

wtorek, 26 września 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

Wyniki wyborów w Niemczech przywróciły po krótkiej korekcie wzrosty na rynku CO₂ (wczorajsze zamknięcie na 7,3 EUR/t), co wraz z kontynuacją zwyżek na węglu w portach ARA (kontrakt roczny 83,5 USD/t) pozwoliło na ponowne przebicie 36 EUR/MWh na kontrakcie rocznym na energię. W Polsce ceny na TGE wciąż reagują na to dość niemrawo, co spowodowało spread transgraniczny do najniższych poziomów od lat (12 PLN/MWh) i pogarsza clean dark spread lokalnych wytwórców. Na rynku zielonych certyfikatów obserwujemy korektę poniżej 50 PLN/MWh.

Rynek paliwowy

Ceny ropy mocno zwyżkują, co obok wzrostu napięcia wokół Kurdystanu ma związek z normalizacją sytuacji w USA po huraganie, dalszym spadkiem liczby aktywnych wiertni i realną perspektywą globalnego deficytu surowca. W takim otoczeniu pod presją znalazły się marże rafinerijne, co przede wszystkim widać na załamaniu rentowności na benzynie (nie bez znaczenia w tym kontekście jest rosnący spread Brent/WTI) i HSFO (odwrotna korelacja z ceną surowca jest naturalna). Jedynym pocieszeniem dla europejskich rafinerii jest okresowy wzrost spreadu Ural/Brent do 2 USD/Bbl, aczkolwiek potencjalne zaburzenia w dostawach ropy kurdyjskiej na Morze Śródziemne mogą zmniejszać dyskonto w cenie ropy ciężkiej. Wybicie ropy powyżej 60 USD/Bbl może negatywnie wpływać też na marże petrochemiczne, które na razie są tylko pod lekką presją.

Rynek kauczuków syntetycznych

Ceny butadienu w Azji i w Europie nie zmieniły się na przestrzeni ostatniego tygodnia. Ceny kauczuków naturalnych spadły w tym czasie o 7,7%, a syntetycznych o 2,7%.

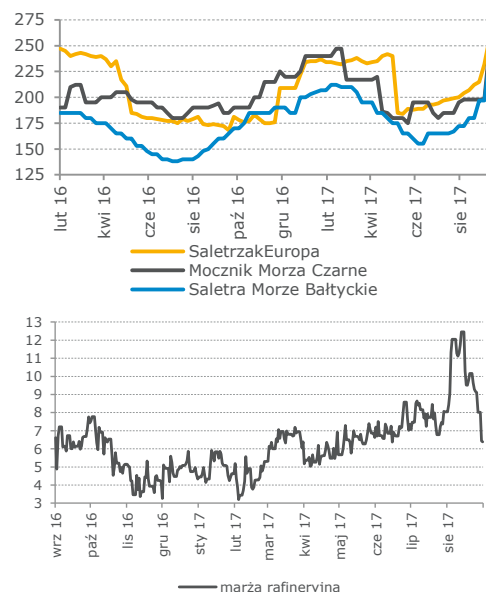
Rynek metali

W ubiegłym tygodniu koszyk walut rynków wschodzących kontynuował osłabienie w stosunku do USD, co negatywnie przekładało się na notowania metali kolorowych. Monitorowane zapasy miedzi na światowych rynkach wzrosły o 1,9%, z czego kontynuacja odbicia miała miejsce na LME (+12,7%), a wyraźny spadek nastąpił na SHP (-15,2%). Spadek cen miedzi w ubiegłym tygodniu był napędzany przez zamykanie pozycji przez inwestorów spekulacyjnych (spadek z 47 tys. do 33 tys. sztuk). Jak na razie od początku września fundusze surowcowe ETF notują odpływy gotówki.

Rynek agro

Mimo braku odbicia na rynku zbóż ceny nawozów saletranych wyraźnie odbijały w ubiegłym tygodniu. Według Mosaic dobre zachowanie cen mocznika oraz nawozów saletranych wynika z mniejszych dostaw z Chin (największy producent mocznika na świecie) oraz wyższego od oczekiwań zapotrzebowania z Indii. Ceny nawozów wieloskładnikowych obły, ale znacznie mniej dynamicznie niż w przypadku nawozów saletranych.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Astarta	-10,1%	-7%
JSW	-8,1%	+36%
PKN Orlen	-5,4%	+45%
Energa	-4,4%	+44%
Kernel	-4,1%	-10%
Lotos	-3,7%	+53%
PGE	-3,7%	+24%
KGHM	-3,2%	+26%
Tauron	-2,6%	+33%
Tupras	-2,1%	+82%
LW Bogdanka	-1,9%	+12%
Enea	-1,7%	+58%
PGNiG	-1,5%	+23%
Tarczyński	-1,2%	-17%
Unipetrol	-0,8%	+90%
ZA Puławy	-0,8%	+3%
CEZ	-0,4%	+9%
Kęty	-0,4%	+11%
Impexmetal	-0,0%	+39%
IMC	+0,2%	+35%
Boryszew	+0,3%	+24%
ZE PAK	+0,4%	+14%
MOL	+0,6%	+22%
Synthos	+0,6%	+20%
Orzeł Biały	+0,8%	+40%
OMV	+2,8%	+52%
ZCh Police	+3,9%	-3%
Grupa Azoty	+10,2%	+19%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-1,2%	+23%
Chemia	+3,3%	+17%
Energia	-2,9%	+30%
Paliwa	-4,2%	+39%
Spożywczy	-3,6%	-5%
Surowce	-4,3%	+28%
Ukraina	-5,9%	-1%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,4%	+16%
Oil & Gas E&P	+5,3%	-11%
Refining EU	-1,6%	+67%
Refining US	+3,3%	+12%
Agri & Food	-0,1%	+13%
Kauczuki	+0,7%	+10%
Nawozy	+0,8%	+3%
Chemicals EU	+0,9%	+26%
Industrials EU	+0,5%	+14%
Petchem World	-0,2%	+22%
Utilities EU	-0,2%	+14%
Utilities US	-0,9%	+12%

Ceny nawozów saletranych (USD/t)

W ubiegłym tygodniu w Europie miały miejsce wyraźne wzrosty cen mocznika (+25%), saletry amonowej (+19%) i saletrzaku (+11%). Ceny nawozów z nawiązką zrekomensowały ostatnie wzrosty cen gazu ziemnego. W efekcie marże na produkcji powyższych nawozów saletranych wzrosły. Wzrost cen nawozów saletranych, to pozytywna informacja dla Grupy Azoty.

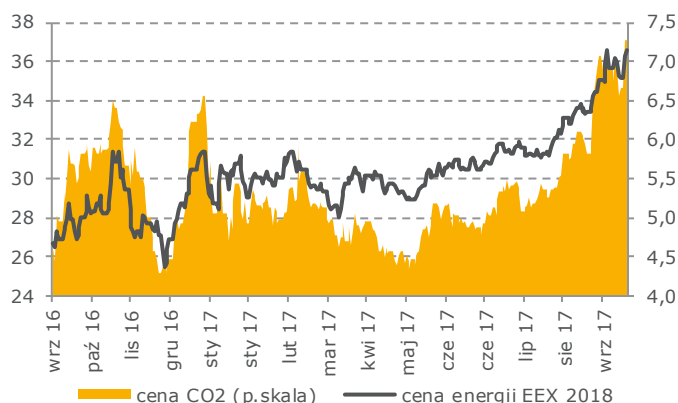
Marże rafinerijne tracą siłę, ropa rośnie

Ostatnie dni przynoszą znaczną kompresję marż rafinerijnych w Europie, co jest pochodną powrotu normalności na rynku amerykańskim po huraganie, mocnego wzrostu spreadu Brent/WTI (negatywny wpływ na crack benzynowy z uwagi na pozycję konkurencyjną) oraz skokowego pogorszenia marż na ciężkich produktach i wzrostu kosztów własnych związanych z droższą ropą naftową.

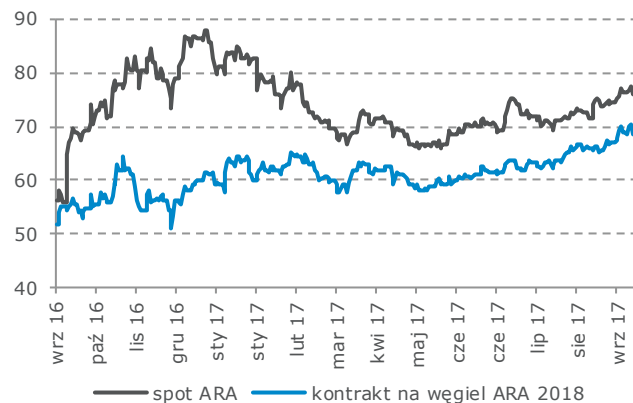


Energetyka

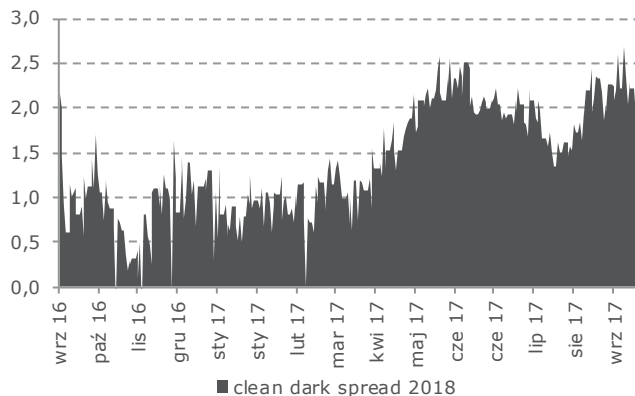
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



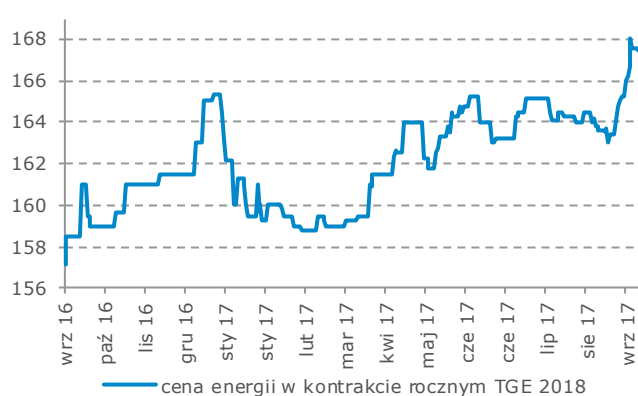
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



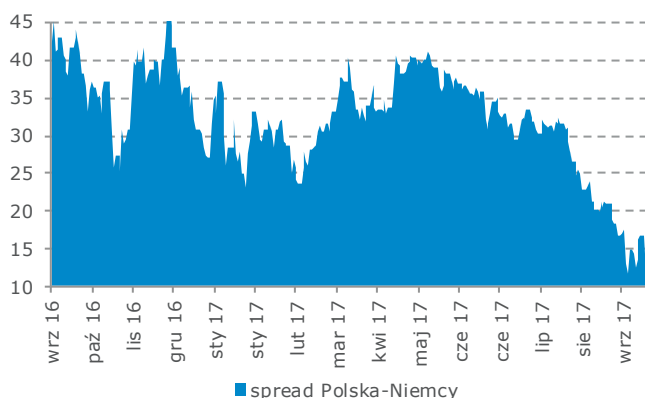
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



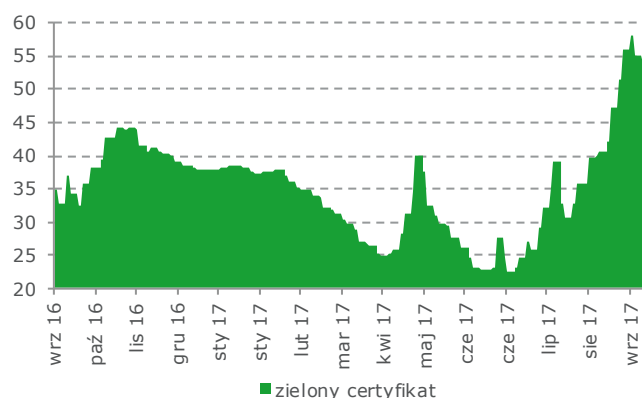
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



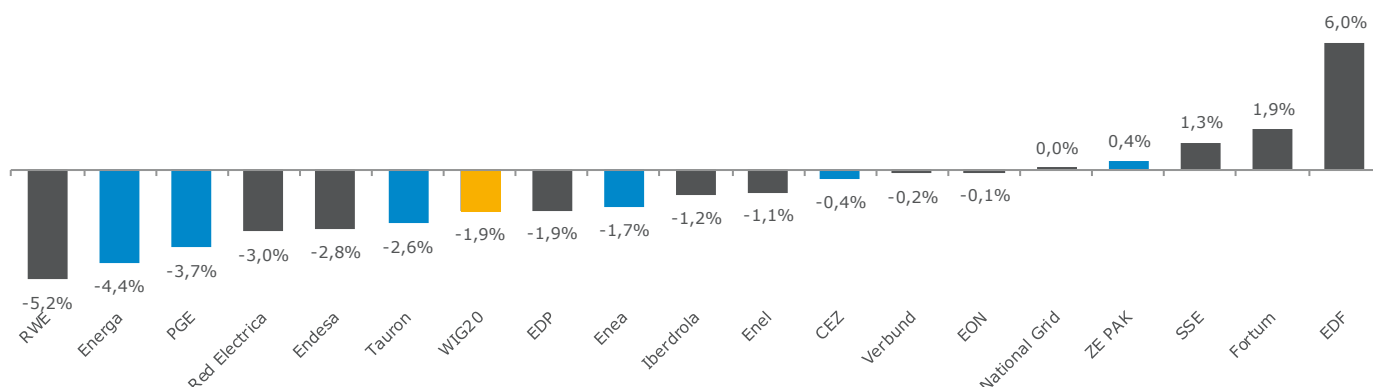
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



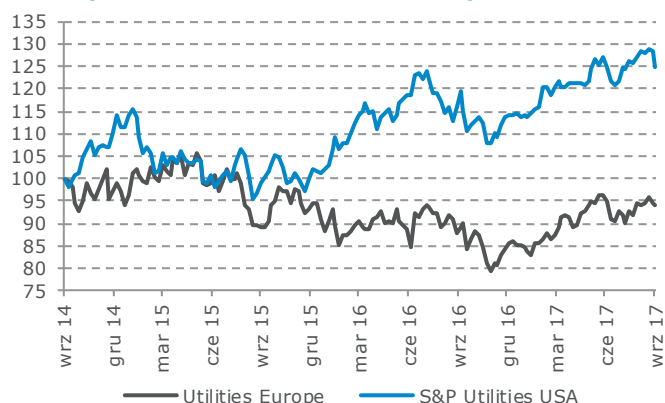
Tygodniowy performance spółek energetycznych



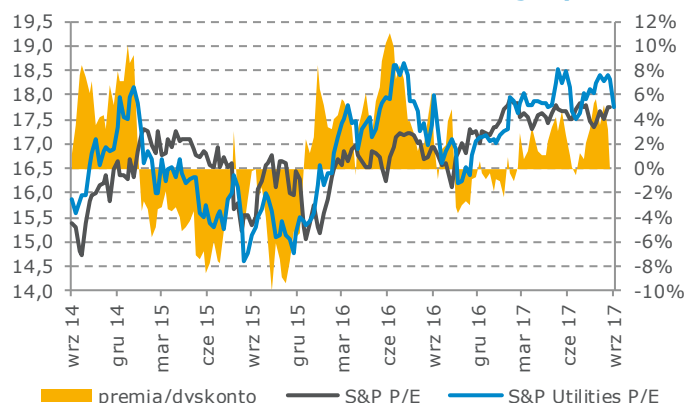
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

