

wtorek, 14 listopada 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

Ceny energii na niemieckim rynku utrzymują się na poziomie 37 EUR/MWh, mimo nieznacznej korekty na uprawnieniach emisyjnych (7,4 EUR/t), co jest pochodną dobrego sentymentu na rynku węgla. W Polsce energia na rok 2018 została już praktycznie zakontraktowana, podobnie jak węgiel i ceny kontraktów na TGE wykazują niewielką zmienność wokół 174 PLN/MWh. Warto zwrócić uwagę, że ceny na rok 2019 oscylują wokół 178 PLN/MWh (oczywiście wolumen na razie nie jest wysoki 0,9 TWh za ostatni miesiąc, czyli 6% więcej r/r), tak więc elektrownie zakładają dalsze wzrosty cen węgla na lokalnym rynku.

Rynek paliwowy

Ceny ropy Brent zatrzymały się na poziomie 63-64 USD/Bbl, co wsparło trochę marże rafinerijne, przede wszystkim na benzynie i benchmark kalkulowany dla Orlenu oscylował w przedziale 6-7 USD/Bbl. Dyferencjał pozostał na niskim poziomie 0,9 USD/Bbl. Nadal dużym zagrożeniem dla rentowności w kolejnych miesiącach są informacje napływające z Chin, dotyczące rekordowego przerobu tamtejszych rafinerii i podwyższenia cen detalicznych paliw od listopada, która dodatkowo poprawia ekonomię tamtejszych zakładów przerobowych. W petrochemii po ostatnim spadku marże utrzymały się na niższych poziomach. Warto odnotować wzrosty cen gazu w Europie na kontraktach rocznych, a ich kontynuacja będzie sprzyjać PGN, a obciąża rentowność w rafineriach.

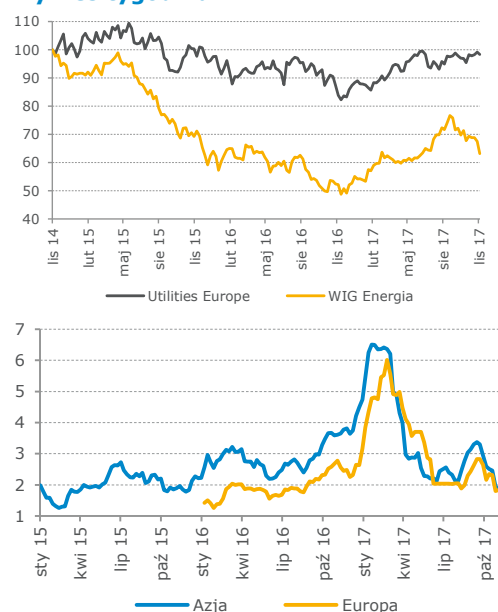
Rynek metali

W ubiegłym tygodniu liczba pozycji spekulacyjnych na rynku miedzi spadała drugi tydzień z rzędu (w ostatnim tygodniu z 48 tys. sztuk do 43 tys. sztuk). Drugi tydzień z rzędu mocno rosły zapasy na giełdzie SHP (+14,3% t/t), natomiast spadały na LME (-5,2% t/t). Cenom miedzi mogą w najbliższym czasie ciążyć słabsze dane z chińskiej gospodarki (nieco gorsze dane o produkcji przemysłowej, spowolnienie w PMI, słabsze odczyty z rynku nieruchomości).

Rynek agro

Ceny nawozów na rynkach światowych wyraźnie odreagowały we wrześniu (szczególnie Azotowych). Niestety ceny na rynku krajowym według IERGiŻ lekko spadały od wakacji. Wzrost cen na rynkach zagranicznych zmniejszył nieco presję importu. Grupy Azoty w 4Q'17 sprzyjają dalsze wzrosty cen melaminy oraz bieli tytanowej w październiku, natomiast niekorzystnie wpływa spadek relacji kaprolaktam-benzen i kaprolaktam-fenol. Jeśli w pozostałych miesiącach 4Q'17 ceny utrzymały się na zbliżonych poziomach co w październiku, to przychody Grupy Azoty w 4Q'17 mogłyby sięgnąć 2755 mln PLN (+19% r/r); EBITDA 324 mln PLN (+90% r/r). To implikowałoby całoroczny wynik EBITDA na poziomie 1294 mln PLN (konsensus całoroczny 1229 mln PLN).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

WIG Energia mocno w dół na tle MSCI

WIG-Energia odchylił się w ostatnim miesiącu od indeksu MSCI Europe Utilities o ponad 13 punktów procentowych. Oczywiście głównym źródłem spadków notowań polskich spółek energetycznych było porozumienie w sprawie reformy ETS, ale warto zwrócić uwagę na fakt, że od tych negocjacji ceny CO₂ nieco spadły, a sentyment na rynku węgla pozostaje bardzo mocny, co może stanowić argument do odbicia WIG-ENE.

Relacja cen butadienu do ropy naftowej

Cenom butadienu w ostatnim czasie ciąży słabe zachowanie cen kauczuków naturalnych i syntetycznych. Szczególnie ceny butadienu wypadają słabo na tle cen ropy naftowej, które w ostatnim czasie rosły. Spadek relacji cen butadienu do ropy naftowej to negatywna informacja dla Synthos. W takim otoczeniu polski producent kauczuków nie korzysta ze swojej pionowej integracji.

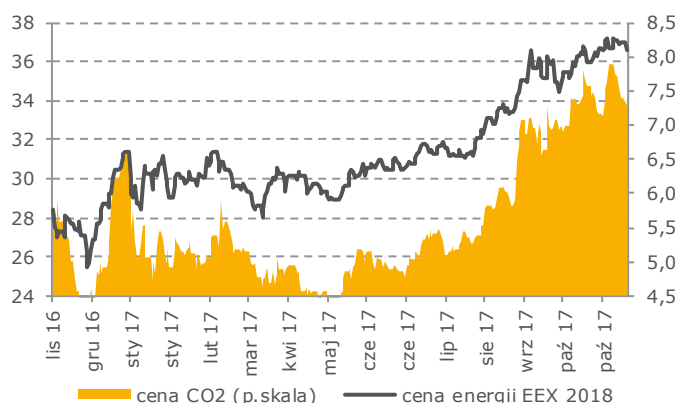
Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Tupras	-11,4%	+93%
Enea	-10,7%	+29%
PGE	-8,1%	+15%
Tauron	-6,6%	+9%
PGNiG	-6,1%	+13%
Energia	-5,4%	+30%
Kernel	-4,3%	-26%
Boryszew	-2,9%	+20%
LW Bogdanka	-2,8%	+1%
Synthos	-2,5%	+15%
Kęty	-2,4%	+6%
ZA Puławy	-2,2%	+6%
KGHM	-2,2%	+33%
Lotos	-2,1%	+73%
Grupa Azoty	-2,0%	+13%
PKN Orlen	-1,8%	+49%
IMC	-1,7%	+52%
MOL	-1,1%	+27%
Orzeł Biały	-1,1%	+39%
JSW	-0,3%	+45%
Unipetrol	+0,0%	+113%
Impexmetal	+0,2%	+34%
Astarta	+0,4%	-6%
CEZ	+0,7%	+22%
ZCh Police	+1,9%	-4%
OMV	+2,5%	+62%
ZE PAK	+4,4%	+10%
Tarczyński	+12,6%	-7%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-2,2%	+22%
Chemia	-2,4%	+10%
Energia	-7,1%	+16%
Paliwa	-2,6%	+41%
Spożywczy	-2,3%	-15%
Surowce	-1,7%	+34%
Ukraina	-2,3%	-7%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-2,4%	+25%
Oil & Gas E&P	-2,0%	-6%
Refining EU	-2,1%	+80%
Refining US	-1,4%	+19%
Agri & Food	-0,4%	+17%
Kauczuki	-1,9%	+16%
Nawozy	-1,3%	+4%
Chemicals EU	-2,2%	+31%
Industrials EU	-4,0%	+15%
Petchem World	-0,4%	+33%
Utilities EU	-2,6%	+14%
Utilities US	+2,1%	+17%

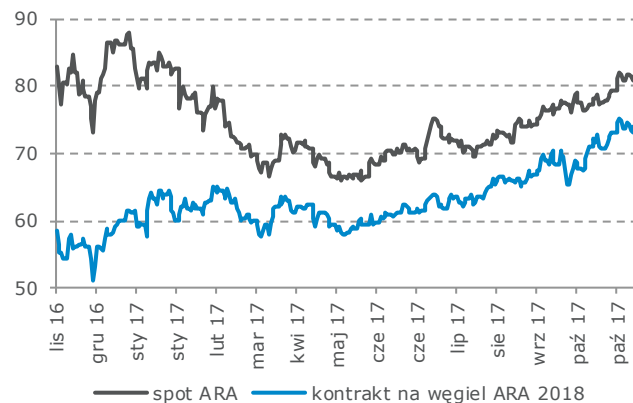


Energetyka

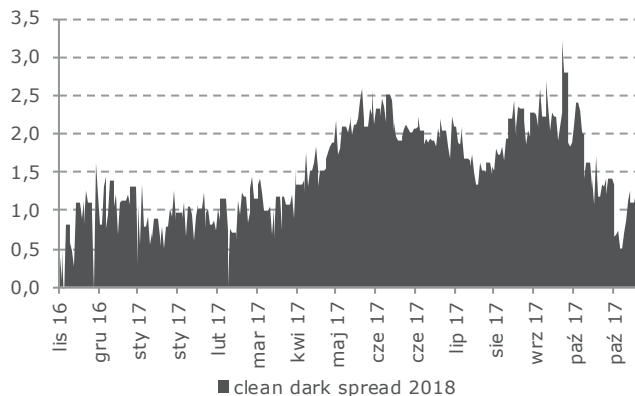
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



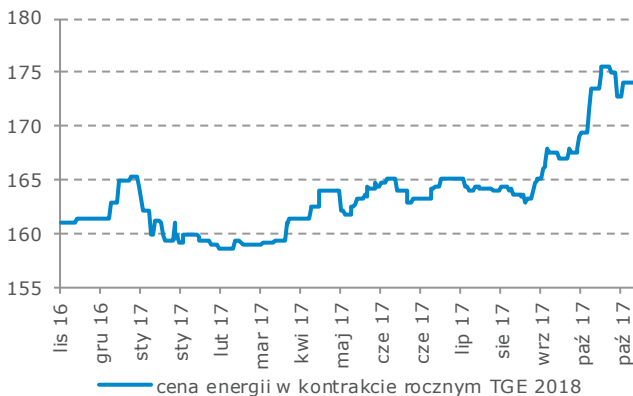
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



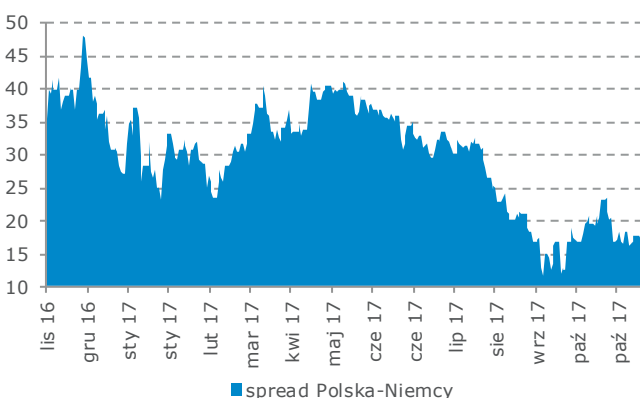
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



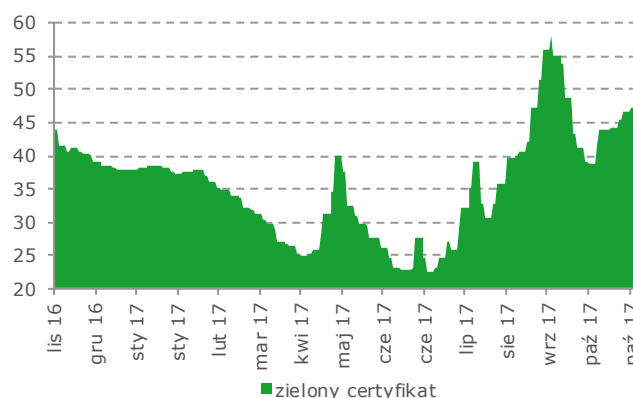
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



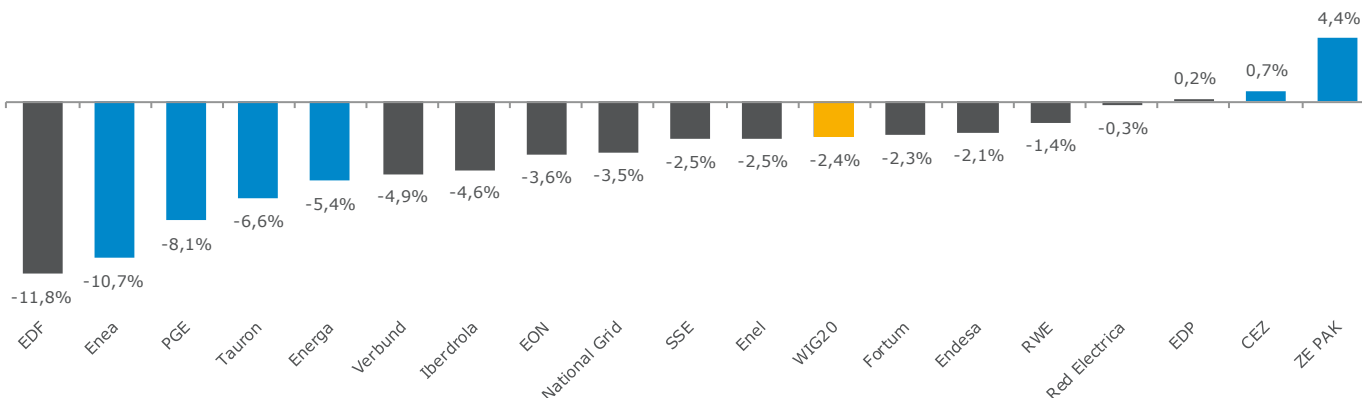
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



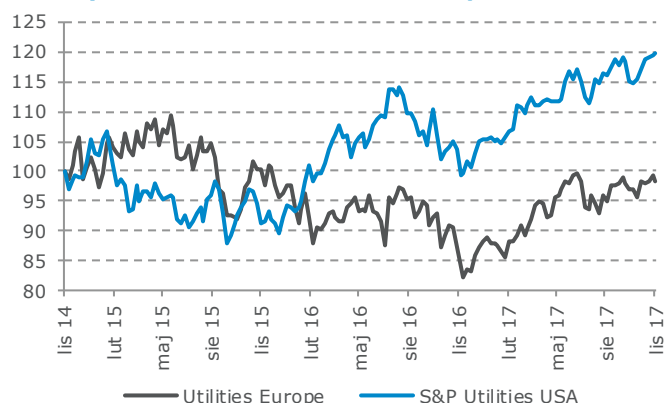
Tygodniowy performance spółek energetycznych



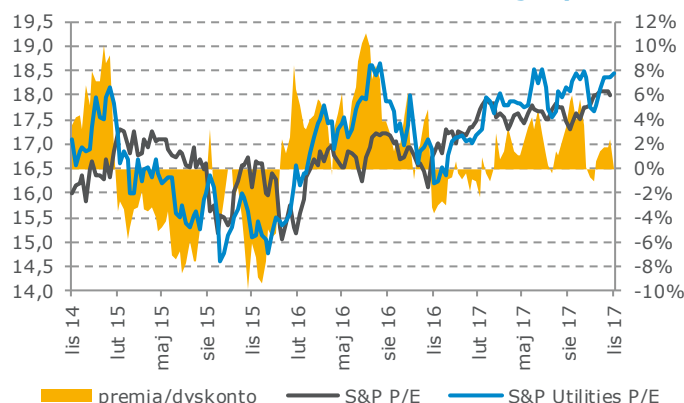
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

