

wtorek, 27 listopada 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 na rynku niemieckim oscylują wokół 51-52 EUR/MWh przy stabilnych marżach CDS, jako że zmienność na notowaniach węgla i CO₂ nieco przygasła w ostatnim tygodniu. W Polsce kontrakt roczny również stabilny na poziomie 290 PLN/MWh, podobnie jak zielone certyfikaty, które obecnie kosztują 152 PLN/MWh. Spread cenowy pomiędzy kontraktami na rok 2020 i 2021 (rynek mocy) wynosi obecnie 14 PLN/MWh, ale płynność nadal nie jest znacząca.

Rynek paliwowy

Ceny ropy zanotowały kolejną falę spadkową (czekamy na grudniową decyzję OPEC – możliwe cięcia 1,0-1,4 mln boed), co pozwoliło na utrzymanie wysokich marż rafineryjnych na poziomie 8 USD/Bbl. Oczywiście nadal głównym budulcem tej rentowności są cracki na dieslu (kolejne rekordy na frachtach przewozowych na Renie z uwagi na niższy stan wody – na trasie ARA Basel przewóz tony diesla kosztuje już 190 EUR/t vs. 17 EUR/t na początku stycznia) i HSFO (efekt surowca). Częściowo neutralizuje to ujemny dyferencjał Ural/Brent (-0,3 USD/Bbl). W petrochemii utrzymują się korzystne marże na poliolefinach (ograniczona praca Ludwigshafen z uwagi na problemy logistyczne na Renie), ale podobnie jak na dieslu traktujemy to jako zjawisko krótkookresowe.

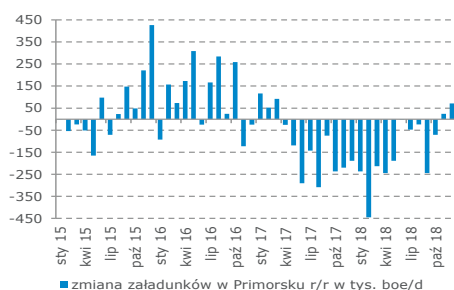
Rynek metali

W ubiegłym tygodniu monitorowane zapasy miedzi na giełdach spadły o 6,6%, z czego najbardziej na LME (-14% t/t). Inwestorzy spekulacyjni jednocześnie zwiększali swoje zaangażowanie na rynku miedzi (pozycje długie wzrosły t/t o 10 tys. sztuk do 13 tys. sztuk). Import netto miedzi do Chin (uwzględniając import/eksport koncentratów, miedzi przetworzonej, złomów) w październiku wzrósł o 11,5% r/r i był to 7-my miesiąc wzrostu importu z rzędu. Część rynku ma nadzieję, że prezydenci USA i Chin osiągną porozumienie w sprawie współpracy handlowej. Z drugiej strony amerykański przywódca w wypowiedziach przedstawił, że nie będzie odwrotu od zwiększenia ceł importowych na chińskie towary (z 10 do 25%), jakie ma wejść w życie od stycznia 2019 roku.

Rynek węgla koksowego

Na początku tygodnia rynek stali doświadczył szoku. Od poniedziałku spadają ceny produktów stalowych, metali nieżelaznych wykorzystywanych do produkcji stali, rudy żelaza i węgla koksowego. Największa korekta ma miejsce w zakresie cen pręta żebrowanego oraz kęsów. Warto zwrócić uwagę na drastyczny spadek marży modelowych producentów wielkopiecowych (BOE – patrz strona 10). Ceny węgla koksowego w Chinach spadły już poniżej 190 USD/t. Pod presją były również ceny koksu oraz marże koksownicze. Spadek cen pręta żebrowanego uderza również w marże producentów elektrycznych (Cognor – patrz strona 10). Rynek negatywnie odczytuje również informacje o spadku dynamiki wzrostu (6-sty miesiąc z rzędu) zysków chińskich spółek przemysłowych.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Dyferencjał ujemny mimo podaży Ural

Grudniowe plany załadunkowe dla ropy Ural w Primorsku wskazują na drugi z rzędu dodatni odczyt dynamiki r/r (+9,4% po +3,6% w listopadzie) po serii 19 miesięcy spadków podaży surowca w tej lokalizacji. Większa dostępność tej mieszanki nie wywiera presji na wzrost dyferencjału Ural/Brent, który w ostatnich dniach zszedł nawet w rejon ujemne z uwagi na rekordową marżę zagregowaną na produktach HSFO-ON.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

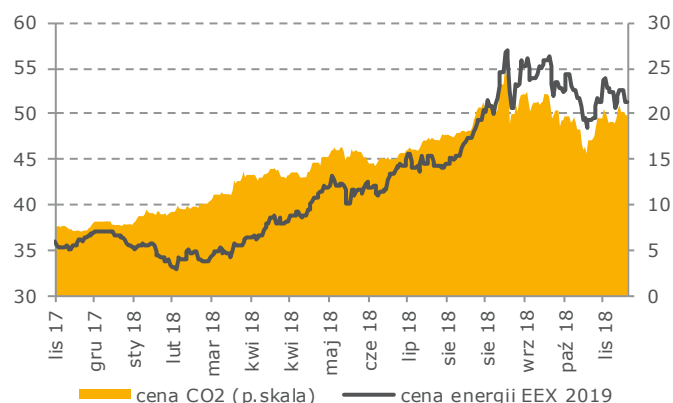
Spółka	1W	YTD
JSW	-13,2%	-30%
IMC	-11,2%	+15%
ZA Puławy	-3,8%	-50%
OMV	-3,5%	-14%
KGHM	-3,4%	-21%
LW Bogdanka	-3,2%	-18%
Ciech	-2,9%	-19%
Astarta	-2,7%	-44%
Tupras	-2,3%	+13%
CEZ	-1,4%	+18%
PGE	-1,4%	-0%
PKN Orlen	-0,6%	-1%
ZE PAK	+0,0%	-45%
Impexmetal	+0,6%	-23%
Boryszew	+0,6%	-49%
Enea	+0,9%	-8%
Lotos	+1,5%	+34%
Kernel	+1,5%	+13%
PGNiG	+1,6%	+1%
PCC Rokita	+2,2%	-12%
ZCh Police	+2,3%	-33%
Tauron	+2,3%	-28%
MOL	+2,5%	+10%
Energa	+2,8%	-27%
Orzeł Biały	+3,3%	-5%
Kęty	+3,6%	-13%
Kruszwica	+5,5%	-38%
Tarczyński	+11,3%	+45%
Grupa Azoty	+21,4%	-53%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+1,0%	-11%
Chemia	+8,7%	-40%
Energia	-0,3%	-10%
Paliwa	+0,2%	+3%
Spożywczy	+0,3%	-2%
Surowce	-5,7%	-22%
Ukraina	-2,6%	-9%

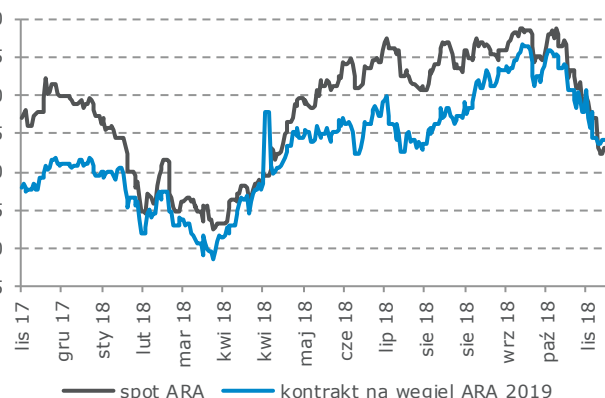
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-6,9%	-8%
Oil & Gas E&P	-4,9%	-12%
Refining EU	-1,1%	+6%
Refining US	-1,1%	-4%
Agri & Food	+1,2%	+2%
Kauczuki	-3,4%	-24%
Nawozy	+0,0%	+15%
Chemicals EU	-2,9%	-12%
Industrials EU	+1,9%	-7%
Petchem World	-0,7%	-10%
Utilities EU	+0,7%	+5%
Utilities US	-1,3%	+6%

Energetyka

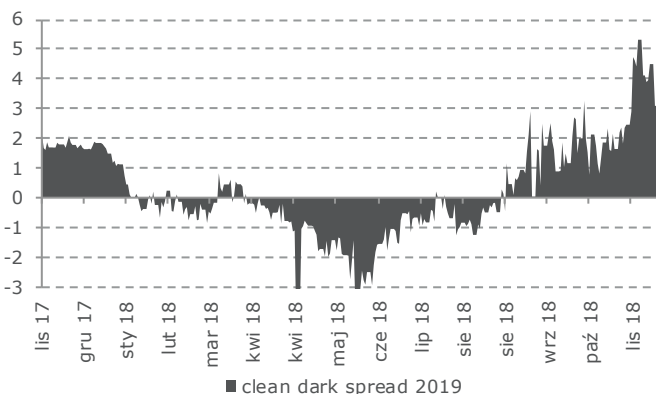
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



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



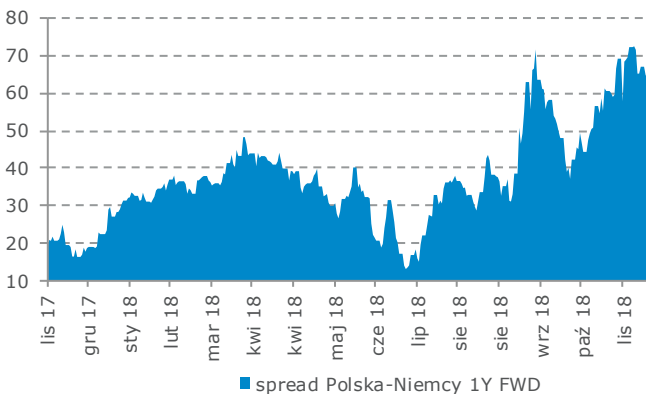
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



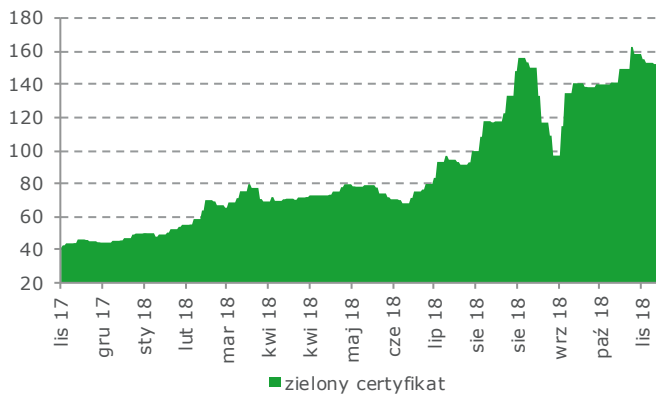
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



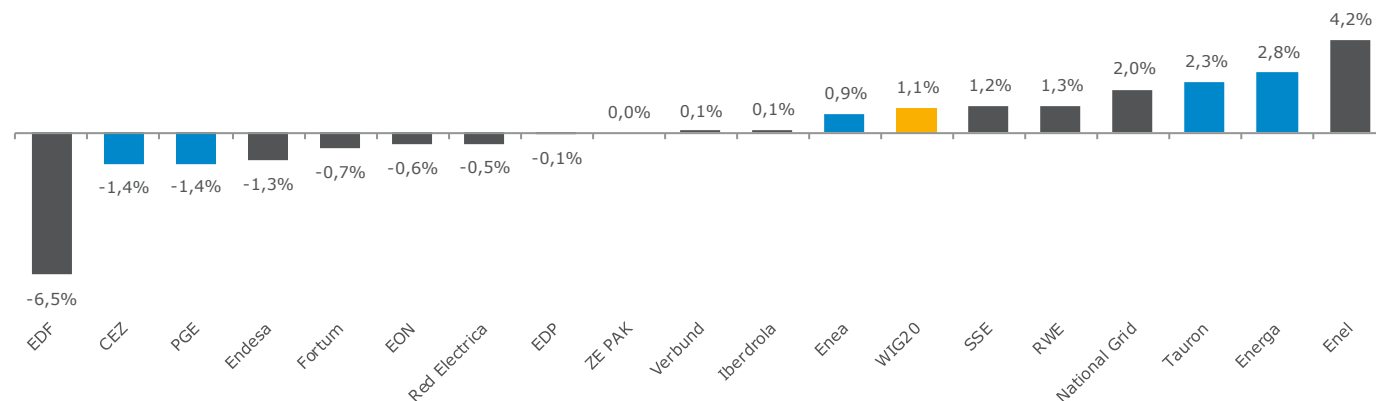
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



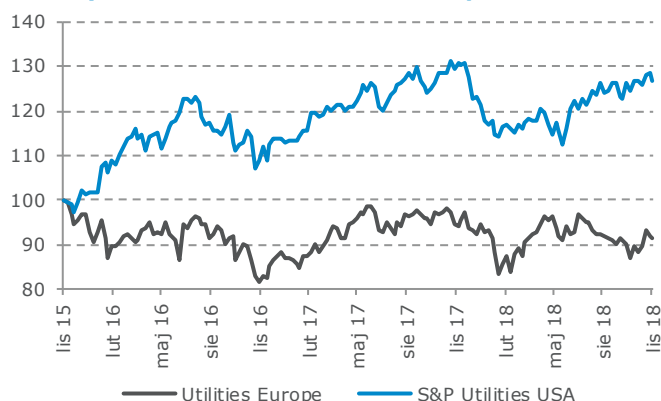
Tygodniowy performance spółek energetycznych



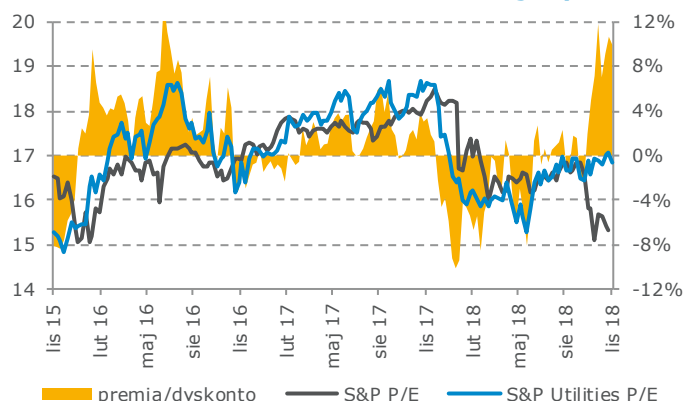
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

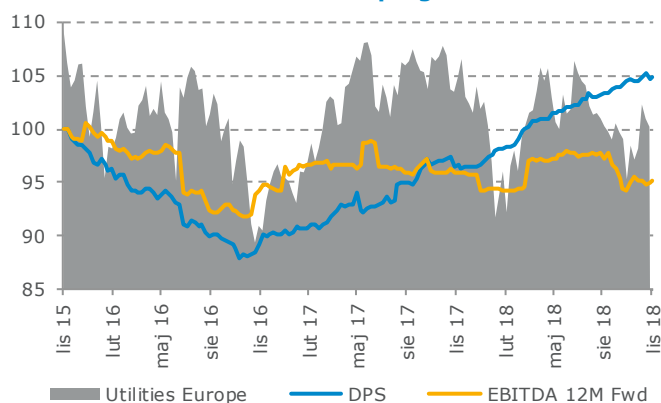
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