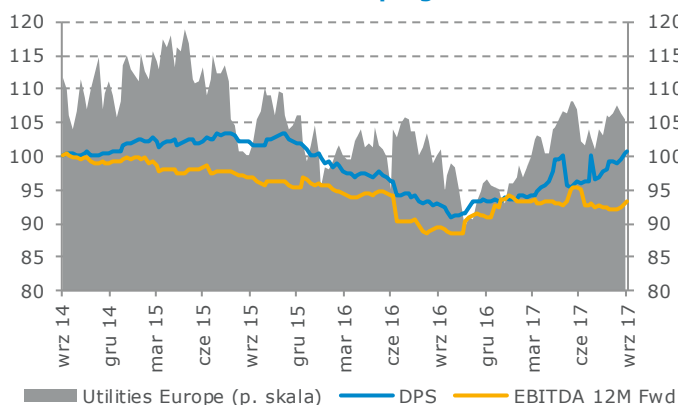
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



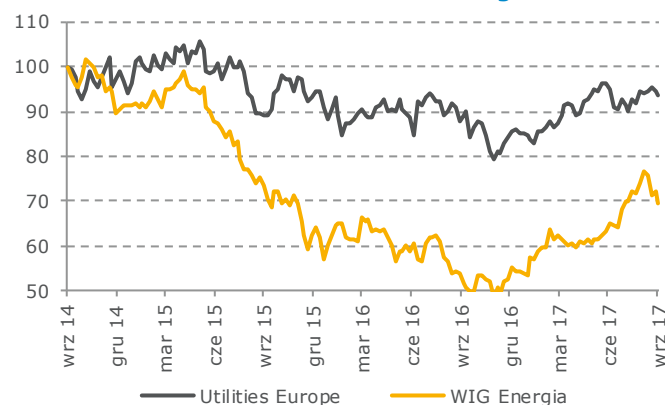
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



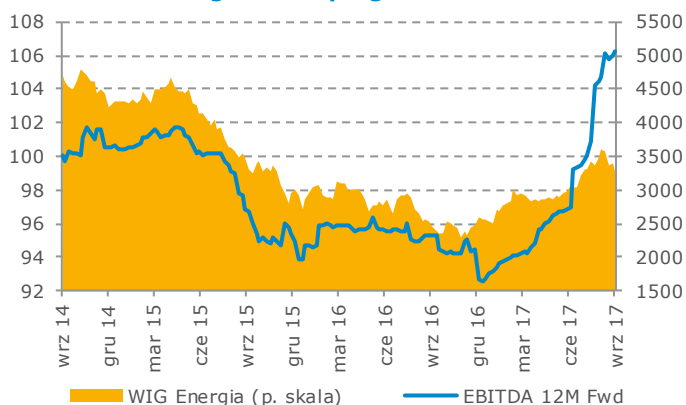
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



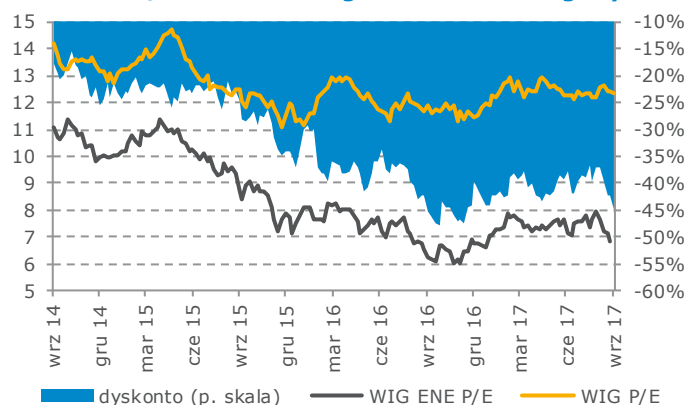
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



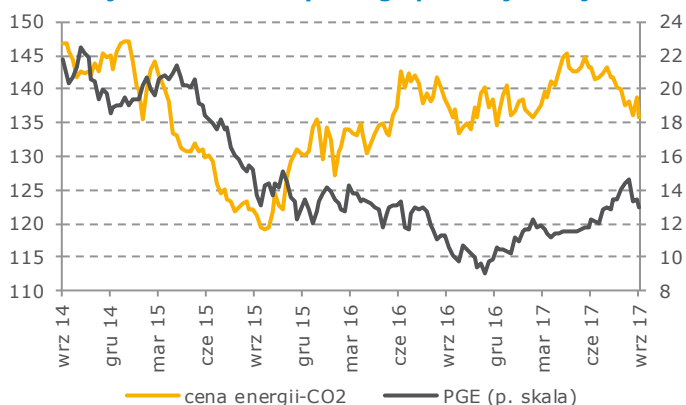
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



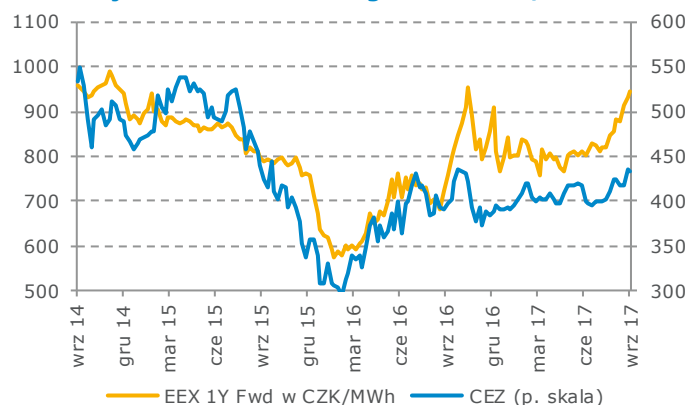
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



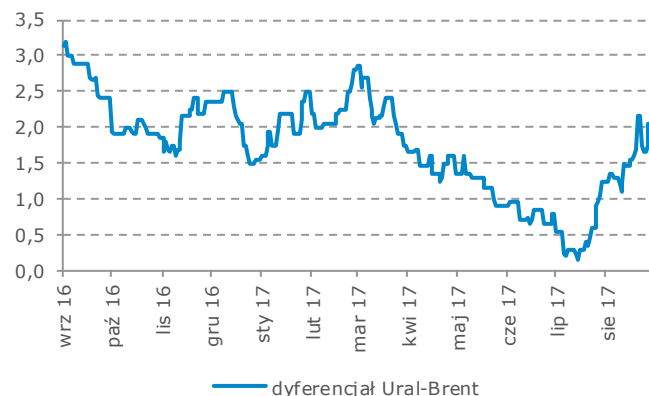
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

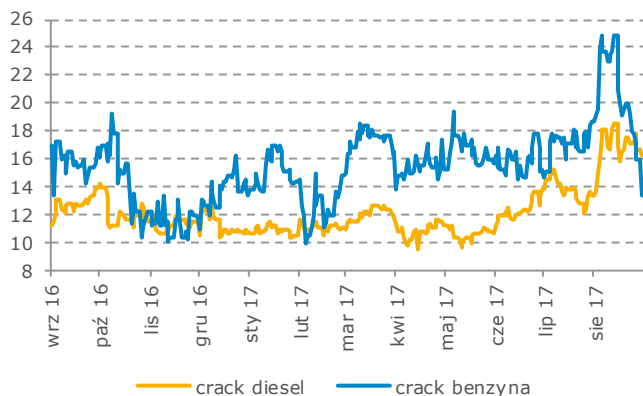
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



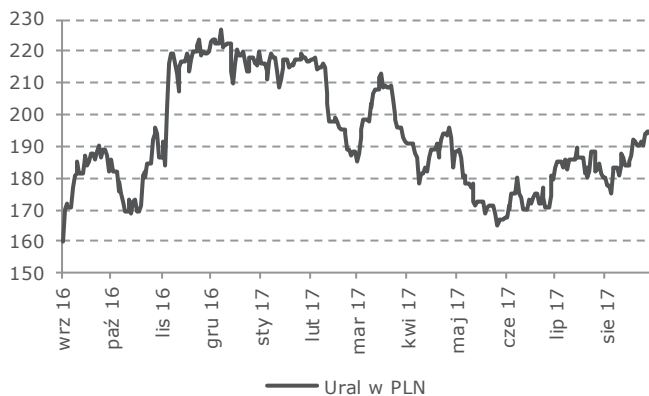
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



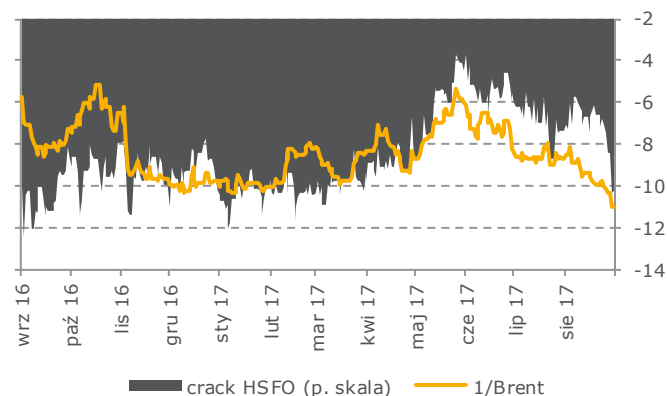
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



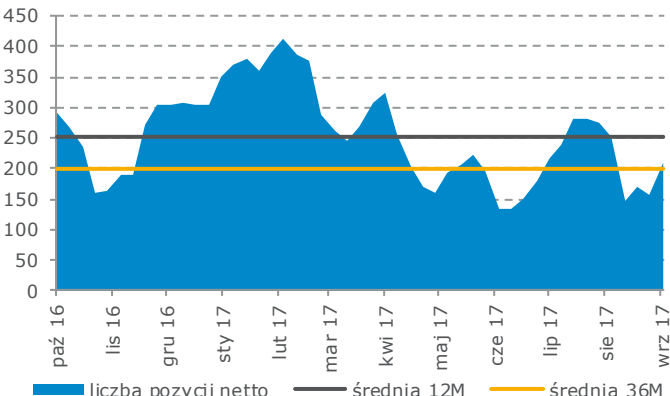
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



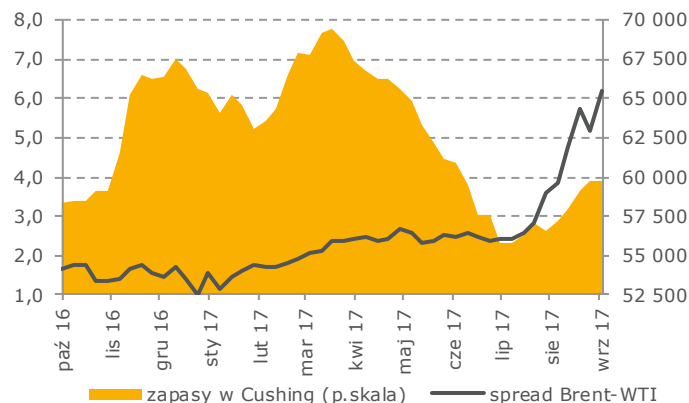
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



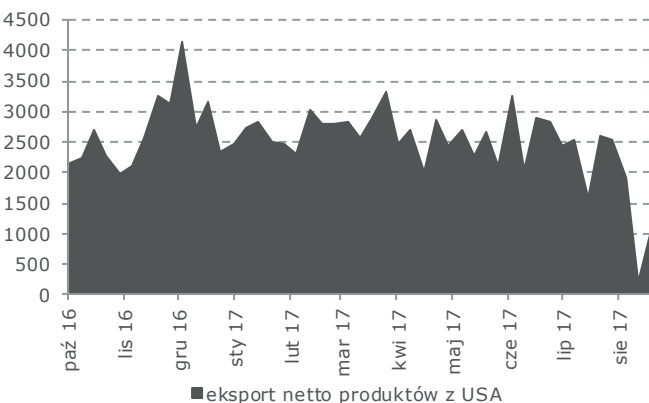
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



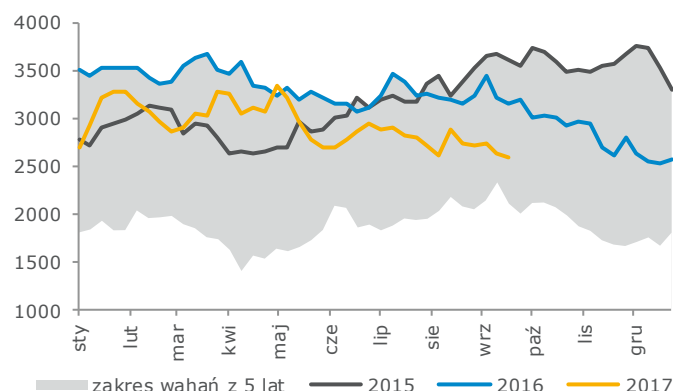
Eksport netto paliw z USA



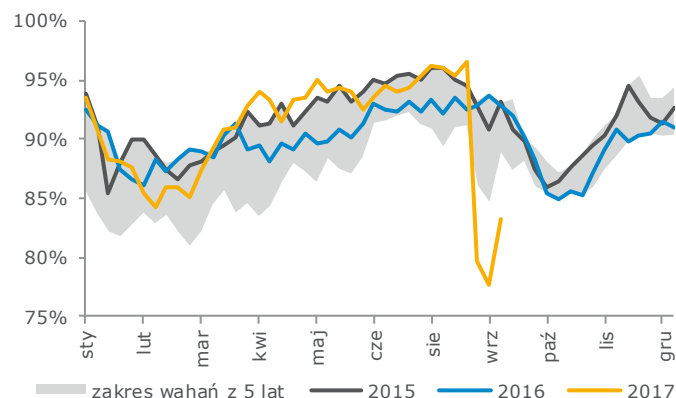
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

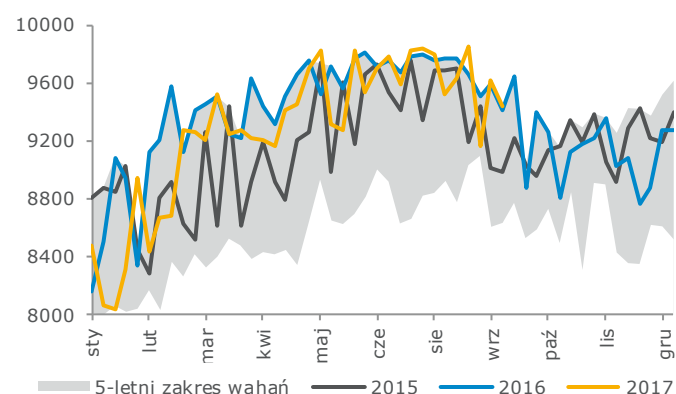
Zapasy diesla w portach ARA



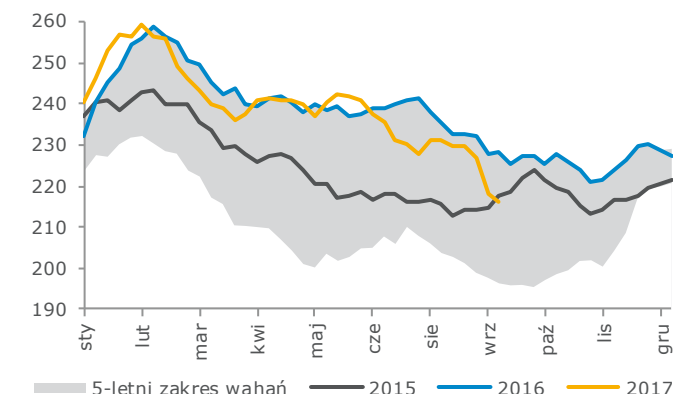
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



