

wtorek, 11 września 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

Na rynku energii obserwujemy efekt panicznych zakupów, zarówno klientów końcowych jak i sprzedawców zabezpieczających swoje portfele. Drożący węgiel (kontrakt ARA 95 USD/t), a przede wszystkim CO₂ (25 EUR/t) windują ceny w kontraktach rocznych na nowe szczyty. Na rynku niemieckim benchmark zbliża się już do 57 EUR/MWh, a w Polsce wczorajszy odczyt na TGE sięgnął 295 PLN/MWh. Warto w tym miejscu odnotować, że w tym otoczeniu rozszerzają się marże wytwórców, z najbardziej emisyjnymi blokami na węgiel brunatny włącznie, nie wspominając o nowych efektywnych elektrowniach węglowych (przykładowo dla zintegrowanych pionowo Koźienic spread na przestrzeni ostatniego miesiąca wzrósł o 40 PLN/MWh, co oznacza dodatkowy strumień EBITDA rządu 0,3 mld PLN). Rynek obawia się wciąż, że skokowe wzrosty cen obciążą marże w segmencie obrotu, ale naszym zdaniem prawdopodobne straty na gospodarstwach domowych zostaną odrobione na klientach komercyjnych, szczególnie że wszystko wskazuje na to, że konkurencja w tej grupie znacznie zelżeje po bankructwach alternatywnych dostawców (wczoraj pisaliśmy w komentarzu porannym o przypadku spółki Energia dla firm). Poza tym założenie, iż spółki obrotu w ogóle nie podniosą cen w taryfie G (Prezes URE zapowiedział ostatnio, że widzi przesłanki do takich podwyżek) jest naszym zdaniem nierealistyczne zarówno z uwagi na potencjalną odpowiedzialność zarządów, jak i obserwowane już teraz podwyżki cenników dla klientów spoza reżimu URE.

Rynek paliwowy

Ceny Brent zbliżają się już do 80 USD/Bbl napędzane obawami o równowagę rynku przy ubytku wolumenów z Iranu i Wenezueli. W takim otoczeniu marże rafinerijne wciąż są pod presją, a benchmark spadł w okolice 4 USD/Bbl. Rentowność jest infekowana głównie przez ciężkie frakcje i koszty zużycia własnych, ale również przez crack benzynowy, który w Europie jest dodatkowo obniżany przez wysoki spread Brent/WTI, rzędu 10 USD (z tego względu mocno obniżyła się premia w cenie tego produktu pomiędzy USA i Europą). Negatywne tendencje obserwujemy również w przypadku marży petrochemicznej, która po okresie „odpoczynku” wróciła do spadków, zarówno w przypadku olefin jak i polimerów. Problemem dla sektora są również kolejne maksima na cenach gazu, a jedynym pocieszeniem jest lekkie odbicie na dyferencjale Ural/Brent.

Rynek metali

Ilość pozycji spekulacyjnych na metalach ogółem (przemysłowych i szlachetnych) spadła do poziomu poniżej 750 tys. sztuk (praktycznie minima w ostatnich dwóch latach). Dlatego też na rynku pojawiają się coraz częstsze opinie o tym, że ceny metali są obecnie mocno „wyprzedane”. Naszym zdaniem warto zwrócić uwagę na spadające kolejny tydzień monitorowane zapasy miedzi (-2,9% t/t w ubiegłym tygodniu na wszystkich giełdach).

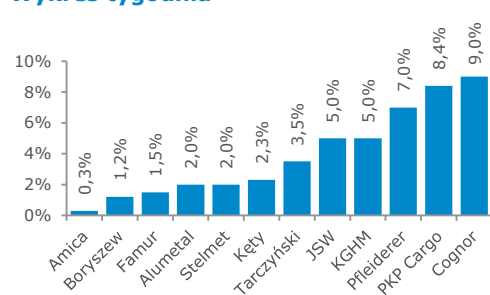
Rynek agro

Ceny gazu ziemnego doszły w ubiegłym tygodniu do 28 EUR/mwh, co znów zaczęło uderzać w marże realizowane na produkcji nawozów saletranych i wieloskładnikowych. Ceny nawozów zachowują się stabilnie mimo osłabienia walut krajów rynków wschodzących, ale to i tak za mało, żeby zrekomensować rosnące ceny surowców energetycznych.

Rynek węgla koksowego

Cena koksu w Chinach doszły do poziomu ponad 350 USD/t (nowe rekordy w ostatnich latach). Przyczyną są obawy o produkcję w Chinach przy aktualnie trwających kontrolach środowiskowych koksowni. Różnica między cenami koksu i węgla koksowego wzrosła do nowego rekordu (obecnie 168 USD/t).

Wykres tygodnia



Udział kosztów energii elektrycznej w kosztach wytworzenia

Cena energii elektrycznej może być w 2019 roku wyższa o 70 PLN/MWh (+30-40%). Największą ekspozycję na koszty energii w spółkach mają COG, PKP, PFL, KGH i JSW. Dodatkowym problemem są rosnące ceny certyfikatów CO₂. W ATT te mogą oznaczać wzrost kosztów w 2019 roku o ponad 100 mln PLN, natomiast w CIE mniej niż 50 mln PLN (spółka wcześniej dokonała zakupów).

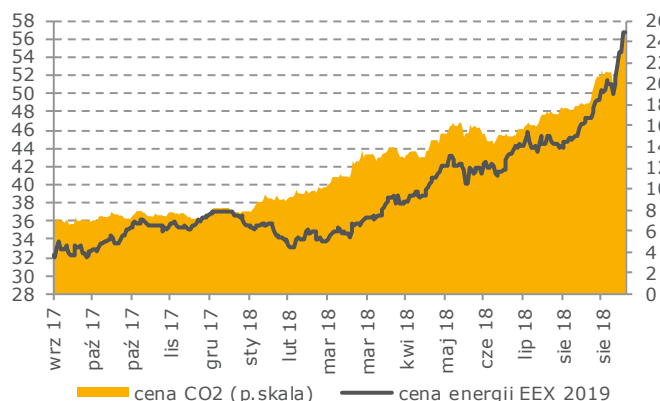
Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
JSW	-17,6%	-35%
Grupa Azoty	-16,5%	-53%
Tauron	-14,6%	-45%
Enea	-14,5%	-36%
LW Bogdanka	-14,5%	-26%
Boryszew	-12,6%	-40%
Energia	-11,7%	-39%
ZCh Police	-8,3%	-18%
ZE PAK	-8,0%	-42%
KGHM	-7,8%	-23%
PGE	-5,7%	-29%
OMV	-4,2%	-13%
Kernel	-4,2%	+1%
ZA Puławy	-4,0%	-36%
Kęty	-2,7%	-4%
Astarta	-1,9%	-38%
Impexmetal	-1,3%	-9%
IMC	-0,5%	+1%
PGNiG	+0,5%	-6%
Unipetrol	+0,5%	+2%
Tarczyński	+1,7%	+22%
PKN Orlen	+2,2%	-1%
MOL	+2,7%	+2%
CEZ	+3,7%	+25%
Lotos	+5,5%	+28%
Tupras	+5,5%	+15%
Orzeł Biały	+16,8%	-6%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-4,1%	-9%
Chemia	-13,0%	-36%
Energia	-8,2%	-31%
Paliwa	+2,3%	+1%
Spożywczy	-3,7%	-8%
Surowce	-10,3%	-25%
Ukraina	-2,6%	-14%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-5,7%	-8%
Oil & Gas E&P	-4,3%	+2%
Refining EU	-1,9%	+11%
Refining US	-2,0%	+24%
Agri & Food	-1,3%	-1%
Kauczuki	-3,7%	-9%
Nawozy	-2,3%	+13%
Chemicals EU	-3,3%	-3%
Industrials EU	-1,8%	+1%
Petchem World	-2,8%	+1%
Utilities EU	+1,3%	+4%
Utilities US	+1,7%	+5%

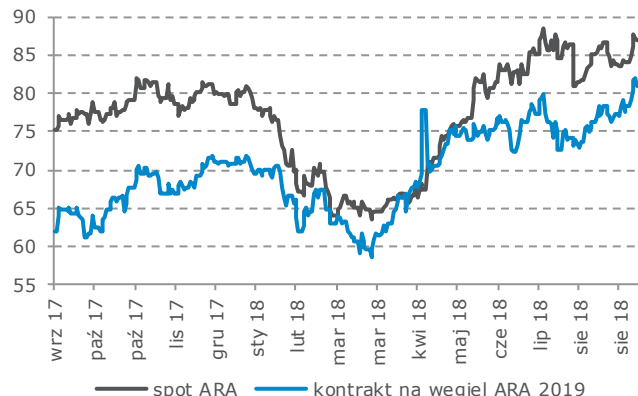
Źródło: Bloomberg

Energetyka

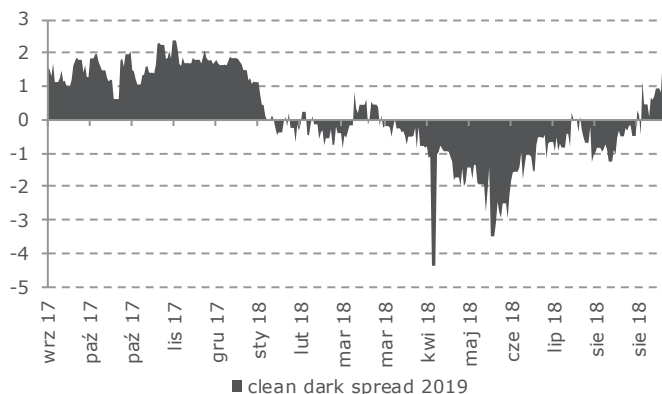
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



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



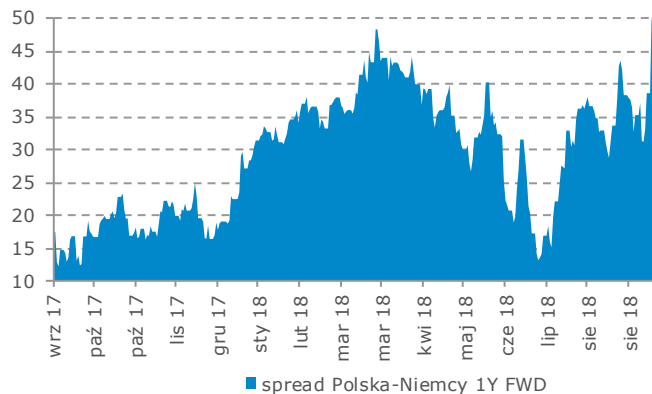
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



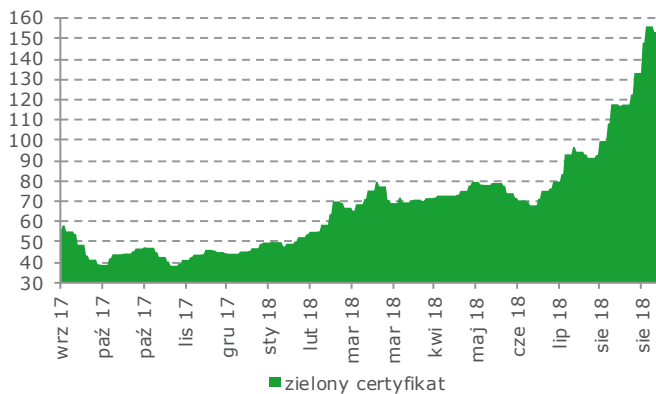
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



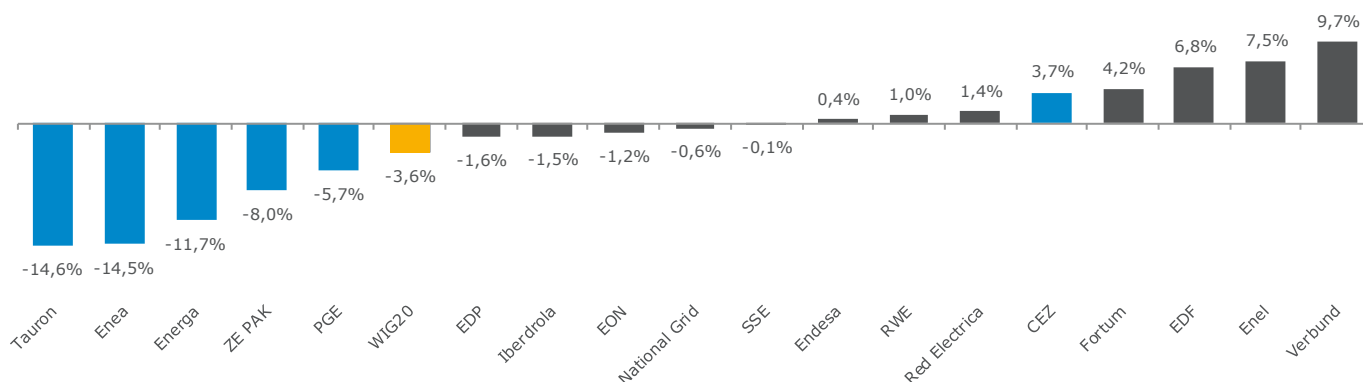
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



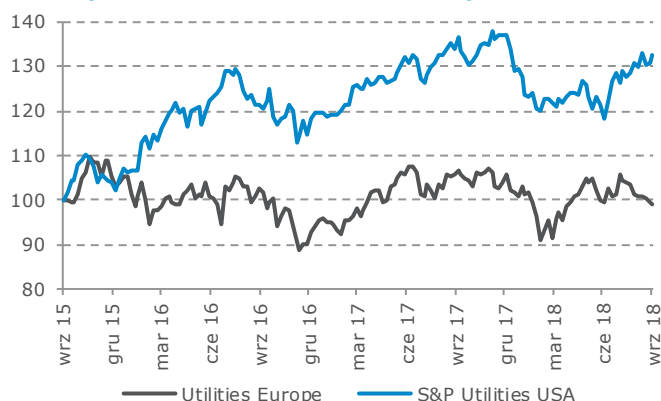
Tygodniowy performance spółek energetycznych



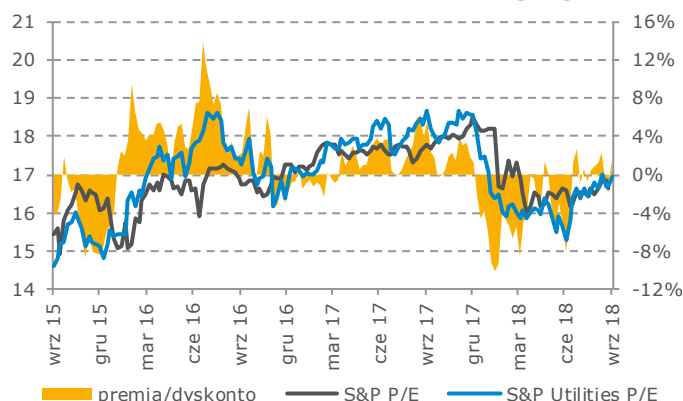
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

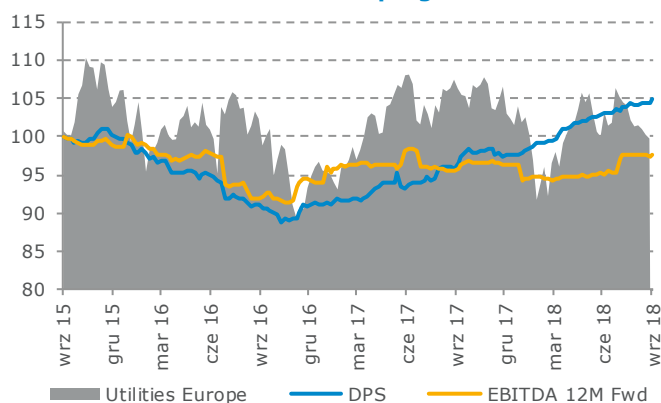
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