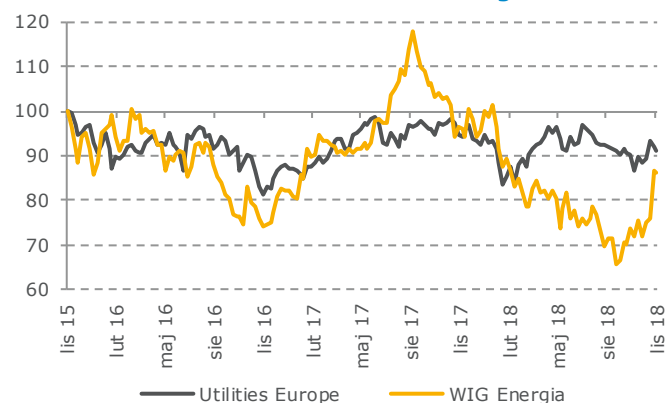
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



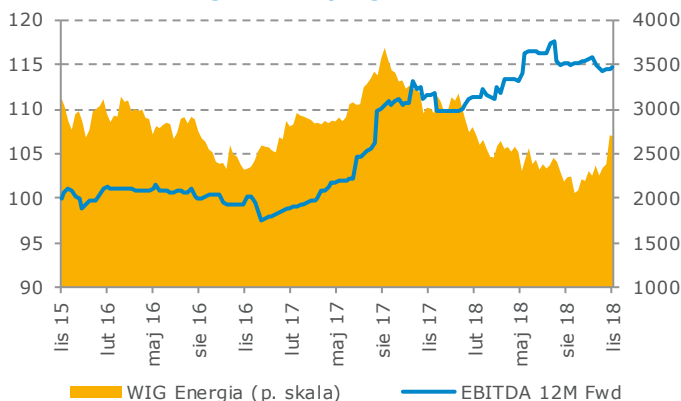
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



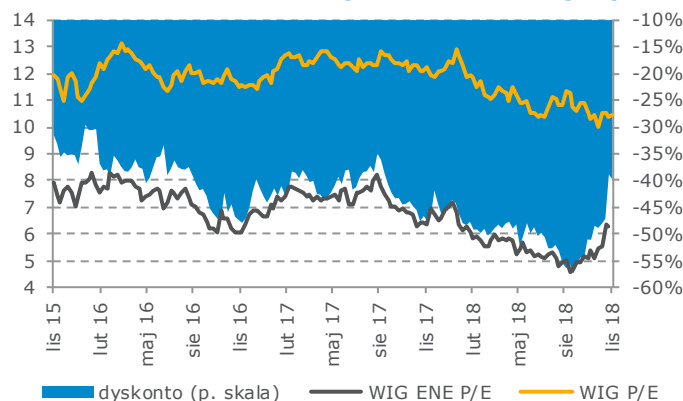
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



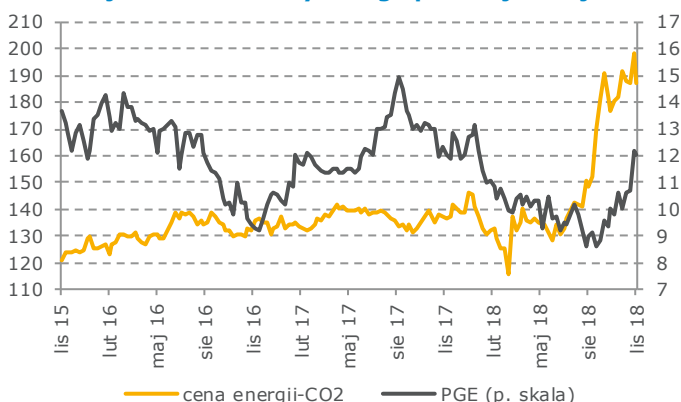
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



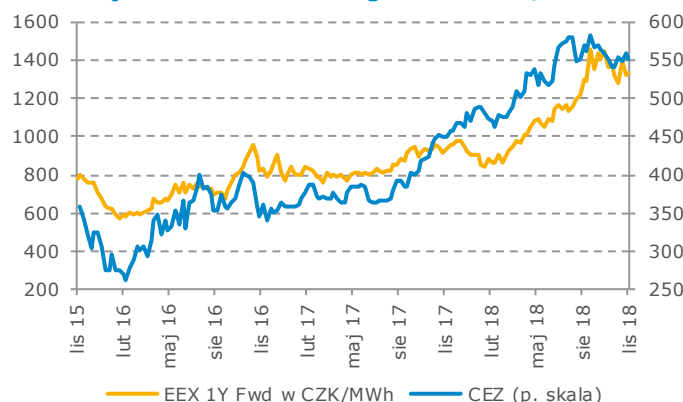
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



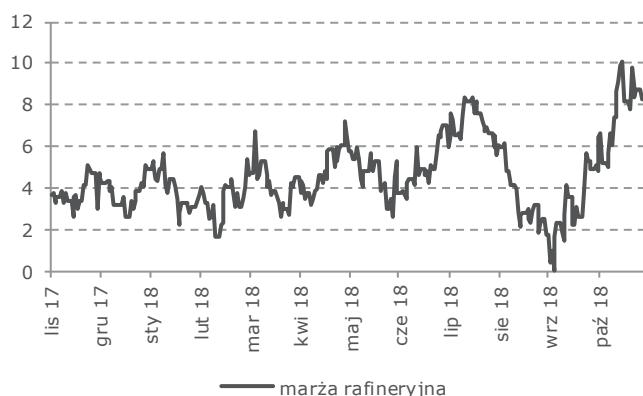
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



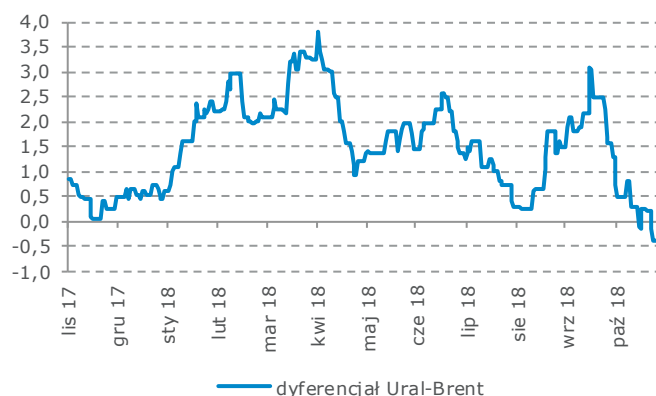
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

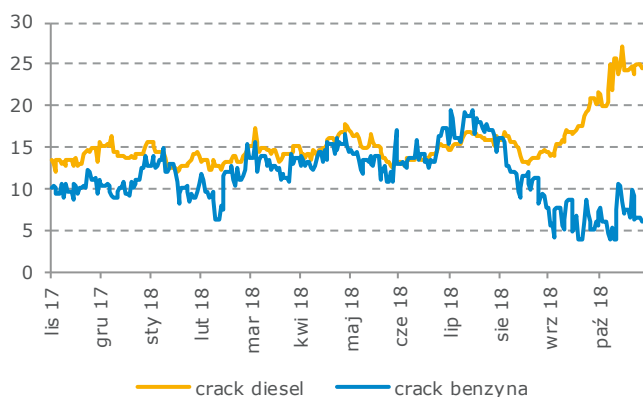
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



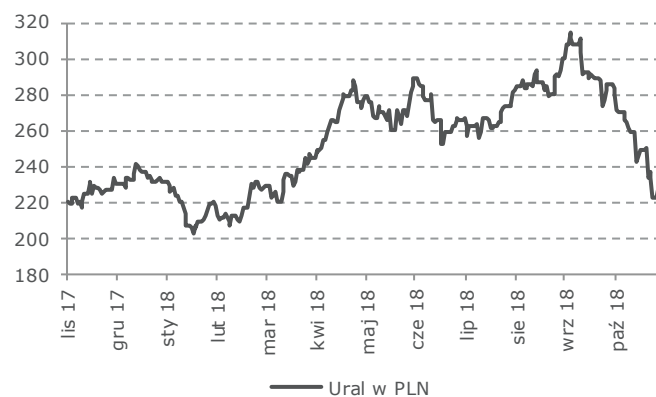
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



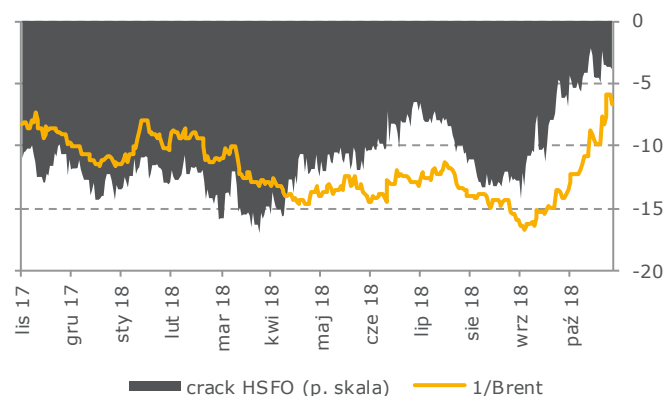
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



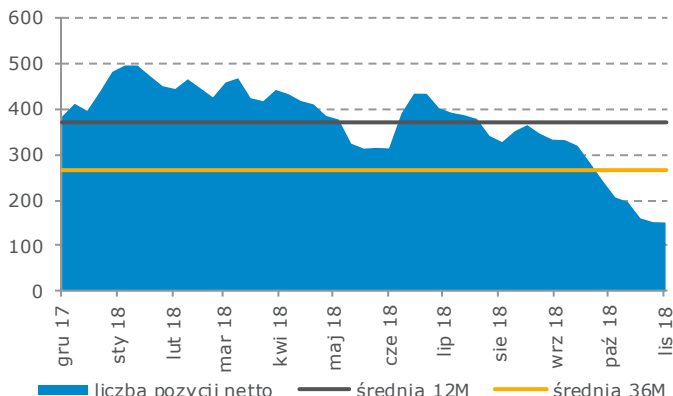
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



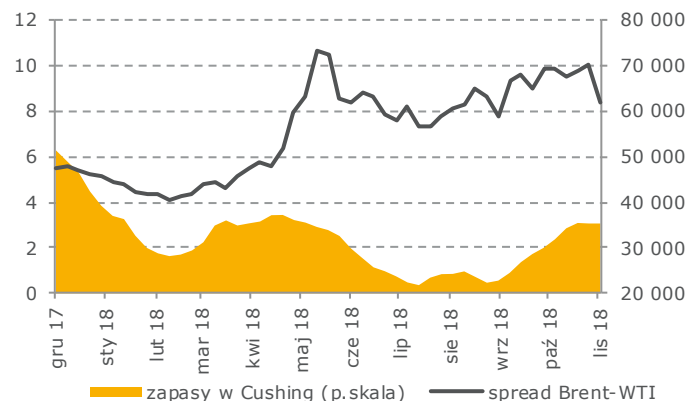
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



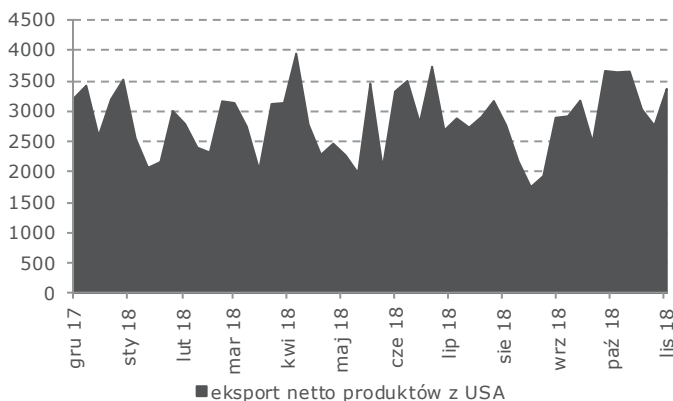
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



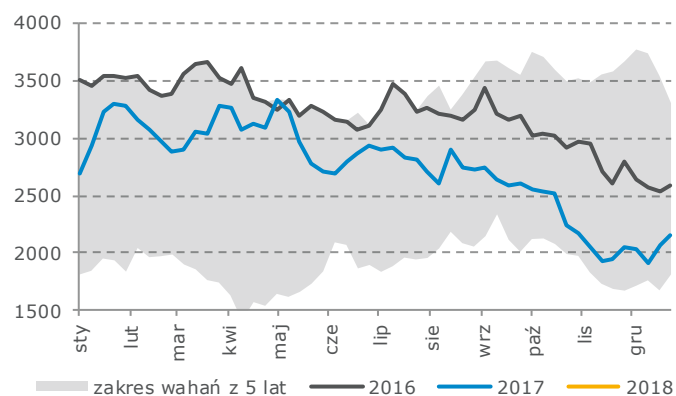
Eksport netto paliw z USA



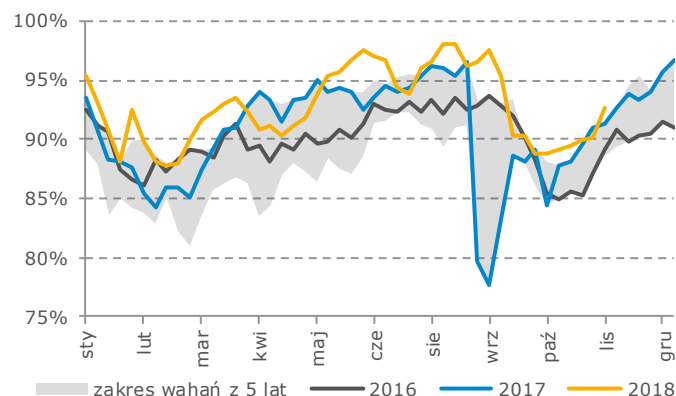
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

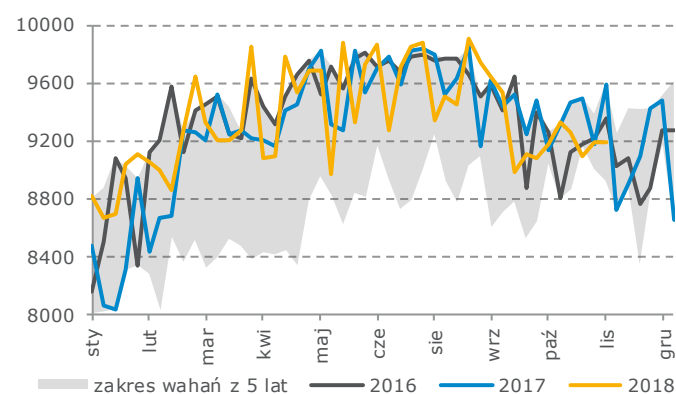
Zapasy diesla w portach ARA



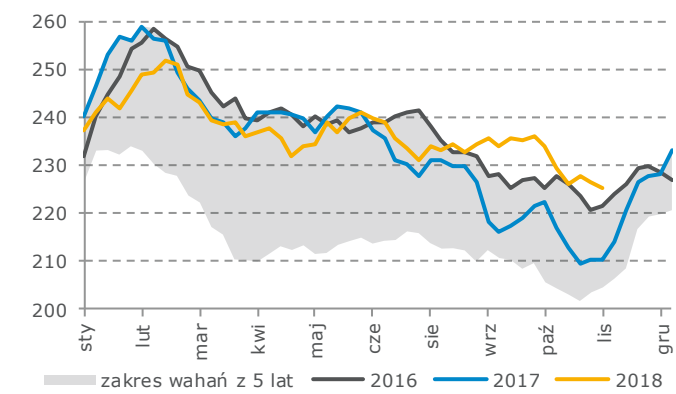
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