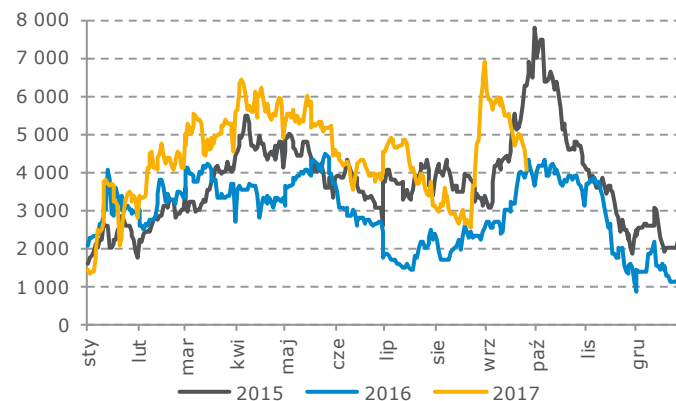
Popyt na benzynę w USA



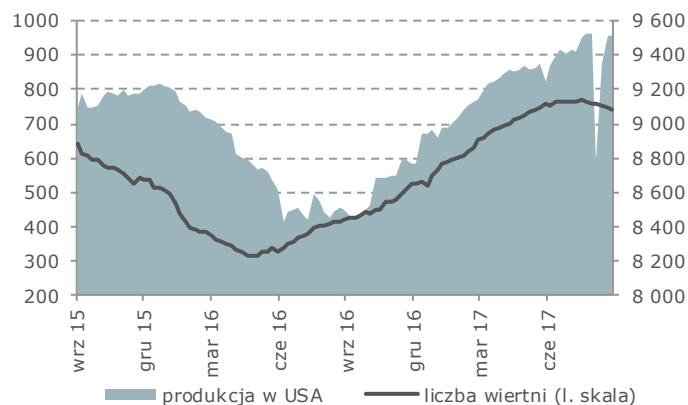
Zapasy benzyny w USA



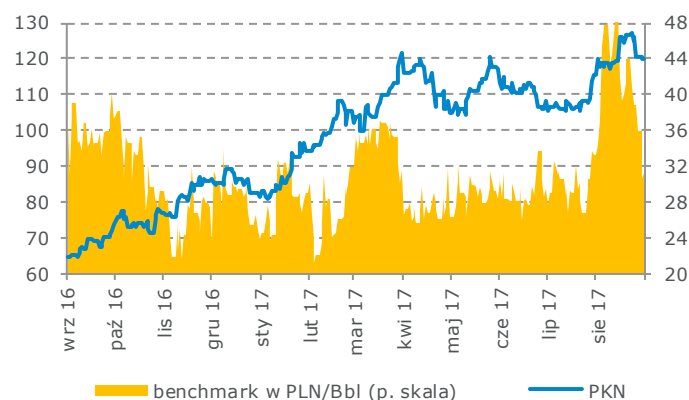
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



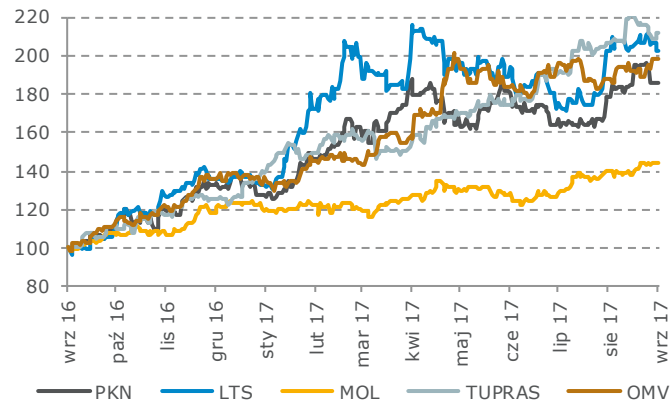
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



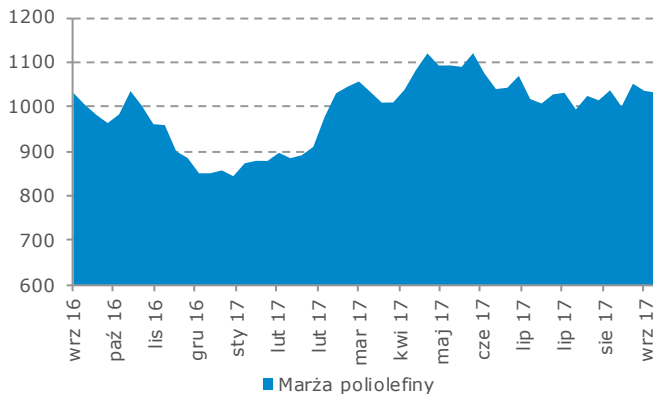
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



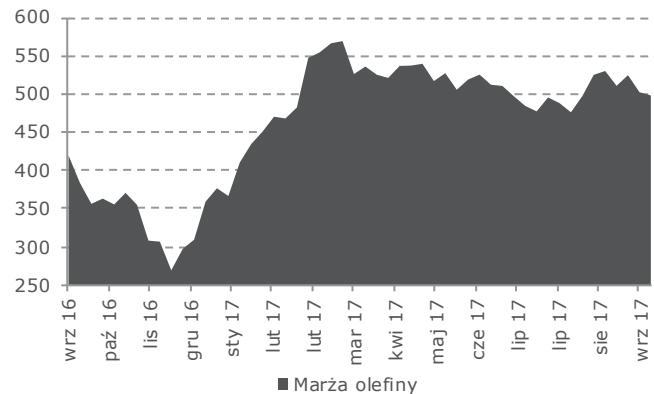
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

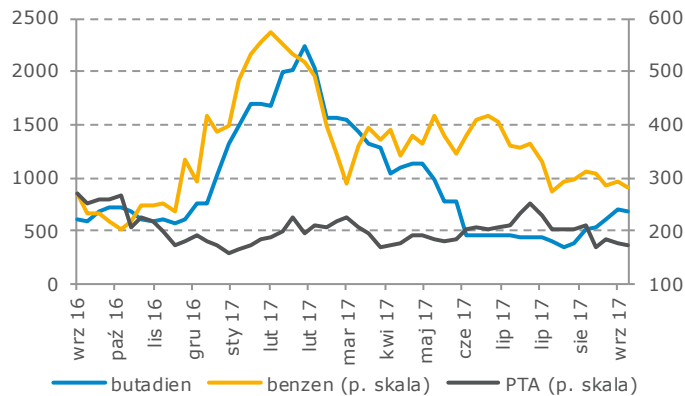
Marża petrochemiczna poliolefiny



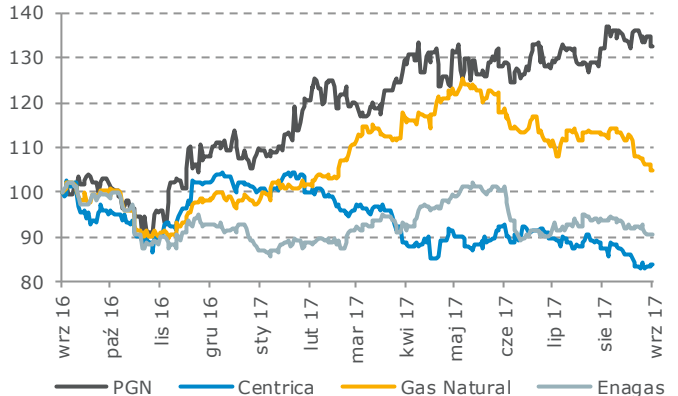
Marża petrochemiczna olefiny



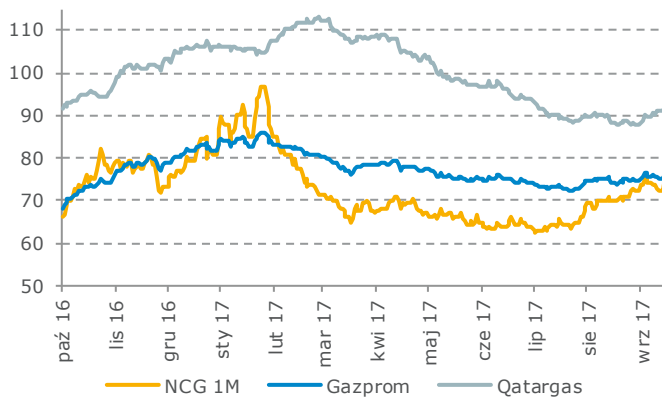
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



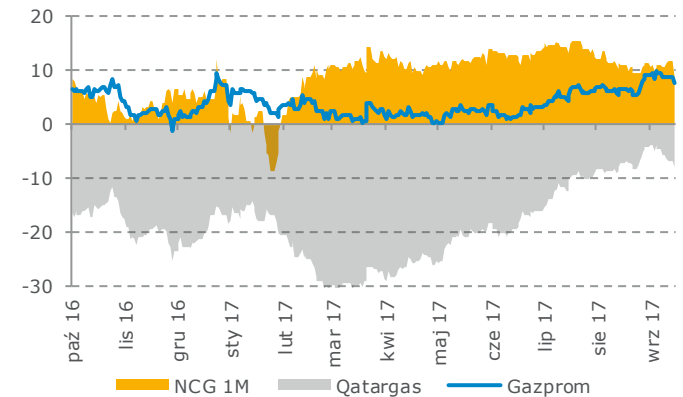
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



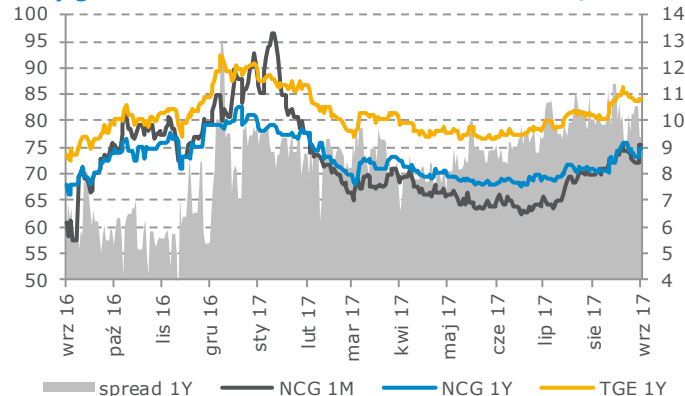
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



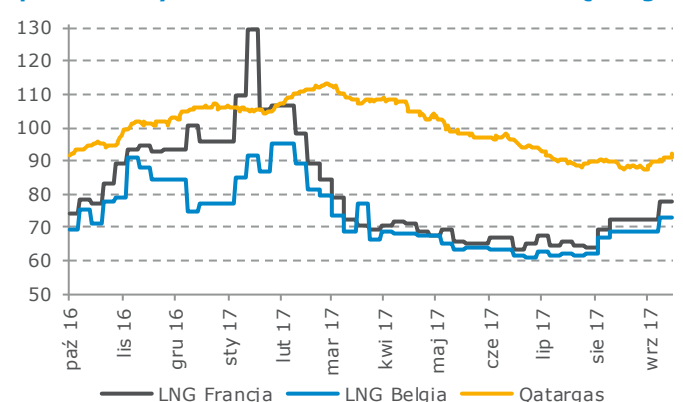
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



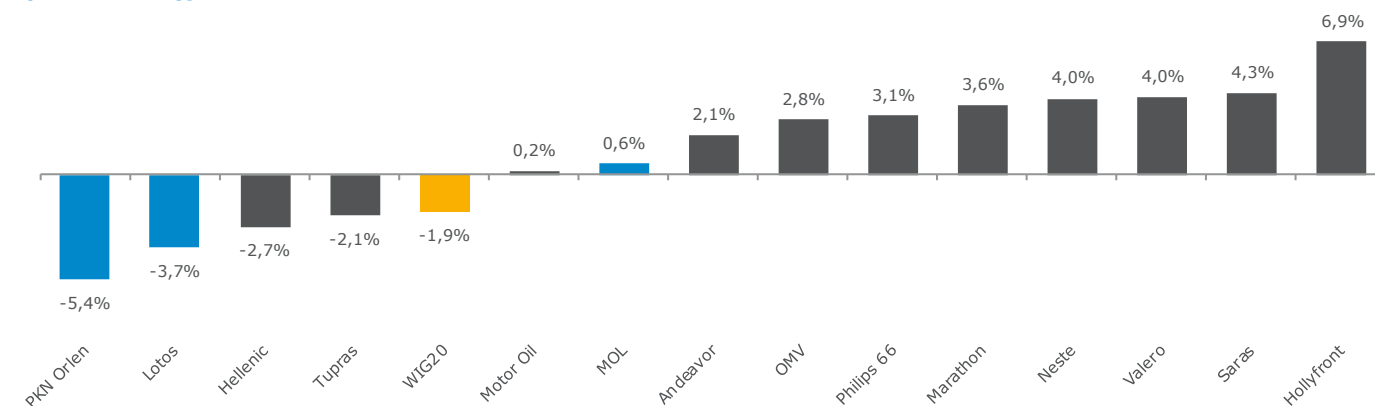
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



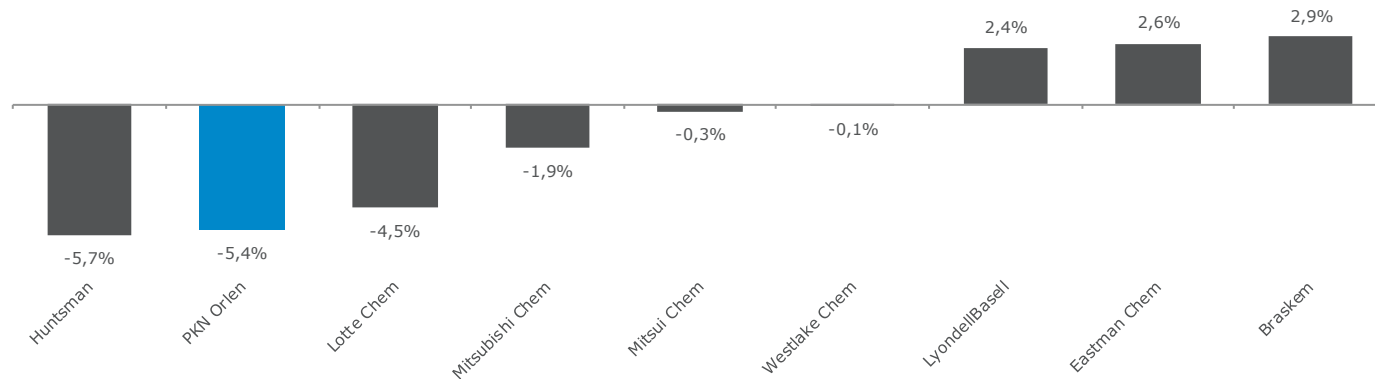
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