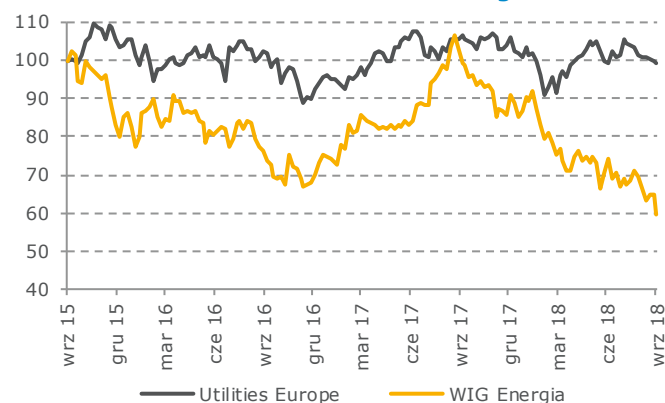
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



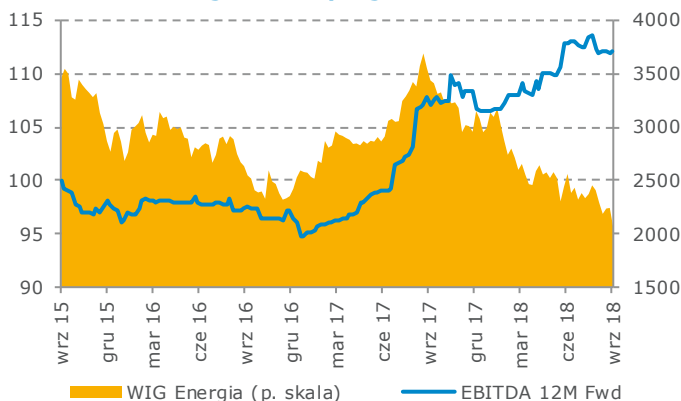
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



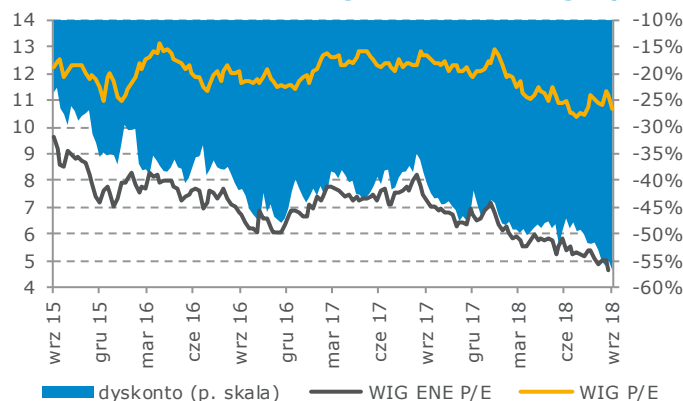
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



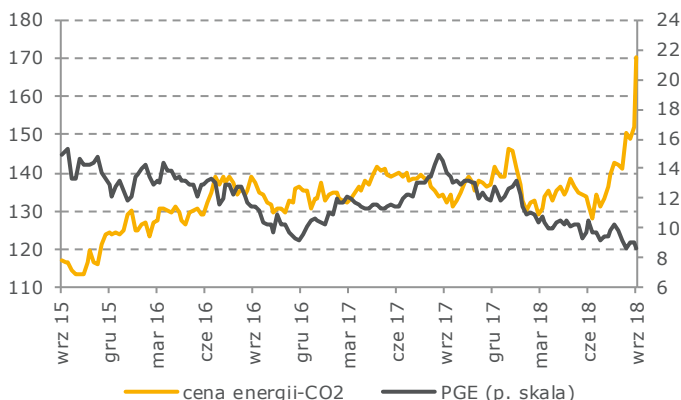
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



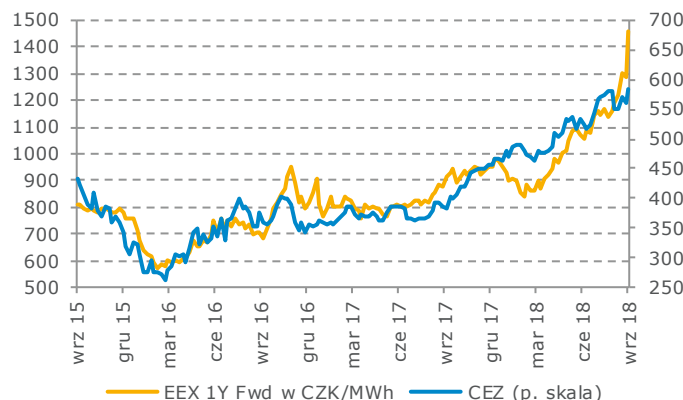
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



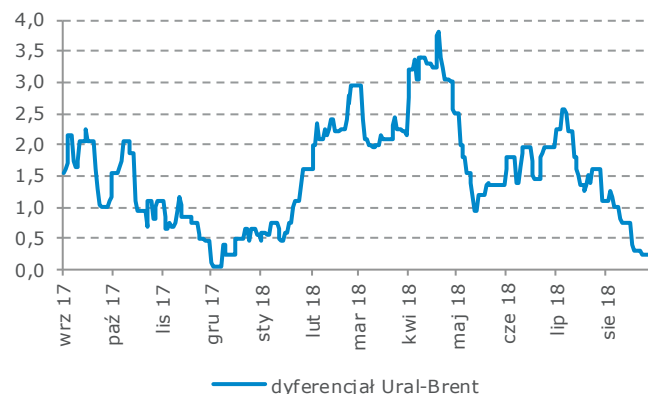
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

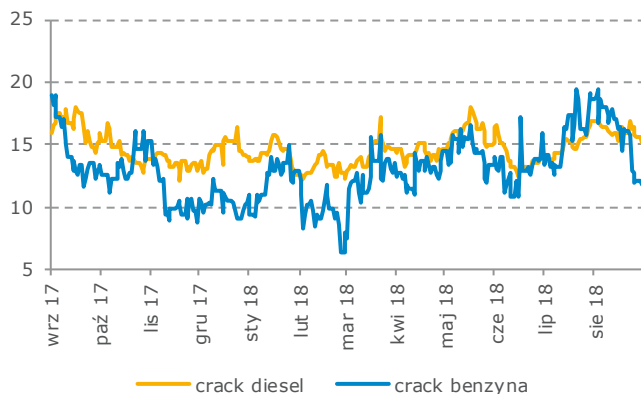
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



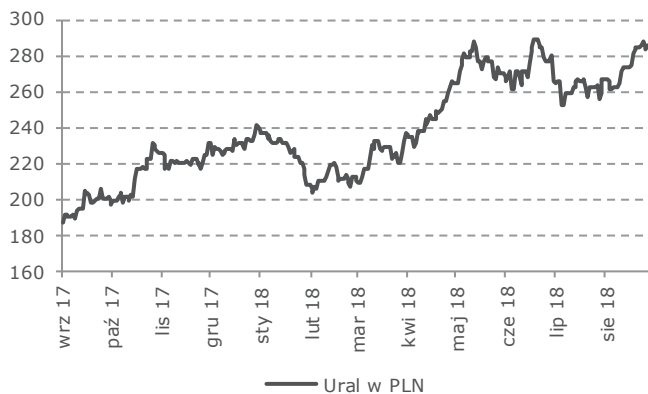
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



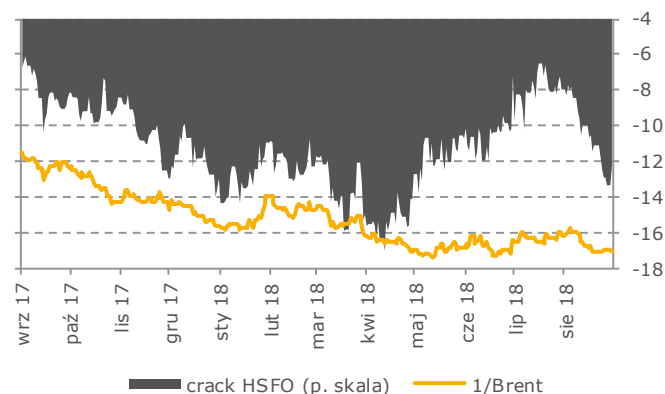
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



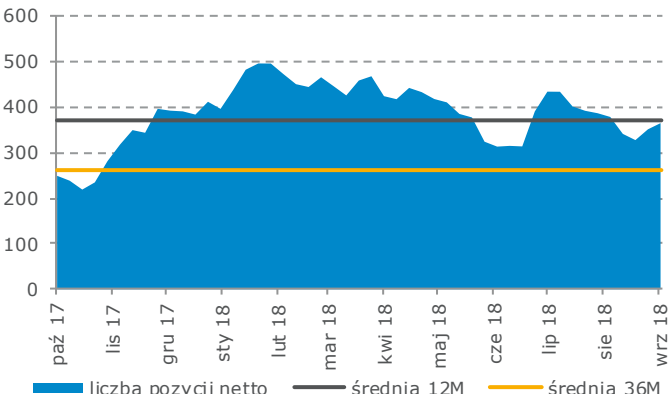
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



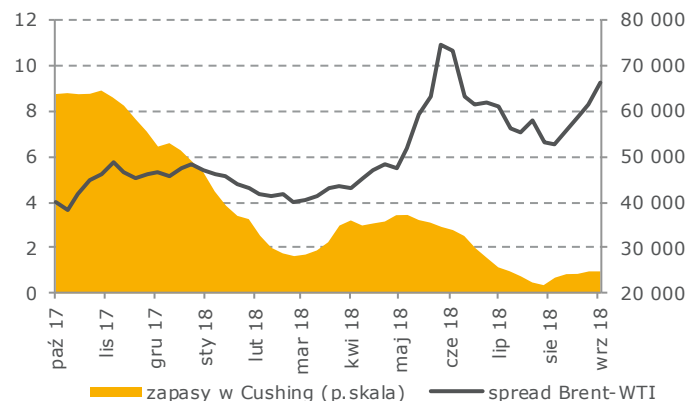
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



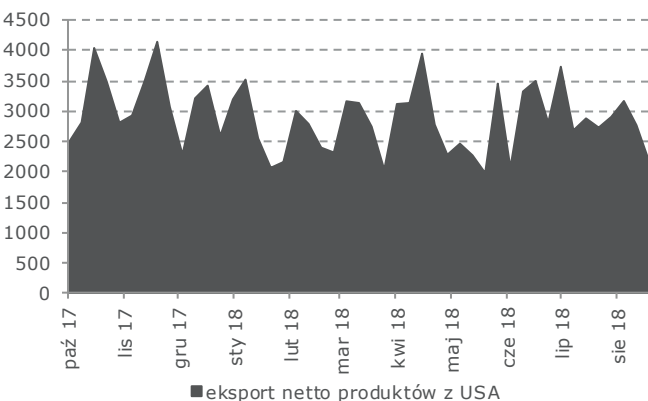
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



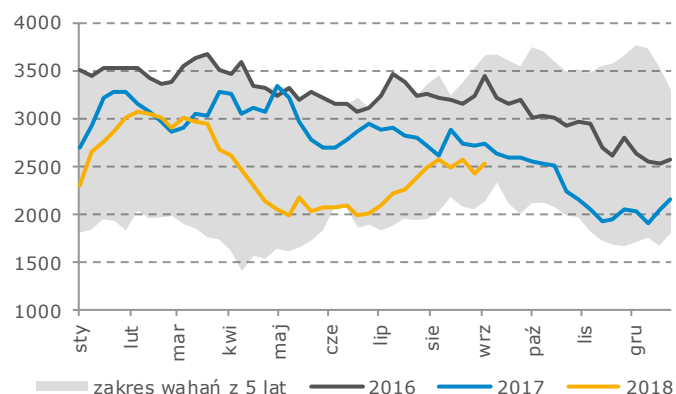
Eksport netto paliw z USA



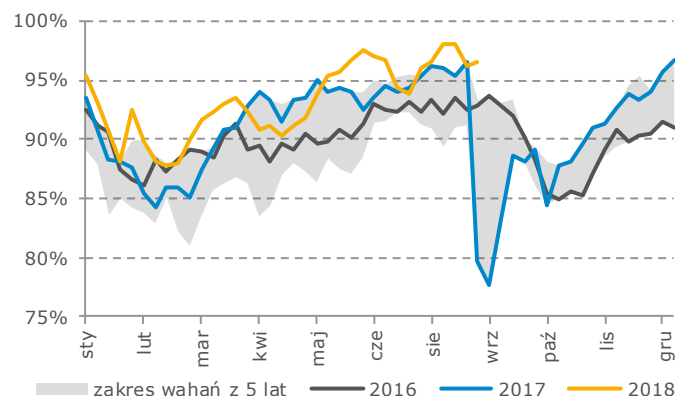
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

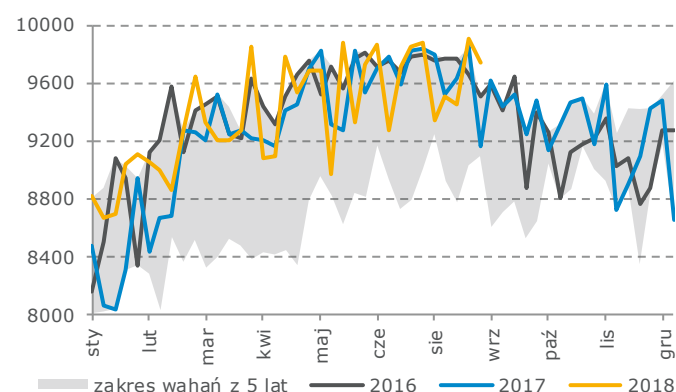
Zapasy diesla w portach ARA



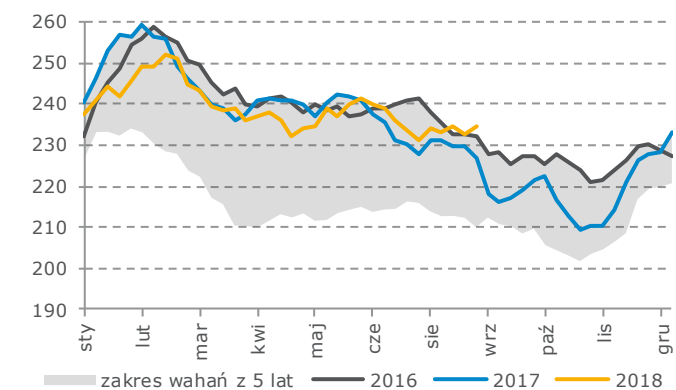
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



