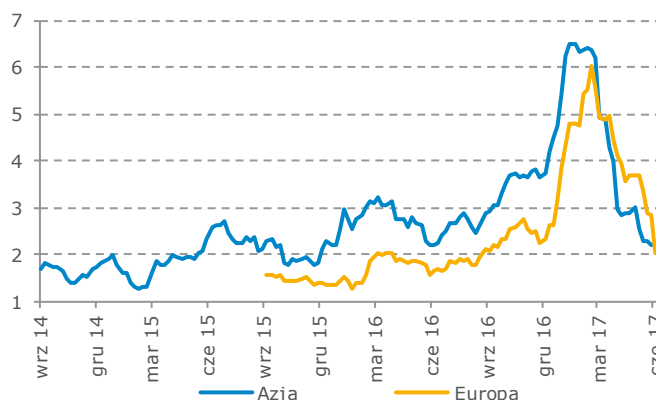
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



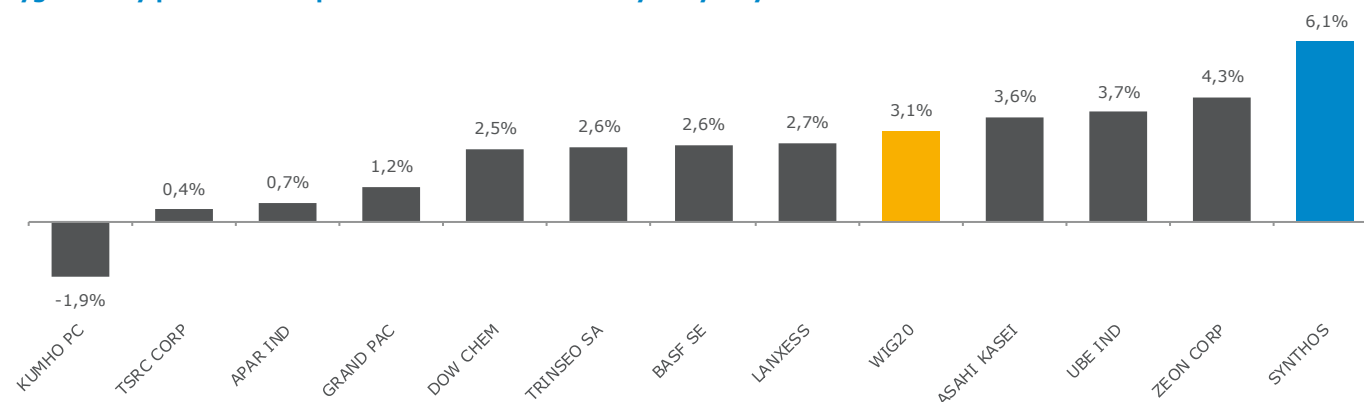
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



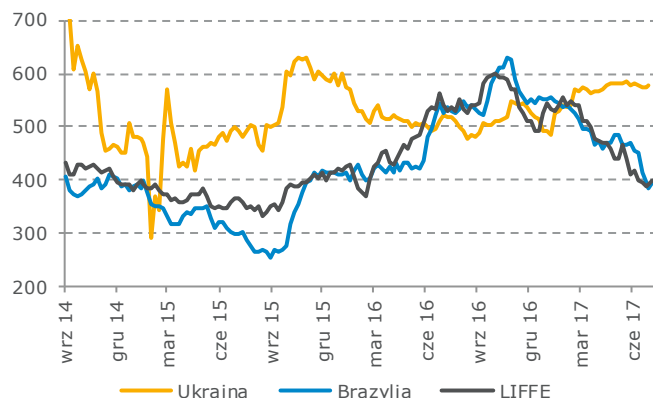
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



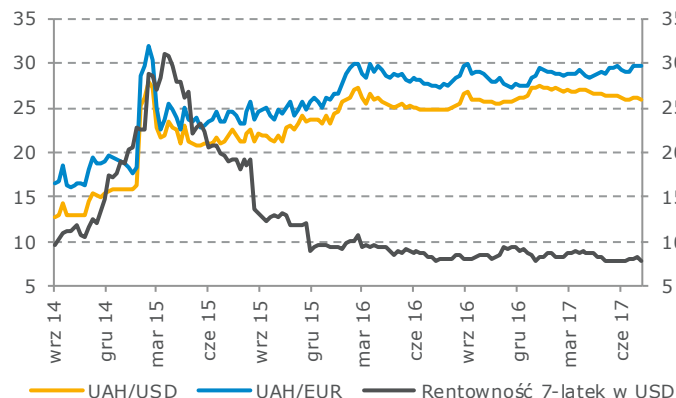
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