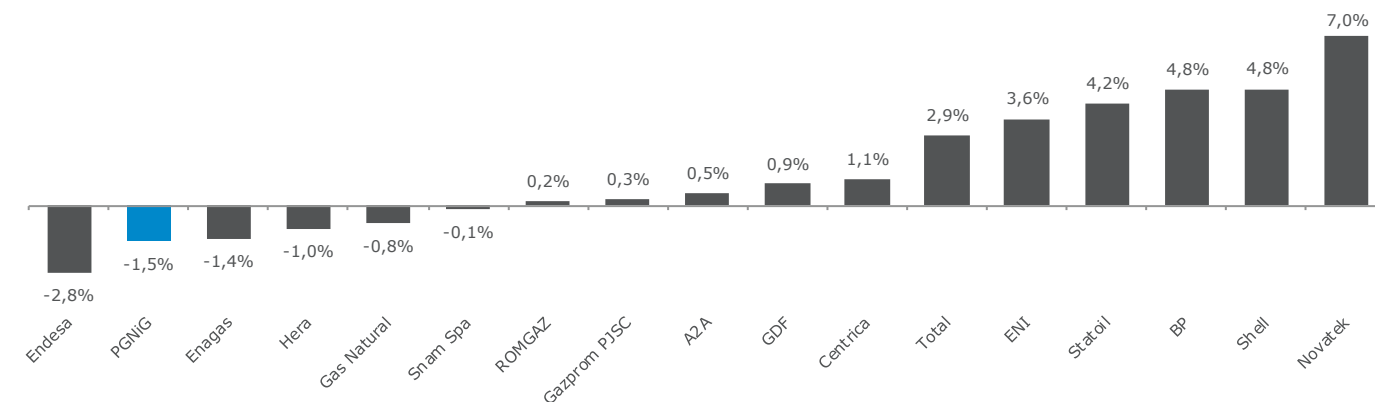
Spółki rafineryjne



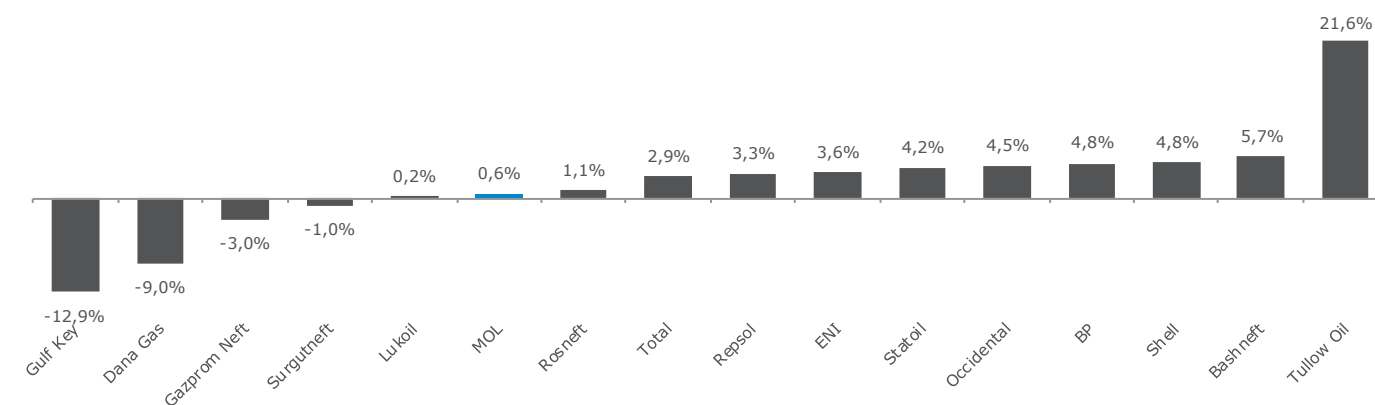
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



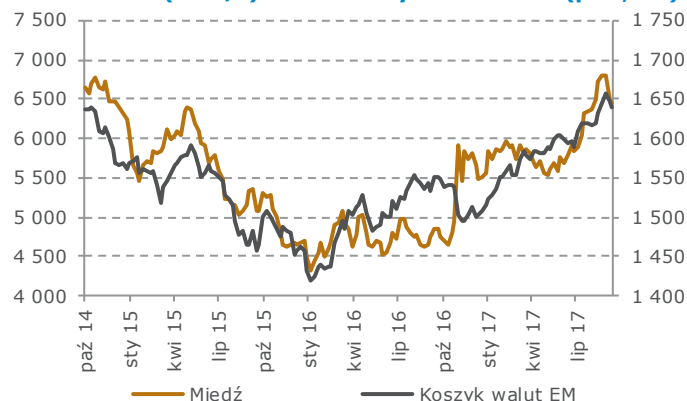
Spółki wydobywcze



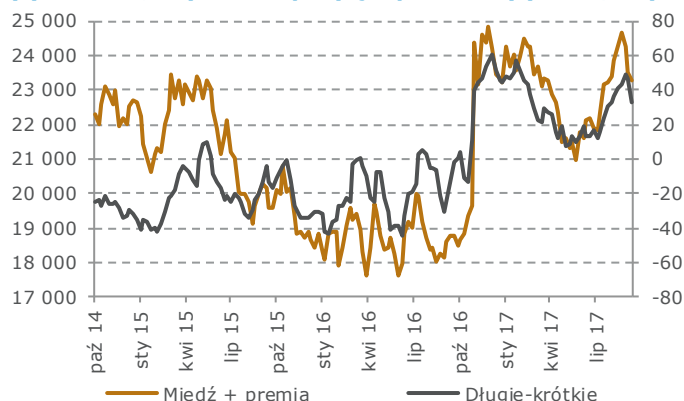
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

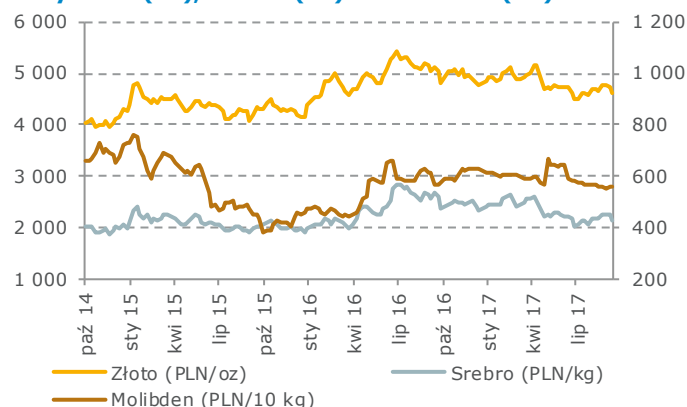
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



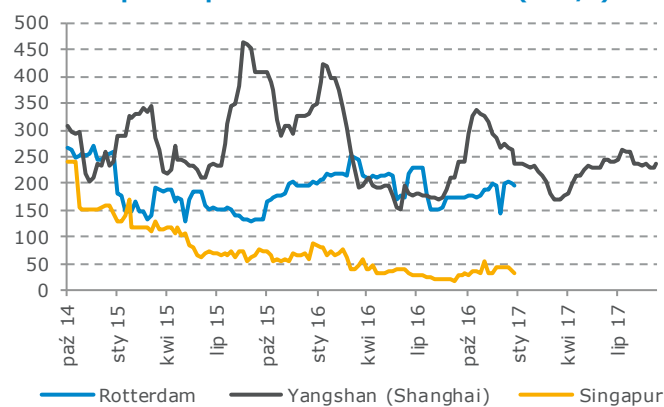
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



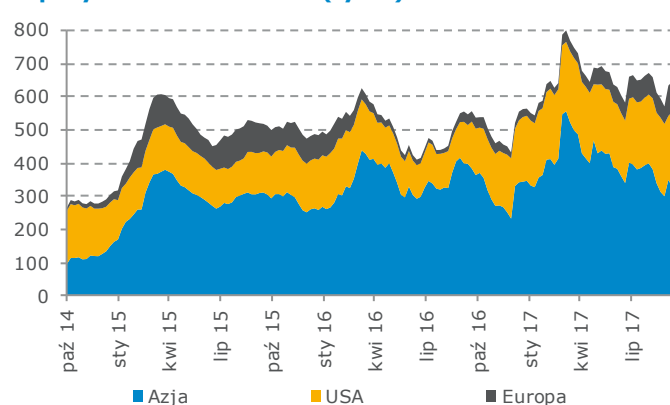
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



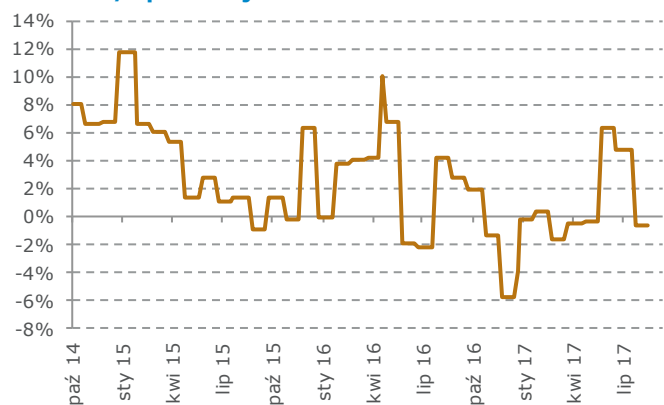
Wartości premii produkcyjnych dla miedzi (PLN/t)



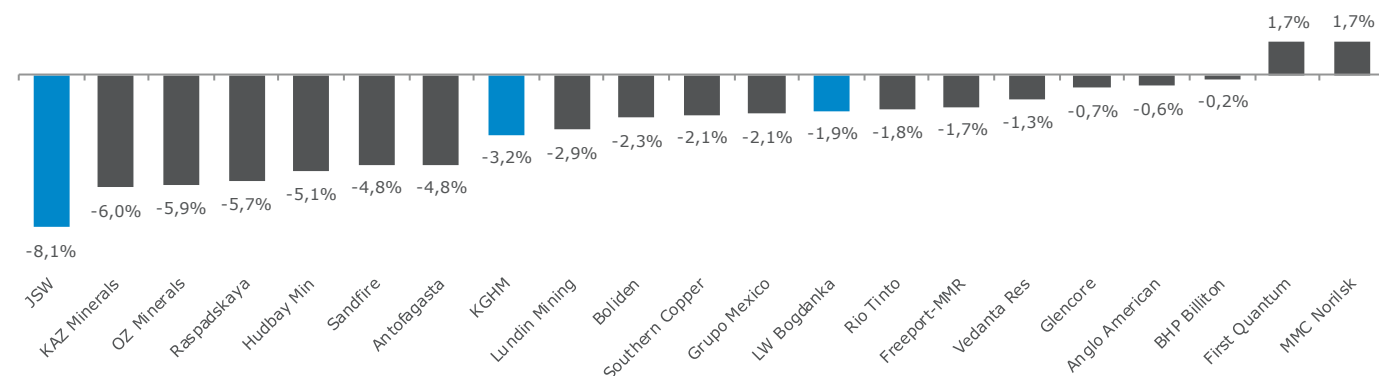
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



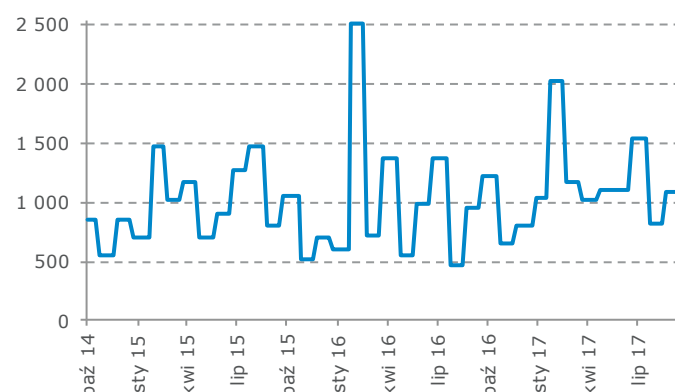
Tygodniowy performance spółek surowcowych



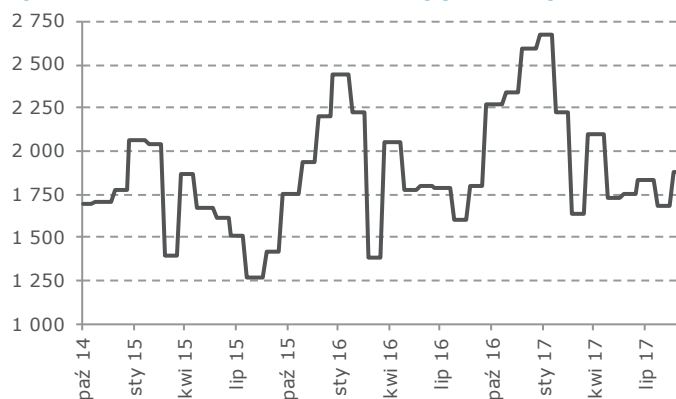
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

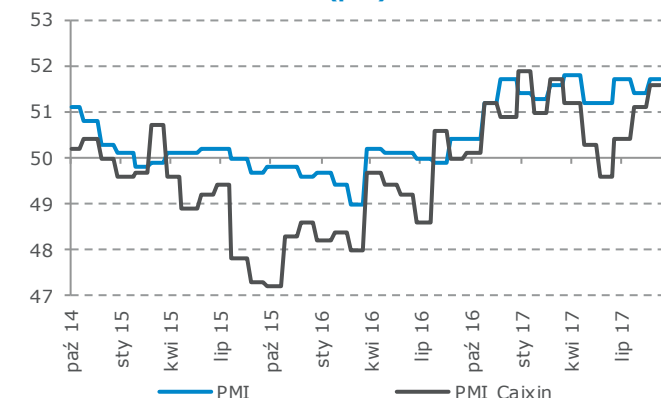
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



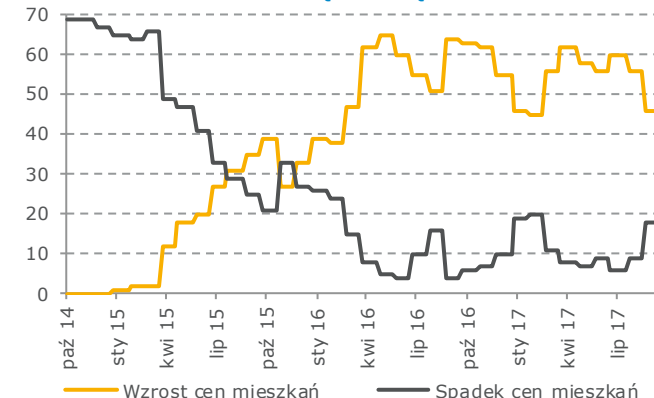
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



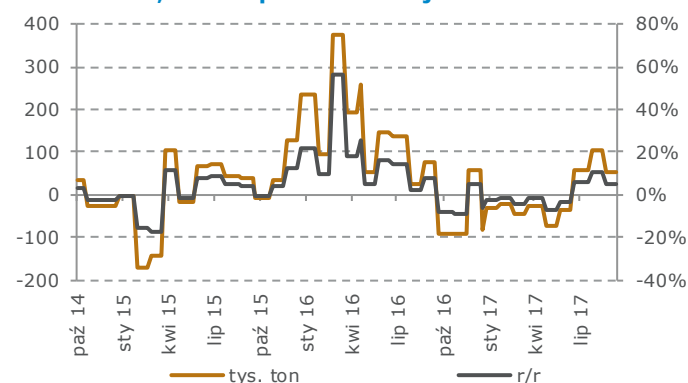
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