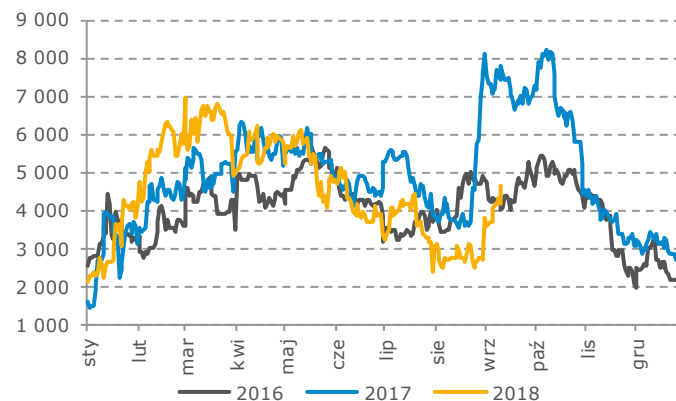
Popyt na benzynę w USA



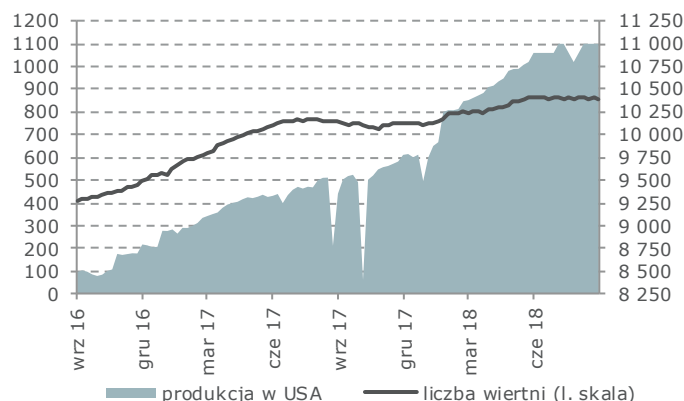
Zapasy benzyny w USA



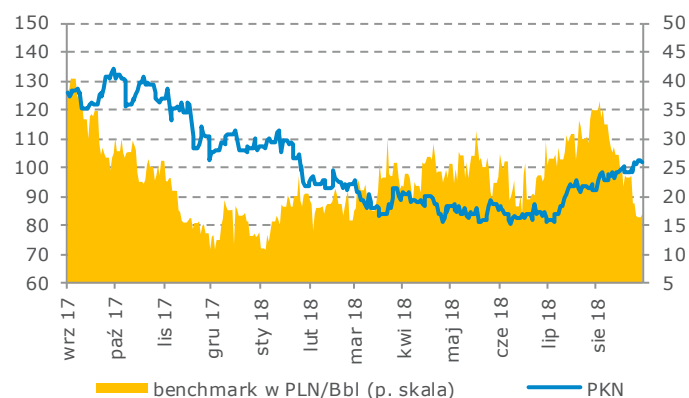
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



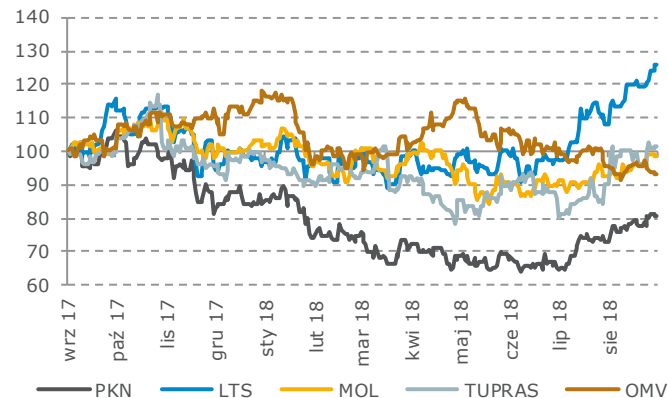
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



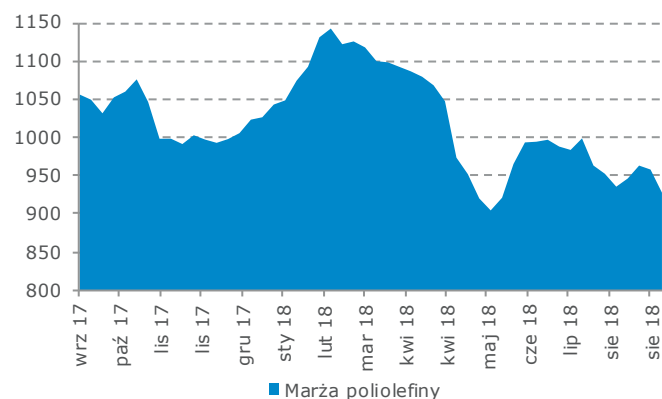
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



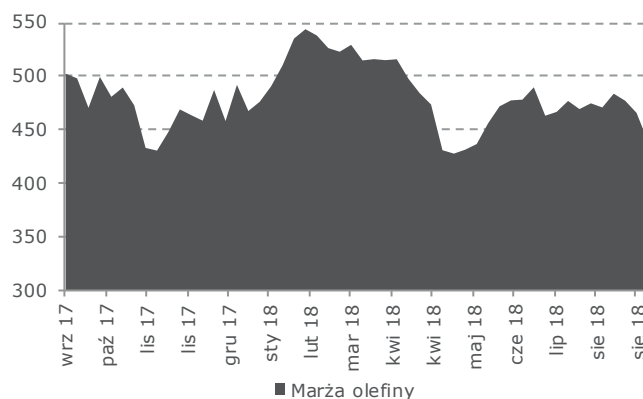
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

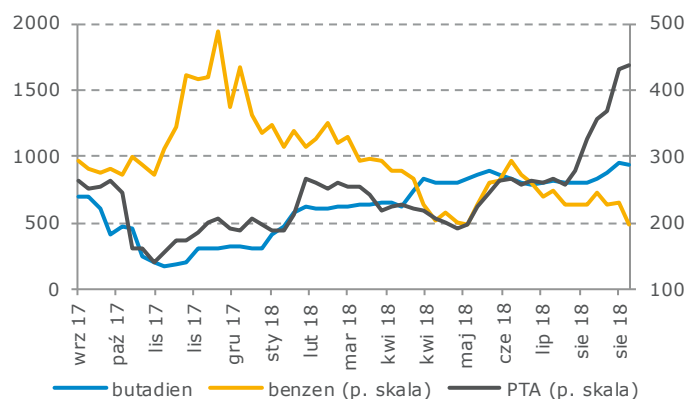
Marża petrochemiczna poliolefiny



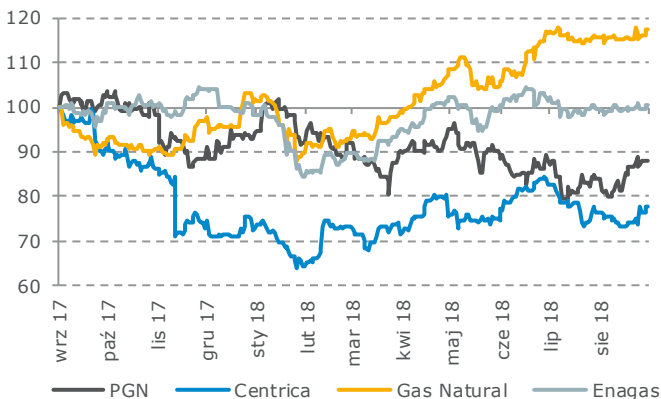
Marża petrochemiczna olefiny



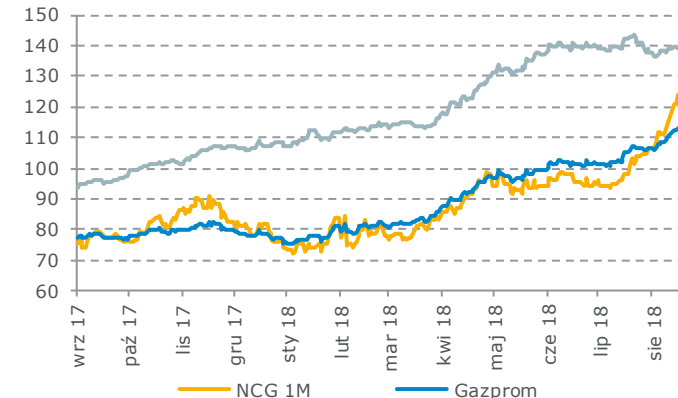
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



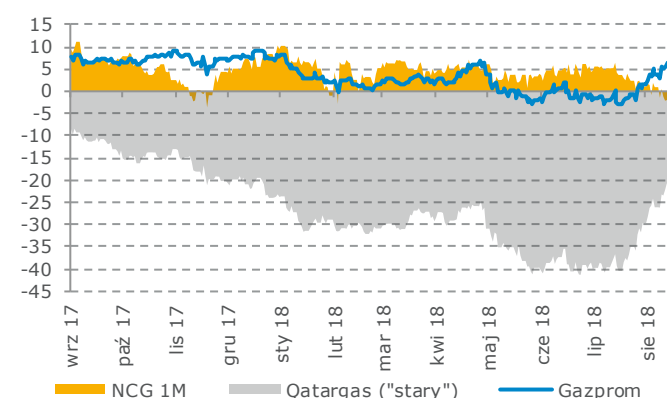
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



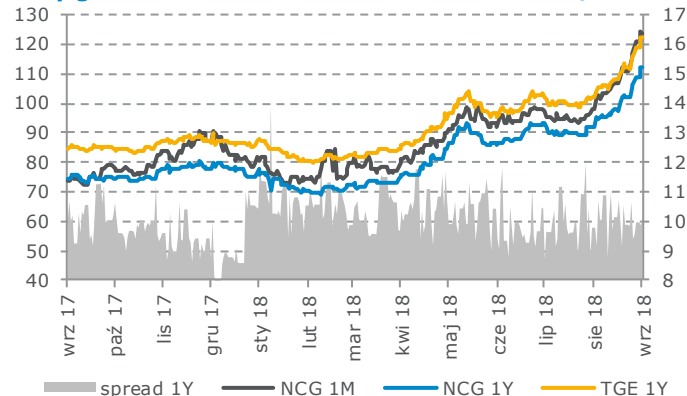
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



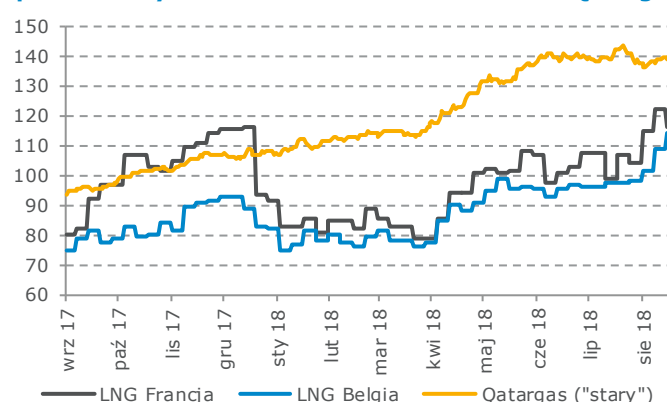
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



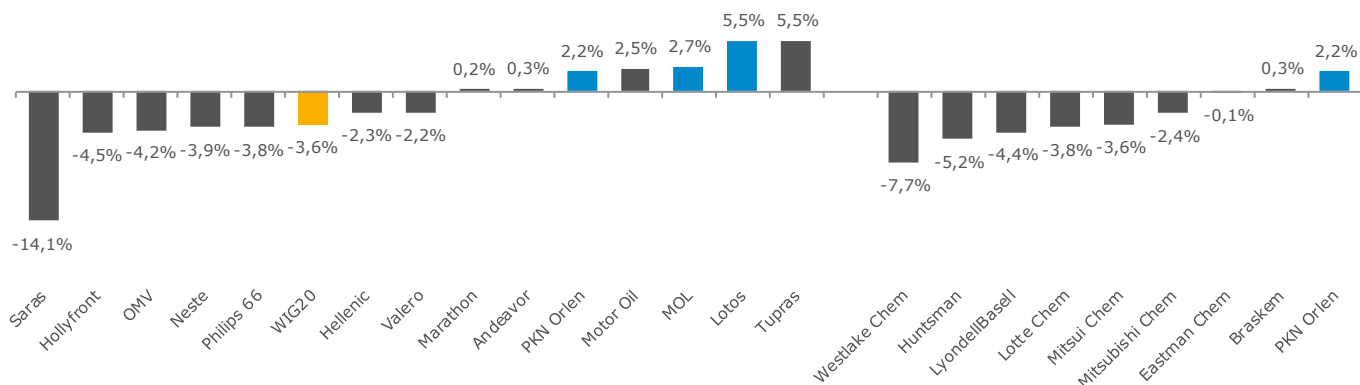
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



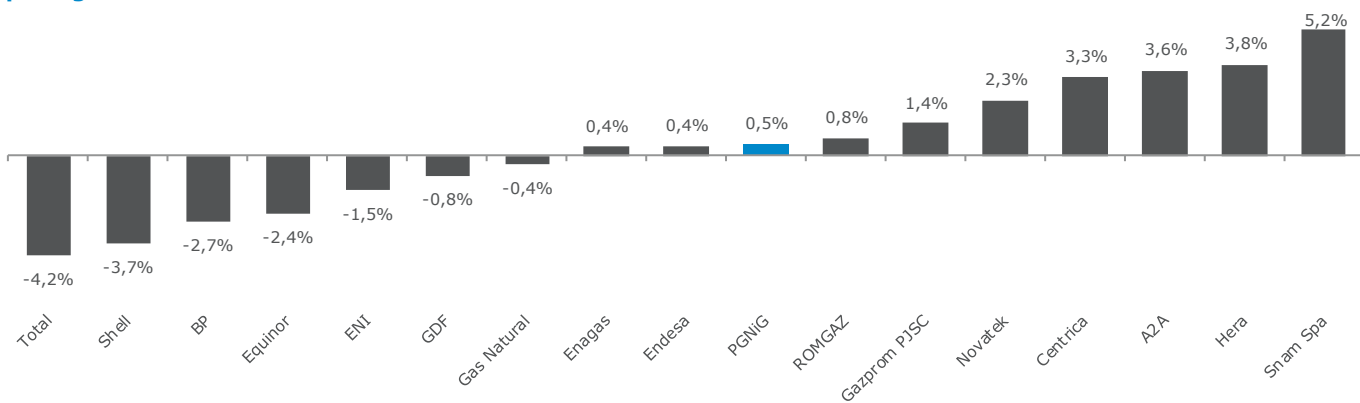
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

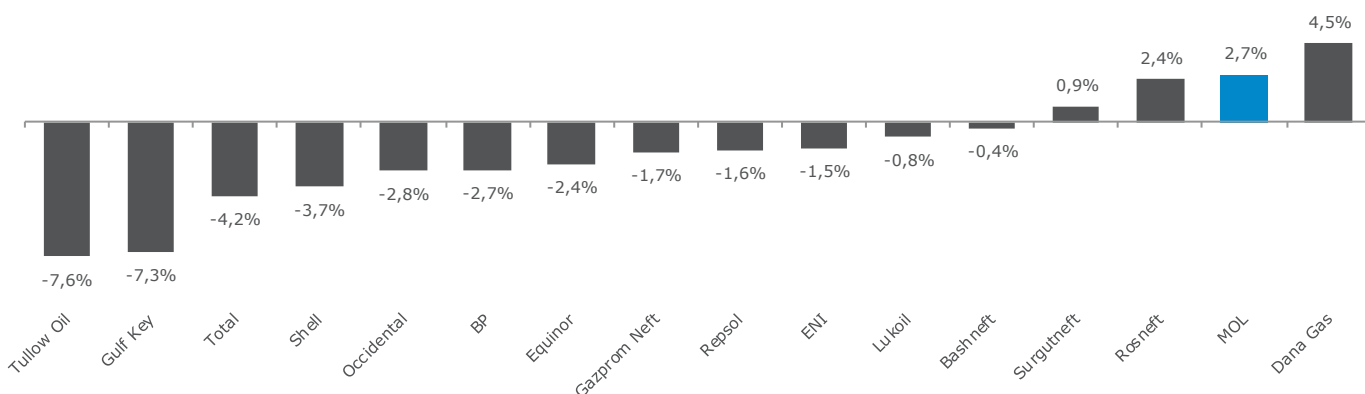
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