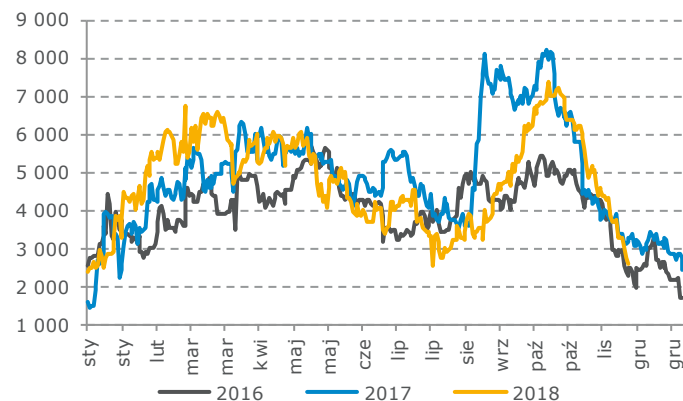
Popyt na benzynę w USA



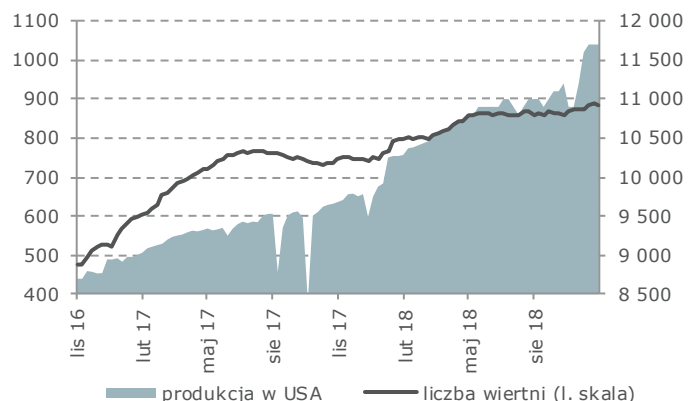
Zapasy benzyny w USA



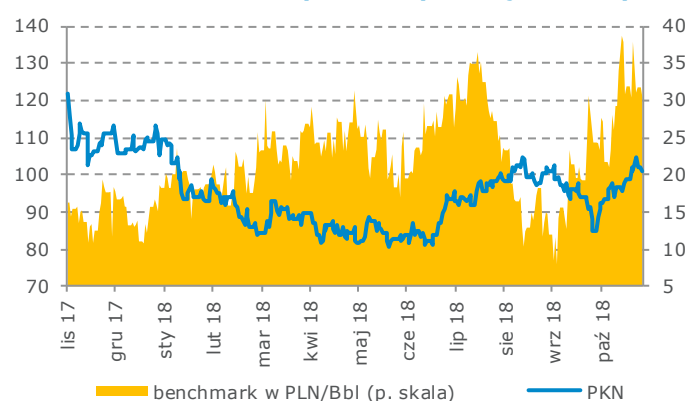
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



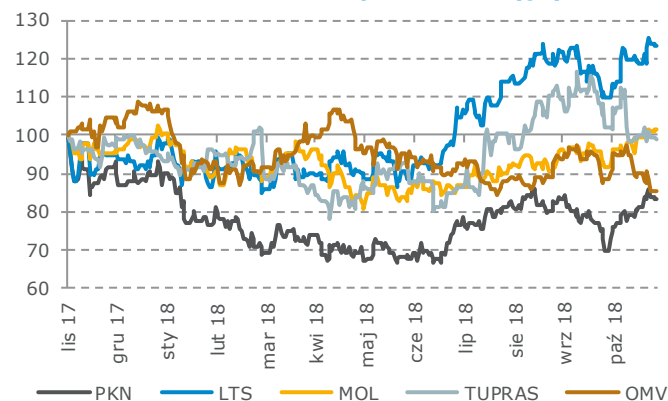
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



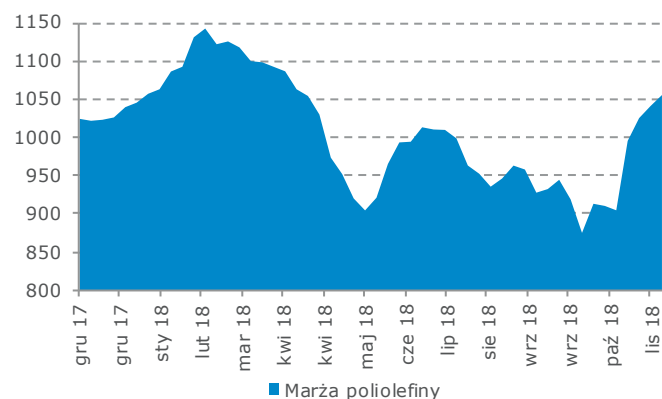
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



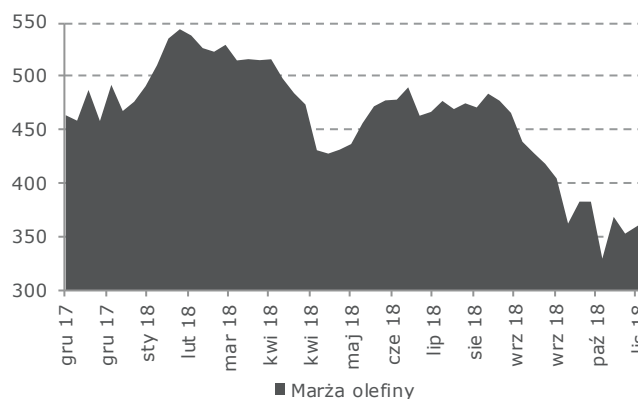
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

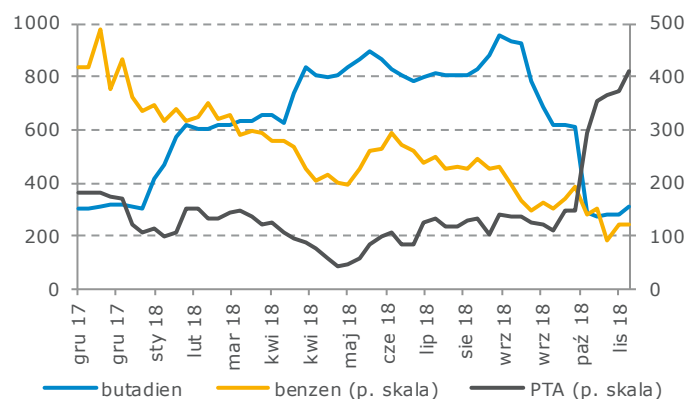
Marża petrochemiczna poliolefiny



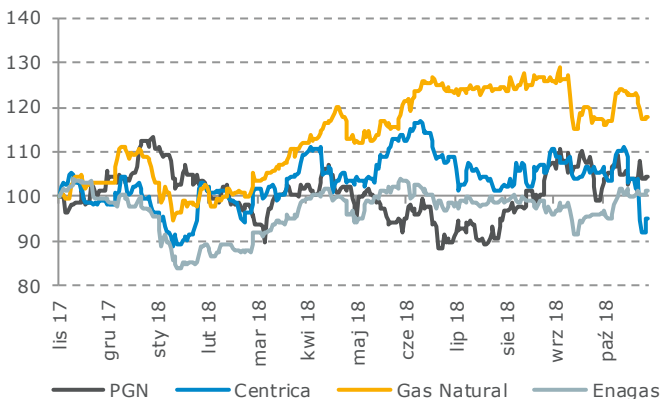
Marża petrochemiczna olefiny



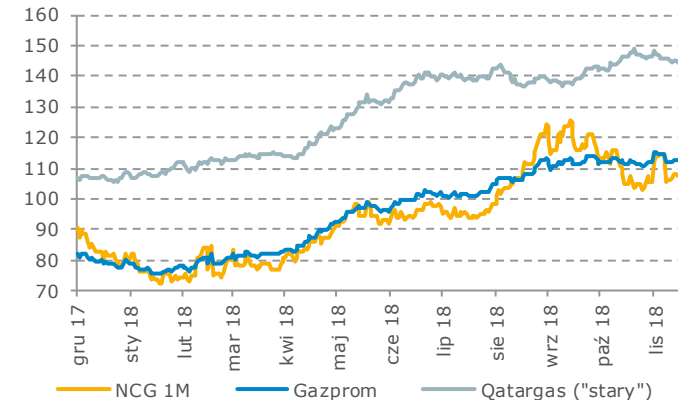
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



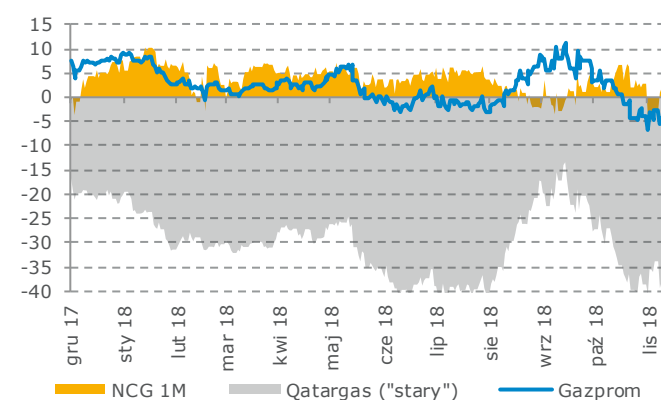
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



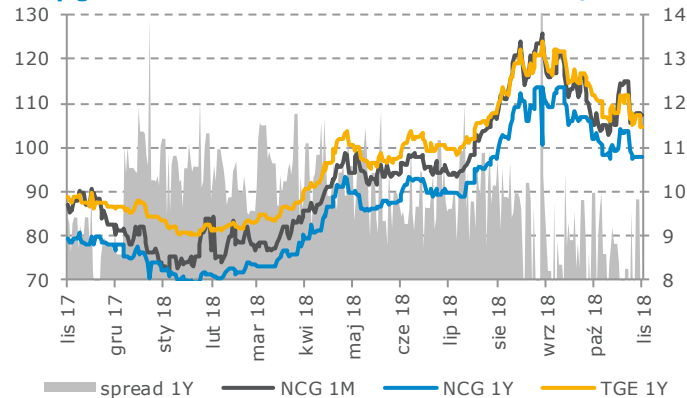
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



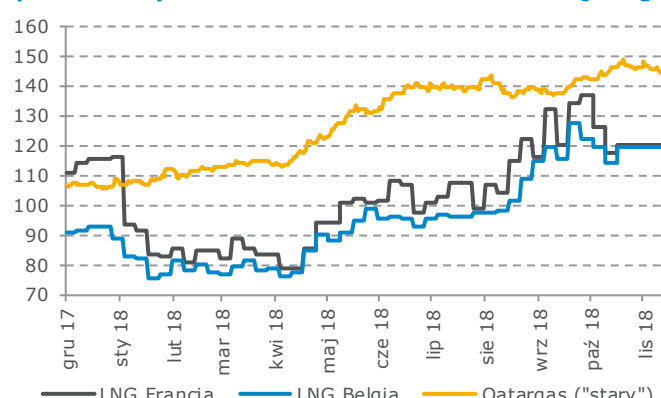
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



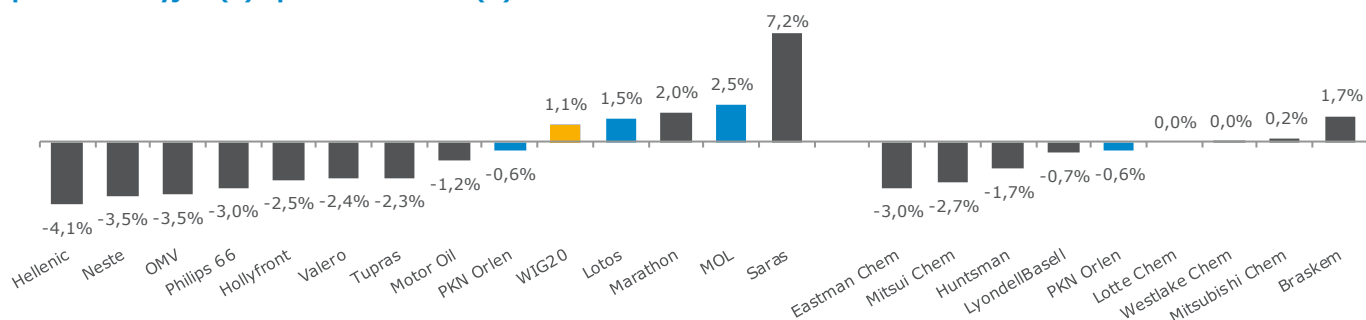
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



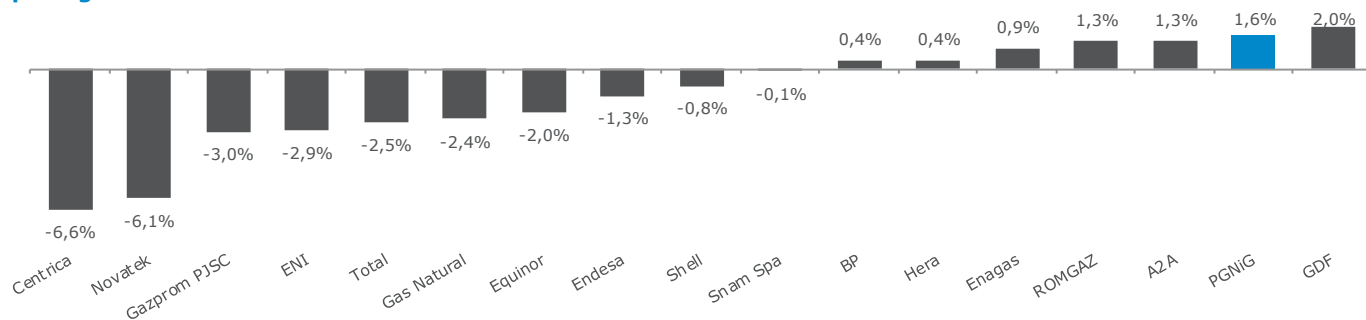
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

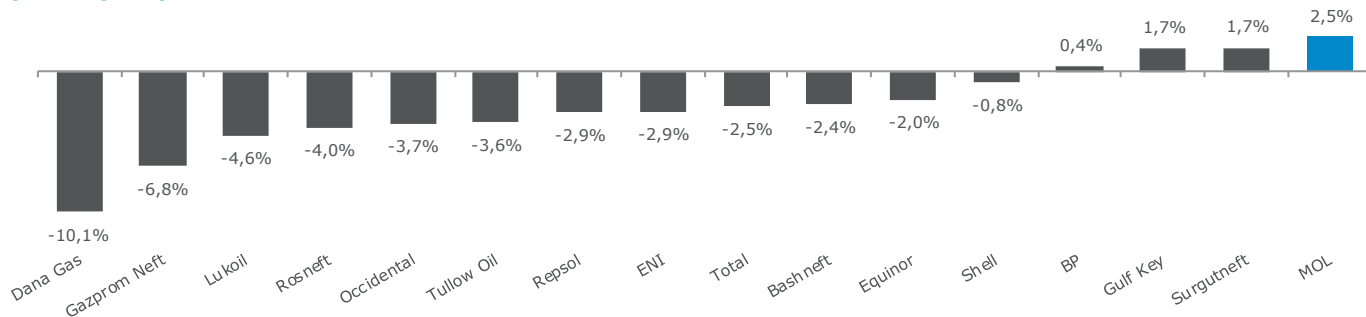
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