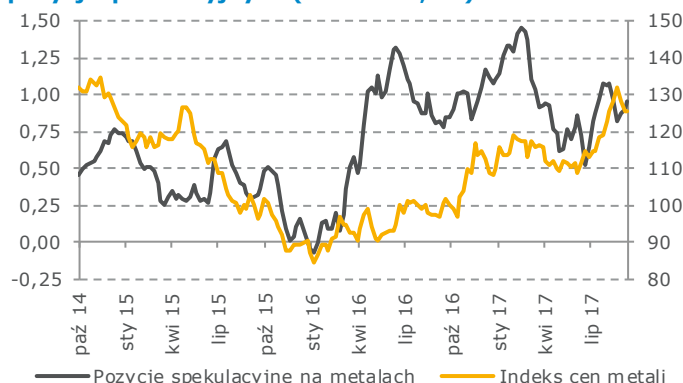
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



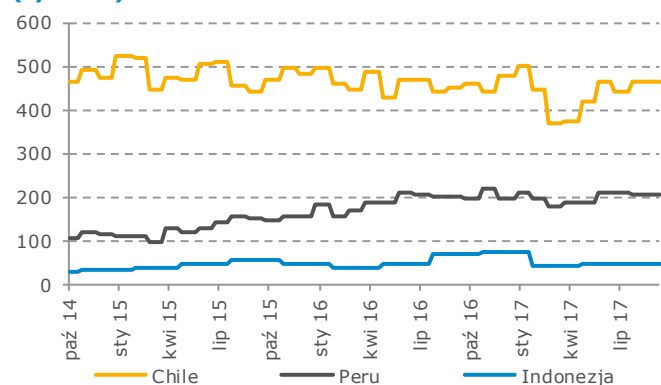
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



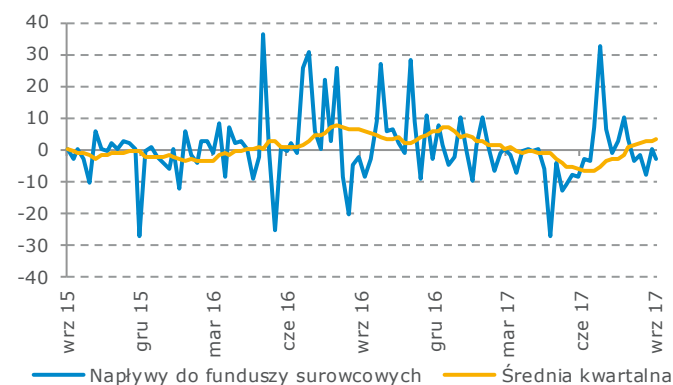
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



Produkcja koncentratu miedzi w Chile, Indonezji i Peru (tys. ton)



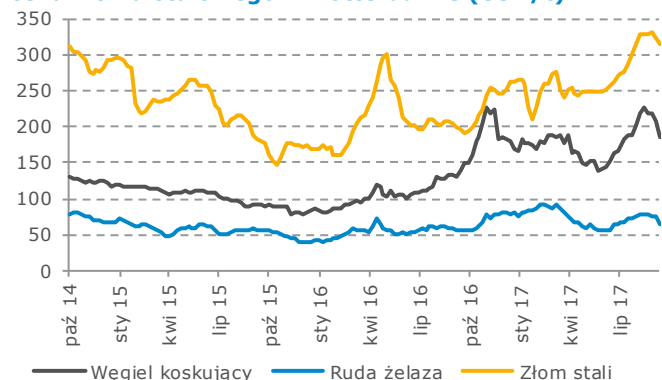
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



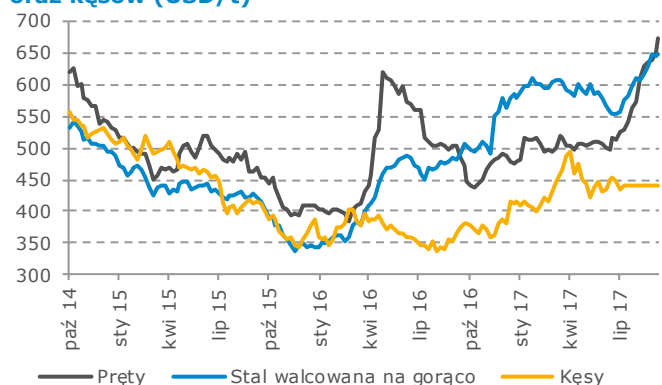
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

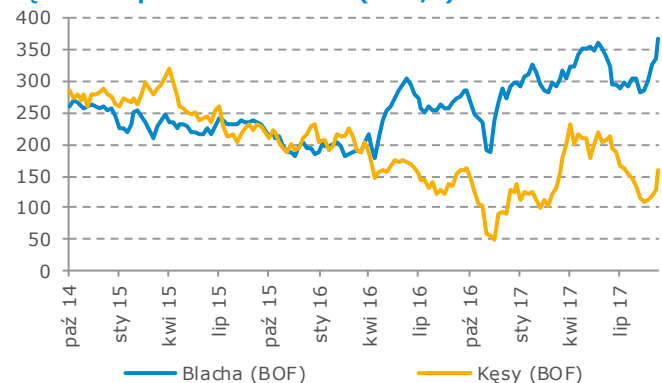
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



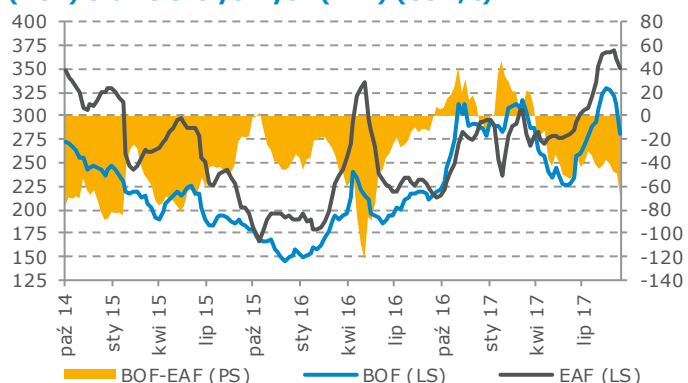
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



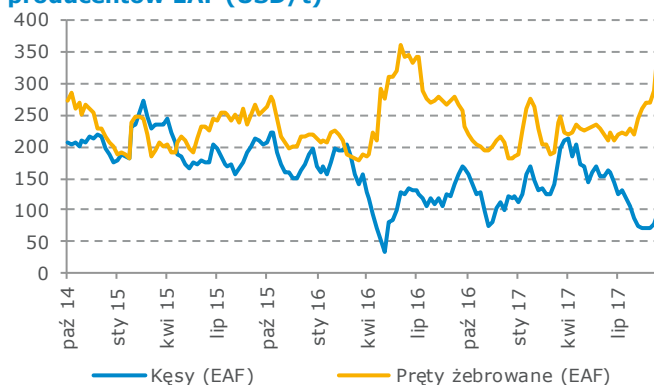
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



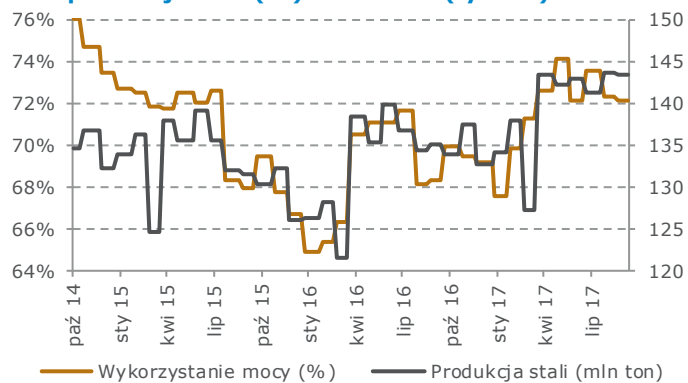
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



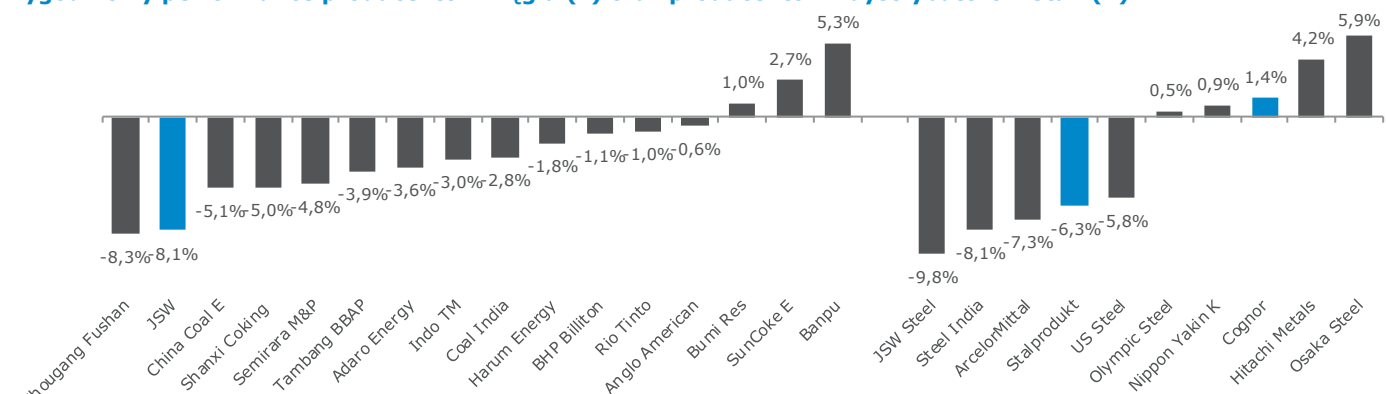
Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)



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



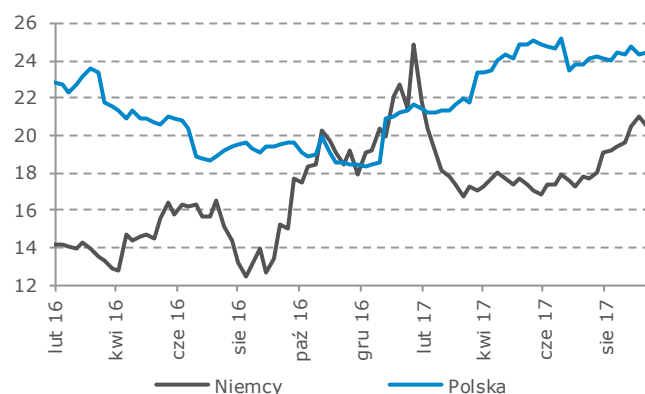
Tygodniowy performance producentów węgla (L) oraz producentów i dystrybutorów stali (P)



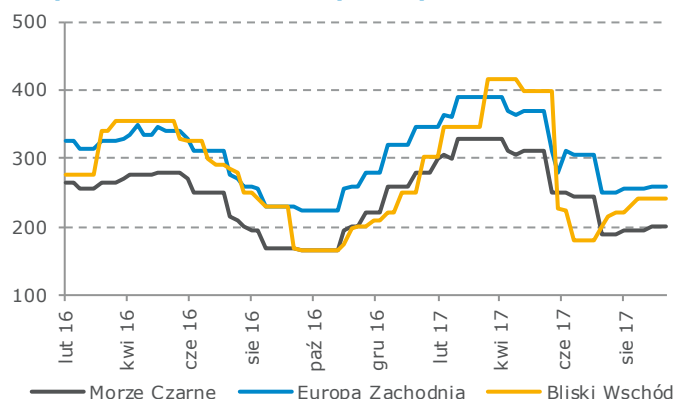
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

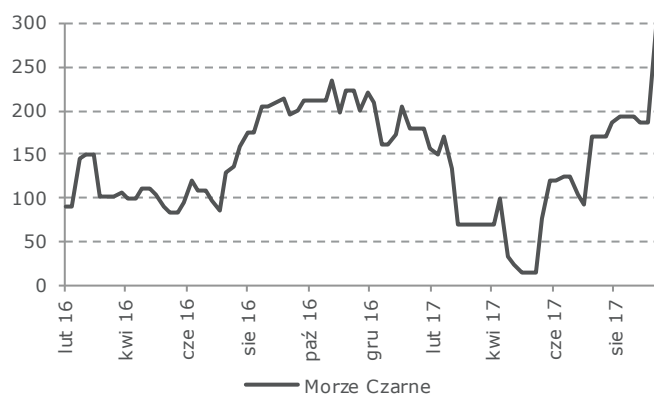
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



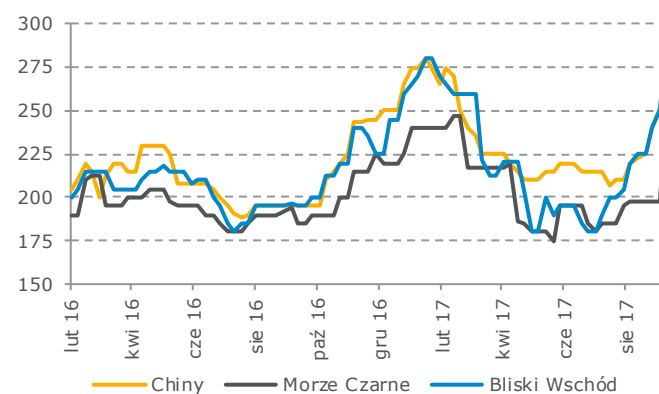
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



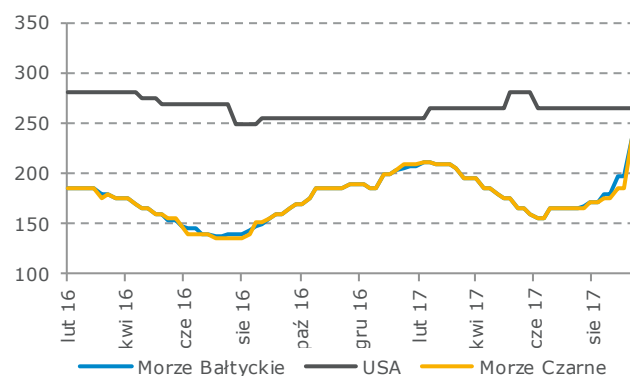
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



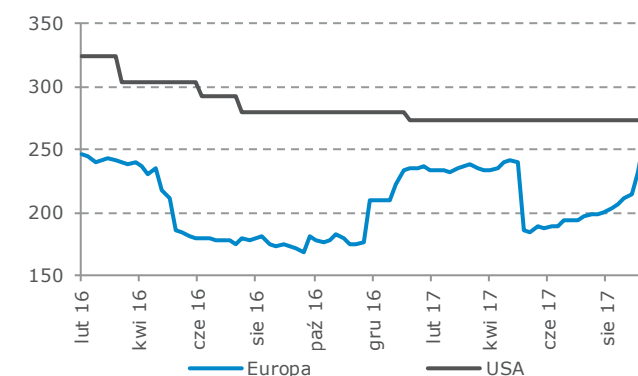
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



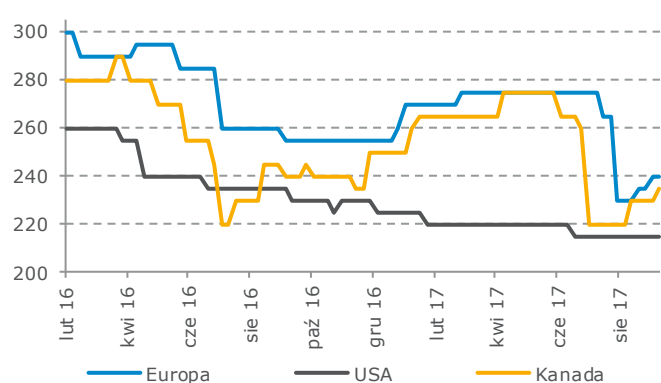
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