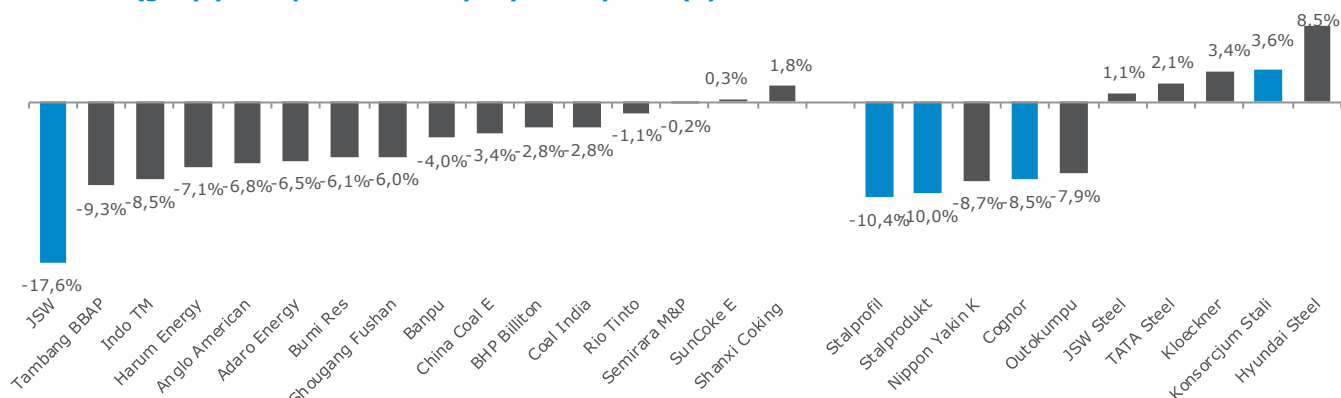
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



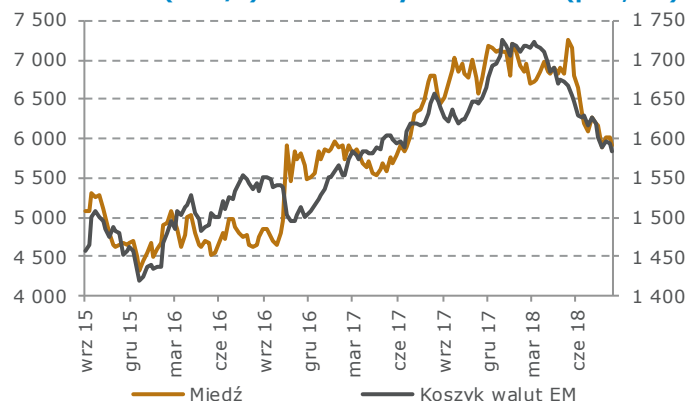
Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



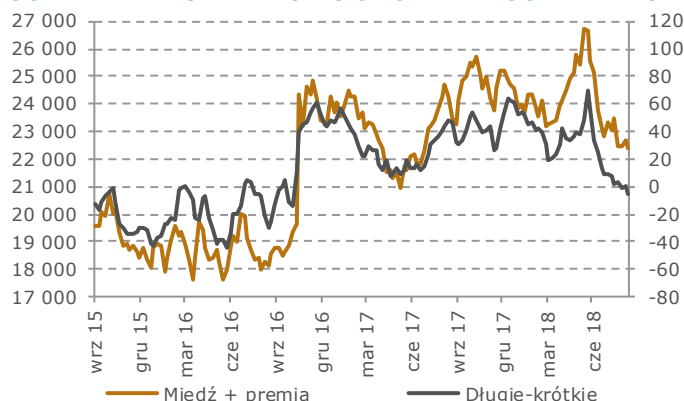
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

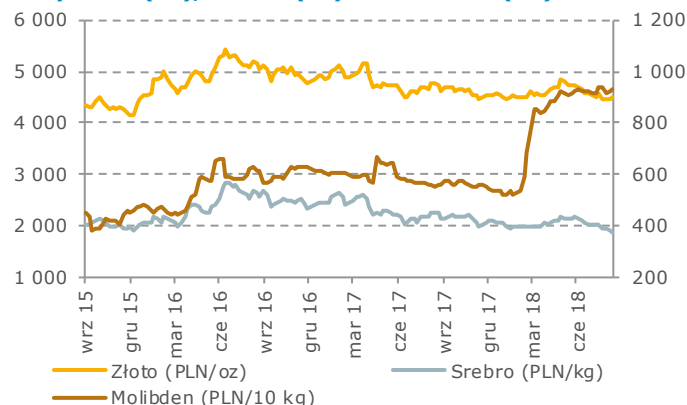
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



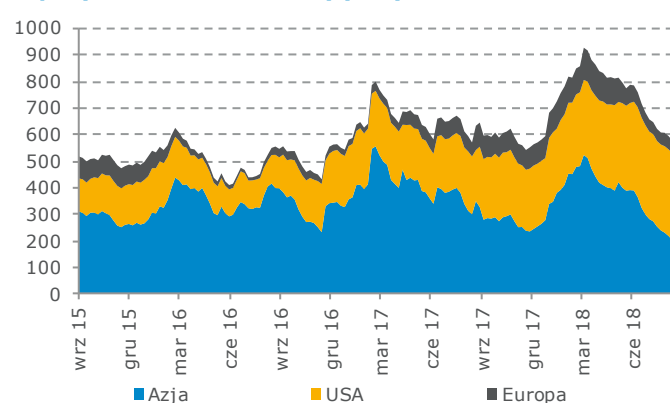
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



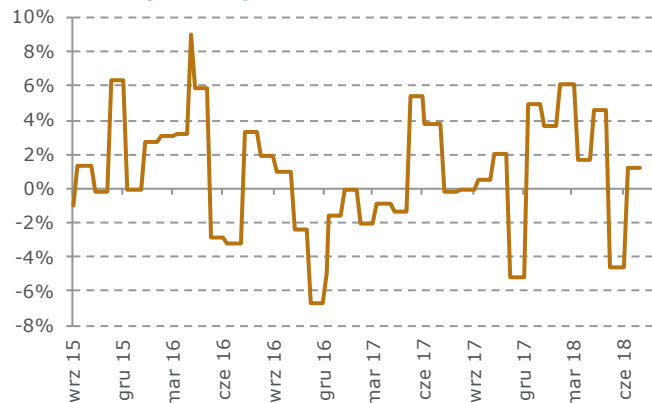
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



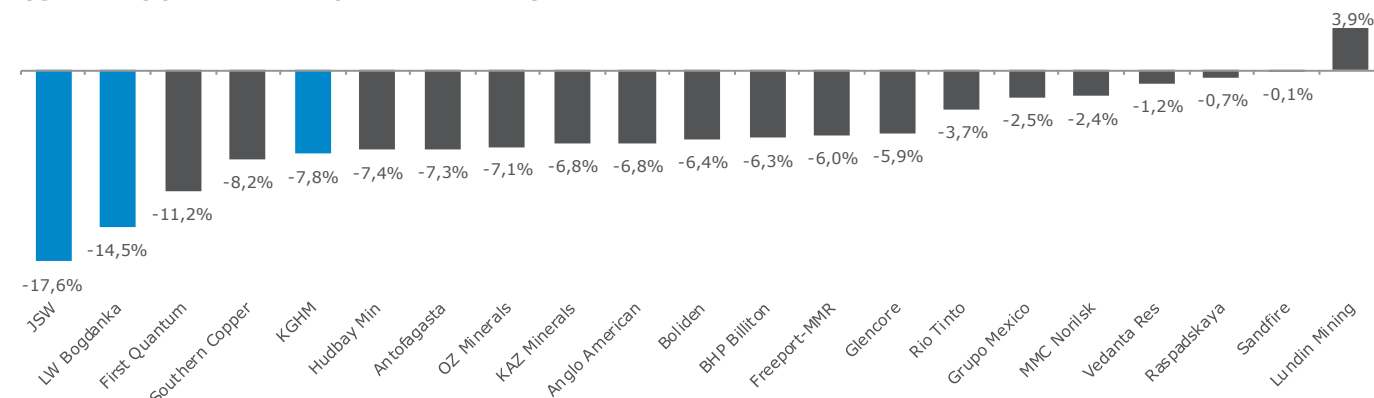
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



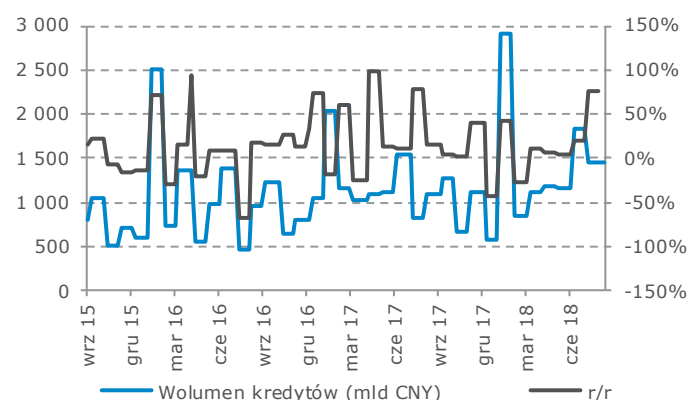
Tygodniowy performance spółek surowcowych



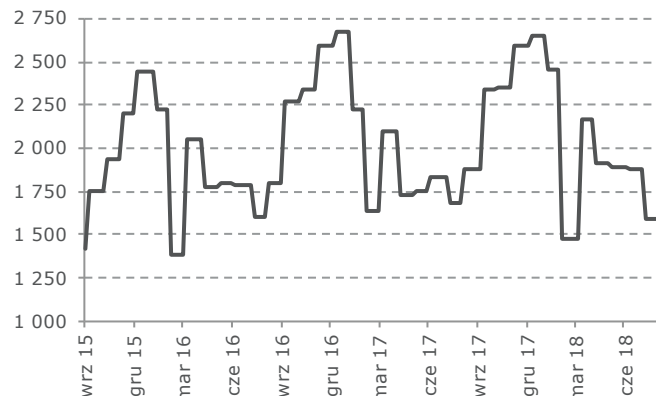
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

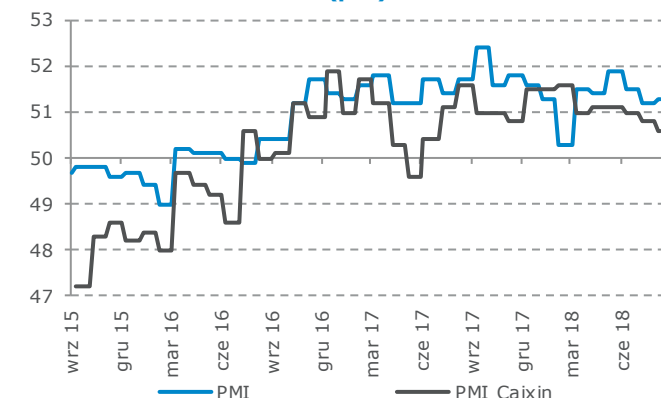
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



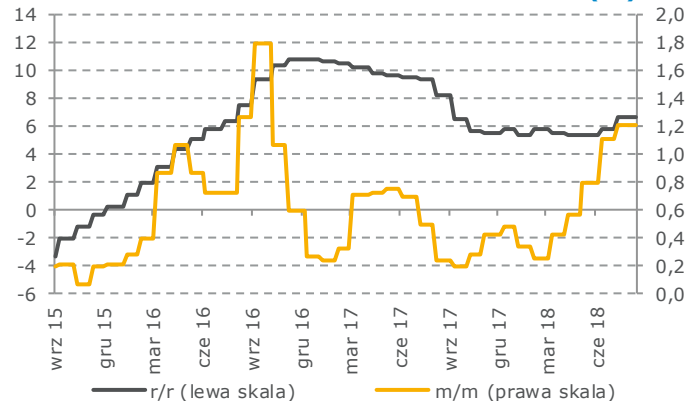
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



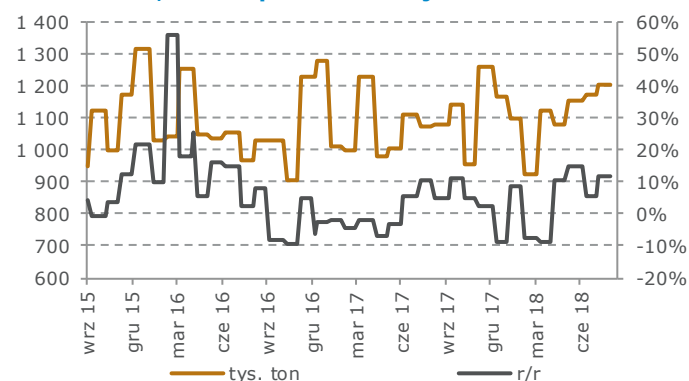
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



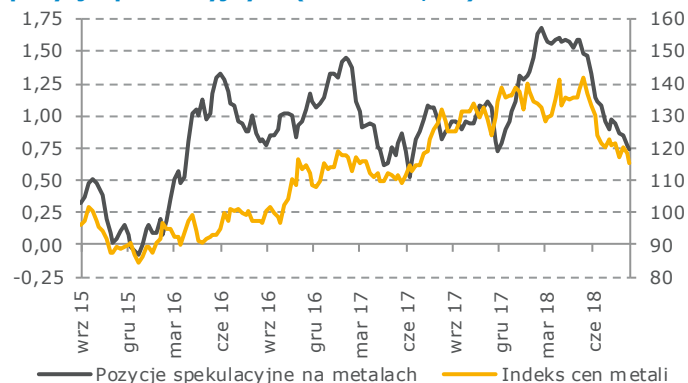
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



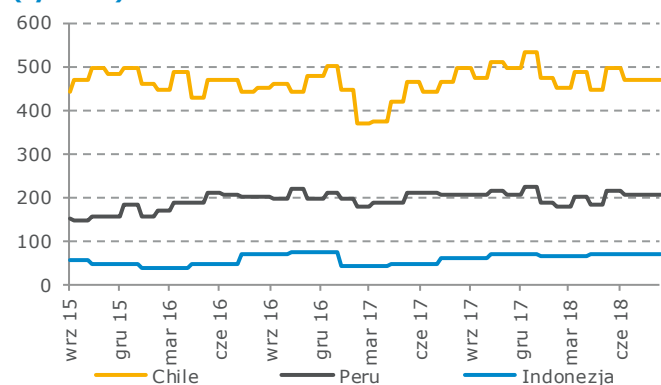
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



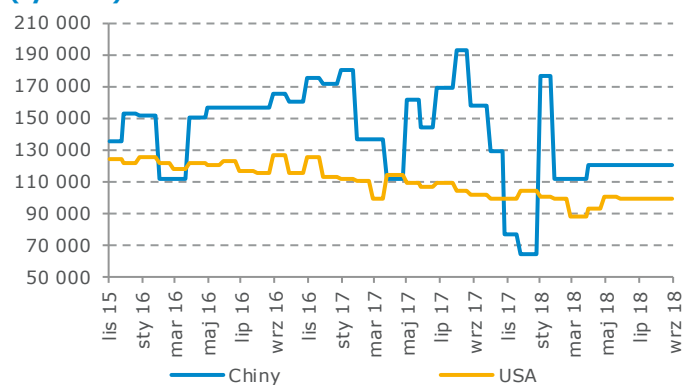
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