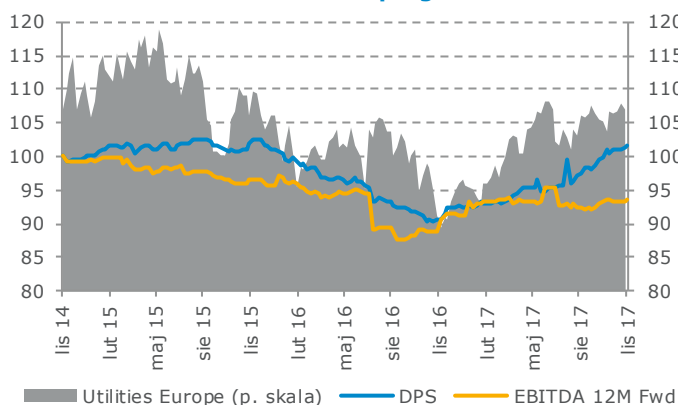
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



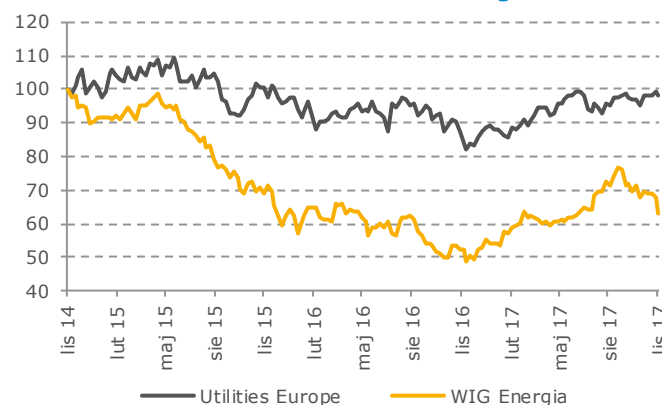
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



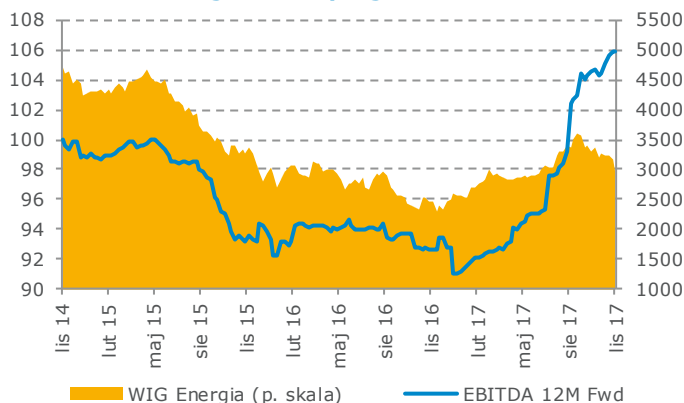
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



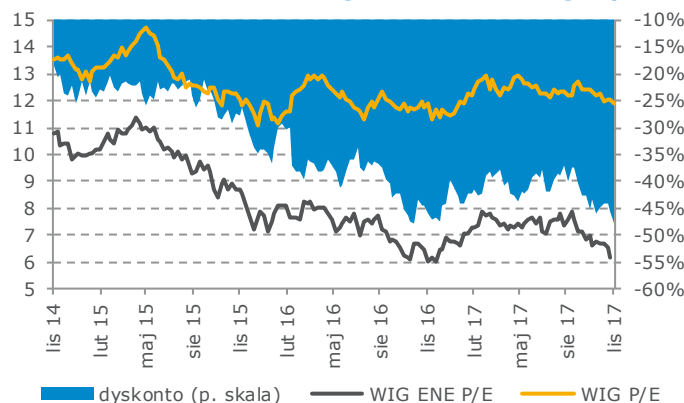
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



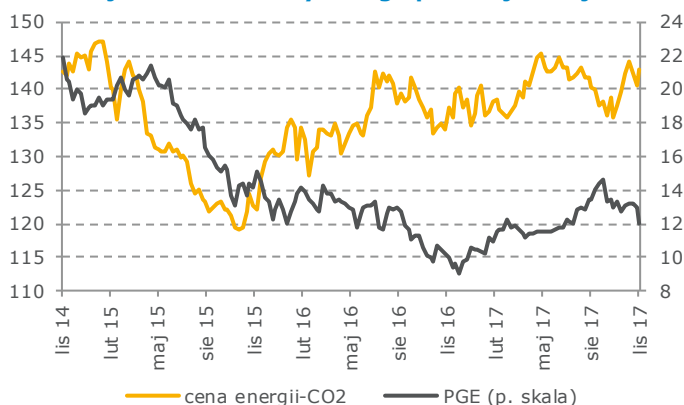
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



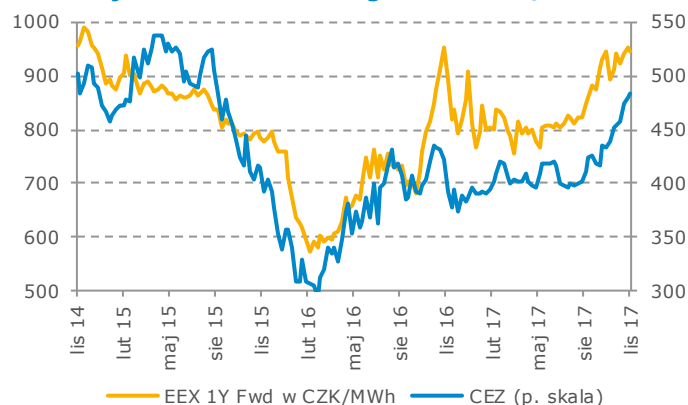
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



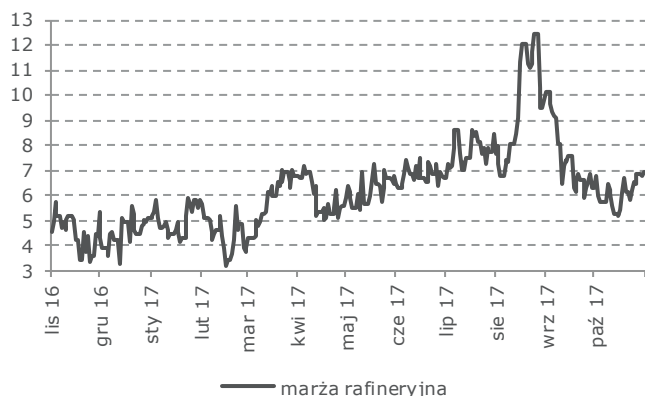
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



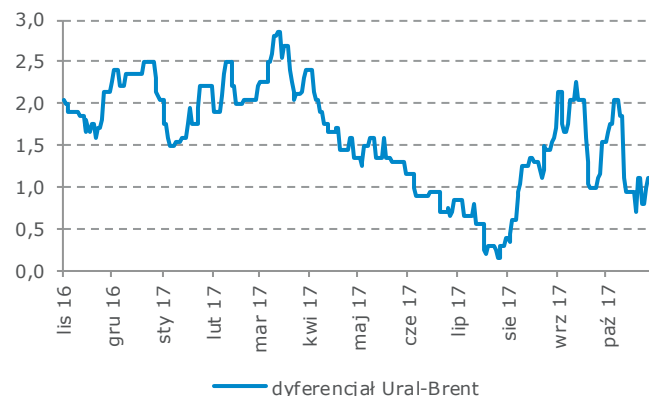
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

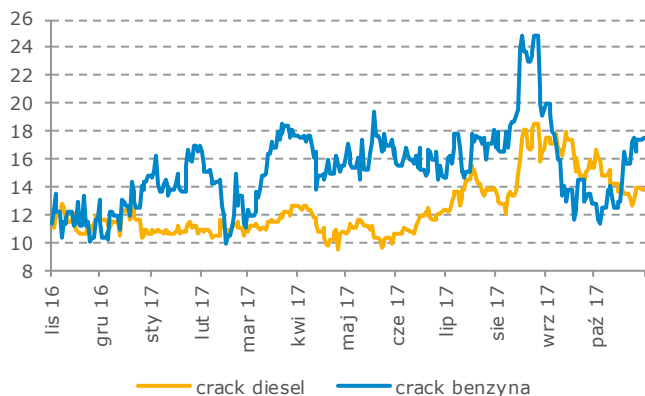
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



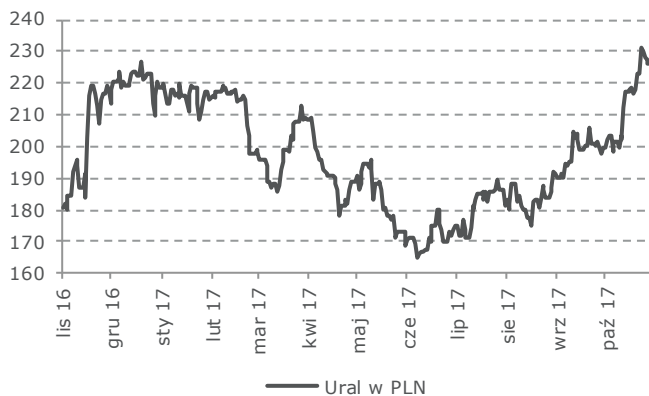
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



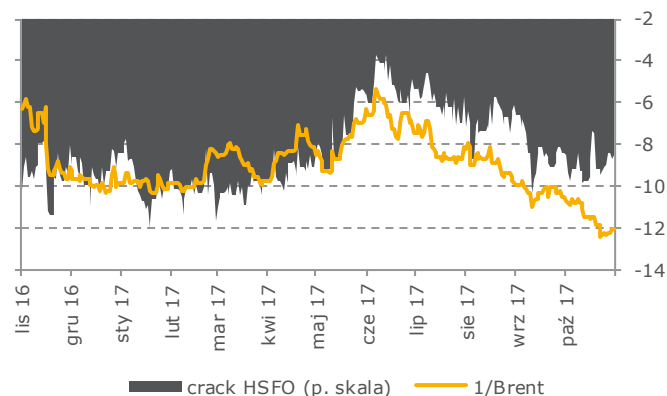
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



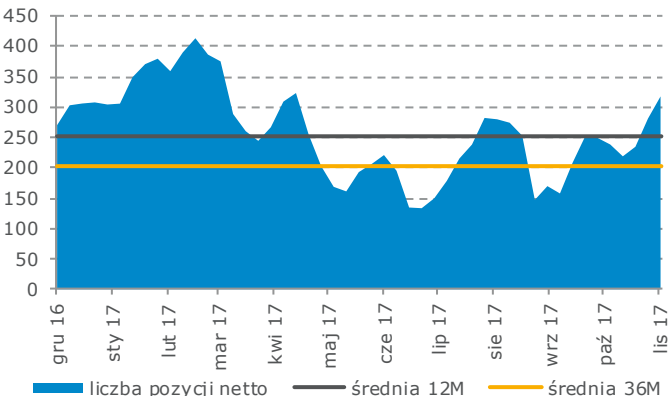
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



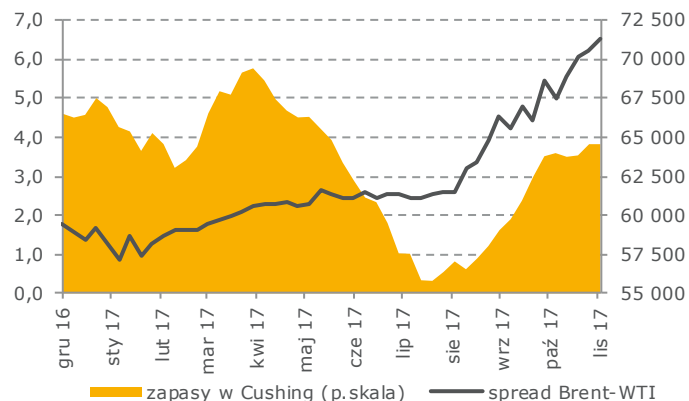
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



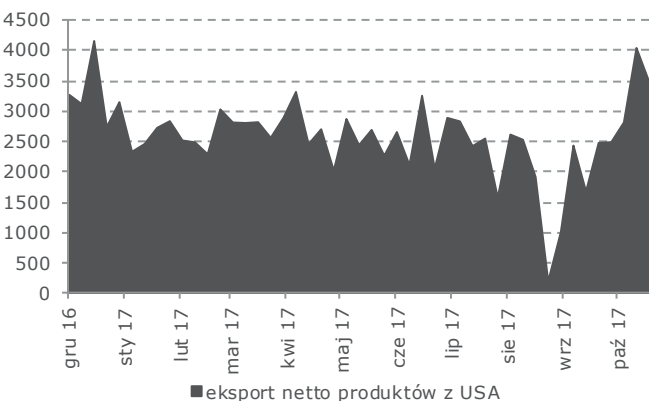
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



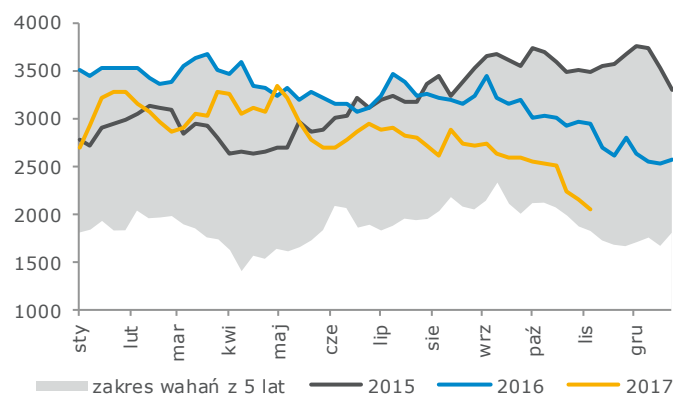
Eksport netto paliw z USA



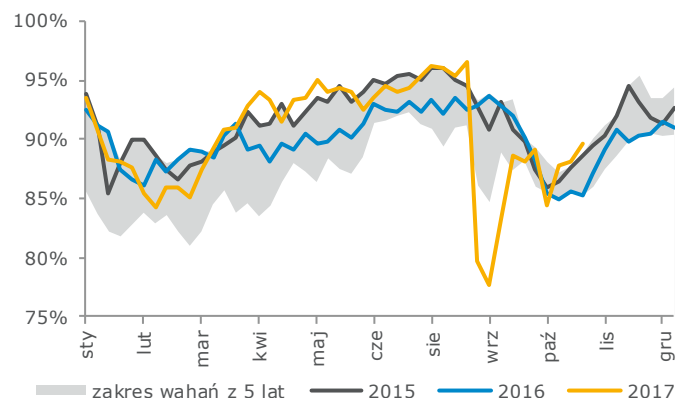
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