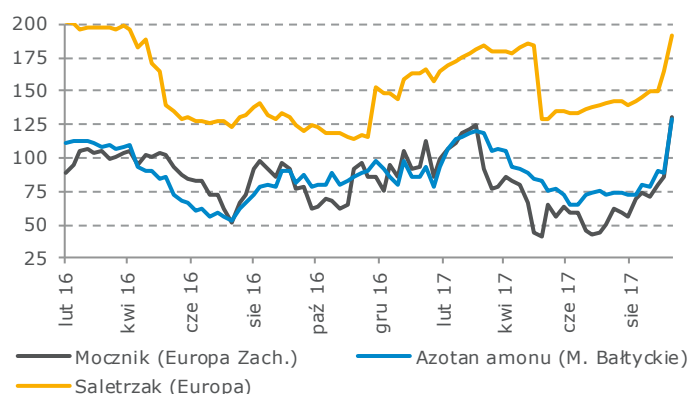
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



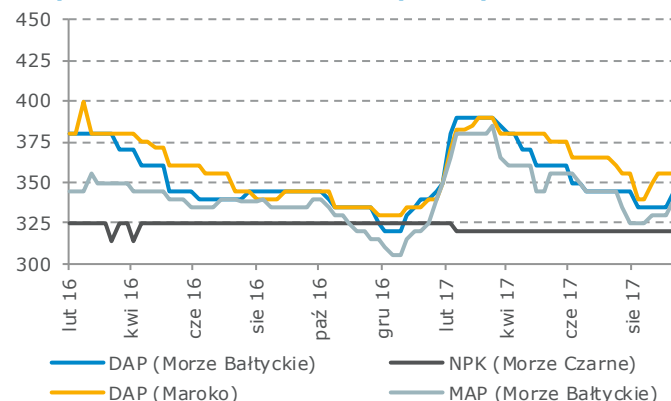
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



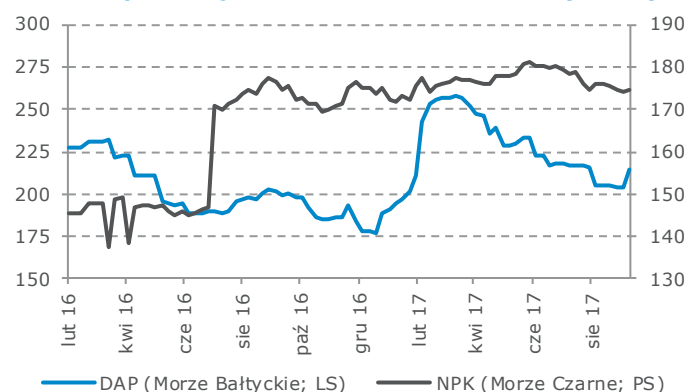
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

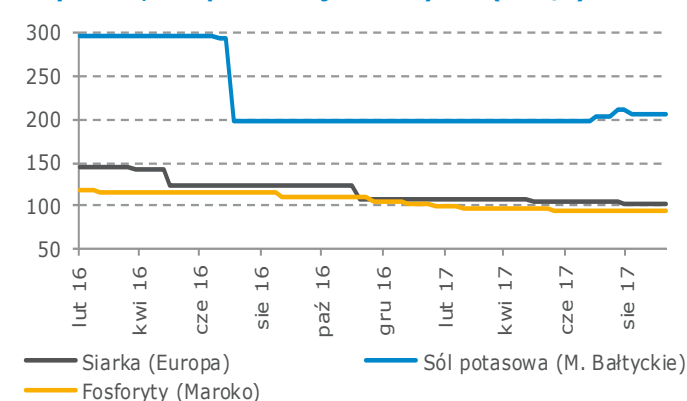
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



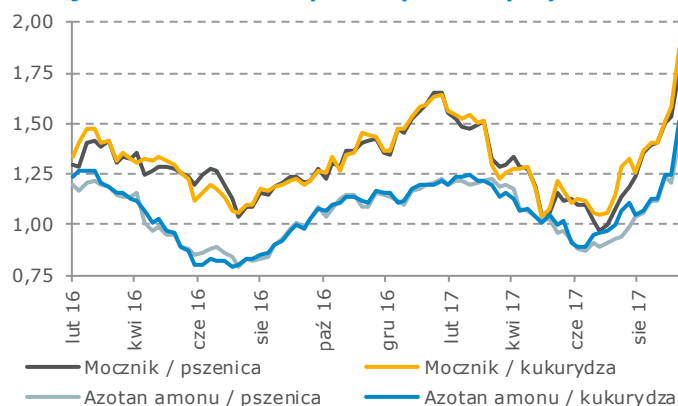
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



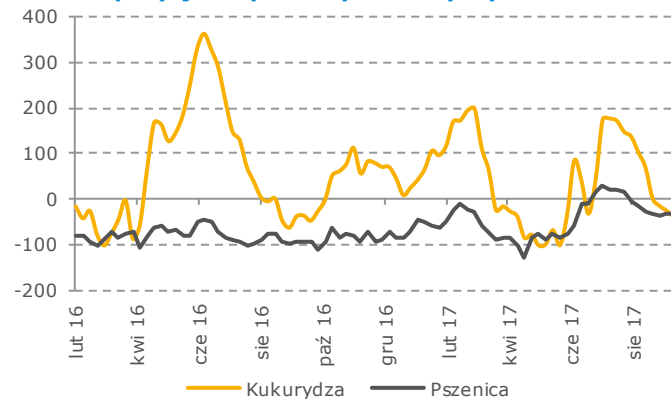
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



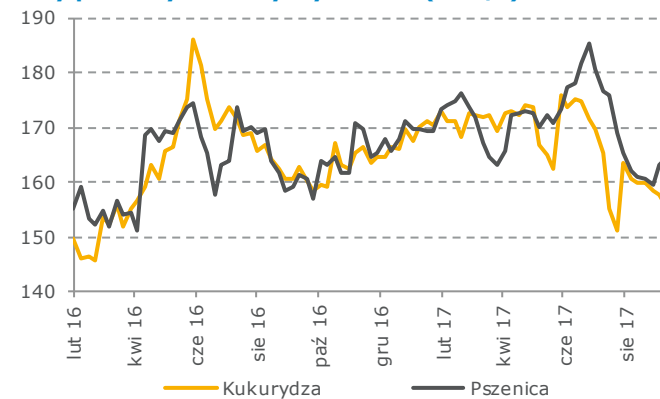
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



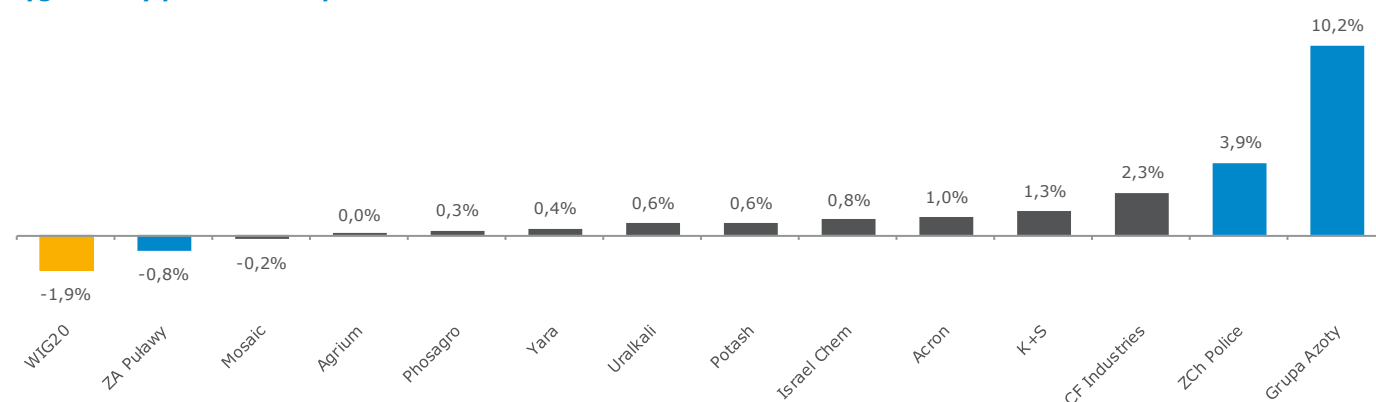
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



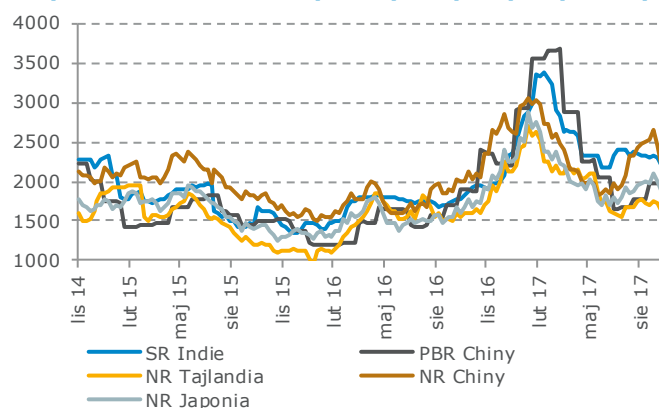
Tygodniowy performance producentów nawozów



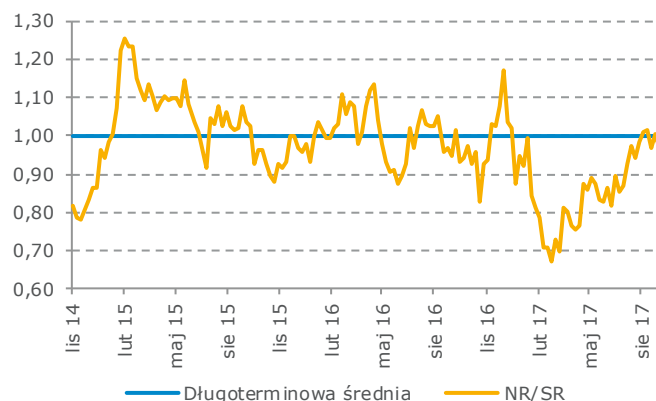
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

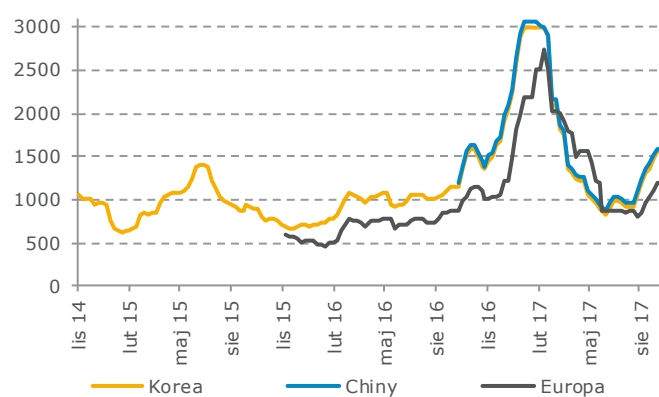
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



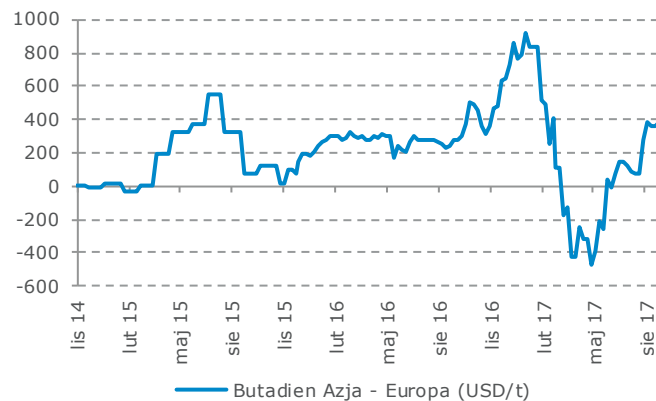
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



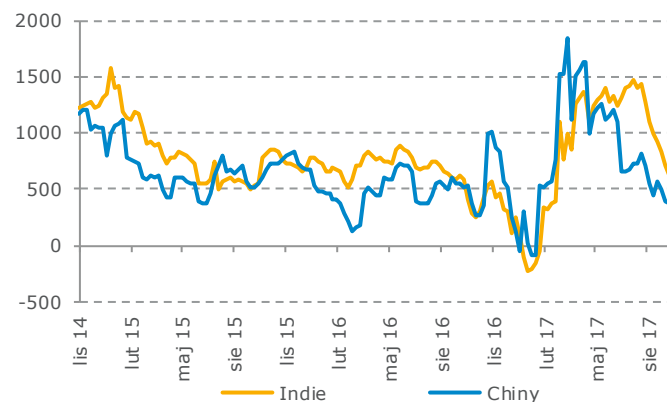
Ceny butadienu (USD/t)



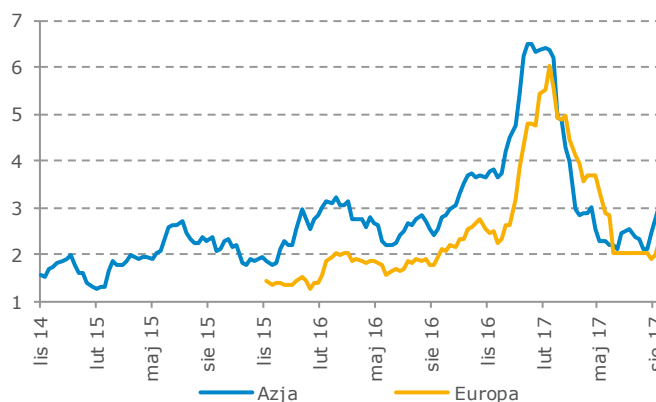
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



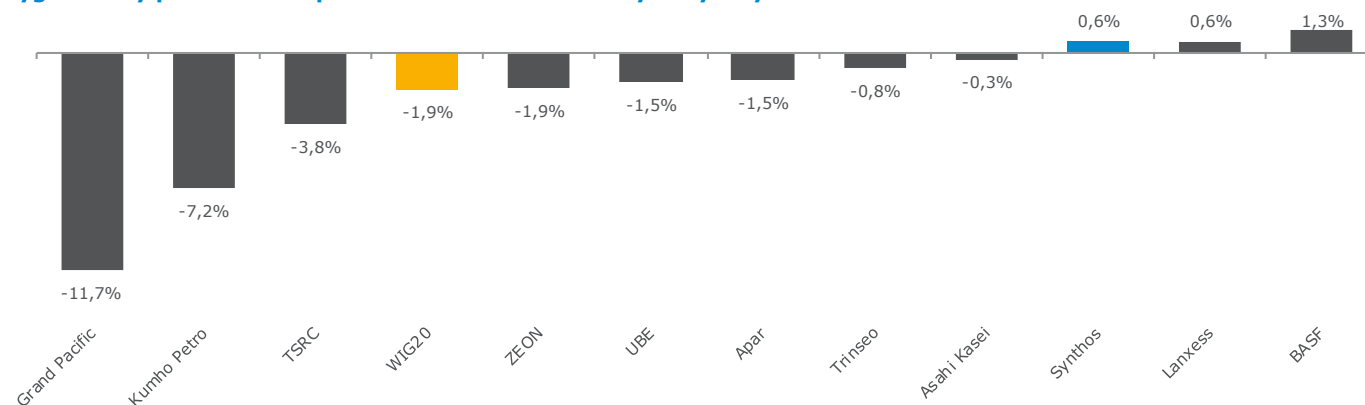
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