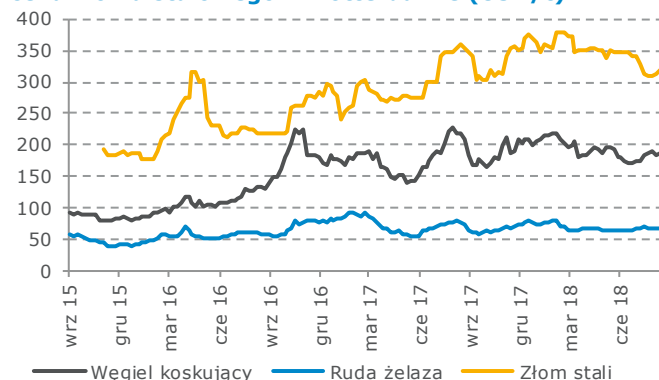
Produkcja koncentratu miedzi w Chinach i USA (tys. ton)



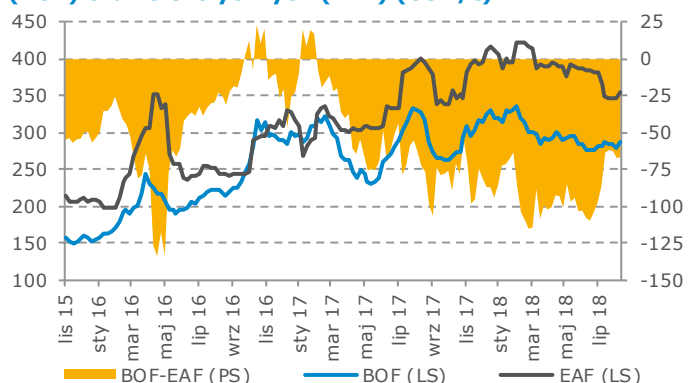
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

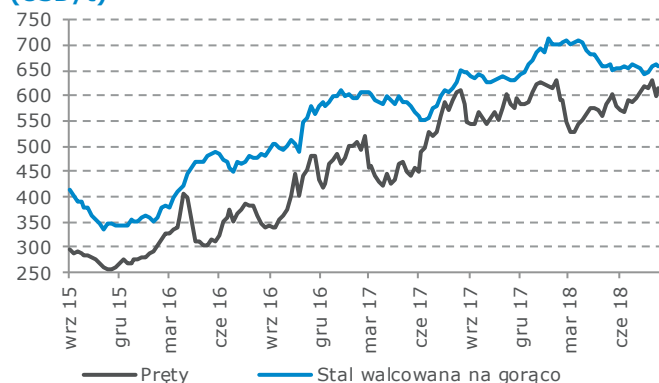
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



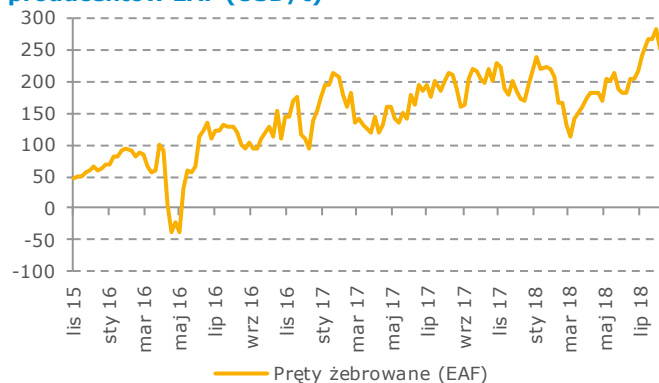
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



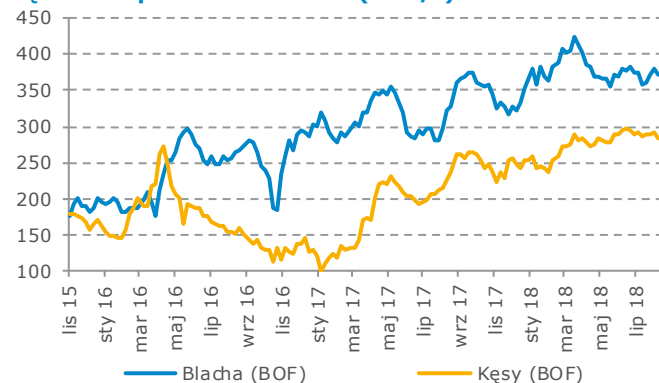
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



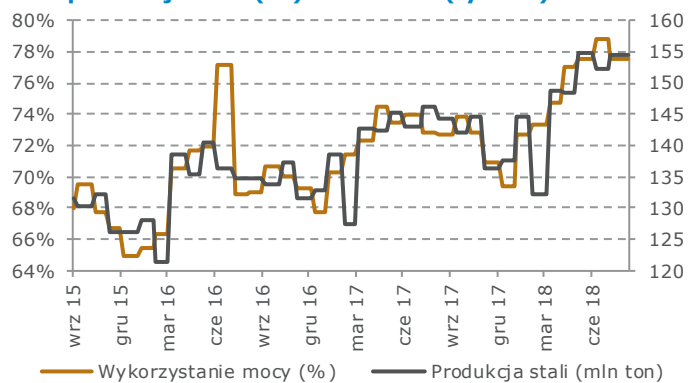
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



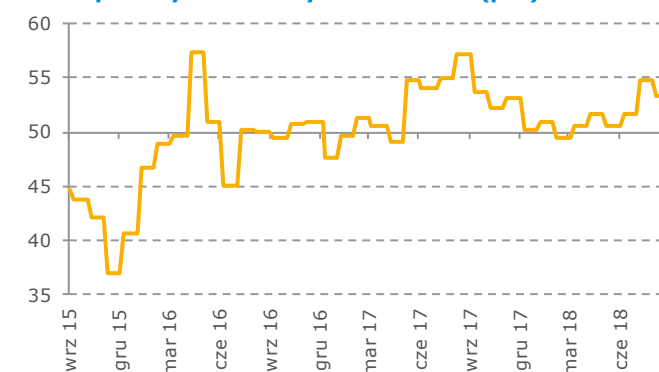
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



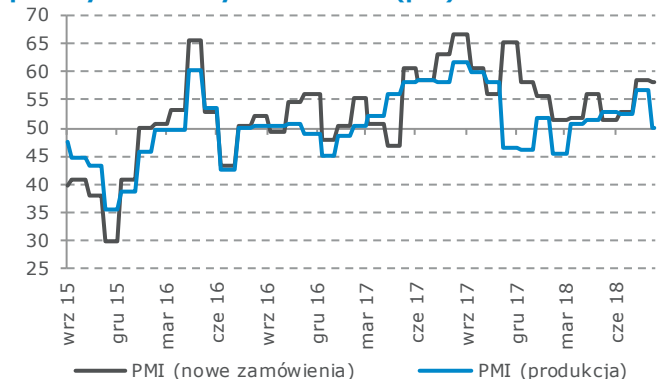
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

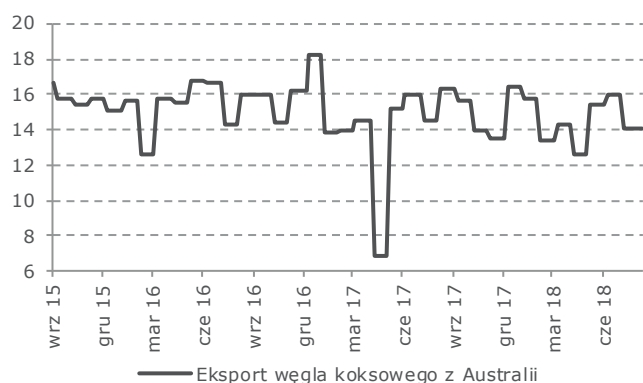


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

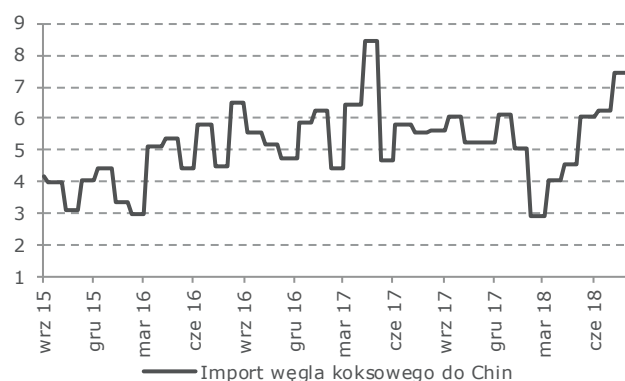


Surowce (stal)

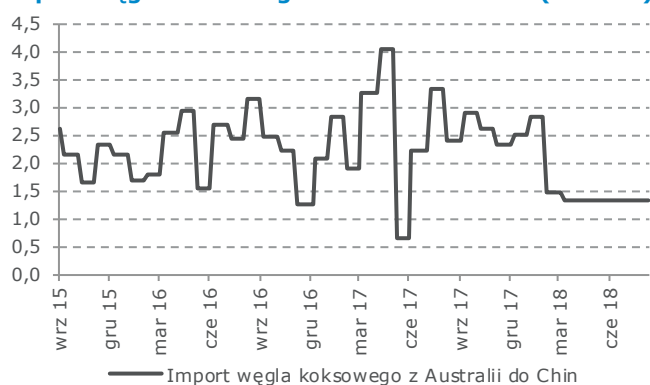
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



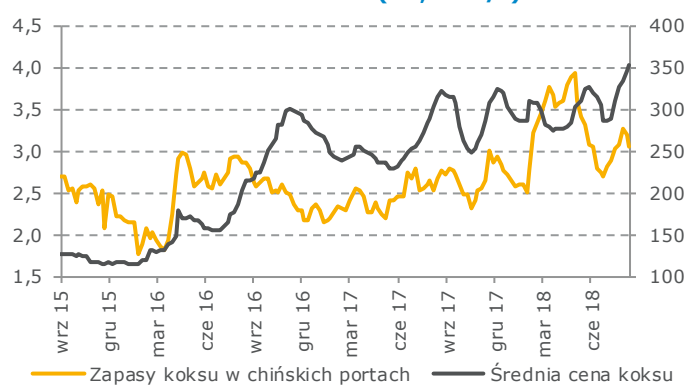
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



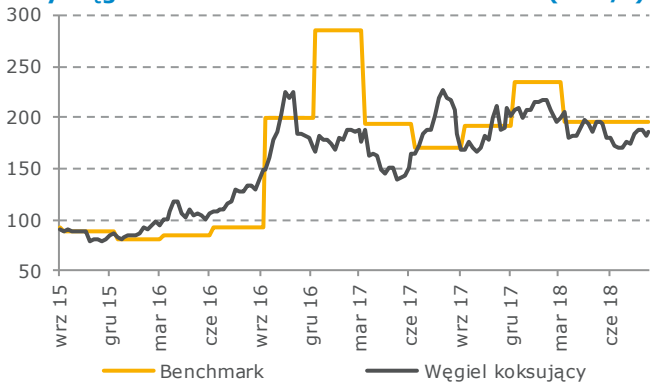
Import węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



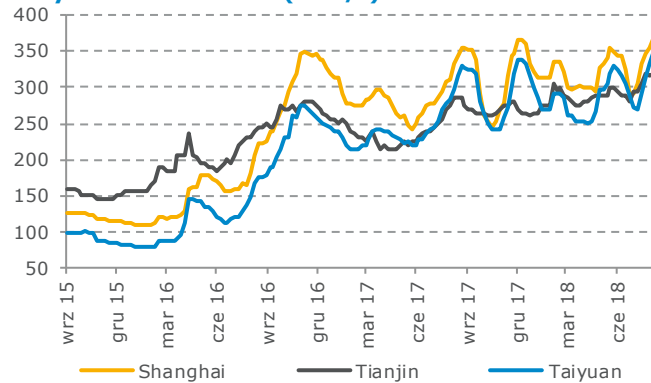
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



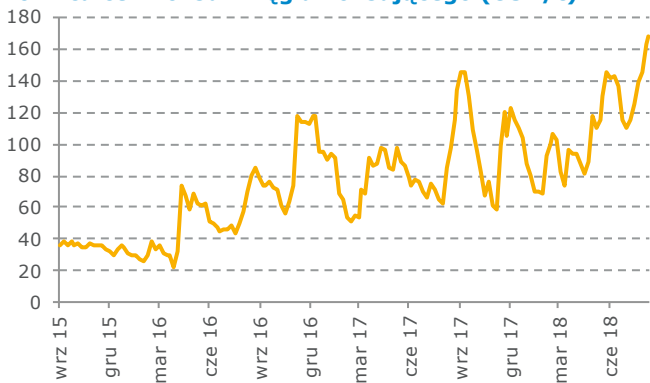
Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



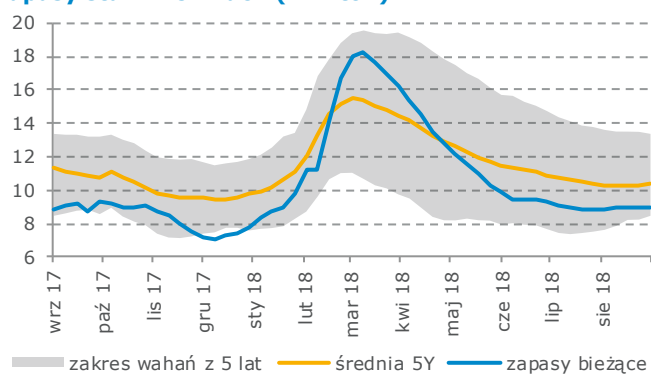
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



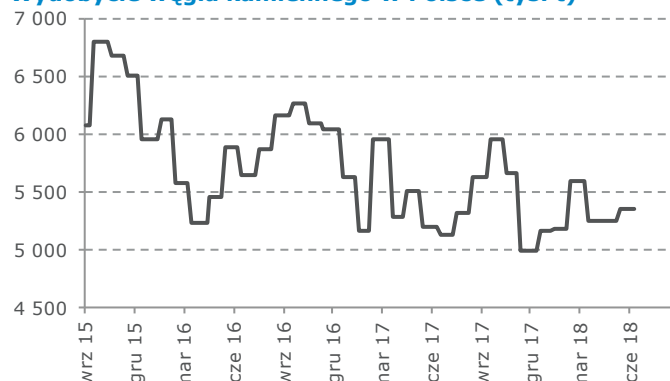
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



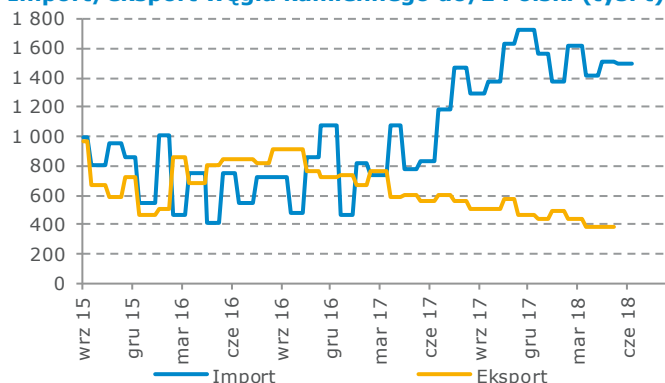
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

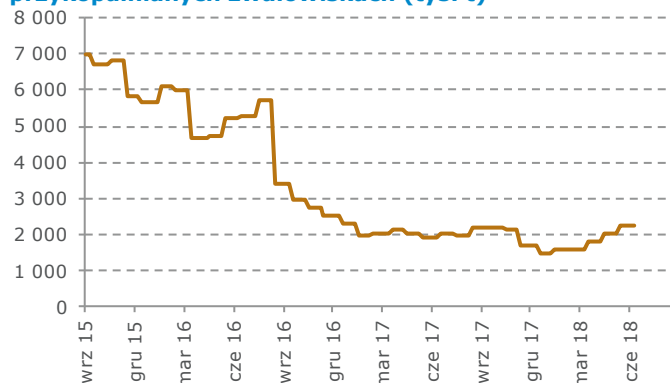
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