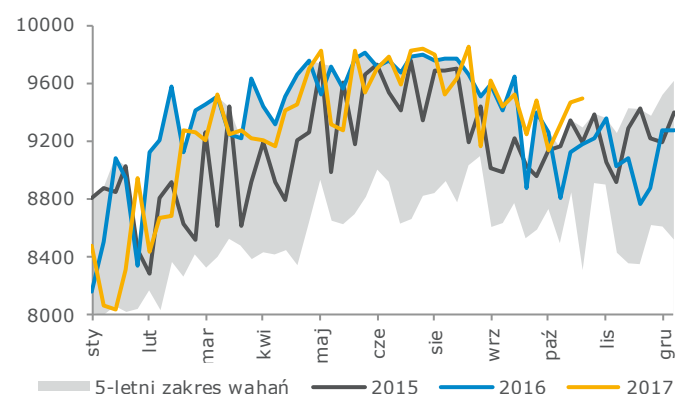
Zapasy diesla w portach ARA



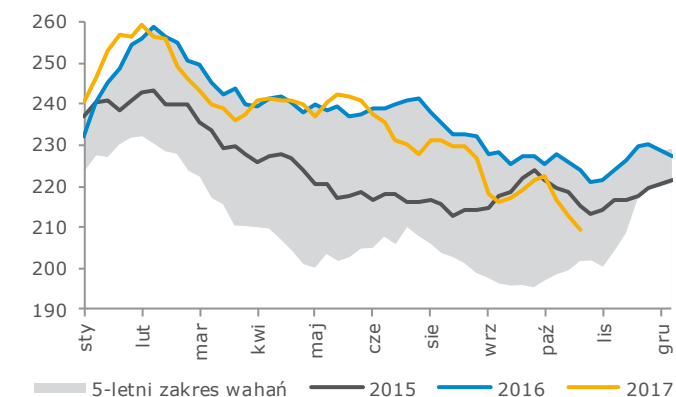
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



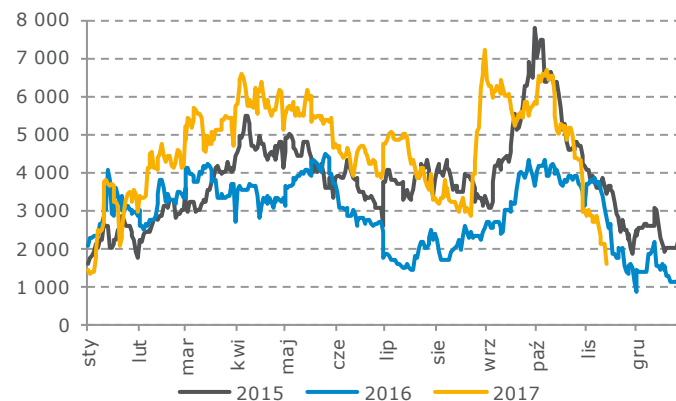
Popyt na benzynę w USA



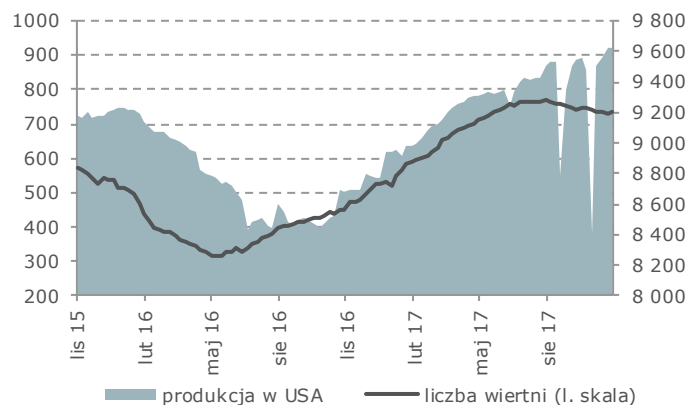
Zapasy benzyny w USA



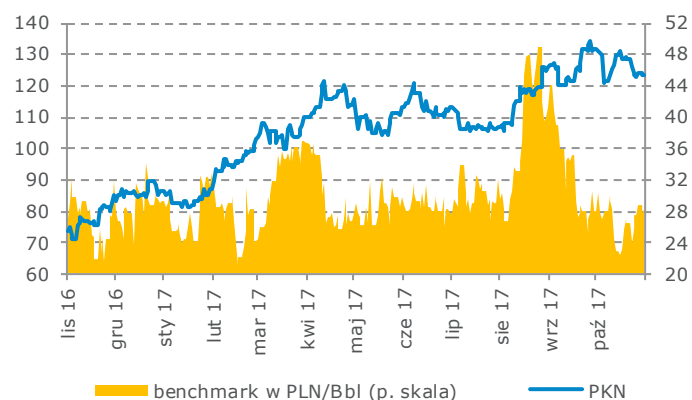
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



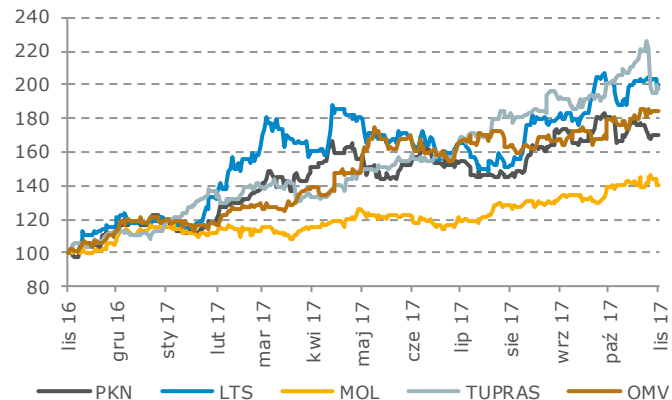
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



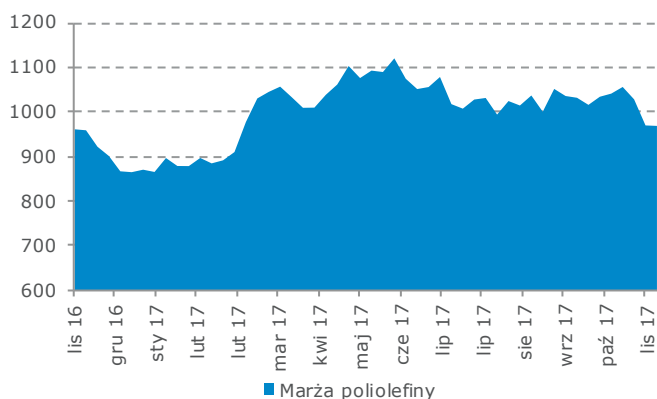
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



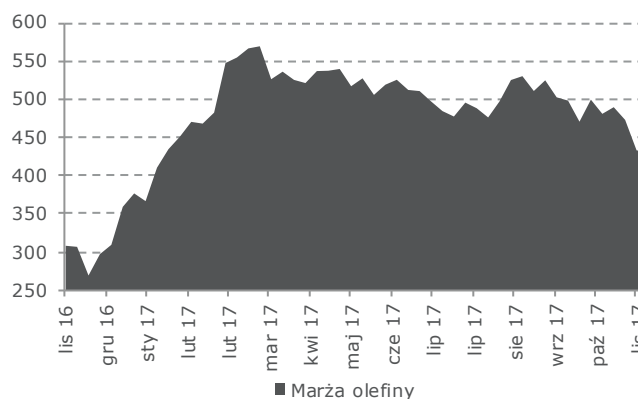
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

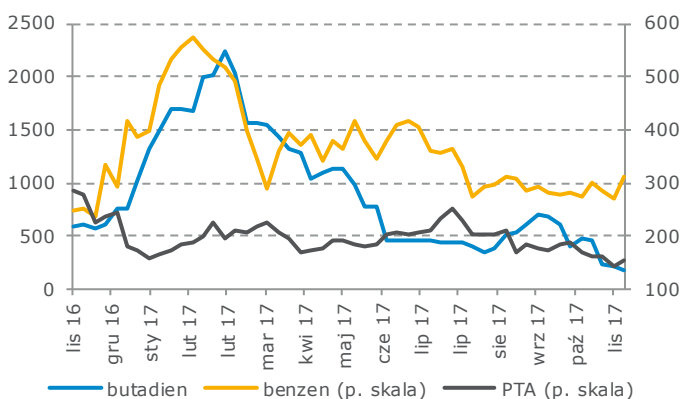
Marża petrochemiczna poliolefiny



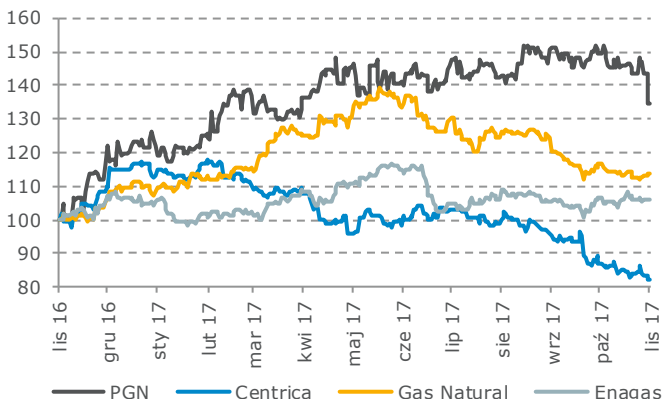
Marża petrochemiczna olefiny



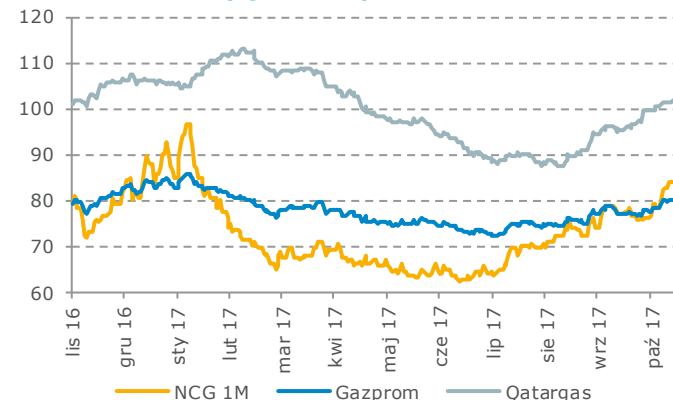
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



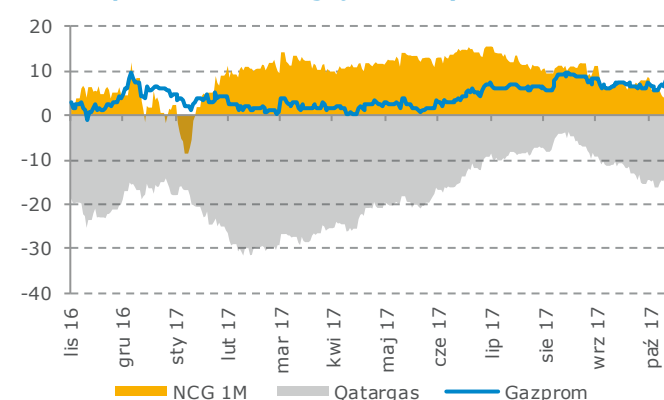
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



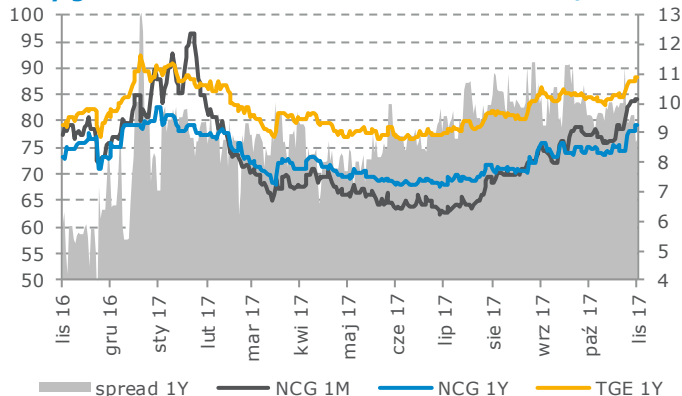
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



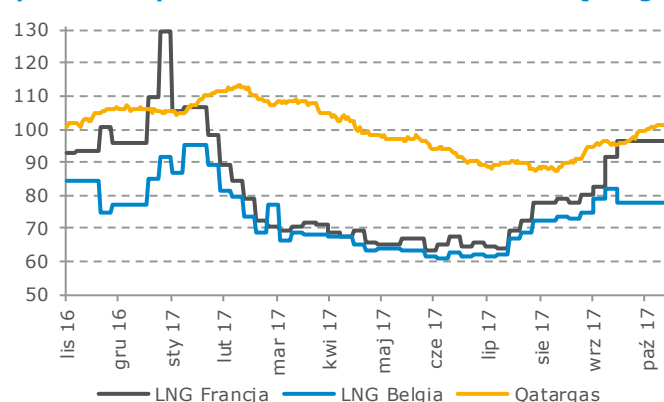
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



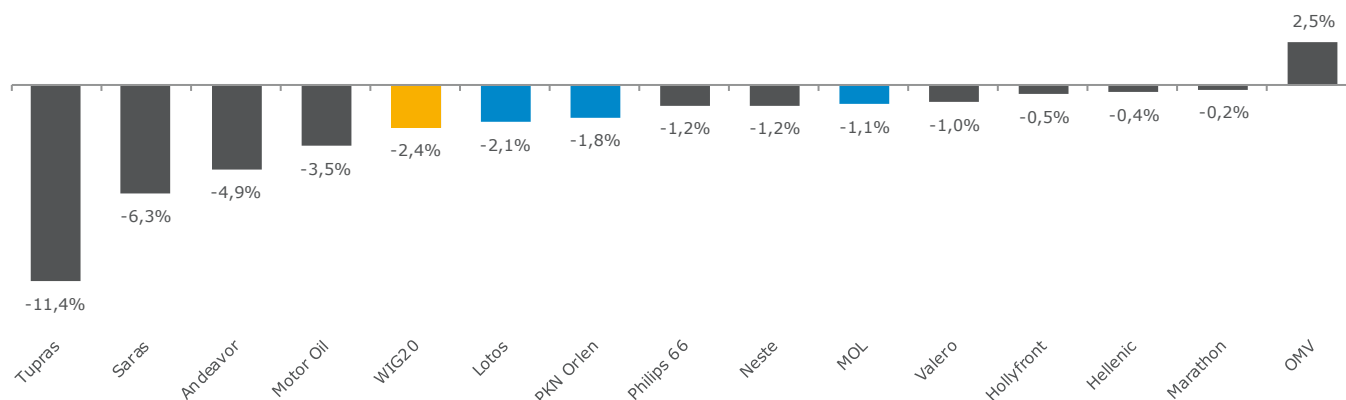
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



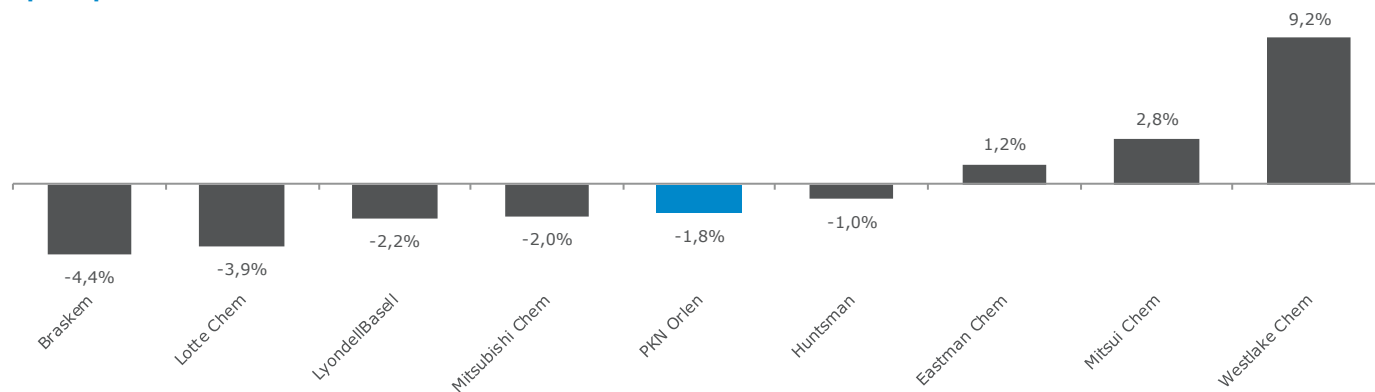
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

