

wtorek, 19 czerwca 2018 | 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 w Niemczech utrzymały się w okolicach 42 EUR/MWh mimo korekty uprawnień do emisji CO₂ (obecnie 14,6 EUR/t) i stabilnych cen kontraktowych węgla (mocno rosną ceny spotowe), co pozwoliło na poprawę clean dark spread. W Polsce ceny w kontrakcie na przyszły rok zachowywały się relatywnie słabiej i odwzorowały spadek kosztów certyfikatów CO₂. Oscylują obecnie wokół 200 PLN/MWh, co oznacza spadek spreadu od szczytu o 8 PLN/MWh (częściowo może to tłumaczyć słabsze zachowanie WIG-Energia na tle europejskiej konkurencji w ostatnim tygodniu). Nieznacznie potaniały również zielone certyfikaty (70 PLN/MWh).

Rynek paliwowy

Ceny ropy czekają na rozstrzygnięcie szczytu OPEC, ale wszystko wskazuje na to, że ewentualne podwyższenie kwot produkcyjnych będzie mniejsze niż pierwotnie zakładano (0,3-0,6 mln boe/d). Dzięki temu notowania surowca odreagowały, co odbiło się na odczytach marży rafinerijnej, która spadała w życie nie został jeszcze określony. Jeszcze tydzień temu w negocjacjach handlowych z USA Chiny rozważały zwiększenie importu węgla koksowego z USA, aby zrównoważyć swój bilans handlu zagranicznego. USA, to drugi największy eksporter węgla koksującego na świecie (13% udziału światowego). Eksport węgla koksowego z USA jest jednak mocno cykliczny. Producenci z tego kraju zwiększają swój eksport w okresach koniunktury na surowiec, natomiast w czasie dekonunktury wysyłka surowca praktycznie zamiera. Więcej można znaleźć na stronie: <https://goo.gl/57dvSK>

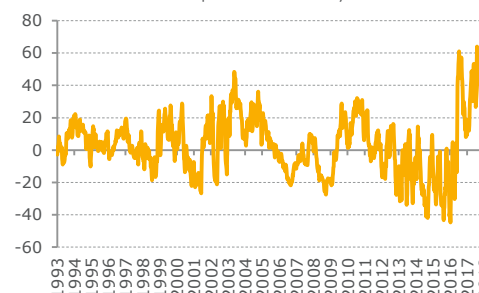
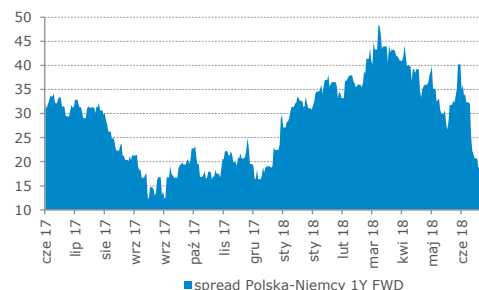
Rynek węgla koksowego

Ceny węgla koksowego negatywnie reagują na kolejny pakiet ceł importowych nałożony przez Chiny na USA. Wśród nałożonych na USA przez Chin ceł importowych znalazły się te nakierowane na import węgla energetycznego, koksowego i koksu. Stawka ma wynieść 25%, czas od kiedy nowe cła wchodzi w życie nie został jeszcze określony. Jeszcze tydzień temu w negocjacjach handlowych z USA Chiny rozważały zwiększenie importu węgla koksowego z USA, aby zrównoważyć swój bilans handlu zagranicznego. USA, to drugi największy eksporter węgla koksującego na świecie (13% udziału światowego). Eksport węgla koksowego z USA jest jednak mocno cykliczny. Producenci z tego kraju zwiększają swój eksport w okresach koniunktury na surowiec, natomiast w czasie dekonunktury wysyłka surowca praktycznie zamiera. Więcej można znaleźć na stronie: <https://goo.gl/57dvSK>

Rynek metali

Ceny metali negatywnie reagują na kolejny pakiet ceł importowych nałożony przez Chiny na USA. W Chinach rejestracja nowych samochodów w maju wyniosła 1,9 mln sztuk i była 7,9% r/r wyższa. Trzeci miesiąc z rzędu rosła wartość udzielanych kredytów w Chinach (ostatni miesiąc 1150 mld CNY; +3,6% r/r). Premia producencka (hutnicza) wzrosła gwałtownie na początku czerwca w reakcji na nieoczekiwane wyłączenie hut miedzi oraz wyższy popyt na nieprzetworzony surowiec z Chin. Więcej można znaleźć na stronie: <https://goo.gl/zyJCck>

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Spread PL/DE najniższy od grudnia

Z uwagi na ostatnie spadki cen energii na TGE, związane z mniejszymi kosztami CO₂ i częściowo ze „słowną interwencją” Prezesa URE, wyraźnemu zawężeniu uległ spread transgraniczny na kontraktach rocznych pomiędzy Polską a Niemcami. Naszym zdaniem jest to zjawisko tymczasowe i wkrótce powinniśmy zanotować odbicie notowań energii na polskim rynku.

Liczba pozycji spekulacyjnych na miedzi

Liczba pozycji spekulacyjnych na miedzi wzrosła w ubiegłym tygodniu do 71 tys. sztuk, co oznacza najwyższy poziom w historii od kiedy prowadzone są statystyki. Jeżeli strajk w największej kopalni miedzi Escondida nie doszedłby do skutku, to wówczas inwestorzy z dużym prawdopodobieństwem zdecydowaliby się na zamykanie pozycji, co z kolei mogłoby się przełożyć na spadki cen metalu.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

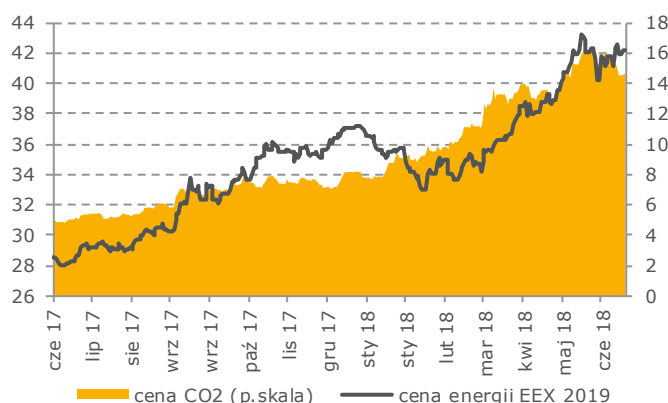
Spółka	1W	YTD
Kęty	-10,0%	-16%
JSW	-9,6%	-15%
KGHM	-8,9%	-22%
Enea	-7,9%	-14%
Energia	-7,7%	-31%
PGE	-7,7%	-20%
Grupa Azoty	-7,4%	-39%
Tauron	-6,8%	-28%
Kernel	-4,9%	+5%
Lotos	-4,4%	-4%
PGNiG	-4,2%	-9%
PKN Orlen	-3,7%	-23%
IMC	-3,6%	-2%
Astarta	-2,7%	-22%
OMV	-2,5%	-3%
ZA Puławy	-2,3%	-26%
MOL	-2,1%	-8%
Impexmetal	-0,9%	-2%
ZCh Police	-0,8%	-15%
CEZ	-0,7%	+11%
Boryszew	-0,7%	-19%
Unipetrol	-0,4%	-0%
Orzeł Biały	-0,4%	+5%
Tarczyński	+0,0%	+20%
LW Bogdanka	+0,9%	-20%
ZE PAK	+1,2%	-35%
Tupras	+1,4%	+5%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-3,8%	-11%
Chemia	-3,5%	-21%
Energia	-6,9%	-20%
Paliwa	-3,7%	-17%
Spożywczy	-3,7%	-1%
Surowce	-8,8%	-20%
Ukraina	-3,7%	-6%

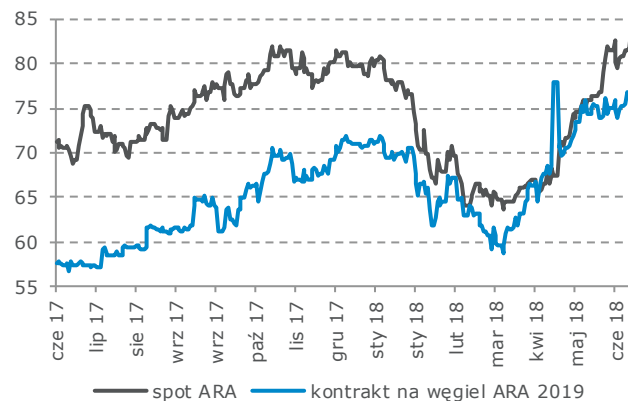
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-4,5%	+6%
Oil & Gas E&P	-2,3%	+5%
Refining EU	-2,4%	-1%
Refining US	-2,8%	+20%
Agri & Food	-0,9%	-7%
Kauczuki	-2,0%	-2%
Nawozy	+0,1%	+5%
Chemicals EU	-2,2%	+1%
Industrials EU	+0,1%	+3%
Petchem World	-1,5%	+4%
Utilities EU	+1,0%	+3%
Utilities US	+3,3%	-4%

Energetyka

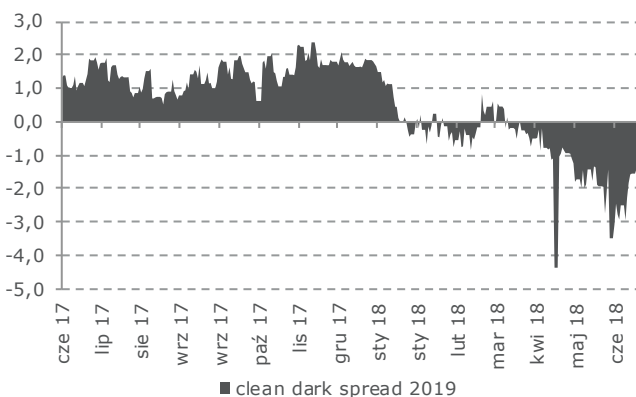
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



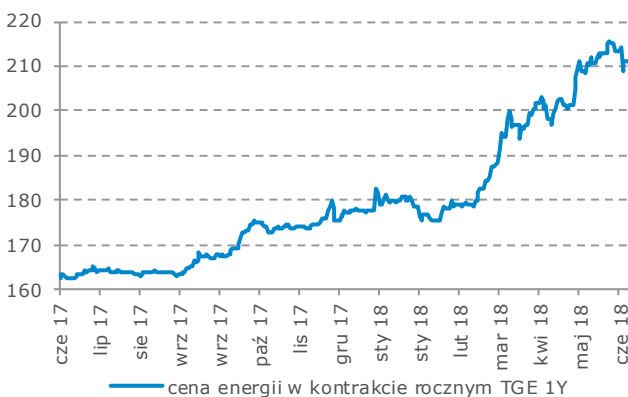
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



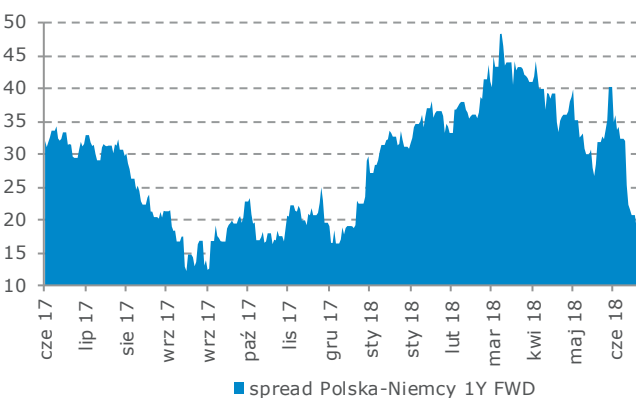
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



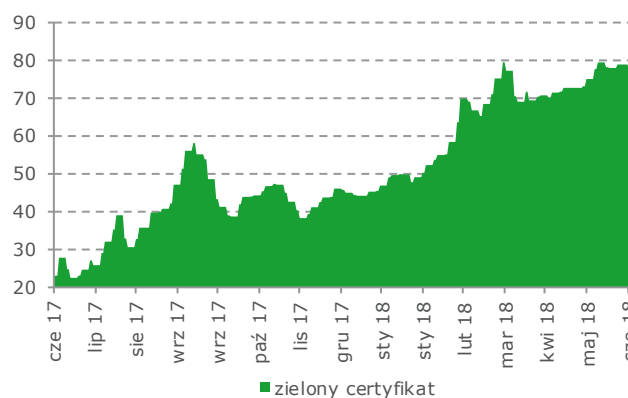
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



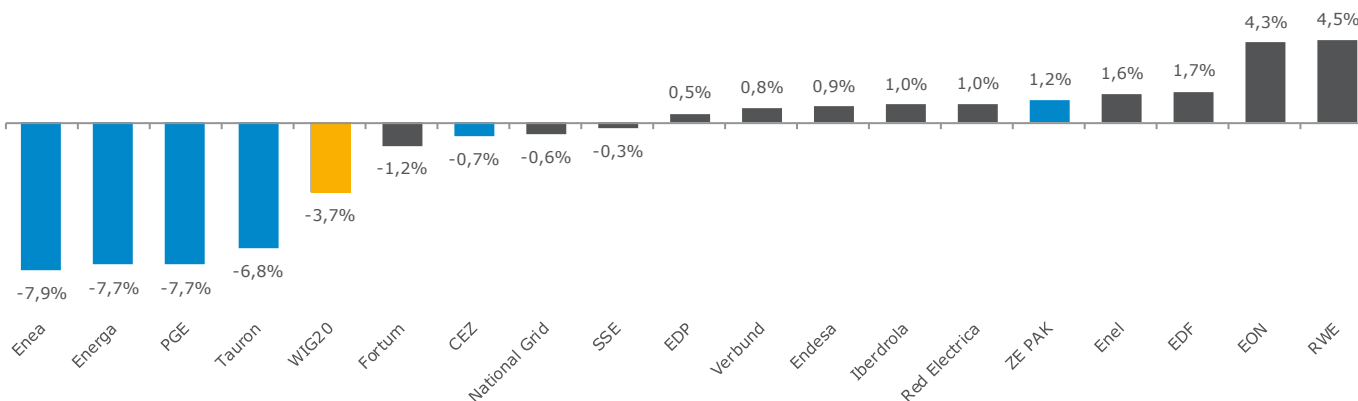
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



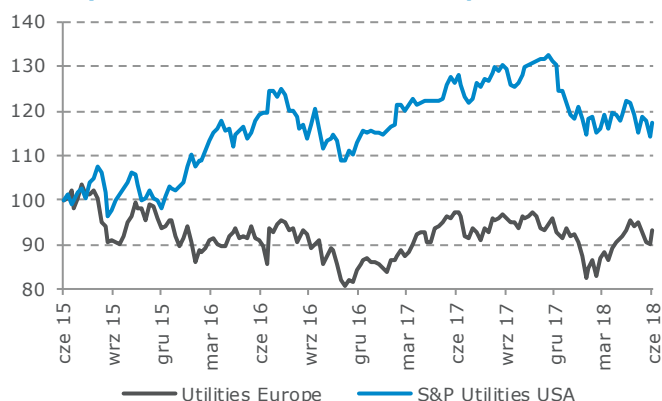
Tygodniowy performance spółek energetycznych



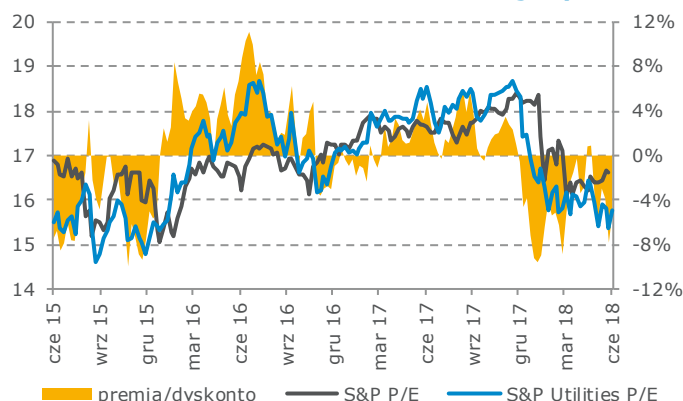
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