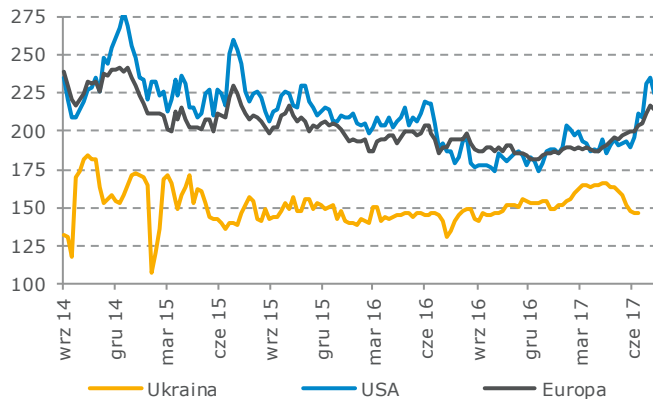
Cena cukru (USD/Mt)



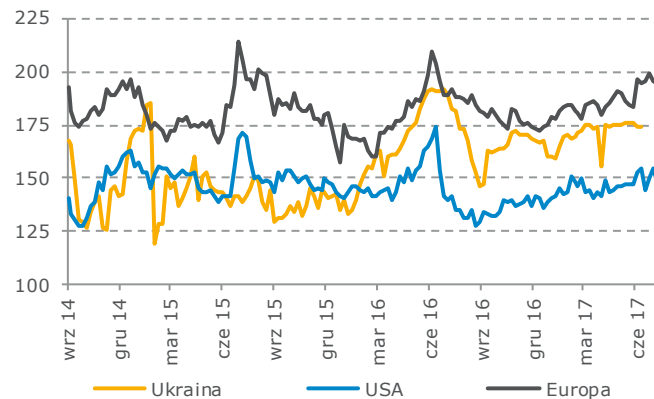
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



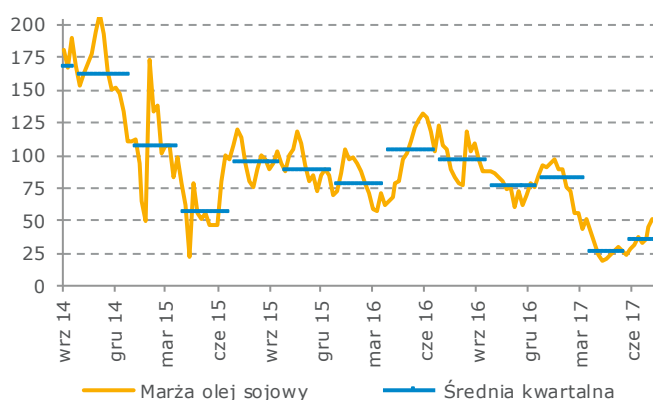
Cena pszenicy (USD/Mt)



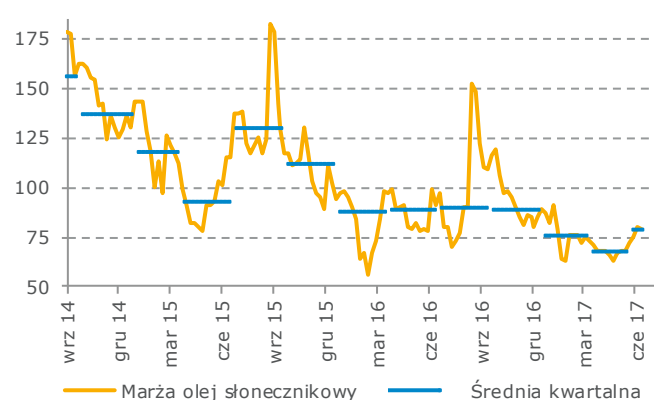
Cena kukurydzy (USD/Mt)