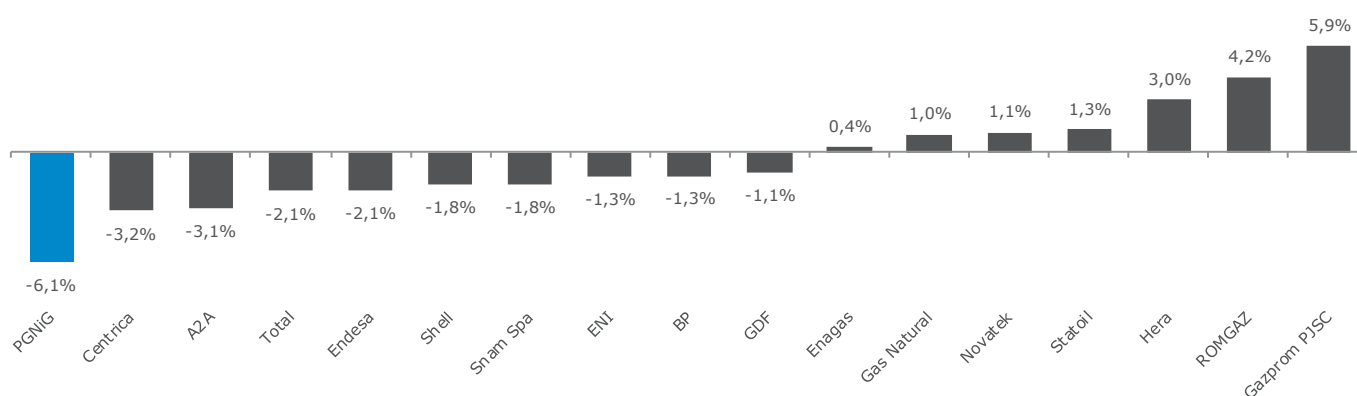
Spółki rafineryjne



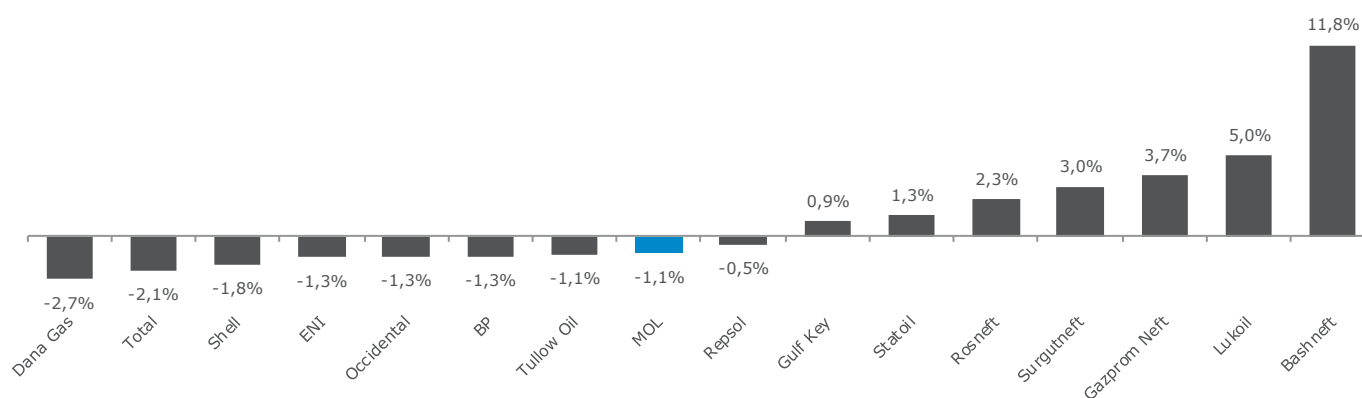
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



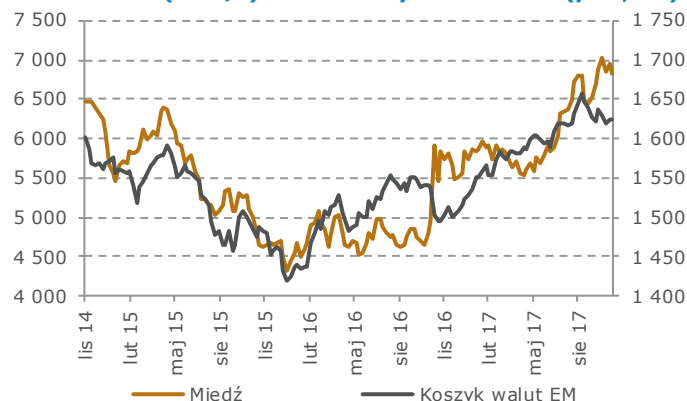
Spółki wydobywcze



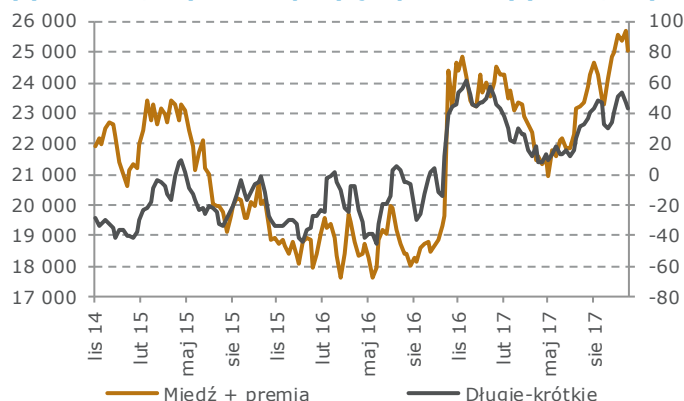
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

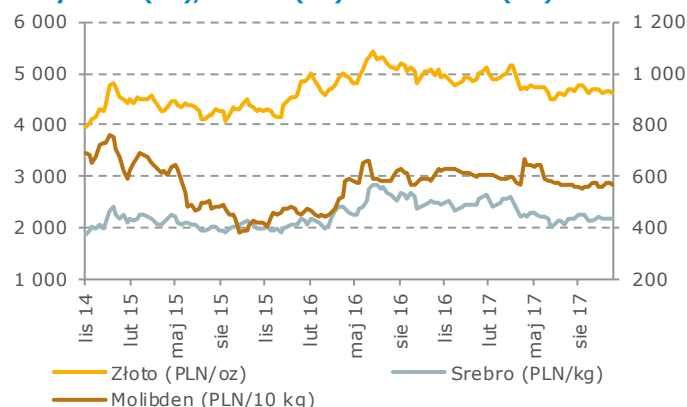
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



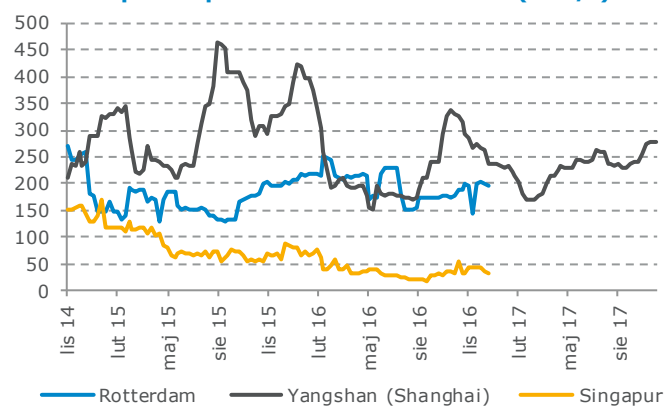
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



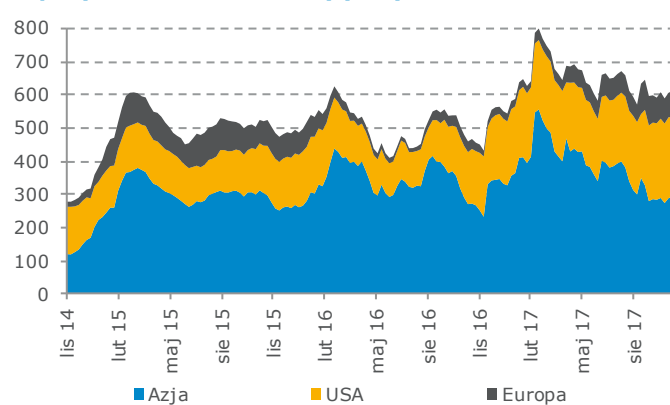
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



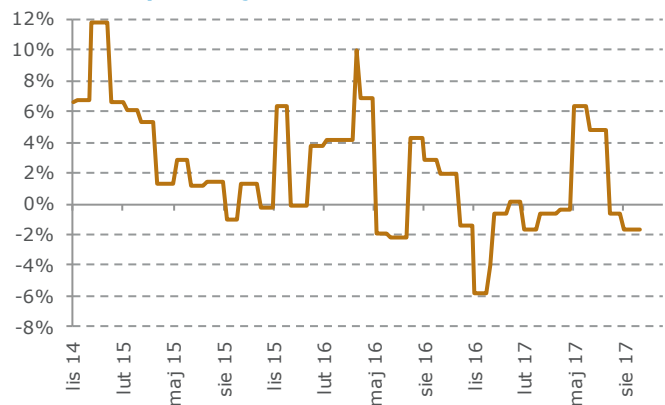
Wartości premii produkcyjnych dla miedzi (PLN/t)



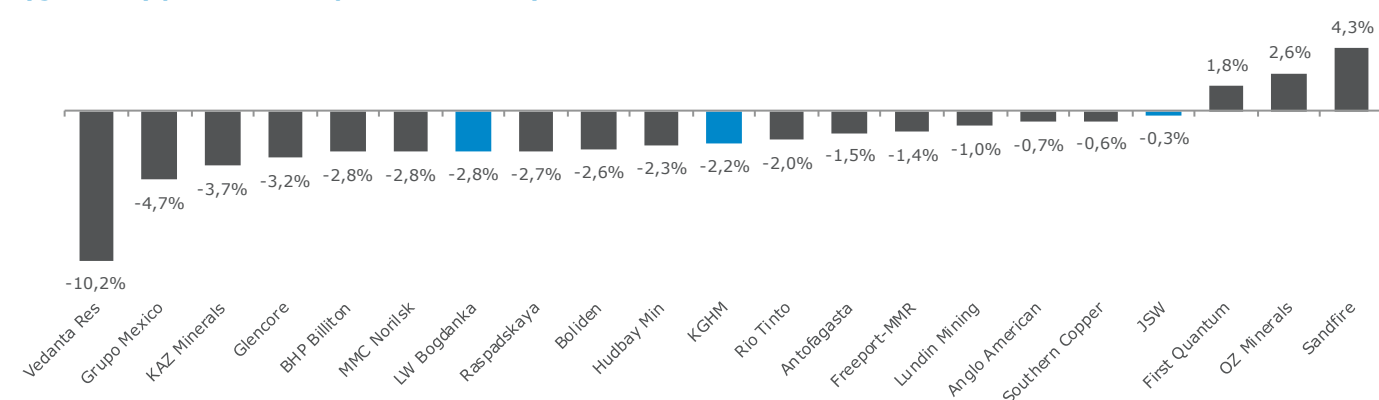
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



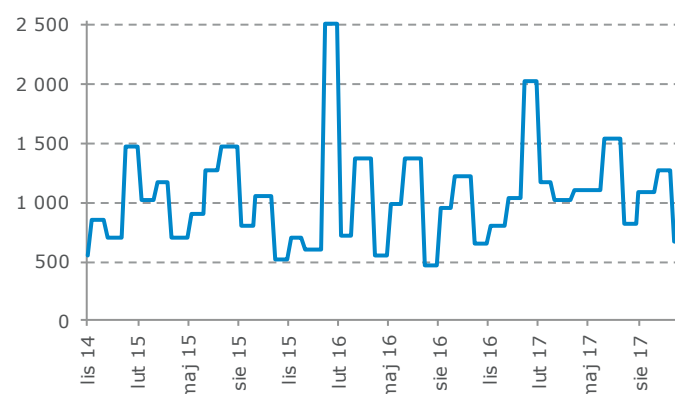
Tygodniowy performance spółek surowcowych



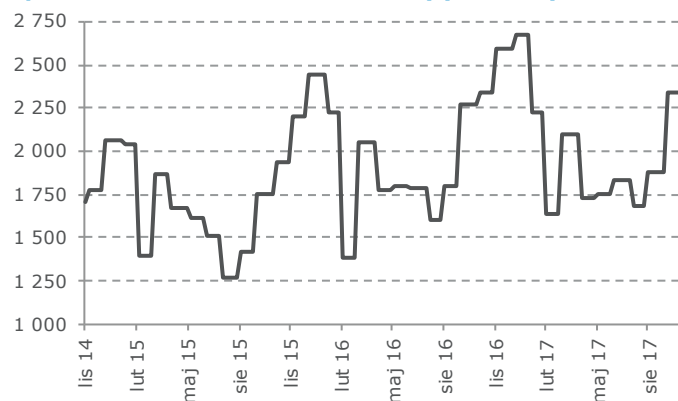
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

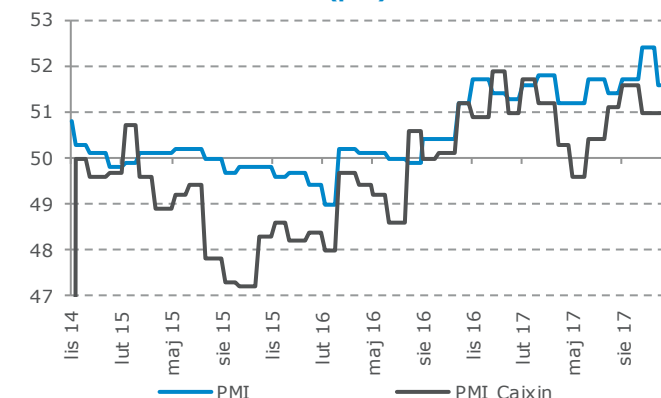
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



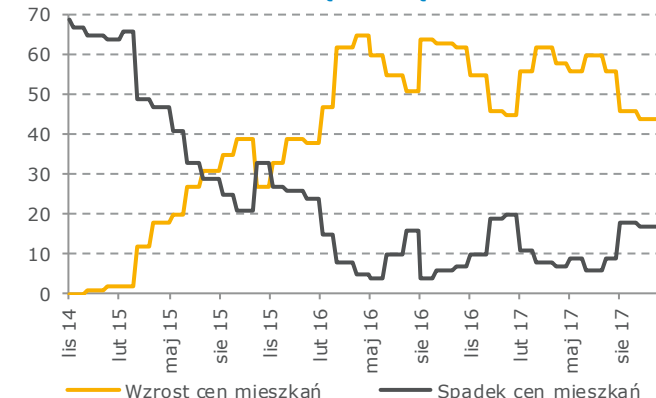
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