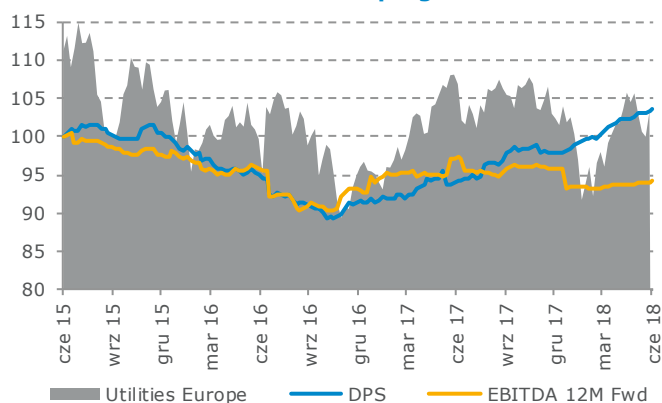
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



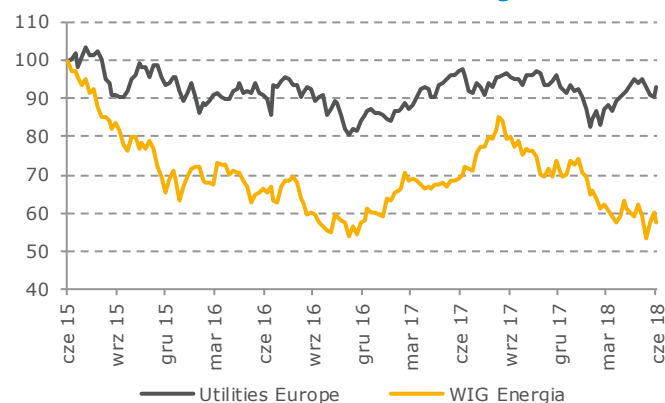
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



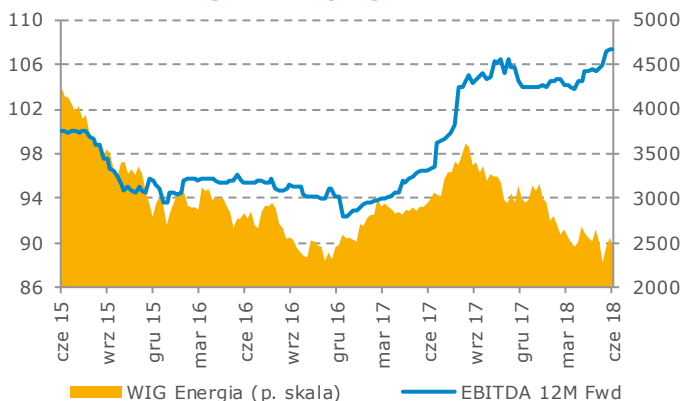
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



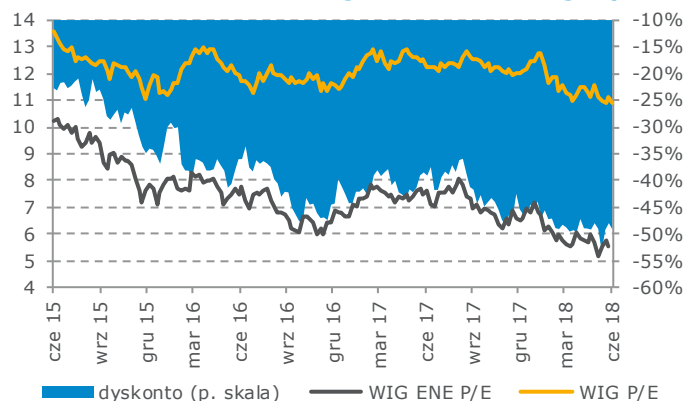
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



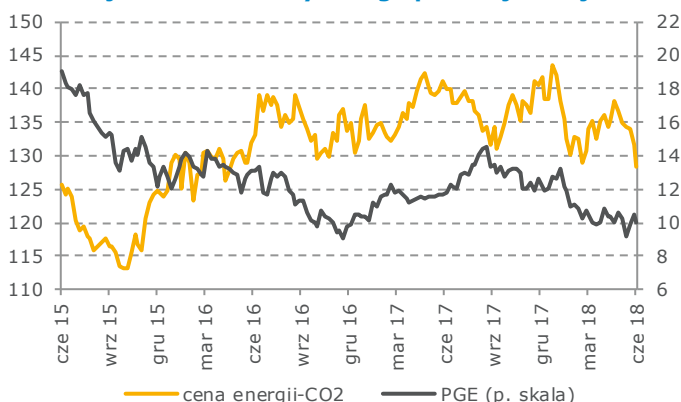
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



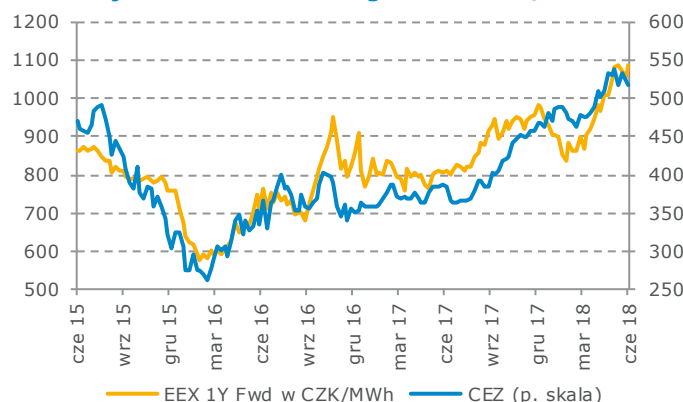
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



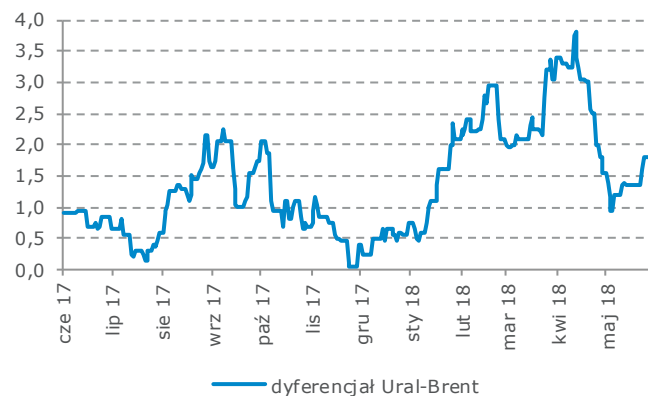
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

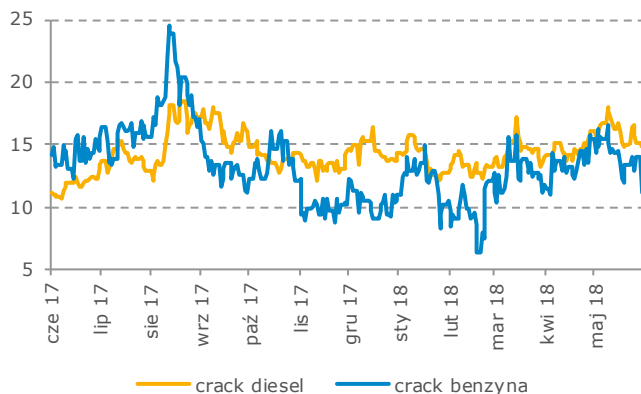
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



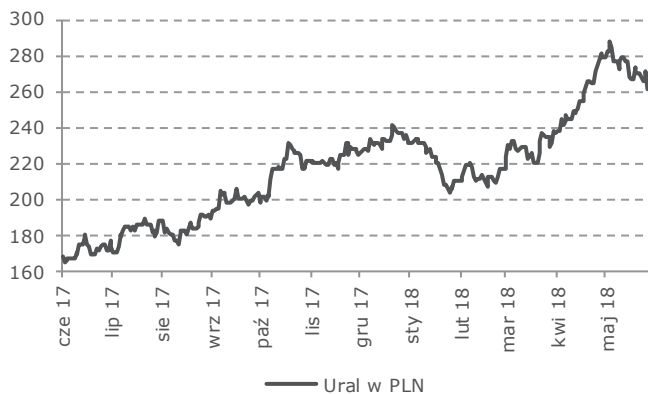
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



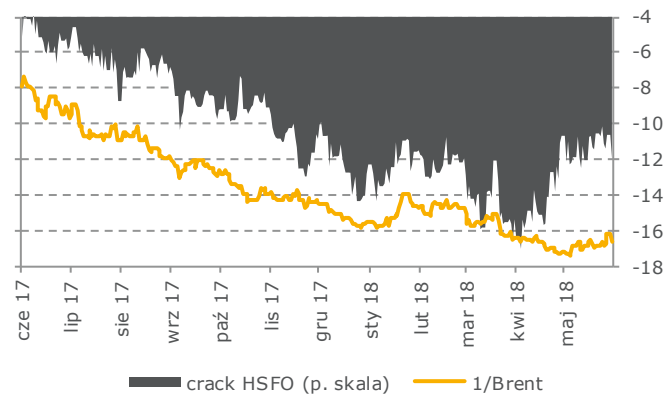
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



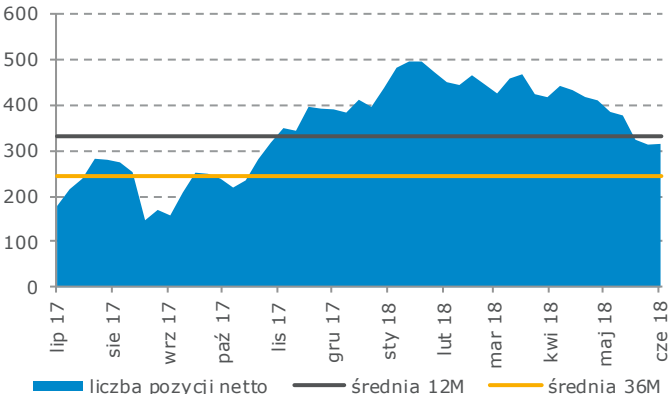
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



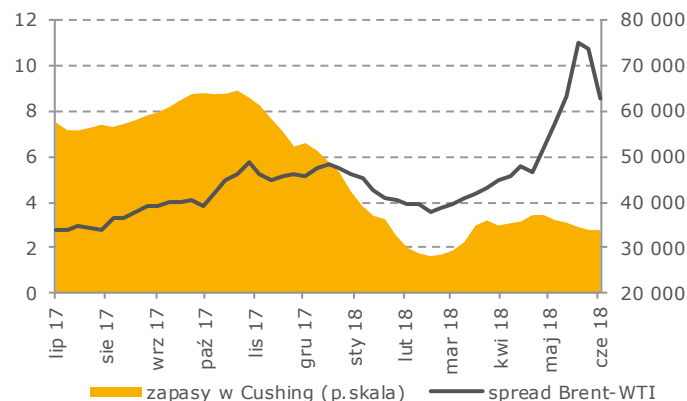
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



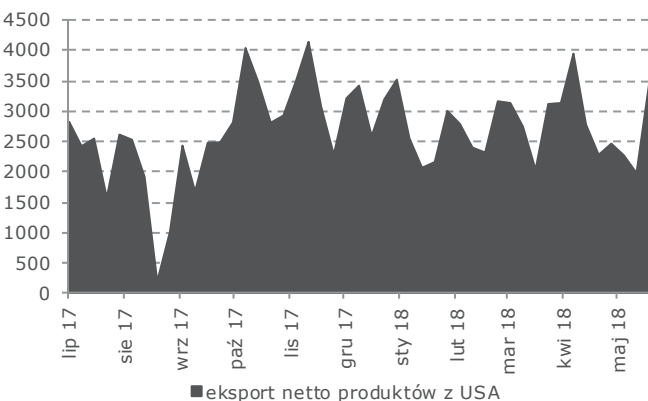
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



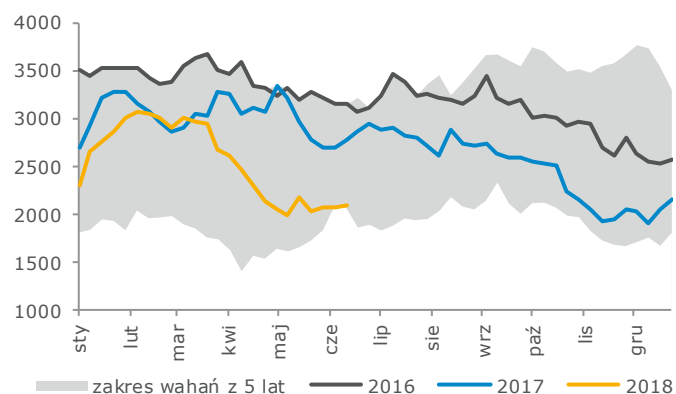
Eksport netto paliw z USA



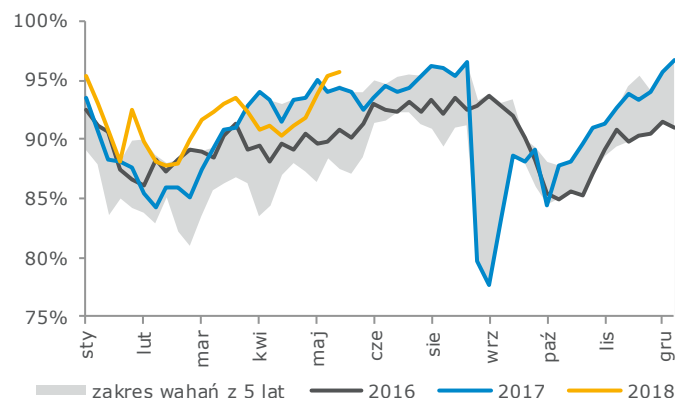
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

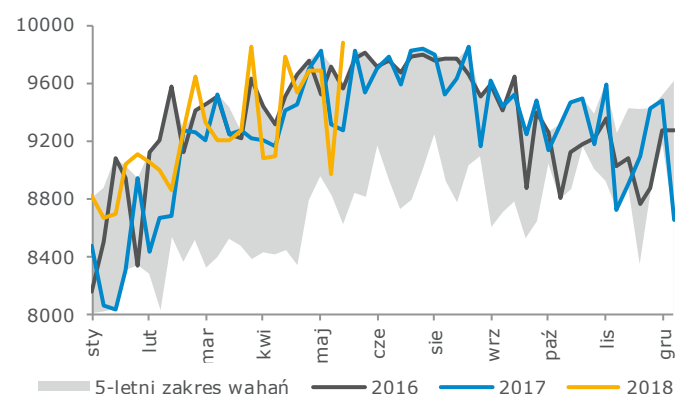
Zapasy diesla w portach ARA



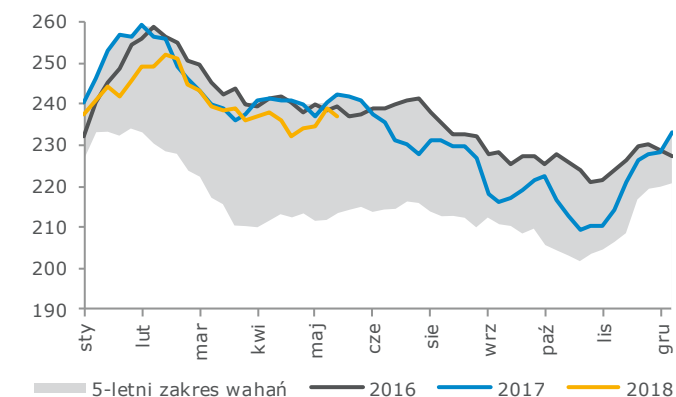
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