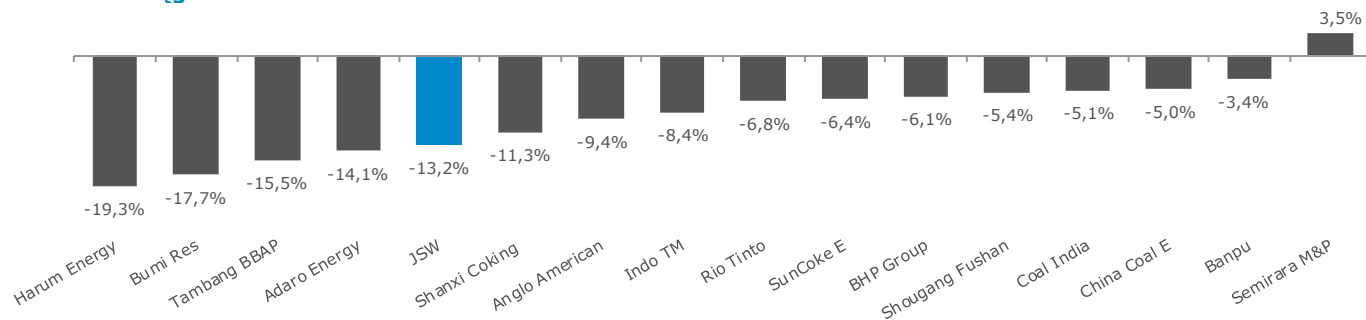
Spółki gazowe



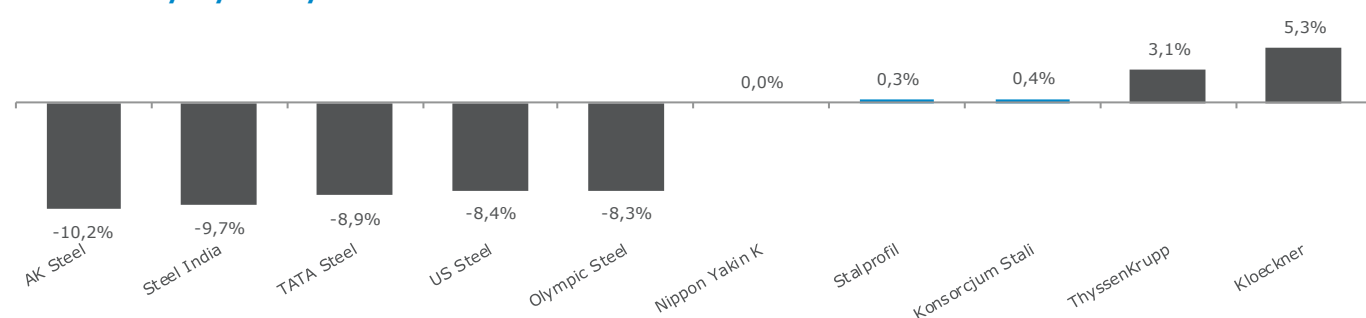
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



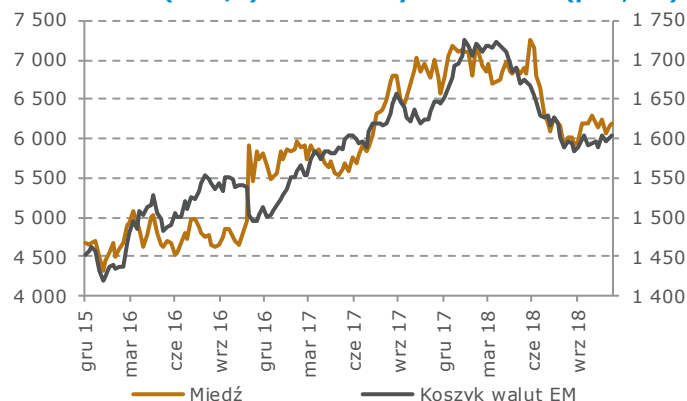
Producenci i dystrybutorzy stali



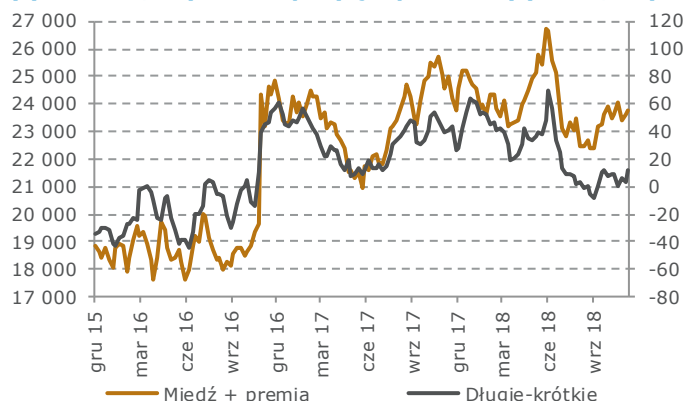
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

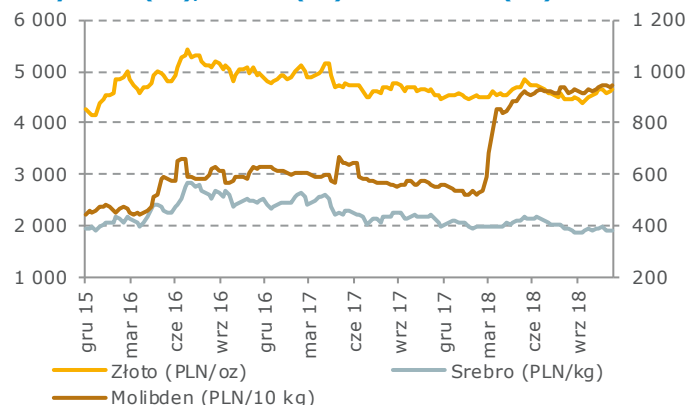
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



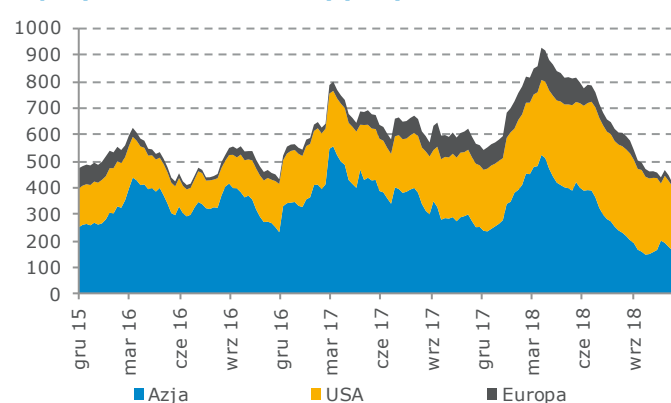
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



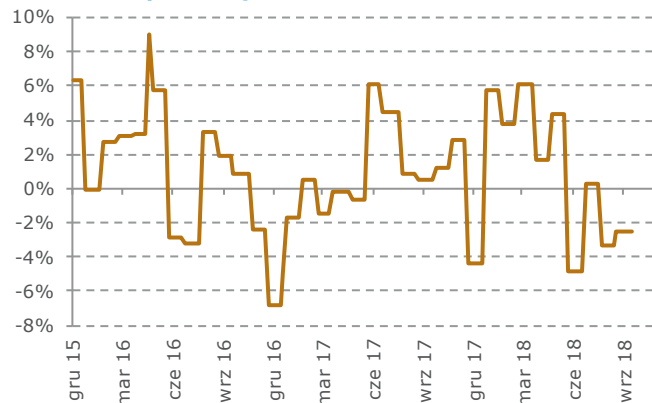
Wartości premii producenckiej dla miedzi (PLN/t)



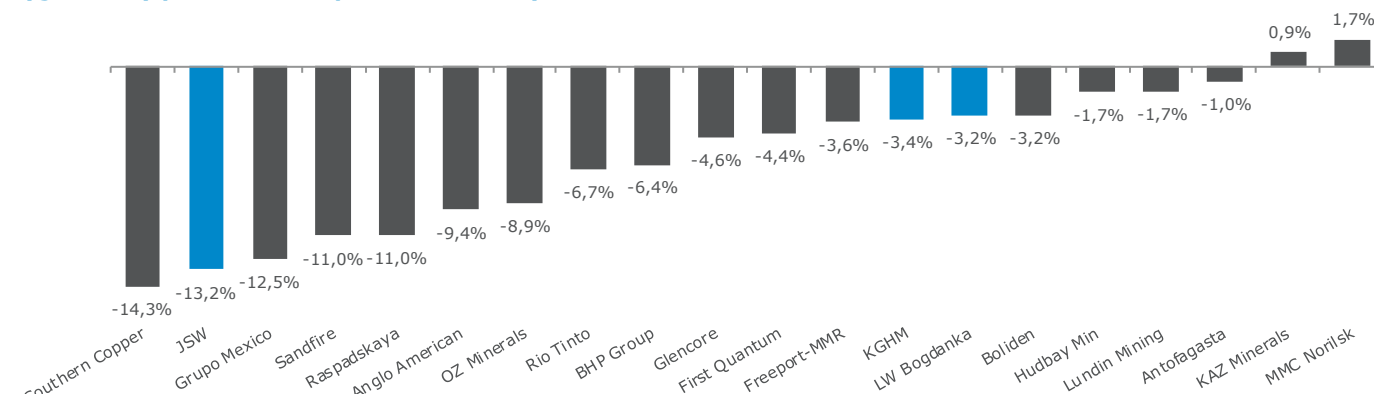
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



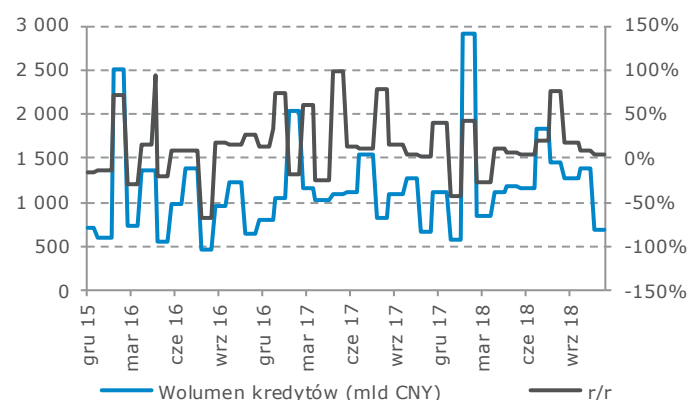
Tygodniowy performance spółek surowcowych



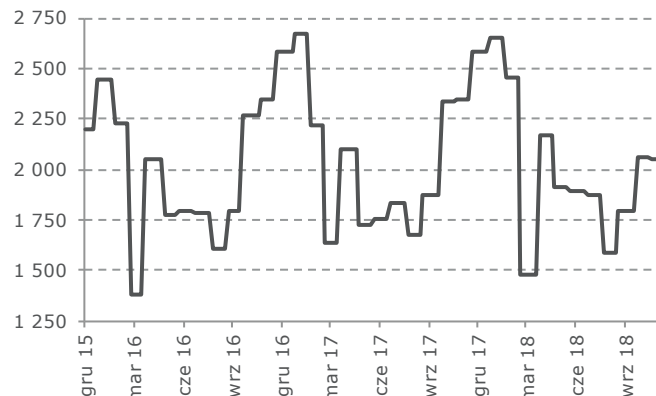
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

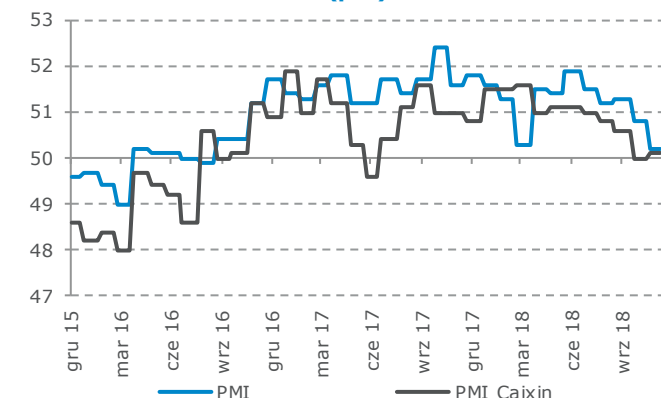
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



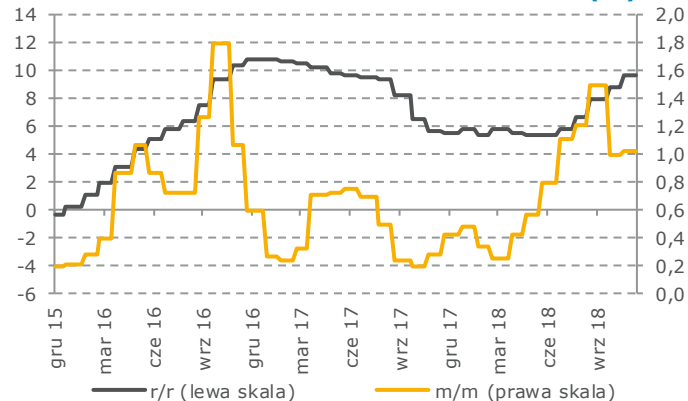
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



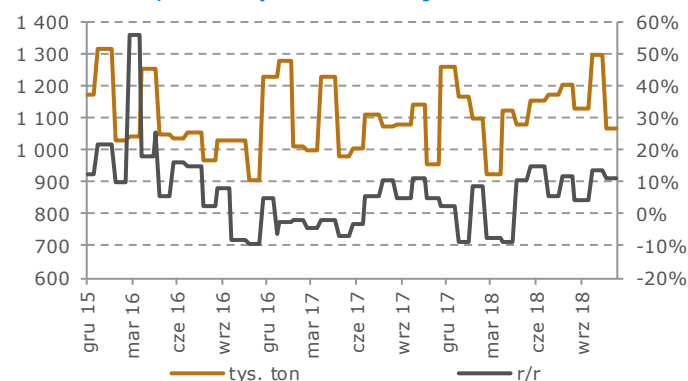
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



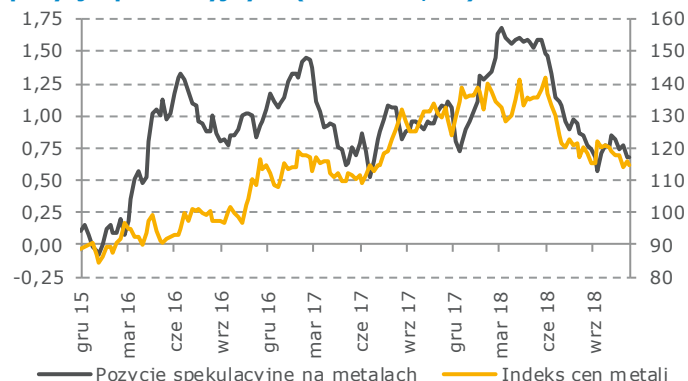
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



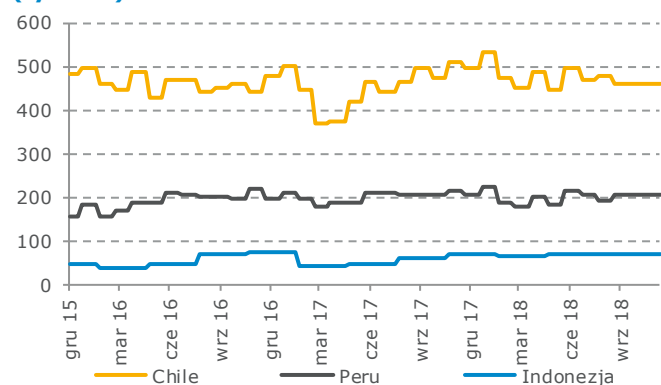
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



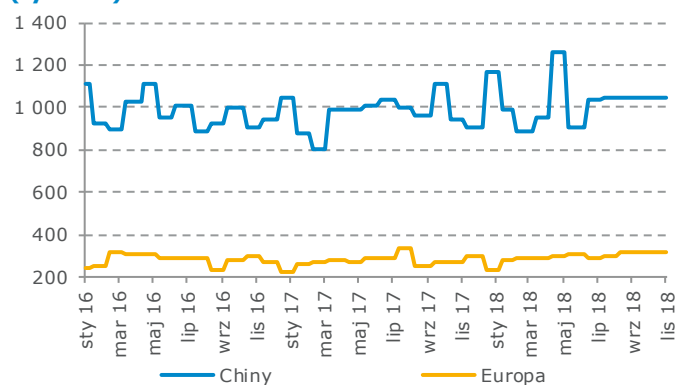
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