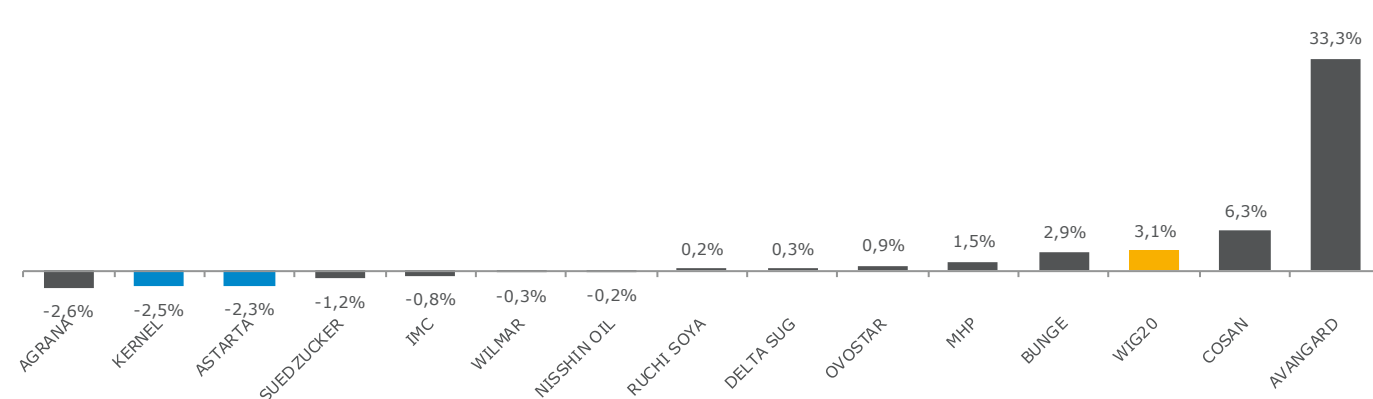
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-07-17)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	400,0	6,2	6,7	6,6	1,8	1,8	1,8	15,1	11,7	13,3	29%	28%	28%	9,9%	8,3%	7,7%
Enea	15,2	5,1	5,4	4,6	1,1	1,2	1,1	8,5	7,2	6,7	21%	23%	25%	0,0%	1,6%	2,1%
Energa	10,7	4,5	4,8	4,6	0,9	0,9	0,9	29,4	7,0	7,1	20%	18%	18%	4,6%	1,8%	2,2%
PGE	13,0	4,0	5,3	4,5	1,0	1,6	1,6	9,5	7,8	6,5	26%	30%	35%	1,9%	0,0%	0,0%
Tauron	3,8	4,6	4,4	4,9	0,9	0,9	1,0	18,0	4,3	5,0	19%	21%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	16,8	2,6	2,6	3,3	0,5	0,5	0,6	3,4	-	-	21%	20%	19%	7,7%	-	-
EDF	8,8	2,9	3,5	3,2	0,7	0,7	0,7	8,3	13,4	12,3	24%	21%	22%	9,4%	4,2%	4,2%
EDP	3,0	8,3	8,6	8,5	2,2	2,0	2,0	11,3	11,0	11,3	26%	23%	24%	6,4%	6,4%	6,5%
Endesa	19,9	7,7	7,8	7,6	1,4	1,3	1,3	14,9	15,8	15,2	18%	17%	17%	6,7%	6,7%	6,9%
Enel	4,9	6,8	6,7	6,5	1,5	1,4	1,4	18,9	13,9	12,5	22%	21%	21%	3,7%	4,5%	5,4%
EON	8,6	7,1	4,3	4,3	0,6	0,5	0,6	-	13,5	13,5	8%	13%	13%	2,5%	3,5%	4,1%
Fortum	14,5	12,2	9,9	9,6	3,4	3,0	2,9	23,2	19,9	19,7	28%	31%	30%	5,2%	6,0%	4,9%
Iberdola	6,9	9,6	9,3	8,7	2,6	2,4	2,3	16,3	15,8	14,8	27%	26%	26%	4,1%	4,7%	4,9%
National Grid	9,3	10,9	8,0	9,5	3,3	3,0	3,1	13,6	13,6	15,3	30%	38%	33%	4,6%	4,7%	6,6%
Red Electrica	18,3	10,4	10,3	10,0	8,1	7,8	7,7	15,5	14,8	14,0	78%	76%	76%	4,4%	5,0%	5,3%
RWE	17,9	8,6	3,9	4,1	0,5	0,5	0,5	-	9,8	11,0	6%	12%	12%	-	4,2%	3,0%
SSE	14,8	18,8	9,8	9,7	0,8	0,8	0,8	32,1	12,0	12,6	4%	8%	8%	6,0%	6,2%	6,4%
Verbund	17,5	8,8	11,1	12,4	3,3	3,3	3,4	14,3	20,3	25,2	37%	30%	27%	1,7%	1,5%	1,4%
Mediana		7.4	6.7	6.6	1.2	1.4	1.4	15.0	13.4	12.6	23%	22%	23%	4.6%	4.5%	4.9%