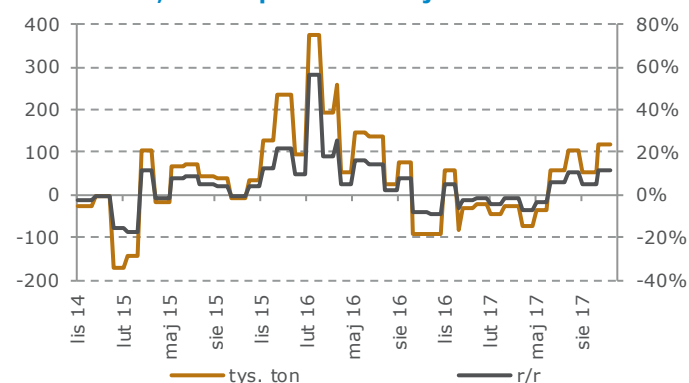
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



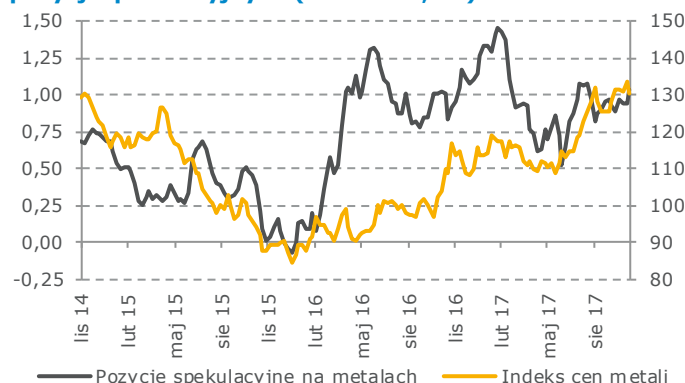
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



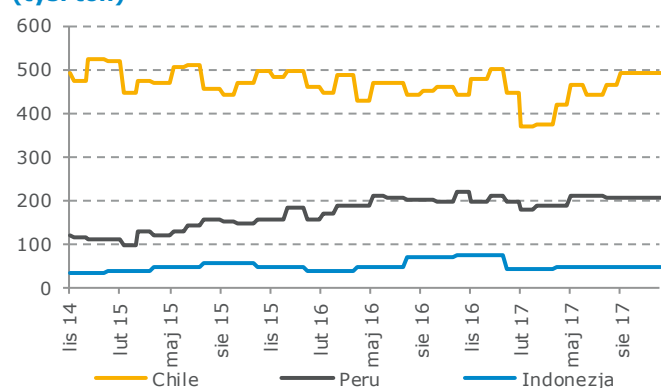
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



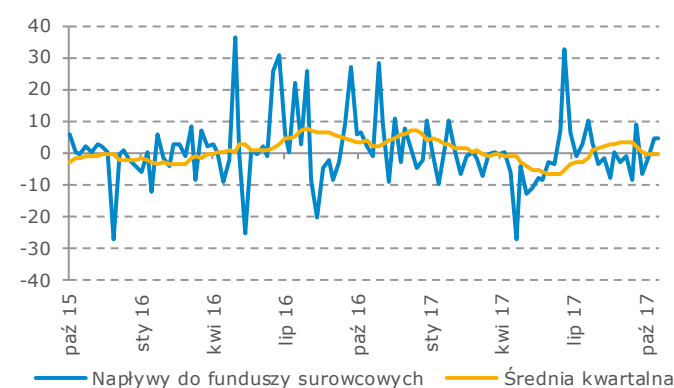
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



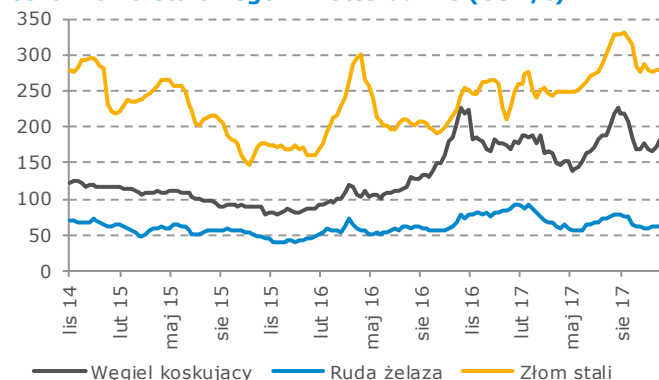
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



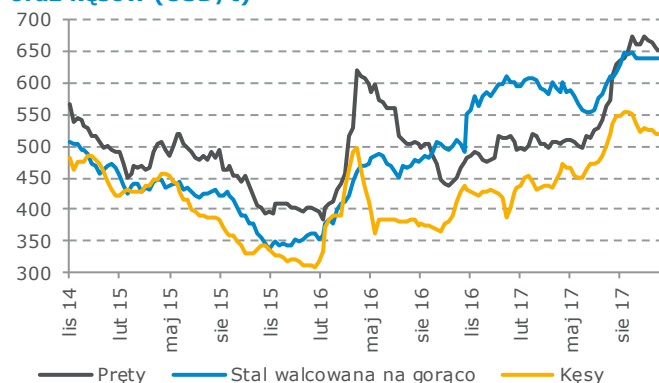
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

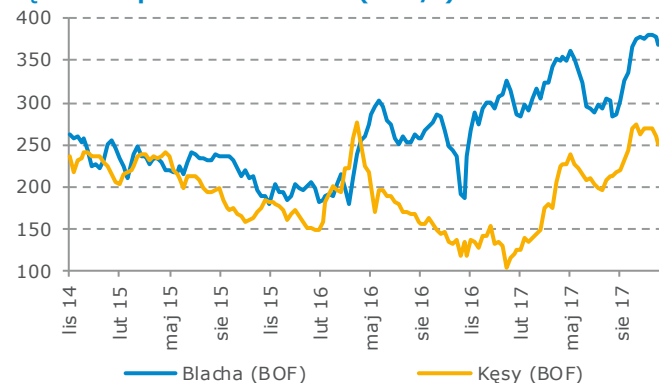
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



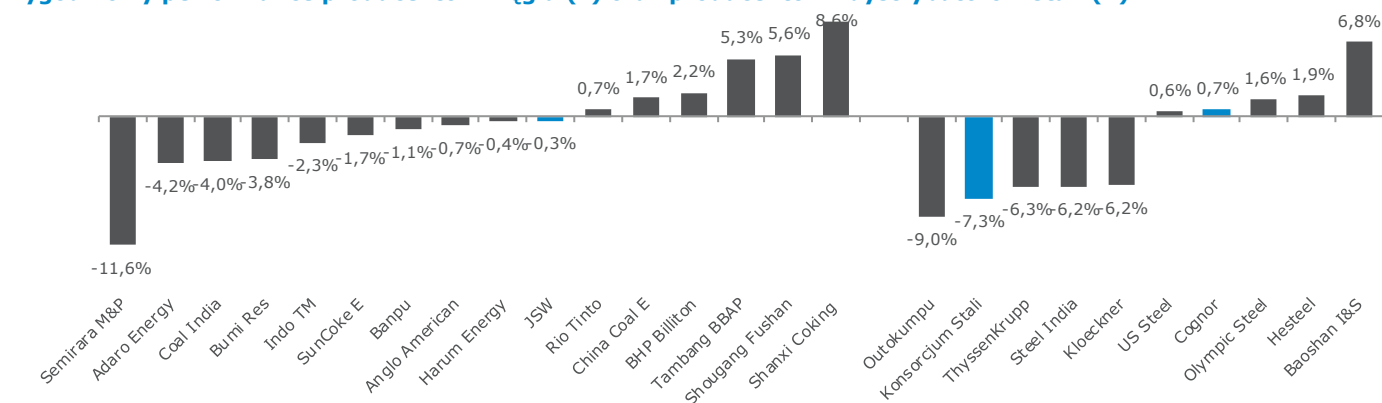
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



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

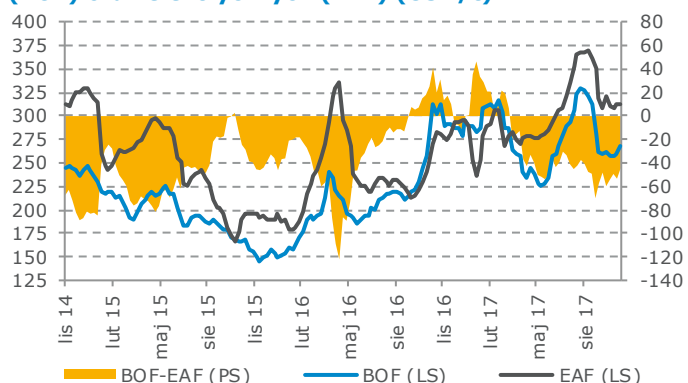


Tygodniowy performance producentów węgla (L) oraz producentów i dystrybutorów stali (P)

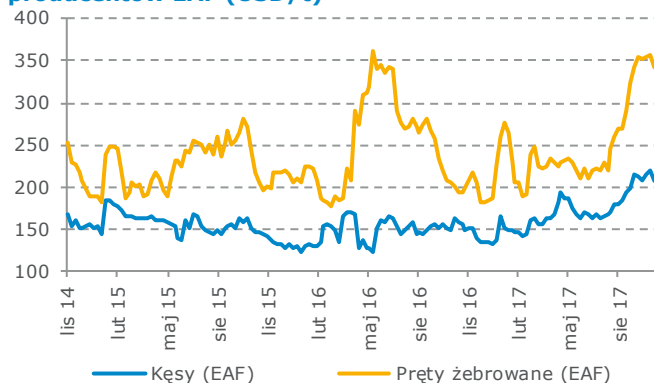


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

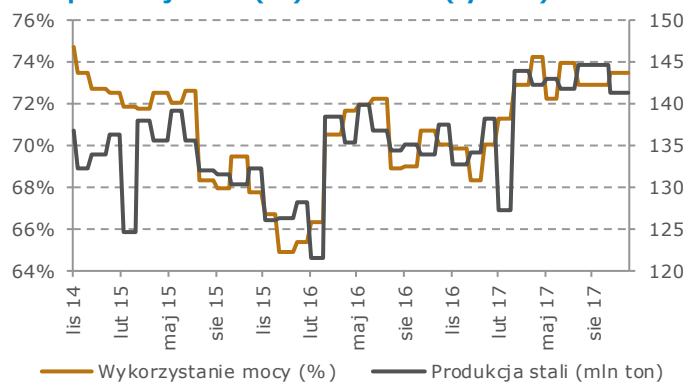
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



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

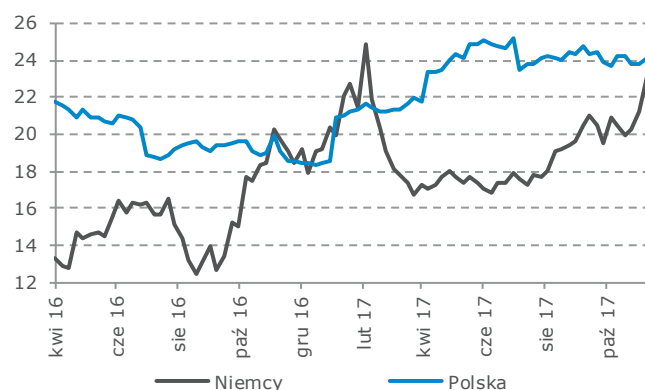


Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)

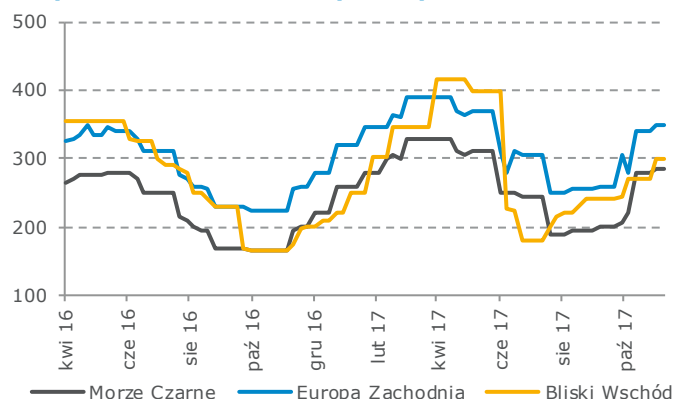


Nawozy

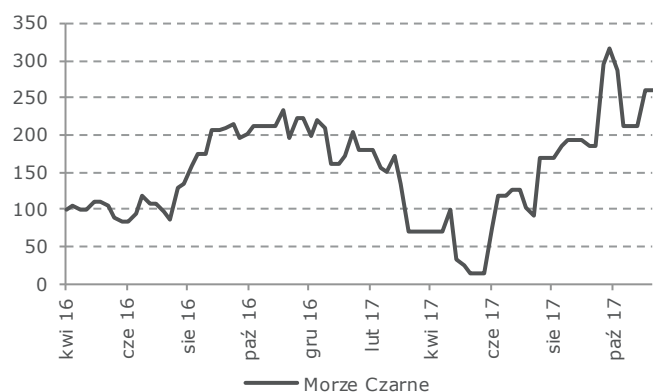
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



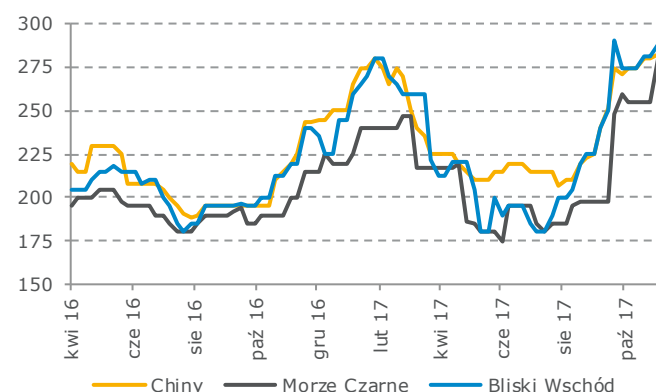
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



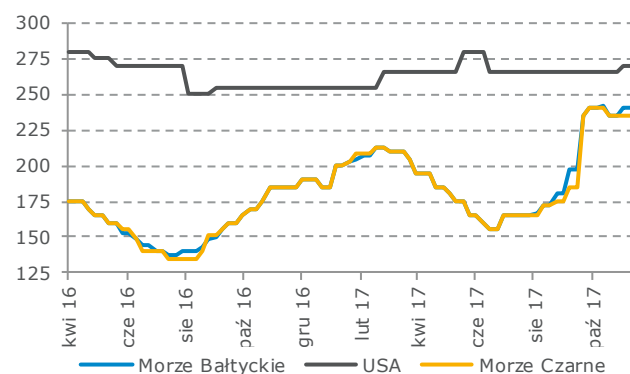
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



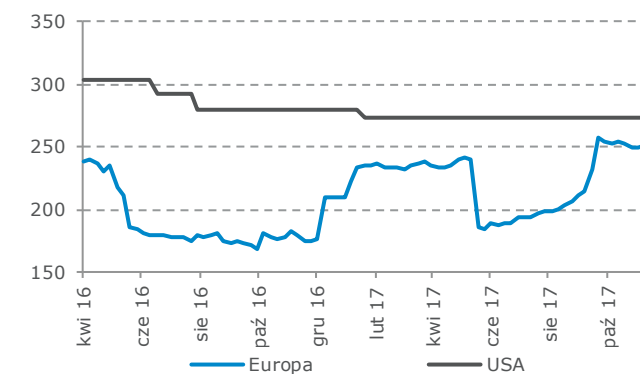
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