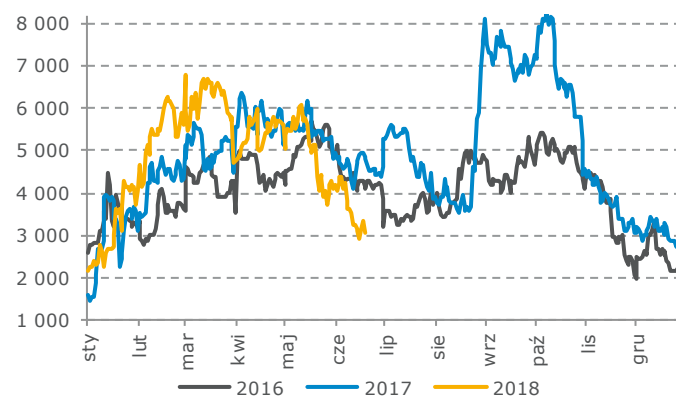
Popyt na benzynę w USA



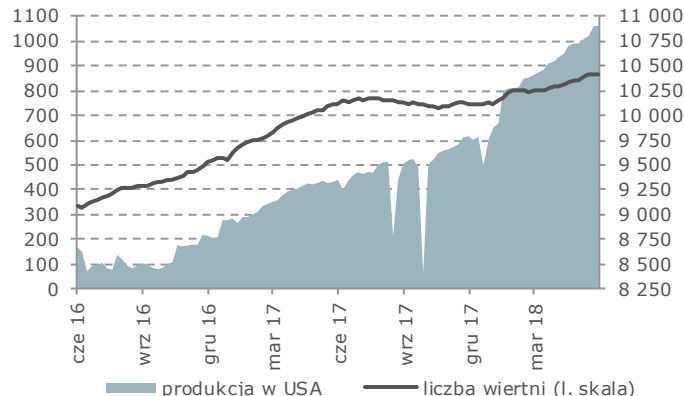
Zapasy benzyny w USA



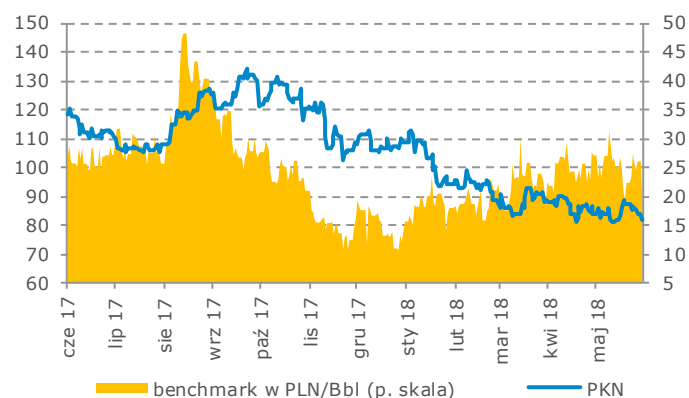
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



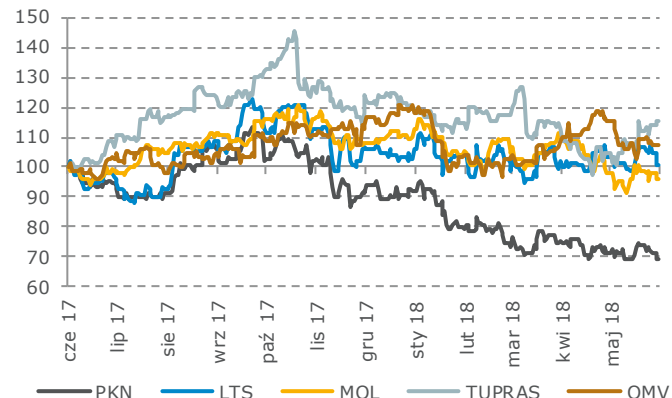
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



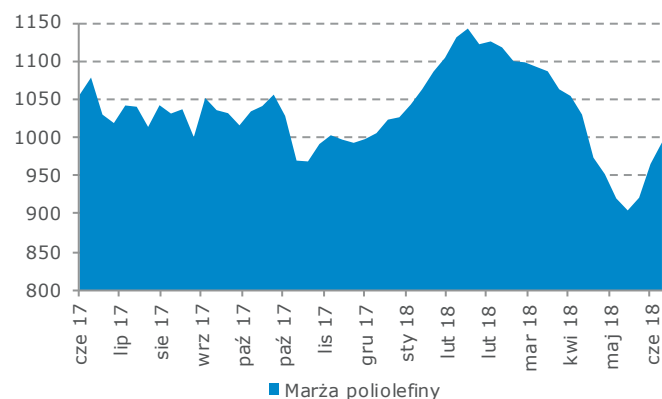
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



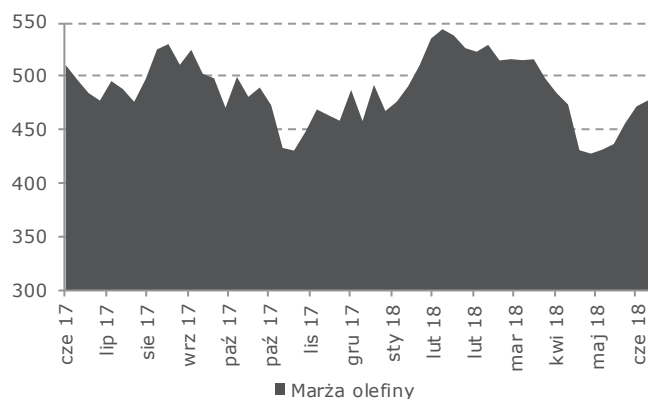
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

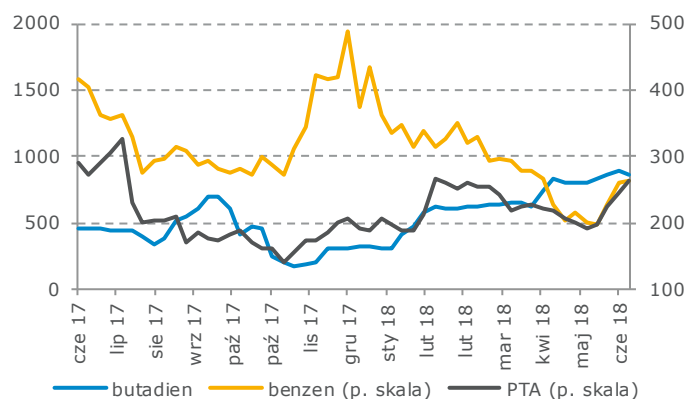
Marża petrochemiczna poliolefiny



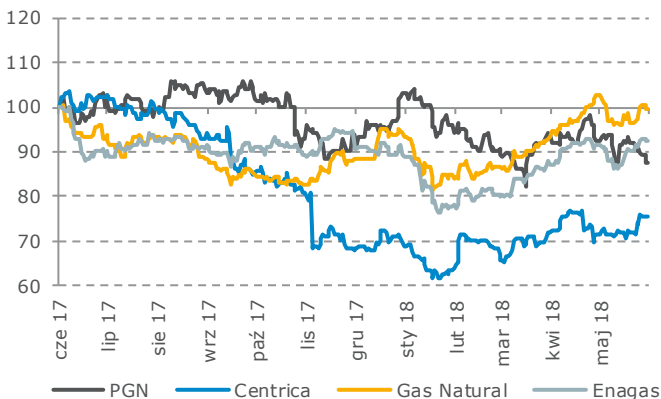
Marża petrochemiczna olefiny



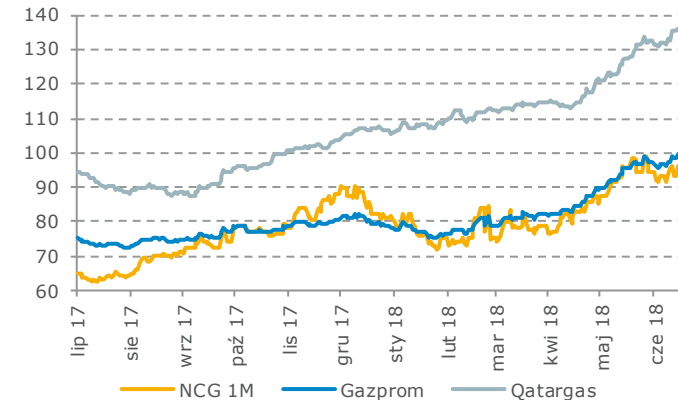
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



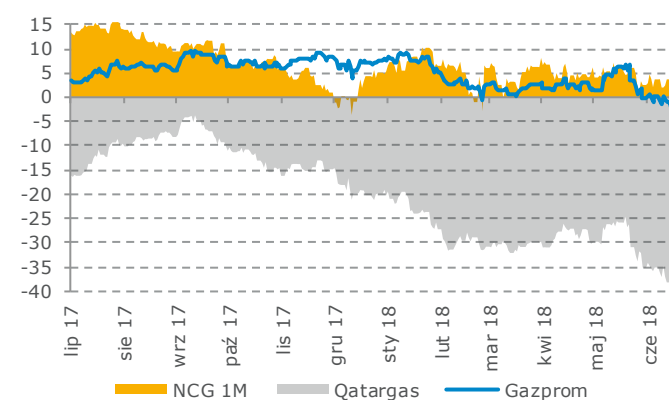
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



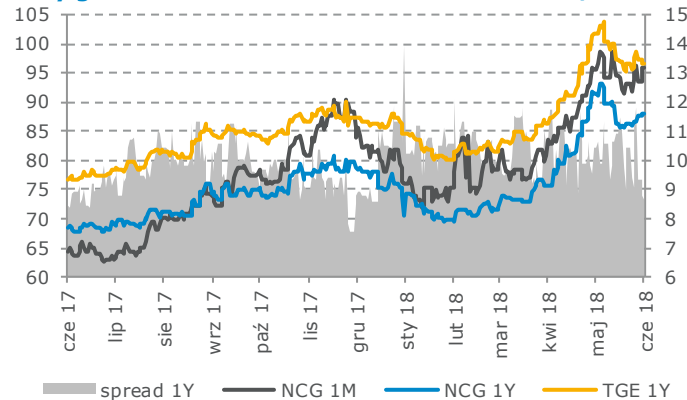
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



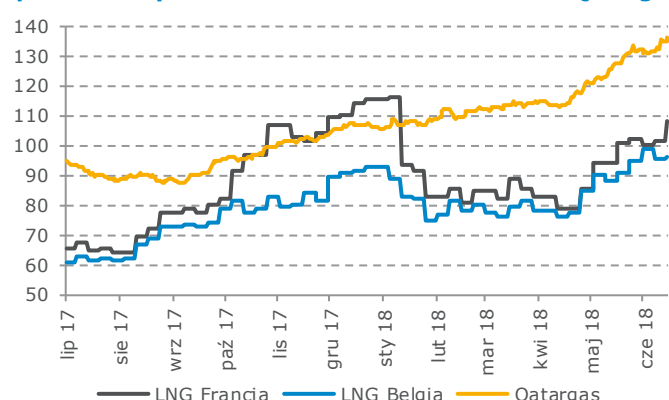
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



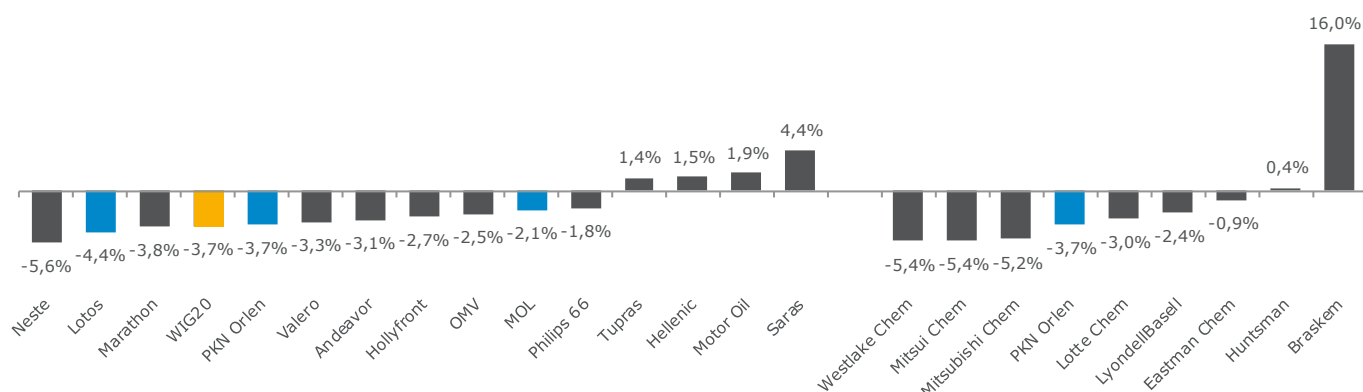
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



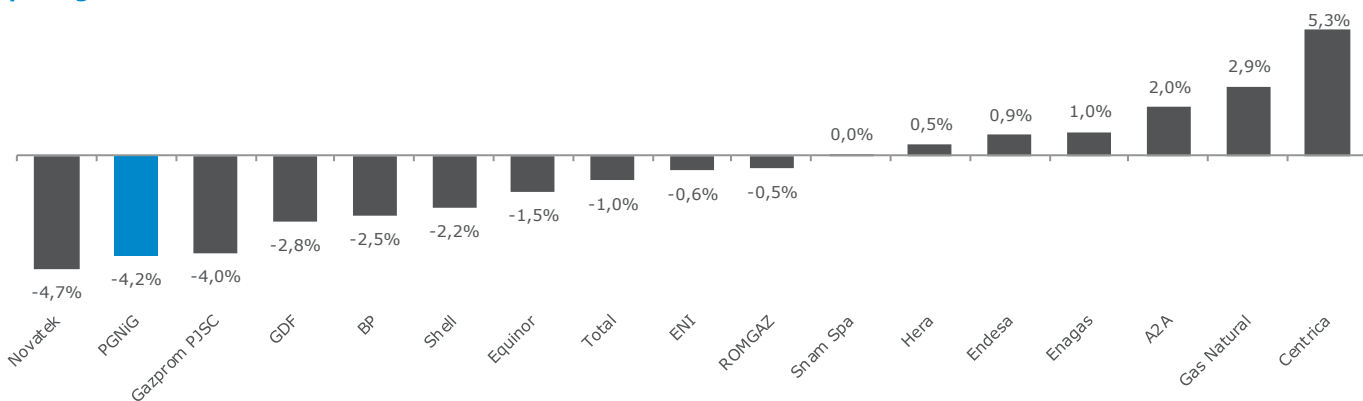
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