Wycena spółek rafineryjnych (2017-07-17)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	53,9	5,1	8,3	6,2	0,7	0,6	0,5	9,8	16,9	13,2	14%	7%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	21955,0	5,1	5,5	4,9	0,9	0,7	0,6	8,5	13,1	11,1	17%	13%	13%	2,4%	2,6%	2,7%
PKN Orlen	112,4	5,6	8,3	9,1	0,7	0,5	0,5	9,1	13,9	17,7	12%	6%	5%	1,8%	2,1%	2,6%
Hellenic Petroleum	8,3	5,3	6,2	6,9	0,7	0,6	0,5	7,6	8,5	10,7	13%	9%	8%	2,4%	4,1%	3,8%
HollyFrontier	27,2	28,7	8,3	6,4	0,7	0,6	0,6	-	22,8	12,2	2%	7%	10%	4,8%	4,9%	5,0%
Marathon Petroleum	54,3	10,2	8,7	7,6	0,7	0,7	0,6	24,5	19,1	15,7	7%	8%	8%	2,5%	2,8%	3,0%
Motor Oil	19,3	4,1	4,8	5,2	0,4	0,3	0,3	7,2	7,7	10,0	10%	7%	6%	4,7%	5,4%	5,4%
Neste Oil	36,7	6,7	7,9	8,1	0,9	0,8	0,8	10,0	13,9	13,7	13%	10%	10%	3,5%	3,5%	3,6%
OMV	47,9	4,6	5,1	5,5	1,2	1,0	0,9	-	11,2	13,5	26%	19%	17%	2,5%	2,6%	2,7%
Phillips 66	81,8	23,7	10,1	8,3	0,6	0,5	0,5	27,8	19,9	14,1	3%	5%	6%	3,0%	3,3%	3,6%
Saras	2,1	3,2	3,8	4,4	0,3	0,3	0,2	10,1	9,7	13,9	9%	7%	5%	4,7%	5,6%	4,5%
Tesoro	97,0	9,7	8,0	6,3	0,9	0,7	0,7	15,7	20,3	13,9	9%	9%	11%	2,2%	2,3%	2,5%
Tupras	107,0	9,7	7,6	7,5	0,9	0,6	0,6	14,9	10,0	9,9	10%	8%	7%	4,6%	7,5%	7,4%
Valero Energy	67,4	6,4	6,7	5,6	0,5	0,4	0,4	13,6	16,1	11,8	7%	6%	7%	3,6%	4,2%	4,4%
Mediana		6,0	7,7	6,3	0,7	0,6	0,5	10,0	13,9	13,3	10%	7%	8%	2,7%	3,4%	3,6%

Wycena spółek petrochemicznych (2017-07-17)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	112,4	5,6	8,3	9,1	0,7	0,5	0,5	9,1	13,9	17,7	12%	6%	5%	1,8%	2,1%	2,6%
Axiall	70,4	13,2	7,8	7,6	2,5	1,6	1,6	22,9	15,5	14,6	19%	21%	21%	1,1%	1,1%	1,1%
Braskem	38,0	4,5	3,3	3,6	0,8	0,8	0,7	-	9,0	11,4	18%	23%	20%	6,6%	3,5%	3,8%
Dow Chemical	66,1	12,9	9,2	8,6	2,0	1,8	1,7	18,5	16,3	14,9	16%	20%	20%	2,8%	2,9%	3,1%
Eastman Chemical	85,2	9,8	8,7	8,4	2,1	2,1	2,0	14,7	11,4	10,6	22%	24%	24%	2,2%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	27,2	9,7	7,7	7,2	1,1	1,1	1,0	19,7	12,3	10,8	11%	14%	14%	1,8%	1,9%	2,0%
LyondellBasell	85,7	6,8	6,2	6,7	1,4	1,2	1,2	9,4	8,7	9,4	21%	20%	19%	3,9%	4,2%	4,6%
Mitsubishi Chemical	987,1	7,4	7,0	6,5	0,8	1,0	0,9	28,2	9,3	9,9	11%	14%	14%	1,5%	1,8%	2,5%
Mitsui Chemicals	632,0	8,9	7,3	7,1	0,8	0,9	0,8	27,5	10,9	9,8	9%	12%	12%	1,3%	1,8%	2,5%
Westlake Chemical	70,4	13,2	7,8	7,6	2,5	1,6	1,6	22,9	15,5	14,6	19%	21%	21%	1,1%	1,1%	1,1%
Mediana		9,3	7,8	7,4	1,3	1,1	1,1	19,7	11,8	11,1	17%	20%	19%	1,8%	2,0%	2,6%