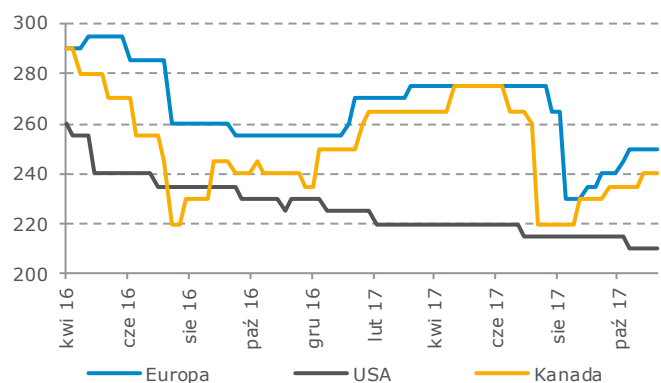
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



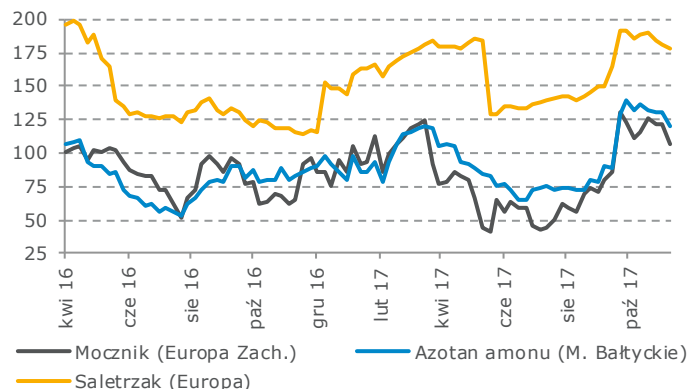
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



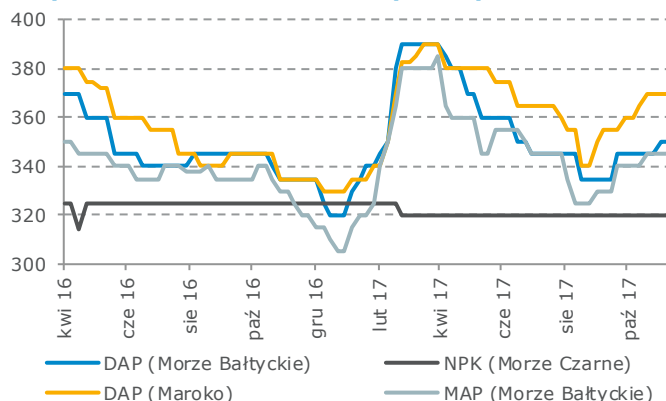
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



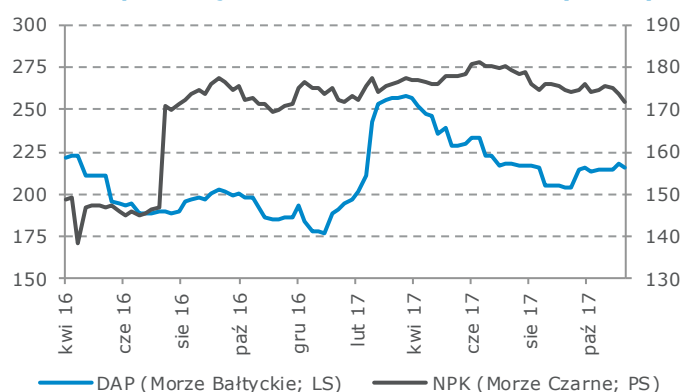
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

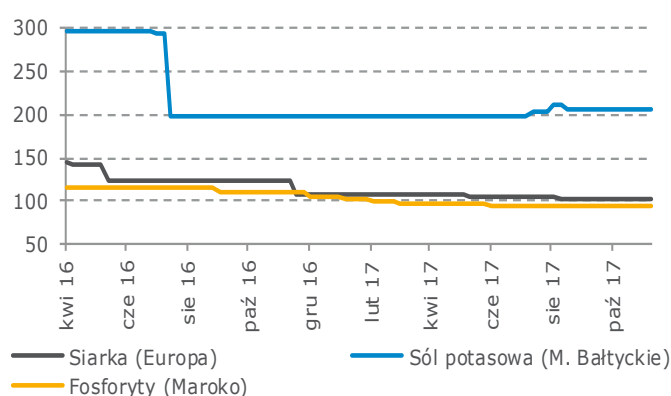
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



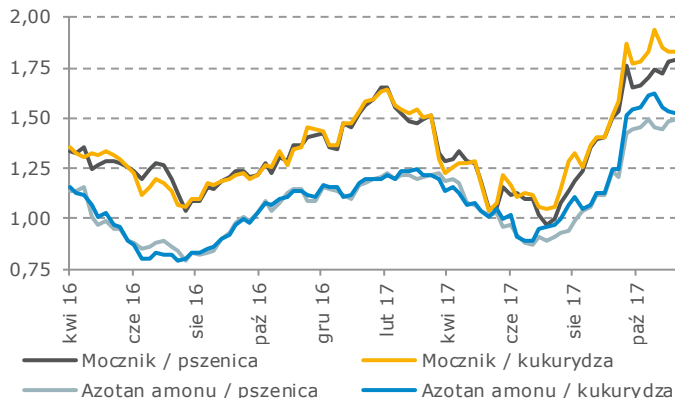
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



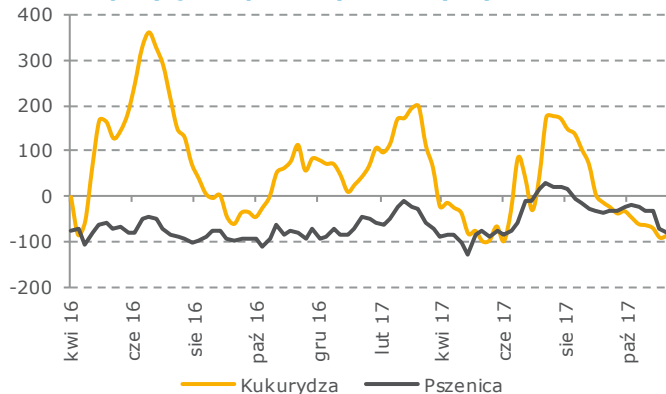
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



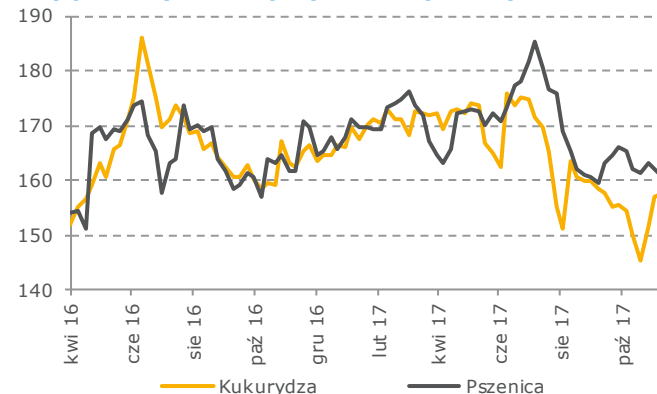
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



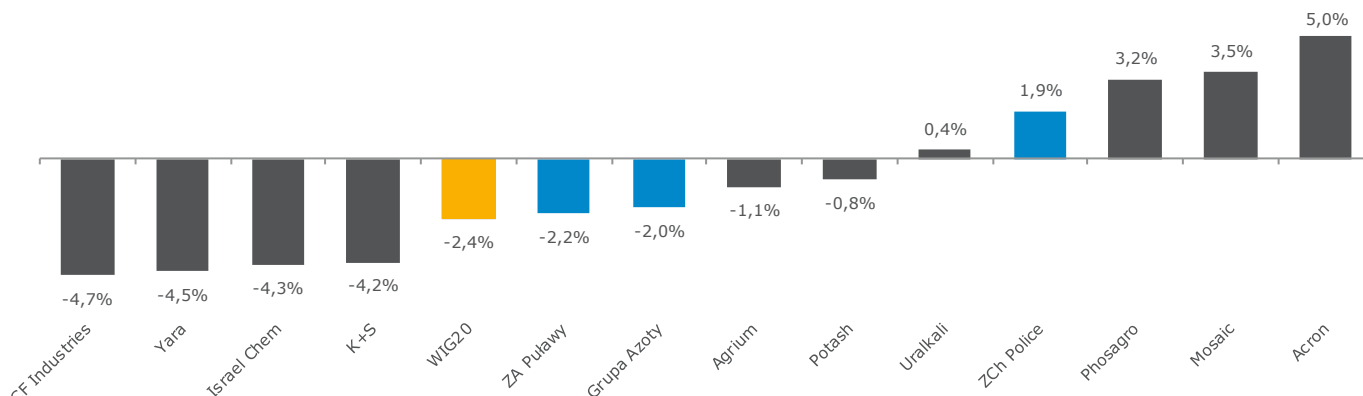
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



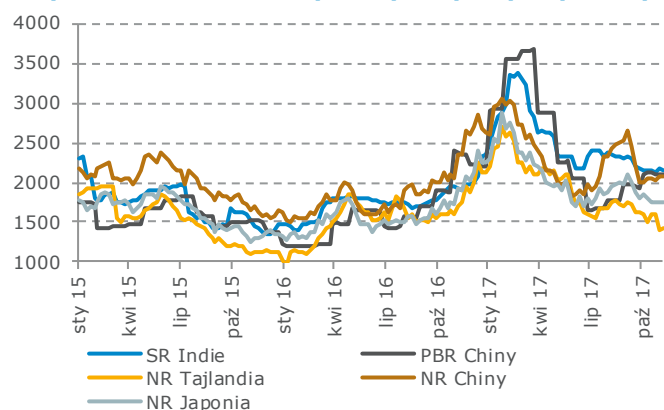
Tygodniowy performance producentów nawozów



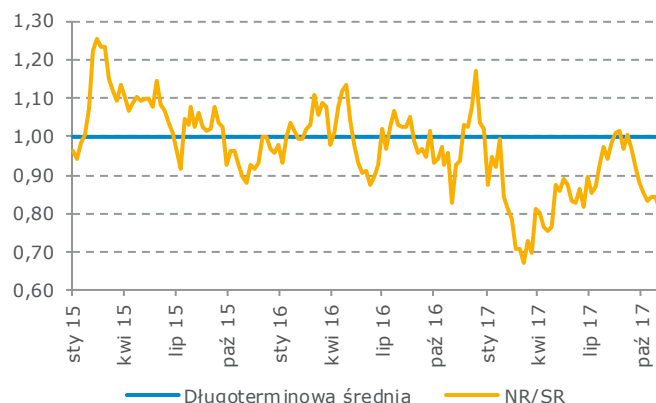
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

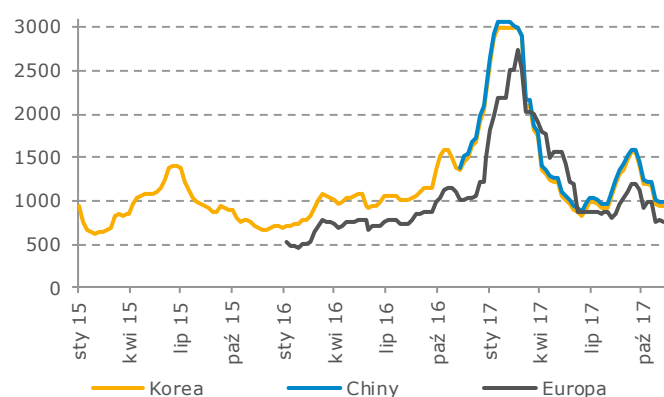
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



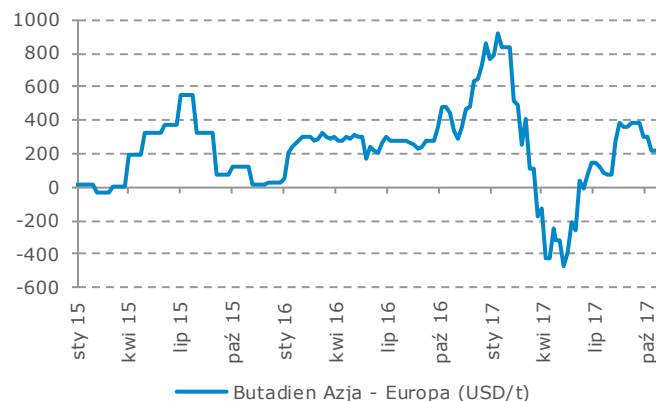
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



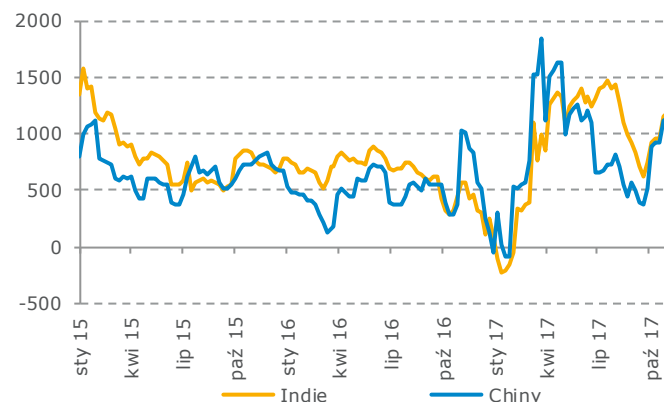
Ceny butadienu (USD/t)



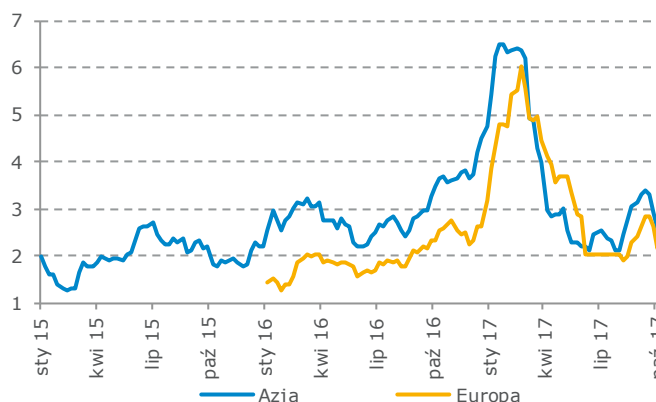
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



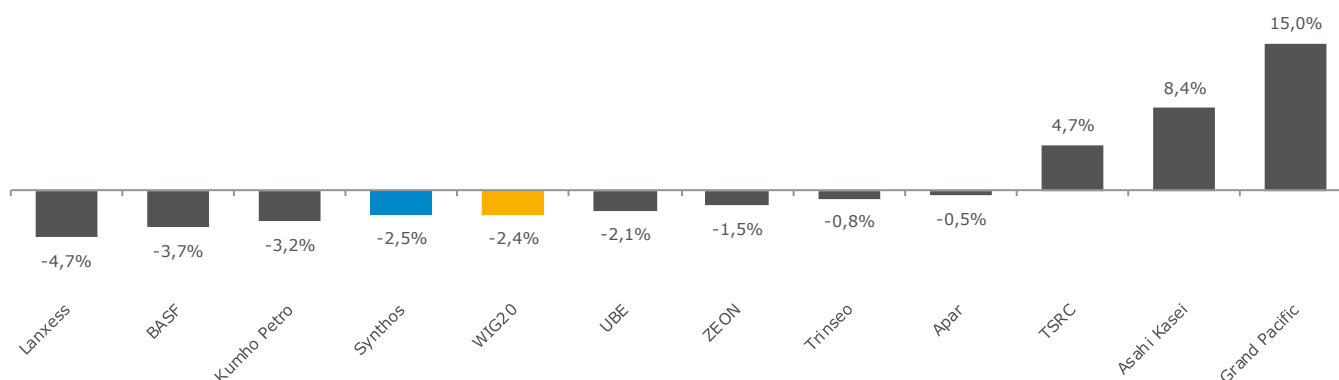
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