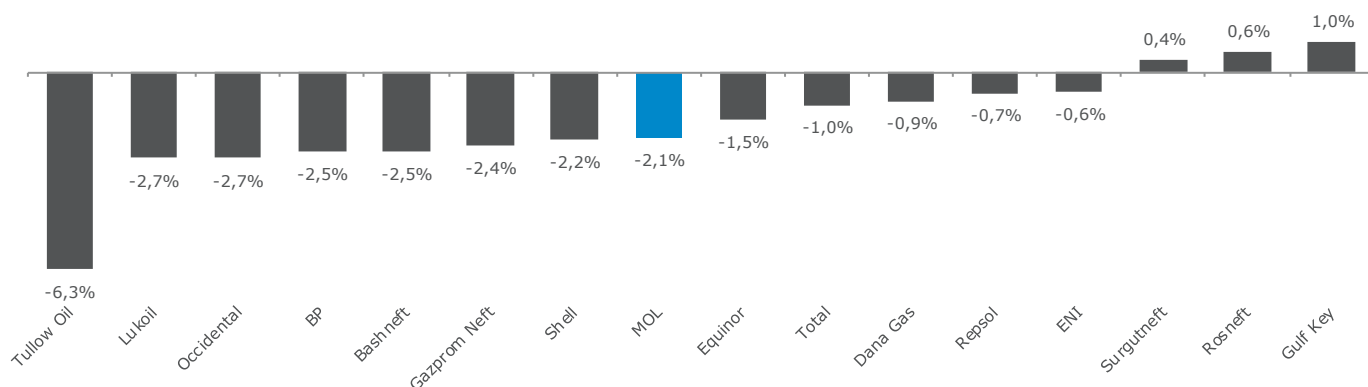
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



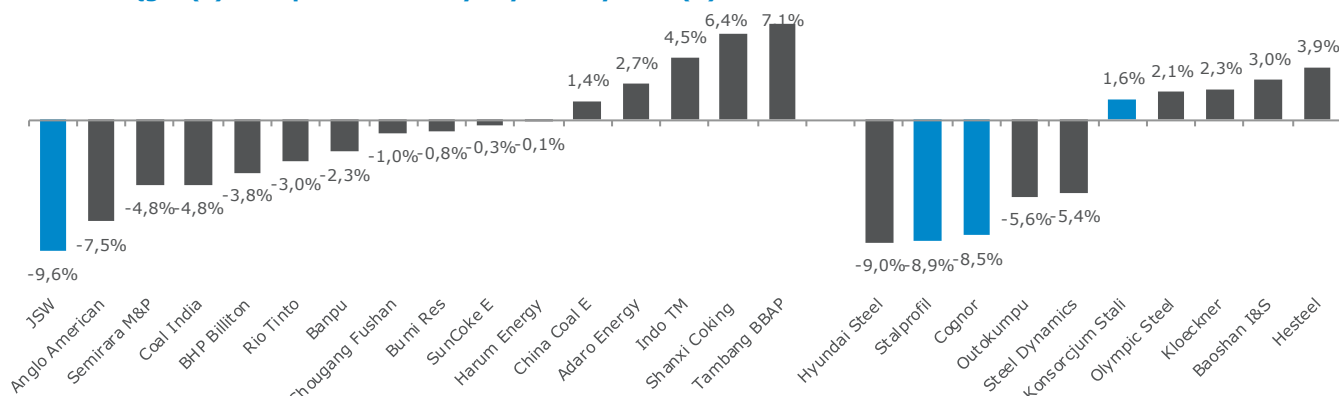
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



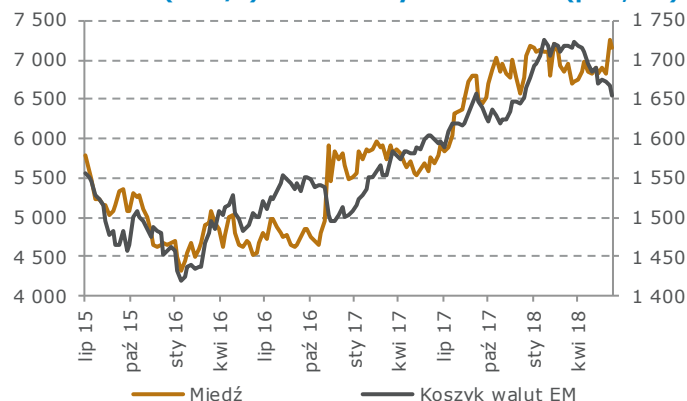
Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



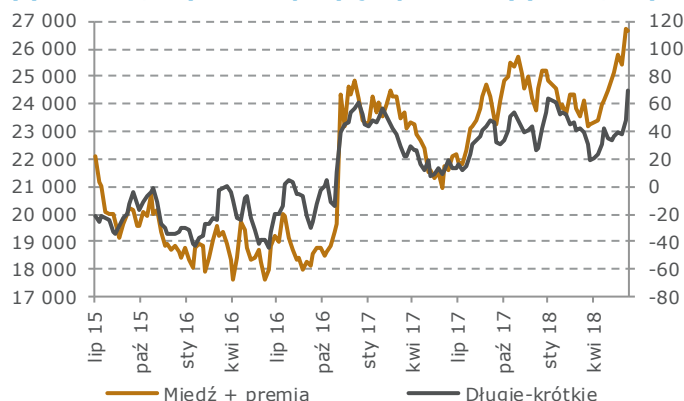
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

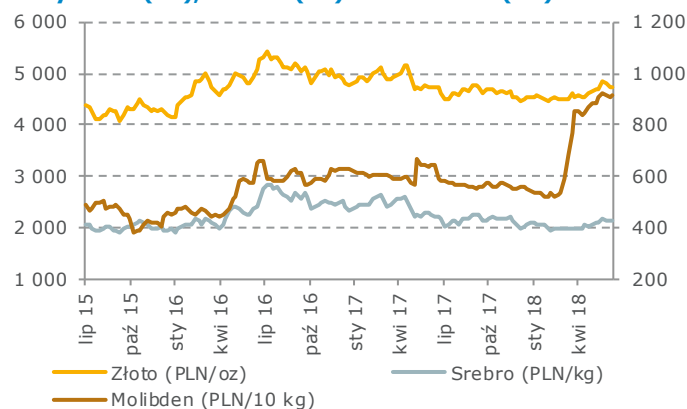
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



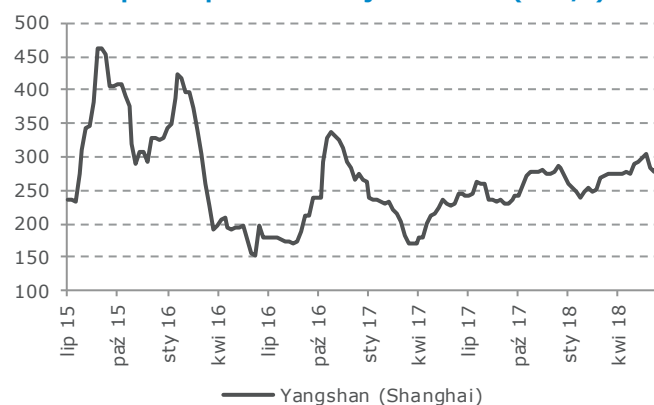
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



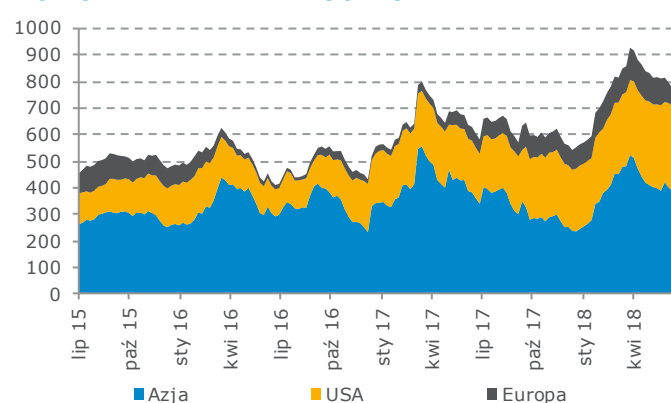
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



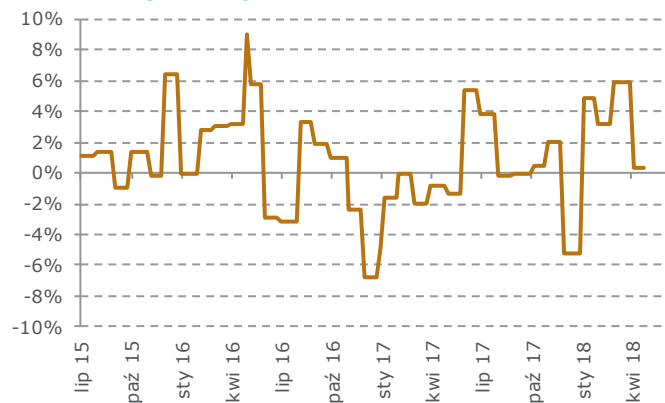
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



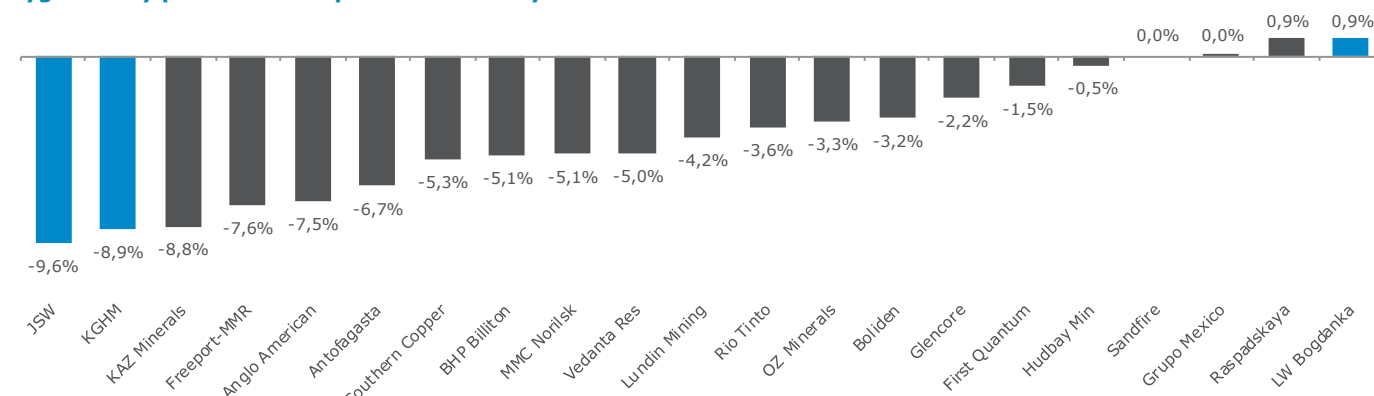
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



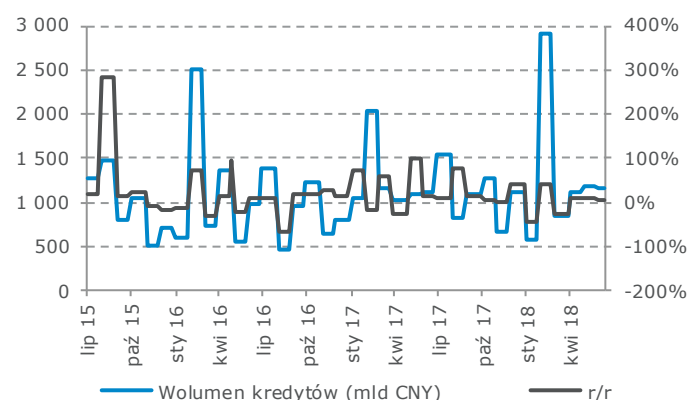
Tygodniowy performance spółek surowcowych



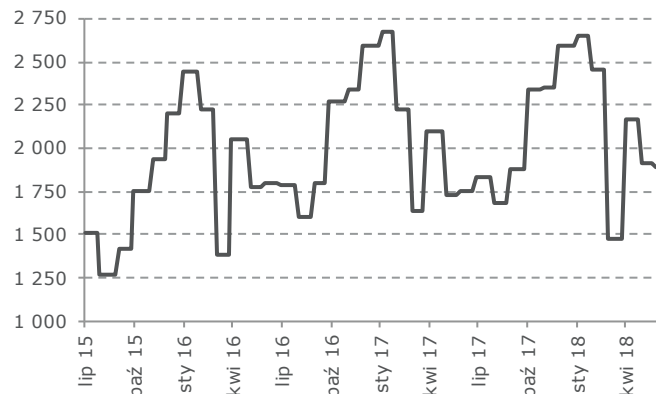
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

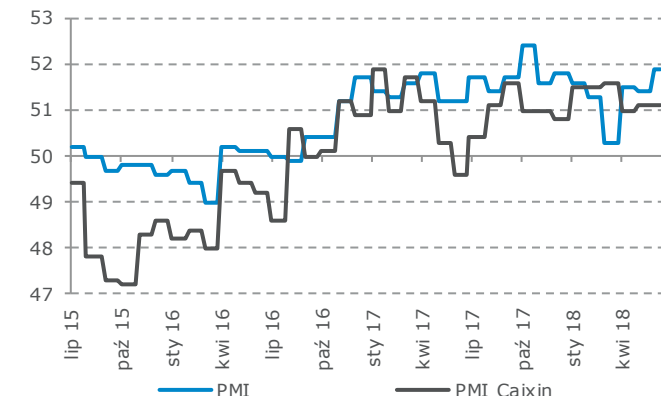
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



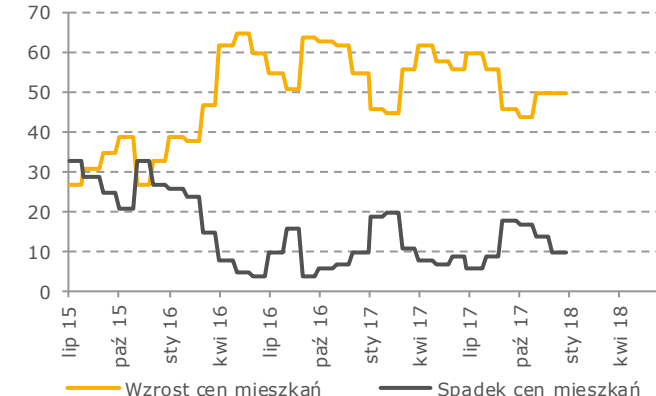
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



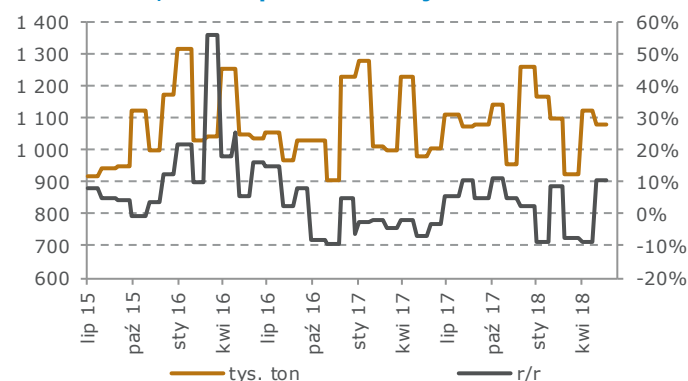
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



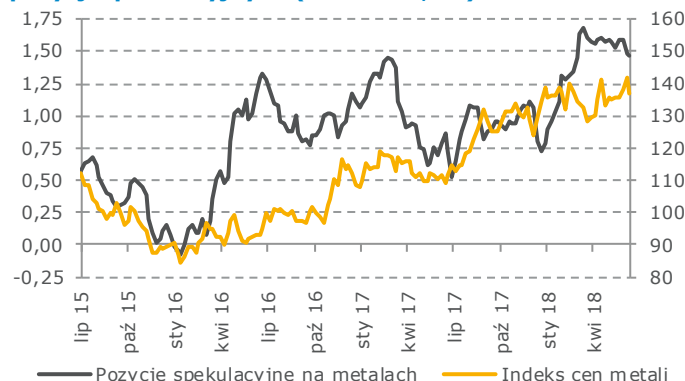
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