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

Wycena spółek gazowych (2017-07-17)

	EV/EBITDA				EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,8	6,6	5,3	4,5	1,2	1,1	0,9	16,6	12,7	10,3	18%	20%	20%	2,7%	3,6%	4,7%
A2A	1,5	9,3	6,9	6,8	1,6	1,5	1,5	20,1	13,3	12,7	17%	22%	22%	3,4%	4,3%	4,6%
BG Group	20,6	10,9	6,3	5,7	1,3	1,0	1,0	52,3	17,6	15,1	12%	17%	18%	7,0%	7,0%	7,0%
BP	4,5	13,5	5,9	5,2	0,9	0,7	0,6	100+	21,6	16,9	6%	12%	12%	6,8%	6,8%	6,8%
Centrica	2,1	4,4	6,5	6,4	0,6	0,6	0,6	6,6	12,8	12,3	13%	9%	9%	5,8%	6,0%	6,1%
Enagas	24,0	12,2	10,8	11,0	8,9	7,9	8,1	13,7	12,3	13,5	72%	74%	73%	5,6%	6,1%	6,4%
Endesa	19,9	7,7	7,8	7,6	1,4	1,3	1,3	14,9	15,8	15,2	18%	17%	17%	6,7%	6,7%	6,9%
Engie	13,3	8,1	5,8	6,0	0,9	0,9	0,9	-	13,5	13,1	11%	16%	15%	7,5%	5,3%	5,3%
Eni	13,2	6,5	4,4	3,7	1,1	1,0	0,9	-	23,1	17,2	17%	23%	24%	6,1%	6,1%	6,1%
Gas Natural SDG	20,3	8,3	8,2	7,8	1,7	1,7	1,6	15,1	15,4	13,9	21%	21%	21%	6,6%	5,0%	5,2%
Gazprom	125,1	3,9	3,7	3,3	0,8	0,8	0,8	3,0	4,4	3,9	21%	22%	23%	6,3%	6,1%	6,5%
Hera	2,7	8,4	7,1	6,9	1,4	1,4	1,3	19,4	18,1	17,7	17%	19%	19%	3,3%	3,5%	3,5%
NovaTek	108,0	8,0	10,2	9,2	3,9	3,6	3,4	9,4	13,7	12,0	48%	35%	37%	2,1%	2,6%	3,1%
ROMGAZ	27,0	4,0	3,5	3,1	2,1	1,9	1,8	10,4	7,7	7,0	52%	55%	58%	7,7%	10,0%	10,5%
Shell	23,5	11,0	6,4	5,7	1,3	1,1	1,0	44,0	14,8	12,7	12%	17%	18%	7,0%	7,0%	7,0%
Snam	3,9	11,3	12,1	11,9	9,5	9,5	9,4	15,6	14,9	14,5	84%	79%	79%	5,4%	5,6%	5,6%
Statoil	140,1	6,8	3,2	3,0	1,5	1,2	1,2	-	15,5	14,2	22%	38%	39%	5,1%	5,0%	5,1%
Total	43,3	8,4	5,9	5,4	1,1	1,0	0,9	18,4	12,5	11,4	14%	16%	17%	5,5%	5,4%	5,5%
Mediana		8.2	6.3	5.8	1.3	1.1	1.1	15.4	14.2	13.3	18%	20%	21%	5.9%	5.8%	5.9%