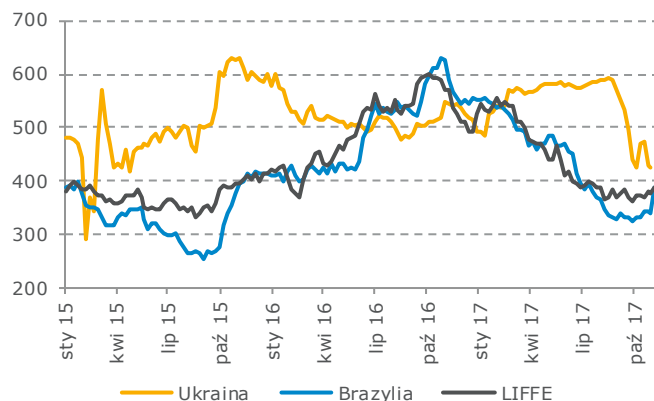
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



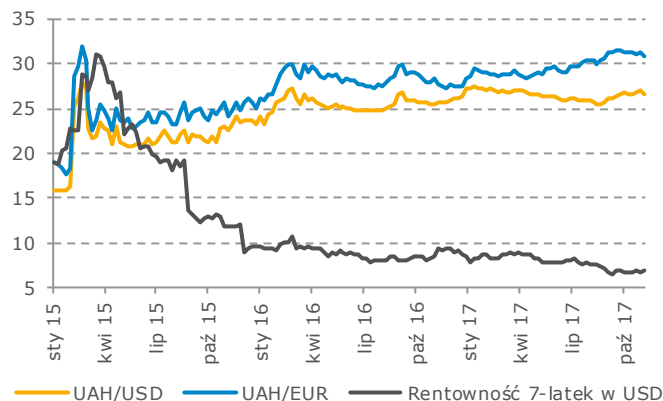
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

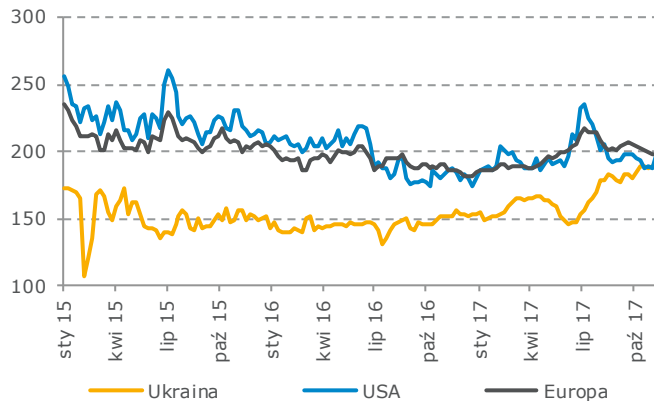
Cena cukru (USD/Mt)



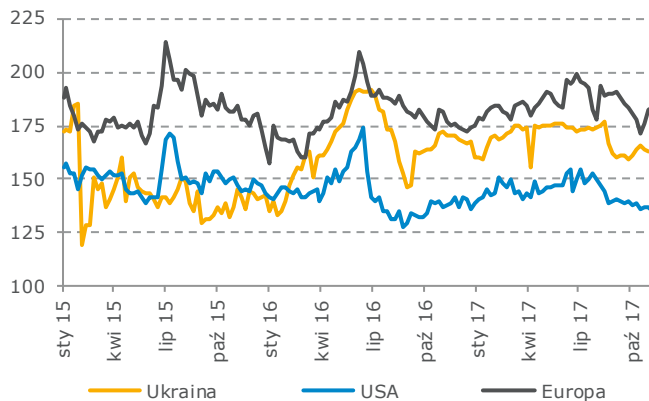
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



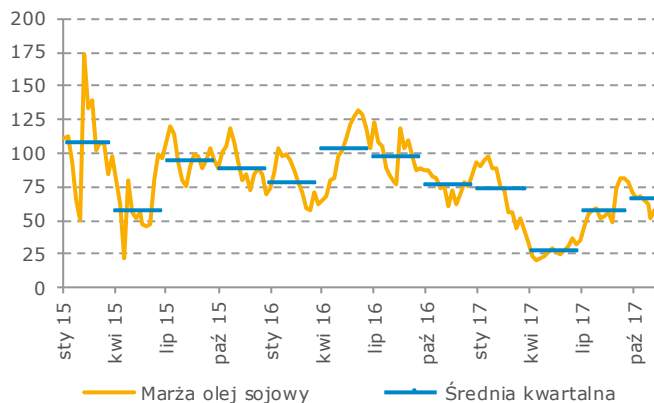
Cena pszenicy (USD/Mt)



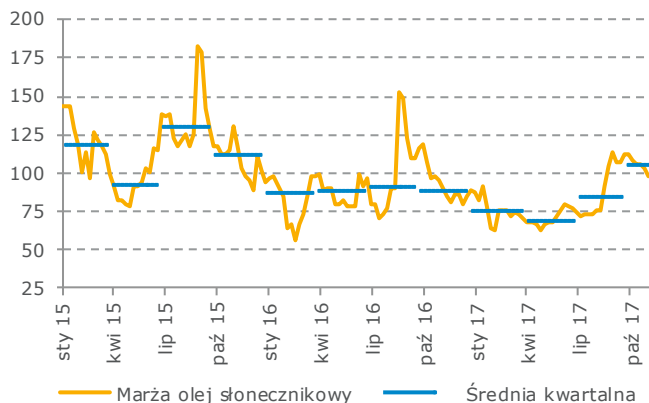
Cena kukurydzy (USD/Mt)



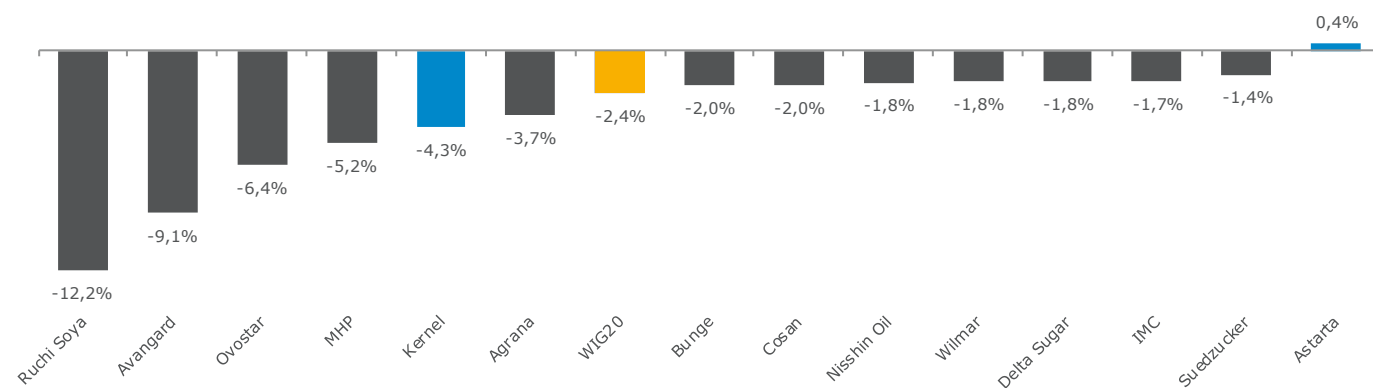
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-11-13)

	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	484,1	7,0	7,6	7,3	2,0	2,1	2,1	18,2	14,7	15,4	29%	27%	28%	8,2%	6,8%	6,1%
Enea	12,0	4,5	4,7	4,2	0,9	1,1	1,1	6,8	5,1	5,3	21%	23%	25%	0,0%	2,1%	2,9%
Energa	11,7	4,7	4,6	4,3	0,9	0,9	0,9	32,1	6,5	6,1	20%	19%	20%	4,2%	1,6%	2,3%
PGE	12,0	3,7	4,1	4,3	1,0	1,4	1,5	8,7	5,4	6,5	26%	35%	34%	2,1%	0,0%	0,0%
Tauron	3,1	4,2	4,2	4,7	0,8	0,9	0,9	14,8	3,7	4,3	19%	21%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	12,9	2,0	2,3	2,7	0,4	0,4	0,5	2,7	3,4	3,4	21%	19%	19%	10,0%	8,1%	7,4%
EDF	10,5	3,9	4,8	4,4	0,9	1,0	1,0	9,9	17,8	14,4	24%	20%	22%	7,9%	3,4%	3,4%
EDP	3,0	8,0	8,6	8,6	2,1	2,0	2,1	11,4	12,7	12,6	26%	24%	24%	6,4%	6,4%	6,5%
Endesa	19,0	7,3	7,5	7,3	1,3	1,3	1,3	14,3	15,0	14,2	18%	17%	18%	7,0%	7,0%	7,2%
Enel	5,3	7,6	7,5	7,2	1,6	1,6	1,6	20,2	14,7	13,1	22%	21%	22%	3,4%	4,4%	5,3%
EON	10,1	10,0	6,1	6,1	0,8	0,8	0,8	-	16,1	15,9	8%	12%	12%	2,1%	3,0%	4,3%
Fortum	18,1	16,6	12,8	11,2	4,7	3,9	3,6	28,8	25,2	21,6	28%	31%	32%	4,2%	5,6%	5,1%
Iberdola	6,6	10,3	10,2	9,2	2,8	2,6	2,4	15,4	15,4	14,1	27%	26%	26%	4,4%	5,0%	5,1%
National Grid	8,9	11,8	8,6	10,4	3,5	3,2	3,5	12,9	13,0	14,8	30%	38%	33%	4,9%	5,0%	7,5%
Red Electrica	18,2	10,0	9,9	9,7	7,8	7,6	7,4	15,4	14,6	13,9	78%	77%	77%	4,4%	5,0%	5,4%
RWE	22,3	7,7	3,5	3,6	0,4	0,4	0,4	-	11,4	13,5	6%	12%	12%	-	2,3%	2,6%
SSE	13,4	18,4	9,6	9,5	0,8	0,8	0,8	29,0	10,9	11,6	4%	8%	8%	6,7%	6,8%	7,0%
Verbund	20,7	9,7	12,2	13,4	3,6	3,7	3,7	17,0	23,9	27,6	37%	30%	28%	1,4%	1,7%	1,6%
Mediana		7.7	7.5	7.2	1.2	1.4	1.4	15.1	13.8	13.7	23%	22%	23%	4.4%	4.7%	5.1%

Wycena spółek rafineryjnych (2017-11-13)

	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	65,13	5,8	6,0	6,9	0,8	0,7	0,7	11,9	9,9	14,9	14%	12%	10%	0,0%	1,5%	2,5%
MOL	3191,00	5,3	4,4	5,2	0,9	0,8	0,7	9,0	7,5	11,1	18%	18%	14%	2,2%	2,4%	2,6%
PKN Orlen	123,70	6,1	5,1	8,6	0,7	0,6	0,6	10,1	8,0	17,0	12%	11%	7%	1,7%	2,4%	2,8%
Hellenic Petroleum	7,47	5,0	5,3	5,8	0,6	0,5	0,5	6,9	5,9	8,0	12%	10%	9%	2,7%	4,3%	4,8%
HollyFrontier	41,85	36,6	8,6	7,3	0,9	0,7	0,7	-	19,6	15,7	2%	8%	10%	3,2%	3,2%	3,2%
Marathon Petroleum	62,20	10,7	8,3	7,5	0,8	0,7	0,7	28,0	16,8	15,0	7%	8%	9%	2,2%	2,5%	2,7%
Motor Oil	20,50	3,9	4,3	4,8	0,4	0,3	0,3	7,6	6,9	9,1	10%	8%	7%	4,4%	5,5%	5,6%
Neste Oil	48,40	8,7	9,0	9,5	1,1	1,0	1,0	13,2	15,6	15,6	13%	11%	11%	2,7%	3,2%	3,3%
OMV	53,00	4,6	4,8	5,1	1,2	1,0	1,0	-	11,3	14,1	26%	22%	19%	2,3%	2,4%	2,6%
Phillips 66	93,32	26,2	10,4	8,6	0,7	0,5	0,5	31,7	20,5	14,9	3%	5%	6%	2,6%	2,9%	3,2%
Saras	2,12	3,0	3,5	3,9	0,3	0,2	0,3	10,1	10,5	12,9	9%	7%	6%	4,7%	5,7%	4,8%
Tesoro	106,15	11,7	8,9	7,1	1,1	0,8	0,7	17,1	15,1	12,9	9%	9%	10%	2,0%	2,1%	2,3%
Tupras	127,20	10,9	6,3	6,6	1,0	0,7	0,6	17,8	7,7	8,5	10%	11%	10%	3,8%	9,8%	9,2%
Valero Energy	80,67	7,2	7,1	6,1	0,5	0,4	0,4	16,3	16,4	12,9	7%	6%	7%	3,0%	3,5%	3,7%
Mediana		6,7	6,1	6,7	0,8	0,7	0,7	12,5	10,9	13,5	10%	9%	9%	2,7%	3,0%	3,2%

Wycena spółek petrochemicznych (2017-11-13)

	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	123,70	6,1	5,1	8,6	0,7	0,6	0,6	10,1	8,0	17,0	12%	11%	7%	1,7%	2,4%	2,8%
Axiall	93,95	15,9	8,4	7,9	3,0	1,9	1,8	30,6	17,8	15,1	19%	23%	24%	0,8%	0,8%	0,9%
Braskem	48,40	6,1	4,3	4,8	1,1	1,1	1,1	-	8,7	11,2	18%	25%	23%	5,2%	3,2%	2,9%
Eastman Chemical	91,43	10,0	9,3	8,6	2,2	2,1	2,0	15,8	13,0	11,3	22%	22%	24%	2,1%	2,2%	2,4%
Huntsman Corp	30,69	9,1	7,2	7,7	1,0	1,1	1,2	22,2	12,1	13,7	11%	15%	15%	1,6%	1,7%	1,8%
LyondellBasell	104,19	7,8	6,7	7,2	1,6	1,4	1,4	11,4	10,4	10,9	21%	21%	20%	3,2%	3,4%	3,6%
Mitsubishi Chemical	1191,00	8,1	7,7	6,5	0,9	1,1	1,0	34,0	11,2	9,7	11%	14%	15%	1,3%	1,5%	2,4%
Mitsui Chemicals	3500,00	9,4	7,7	7,2	0,8	0,9	0,9	30,5	12,0	9,6	9%	12%	12%	1,1%	1,7%	2,4%
Westlake Chemical	93,95	15,9	8,4	7,9	3,0	1,9	1,8	30,6	17,8	15,1	19%	23%	24%	0,8%	0,8%	0,9%
Mediana		9,1	7,7	7,7	1,1	1,1	1,2	26,4	12,0	11,3	18%	21%	20%	1,6%	1,7%	2,4%

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

Wycena spółek gazowych (2017-11-13)