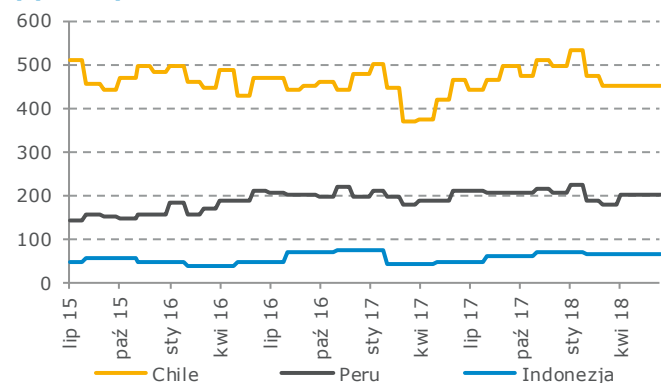
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



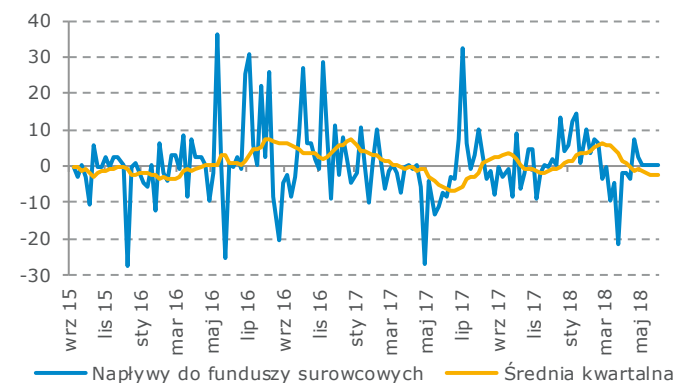
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



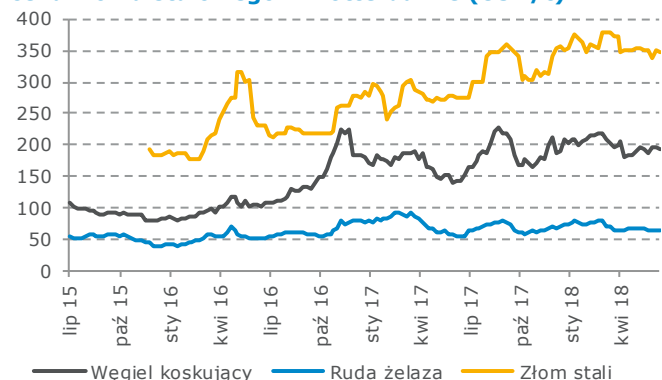
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



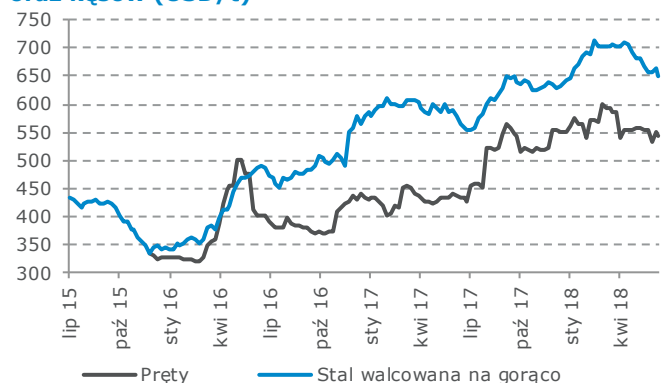
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

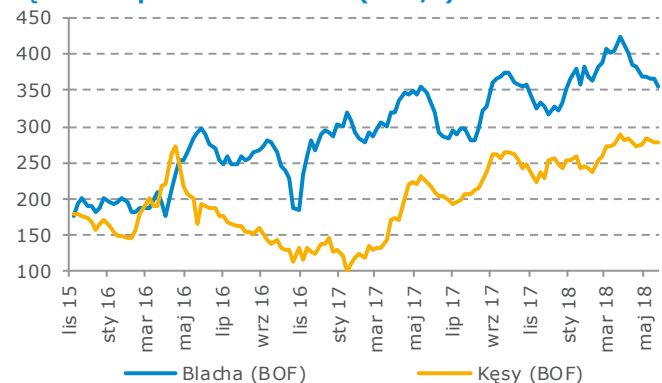
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



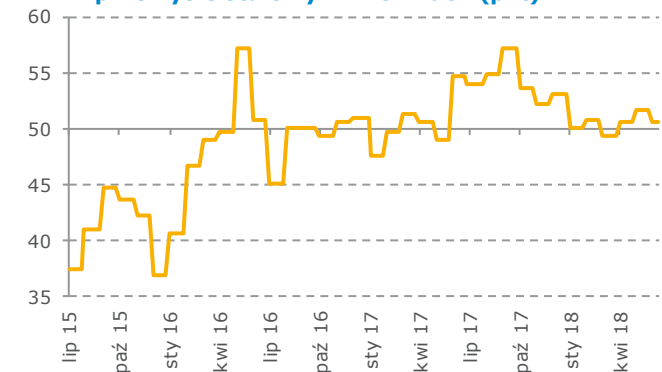
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



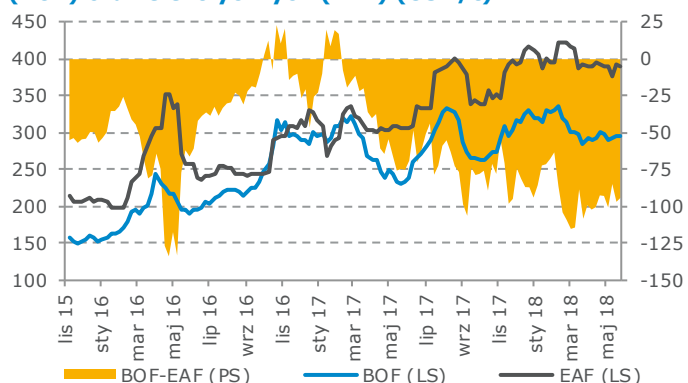
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



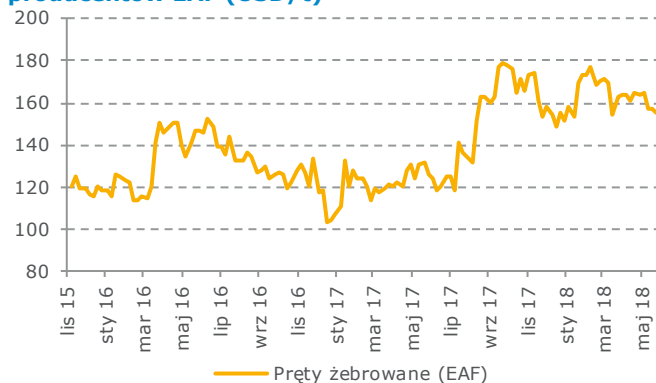
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



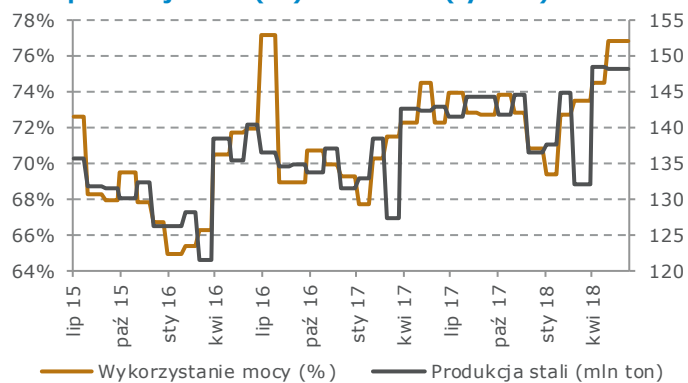
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



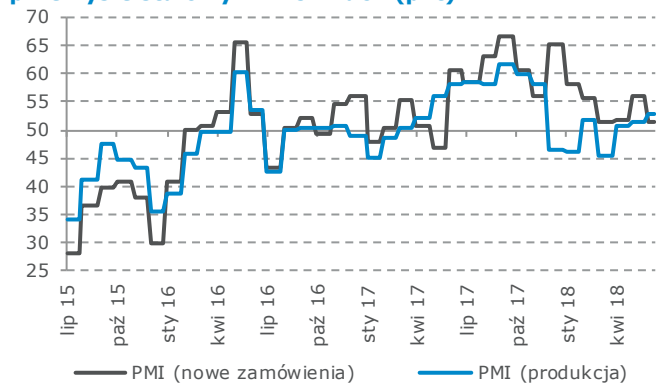
Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)



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

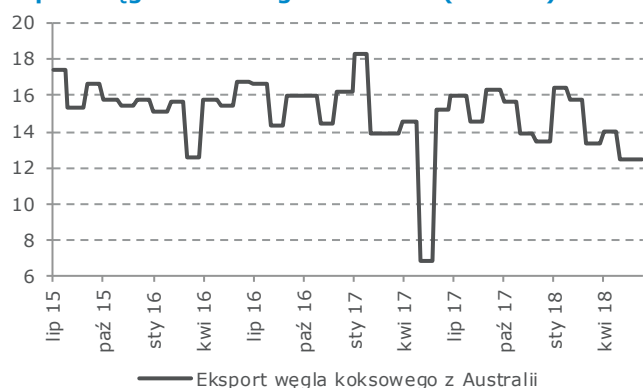


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

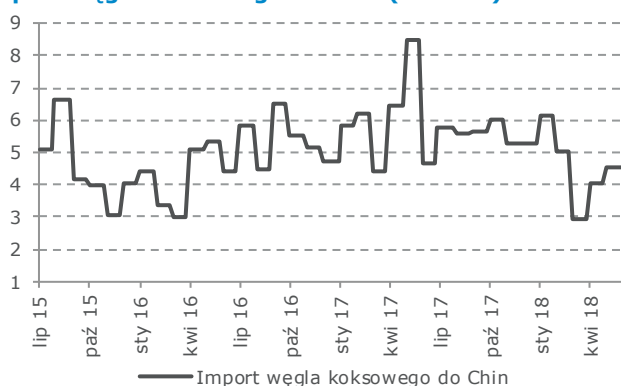


Surowce (stal)

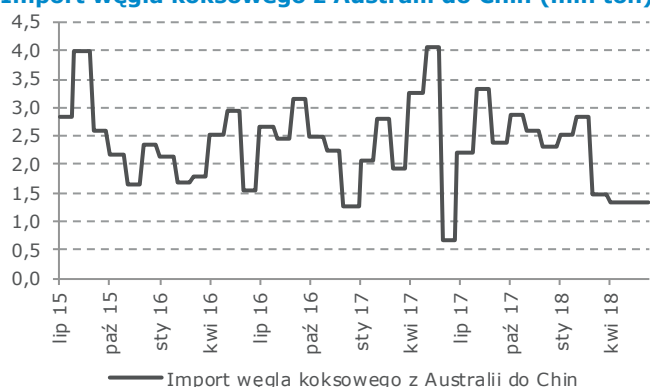
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



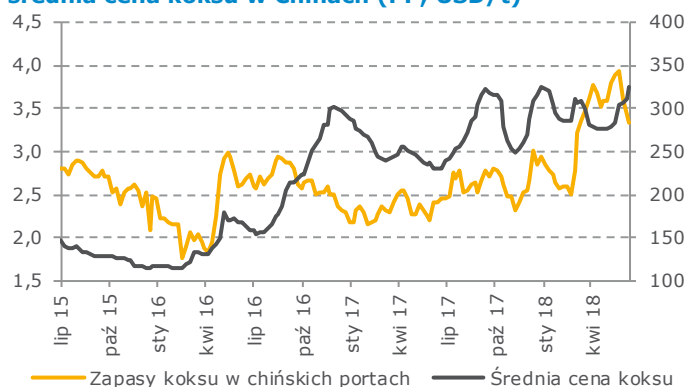
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



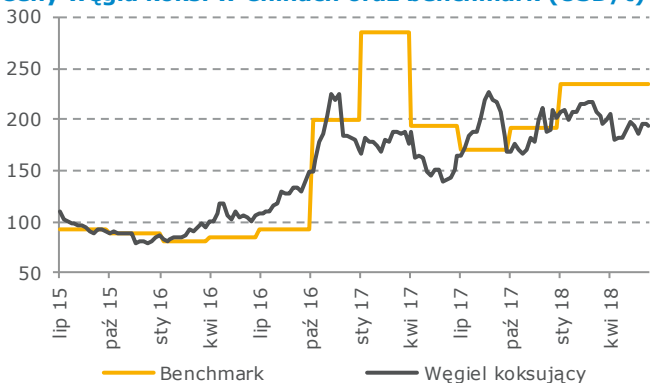
Import węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



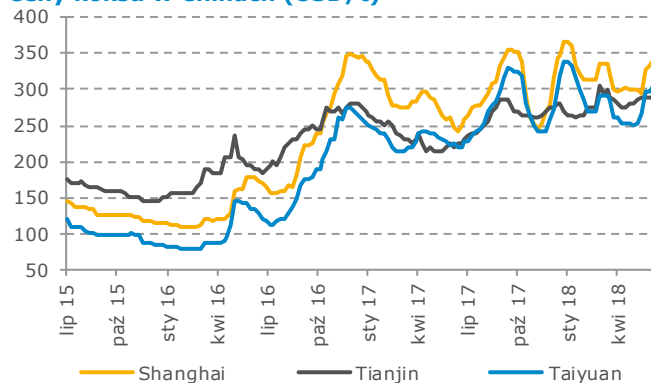
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



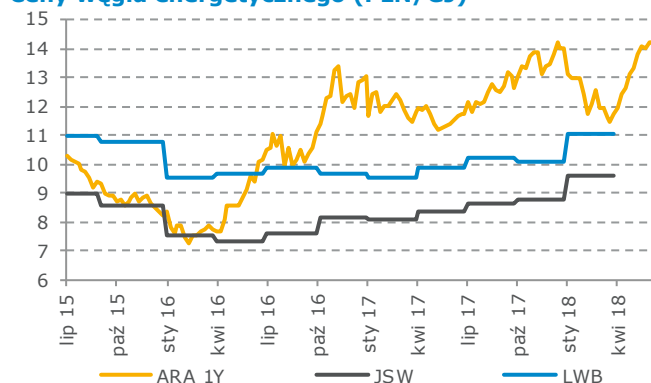
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



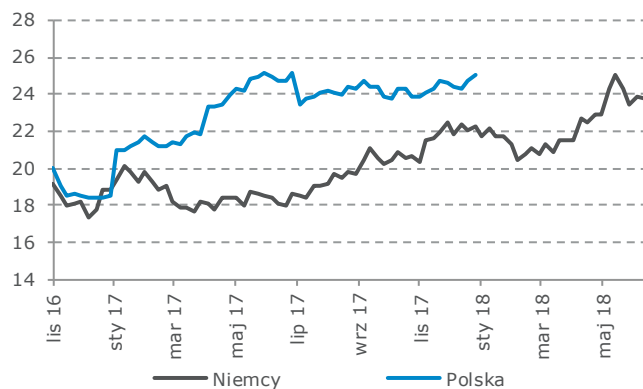
Ceny węgla energetycznego (PLN/GJ)



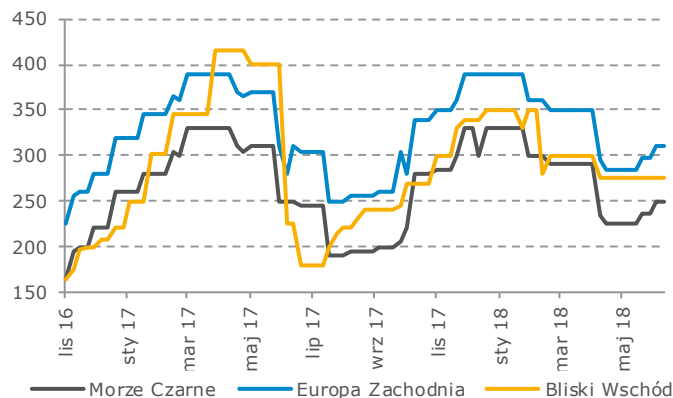
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