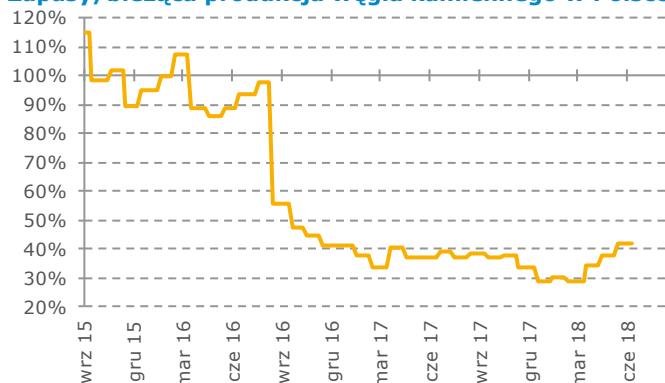
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



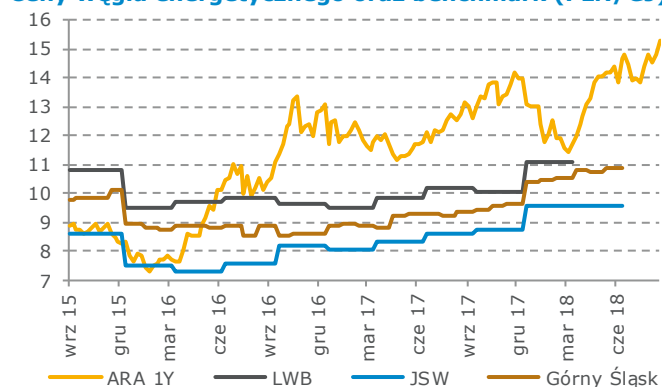
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwaliskach (tys. t)



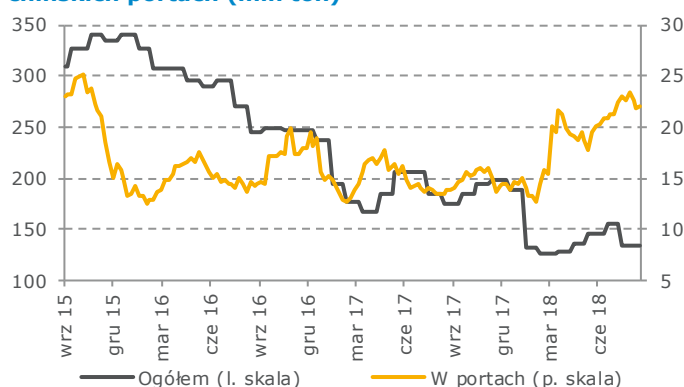
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



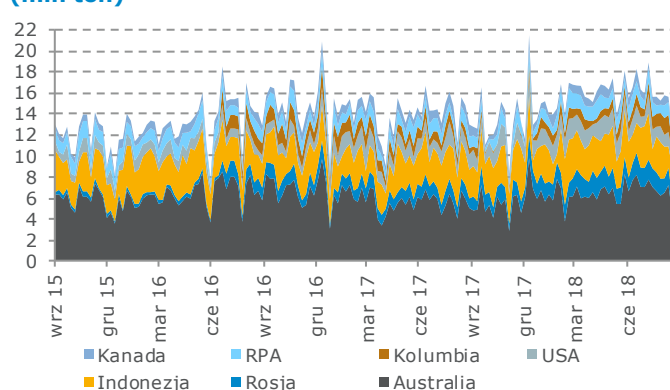
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



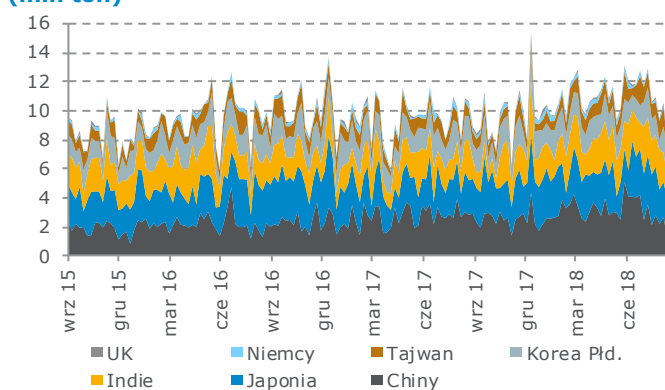
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



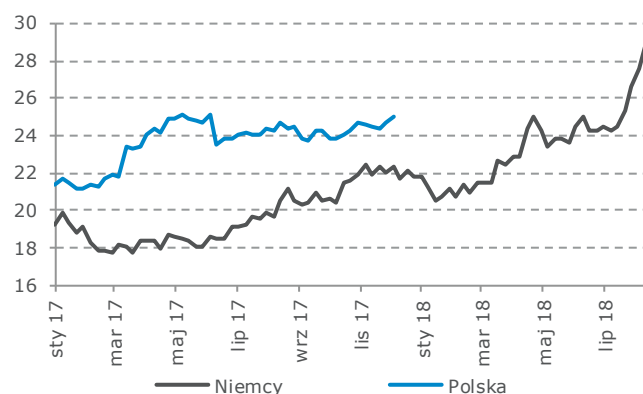
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



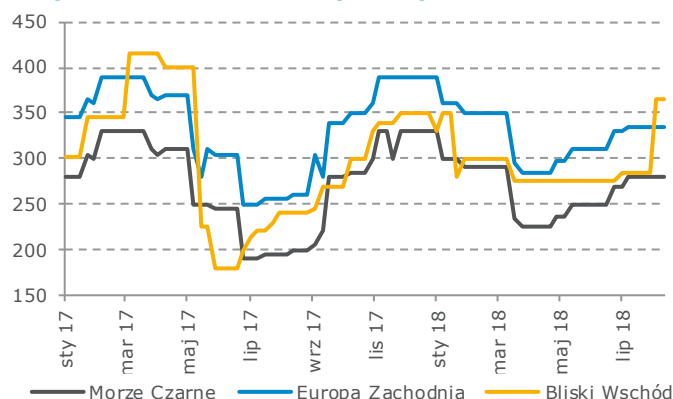
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

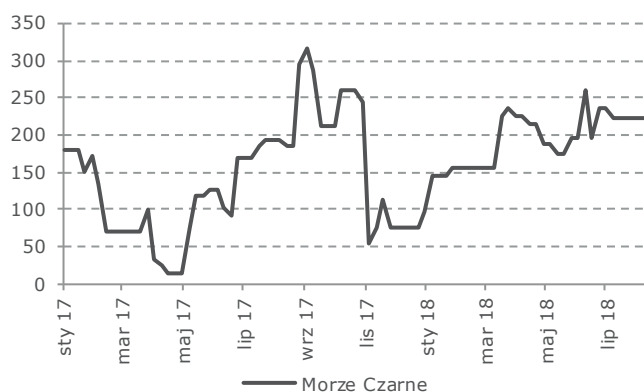
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



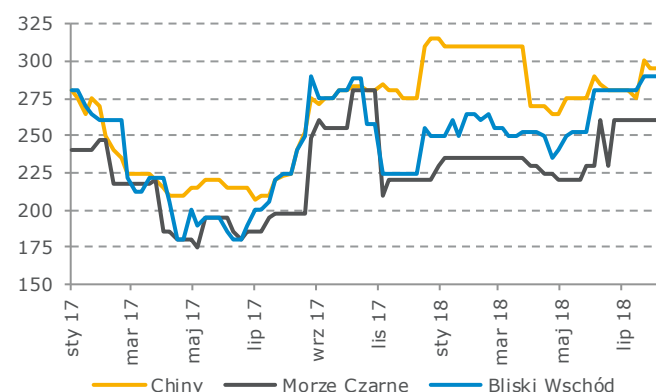
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



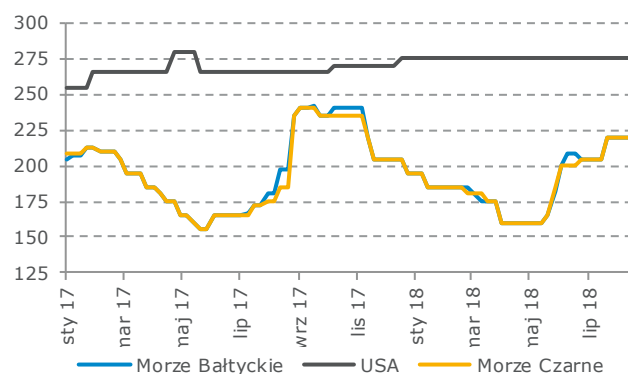
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



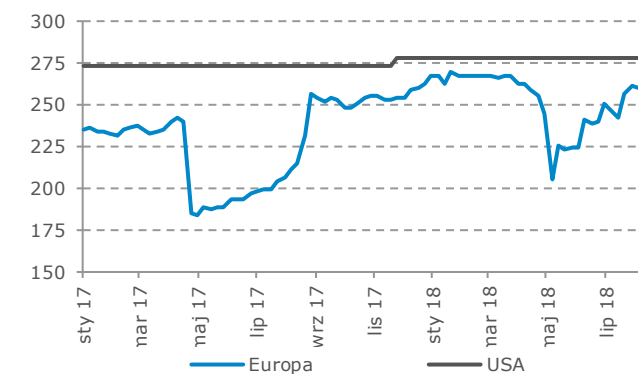
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



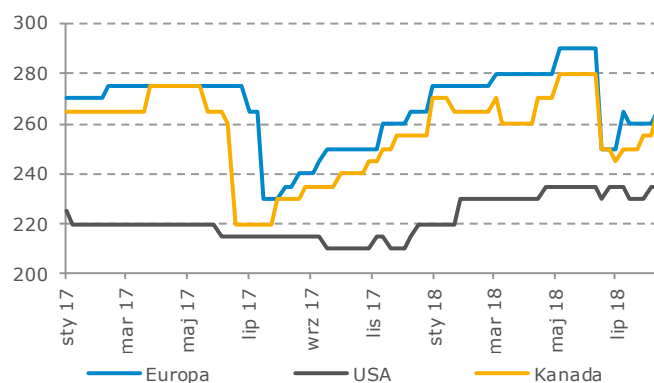
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



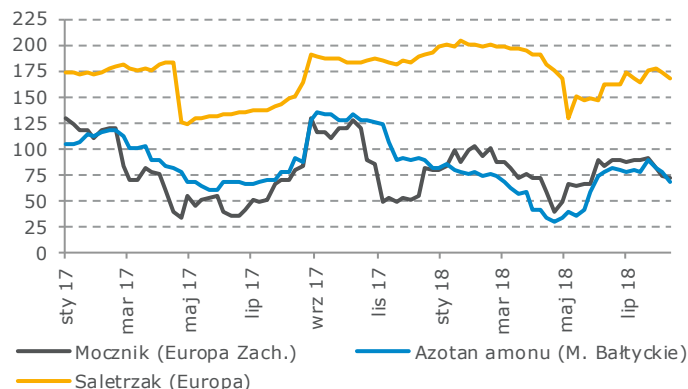
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



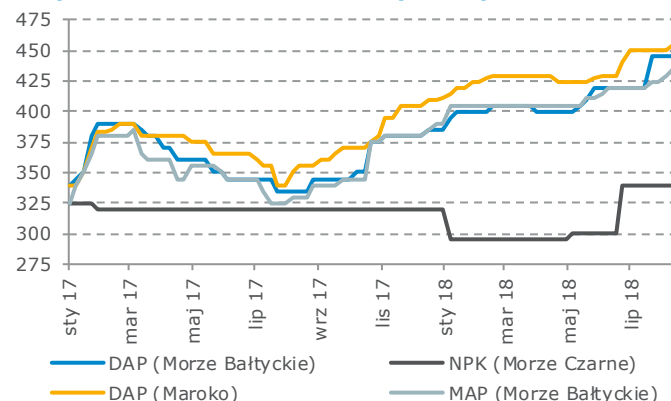
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



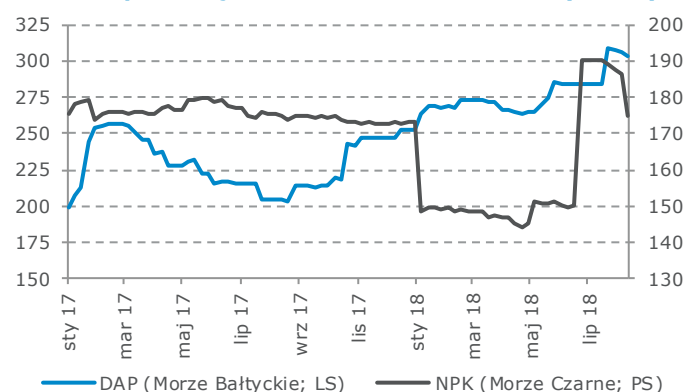
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

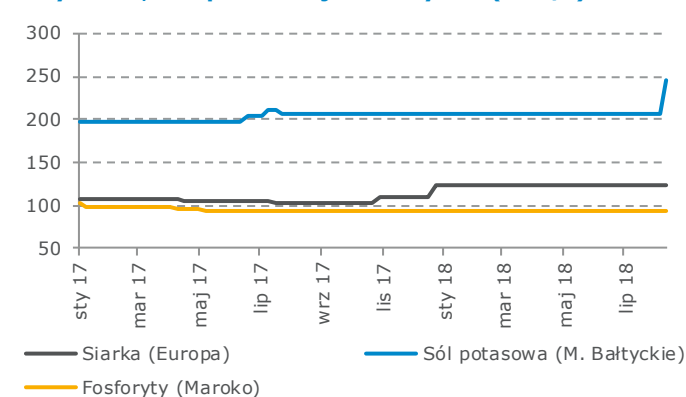
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



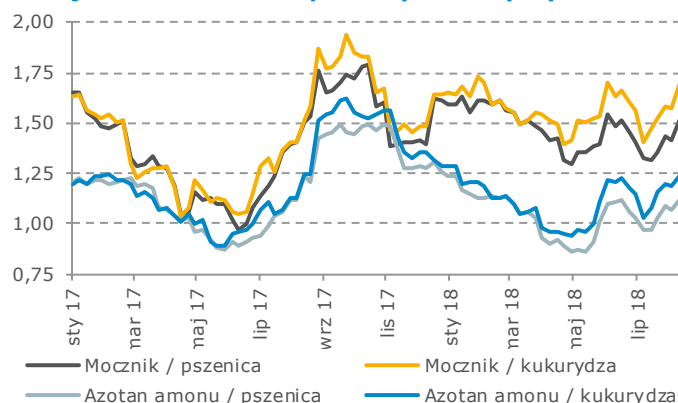
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



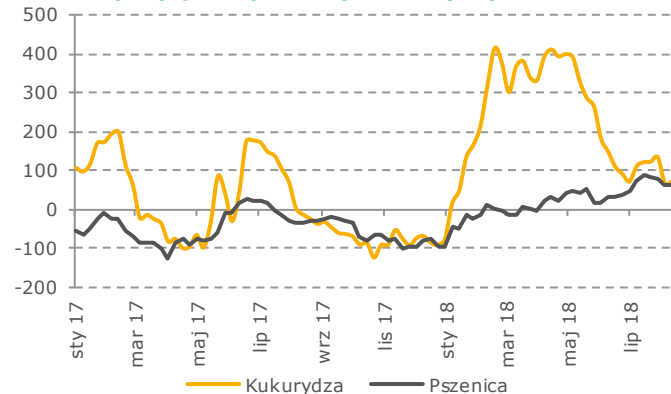
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