		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	6,16	6,0	4,5	4,0	1,1	1,0	0,9	15,1	10,0	8,9	18%	22%	22%	3,0%	3,2%	5,0%
AZA	1,44	9,3	6,9	7,1	1,6	1,5	1,5	19,9	13,5	13,0	17%	22%	22%	3,4%	4,2%	4,8%
BG Group	24,35	12,3	7,0	6,4	1,4	1,2	1,1	61,9	19,7	17,9	12%	17%	17%	5,9%	5,9%	5,8%
BP	5,07	14,8	6,5	5,8	0,9	0,8	0,7	100+	25,3	19,4	6%	12%	13%	6,0%	6,0%	6,0%
Centrica	1,64	3,6	5,4	5,4	0,5	0,5	0,5	5,2	10,6	10,2	13%	9%	8%	7,3%	7,4%	7,6%
Enagas	24,25	13,0	10,6	11,0	9,4	8,4	8,5	13,9	12,4	13,5	72%	79%	78%	5,6%	6,0%	6,3%
Endesa	19,00	7,3	7,5	7,3	1,3	1,3	1,3	14,3	15,0	14,2	18%	17%	18%	7,0%	7,0%	7,2%
Engie	14,58	8,5	6,7	6,4	1,0	1,0	1,0	-	14,3	14,2	11%	15%	15%	6,9%	4,8%	4,8%
Eni	14,31	6,9	4,9	4,4	1,2	1,0	1,0	-	26,1	21,2	17%	21%	22%	5,6%	5,6%	5,6%
Gas Natural SDG	18,29	7,9	8,1	7,7	1,6	1,7	1,6	13,6	14,7	13,4	21%	20%	20%	7,3%	5,5%	5,5%
Gazprom	133,32	4,3	3,9	3,5	0,9	0,9	0,8	3,2	4,7	4,2	21%	23%	24%	5,9%	5,9%	6,0%
Hera	2,93	9,1	7,6	7,5	1,5	1,5	1,4	20,8	18,3	18,2	17%	19%	19%	3,1%	3,3%	3,3%
NovaTek	116,10	8,5	11,2	10,4	4,1	3,9	3,7	10,1	15,6	13,5	48%	35%	36%	2,0%	2,2%	2,6%
ROMGAZ	31,10	4,9	4,2	3,6	2,5	2,3	2,2	12,0	8,2	7,1	51%	55%	60%	10,0%	10,9%	12,5%
Shell	27,43	12,3	7,0	6,5	1,4	1,2	1,1	51,4	16,4	14,8	12%	17%	17%	5,9%	5,9%	5,8%
Snam	4,38	12,5	13,3	13,0	10,5	10,5	10,3	17,5	16,2	15,6	84%	79%	79%	4,8%	5,0%	5,0%
Statoil	169,40	7,7	3,6	3,5	1,7	1,3	1,3	-	15,5	16,6	22%	37%	37%	4,2%	4,2%	4,2%
Total	47,58	8,9	6,2	5,5	1,2	1,1	1,0	20,2	13,5	13,0	14%	17%	18%	5,0%	5,1%	5,2%
Mediana		8,5	6,8	6,4	1,4	1,2	1,2	14,7	14,9	13,8	18%	21%	21%	5,7%	5,6%	5,6%

Wycena spółek wydobywczych (2017-11-13)

		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	3191,00	5,6	5,1	5,1	1,0	0,9	0,8	8,9	8,0	8,6	18%	17%	16%	2,9%	2,6%	2,7%
Bashneft	2460,00	4,0	3,5	2,8	0,9	0,8	0,8	7,9	6,5	5,6	22%	23%	27%	-	3,3%	4,9%
BP	5,07	14,8	6,5	5,8	0,9	0,8	0,7	100+	25,3	19,4	6%	12%	13%	6,0%	6,0%	6,0%
Dana Gas	0,73	9,7	7,7	7,7	6,3	4,6	4,4	-	52,1	29,2	65%	60%	57%	-	-	-
Eni	14,31	6,9	4,9	4,4	1,2	1,0	1,0	-	26,1	21,2	17%	21%	22%	5,6%	5,6%	5,6%
Gazprom Neft	259,90	5,1	4,8	4,3	1,1	1,0	1,0	6,1	5,9	5,2	22%	22%	22%	5,1%	4,5%	5,4%
Gulf Keystone	1,08	-	3,9	3,6	1,6	2,1	1,8	-	53,0	22,1	-	55%	50%	-	-	-
Lukoil	3326,00	4,3	4,2	3,8	0,6	0,6	0,6	11,5	7,1	6,5	14%	14%	15%	2,3%	6,0%	6,6%
Occidental Petroleum	67,93	23,0	11,9	8,9	5,9	5,1	4,5	-	89,9	46,6	26%	43%	51%	4,4%	4,5%	4,6%
Repsol	15,75	7,5	5,4	5,3	0,9	0,8	0,7	13,6	11,0	11,2	12%	14%	14%	4,6%	5,0%	5,2%
Rosneft Oil	325,00	5,6	5,1	4,3	1,3	1,1	1,0	19,0	10,2	7,2	23%	22%	23%	2,8%	3,3%	5,3%
Shell	27,43	12,3	7,0	6,5	1,4	1,2	1,1	51,4	16,4	14,8	12%	17%	17%	5,9%	5,9%	5,8%
Statoil	169,40	7,7	3,6	3,5	1,7	1,3	1,3	-	15,5	16,6	22%	37%	37%	4,2%	4,2%	4,2%
Surgutneftegas	30,32	-	-	-	-	-	-	-	5,6	4,7	-	-	-	2,0%	4,0%	4,8%
Total	47,58	8,9	6,2	5,5	1,2	1,1	1,0	20,2	13,5	13,0	14%	17%	18%	5,0%	5,1%	5,2%
Tullow Oil	1,92	-	6,5	6,2	5,4	4,4	4,4	-	-	25,7	-	68%	70%	-	-	-
Mediana		7,5	5,1	5,1	1,2	1,1	1,0	12,5	13,5	13,9	18%	22%	22%	4,5%	4,5%	5,2%

Wycena spółek surowcowych (2017-11-13)

		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*	97,00	10,1	2,8	3,7	1,6	1,2	1,4	100+	4,6	8,4	16%	44%	37%	-	0,6%	1,3%
KGHM	122,05	9,2	5,8	5,4	1,7	1,6	1,4	-	14,5	8,9	18%	27%	26%	1,2%	0,8%	2,1%
LW Bogdanka*	68,95	4,0	3,8	3,5	1,3	1,3	1,3	12,9	11,3	8,8	34%	35%	37%	1,5%	1,8%	3,3%
Anglo American	14,97	9,6	4,5	4,9	1,7	1,5	1,5	17,8	9,3	11,9	18%	33%	31%	-	5,1%	3,9%
Antofagasta	9,75	14,6	6,7	6,7	4,2	3,5	3,4	89,8	21,4	21,8	29%	52%	50%	1,4%	2,0%	1,8%
BHP Billiton	14,23	29,8	6,3	6,1	4,2	3,4	3,2	-	15,4	15,0	14%	54%	52%	1,6%	4,3%	4,5%
Freeport-McMoRan	14,43	-	6,2	4,8	2,3	2,1	2,0	-	13,4	8,4	-	34%	41%	-	-	0,8%
Glencore	3,64	12,4	6,6	6,3	0,6	0,5	0,5	53,6	14,4	15,1	5%	7%	7%	1,5%	2,4%	3,7%
Grupo Mexico	60,34	8,8	7,6	6,5	3,9	3,4	3,0	25,9	16,2	13,3	44%	45%	47%	22,5%	2,2%	2,9%
Kazakhmys	7,97	23,6	7,7	6,2	9,3	4,1	3,4	29,3	11,8	9,6	39%	54%	55%	-	-	0,7%
Rio Tinto	36,99	9,0	5,6	6,3	3,1	2,6	2,8	21,2	11,5	13,5	34%	46%	44%	3,5%	5,4%	4,7%
Southern CC	43,93	17,7	12,4	10,5	7,3	6,0	5,4	43,9	24,0	19,6	41%	49%	52%	0,4%	1,3%	2,3%
Mediana		10,1	6,2	6,1	2,7	2,4	2,4	27,6	13,9	12,6	29%	44%	42%	1,5%	2,1%	2,6%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	382,70	10,2	9,4	8,4	1,8	1,7	1,5	13,1	14,4	12,6	17%	18%	18%	4,7%	7,8%	5,5%
Alcoa	43,13	14,8	4,5	4,5	1,1	0,9	0,9	-	13,4	12,4	8%	20%	20%	0,6%	-	0,0%
Constellium	10,05	7,8	7,5	6,9	0,7	0,6	0,6	-	15,9	10,5	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	94,52	8,0	8,6	8,0	1,3	1,2	1,2	18,4	18,5	16,8	16%	14%	15%	1,9%	2,1%	2,3%
Norsk Hydro	60,60	11,1	7,2	5,7	1,5	1,2	0,8	19,4	16,5	13,6	14%	16%	14%	2,1%	2,3%	2,7%
Rusal	5,39	11,9	8,7	7,9	2,3	1,9	1,8	8,9	7,7	6,2	19%	22%	23%	2,4%	3,2%	3,6%
Mediana		10,7	8,0	7,4	1,4	1,2	1,0	15,7	15,2	12,5	15%	17%	17%	2,1%	2,8%	2,7%

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

Wycena spółek nawozowych (2017-11-13)

	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	70,20	7,9	7,1	6,4	0,9	0,8	0,8	20,3	14,7	13,6	11%	12%	13%	1,2%	1,1%	1,4%
ZA Police*	21,09	10,1	6,9	7,0	0,8	0,8	0,7	18,0	10,2	10,2	8%	11%	11%	2,0%	2,0%	2,4%
ZCh Puławy*	181,90	5,3	5,0	4,7	0,8	0,8	0,8	12,8	11,7	10,1	16%	15%	16%	4,7%	4,7%	6,9%
Acron	3857,00	7,8	7,7	7,1	2,6	2,5	2,4	5,9	9,6	8,6	33%	32%	34%	7,8%	8,3%	8,0%
Agrium	106,63	12,1	11,9	10,2	1,5	1,5	1,4	24,9	22,3	18,1	13%	13%	14%	3,3%	3,3%	3,4%
CF Industries	37,37	19,2	15,8	12,2	4,2	3,9	3,6	-	-	100+	22%	25%	30%	3,2%	3,2%	3,2%
Israel Chemicals	14,35	21,1	7,9	7,1	1,6	1,5	1,5	-	12,4	10,1	8%	20%	21%	4,2%	4,1%	4,4%
K+S	20,68	10,6	10,3	7,5	1,9	1,7	1,6	22,7	23,7	13,8	18%	17%	21%	1,5%	2,0%	3,0%
Phosagro	2466,00	5,9	7,0	6,3	2,3	2,3	2,2	5,3	12,1	10,3	39%	33%	34%	6,3%	4,3%	5,3%
Potash	19,11	16,0	14,7	12,6	5,2	5,1	4,8	49,0	33,3	28,7	33%	35%	38%	3,7%	2,1%	2,2%
The Mosaic Company	23,28	11,1	10,3	8,5	1,6	1,6	1,5	27,4	24,6	20,6	14%	16%	18%	4,7%	2,6%	0,8%
Uralkali	130,15	9,8	8,7	8,9	5,1	4,4	4,5	1,8	5,8	5,0	52%	51%	51%	-	-	-
Yara International	374,20	8,0	10,1	7,6	1,2	1,3	1,2	16,1	23,9	16,0	16%	13%	15%	2,7%	2,3%	3,0%
Mediana		10.1	8.7	7.5	1.6	1.6	1.5	18.0	13.6	11.9	16%	17%	21%	3.5%	2.9%	3.1%

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-11-13)

	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																
Synthos	4,77	11,6	9,6	9,4	1,6	1,3	1,3	24,7	11,9	14,3	14%	13%	14%	11,1%	10,5%	2,5%
Apar Industries	754,15	8,1	6,8	7,2	0,6	0,6	0,6	23,2	16,2	17,9	7%	9%	8%	1,3%	1,1%	1,2%
Asahi Kasei	1487,00	8,4	8,9	7,9	1,2	1,2	1,2	22,6	19,6	16,0	14%	14%	15%	1,3%	1,4%	1,7%
BASF	93,82	9,3	8,2	8,0	1,7	1,6	1,5	21,2	15,3	15,3	19%	19%	19%	3,2%	3,3%	3,5%
Grand Pacific Petro	27,65	6,4	6,3	5,1	1,3	1,1	1,1	10,4	9,9	9,9	20%	18%	22%	3,6%	3,9%	3,9%
Kumho Petrochem	73 200	10,7	8,9	8,1	1,0	0,8	0,7	28,0	11,8	10,8	9%	9%	9%	1,1%	1,3%	1,4%
Lanxess	66,61	10,4	7,6	8,6	1,3	1,0	1,3	31,7	17,6	15,3	12%	13%	15%	1,1%	1,3%	1,6%
Trinseo	70,90	6,7	6,4	6,1	1,1	0,9	0,9	10,4	9,3	8,5	16%	14%	15%	1,3%	1,8%	2,0%
TSRC Corp	36,00	12,1	14,3	10,9	1,3	1,1	1,0	30,0	29,0	18,5	11%	8%	10%	2,8%	3,1%	4,8%
Ube Industries	3265,00	7,0	7,7	6,7	0,8	0,9	0,8	18,1	16,9	12,1	12%	11%	12%	1,5%	1,8%	1,9%
ZEON Corp	1538,00	7,4	7,4	6,5	1,3	1,4	1,2	19,3	16,5	13,7	17%	18%	19%	1,0%	1,0%	1,1%
Mediana		8,4	7,7	7,9	1,3	1,1	1,1	22,6	16,2	14,3	14%	13%	15%	1,3%	1,8%	1,9%

Wycena spółek spożywczych (2017-11-13)

	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*	51,00	2,7	3,3	3,4	1,1	1,0	1,1	3,5	3,8	-	42%	30%	32%	-	-	-
IMC*	12,00	2,9	3,4	3,1	1,4	1,3	1,3	4,4	3,1	-	48%	39%	44%	-	2,1%	-
Kernel	46,50	3,8	4,9	6,1	0,7	0,7	0,6	4,3	5,6	8,1	17%	15%	10%	2,1%	2,0%	1,9%
Ovostar*	109,50	7,5	8,1	6,5	2,3	2,0	1,7	7,6	8,4	-	31%	25%	26%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	105,30	10,0	7,9	6,9	0,8	0,7	0,7	18,2	14,1	11,9	8%	9%	10%	3,8%	3,9%	4,1%
Bunge Limited	66,31	8,8	12,1	8,7	0,4	0,3	0,3	13,1	22,3	13,8	4%	3%	4%	2,4%	2,6%	2,8%
Cosan	36,48	11,9	4,6	4,4	0,5	0,5	0,4	14,3	13,8	12,8	4%	10%	9%	7,0%	4,7%	5,0%
Delta Sugar	28,02	24,2	-	-	3,4	-	-	28,0	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	11,00	5,4	4,9	4,9	2,0	1,8	1,6	22,0	5,2	5,5	37%	37%	34%	6,8%	6,8%	7,0%
Nisshin Oillio	3310,00	12,0	9,5	9,2	0,5	0,5	0,5	21,9	16,1	15,7	4%	5%	5%	1,5%	1,5%	1,8%
Suedzucker	17,05	9,1	6,5	6,1	0,7	0,7	0,7	32,2	14,1	14,9	8%	11%	11%	1,8%	2,6%	2,8%
Wilmar Int.	3,32	13,5	13,7	12,5	0,8	0,7	0,7	15,2	13,5	12,1	6%	5%	5%	1,9%	2,3%	2,7%
Mediana		9,0	6,5	6,1	0,8	0,7	0,7	14,8	13,5	12,4	11%	11%	10%	2,3%	2,6%	2,8%

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 Kliszczyk

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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