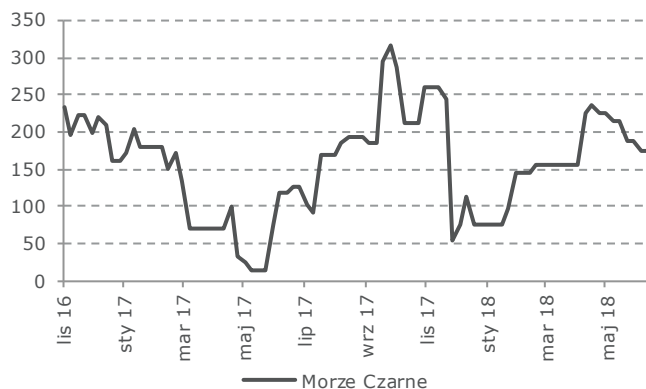
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



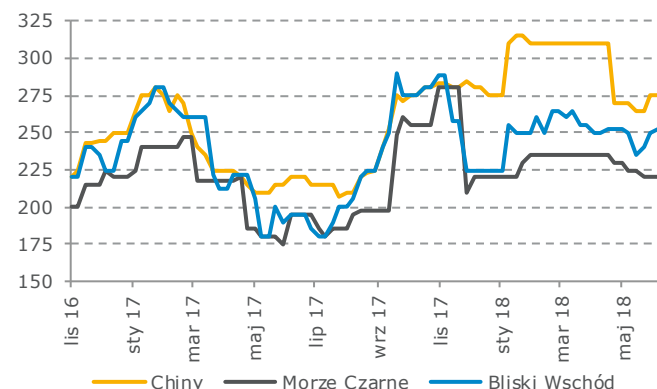
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



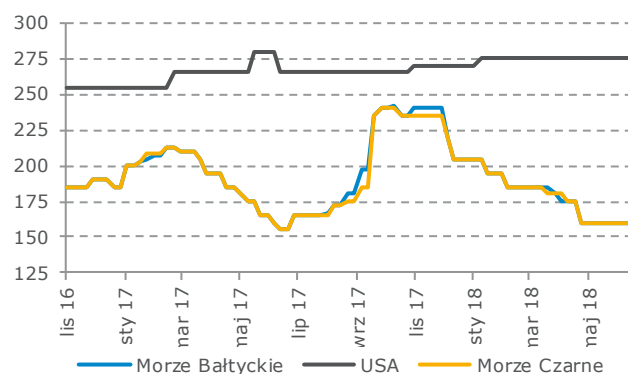
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



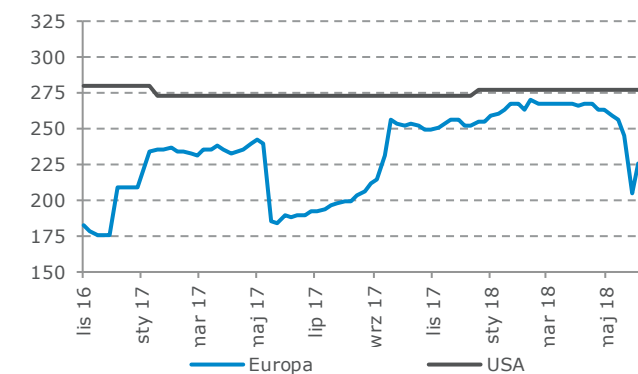
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



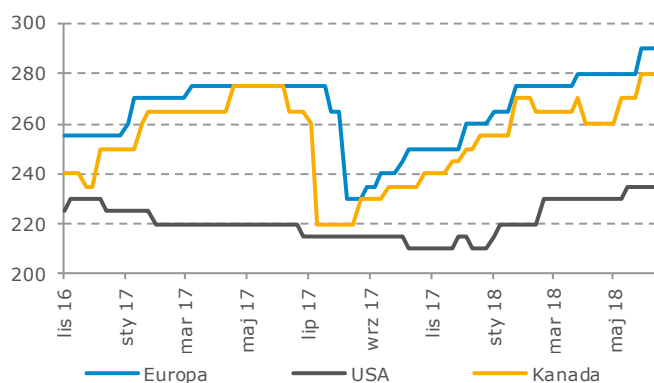
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



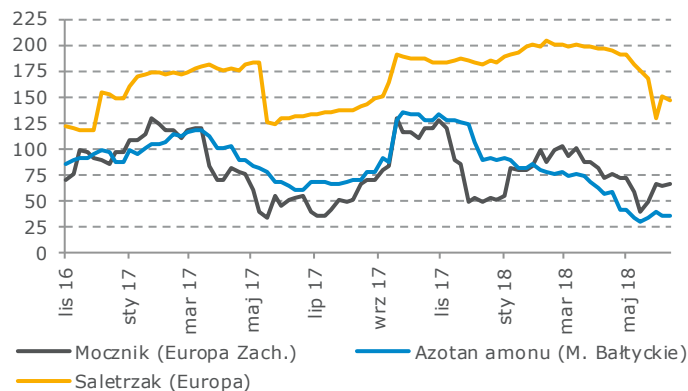
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



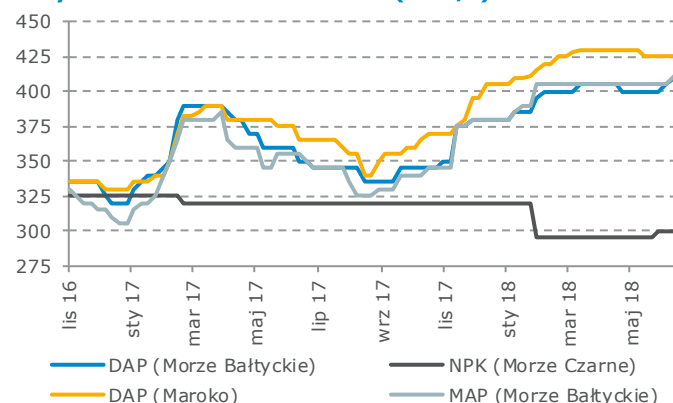
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



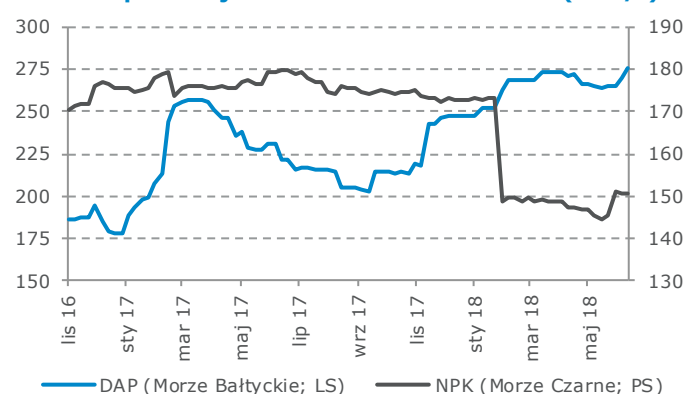
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

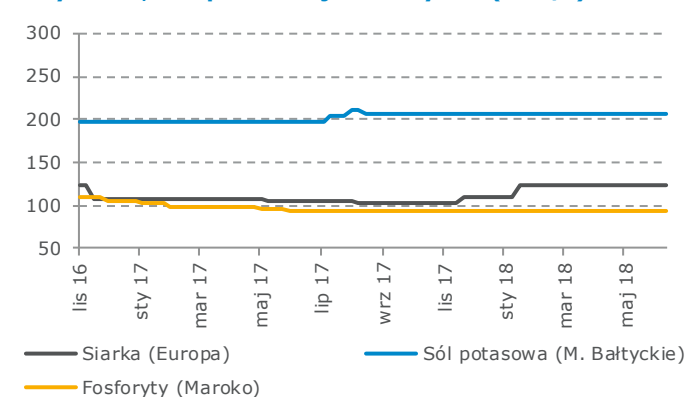
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



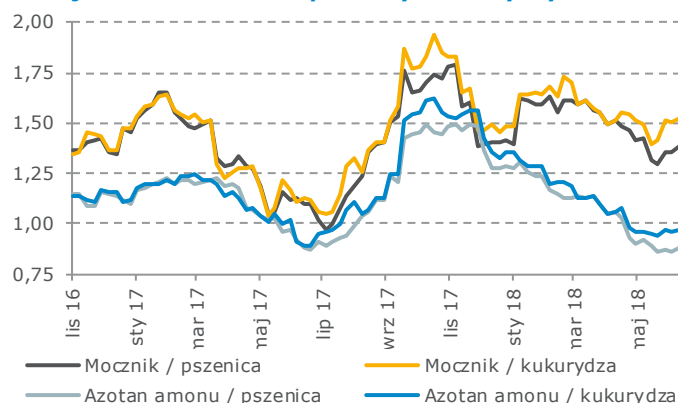
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



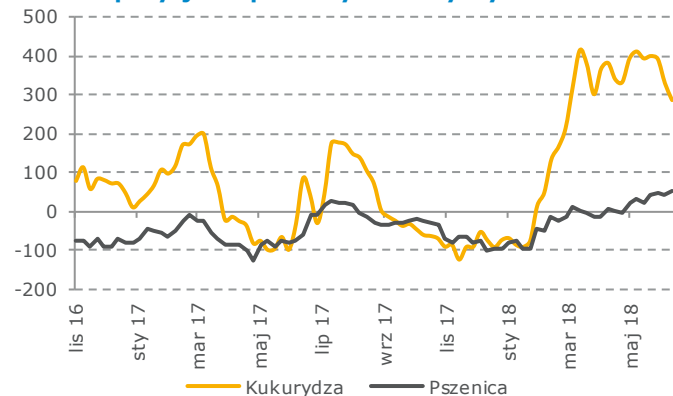
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



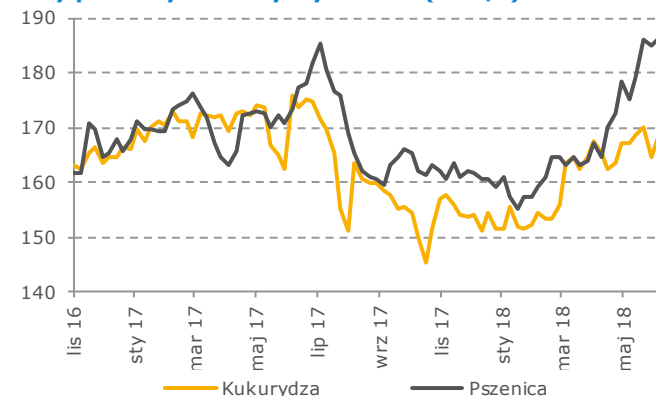
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



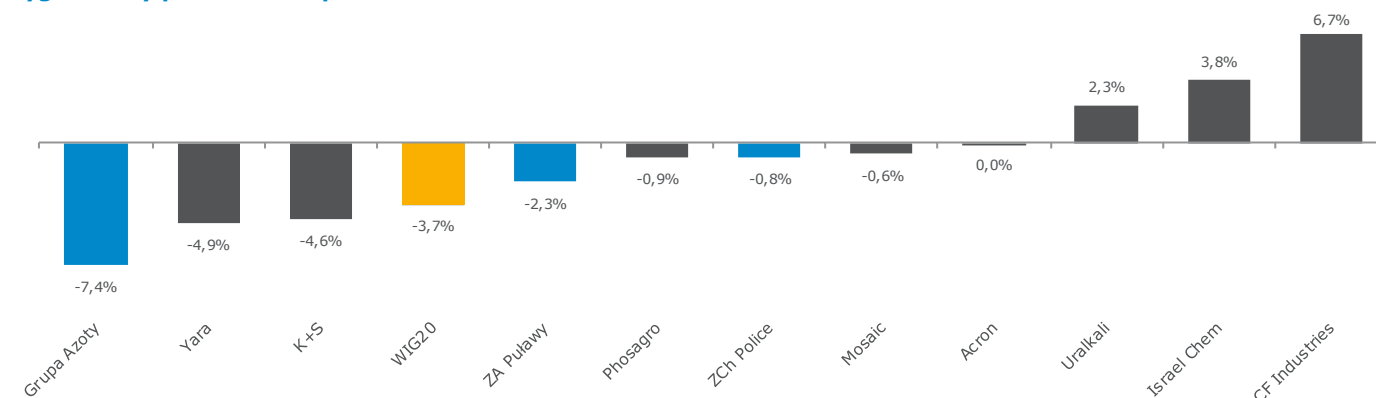
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



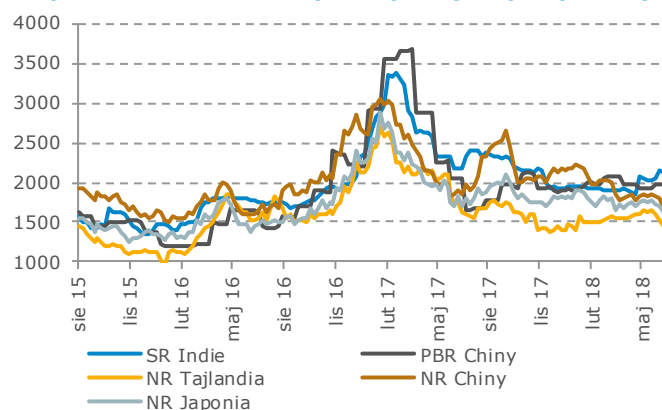
Tygodniowy performance producentów nawozów



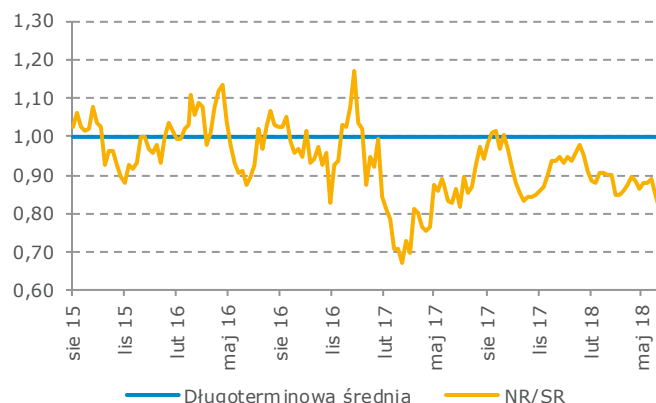
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

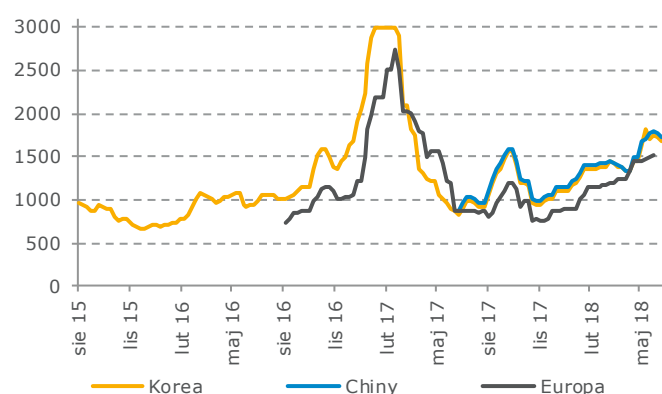
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