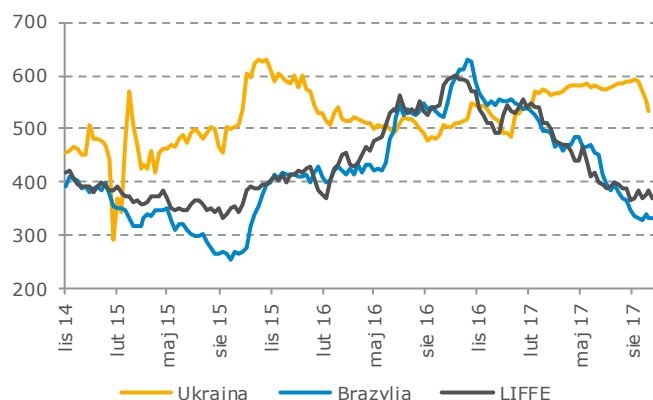
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



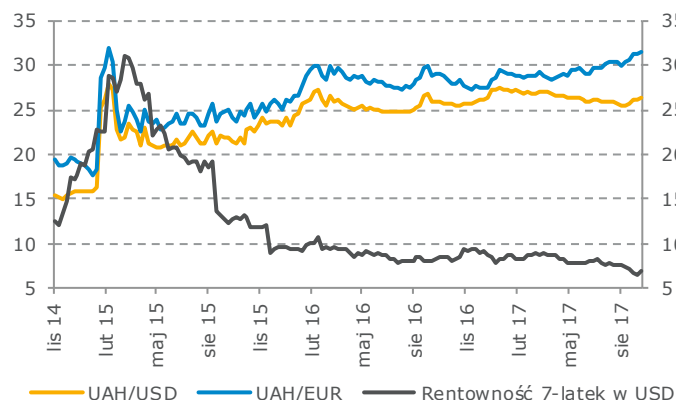
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

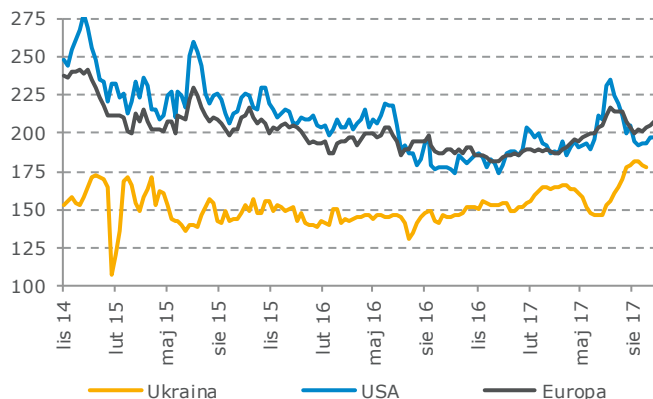
Cena cukru (USD/Mt)



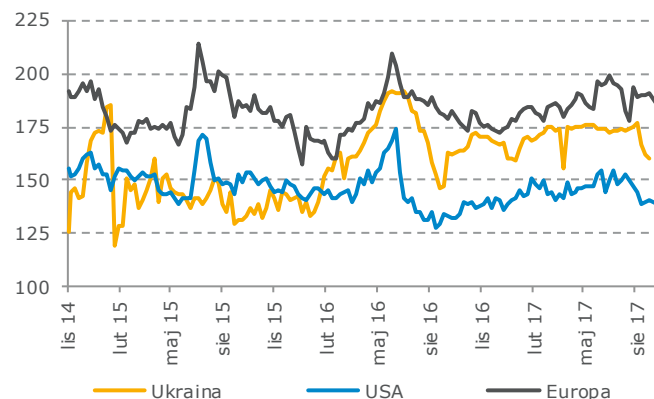
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



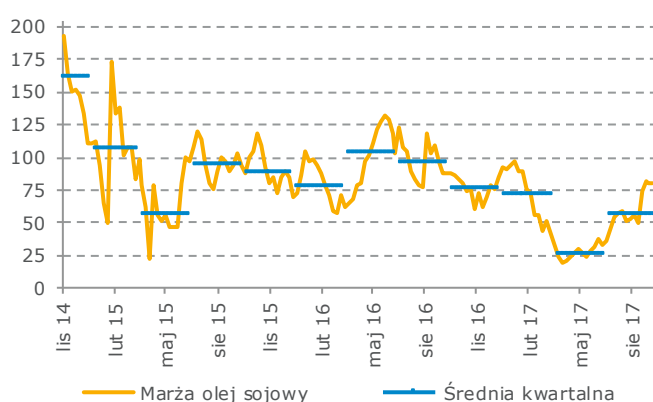
Cena pszenicy (USD/Mt)



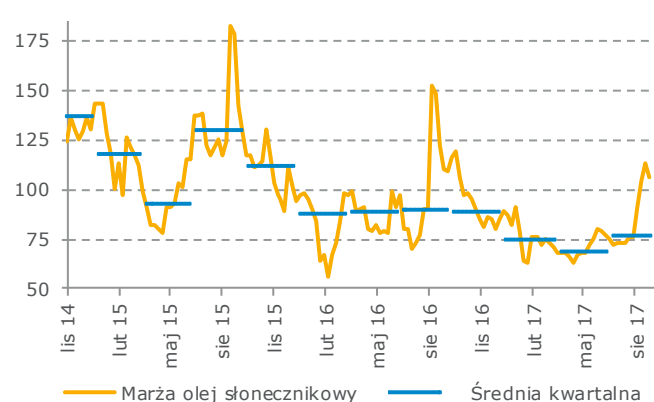
Cena kukurydzy (USD/Mt)



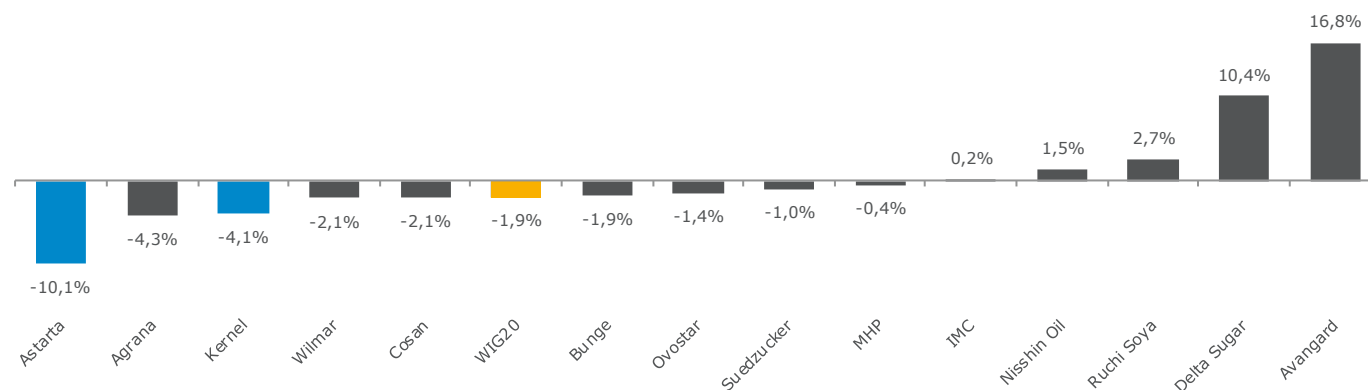
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-09-25)

	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	434,2	6,5	7,0	7,0	1,9	1,9	1,9	16,4	12,7	14,4	29%	28%	28%	9,1%	7,6%	7,1%
Enea	14,7	5,0	5,1	4,4	1,0	1,2	1,1	8,3	6,3	5,9	21%	24%	26%	0,0%	1,7%	2,4%
Energa	12,9	5,0	4,9	4,6	1,0	0,9	0,9	35,3	7,4	6,9	20%	19%	20%	3,8%	1,5%	2,1%
PGE	13,0	4,0	4,4	4,4	1,0	1,5	1,5	9,5	5,9	6,5	26%	35%	35%	1,9%	0,0%	0,0%
Tauron	3,8	4,6	4,4	4,9	0,9	0,9	1,0	18,1	4,3	5,0	19%	21%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	13,3	2,0	2,4	2,7	0,4	0,5	0,5	2,7	3,5	3,5	21%	19%	19%	9,7%	7,9%	7,1%
EDF	10,7	3,9	4,7	4,4	0,9	1,0	1,0	10,0	16,3	14,6	24%	21%	22%	7,8%	3,6%	3,4%
EDP	3,2	8,8	9,2	9,1	2,3	2,2	2,2	12,4	13,3	12,9	26%	24%	24%	5,9%	5,9%	6,0%
Endesa	19,5	7,5	7,7	7,4	1,4	1,3	1,3	14,6	15,4	14,5	18%	17%	18%	6,9%	6,9%	7,0%
Enel	5,1	7,5	7,3	7,0	1,6	1,6	1,5	19,6	14,2	12,8	22%	21%	22%	3,5%	4,4%	5,4%
EON	9,2	6,4	3,9	3,9	0,5	0,5	0,5	-	14,7	14,4	8%	12%	13%	2,3%	3,2%	4,6%
Fortum	16,5	14,8	11,6	11,3	4,1	3,5	3,2	26,4	23,5	21,6	28%	30%	29%	4,6%	5,5%	4,7%
Iberdola	6,6	9,5	9,3	8,4	2,6	2,4	2,2	15,6	15,1	14,1	27%	26%	26%	4,3%	4,9%	5,1%
National Grid	9,5	11,0	8,0	9,4	3,3	3,0	3,2	13,8	13,8	15,7	30%	38%	34%	4,6%	4,7%	6,5%
Red Electrica	17,6	10,0	9,9	9,7	7,8	7,6	7,4	14,9	14,2	13,5	78%	77%	77%	4,6%	5,2%	5,6%
RWE	19,1	7,7	3,5	3,6	0,4	0,4	0,4	-	9,8	11,8	6%	12%	12%	-	4,8%	3,0%
SSE	14,3	18,6	9,7	9,6	0,8	0,8	0,8	30,9	11,6	12,2	4%	8%	8%	6,3%	6,4%	6,6%
Verbund	19,1	9,3	11,6	12,9	3,5	3,5	3,5	15,6	21,9	26,6	37%	30%	27%	1,5%	1,7%	1,5%
Mediana		7.5	7.2	7.0	1.2	1.4	1.4	15.3	13.6	13.2	23%	23%	23%	4.6%	4.7%	4.9%

Wycena spółek rafineryjnych (2017-09-25)

	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	57,5	5,3	5,7	6,3	0,7	0,7	0,6	10,5	9,4	13,3	14%	12%	10%	0,0%	1,7%	2,7%
MOL	3056,9	2,0	1,7	1,7	0,3	0,3	0,2	11,9	10,8	14,6	18%	17%	14%	18,5%	20,4%	21,4%
PKN Orlen	120,2	5,9	5,5	8,7	0,7	0,6	0,6	9,8	8,8	17,9	12%	10%	7%	1,8%	2,5%	3,4%
Hellenic Petroleum	7,2	4,9	5,4	6,0	0,6	0,5	0,5	6,7	6,1	8,2	12%	10%	8%	2,8%	4,6%	4,8%
HollyFrontier	35,2	32,8	9,1	7,1	0,8	0,7	0,7	-	23,0	16,4	2%	7%	10%	3,8%	3,8%	3,8%
Marathon Petroleum	55,5	10,3	8,7	7,8	0,7	0,6	0,7	25,0	19,2	16,5	7%	7%	9%	2,4%	2,8%	3,0%
Motor Oil	19,5	3,9	4,5	5,0	0,4	0,3	0,3	7,3	6,7	9,4	10%	7%	7%	4,6%	5,6%	5,5%
Neste Oil	37,6	7,0	8,2	8,6	0,9	0,8	0,8	10,2	14,2	14,4	13%	10%	10%	3,5%	3,5%	3,6%
OMV	49,6	4,5	5,0	5,2	1,1	1,0	1,0	-	12,4	13,9	26%	20%	19%	2,4%	2,6%	2,7%
Phillips 66	91,0	25,4	10,2	8,7	0,7	0,5	0,5	31,0	20,7	15,5	3%	5%	6%	2,7%	3,0%	3,3%
Saras	2,2	3,1	3,8	4,2	0,3	0,3	0,2	10,3	10,8	13,3	9%	7%	6%	4,6%	5,7%	4,6%
Tesoro	105,3	11,4	9,2	7,3	1,1	0,8	0,7	17,0	17,3	14,4	9%	9%	10%	2,0%	2,2%	2,3%
Tupras	119,6	10,7	6,7	7,1	1,0	0,7	0,6	16,7	9,2	9,7	10%	10%	9%	4,1%	8,4%	8,5%
Valero Energy	75,1	6,8	7,1	6,2	0,5	0,4	0,4	15,2	17,2	13,6	7%	6%	7%	3,2%	3,7%	4,0%
Mediana		6,4	6,2	6,7	0,7	0,6	0,6	11,2	11,6	14,1	10%	9%	9%	3,0%	3,6%	3,7%

Wycena spółek petrochemicznych (2017-09-25)

	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	120,2	5,9	5,5	8,7	0,7	0,6	0,6	9,8	8,8	17,9	12%	10%	7%	1,8%	2,5%	3,4%
Axiall	80,7	14,5	8,3	7,7	2,7	1,8	1,7	26,3	16,6	14,7	19%	21%	22%	0,9%	1,0%	1,0%
Braskem	42,5	5,6	4,0	4,4	1,0	1,0	0,9	-	9,1	10,8	18%	24%	21%	5,9%	3,2%	3,2%
Eastman Chemical	87,7	9,9	8,8	8,4	2,2	2,1	2,0	15,1	11,7	10,8	22%	24%	24%	2,2%	2,3%	2,5%
Huntsman Corp	27,0	9,5	7,9	8,4	1,1	1,2	1,2	19,6	11,7	12,0	11%	15%	15%	1,9%	2,0%	2,1%
LyondellBasell	97,9	7,5	6,6	7,2	1,6	1,4	1,4	10,7	9,9	10,7	21%	21%	19%	3,4%	3,6%	3,8%
Mitsubishi Chemical	1043,0	7,6	7,2	6,3	0,9	1,0	0,9	29,7	9,8	9,3	11%	14%	14%	1,4%	1,7%	2,5%
Mitsui Chemicals	682,0	9,3	7,6	7,2	0,8	0,9	0,9	29,7	11,7	9,7	9%	12%	12%	1,2%	1,7%	2,5%
Westlake Chemical	80,7	14,5	8,3	7,7	2,7	1,8	1,7	26,3	16,6	14,7	19%	21%	22%	0,9%	1,0%	1,0%
Mediana		9,3	7,6	7,7	1,1	1,2	1,2	22,9	11,7	10,8	18%	21%	19%	1,8%	2,0%	2,5%

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

Wycena spółek gazowych (2017-09-25)