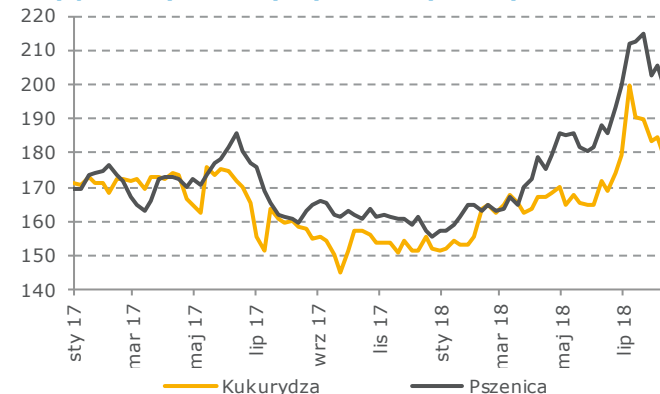
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



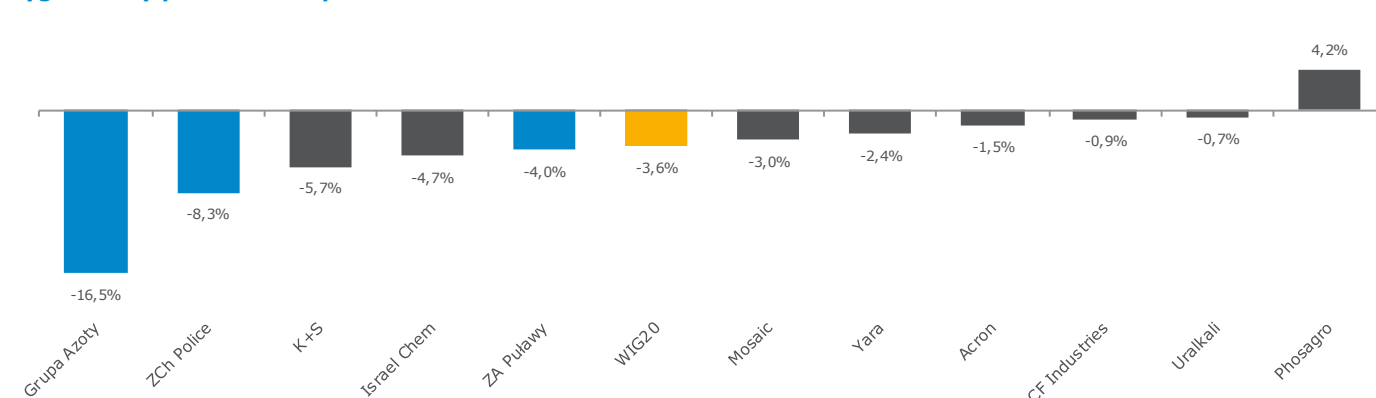
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



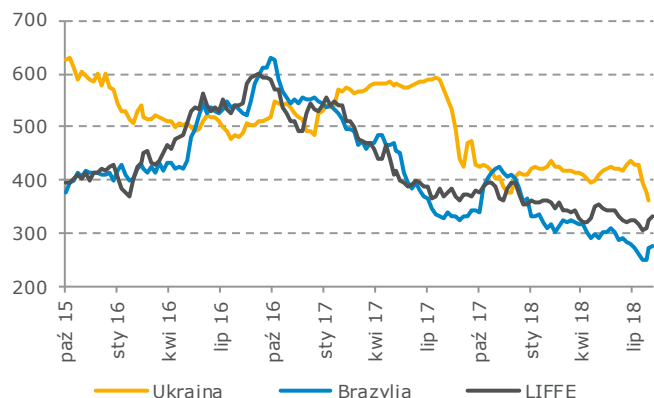
Tygodniowy performance producentów nawozów



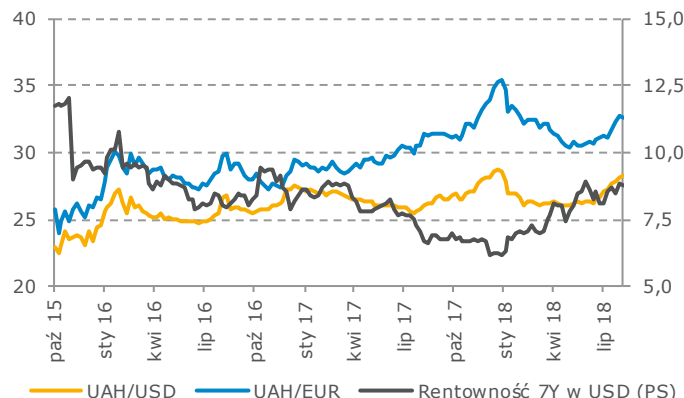
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

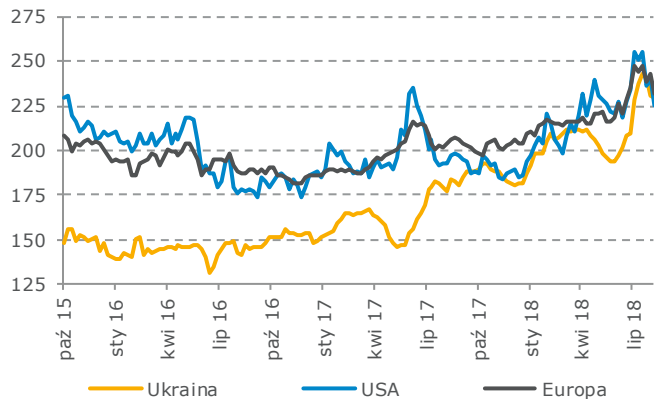
Cena cukru (USD/Mt)



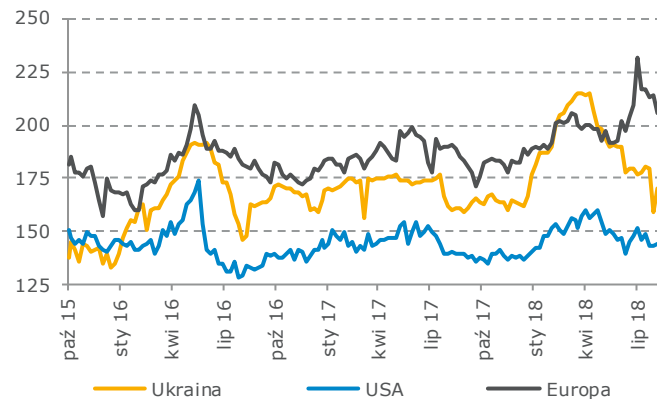
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



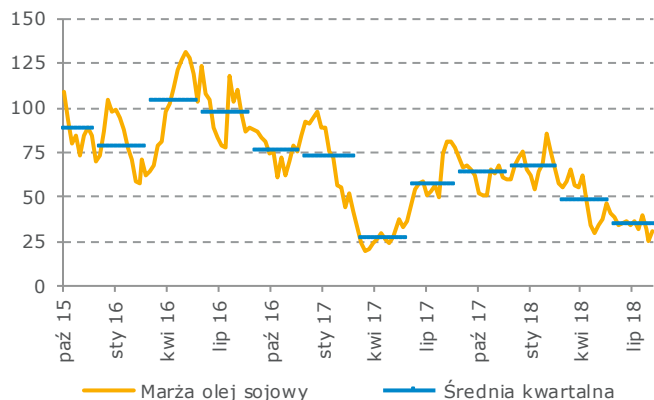
Cena pszenicy (USD/Mt)



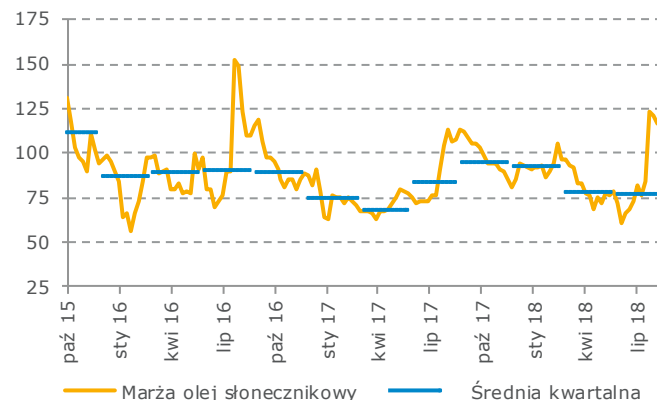
Cena kukurydzy (USD/Mt)



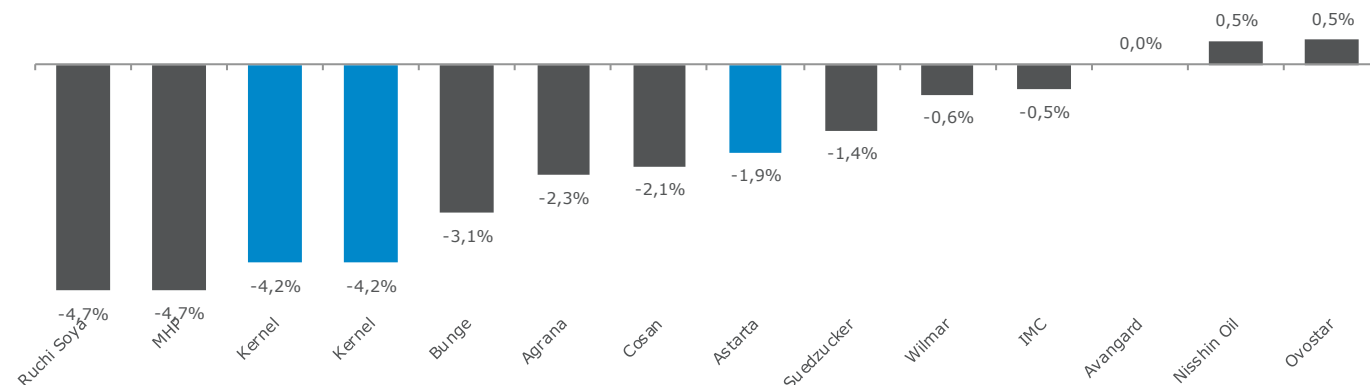
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-09-10)

	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	583,0	8,7	8,6	8,0	2,3	2,2	2,0	22,0	20,5	18,2	26%	25%	26%	5,7%	4,5%	4,9%
Enea	7,4	3,7	3,2	3,6	0,9	0,7	0,8	3,5	2,7	3,5	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	7,7	3,3	3,1	3,4	0,7	0,7	0,7	3,9	4,0	4,3	22%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	8,6	3,4	3,2	3,0	1,0	0,8	0,7	5,2	5,2	5,7	29%	25%	24%	0,0%	0,0%	4,9%
Tauron	1,7	3,7	4,0	3,7	0,7	0,7	0,7	3,2	2,7	2,7	20%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,8	2,3	1,8	2,0	0,3	0,3	0,3	6,5	2,8	3,1	15%	18%	17%	15,4%	15,4%	15,4%
EDF	14,9	5,3	4,9	4,6	1,1	1,1	1,1	23,7	19,0	15,7	22%	22%	23%	2,1%	2,5%	3,2%
EDP	3,3	9,0	8,5	8,3	2,2	2,2	2,0	15,2	14,2	13,6	25%	25%	25%	5,8%	5,8%	5,9%
Endesa	19,3	7,4	7,2	7,1	1,3	1,3	1,2	14,2	13,8	13,5	17%	17%	18%	7,1%	7,2%	7,5%
Enel	4,6	6,8	6,5	6,3	1,5	1,4	1,4	11,3	10,1	9,5	21%	22%	22%	6,2%	6,9%	7,4%
EON	9,1	5,2	4,9	4,1	0,6	0,6	0,5	13,9	12,8	11,8	12%	12%	11%	4,8%	5,3%	5,8%
Fortum	22,6	15,4	15,2	14,0	4,9	4,8	4,7	24,4	19,0	16,6	32%	31%	34%	4,9%	4,9%	4,8%
Iberdola	6,3	8,8	8,3	7,8	2,2	2,1	2,1	13,5	12,7	11,9	25%	26%	27%	5,3%	5,6%	5,9%
National Grid	8,1	10,2	10,3	9,6	3,3	3,3	3,2	7,9	14,0	13,5	33%	32%	33%	5,5%	5,9%	6,1%
Red Electrica	18,3	9,8	9,6	9,7	7,6	7,4	7,4	14,0	13,5	13,9	77%	77%	77%	5,3%	5,7%	5,9%
RWE	22,1	2,9	2,8	3,4	0,3	0,3	0,4	15,6	13,9	11,0	11%	11%	11%	3,2%	3,7%	4,3%
SSE	12,6	9,8	8,8	8,8	0,7	0,7	0,7	15,5	10,9	11,0	7%	8%	8%	7,5%	7,6%	7,0%
Verbund	38,0	17,1	15,0	13,3	5,5	5,0	4,6	35,4	28,0	22,7	32%	33%	35%	1,3%	1,7%	2,1%
Mediana		7.1	6.9	6.7	1.2	1.2	1.2	14.0	13.2	11.9	22%	23%	23%	5.1%	5.1%	5.4%

Wycena spółek rafineryjnych (2018-09-10)

	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	73,80	5,6	6,9	5,6	0,6	0,6	0,6	10,3	14,6	12,8	11%	8%	10%	1,4%	2,9%	2,1%
MOL	2940,00	3,8	4,2	4,1	0,5	0,5	0,5	8,4	10,3	9,7	14%	12%	13%	4,3%	3,8%	4,0%
PKN Orlen	101,75	5,7	8,0	7,0	0,5	0,4	0,4	9,1	15,1	13,5	8%	5%	6%	2,9%	3,8%	2,3%
Hellenic Petroleum	7,22	5,9	6,1	6,0	0,5	0,5	0,5	7,5	8,2	8,0	8%	8%	8%	5,4%	5,7%	6,4%
HollyFrontier	71,19	7,3	6,3	6,8	0,9	0,9	0,9	13,1	9,5	10,6	12%	14%	13%	1,9%	1,9%	2,0%
Marathon Petroleum	82,43	7,2	4,7	4,1	0,6	0,7	0,6	16,0	11,4	8,6	9%	14%	16%	2,2%	2,4%	2,6%
Motor Oil	20,70	4,7	4,8	4,2	0,3	0,3	0,3	9,0	9,4	8,3	6%	6%	7%	6,2%	6,5%	7,1%
Neste Oil	71,38	11,6	10,8	10,2	1,3	1,2	1,3	18,1	17,0	16,0	11%	12%	12%	2,8%	3,0%	3,2%
OMV	44,38	4,3	4,0	4,0	0,9	0,9	0,9	8,7	7,9	7,6	21%	22%	22%	3,7%	4,1%	4,4%
Phillips 66	113,95	9,0	8,0	7,0	0,6	0,5	0,6	14,2	11,6	9,4	6%	6%	9%	2,7%	3,0%	3,2%
Saras	1,90	3,6	3,0	3,3	0,2	0,2	0,2	11,2	7,8	7,5	5%	7%	6%	5,7%	6,5%	6,4%
Tesoro	153,22	9,8	8,1	7,1	0,7	0,7	0,7	17,5	12,6	9,9	7%	8%	10%	1,6%	1,7%	1,8%
Tupras	124,50	7,1	6,3	5,4	0,5	0,5	0,4	9,5	7,3	6,1	8%	7%	8%	7,9%	10,9%	13,1%
Valero Energy	115,25	8,8	6,7	5,4	0,5	0,5	0,4	17,5	11,3	8,4	6%	7%	8%	2,8%	3,0%	3,2%
Mediana		6,5	6,3	5,5	0,5	0,5	0,5	10,8	10,8	9,0	8%	8%	9%	2,9%	3,4%	3,2%