Wycena spółek wydobywczych (2017-07-17)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	21955,0	5,4	5,1	5,0	0,9	0,8	0,7	7,6	8,1	8,0	18%	16%	15%	3,3%	3,0%	3,2%
Bashneft	2443,0	3,9	3,6	3,4	0,9	0,8	0,7	7,9	6,2	5,7	22%	22%	22%	-	4,6%	8,1%
BP	4,5	13,5	5,9	5,2	0,9	0,7	0,6	100+	21,6	16,9	6%	12%	12%	6,8%	6,8%	6,8%
Dana Gas	0,7	11,1	9,1	8,1	7,2	4,7	4,2	-	42,5	21,3	65%	52%	51%	-	-	-
Eni	13,2	6,5	4,4	3,7	1,1	1,0	0,9	-	23,1	17,2	17%	23%	24%	6,1%	6,1%	6,1%
Gazprom Neft	190,9	4,3	4,3	3,7	0,9	0,9	0,8	4,5	4,5	3,8	22%	21%	22%	6,9%	5,7%	6,7%
Gulf Keystone	0,9	-	3,7	2,4	1,4	2,0	1,4	-	67,7	6,2	-	53%	59%	-	-	-
Lukoil	2880,0	4,0	3,6	3,3	0,6	0,5	0,5	9,9	5,7	5,0	14%	15%	15%	2,6%	7,0%	7,9%
Occidental Petroleum	60,0	20,8	10,4	8,4	5,4	4,3	3,9	-	79,3	39,8	26%	41%	46%	5,0%	5,1%	5,2%
Repsol	13,9	7,5	5,6	5,3	0,9	0,8	0,8	12,0	10,3	10,1	12%	14%	14%	5,3%	5,7%	5,8%
Rosneft Oil	315,9	5,2	4,6	4,0	1,2	1,0	0,9	18,5	9,0	6,6	23%	22%	24%	2,8%	3,1%	5,1%
Shell	23,5	11,0	6,4	5,7	1,3	1,1	1,0	44,0	14,8	12,7	12%	17%	18%	7,0%	7,0%	7,0%
Statoil	140,1	6,8	3,2	3,0	1,5	1,2	1,2	-	15,5	14,2	22%	38%	39%	5,1%	5,0%	5,1%
Surgutneftegas	28,9	-	-	-	-	-	-	-	4,4	3,3	-	-	-	6,3%	4,9%	6,6%
Total	43,3	8,4	5,9	5,4	1,1	1,0	0,9	18,4	12,5	11,4	14%	16%	17%	5,5%	5,4%	5,5%
Tullow Oil	1,6	-	7,1	6,4	5,9	4,8	4,5	-	29,8	15,5	-	67%	72%	-	-	0,5%
Mediana		6,8	5,1	5,0	1,1	1,0	0,9	10,9	13,7	10,7	18%	22%	22%	5,4%	5,4%	6,0%

Wycena spółek surowcowych (2017-07-17)

	EV/ EBITDA				EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
GÓRNICTWO I METALE																
JSW*	76,3	8,9	2,7	3,7	1,4	1,1	1,3	100+	4,2	7,5	16%	42%	35%	-	-	0,3%
KGHM	120,2	-	4,7	4,7	1,7	1,4	1,4	-	7,2	7,9	-	30%	29%	1,2%	0,8%	5,6%
LW Bogdanka*	69,5	4,0	4,0	3,6	1,3	1,3	1,2	13,0	12,0	10,3	34%	33%	35%	1,4%	3,0%	2,5%
Anglo American	11,3	8,5	4,1	4,7	1,5	1,4	1,4	13,4	7,6	10,4	18%	33%	30%	-	4,0%	4,6%
Antofagasta	8,8	13,6	7,5	7,3	3,9	3,5	3,3	80,9	26,6	24,4	29%	46%	46%	1,6%	1,6%	1,6%
BHP Billiton	13,2	29,0	6,0	6,6	4,1	3,2	3,3	-	14,1	16,6	14%	54%	50%	1,7%	4,7%	4,2%
Freeport-McMoRan	13,0	-	6,3	5,5	2,3	2,2	2,1	-	13,0	10,1	-	35%	38%	-	-	1,0%
Glencore	3,2	12,0	6,6	6,8	0,6	0,5	0,5	47,3	14,7	16,5	5%	8%	8%	1,7%	2,9%	3,9%
Grupo Mexico	56,0	9,1	7,9	7,2	4,0	3,5	3,3	24,0	16,1	14,5	44%	44%	46%	22,3%	2,3%	3,3%
Kazakhmys	6,1	21,1	8,3	6,5	8,3	4,0	3,2	22,5	12,9	9,7	39%	48%	50%	-	-	0,3%
Rio Tinto	34,7	8,7	5,7	6,7	3,0	2,6	2,8	19,9	11,5	15,0	34%	45%	42%	3,7%	5,4%	4,3%
Southern CC	37,9	15,6	11,6	10,3	6,4	5,5	5,1	37,9	22,9	19,6	41%	47%	49%	0,5%	1,1%	2,2%
Mediana		10,5	6,2	6,5	2,6	2,4	2,4	23,3	12,9	12,4	31%	43%	40%	1,6%	2,9%	2,9%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	428,0	11,3	11,1	10,4	2,0	1,9	1,8	14,6	16,2	16,4	18%	17%	17%	4,2%	7,0%	4,6%
Alcoa	36,4	13,6	4,7	4,9	1,0	0,9	0,9	-	12,9	13,8	8%	18%	18%	0,7%	-	-
Constellium	8,3	6,8	6,7	6,1	0,6	0,5	0,5	-	12,7	8,2	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	92,9	8,1	9,1	8,1	1,3	1,2	1,2	18,0	19,2	16,7	16%	14%	15%	1,9%	2,2%	2,3%
Norsk Hydro	52,5	9,8	6,5	6,0	1,3	1,2	1,0	16,8	14,7	13,4	14%	18%	17%	2,4%	2,6%	2,9%
Rusal	4,4	11,0	9,1	8,5	2,1	1,8	1,8	7,2	6,8	6,0	19%	20%	21%	2,9%	2,9%	4,1%
Mediana		10,4	7,9	7,1	1,3	1,2	1,1	15,7	13,8	13,6	15%	17%	17%	2,4%	2,7%	3,5%