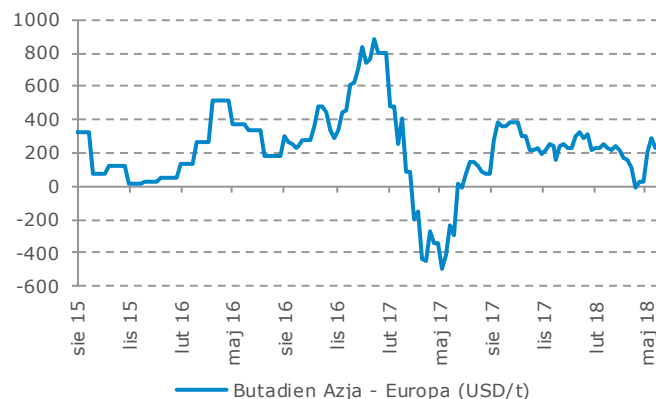
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



Ceny butadienu (USD/t)



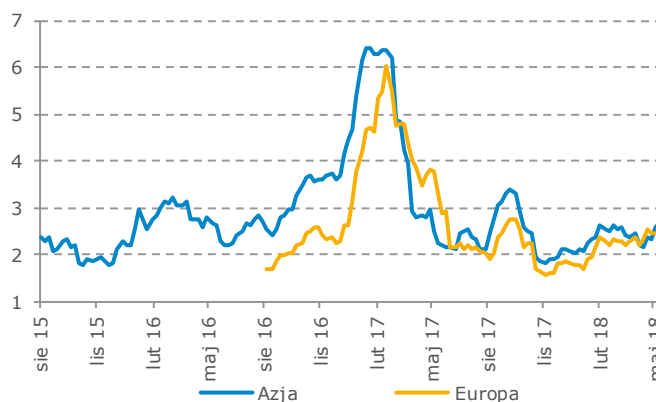
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



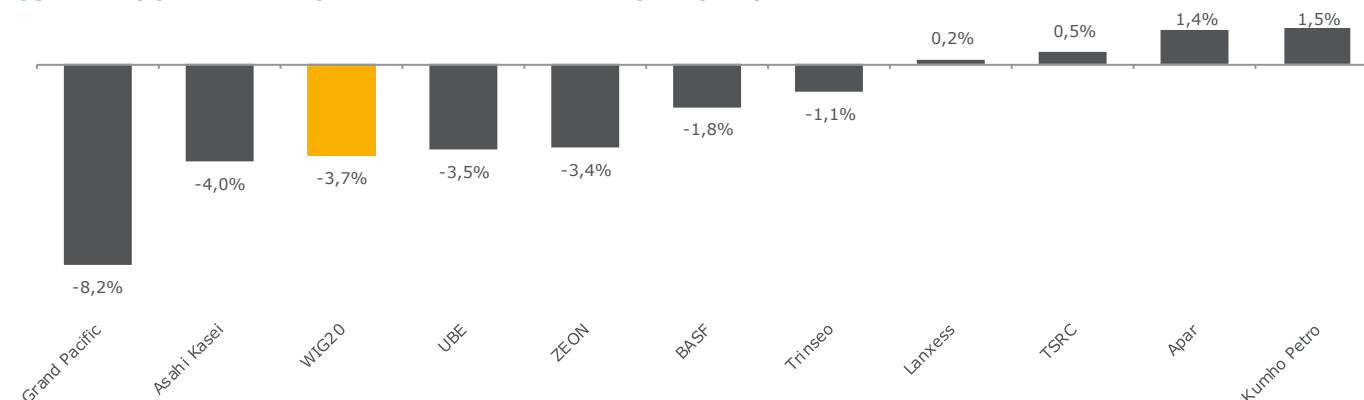
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



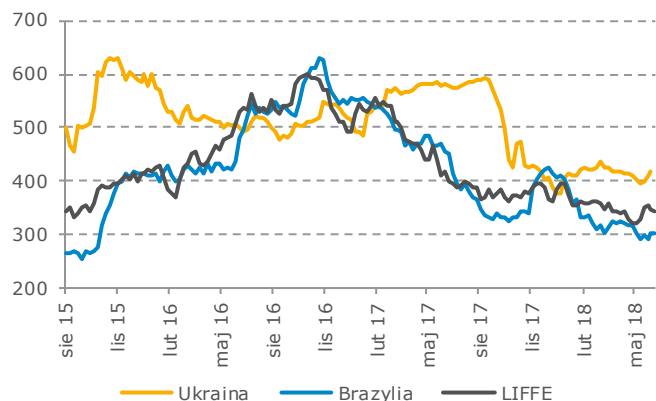
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



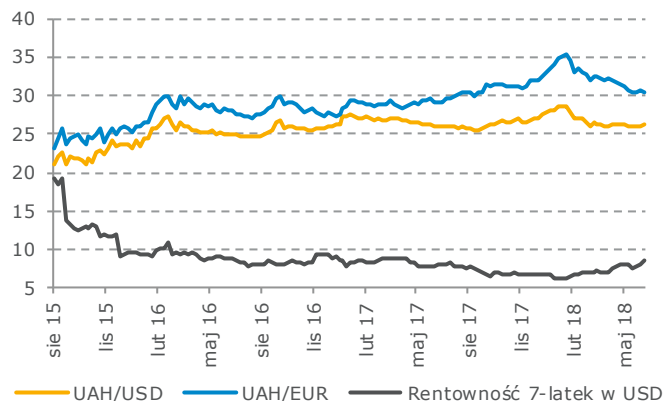
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

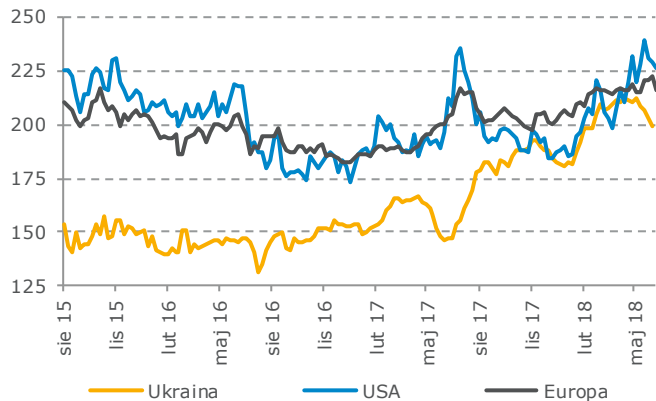
Cena cukru (USD/Mt)



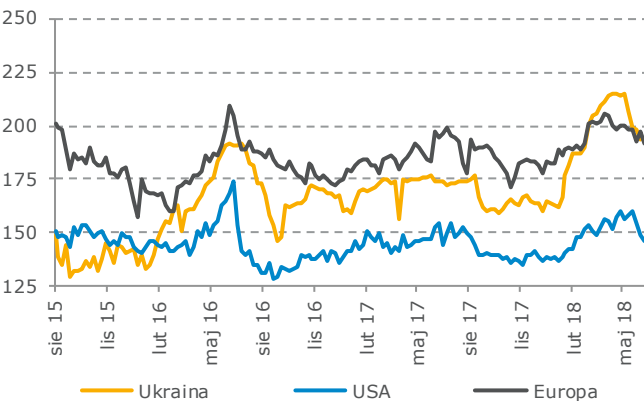
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



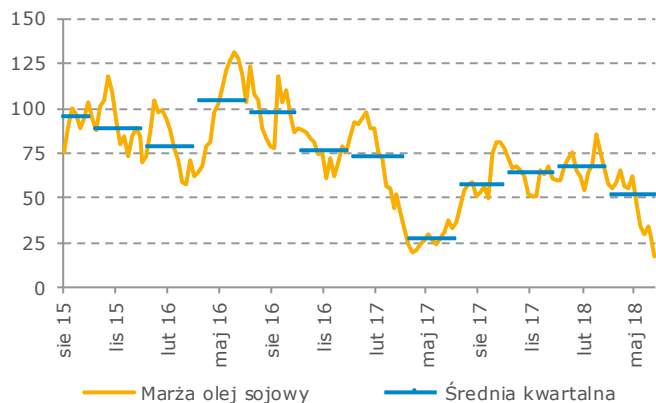
Cena pszenicy (USD/Mt)



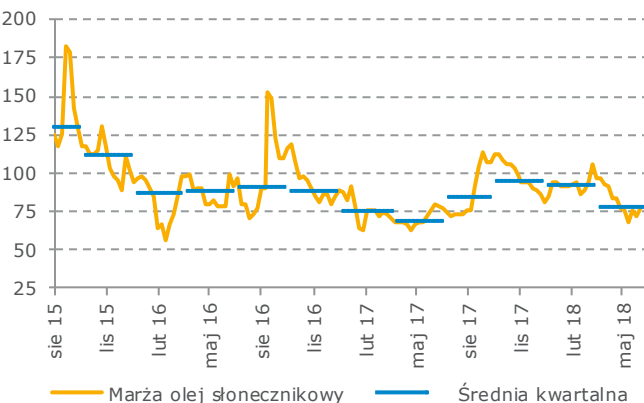
Cena kukurydzy (USD/Mt)



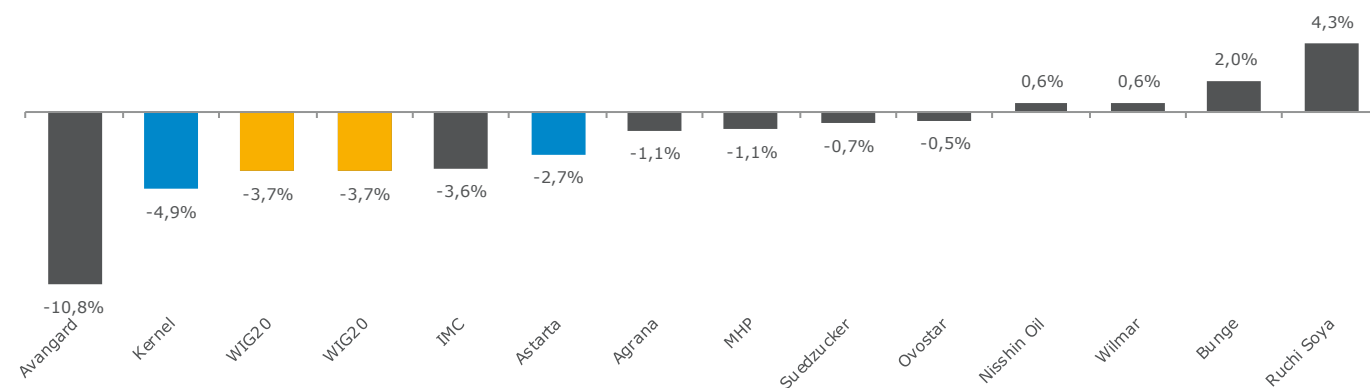
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-06-18)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	551,0	8,4	8,2	7,7	2,2	2,1	2,0	20,8	19,3	17,2	26%	25%	26%	6,0%	4,8%	5,2%
Enea	9,9	4,0	3,5	3,9	0,9	0,8	0,8	4,7	3,7	4,6	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	8,8	3,4	3,3	3,4	0,7	0,6	0,6	4,5	4,4	4,5	20%	19%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,7	3,6	3,4	3,2	1,1	0,9	0,8	5,9	5,8	6,3	29%	25%	24%	0,0%	0,0%	4,3%
Tauron	2,2	3,9	4,4	3,9	0,8	0,8	0,7	2,9	3,6	3,4	20%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	9,8	2,6	2,1	2,3	0,4	0,4	0,4	8,2	3,5	3,9	15%	18%	17%	12,2%	12,2%	12,2%
EDF	11,3	4,7	4,4	4,2	1,0	1,0	1,0	18,2	15,4	13,4	21%	22%	23%	2,7%	3,0%	3,6%
EDP	3,4	9,0	8,5	8,3	2,2	2,1	2,0	15,8	14,5	13,9	25%	25%	25%	5,6%	5,6%	5,6%
Endesa	19,3	7,5	7,3	7,2	1,3	1,3	1,3	14,3	13,9	13,7	18%	18%	18%	7,1%	7,2%	7,4%
Enel	4,8	7,0	6,7	6,5	1,5	1,5	1,5	11,8	10,7	10,1	21%	22%	23%	5,8%	6,6%	6,9%
EON	9,3	6,1	5,9	5,1	0,8	0,8	0,6	14,1	13,2	12,4	13%	13%	12%	4,7%	5,2%	5,6%
Fortum	20,2	12,4	12,4	11,7	3,7	3,6	3,6	21,2	17,4	15,3	30%	29%	30%	5,3%	5,4%	5,4%
Iberdola	6,6	8,9	8,4	7,9	2,3	2,1	2,1	14,0	13,1	12,5	25%	25%	26%	5,1%	5,3%	5,6%
National Grid	8,3	10,2	10,3	9,8	3,4	3,4	3,2	8,1	14,3	13,5	33%	32%	33%	5,4%	5,7%	5,9%
Red Electrica	17,8	9,4	9,1	9,3	7,2	7,0	7,1	13,6	13,1	13,6	77%	77%	77%	5,5%	5,9%	6,0%
RWE	19,9	5,2	5,0	7,4	0,6	0,6	0,8	13,5	11,8	10,1	12%	12%	11%	3,5%	4,2%	4,8%
SSE	13,4	10,2	8,9	8,8	0,7	0,7	0,7	16,5	11,0	11,1	7%	8%	8%	7,0%	7,2%	6,9%
Verbund	28,0	14,2	12,5	11,4	4,3	4,0	3,9	28,7	22,7	19,2	30%	32%	34%	1,5%	1,9%	2,3%
Mediana		7.2	7.0	7.3	1.2	1.1	1.1	13.8	13.1	12.5	22%	23%	23%	5.2%	5.3%	5.5%

Wycena spółek rafineryjnych (2018-06-18)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	55,40	6,2	5,4	4,6	0,5	0,5	0,5	14,9	11,2	9,9	9%	10%	10%	2,9%	2,7%	4,5%
MOL	2652,00	4,6	4,5	4,2	0,6	0,6	0,5	10,1	10,3	8,7	13%	13%	13%	4,8%	2,5%	2,7%
PKN Orlen	82,00	6,6	6,7	5,8	0,4	0,4	0,4	11,9	12,5	10,1	6%	6%	7%	3,7%	4,2%	3,6%
Hellenic Petroleum	7,41	6,0	6,2	6,2	0,5	0,5	0,5	7,7	8,4	8,4	8%	8%	8%	5,0%	5,4%	6,1%
HollyFrontier	74,20	7,9	7,3	7,7	0,9	0,9	0,9	13,4	11,4	12,6	11%	12%	12%	1,8%	1,9%	1,9%
Marathon Petroleum	74,79	7,5	6,4	5,6	0,6	0,6	0,5	15,7	11,7	10,5	8%	9%	10%	2,5%	2,7%	2,9%
Motor Oil	18,96	4,8	5,0	5,0	0,3	0,3	0,3	8,6	9,4	9,6	6%	6%	6%	6,4%	6,5%	6,9%
Neste Oil	66,66	11,0	10,9	10,8	1,2	1,2	1,2	17,8	17,6	17,4	11%	11%	11%	2,8%	2,9%	3,0%
OMV	49,72	4,4	4,3	4,3	1,0	1,0	1,0	9,5	9,5	9,3	23%	23%	23%	3,3%	3,6%	3,8%
Phillips 66	114,94	9,9	8,6	7,7	0,6	0,6	0,6	15,6	12,6	10,6	6%	7%	8%	2,6%	2,8%	3,1%
Saras	2,13	5,2	4,6	4,1	0,2	0,2	0,2	15,2	12,2	10,0	4%	5%	6%	3,5%	4,3%	5,1%
Tesoro	138,38	8,8	7,6	7,1	0,7	0,7	0,7	14,7	11,4	9,5	8%	9%	10%	1,8%	1,9%	2,1%
Tupras	113,40	7,0	6,8	6,2	0,6	0,5	0,5	8,3	7,7	7,1	8%	8%	8%	9,8%	10,2%	11,9%
Valero Energy	116,54	8,5	6,9	6,3	0,5	0,5	0,5	16,4	11,9	10,0	6%	7%	7%	2,7%	3,0%	3,2%
Mediana		6,8	6,6	6,0	0,6	0,5	0,5	14,1	11,4	9,9	8%	8%	9%	3,1%	2,9%	3,4%