	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	6,7	6,6	5,0	4,5	1,2	1,1	1,0	16,5	11,1	9,9	18%	21%	22%	2,7%	3,0%	4,5%
A2A	1,5	9,3	6,9	7,1	1,6	1,5	1,5	20,1	13,3	13,4	17%	22%	21%	3,4%	4,1%	4,6%
BG Group	22,1	11,7	6,7	6,2	1,4	1,1	1,1	56,1	18,9	17,0	12%	17%	17%	6,3%	6,3%	6,3%
BP	4,7	14,5	6,4	5,8	0,9	0,8	0,8	100+	24,7	18,9	6%	12%	13%	6,3%	6,3%	6,3%
Centrica	1,9	4,0	5,9	5,9	0,5	0,5	0,5	6,0	12,0	11,5	13%	9%	9%	6,3%	6,4%	6,6%
Enagas	23,7	12,5	10,5	10,8	9,1	8,1	8,2	13,5	12,2	13,2	72%	77%	77%	5,7%	6,2%	6,5%
Endesa	19,5	7,5	7,7	7,4	1,4	1,3	1,3	14,6	15,4	14,5	18%	17%	18%	6,9%	6,9%	7,0%
Engie	14,4	8,4	6,3	6,3	0,9	1,0	1,0	-	14,3	14,2	11%	16%	15%	6,9%	4,9%	4,9%
Eni	13,9	6,8	4,8	4,3	1,2	1,0	1,0	-	24,2	20,0	17%	22%	22%	5,7%	5,7%	5,8%
Gas Natural SDG	18,8	8,0	8,0	7,7	1,6	1,7	1,6	14,0	14,4	13,3	21%	21%	21%	7,1%	5,4%	5,5%
Gazprom	123,0	4,1	3,8	3,4	0,9	0,8	0,8	2,9	4,4	3,9	21%	23%	24%	6,4%	6,4%	6,4%
Hera	2,7	8,7	7,2	7,1	1,4	1,4	1,4	19,1	17,2	16,7	17%	19%	19%	3,3%	3,6%	3,6%
NovaTek	116,0	8,3	11,1	10,1	4,0	3,8	3,6	10,1	14,9	13,0	48%	34%	36%	2,0%	2,2%	2,7%
ROMGAZ	31,1	4,9	4,2	3,6	2,5	2,3	2,2	12,0	8,2	7,1	51%	55%	60%	7,6%	10,9%	12,5%
Shell	25,2	11,7	6,7	6,2	1,4	1,1	1,1	47,1	15,9	14,3	12%	17%	17%	6,3%	6,3%	6,3%
Snam	4,1	11,9	12,7	12,4	10,0	10,0	9,9	16,4	15,3	14,8	84%	79%	79%	5,1%	5,4%	5,4%
Statoil	159,1	7,7	3,7	3,5	1,7	1,3	1,3	-	15,3	16,5	22%	37%	37%	4,3%	4,3%	4,3%
Total	45,6	8,6	6,3	5,6	1,2	1,1	1,0	19,4	13,5	12,6	14%	17%	18%	5,2%	5,2%	5,2%
Mediana		8,3	6,6	6,2	1,4	1,2	1,2	15,5	14,7	13,8	18%	21%	21%	6,0%	5,6%	5,7%

Wycena spółek wydobywczych (2017-09-25)

		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 WYDOBYWCZE																
MOL	3056,9	5,6	5,1	5,2	1,0	0,9	0,8	8,5	11,0	11,3	18%	17%	15%	3,0%	2,1%	2,2%
Bashneft	2114,0	3,5	3,3	3,1	0,8	0,7	0,7	6,8	5,5	5,0	22%	22%	22%	-	5,2%	9,1%
BP	4,7	14,5	6,4	5,8	0,9	0,8	0,8	100+	24,7	18,9	6%	12%	13%	6,3%	6,3%	6,3%
Dana Gas	0,7	10,8	8,6	8,7	7,1	5,2	4,9	-	50,7	28,4	65%	60%	57%	-	-	-
Eni	13,9	6,8	4,8	4,3	1,2	1,0	1,0	-	24,2	20,0	17%	22%	22%	5,7%	5,7%	5,8%
Gazprom Neft	218,7	4,6	4,4	3,8	1,0	1,0	0,9	5,2	5,2	4,4	22%	22%	23%	6,0%	5,1%	6,2%
Gulf Keystone	1,1	-	4,0	3,7	1,6	2,2	2,0	-	53,3	22,2	-	55%	53%	-	-	-
Lukoil	3039,5	4,0	3,8	3,5	0,6	0,5	0,5	10,5	6,2	5,8	14%	14%	15%	2,5%	6,5%	7,2%
Occidental Petroleum	64,6	21,8	11,2	8,5	5,6	4,5	4,2	-	93,1	48,6	26%	40%	49%	4,7%	4,8%	4,8%
Repsol	15,6	7,5	5,5	5,4	0,9	0,8	0,7	13,4	11,3	11,4	12%	14%	14%	4,7%	5,0%	5,2%
Rosneft Oil	321,6	5,6	5,1	4,4	1,3	1,1	1,0	18,8	10,0	7,1	23%	22%	23%	2,8%	3,1%	5,2%
Shell	25,2	11,7	6,7	6,2	1,4	1,1	1,1	47,1	15,9	14,3	12%	17%	17%	6,3%	6,3%	6,3%
Statoil	159,1	7,7	3,7	3,5	1,7	1,3	1,3	-	15,3	16,5	22%	37%	37%	4,3%	4,3%	4,3%
Surgutneftegas	29,3	-	-	-	-	-	-	-	5,4	4,4	-	-	-	2,0%	5,6%	5,5%
Total	45,6	8,6	6,3	5,6	1,2	1,1	1,0	19,4	13,5	12,6	14%	17%	18%	5,2%	5,2%	5,2%
Tulow Oil	1,9	-	6,6	6,4	5,5	4,6	4,5	-	-	21,8	-	70%	71%	-	-	-
Mediana		7,5	5,1	5,2	1,2	1,1	1,0	12,0	13,5	13,5	18%	22%	22%	4,7%	5,2%	5,5%

Wycena spółek surowcowych (2017-09-25)

	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*	91,3	9,5	2,7	3,5	1,5	1,2	1,3	100+	4,6	8,4	16%	43%	37%	-	0,5%	1,3%
KGHM	115,6	8,9	5,5	5,2	1,6	1,5	1,3	-	13,2	8,5	18%	27%	26%	1,3%	0,9%	2,3%
LW Bogdanka*	77,0	4,5	4,2	3,8	1,5	1,5	1,4	14,4	12,6	9,5	34%	35%	37%	1,3%	1,3%	2,5%
Anglo American	12,9	8,9	4,4	4,9	1,6	1,4	1,5	15,3	8,5	11,2	18%	32%	30%	-	4,9%	3,9%
Antofagasta	9,1	14,1	7,2	7,0	4,1	3,5	3,4	83,6	23,4	22,0	29%	49%	48%	1,5%	1,8%	1,7%
BHP Billiton	13,3	28,9	6,1	6,4	4,1	3,3	3,2	-	14,3	16,0	14%	54%	51%	1,7%	4,5%	4,2%
Freeport-McMoRan	13,9	-	6,5	5,1	2,3	2,2	2,1	-	14,9	9,4	-	35%	40%	-	-	0,8%
Glencore	3,4	12,2	6,8	6,9	0,6	0,5	0,5	50,7	14,7	16,4	5%	7%	7%	1,5%	2,4%	3,9%
Grupo Mexico	54,0	9,2	8,1	7,1	4,1	3,6	3,2	23,2	15,4	13,7	44%	44%	46%	23,5%	2,4%	3,3%
Kazakhmys	7,1	22,5	7,8	6,2	8,9	4,1	3,3	26,2	12,1	9,6	39%	52%	53%	-	-	0,5%
Rio Tinto	34,4	8,6	5,6	6,5	3,0	2,6	2,8	19,7	11,4	14,0	34%	46%	43%	3,7%	5,6%	4,7%
Southern CC	39,0	16,0	11,7	10,5	6,6	5,5	5,1	39,0	23,1	20,0	41%	47%	49%	0,5%	1,3%	2,0%
Mediana		9,5	6,3	6,3	2,6	2,4	2,4	24,7	13,8	12,4	29%	44%	42%	1,5%	2,1%	2,4%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	399,2	10,6	9,8	8,7	1,8	1,7	1,6	13,6	15,1	13,1	17%	18%	18%	4,5%	7,5%	5,3%
Alcoa	45,3	15,6	5,1	5,3	1,2	1,0	1,0	-	15,2	14,8	8%	19%	18%	0,6%	-	-
Constellium	10,3	7,2	7,0	6,4	0,6	0,5	0,5	-	17,5	9,7	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	103,0	8,8	9,4	8,7	1,4	1,3	1,3	20,0	18,8	17,8	16%	14%	15%	1,7%	1,9%	2,1%
Norsk Hydro	57,3	10,6	7,1	6,0	1,4	1,2	0,8	18,3	16,1	13,8	14%	17%	14%	2,2%	2,4%	2,8%
Rusal	5,7	12,8	9,3	8,5	2,4	2,0	2,0	9,5	8,2	6,5	19%	22%	23%	2,2%	3,0%	3,5%
Mediana		10,6	8,2	7,5	1,4	1,3	1,1	16,0	15,7	13,5	15%	18%	17%	2,2%	2,7%	3,1%

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

Wycena spółek nawozowych (2017-09-25)

	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 NAWOZOWE																
Grupa Azoty	74,0	8,2	7,4	7,4	0,9	0,9	0,9	21,4	15,5	17,0	11%	12%	12%	1,1%	1,1%	1,3%
ZA Police*	21,4	10,2	7,6	6,9	0,8	0,8	0,8	18,3	11,0	9,6	8%	10%	11%	2,0%	1,7%	3,0%
ZCh Puławy*	175,5	5,1	4,8	4,3	0,8	0,7	0,7	12,3	11,1	10,4	16%	15%	16%	4,9%	4,9%	6,0%
Acron	3450,0	7,2	7,1	6,8	2,4	2,4	2,3	5,3	7,3	7,7	33%	34%	33%	8,7%	8,7%	8,6%
Agrium	108,0	11,8	11,3	10,0	1,5	1,5	1,4	25,2	22,1	18,1	13%	13%	14%	3,2%	3,3%	3,3%
CF Industries	35,9	18,8	17,2	12,4	4,1	4,0	3,7	-	-	100+	22%	23%	30%	3,3%	3,3%	3,3%
Israel Chemicals	15,8	22,6	8,5	7,6	1,7	1,7	1,6	-	13,4	11,0	8%	20%	21%	3,8%	3,8%	4,0%
K+S	22,0	11,0	10,5	7,6	2,0	1,8	1,6	24,2	24,2	14,0	18%	17%	21%	1,4%	1,8%	2,9%
Phosagro	2351,0	5,7	6,8	6,2	2,2	2,3	2,1	5,1	11,1	10,3	39%	34%	34%	6,6%	4,6%	5,2%
Potash	19,3	16,2	14,3	12,7	5,3	5,2	5,0	49,5	30,7	28,4	33%	36%	39%	3,6%	2,1%	2,1%
The Mosaic Company	21,3	10,4	10,4	8,3	1,5	1,5	1,4	25,0	28,3	20,0	14%	14%	17%	5,2%	3,4%	2,8%
Uralkali	145,0	10,8	9,5	9,8	5,6	4,9	5,0	2,0	6,4	5,7	52%	51%	51%	-	-	-
Yara International	364,3	7,8	9,5	7,6	1,2	1,2	1,2	15,7	22,7	16,2	16%	13%	15%	2,7%	2,5%	3,0%
Mediana		10,4	9,5	7,6	1,7	1,7	1,6	18,3	14,5	12,5	16%	17%	21%	3,5%	3,3%	3,1%

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-09-25)

	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																
Synthos	5,0	12,0	10,4	10,2	1,7	1,3	1,3	25,7	13,1	16,0	14%	13%	13%	10,6%	10,0%	1,9%
Apar Industries	764,0	8,2	6,9	6,8	0,6	0,6	0,5	23,5	16,4	15,8	7%	9%	8%	1,3%	1,1%	1,2%
Asahi Kasei	1371,5	8,0	8,5	7,7	1,1	1,2	1,1	20,9	18,1	15,6	14%	14%	14%	1,5%	1,5%	1,8%
BASF	88,6	9,1	8,3	8,1	1,7	1,5	1,5	20,1	15,2	14,9	19%	19%	19%	3,4%	3,5%	3,7%
Grand Pacific Petro	23,0	5,3	5,2	4,2	1,0	0,9	0,9	8,7	8,5	8,4	20%	18%	22%	4,3%	4,6%	4,7%
Kumho Petrochem	71700,0	10,7	8,9	7,8	1,0	0,8	0,7	27,4	12,6	10,9	9%	9%	10%	1,1%	1,4%	1,5%
Lanxess	65,9	10,3	7,6	8,2	1,3	1,0	1,2	31,4	17,0	14,9	12%	13%	15%	1,1%	1,3%	1,5%
Trinseo	67,5	6,4	6,7	6,0	1,0	0,9	0,9	9,9	10,0	8,3	16%	13%	14%	1,3%	2,0%	2,2%
TSRC Corp	31,7	12,0	12,9	9,4	1,3	1,1	1,0	26,4	25,2	13,6	11%	8%	11%	3,2%	3,7%	5,8%
Ube Industries	321,0	7,0	7,7	6,9	0,8	0,9	0,8	17,8	16,6	12,4	12%	11%	11%	1,6%	1,9%	1,9%
ZEON Corp	1393,0	7,0	7,0	6,2	1,2	1,3	1,2	17,4	14,9	12,7	17%	18%	19%	1,1%	1,2%	1,3%
Mediana		8,2	7,7	7,7	1,1	1,0	1,0	20,9	15,2	13,6	14%	13%	14%	1,5%	1,9%	1,9%

Wycena spółek spożywczych (2017-09-25)

	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 SPOŻYWCZE																
Astarta*	50,5	2,6	2,8	2,5	1,1	0,9	0,9	3,5	3,1	-	42%	33%	37%	-	-	-
IMC*	10,7	3,2	3,5	3,4	1,5	1,4	1,5	3,9	2,7	-	48%	41%	43%	-	2,4%	-
Kemel	56,8	4,4	4,6	4,2	0,8	0,7	0,5	5,1	5,2	4,9	17%	16%	11%	1,7%	1,7%	4,0%
Ovostar*	109,9	7,9	8,6	7,2	2,4	2,1	1,8	7,6	-	-	31%	24%	25%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	107,0	10,6	8,4	7,3	0,8	0,8	0,7	18,5	14,3	12,0	8%	9%	10%	3,7%	3,9%	4,0%
Bunge Limited	71,5	9,2	10,8	8,3	0,4	0,3	0,3	14,1	18,6	12,7	4%	3%	4%	2,2%	2,4%	2,6%
Cosan	37,8	12,4	4,7	4,5	0,5	0,5	0,4	14,8	13,7	12,3	4%	10%	9%	6,7%	4,6%	4,6%
Delta Sugar	27,8	24,1	-	-	3,4	-	-	27,8	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	11,2	5,4	5,0	5,1	2,0	1,8	1,6	22,3	5,6	5,4	37%	36%	33%	6,8%	6,7%	6,9%
Nisshin Oillio	754,0	12,6	10,3	9,9	0,5	0,5	0,5	23,7	18,3	17,7	4%	5%	5%	1,3%	1,3%	1,5%
Suedzucker	18,3	10,1	7,1	6,6	0,8	0,8	0,7	34,6	15,2	14,4	8%	11%	11%	1,6%	2,4%	2,8%
Wilmar Int.	3,2	12,8	12,7	11,9	0,7	0,7	0,6	14,7	12,5	11,5	6%	5%	5%	2,0%	2,3%	2,9%
Mediana		9,7	7,1	6,6	0,8	0,8	0,7	14,8	13,1	12,2	11%	11%	11%	2,1%	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 obsługującego 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 Kliszczy

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 47 35
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

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@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