Wycena spółek petrochemicznych (2018-09-10)

	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	101,75	5,7	8,0	7,0	0,5	0,4	0,4	9,1	15,1	13,5	8%	5%	6%	2,9%	3,8%	2,3%
Axiall	87,31	6,1	6,0	5,6	1,6	1,6	1,5	9,9	9,4	8,5	26%	26%	26%	1,0%	1,0%	1,1%
Braskem	59,80	6,5	7,2	7,3	1,3	1,3	1,3	13,9	16,7	21,4	20%	18%	18%	3,1%	2,4%	3,4%
Eastman Chemical	96,92	8,7	8,3	8,0	2,0	1,9	1,8	11,3	10,4	9,5	23%	23%	23%	2,3%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	28,90	6,6	6,6	6,2	1,1	1,1	1,0	8,4	8,3	7,6	17%	16%	16%	2,2%	2,3%	2,4%
LyondellBasell	106,88	6,5	6,6	6,3	1,2	1,2	1,2	9,1	9,3	8,8	19%	18%	19%	3,7%	3,9%	4,1%
Mitsubishi Chemical	957,70	6,3	5,5	5,6	0,9	0,8	0,8	6,5	6,5	6,7	14%	15%	14%	3,3%	3,8%	3,9%
Mitsui Chemicals	2712,00	6,8	6,3	6,0	0,8	0,7	0,7	7,6	6,4	6,2	11%	11%	11%	3,3%	3,7%	4,0%
Westlake Chemical	87,31	6,1	6,0	5,6	1,6	1,6	1,5	9,9	9,4	8,5	26%	26%	26%	1,0%	1,0%	1,1%
Mediana		6,5	6,6	6,2	1,2	1,2	1,2	9,1	9,4	8,5	19%	18%	18%	2,9%	2,4%	2,6%

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

Wycena spółek gazowych (2018-09-10)

	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 GAZOWE																
PGNiG	5,89	3,8	3,2	2,8	0,8	0,7	0,6	8,2	6,9	7,0	21%	22%	23%	0,0%	3,6%	4,4%
A2A	1,55	6,7	6,5	6,3	1,4	1,3	1,3	12,2	12,7	12,1	20%	20%	21%	4,3%	4,8%	5,1%
BG Group	24,27	5,5	5,1	5,2	0,9	0,8	0,9	12,1	10,3	10,1	16%	16%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
BP	5,39	4,9	4,5	4,5	0,6	0,6	0,6	13,1	11,8	11,4	12%	13%	13%	5,7%	5,8%	6,0%
Centrica	1,50	5,3	5,2	5,2	0,5	0,4	0,4	11,8	11,5	11,1	9%	8%	9%	8,0%	7,7%	7,5%
Enagas	24,16	10,3	10,6	10,3	8,0	8,2	8,1	13,1	13,7	12,6	78%	77%	79%	6,3%	6,6%	7,0%
Endesa	19,28	7,4	7,2	7,1	1,3	1,3	1,2	14,2	13,8	13,5	17%	17%	18%	7,1%	7,2%	7,5%
Engie	12,50	6,0	5,7	5,4	0,9	0,9	0,8	12,6	11,3	10,4	15%	15%	16%	6,0%	6,4%	6,9%
Eni	15,85	3,6	3,3	3,3	0,9	0,9	0,9	13,2	11,4	11,5	25%	26%	27%	5,2%	5,4%	5,5%
Equinor	210,10	3,3	3,1	2,9	1,2	1,2	1,2	13,0	11,9	11,5	37%	39%	39%	3,7%	3,8%	3,9%
Gas Natural SDG	23,61	9,1	8,6	8,3	1,6	1,6	1,6	22,0	16,8	15,7	18%	19%	19%	5,4%	5,8%	5,9%
Gazprom	150,75	2,4	2,4	2,4	0,7	0,7	0,6	3,1	3,1	3,1	27%	27%	27%	6,1%	6,6%	7,7%
Hera	2,83	7,1	7,1	6,9	1,3	1,2	1,2	15,8	16,0	15,4	18%	17%	18%	3,5%	3,6%	3,8%
NovaTek	166,50	13,8	13,7	13,3	4,9	4,8	4,5	13,2	12,1	11,4	36%	35%	34%	1,6%	1,9%	2,2%
ROMGAZ	32,80	3,8	3,5	3,4	2,0	1,8	1,7	8,0	7,7	7,4	52%	51%	50%	11,9%	12,4%	12,9%
Shell	27,23	5,5	5,1	5,2	0,9	0,8	0,9	12,0	10,2	10,1	16%	16%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
Snam	3,76	11,8	11,7	11,5	9,6	9,4	9,3	13,0	12,8	12,4	81%	81%	81%	5,9%	6,1%	6,2%
Total	51,88	5,4	4,9	5,0	1,0	1,0	0,9	11,1	10,1	10,1	19%	20%	19%	5,0%	5,2%	5,3%
Mediana		5.5	5.2	5.2	1.1	1.1	1.0	12.8	11.6	11.4	19%	20%	20%	5.8%	5.9%	6.1%

Wycena spółek wydobywczych (2018-09-10)

	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	2940,00	4,8	4,6	4,5	0,7	0,7	0,7	8,0	7,9	6,9	14%	15%	15%	3,8%	3,7%	4,1%
Bashneft	1988,00	1,9	1,8	1,8	0,5	0,4	0,4	3,2	3,0	3,1	24%	25%	24%	12,3%	18,3%	17,4%
BP	5,39	4,9	4,5	4,5	0,6	0,6	0,6	13,1	11,8	11,4	12%	13%	13%	5,7%	5,8%	6,0%
Dana Gas	1,16	9,2	8,5	-	4,6	4,3	-	31,4	15,9	-	51%	51%	-	6,0%	7,8%	-
Eni	15,85	3,6	3,3	3,3	0,9	0,9	0,9	13,2	11,4	11,5	25%	26%	27%	5,2%	5,4%	5,5%
Equinor	210,10	3,3	3,1	2,9	1,2	1,2	1,2	13,0	11,9	11,5	37%	39%	39%	3,7%	3,8%	3,9%
Gazprom Neft	334,10	3,9	4,0	3,9	0,9	0,9	0,9	4,6	4,5	4,3	24%	22%	23%	6,5%	7,7%	9,0%
Gulf Keystone	2,47	4,2	3,3	2,0	2,9	2,4	1,6	11,7	7,2	3,8	69%	73%	81%	-	-	-
Lukoil	4688,50	3,6	3,7	3,7	0,5	0,6	0,6	5,6	5,8	5,6	15%	15%	15%	5,2%	5,5%	5,9%
Occidental Petroleum	76,88	7,0	6,3	6,5	4,0	3,6	3,6	15,5	13,9	15,7	57%	57%	56%	4,0%	4,1%	4,1%
Repsol	16,42	4,7	4,5	4,2	0,7	0,7	0,7	9,9	9,1	8,4	14%	15%	16%	5,5%	5,8%	6,0%
Rosneft Oil	449,45	4,7	4,4	4,1	1,1	1,0	1,0	8,4	6,9	6,1	23%	24%	24%	5,8%	6,7%	8,2%
Shell	27,23	5,5	5,1	5,2	0,9	0,8	0,9	12,0	10,2	10,1	16%	16%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
Surgutneftgas	38,50	-	-	-	-	-	-	4,2	4,7	4,8	-	-	-	6,5%	5,7%	6,5%
Total	51,88	5,4	4,9	5,0	1,0	1,0	0,9	11,1	10,1	10,1	19%	20%	19%	5,0%	5,2%	5,3%
Tulow Oil	2,20	5,0	4,8	5,0	3,8	3,7	3,8	9,9	8,6	10,0	75%	76%	75%	0,1%	0,6%	0,5%
Mediana		4,7	4,5	4,2	0,9	0,9	0,9	10,5	8,8	8,4	24%	24%	23%	5,5%	5,7%	6,0%

Wycena spółek surowcowych (2018-09-10)

	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	63,00	1,9	2,1	2,7	0,6	0,6	0,7	3,8	5,0	7,9	33%	30%	25%	0,0%	7,9%	10,0%
KGHM	85,50	4,3	3,2	2,9	1,1	0,8	0,8	7,2	5,7	5,6	25%	26%	26%	0,0%	3,4%	6,2%
LW Bogdanka*	49,70	3,0	2,4	2,3	0,9	0,8	0,8	13,1	7,9	7,2	30%	34%	34%	1,9%	3,3%	5,3%
Anglo American	14,65	3,9	4,1	4,4	1,2	1,3	1,3	8,4	9,0	9,9	32%	31%	28%	5,3%	5,1%	5,1%
Antofagasta	7,45	5,0	4,2	4,1	2,5	2,3	2,2	13,7	11,1	10,8	50%	54%	55%	3,5%	4,0%	3,9%
BHP Billiton	15,15	5,8	5,7	6,0	2,9	3,0	3,1	29,4	11,8	12,8	51%	52%	51%	3,2%	7,2%	5,7%
Freeport-McMoRan	13,20	4,0	5,8	4,5	1,6	1,9	1,7	7,2	11,6	8,0	39%	33%	39%	1,5%	2,2%	3,8%
Glencore	2,91	4,8	4,7	4,8	0,4	0,4	0,4	7,9	7,8	8,3	8%	8%	7%	5,7%	6,3%	6,8%
Grupo Mexico	53,94	5,9	5,3	5,1	2,8	2,6	2,5	11,1	9,6	9,1	48%	48%	48%	4,0%	5,0%	5,6%
Kazakhmys	4,42	3,6	3,5	3,4	2,1	2,0	1,9	5,0	4,3	4,3	57%	56%	56%	1,5%	1,5%	1,5%
Rio Tinto	35,16	5,2	5,6	5,7	2,3	2,4	2,4	9,7	11,1	11,3	45%	43%	43%	6,1%	5,9%	5,7%
Southern CC	40,04	9,2	8,2	8,0	4,7	4,3	4,2	16,6	14,6	14,1	51%	52%	53%	4,3%	3,5%	3,7%
Mediana		4,6	4,5	4,5	1,8	1,9	1,8	9,1	9,3	8,7	42%	38%	41%	3,3%	4,5%	5,4%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	365,00	9,1	8,5	8,2	1,4	1,4	1,3	13,3	12,6	12,4	16%	16%	16%	6,6%	6,0%	6,3%
Alcoa	42,01	3,5	4,0	4,5	0,8	0,8	0,8	10,2	10,6	11,6	23%	21%	19%	0,1%	0,3%	0,3%
Constellium	11,05	6,8	6,3	6,0	0,6	0,6	0,5	14,8	8,0	6,8	9%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	105,00	9,1	8,1	7,9	1,2	1,1	1,1	16,4	13,9	13,5	13%	14%	14%	2,1%	2,2%	2,3%
Norsk Hydro	47,35	6,0	5,0	4,7	0,7	0,7	0,7	13,3	10,3	9,5	11%	13%	14%	3,6%	4,0%	4,4%
Rusal	1,77	4,5	-	-	1,0	1,0	-	3,8	3,1	2,9	22%	-	-	9,3%	8,9%	4,9%
Mediana		6.4	6.3	6.0	0.9	0.9	0.8	13.3	10.5	10.5	14%	14%	14%	3.6%	4.0%	4.4%

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

Wycena spółek nawozowych (2018-09-10)

	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	31,72	5,1	5,2	5,8	0,5	0,5	0,6	14,0	12,7	11,9	10%	10%	11%	3,8%	2,1%	2,4%
ZA Police*	16,50	9,1	6,8	5,4	0,7	0,7	0,6	25,4	13,4	9,0	8%	10%	12%	3,2%	3,0%	3,0%
ZCh Puławy*	96,00	3,6	2,8	2,5	0,4	0,4	0,4	11,4	7,7	6,9	11%	14%	15%	6,2%	8,3%	8,3%
Acron	4528,00	8,8	8,1	7,7	2,8	2,6	2,4	11,1	10,0	9,3	31%	32%	32%	6,7%	7,1%	7,3%
CF Industries	51,47	13,0	11,0	10,3	4,2	3,9	3,8	40,7	24,5	20,1	33%	35%	37%	2,3%	2,3%	2,4%
Israel Chemicals	20,09	7,5	8,2	7,8	1,7	1,6	1,6	15,9	14,5	13,2	23%	20%	20%	3,3%	6,1%	6,5%
K+S	18,42	9,1	7,2	6,6	1,6	1,5	1,5	21,9	12,0	9,7	18%	21%	23%	2,5%	3,8%	4,4%
Phosagro	2708,00	6,5	6,4	6,1	2,1	2,0	1,9	10,8	10,9	9,2	32%	31%	31%	4,9%	5,0%	5,2%
The Mosaic Company	30,30	8,4	7,5	7,2	1,7	1,6	1,6	18,0	14,4	12,7	20%	21%	22%	0,3%	0,4%	0,8%
Uralkali	79,95	4,7	4,8	-	2,5	2,5	-	4,1	4,3	-	53%	53%	-	-	-	-
Yara International	377,60	85,1	65,1	53,5	10,3	9,8	8,8	100+	100+	96,2	12%	15%	17%	0,2%	0,4%	0,5%
Mediana		8,4	7,2	6,9	1,7	1,6	1,6	15,0	12,3	10,8	20%	21%	21%	3,2%	3,4%	3,7%

Wycena spółek spożywczych (2018-09-10)

	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*	31,80	4,9	4,1	-	1,0	0,9	-	5,1	7,8	-	19%	23%	-	-	-	-
IMC*	11,20	3,2	-	-	1,2	1,2	-	3,7	-	-	39%	-	-	7,6%	-	-
Kemel	47,20	6,5	5,0	4,0	0,7	0,5	0,4	15,1	6,8	4,5	10%	11%	10%	1,9%	1,9%	6,1%
Ovostar*	98,00	4,8	-	-	1,4	1,3	-	5,7	-	-	29%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	20,95	6,4	7,4	7,0	0,6	0,6	0,6	9,3	13,5	12,5	10%	8%	9%	5,4%	5,2%	5,4%
Bunge Limited	62,96	9,1	8,9	8,7	0,4	0,4	0,4	12,0	11,3	10,8	4%	4%	4%	3,1%	3,3%	3,6%
Cosan	34,27	4,6	4,0	3,7	0,4	0,3	0,3	12,1	9,7	8,3	8%	9%	9%	5,3%	5,2%	6,5%
MHP	12,10	5,3	4,9	4,4	1,7	1,5	1,3	5,3	4,6	3,9	32%	31%	31%	6,2%	6,4%	6,7%
Nisshin Oillio	3070,00	10,0	8,6	8,0	0,5	0,4	0,4	15,1	15,4	14,5	5%	5%	5%	2,0%	2,0%	2,1%
Suedzucker	11,77	6,3	10,1	8,5	0,7	0,7	0,7	11,8	81,7	31,7	11%	7%	8%	3,8%	1,9%	2,3%
Wilmar Int.	3,15	14,1	13,3	13,0	0,8	0,7	0,7	13,0	12,7	11,7	5%	5%	5%	3,5%	3,5%	3,5%
Mediana		6,3	7,4	7,5	0,7	0,7	0,5	11,8	11,3	11,3	10%	8%	9%	3,8%	3,4%	4,5%

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 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 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

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