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Wycena spółek nawozowych (2017-07-17)

SPÓŁKI NAWOZOWE	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Grupa Azoty	66,3	7,5	6,6	6,5	0,8	0,8	0,8	19,2	13,3	14,3	11%	12%	12%	1,3%	1,2%	1,5%
ZA Police*	20,7	9,8	6,8	6,1	0,8	0,8	0,7	17,7	10,9	8,8	8%	12%	11%	2,0%	2,0%	2,4%
ZCh Puławy*	171,4	5,3	4,8	4,5	0,8	0,7	0,7	12,0	9,8	9,2	16%	15%	16%	5,0%	5,0%	7,3%
Acron	3224,0	6,8	6,7	6,5	2,3	2,3	2,2	4,9	7,0	7,1	33%	34%	34%	9,3%	9,5%	9,4%
Agrium	98,5	10,7	10,1	9,1	1,3	1,3	1,3	22,9	19,2	16,3	13%	13%	14%	3,6%	3,6%	3,7%
CF Industries	29,3	17,7	13,6	10,7	3,9	3,6	3,4	-	-	69,7	22%	27%	31%	4,1%	4,1%	4,1%
Israel Chemicals	16,8	22,7	8,4	7,6	1,7	1,7	1,6	-	13,6	11,4	8%	20%	21%	3,6%	3,9%	4,0%
K+S	23,9	11,4	9,9	7,3	2,0	1,8	1,6	26,2	26,6	15,3	18%	18%	22%	1,3%	1,7%	2,7%
Phosagro	2334,0	5,6	6,3	5,9	2,2	2,2	2,1	5,0	7,7	8,0	39%	35%	36%	6,6%	6,3%	6,6%
Potash	17,7	15,2	13,2	11,8	5,0	4,9	4,7	45,4	28,5	25,4	33%	37%	40%	4,0%	2,3%	2,3%
The Mosaic Company	24,0	11,4	10,3	8,3	1,6	1,6	1,5	28,2	26,8	18,6	14%	16%	18%	4,6%	2,7%	2,5%
Uralkali	131,5	10,3	8,6	9,4	5,3	4,5	4,9	1,8	3,3	3,4	52%	53%	52%	-	-	-
Yara International	330,0	6,6	7,4	6,0	1,0	1,0	1,0	14,2	17,2	13,2	16%	14%	16%	3,0%	3,0%	3,5%
Mediana		10,3	8,4	7,3	1,7	1,7	1,6	17,7	13,4	13,2	16%	18%	21%	3,8%	3,3%	3,6%

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-07-17)