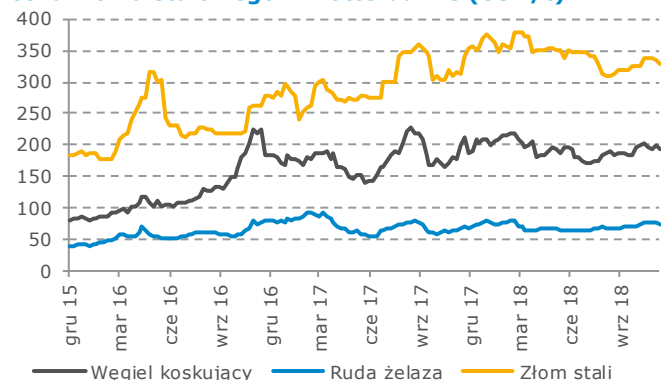
Konsumpcja miedzi w Chinach i Europie (tys. ton)



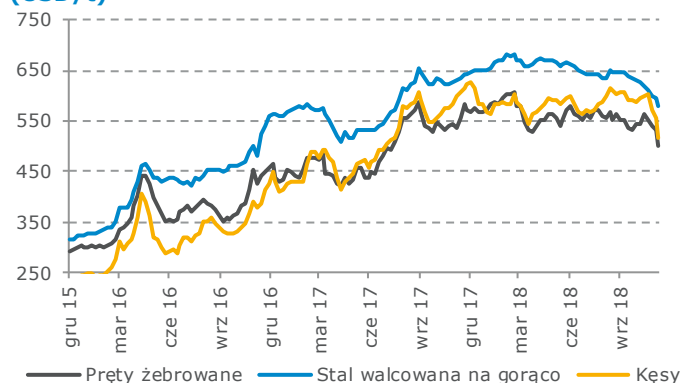
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

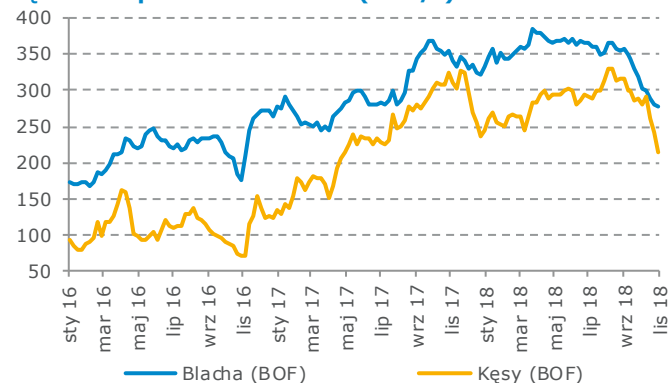
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



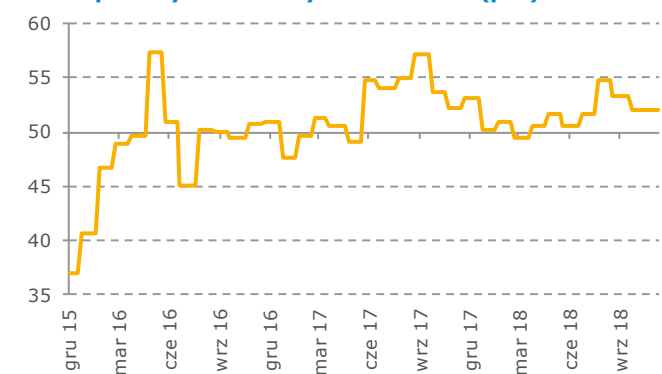
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



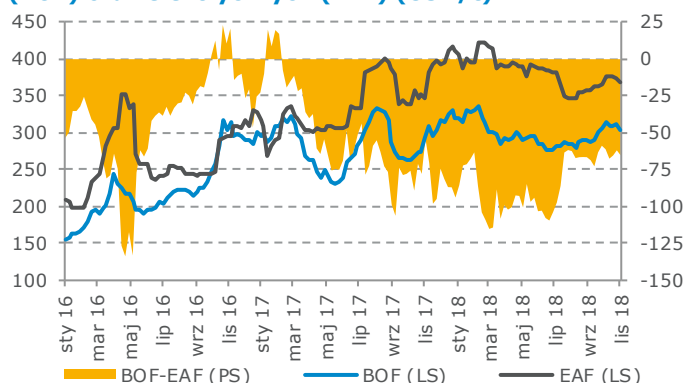
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



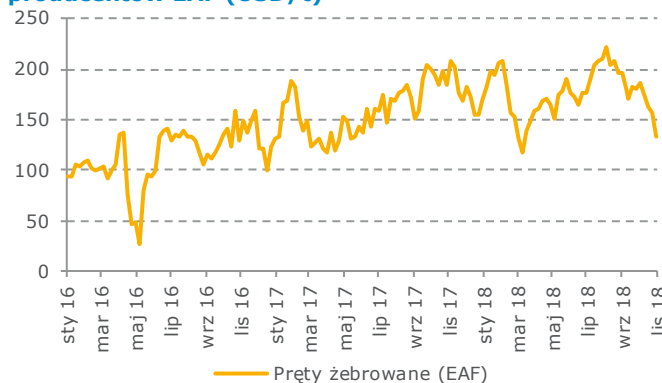
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



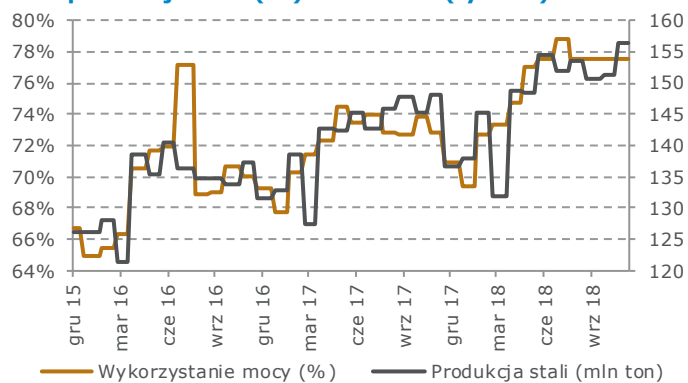
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



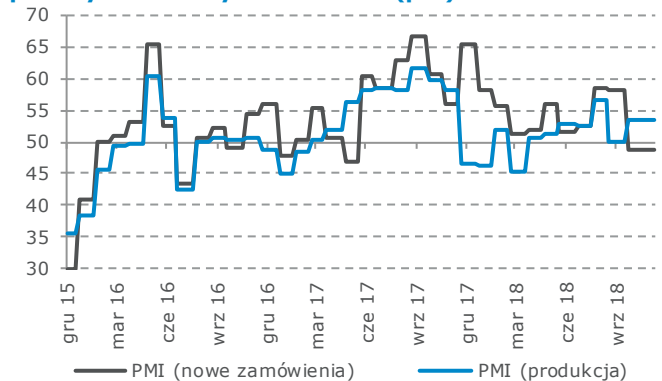
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



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

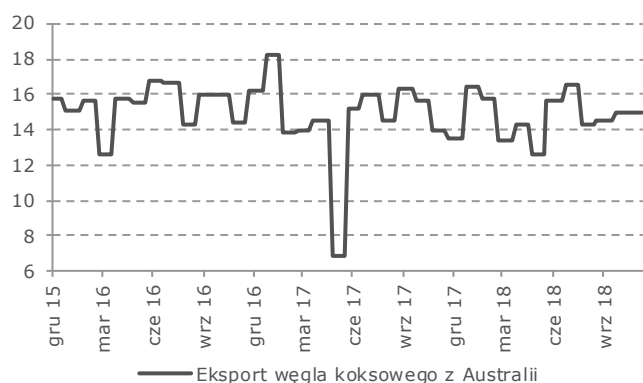


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

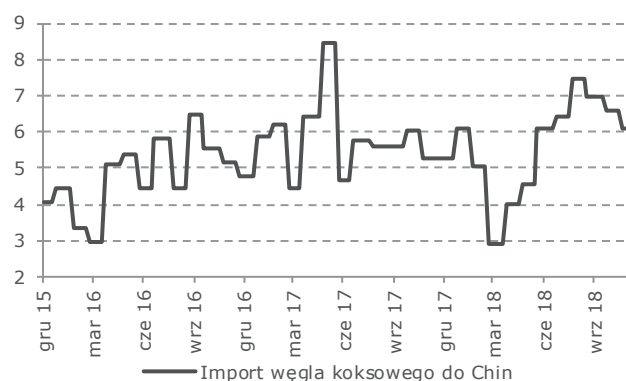


Surowce (stal)

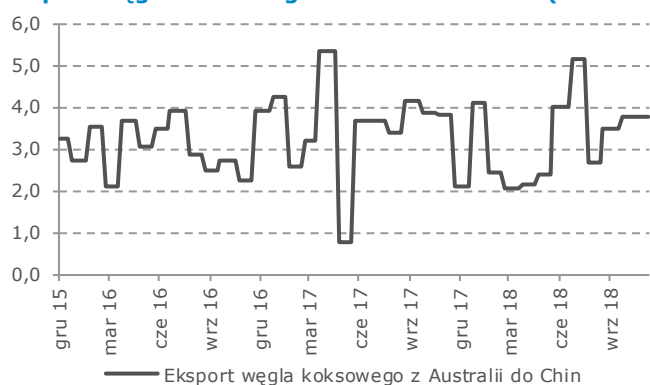
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



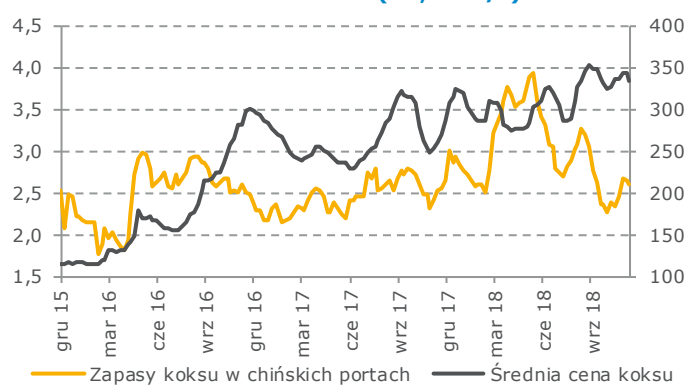
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



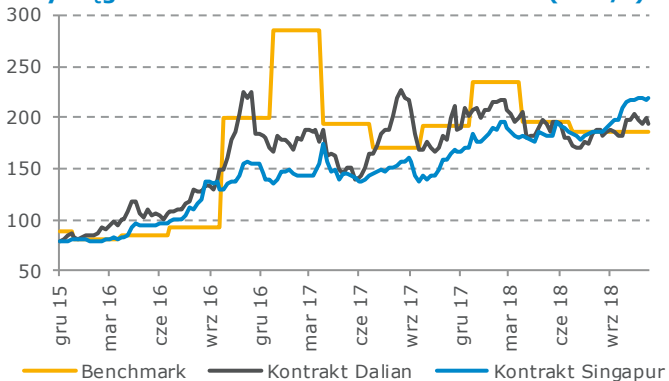
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



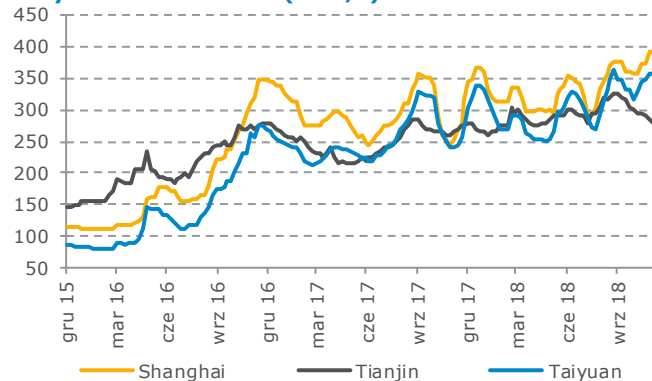
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



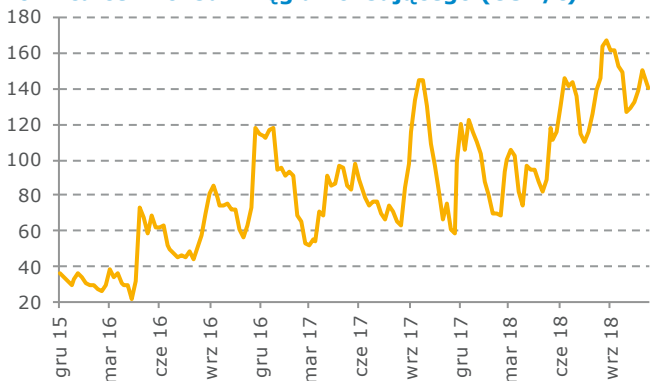
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



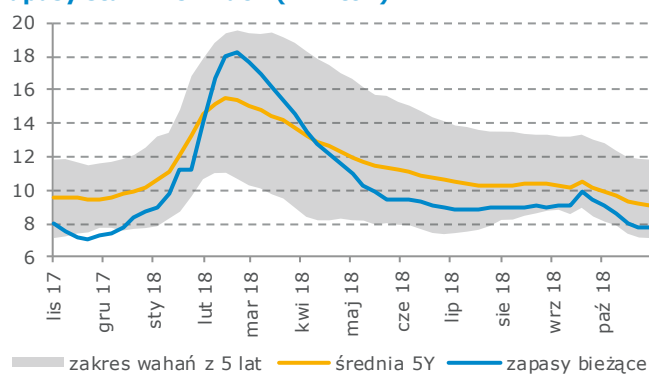
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



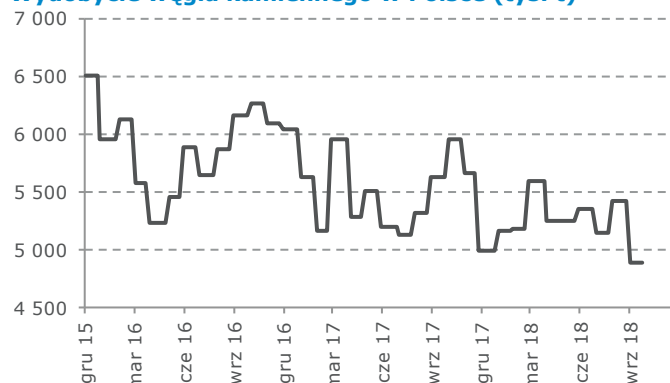
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



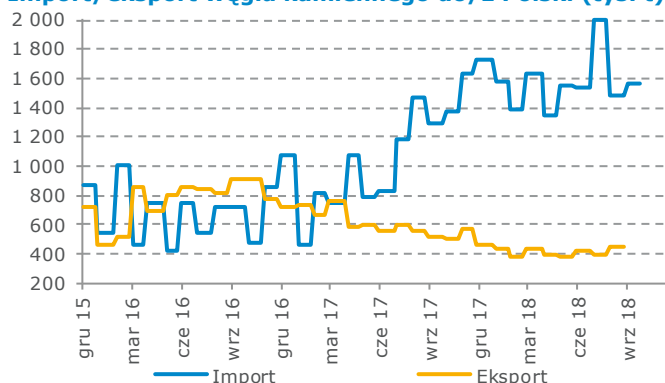
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

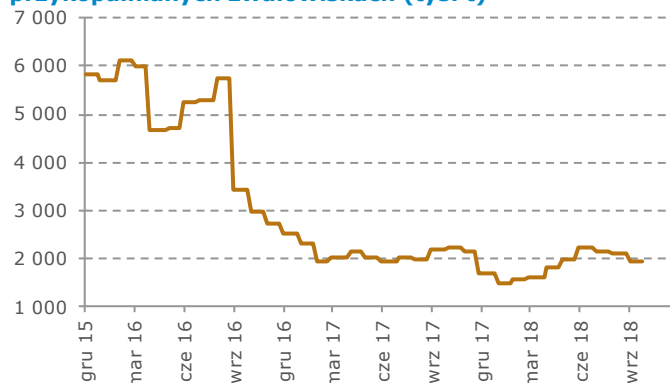
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



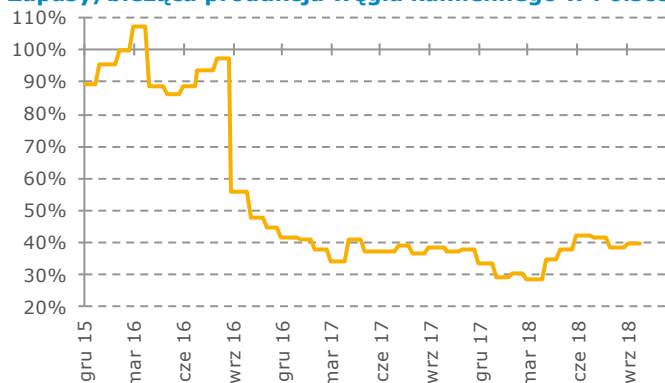
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



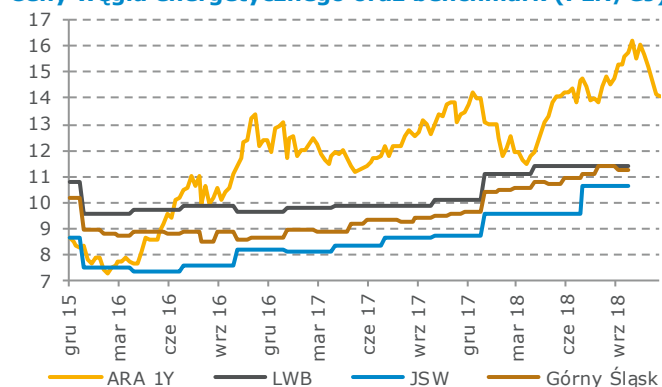
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



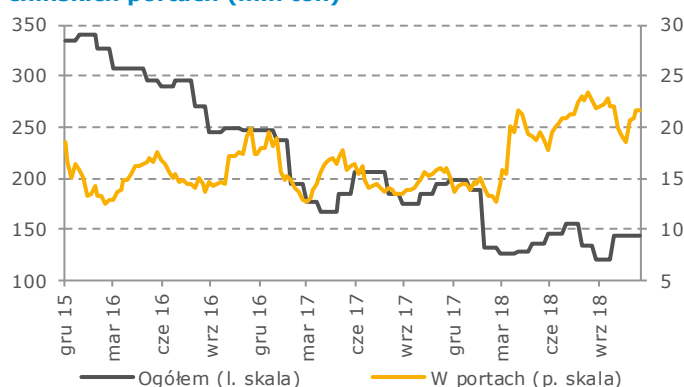
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



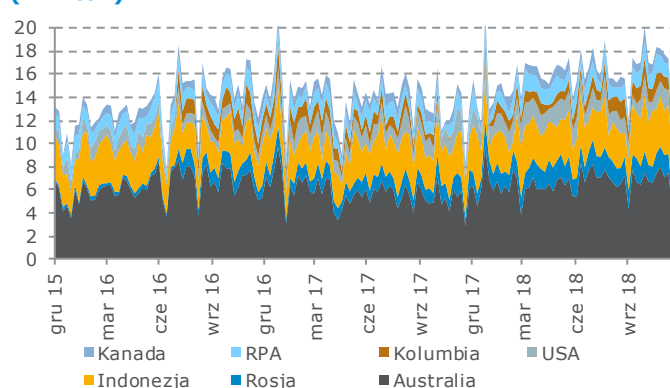
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



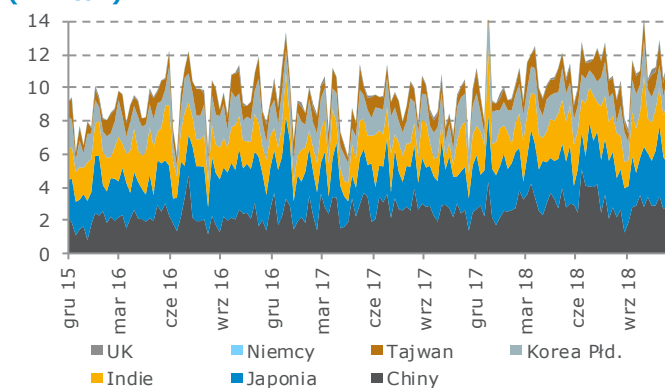
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



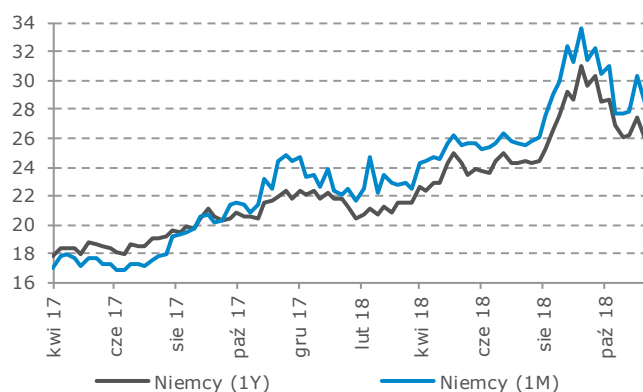
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



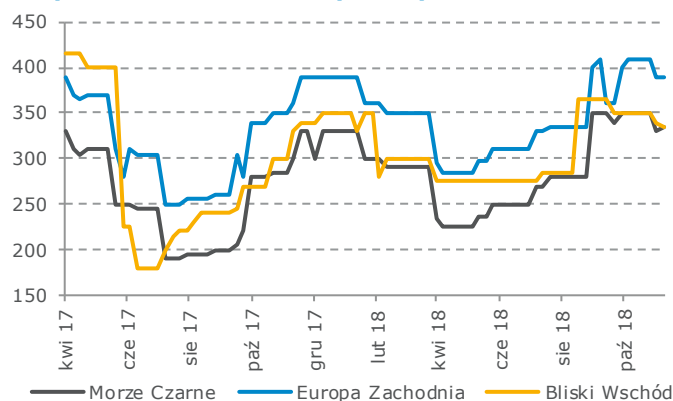
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

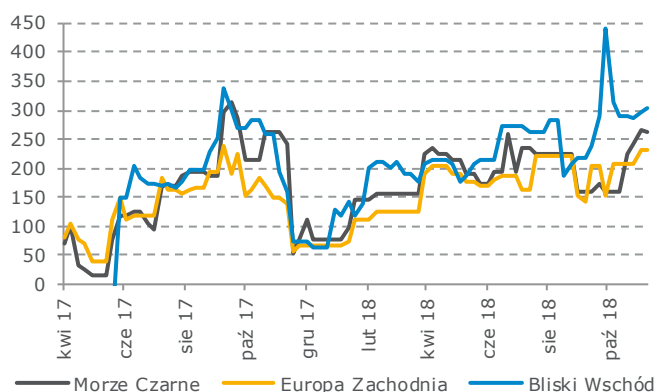
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



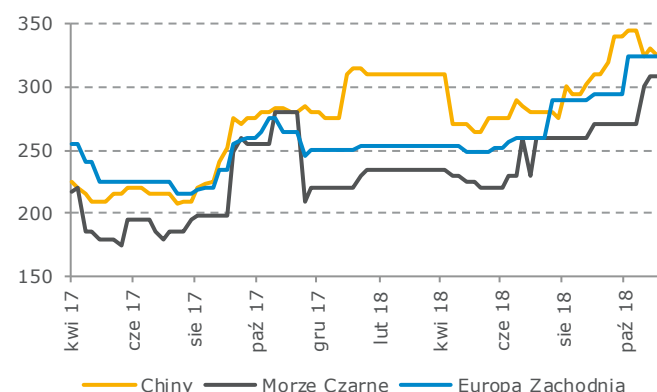
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



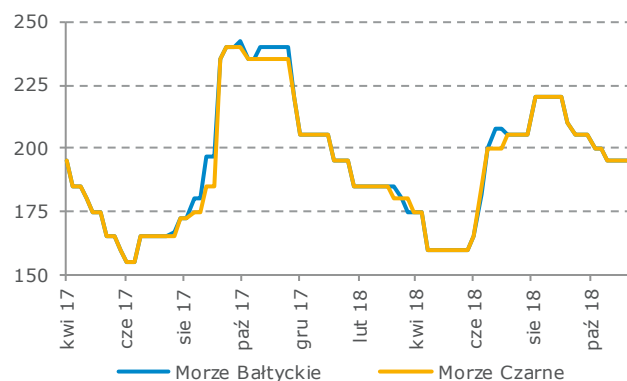
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



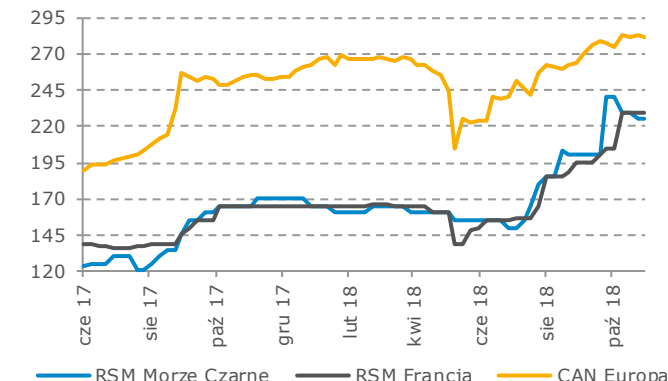
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



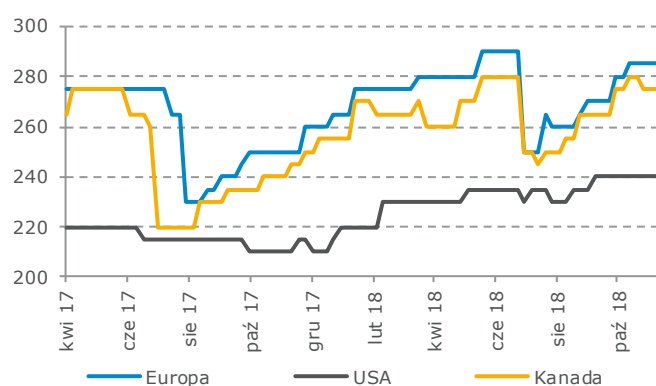
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



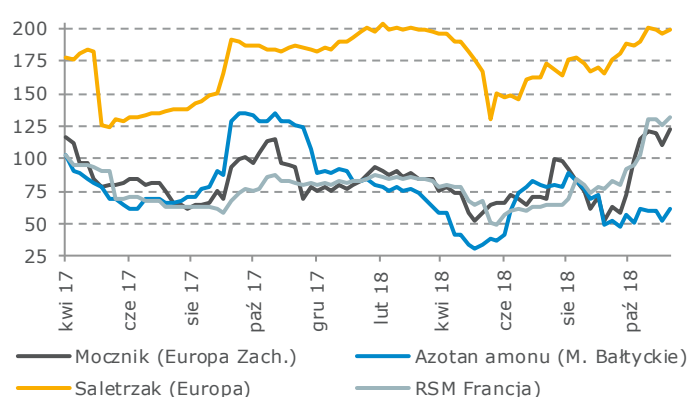
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



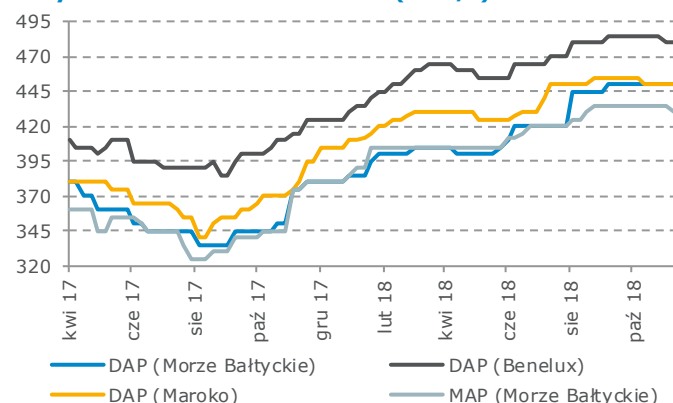
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



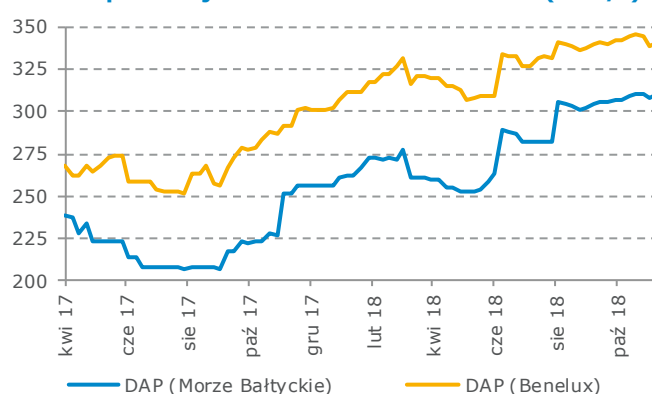
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

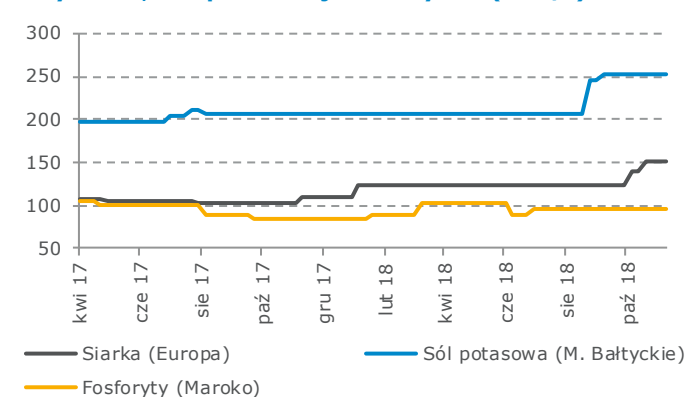
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



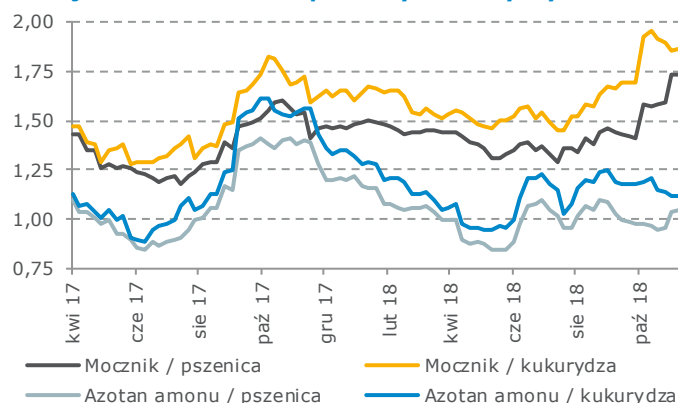
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



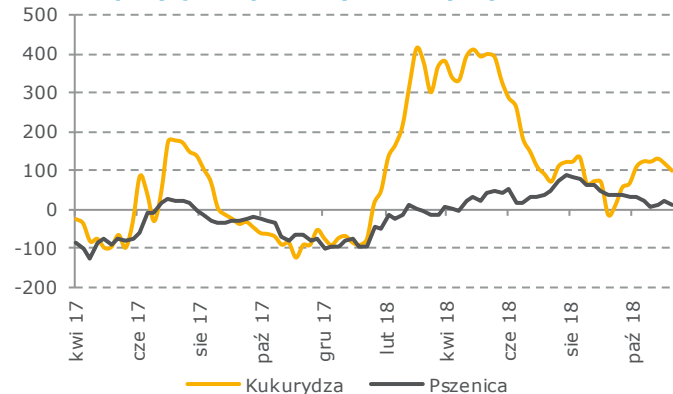
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



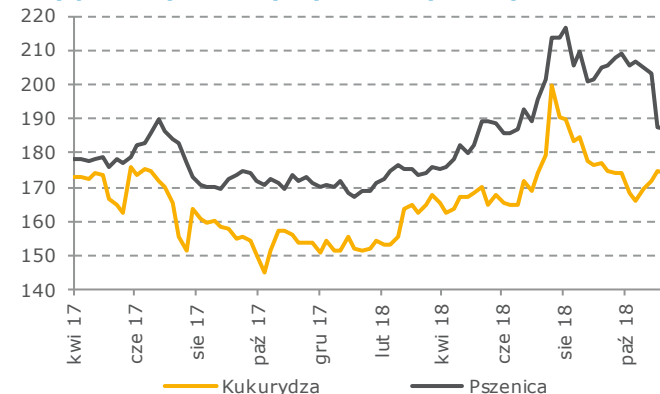
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



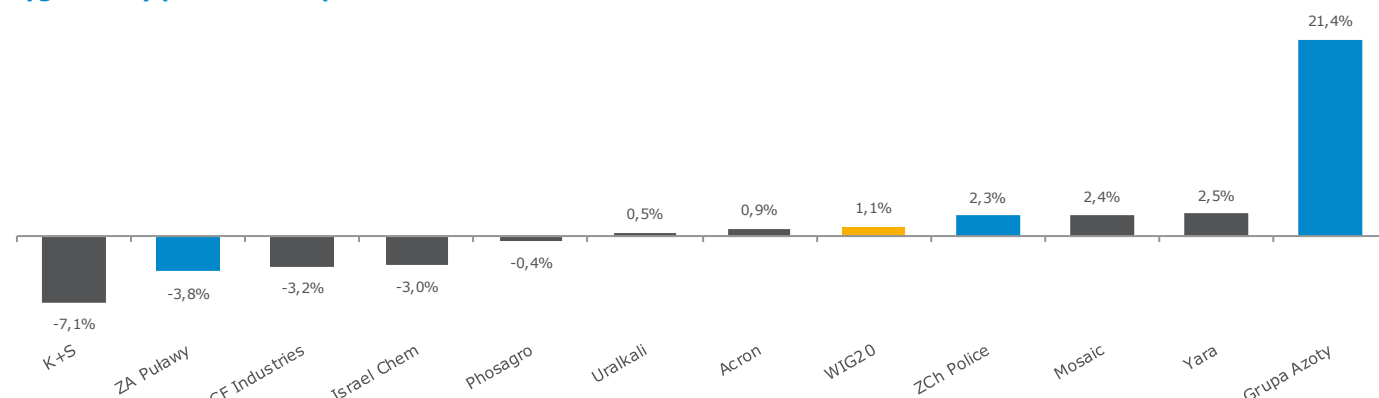
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



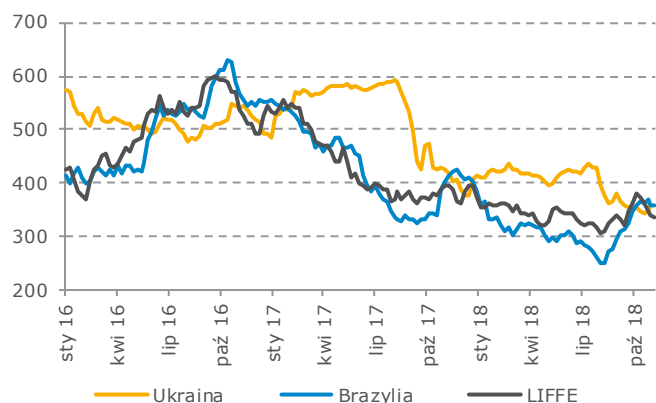
Tygodniowy performance producentów nawozów



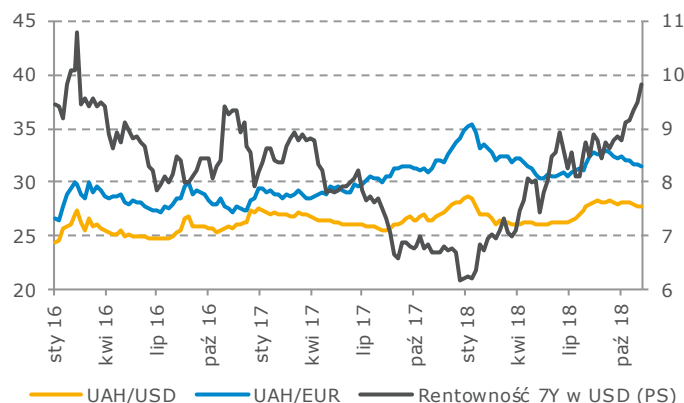
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

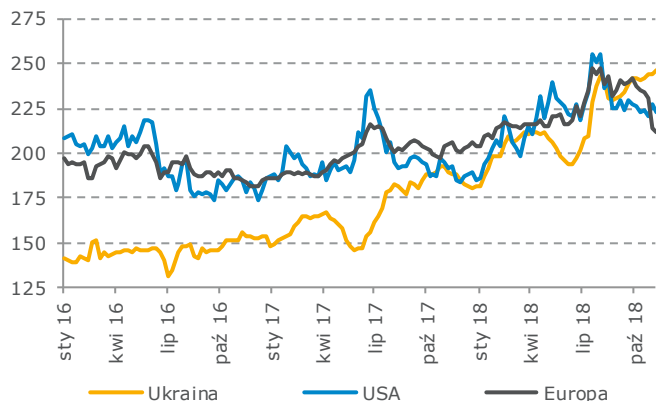
Cena cukru (USD/Mt)



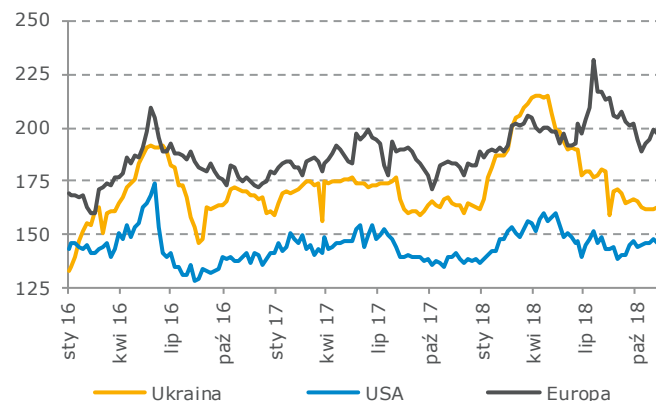
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



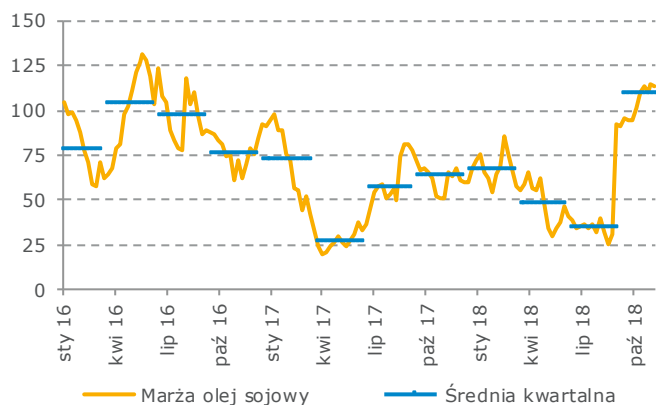
Cena pszenicy (USD/Mt)



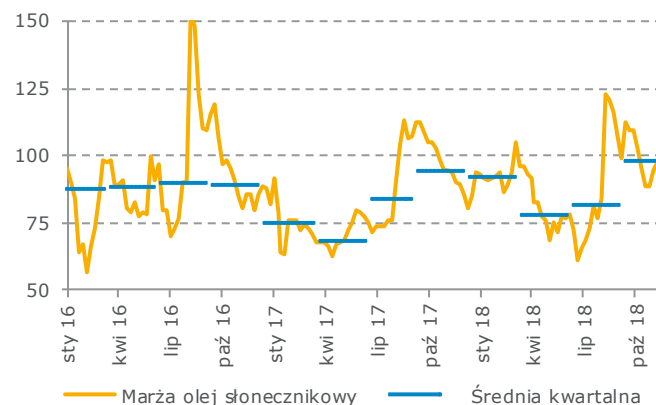
Cena kukurydzy (USD/Mt)



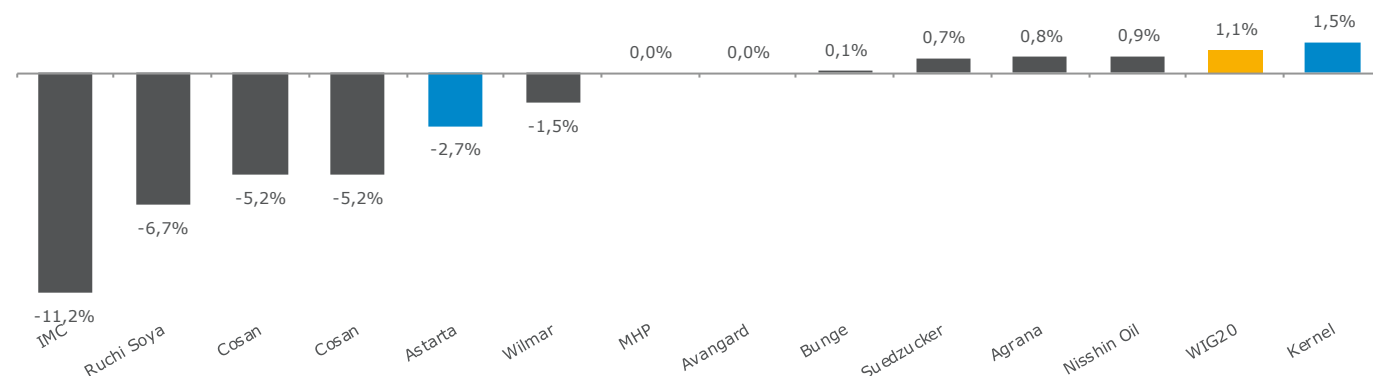
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-11-26)

	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	7,4	2,2	2,1	1,9	21,3	19,0	15,9	26%	25%	25%	6,0%	4,7%	5,3%
Enea	10,5	4,1	3,6	4,1	1,0	0,8	0,9	5,1	3,9	5,0	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	9,3	3,6	3,4	3,6	0,8	0,7	0,8	4,7	4,8	5,1	22%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	12,0	4,2	4,0	3,8	1,2	1,0	0,9	7,4	7,2	8,0	29%	25%	24%	0,0%	0,0%	3,5%
Tauron	2,2	3,9	4,3	4,0	0,8	0,8	0,7	4,2	3,5	3,6	20%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,3	4,1	2,0	1,4	0,2	0,2	0,2	-	6,3	3,5	6%	11%	15%	-	10,9%	10,9%
EDF	14,0	5,1	4,7	4,3	1,1	1,1	1,0	22,3	17,0	13,4	22%	23%	24%	2,3%	2,9%	3,8%
EDP	3,1	9,0	8,4	8,2	2,1	2,0	2,0	14,5	13,3	12,7	23%	24%	24%	6,2%	6,2%	6,2%
Endesa	20,0	7,6	7,4	7,2	1,3	1,3	1,3	14,7	14,1	13,8	17%	17%	18%	6,8%	7,1%	7,3%
Enel	4,8	7,0	6,7	6,4	1,5	1,5	1,4	11,8	10,2	9,6	21%	22%	23%	5,9%	6,8%	7,4%
EON	9,1	5,2	4,9	4,1	0,7	0,6	0,5	13,7	13,2	12,1	13%	12%	11%	4,7%	5,2%	5,6%
Fortum	18,8	13,7	12,6	11,5	4,2	4,1	4,0	21,9	14,9	12,9	31%	33%	34%	5,9%	5,9%	5,9%
Iberdola	6,7	9,3	8,8	8,3	2,4	2,3	2,2	14,3	13,4	12,6	26%	26%	27%	5,0%	5,3%	5,6%
National Grid	8,3	10,7	10,9	10,3	3,5	3,5	3,4	8,1	14,5	14,0	33%	32%	33%	5,4%	5,7%	5,9%
Red Electrica	18,9	9,7	9,5	9,8	7,5	7,4	7,5	14,5	14,0	14,5	77%	78%	77%	5,2%	5,5%	5,6%
RWE	19,4	6,0	6,0	3,6	0,4	0,4	0,4	14,2	13,7	10,3	7%	6%	11%	3,6%	4,2%	4,7%
SSE	11,2	9,7	10,8	9,0	0,7	0,7	0,7	13,8	14,3	10,9	7%	6%	8%	8,5%	8,6%	7,4%
Verbund	36,6	18,0	14,0	11,7	5,7	5,0	4,6	35,8	23,8	18,4	32%	36%	39%	1,3%	1,9%	2,5%
Mediana		7.3	7.0	6.8	1.3	1.2	1.2	14.2	13.5	12.3	22%	23%	23%	5.0%	5.2%	5.6%

Wycena spółek rafineryjnych (2018-11-26)

	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	76,00	4,7	6,8	5,5	0,6	0,6	0,6	7,7	13,6	12,0	12%	8%	10%	1,3%	3,9%	2,2%
MOL	3172,00	4,1	4,6	4,3	0,6	0,6	0,6	8,7	11,2	9,9	14%	12%	13%	4,0%	3,2%	3,4%
PKN Orlen	101,20	4,8	7,6	6,3	0,4	0,4	0,4	7,6	15,4	13,4	9%	6%	7%	3,0%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	7,00	5,3	5,6	5,6	0,4	0,4	0,4	7,3	8,3	7,6	8%	7%	7%	5,8%	5,9%	6,7%
HollyFrontier	60,44	5,9	5,2	5,7	0,7	0,7	0,7	10,3	7,8	8,7	12%	13%	13%	2,2%	2,2%	2,3%
Marathon Petroleum	64,18	8,1	5,1	4,6	0,7	0,5	0,5	12,6	8,5	6,8	8%	10%	11%	2,9%	3,1%	3,3%
Motor Oil	20,00	4,4	4,6	3,9	0,3	0,3	0,3	7,9	8,3	7,1	6%	6%	7%	6,8%	7,0%	7,7%
Neste Oil	67,72	10,5	9,6	9,2	1,2	1,1	1,2	16,5	15,0	14,2	11%	12%	12%	3,0%	3,4%	3,6%
OMV	43,99	4,3	3,8	3,8	0,9	0,8	0,9	8,9	7,4	7,3	21%	22%	22%	3,7%	4,1%	4,6%
Phillips 66	92,07	7,0	6,6	6,0	0,5	0,5	0,5	10,4	9,3	7,8	7%	7%	8%	3,4%	3,7%	4,0%
Saras	1,79	4,2	3,6	2,9	0,2	0,2	0,2	16,1	9,8	7,2	4%	4%	6%	4,1%	5,5%	7,1%
Tesoro	153,50	9,9	8,1	7,0	0,7	0,7	0,7	17,6	12,3	9,6	8%	9%	10%	1,6%	1,7%	1,8%
Tupras	122,20	5,6	5,2	4,6	0,5	0,4	0,4	9,0	6,3	4,9	8%	7%	8%	8,7%	12,5%	17,2%
Valero Energy	78,78	6,6	5,2	4,4	0,3	0,3	0,3	12,5	8,1	6,1	5%	6%	8%	4,1%	4,4%	4,7%
Mediana		5,5	5,2	5,0	0,5	0,5	0,5	9,7	8,9	7,7	8%	8%	9%	3,5%	3,8%	3,8%

Wycena spółek petrochemicznych (2018-11-26)

	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	101,20	4,8	7,6	6,3	0,4	0,4	0,4	7,6	15,4	13,4	9%	6%	7%	3,0%	3,0%	3,0%
Axiall	69,46	5,1	5,2	4,8	1,3	1,2	1,2	8,1	8,2	7,3	25%	24%	25%	1,3%	1,4%	1,5%
Braskem	54,57	6,0	6,3	6,3	1,2	1,2	1,2	12,2	13,6	18,5	21%	19%	19%	3,4%	2,8%	3,2%
Eastman Chemical	79,36	7,7	7,4	7,1	1,7	1,7	1,6	9,4	8,7	7,8	23%	23%	23%	2,8%	2,9%	3,2%
Huntsman Corp	20,32	5,3	5,3	5,0	0,8	0,8	0,8	5,8	6,0	5,4	16%	15%	16%	3,2%	3,3%	3,5%
LyondellBasell	92,10	5,9	6,1	5,5	1,1	1,0	1,0	7,7	8,1	6,9	18%	17%	18%	4,3%	4,6%	4,9%
Mitsubishi Chemical	927,60	6,1	5,4	5,4	0,8	0,8	0,8	6,3	6,1	6,3	14%	14%	14%	3,4%	4,1%	4,2%
Mitsui Chemicals	2874,00	6,9	6,5	6,3	0,8	0,7	0,7	8,0	6,9	6,9	11%	11%	11%	3,1%	3,5%	3,8%
Westlake Chemical	69,46	5,1	5,2	4,8	1,3	1,2	1,2	8,1	8,2	7,3	25%	24%	25%	1,3%	1,4%	1,5%
Mediana		5,9	6,1	5,5	1,1	1,0	1,0	8,0	8,2	7,3	18%	17%	18%	3,1%	3,0%	3,2%

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

Wycena spółek gazowych (2018-11-26)

	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	6,28	4,4	3,6	3,2	0,8	0,7	0,7	9,5	7,6	7,3	19%	20%	21%	1,1%	2,0%	3,9%
AZA	1,53	6,6	6,4	6,1	1,3	1,3	1,2	11,8	12,4	11,3	20%	20%	20%	4,3%	4,8%	5,2%
BG Group	23,64	5,3	4,8	4,7	0,8	0,8	0,8	11,9	9,8	9,4	15%	16%	17%	6,2%	6,3%	6,3%
BP	5,25	4,6	4,2	4,2	0,6	0,5	0,6	11,9	10,8	10,6	12%	13%	13%	6,0%	6,1%	6,3%
Centrica	1,33	4,9	4,8	4,6	0,4	0,4	0,4	10,5	10,2	9,4	9%	9%	9%	9,0%	8,7%	8,5%
Enagas	24,55	10,2	10,5	10,1	8,0	8,1	8,1	13,2	13,8	12,7	78%	77%	80%	6,2%	6,5%	6,8%
Endesa	19,96	7,6	7,4	7,2	1,3	1,3	1,3	14,7	14,1	13,8	17%	17%	18%	6,8%	7,1%	7,3%
Engie	12,44	6,1	5,8	5,4	0,9	0,8	0,8	12,6	11,6	10,2	14%	15%	15%	6,0%	6,3%	6,9%
Eni	14,30	3,2	2,9	2,9	0,8	0,7	0,8	11,3	9,5	9,7	25%	25%	26%	5,8%	5,9%	6,1%
Equinor	199,20	3,0	2,6	2,5	1,1	1,0	1,0	11,7	9,9	9,8	37%	39%	41%	3,9%	4,2%	4,4%
Gas Natural SDG	22,03	9,1	8,5	8,2	1,6	1,6	1,5	26,1	15,2	14,3	18%	18%	19%	5,8%	6,1%	6,5%
Gazprom	149,53	2,3	2,3	2,2	0,7	0,6	0,6	2,7	2,7	2,7	28%	28%	28%	6,0%	6,6%	8,5%
Hera	2,49	6,7	6,7	6,5	1,2	1,2	1,2	13,8	14,1	13,4	18%	18%	18%	4,0%	4,1%	4,3%
NovaTek	170,90	12,7	13,1	11,9	4,6	4,4	4,1	13,0	10,9	10,4	36%	34%	35%	1,7%	2,1%	2,5%
ROMGAZ	35,35	4,1	3,7	3,5	2,0	1,9	1,7	9,0	8,6	8,1	49%	50%	49%	13,0%	10,7%	11,5%
Shell	26,70	5,3	4,8	4,7	0,8	0,8	0,8	11,9	9,8	9,5	15%	16%	17%	6,2%	6,3%	6,4%
Snam	3,88	12,2	11,8	11,6	9,8	9,6	9,4	13,3	12,8	12,5	81%	81%	81%	5,9%	6,1%	6,3%
Total	48,30	5,0	4,5	4,4	0,8	0,8	0,9	10,0	8,7	8,5	17%	18%	19%	5,4%	5,6%	5,7%
Mediana		5.3	4.8	4.7	1.0	0.9	0.9	11.9	10.5	10.0	19%	19%	20%	5.9%	6.1%	6.3%

Wycena spółek wydobywczych (2018-11-26)

	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	3172,00	5,0	4,8	4,7	0,7	0,7	0,7	8,5	7,9	7,3	14%	14%	14%	3,6%	3,6%	3,8%
Bashneft	1916,00	1,9	1,7	1,7	0,4	0,4	0,4	3,1	3,0	3,0	24%	25%	24%	14,4%	18,6%	17,7%
BP	5,25	4,6	4,2	4,2	0,6	0,5	0,6	11,9	10,8	10,6	12%	13%	13%	6,0%	6,1%	6,3%
Dana Gas	0,99	28,9	26,7	-	14,7	13,7	-	98,9	49,5	-	51%	51%	-	1,9%	2,5%	-
Eni	14,30	3,2	2,9	2,9	0,8	0,7	0,8	11,3	9,5	9,7	25%	25%	26%	5,8%	5,9%	6,1%
Equinor	199,20	3,0	2,6	2,5	1,1	1,0	1,0	11,7	9,9	9,8	37%	39%	41%	3,9%	4,2%	4,4%
Gazprom Neft	345,50	3,8	3,9	3,8	0,9	0,9	0,9	4,3	4,2	4,2	24%	23%	23%	6,5%	8,4%	9,1%
Gulf Keystone	1,83	2,9	2,3	1,4	2,0	1,7	1,1	8,7	5,3	2,8	69%	73%	81%	-	-	-
Lukoil	4623,00	3,1	3,1	3,0	0,5	0,5	0,5	5,1	5,2	5,0	15%	15%	15%	5,3%	5,7%	6,3%
Occidental Petroleum	70,64	6,0	5,6	6,0	3,4	3,1	3,3	13,4	12,5	14,6	57%	57%	55%	4,4%	4,4%	4,5%
Repsol	15,15	4,4	4,1	3,8	0,6	0,6	0,6	9,3	8,1	7,4	14%	14%	15%	6,0%	6,4%	6,6%
Rosneft Oil	407,00	3,9	3,7	3,5	1,0	0,9	0,9	6,1	5,1	5,0	24%	25%	26%	7,0%	9,2%	10,8%
Shell	26,70	5,3	4,8	4,7	0,8	0,8	0,8	11,9	9,8	9,5	15%	16%	17%	6,2%	6,3%	6,4%
Surgutneftgas	37,95	-	-	-	-	-	-	3,2	4,7	4,3	-	-	-	8,8%	7,0%	5,7%
Total	48,30	5,0	4,5	4,4	0,8	0,8	0,9	10,0	8,7	8,5	17%	18%	19%	5,4%	5,6%	5,7%
Tullow Oil	1,83	4,4	4,1	4,4	3,3	3,1	3,3	9,0	6,8	7,7	74%	77%	73%	-	1,5%	1,8%
Mediana		4,4	4,1	3,8	0,8	0,8	0,8	9,2	8,0	7,4	24%	25%	23%	5,9%	5,9%	6,2%

Wycena spółek surowcowych (2018-11-26)

	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	67,30	1,7	3,2	4,6	0,6	0,7	0,8	4,3	10,2	25,2	32%	20%	17%	0,0%	7,1%	3,9%
KGHM	88,10	4,8	3,7	3,6	1,1	0,9	0,8	8,3	6,9	7,3	24%	24%	23%	0,0%	1,8%	3,6%
LW Bogdanka*	54,90	3,0	2,3	2,2	0,9	0,8	0,8	16,1	7,4	6,9	31%	36%	36%	2,0%	3,6%	4,9%
Anglo American	15,63	4,0	4,1	4,4	1,3	1,3	1,3	8,9	8,8	10,0	32%	32%	30%	5,0%	5,2%	5,0%
Antofagasta	8,06	5,9	5,0	4,7	2,7	2,5	2,4	17,8	13,7	13,0	46%	50%	51%	2,7%	3,1%	3,5%
BHP Group	15,19	5,8	5,6	5,9	2,9	3,0	3,0	29,5	11,1	12,0	51%	53%	51%	3,2%	9,0%	6,2%
Freeport-McMoRan	11,09	3,8	5,9	4,7	1,4	1,8	1,6	6,7	13,0	8,7	37%	30%	35%	1,6%	2,1%	4,0%
Glencore	2,87	4,7	4,5	4,6	0,4	0,3	0,3	7,9	7,7	7,9	8%	8%	7%	5,7%	6,3%	7,1%
Grupo Mexico	37,77	4,2	3,7	3,5	1,9	1,8	1,7	8,7	7,3	6,7	46%	47%	48%	6,7%	7,2%	8,7%
Kazakhmys	5,44	4,2	4,2	4,1	2,4	2,3	2,2	6,7	6,4	5,8	56%	54%	54%	1,4%	1,5%	1,7%
Rio Tinto	36,29	5,1	5,5	5,7	2,3	2,4	2,4	10,0	10,9	11,3	45%	44%	42%	6,2%	6,1%	5,7%
Southern CC	31,94	8,1	7,2	6,8	4,1	3,7	3,5	14,7	12,8	11,8	50%	51%	52%	3,9%	4,3%	5,0%
Mediana		4,5	4,4	4,6	1,7	1,8	1,7	8,8	9,5	9,4	41%	40%	39%	2,9%	4,8%	4,9%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	331,50	8,6	9,1	8,6	1,3	1,3	1,3	12,1	13,4	12,8	15%	15%	15%	7,2%	5,8%	5,2%
Alcoa	32,57	2,8	3,1	3,5	0,7	0,7	0,7	8,6	8,2	8,5	23%	21%	20%	0,1%	0,4%	0,2%
Constellium	7,96	5,9	5,4	5,1	0,5	0,5	0,4	6,3	6,4	5,1	9%	9%	9%	-	1,1%	1,5%
Kaiser Aluminum	94,92	8,6	7,6	7,4	1,1	1,0	1,0	15,1	12,7	12,3	13%	14%	14%	2,3%	2,4%	2,5%
Norsk Hydro	41,79	5,6	4,8	4,4	0,6	0,6	0,6	12,7	10,6	9,0	11%	12%	13%	3,9%	4,3%	4,9%
Rusal	2,25	5,3	4,9	5,4	1,1	1,1	1,1	2,5	2,3	2,3	21%	22%	20%	8,3%	8,3%	9,4%
Mediana		5.7	5.1	5.3	0.9	0.9	0.8	10.3	9.4	8.8	14%	14%	14%	3.9%	3.4%	3.7%

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

Wycena spółek nawozowych (2018-11-26)

	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	32,06	6,2	6,7	7,1	0,5	0,6	0,7	92,0	23,3	20,8	7%	9%	9%	3,7%	0,2%	0,9%
ZA Police*	13,50	8,8	6,7	5,3	0,6	0,5	0,5	-	18,2	10,3	6%	7%	9%	3,9%	3,7%	3,7%
ZCh Puławy*	76,00	3,0	2,6	2,1	0,3	0,2	0,2	12,0	10,2	6,9	9%	9%	11%	7,8%	6,6%	6,6%
Acron	4676,00	7,9	7,0	6,7	2,7	2,5	2,3	11,5	8,9	8,4	34%	35%	34%	6,9%	7,0%	7,5%
CF Industries	44,06	10,8	8,6	8,0	3,6	3,3	3,2	27,9	16,3	13,6	34%	38%	40%	2,7%	2,7%	2,8%
Israel Chemicals	22,14	8,7	8,4	7,8	1,8	1,7	1,7	16,9	15,9	14,4	21%	21%	21%	9,7%	5,5%	6,0%
K+S	15,21	9,9	6,8	6,0	1,5	1,4	1,4	34,8	10,2	7,7	15%	21%	23%	2,0%	4,2%	5,5%
Phosagro	2487,00	5,9	5,8	5,6	1,9	1,8	1,8	8,8	8,8	8,6	32%	31%	31%	4,9%	5,4%	5,5%
The Mosaic Company	35,77	8,9	7,8	7,5	1,8	1,7	1,7	18,7	14,6	13,3	21%	22%	23%	0,3%	0,3%	0,6%
Uralkali	85,00	5,1	5,1	-	2,7	2,7	-	4,3	4,6	-	53%	53%	-	-	-	-
Yara International	351,50	84,7	59,3	50,8	9,6	8,6	8,2	100+	93,2	75,6	11%	15%	16%	0,3%	0,4%	0,5%
Mediana		8,7	6,8	6,9	1,8	1,7	1,7	16,9	14,6	11,8	21%	21%	22%	3,8%	3,9%	4,6%

Wycena spółek spożywczych (2018-11-26)

	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*	28,70	5,6	5,4	-	1,0	1,0	-	13,2	-	-	17%	18%	-	-	-	-
IMC*	12,70	3,7	-	-	1,3	1,3	-	5,7	-	-	35%	-	-	11,9%	-	-
Kemel	52,80	8,0	5,7	4,9	0,7	0,6	0,4	23,6	7,5	5,5	9%	10%	9%	1,7%	1,7%	5,5%
Ovostar*	110,00	4,6	-	-	1,1	1,4	-	6,4	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	17,64	5,7	6,9	6,5	0,6	0,6	0,6	7,9	14,3	12,4	10%	8%	9%	6,4%	6,0%	6,1%
Bunge Limited	58,47	8,8	8,6	8,4	0,4	0,3	0,3	12,7	11,3	10,8	4%	4%	4%	3,3%	3,5%	3,8%
Cosan	31,92	4,5	3,8	3,6	0,4	0,3	0,3	12,5	9,4	7,9	8%	9%	9%	5,3%	5,5%	6,5%
MHP	10,55	4,9	4,6	4,0	1,5	1,4	1,2	5,6	4,6	3,9	31%	30%	29%	7,1%	7,1%	7,1%
Nisshin Oillio	3545,00	11,4	-	-	0,5	0,5	0,5	17,4	17,8	16,8	5%	-	-	1,7%	1,7%	1,8%
Suedzucker	12,99	5,5	11,3	8,3	0,6	0,6	0,6	13,0	-	55,0	11%	6%	8%	3,5%	1,4%	1,8%
Wilmar Int.	3,20	14,2	13,8	13,1	0,8	0,8	0,7	12,7	12,6	11,6	6%	5%	5%	3,4%	3,4%	3,5%
Mediana		5,6	6,3	6,5	0,7	0,6	0,5	12,7	11,3	11,2	10%	8%	9%	3,5%	3,4%	4,7%

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Dom Maklerski mBanku udostępnia 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.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

Aleksandra Szklarczyk
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Mikołaj Lemańczyk
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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