Wycena spółek petrochemicznych (2018-06-18)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	82,00	6,6	6,7	5,8	0,4	0,4	0,4	11,9	12,5	10,1	6%	6%	7%	3,7%	4,2%	3,6%
Axiall	109,53	7,3	7,2	6,8	2,0	1,9	1,8	12,1	11,6	10,8	27%	26%	27%	0,8%	0,8%	0,9%
Braskem	49,55	5,7	6,5	7,0	1,2	1,2	1,2	11,8	10,7	21,3	21%	19%	17%	4,5%	2,9%	4,2%
Eastman Chemical	107,83	9,4	9,1	8,7	2,2	2,1	2,0	12,6	11,6	10,6	23%	23%	23%	2,1%	2,1%	2,3%
Huntsman Corp	32,55	7,2	7,0	6,6	1,2	1,1	1,1	10,3	9,9	8,8	16%	16%	17%	1,8%	1,8%	1,8%
LyondellBasell	114,71	7,1	7,4	7,2	1,4	1,3	1,3	10,2	10,5	10,5	19%	18%	18%	3,5%	3,7%	3,8%
Mitsubishi Chemical	948,10	6,2	5,6	5,5	0,8	0,8	0,8	6,4	6,9	6,8	14%	14%	14%	3,4%	3,6%	3,8%
Mitsui Chemicals	2981,00	7,1	6,6	6,3	0,8	0,7	0,7	8,3	7,1	6,9	11%	11%	11%	3,0%	3,3%	3,6%
Westlake Chemical	109,53	7,3	7,2	6,8	2,0	1,9	1,8	12,1	11,6	10,8	27%	26%	27%	0,8%	0,8%	0,9%
Mediana		7.1	7.0	6.8	1.2	1.2	1.2	11.8	10.7	10.5	19%	18%	17%	3.0%	2.9%	3.6%

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

Wycena spółek gazowych (2018-06-18)

	EV/EBITDA				EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	5,74	3,9	3,6	3,2	0,9	0,8	0,7	7,9	7,5	7,5	23%	22%	22%	4,4%	5,1%	5,4%
A2A	1,47	6,7	6,5	6,3	1,4	1,4	1,4	12,2	12,4	11,9	21%	21%	21%	4,6%	5,1%	5,3%
BG Group	25,59	5,8	5,7	5,7	1,0	1,0	1,0	12,4	11,4	11,1	17%	17%	17%	5,5%	5,6%	5,7%
BP	5,72	5,4	5,2	5,1	0,7	0,7	0,7	14,7	14,0	13,3	13%	13%	15%	5,3%	5,4%	5,5%
Centrica	1,52	5,4	5,4	5,3	0,4	0,4	0,4	11,1	11,5	11,2	8%	8%	8%	7,9%	7,4%	7,3%
Enagas	24,44	10,4	10,6	10,3	8,1	8,3	8,2	13,2	13,6	12,6	78%	78%	79%	6,2%	6,5%	6,8%
Endesa	19,27	7,5	7,3	7,2	1,3	1,3	1,3	14,3	13,9	13,7	18%	18%	18%	7,1%	7,2%	7,4%
Engie	13,25	6,5	6,1	5,9	1,0	0,9	0,9	13,1	11,9	11,1	15%	15%	16%	5,6%	6,0%	6,4%
Eni	15,53	3,8	3,7	3,6	0,9	0,9	0,9	13,9	13,0	13,0	24%	25%	25%	5,3%	5,4%	5,5%
Equinor	215,10	3,5	3,4	3,2	1,3	1,3	1,2	14,3	13,8	13,3	38%	39%	39%	3,5%	3,6%	3,8%
Gas Natural SDG	21,70	8,8	8,3	8,0	1,6	1,6	1,5	17,0	15,8	15,1	18%	19%	19%	4,8%	5,2%	5,1%
Gazprom	136,52	2,7	2,7	2,5	0,7	0,7	0,6	3,2	3,3	3,2	26%	25%	26%	6,3%	7,0%	8,1%
Hera	2,62	6,8	6,8	6,6	1,2	1,2	1,2	14,8	14,7	14,3	18%	18%	18%	3,8%	3,9%	4,1%
NovaTek	135,30	12,0	12,0	10,9	4,1	3,9	3,7	12,0	10,1	9,1	34%	33%	34%	2,0%	2,5%	2,6%
ROMGAZ	36,50	4,4	4,1	3,7	2,4	2,3	2,0	8,9	8,0	7,4	56%	57%	55%	10,0%	11,1%	11,7%
Shell	29,21	5,8	5,7	5,7	1,0	1,0	1,0	12,6	11,5	11,2	17%	17%	17%	5,5%	5,6%	5,7%
Snam	3,45	11,2	11,3	11,1	9,0	9,0	9,0	12,2	12,1	11,9	80%	80%	81%	6,4%	6,6%	6,7%
Total	52,23	5,5	5,2	5,2	1,0	1,0	1,0	11,8	11,1	11,1	18%	18%	18%	5,0%	5,2%	5,4%
Mediana		5.8	5.7	5.7	1.1	1.1	1.1	12.5	12.0	11.6	20%	20%	20%	5.4%	5.5%	5.6%

Wycena spółek wydobywczych (2018-06-18)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	2652,00	4,8	4,8	4,8	0,7	0,6	0,6	7,5	7,1	6,8	14%	13%	13%	4,0%	3,9%	4,1%
Bashneft	2129,00	2,5	2,4	2,3	0,6	0,6	0,5	4,4	4,1	4,3	23%	24%	23%	11,3%	15,9%	15,1%
BP	5,72	5,4	5,2	5,1	0,7	0,7	0,7	14,7	14,0	13,3	13%	13%	15%	5,3%	5,4%	5,5%
Dana Gas	1,08	8,5	7,8	-	4,3	4,0	-	29,2	-	-	51%	51%	-	6,5%	8,3%	-
Eni	15,53	3,8	3,7	3,6	0,9	0,9	0,9	13,9	13,0	13,0	24%	25%	25%	5,3%	5,4%	5,5%
Equinor	215,10	3,5	3,4	3,2	1,3	1,3	1,2	14,3	13,8	13,3	38%	39%	39%	3,5%	3,6%	3,8%
Gazprom Neft	322,00	4,1	4,2	4,2	1,0	0,9	0,9	4,7	4,7	4,5	23%	22%	22%	5,8%	6,9%	8,1%
Gulf Keystone	2,12	4,6	4,0	2,6	2,8	2,6	2,0	12,5	9,2	5,4	62%	64%	75%	-	-	-
Lukoil	4045,50	3,5	3,7	3,6	0,5	0,5	0,5	5,4	5,7	5,5	15%	14%	15%	5,8%	6,2%	6,6%
Occidental Petroleum	83,79	7,7	7,3	7,3	4,4	4,2	4,2	17,9	17,5	18,7	57%	58%	58%	3,7%	3,8%	3,8%
Repsol	16,68	5,3	5,3	5,1	0,8	0,8	0,8	10,4	10,2	9,8	15%	14%	15%	5,5%	5,6%	5,8%
Rosneft Oil	387,00	4,6	4,4	4,1	1,1	1,0	1,0	7,5	6,9	6,3	23%	23%	24%	5,4%	7,0%	7,9%
Shell	29,21	5,8	5,7	5,7	1,0	1,0	1,0	12,6	11,5	11,2	17%	17%	17%	5,5%	5,6%	5,7%
Surgutneftgas	31,26	-	-	-	-	-	-	3,3	3,8	3,7	-	-	-	6,3%	6,6%	6,5%
Total	52,23	5,5	5,2	5,2	1,0	1,0	1,0	11,8	11,1	11,1	18%	18%	18%	5,0%	5,2%	5,4%
Tullow Oil	2,31	6,0	5,5	5,4	4,3	4,1	4,0	10,8	10,7	10,7	72%	74%	74%	0,1%	0,8%	1,3%
Mediana		4,8	4,8	4,5	1,0	1,0	0,9	11,3	10,2	9,8	23%	23%	22%	5,4%	5,6%	5,6%

Wycena spółek surowcowych (2018-06-18)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	81,90	2,2	2,6	3,3	0,8	0,8	0,9	4,2	5,8	8,4	38%	32%	28%	0,0%	9,5%	8,6%
KGHM	87,00	4,2	3,2	2,9	1,1	0,8	0,8	7,2	5,6	5,5	25%	27%	26%	0,0%	3,5%	6,2%
LW Bogdanka*	53,50	2,9	2,6	2,6	1,0	0,9	0,9	11,8	8,1	7,7	33%	35%	35%	3,9%	3,8%	3,2%
Anglo American	17,33	4,6	5,1	5,1	1,5	1,5	1,5	9,4	11,0	11,0	33%	30%	29%	4,7%	4,2%	4,3%
Antofagasta	10,20	5,9	5,4	5,2	3,1	2,9	2,8	16,9	14,9	15,3	53%	54%	54%	2,9%	2,9%	2,8%
BHP Billiton	16,79	6,0	6,2	6,5	3,2	3,3	3,3	13,5	14,3	15,9	54%	53%	52%	5,2%	4,7%	4,6%
Freeport-McMoRan	16,80	4,7	6,9	4,7	1,9	2,3	1,9	8,5	14,3	9,4	40%	33%	41%	1,2%	1,7%	3,3%
Glencore	3,81	5,7	5,7	5,7	0,5	0,5	0,4	10,3	10,8	11,3	8%	8%	8%	4,4%	4,5%	5,0%
Grupo Mexico	58,46	5,6	5,2	5,0	2,7	2,5	2,4	10,9	10,0	9,3	48%	48%	48%	4,1%	4,9%	6,5%
Kazakhmys	9,14	5,5	5,3	5,3	3,2	3,1	3,1	8,4	7,9	7,8	59%	58%	58%	0,6%	1,0%	1,3%
Rio Tinto	42,58	6,0	6,4	6,6	2,8	2,9	2,9	11,8	13,3	13,5	47%	45%	43%	5,4%	4,8%	4,6%
Southern CC	48,60	10,3	9,6	9,3	5,5	5,1	4,9	18,4	17,2	16,9	54%	54%	53%	2,1%	2,6%	3,1%
Mediana		5,5	5,4	5,2	2,3	2,4	2,2	10,6	10,9	10,2	43%	40%	42%	3,4%	4,0%	4,4%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	342,00	8,5	8,4	8,2	1,3	1,3	1,3	11,9	12,0	11,7	15%	16%	16%	7,0%	6,7%	6,6%
Alcoa	45,78	3,5	3,9	4,7	0,8	0,8	0,9	10,2	10,5	12,7	23%	22%	18%	-	0,1%	0,2%
Constellium	12,25	7,2	6,7	6,4	0,6	0,6	0,6	18,1	9,6	8,0	8%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	113,49	10,0	8,9	8,3	1,3	1,3	1,3	17,4	14,7	14,2	13%	14%	15%	1,9%	2,0%	2,1%
Norsk Hydro	53,14	6,0	5,3	5,0	0,7	0,7	0,7	13,8	11,7	10,6	12%	14%	14%	3,3%	3,6%	4,1%
Rusal	2,26	5,1	4,9	5,0	1,1	1,1	1,1	2,7	2,5	2,6	22%	22%	22%	8,7%	9,4%	9,4%
Mediana		6.6	6.0	5.7	1.0	1.0	1.0	12.8	11.1	11.1	14%	15%	15%	5.1%	3.6%	4.1%

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

Wycena spółek nawozowych (2018-06-18)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	42,60	5,4	5,8	6,3	0,6	0,6	0,7	14,2	14,6	13,7	11%	11%	11%	2,8%	2,1%	2,1%
ZA Police*	17,70	9,6	6,9	5,6	0,8	0,7	0,7	29,5	14,0	9,7	8%	10%	12%	3,0%	2,8%	2,8%
ZCh Puławy*	111,00	4,2	3,4	3,1	0,5	0,5	0,5	12,4	8,9	8,0	11%	14%	15%	6,4%	7,8%	8,0%
Acron	4239,00	8,1	7,5	7,1	2,6	2,4	2,2	11,0	9,3	8,7	32%	32%	32%	7,2%	7,6%	8,0%
CF Industries	45,95	13,5	11,0	10,5	4,1	3,8	3,7	46,4	25,3	19,8	31%	34%	35%	2,6%	2,6%	2,7%
Israel Chemicals	17,37	7,6	7,3	6,9	1,5	1,5	1,4	14,5	13,0	11,9	20%	20%	21%	3,5%	7,5%	8,1%
K+S	22,00	8,5	7,5	6,9	1,7	1,7	1,6	16,7	12,4	10,9	20%	22%	23%	2,6%	3,5%	3,7%
Phosagro	2295,00	6,1	6,1	5,5	2,0	1,9	1,8	10,2	10,4	8,2	32%	32%	33%	5,3%	5,8%	6,5%
The Mosaic Company	29,25	9,1	8,3	7,6	1,7	1,6	1,6	20,6	16,0	12,7	19%	20%	21%	0,3%	0,4%	0,8%
Uralkali	105,50	5,8	5,8	-	3,0	3,1	-	5,4	5,7	-	53%	53%	-	-	-	-
Yara International	343,50	68,3	52,9	45,7	9,4	8,4	8,0	100+	98,1	80,2	14%	16%	17%	0,3%	0,5%	0,6%
Mediana		8,1	7,3	6,9	1,7	1,7	1,6	14,3	13,0	11,4	20%	20%	21%	2,9%	3,2%	3,3%

Wycena spółek spożywczych (2018-06-18)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	40,30	3,2	3,6	-	1,1	1,0	1,0	3,4	3,3	3,0	33%	27%	-	-	-	-
IMC*	12,20	3,4	2,9	-	1,3	1,3	-	4,0	-	-	39%	43%	-	7,0%	-	-
Kemel	49,00	7,0	4,7	3,6	0,6	0,5	0,5	10,7	5,5	4,1	9%	12%	13%	1,8%	2,9%	7,4%
Ovostar*	96,50	4,8	4,1	-	1,4	1,3	-	5,6	-	-	29%	31%	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	95,40	7,1	7,8	7,2	0,7	0,7	0,7	10,6	14,4	12,7	10%	9%	9%	4,7%	4,6%	4,8%
Bunge Limited	71,08	9,0	8,8	8,6	0,4	0,4	0,4	13,1	12,6	11,8	4%	4%	4%	2,7%	2,9%	3,1%
Cosan	34,97	4,0	3,7	3,3	0,4	0,3	0,3	10,9	9,8	7,9	9%	9%	9%	5,4%	4,4%	6,7%
MHP	13,20	5,2	4,9	4,4	1,7	1,5	1,3	5,4	5,0	4,2	33%	31%	31%	5,7%	5,9%	6,1%
Nisshin Oillio	3320,00	10,5	9,1	8,5	0,5	0,5	0,5	16,3	16,7	15,7	5%	5%	5%	1,8%	1,8%	2,0%
Suedzucker	14,91	6,1	8,6	7,2	0,7	0,7	0,7	14,9	43,2	19,7	11%	8%	9%	3,0%	1,7%	2,2%
Wilmar Int.	3,28	13,0	12,1	12,1	0,7	0,7	0,6	13,2	11,9	10,9	6%	6%	5%	3,1%	3,4%	3,5%
Mediana		6,1	4,9	7,2	0,7	0,7	0,6	10,7	11,9	10,9	10%	9%	9%	3,1%	3,1%	4,1%

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 jakiejkolwiek 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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