SPÓŁKI	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Synthos	4,8	11,9	9,3	11,1	1,7	1,3	1,2	23,0	13,3	17,5	14%	14%	11%	11,0%	10,3%	5,3%
Apar Industries	811,1	8,7	7,3	7,1	0,6	0,6	0,6	19,2	17,4	15,8	7%	9%	8%	0,7%	1,0%	1,2%
Asahi Kasei	1244,0	7,3	7,8	7,2	1,0	1,1	1,0	18,9	16,4	14,9	14%	14%	14%	1,6%	1,7%	2,0%
BASF	83,6	8,6	7,9	7,7	1,6	1,5	1,4	18,9	14,5	14,2	19%	19%	19%	3,6%	3,7%	3,9%
Dow Chemical	66,1	12,9	9,2	8,6	2,0	1,8	1,7	18,5	16,3	14,9	16%	20%	20%	2,8%	2,9%	3,1%
Grand Pacific Petro	21,2	5,3	4,7	4,5	1,0	1,0	1,0	8,0	8,8	8,0	20%	20%	22%	4,5%	5,0%	4,7%
Kumho Petrochem	72600,0	11,3	9,4	8,1	1,0	0,8	0,8	27,7	13,4	11,0	9%	9%	9%	1,1%	1,4%	1,5%
Lanxess	68,8	8,3	6,0	6,0	1,0	0,8	0,8	32,8	19,4	15,6	12%	14%	14%	1,0%	1,3%	1,5%
Trinseo	70,3	6,6	6,3	6,2	1,0	0,9	0,9	10,3	9,2	8,6	16%	15%	15%	1,3%	1,8%	1,9%
TSRC Corp	36,0	13,6	10,4	8,9	1,4	1,2	1,1	30,0	18,4	12,6	11%	12%	13%	3,6%	4,6%	5,9%
Ube Industries	306,0	6,8	7,6	6,8	0,8	0,9	0,8	16,9	15,8	12,4	12%	11%	11%	1,6%	2,0%	2,0%
ZEON Corp	1272,0	6,6	6,5	6,0	1,1	1,2	1,1	15,9	13,6	11,9	17%	18%	19%	1,2%	1,3%	1,4%
Mediana		8,5	7,7	7,1	1,0	1,0	1,0	18,9	15,1	13,4	14%	14%	14%	1,6%	1,9%	2,0%

Wycena spółek spożywczych (2017-07-17)

SPÓŁKI SPOŻYWCZE	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Astarta*	63,5	2,9	3,0	2,9	1,2	1,1	1,1	4,4	3,5	-	42%	37%	37%	-	-	-
IMC*	10,1	3,0	3,3	3,2	1,4	1,3	1,4	3,7	3,4	-	48%	40%	43%	-	0,8%	-
Kemel	65,5	4,9	4,2	4,0	0,9	0,7	0,6	5,9	5,1	5,6	17%	16%	14%	1,5%	1,5%	3,8%
Ovostar*	114,0	8,1	8,8	7,3	2,5	2,2	1,9	7,9	4,7	-	31%	25%	25%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	112,0	11,0	8,7	7,7	0,8	0,8	0,8	19,3	15,0	12,8	8%	9%	10%	3,6%	3,7%	3,9%
Bunge Limited	78,7	9,5	9,7	8,3	0,4	0,3	0,3	15,5	16,6	12,8	4%	4%	4%	2,0%	2,1%	2,2%
Cosan	35,5	11,5	4,4	4,2	0,5	0,4	0,4	13,9	12,5	11,2	4%	10%	10%	7,2%	5,8%	6,4%
Delta Sugar	25,7	22,3	-	-	3,2	-	-	25,7	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	10,3	5,3	5,0	4,9	1,9	1,7	1,6	20,5	5,4	5,0	37%	34%	32%	7,3%	6,7%	7,2%
Nisshin Oillio	644,0	11,3	9,2	8,9	0,5	0,5	0,5	20,2	15,6	15,1	4%	5%	5%	1,6%	1,6%	1,7%
Suedzucker	18,2	10,1	7,1	6,5	0,8	0,8	0,7	34,3	15,1	13,8	8%	11%	11%	1,6%	2,4%	2,8%
Wilmar Int.	3,3	12,8	11,8	11,4	0,7	0,7	0,6	15,2	11,8	11,2	6%	6%	6%	2,0%	2,8%	3,0%
Mediana		9,8	7,1	6,5	0,8	0,8	0,7	15,3	11,8	12,0	11%	11%	11%	2,0%	2,4%	3,4%

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**S** – przychody ze sprzedaży**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**DY** – stopa dywidendy

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Dom Maklerski mBanku jest **publikacją handlową**, została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.)”, nie stanowi porady inwestycyjnej, nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem publikacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Dom Maklerski mBanku nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakkolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

Niniejsza publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja jest przedstawiona wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowana lub przekazywana osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszej publikacji lub jej części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszej publikacji wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu publikacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do publikacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były publikacje lub osoby upoważnione do dostępu do publikacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą publikację.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
+48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
+48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl