

wtorek, 2 stycznia 2018 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Rynek energetyczny

Ceny energii w Niemczech pozostają blisko dotychczasowych maksimów, a kontrakt na rok 2019 przekracza 37 EUR/MWh, przy notowaniach CO₂ powyżej 8 EUR/t i węgla ARA 85 USD/t (1Y FWD). W Polsce również ceny na przyszły rok utrzymują się na wysokich poziomach powyżej 183 PLN/MWh, przy relatywnie wysokich obrotach.

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne oscylują wokół 4 USD/Bbl, głównie dzięki dość dobrej rentowności na dieslu, gdyż cracki benzynowe są pod presją słabszych odczytów z USA (rekordowa utylizacja rafinerii i rosnące zapasy), a marże na HSFO infekuje drożająca ropa. Dyferencjał Ural/Brent wzrósł nieznacznie do 0,5 USD/Bbl, ale jednocześnie regionalne rafinerie odczuwają dalsze osłabienie dolara. W przypadku petrochemii zanotowaliśmy nieznaczny spadek marż na olefinach, ale lepsze odczyty pojawiły się na polimerach.

Rynek kauczuków syntetycznych

Według Chińskiego Urzędu Statystycznego import kauczuków naturalnych do Chin w XI'17 wyniósł 250 tys. sztuk i był o 14% r/r niższy (-13% YTD). W listopadzie import kauczuków naturalnych do Chin z Tajlandii był zbliżony r/r (-1,5% r/r), natomiast mniejsze wolumeny importu miały miejsce z Indonezji (-16% r/r) oraz Malezji (-31% r/r). W przypadku kauczuków syntetycznych import do Chin w XI'17 wyniósł 430 tys. ton i był o 59% r/r wyższy (drugi rekordowy w historii import surowca; od początku roku import kauczuków syntetycznych do Chin +33% r/r). Obecnie relacja cen butadienu do ropy naftowej utrzymuje się na niskim poziomie, co negatywnie wpływa na marże osiągane przez Synthos. Indonezja, Malezja i Tajlandia na początku 2018 roku planują redukcję wolumenów eksportu kauczuków naturalnych w związku z niskimi obserwowanymi cenami surowca na świecie (więcej na <https://goo.gl/Fe9h5B>).

Rynek sody

Według Chińskiego Urzędu Statystycznego eksport sody z Chin w XI'17 wyniósł 120 tys. ton i był o 14% r/r niższy. Od początku roku eksport sody z Chin spadł o 26% r/r.

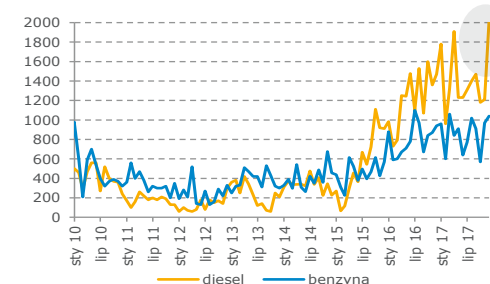
Rynek metali

Ceny miedzi wyraźnie rosły w końcówce roku wraz za umocnieniem się koszyka walut rynków wschodzących (EM), obawami o przerwy produkcyjne na początku 2018 roku (więcej na stronie <https://goo.gl/bBiMj2>) oraz zapowiedziami o zmniejszeniu produkcji przez największe huty w Chinach w okresie zimy. Liczba pozycji spekulacyjnych na wzrosty cen miedzi w ubiegłym tygodniu wzrosła do 53 tys. sztuk (poprzednio 43 tys. sztuk). Trzeba pamiętać, że jeszcze 4 tygodnie wcześniej liczba otwartych pozycji spekulacyjnych wynosiła jeszcze 27 tys. sztuk. Warto zauważyć, że od dwóch tygodni monitorowane zapasy miedzi na giełdach przestały spadać, a wyższe ceny mogą zachęcać do odłożenia surowca do sprzedaży (ryzyko wzrostu zapasów w krótkim terminie).

Rynek agro

Według Chińskiego Urzędu Statystycznego eksport nawozów z Chin w XI'17 był o 8% r/r niższy (YTD -11% r/r). Wyższy okazał się eksport mocznika (+8,8% r/r; YTD -49% r/r). Ten ostatni był wyższy r/r po raz pierwszy od VI'16 roku, przełamując ponad roczny trend spadkowy. Wyższe wolumeny eksportu mocznika w listopadzie prawdopodobnie były związane ze wzrostem cen w tym okresie. Wyższe wolumenu eksportu w listopadzie tłumaczą również słabe zachowanie cen mocznika w grudniu. W przypadku DAP eksport w XI'17 był o 40% r/r niższy (YTD +1% r/r).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Rekordowy eksport diesla z Chin

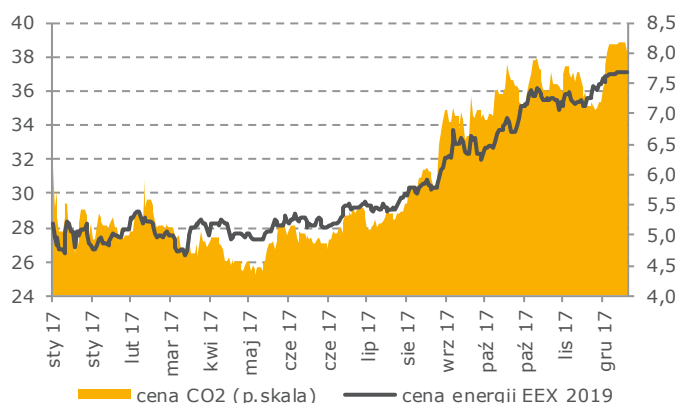
W listopadzie eksport diesla z Chin pobił dotychczasowy rekord, co może być sygnałem ostrzegawczym dla marż na tym produkcie, szczególnie w kontekście uruchamianych nowych mocy i 60% wzrostu kwot na import surowca dla rafinerii „teapots” w 2018 roku (obecnie wykorzystanie ich mocy w sięga już 67%). Nie można też lekceważyć widocznego wzrostu eksportu rosyjskiego diesla z Primorska.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
PKN Orlen	-4,6%	+28%
OMV	-2,4%	+61%
ZA Puławy	-2,0%	-8%
Lotos	-1,1%	+53%
Kernel	-1,0%	-25%
CEZ	-0,7%	+25%
Enea	-0,3%	+23%
IMC	+0,0%	+58%
Unipetrol	+0,0%	+111%
ZCh Police	+0,0%	-5%
Synthos	+0,2%	+18%
Impexmetal	+0,2%	+35%
Orzeł Biały	+0,2%	+42%
LW Bogdanka	+0,4%	-2%
Astarta	+0,9%	-5%
MOL	+1,0%	+20%
PGE	+1,3%	+15%
Tauron	+1,3%	+7%
JSW	+1,3%	+44%
ZE PAK	+1,4%	+30%
Tupras	+1,7%	+85%
KGHM	+1,8%	+21%
Boryszew	+2,3%	+15%
Kęty	+2,4%	+13%
Tarczyński	+2,5%	+4%
Energia	+2,7%	+42%
Grupa Azoty	+2,7%	+12%
PGNiG	+2,9%	+15%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+0,8%	+23%
Chemia	+2,5%	+11%
Energia	+1,3%	+17%
Paliwa	-2,6%	+26%
Spożywczy	+0,0%	-13%
Surowce	+1,7%	+25%
Ukraina	+0,2%	-8%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+4,2%	+35%
Oil & Gas E&P	+1,2%	-3%
Refining EU	+0,5%	+79%
Refining US	+0,4%	+31%
Agri & Food	+0,2%	+17%
Kauczuki	-1,2%	+15%
Nawozy	+1,2%	+10%
Chemicals EU	+0,8%	+35%
Industrials EU	-0,7%	+16%
Petchem World	+0,6%	+40%
Utilities EU	-0,7%	+10%
Utilities US	+0,4%	+11%

Energetyka

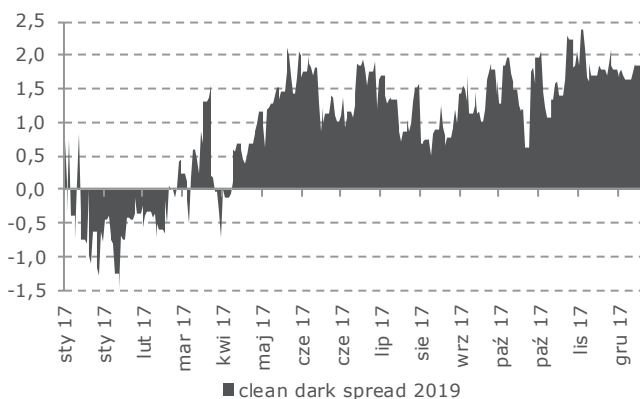
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



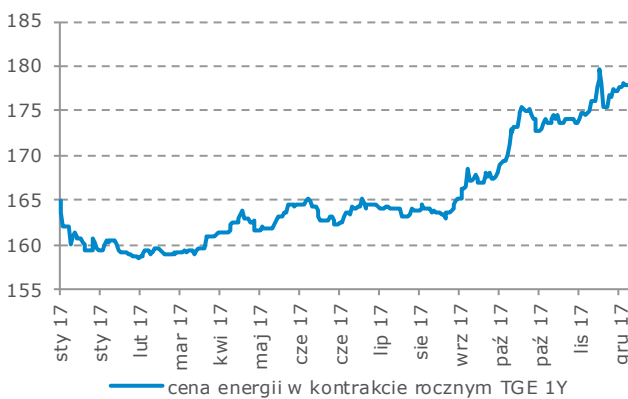
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



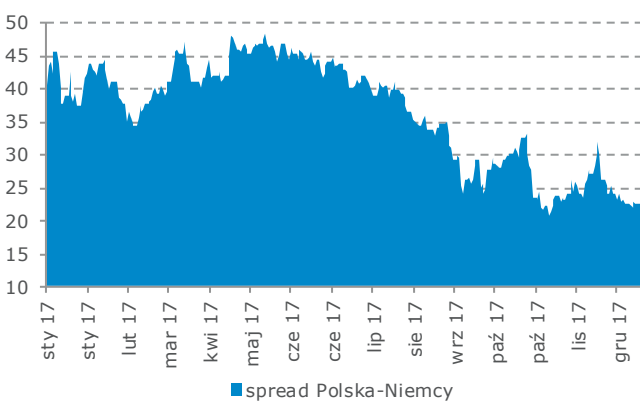
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



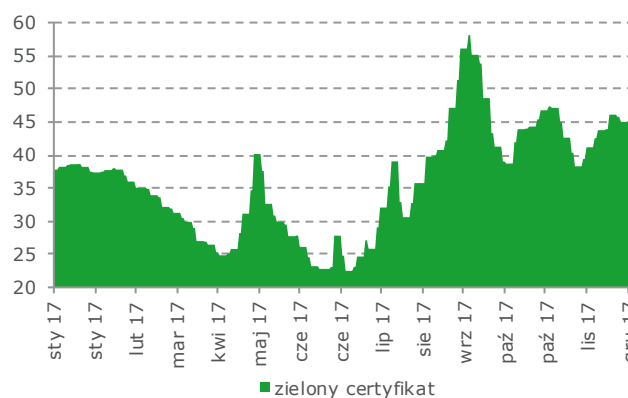
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



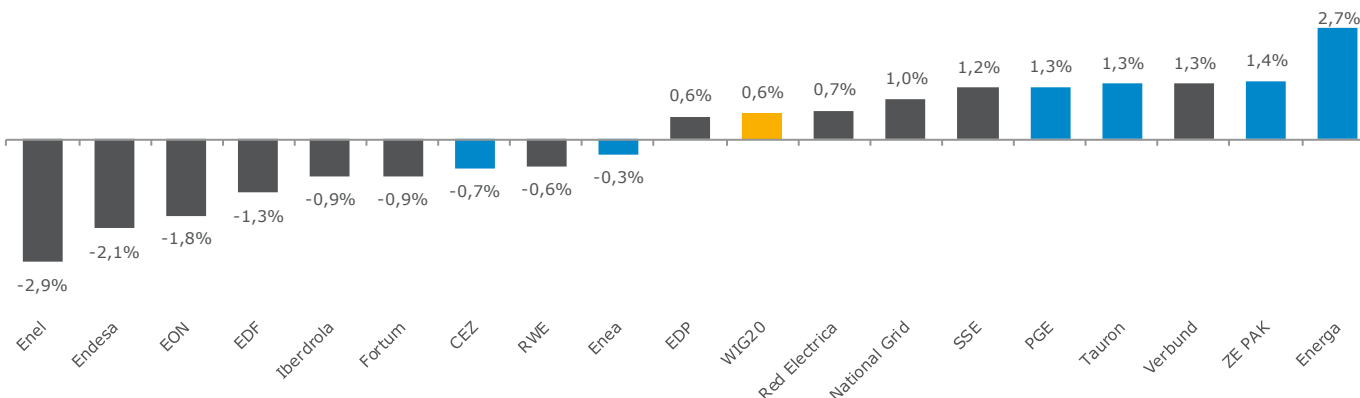
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



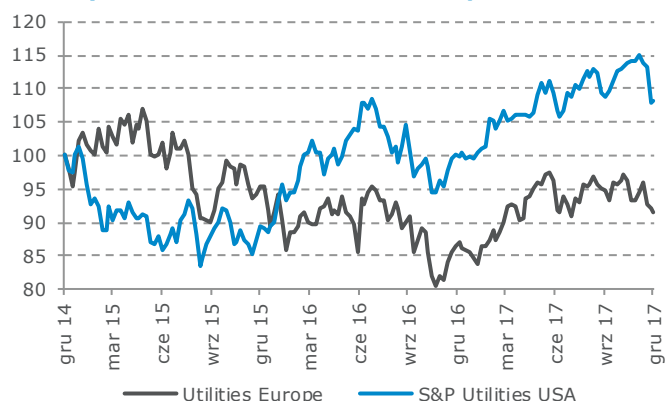
Tygodniowy performance spółek energetycznych



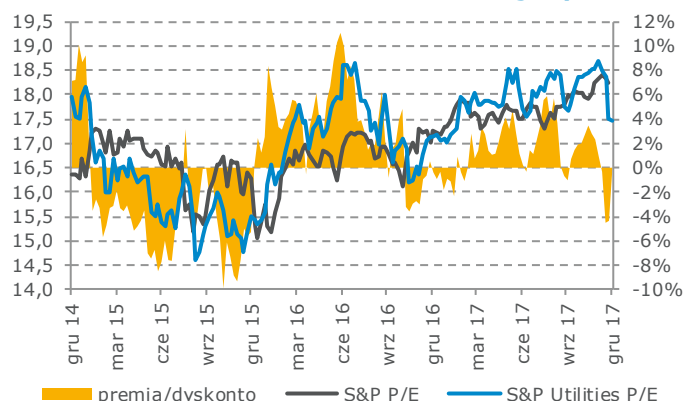
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

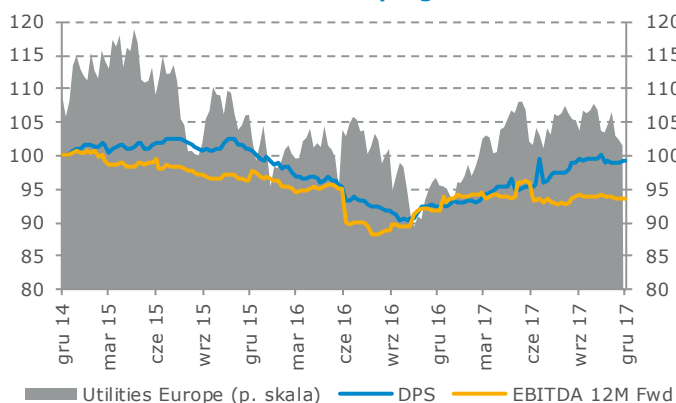
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



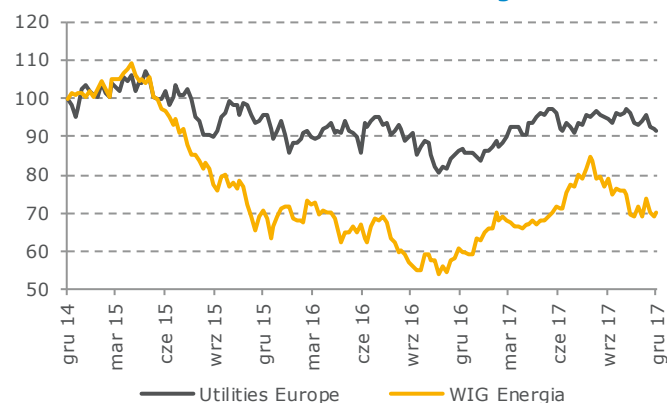
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



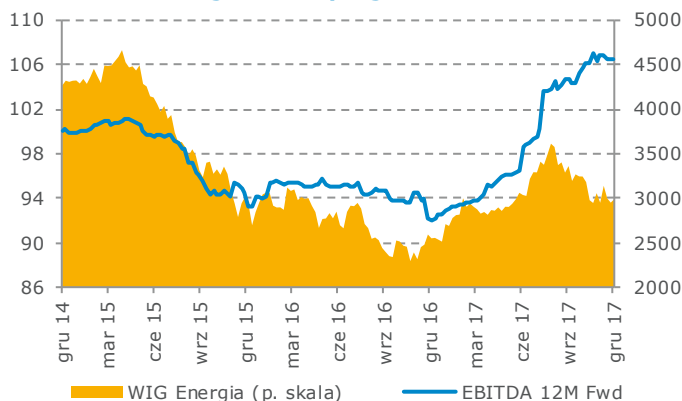
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



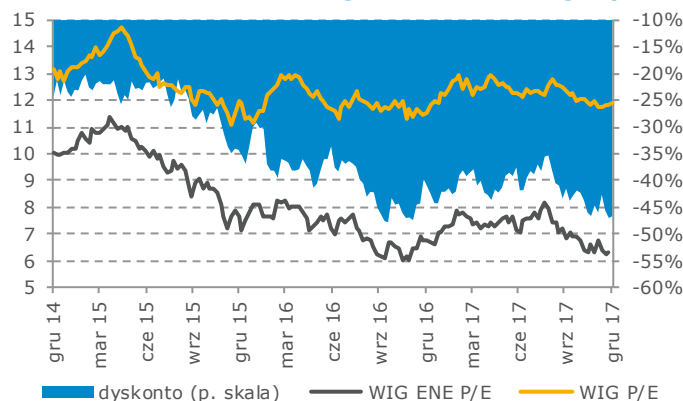
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



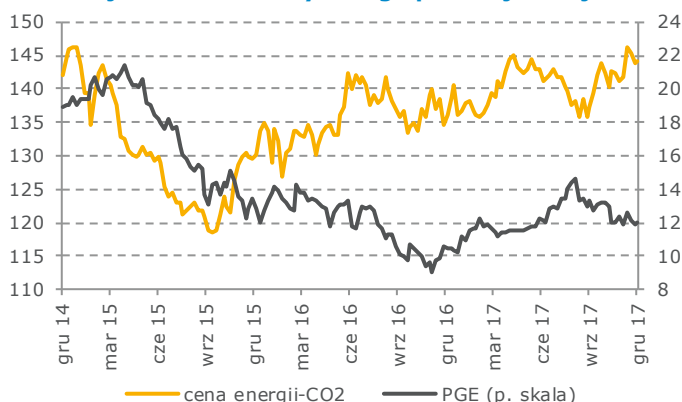
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



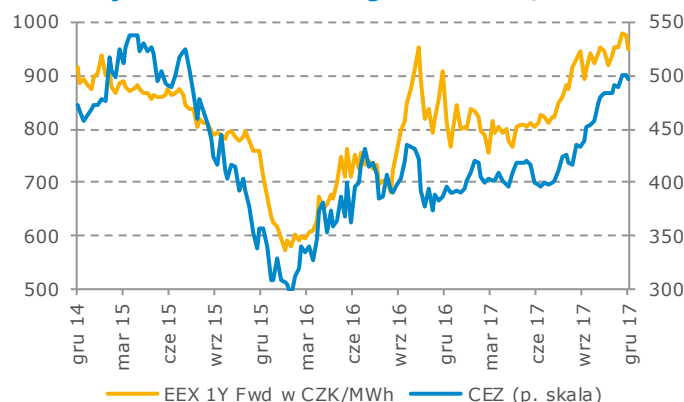
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



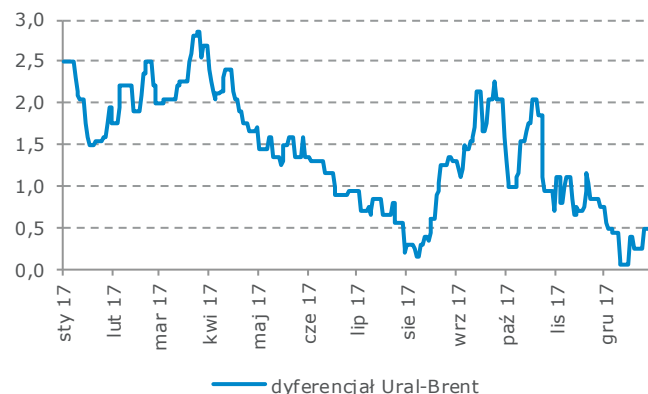
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

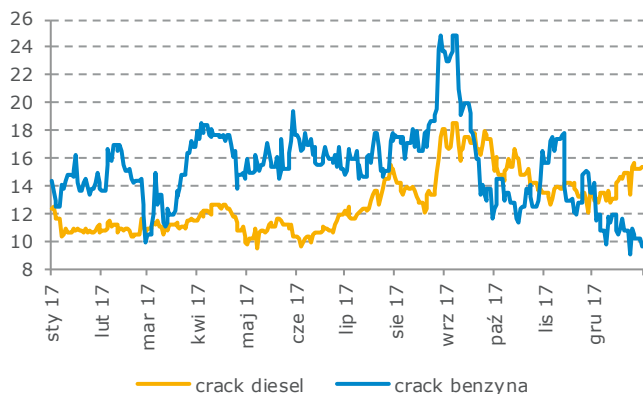
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



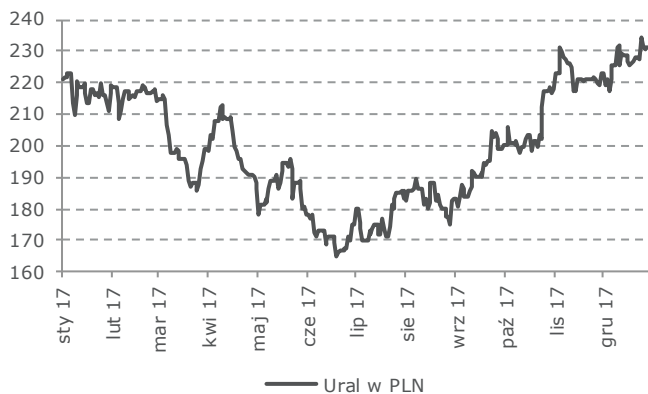
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



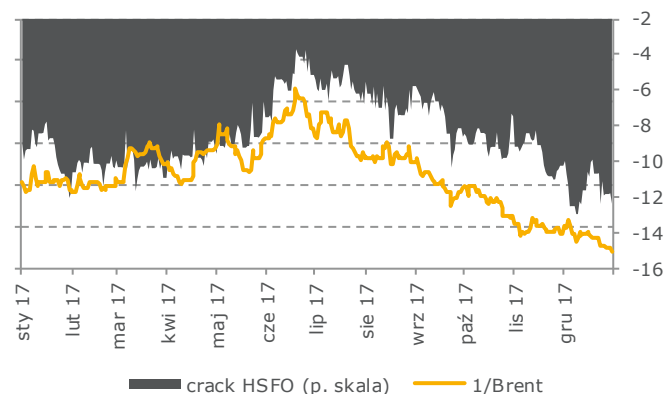
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



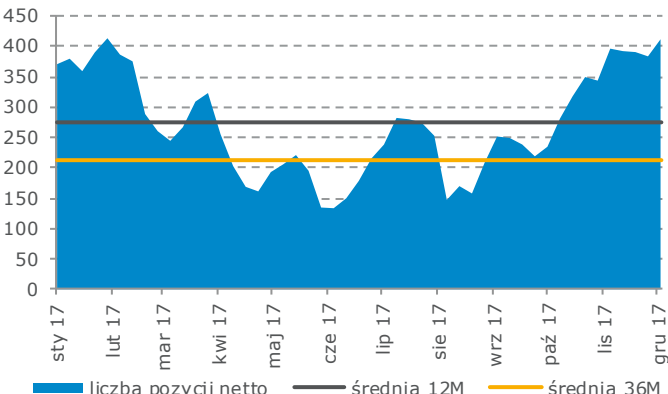
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



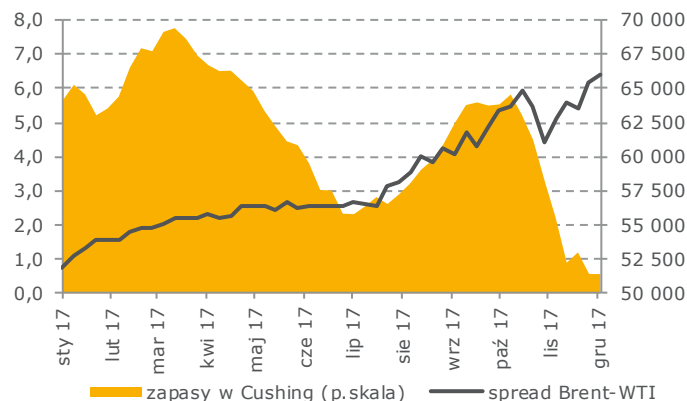
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



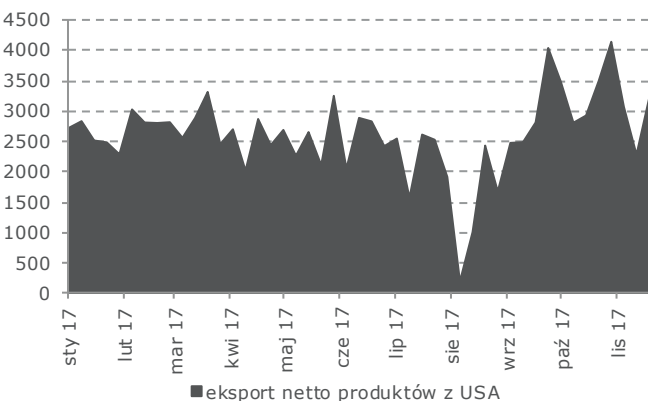
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



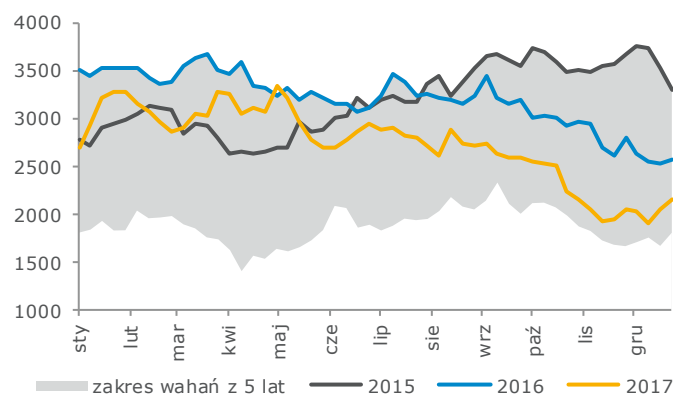
Eksport netto paliw z USA



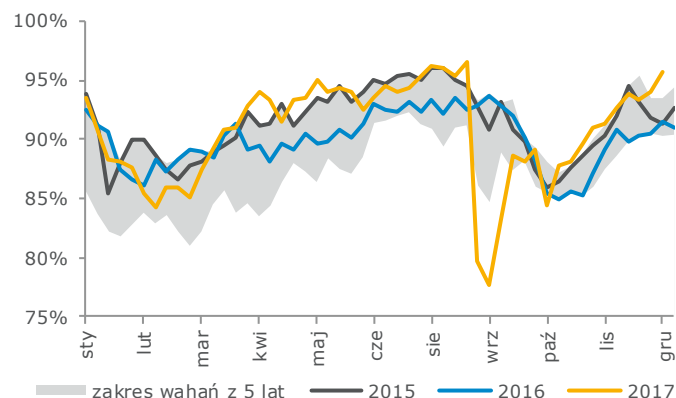
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

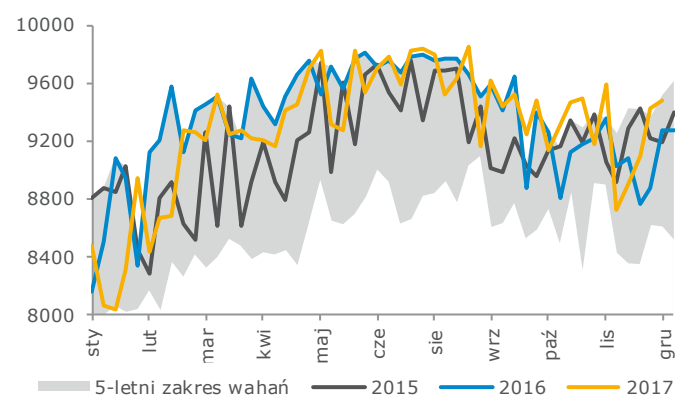
Zapasy diesla w portach ARA



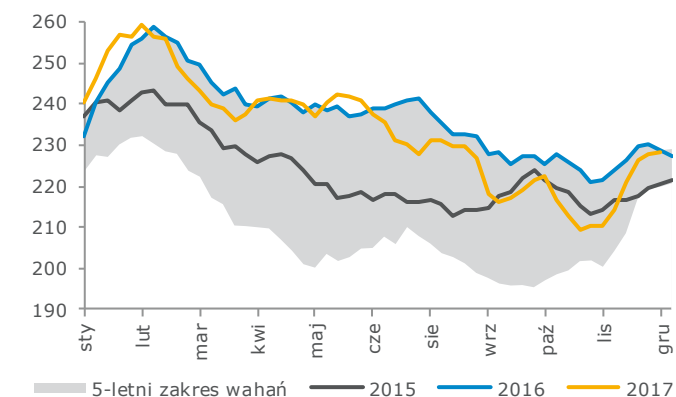
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



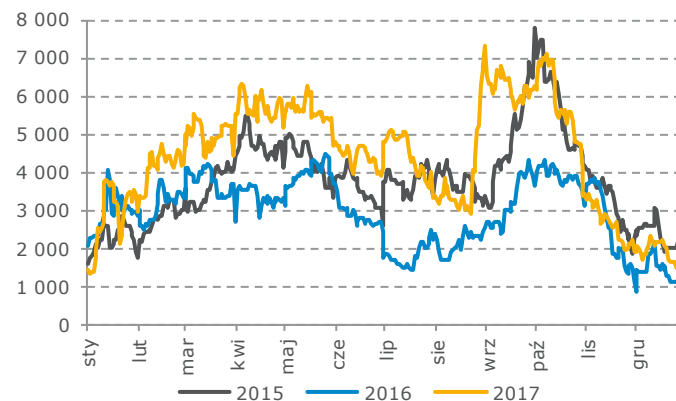
Popyt na benzynę w USA



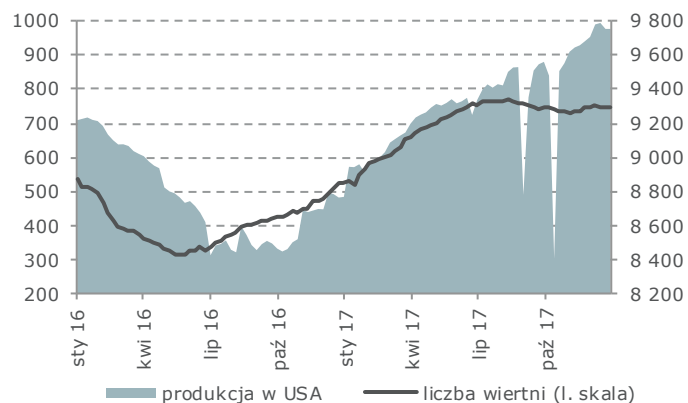
Zapasy benzyny w USA



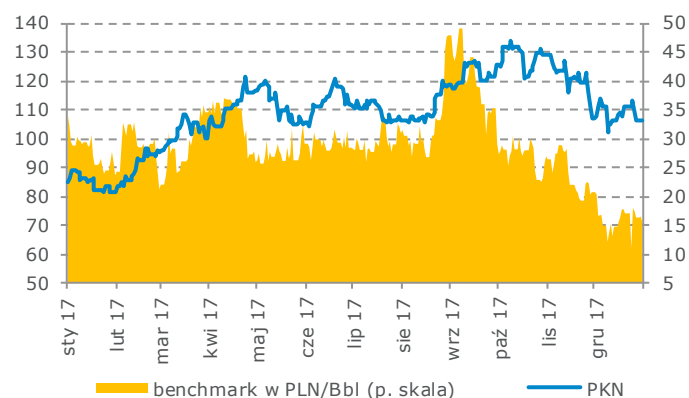
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



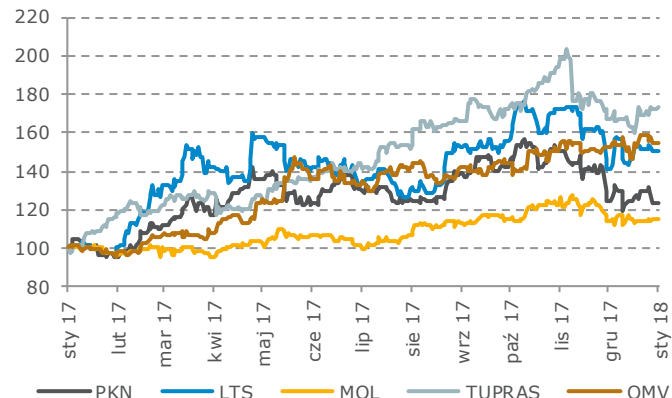
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



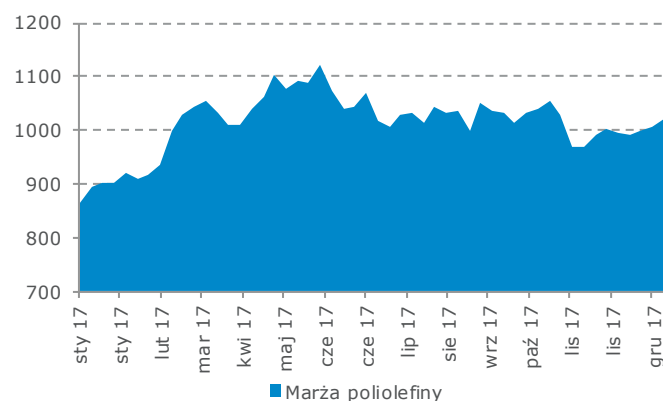
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



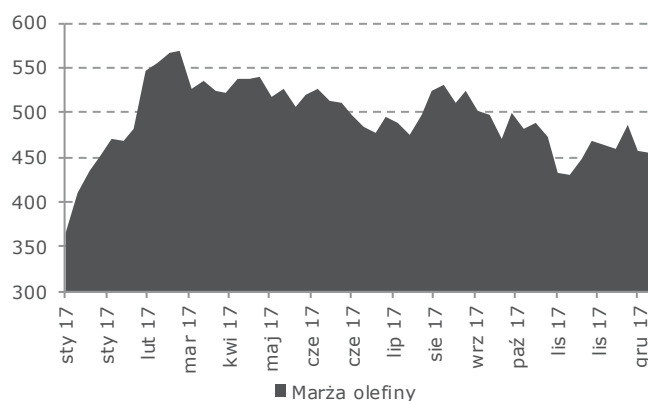
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

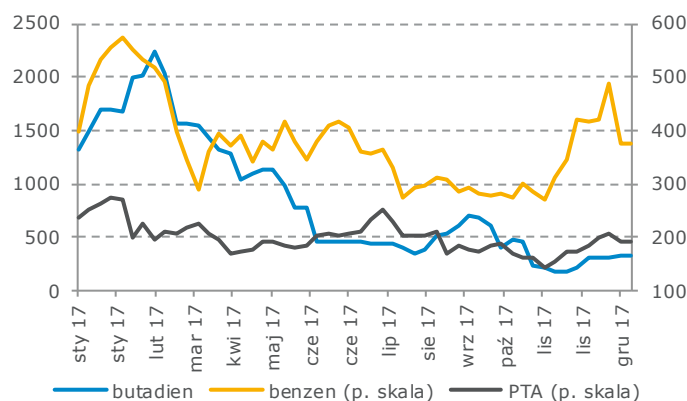
Marża petrochemiczna poliolefiny



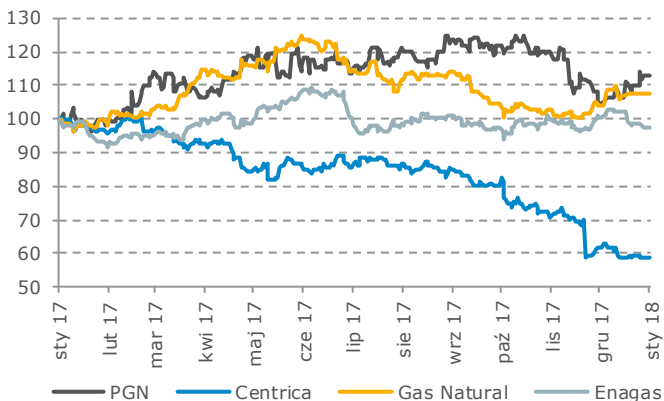
Marża petrochemiczna olefiny



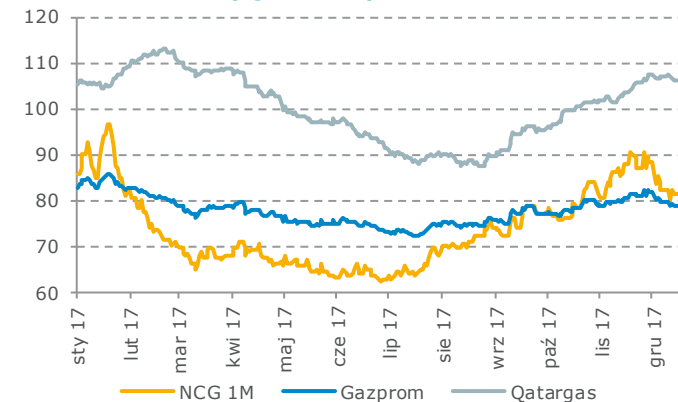
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



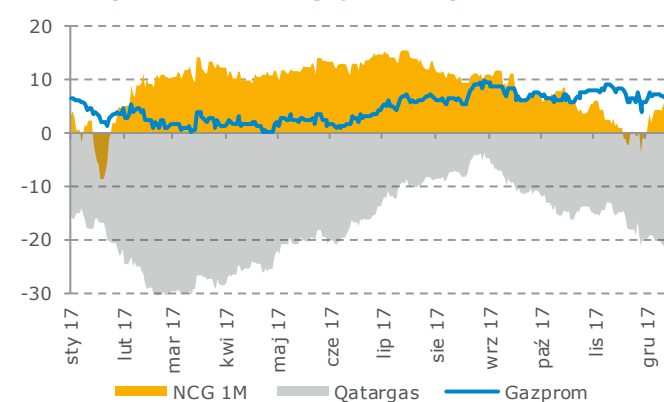
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



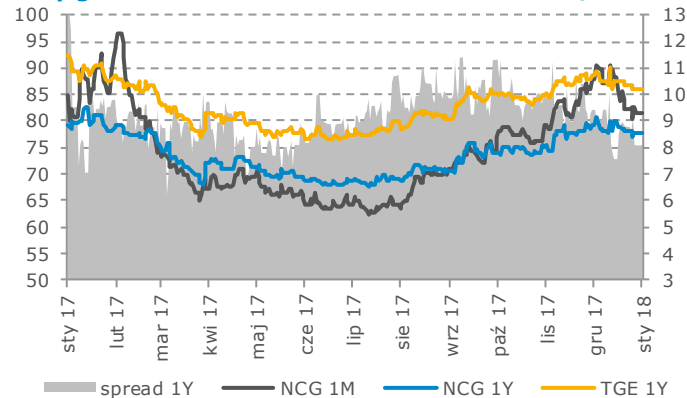
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



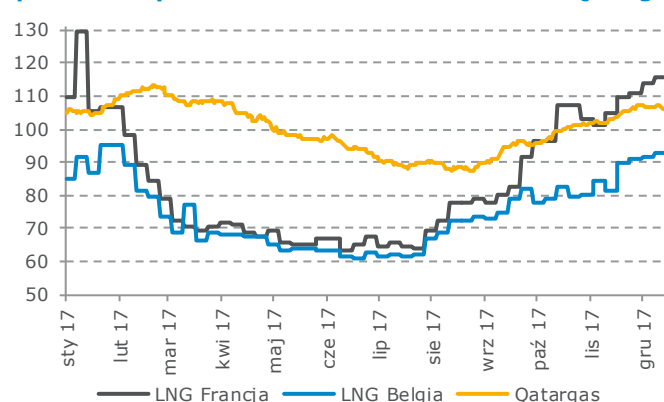
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



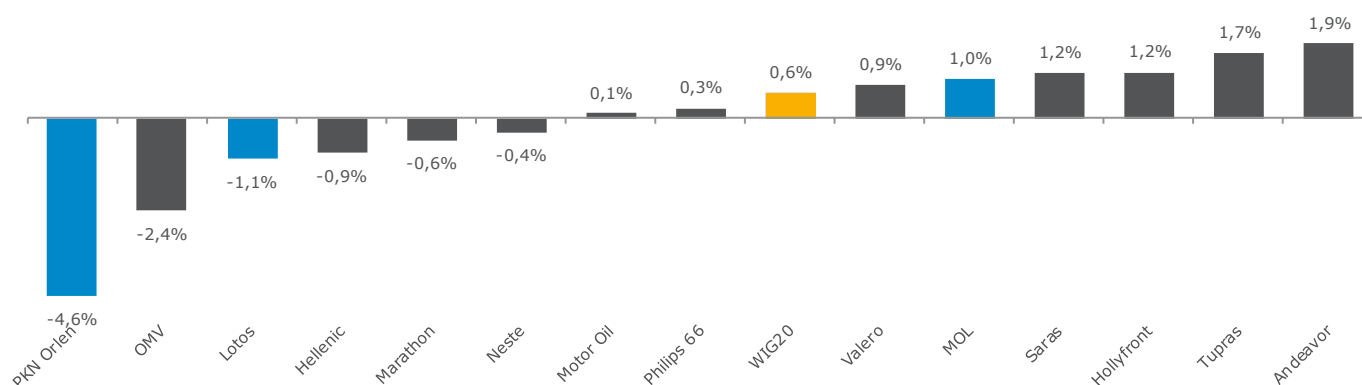
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



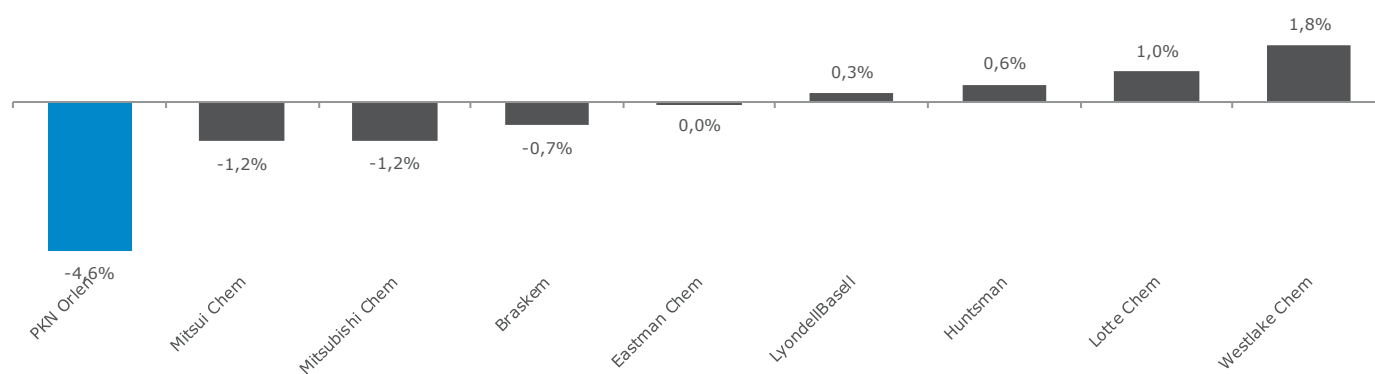
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

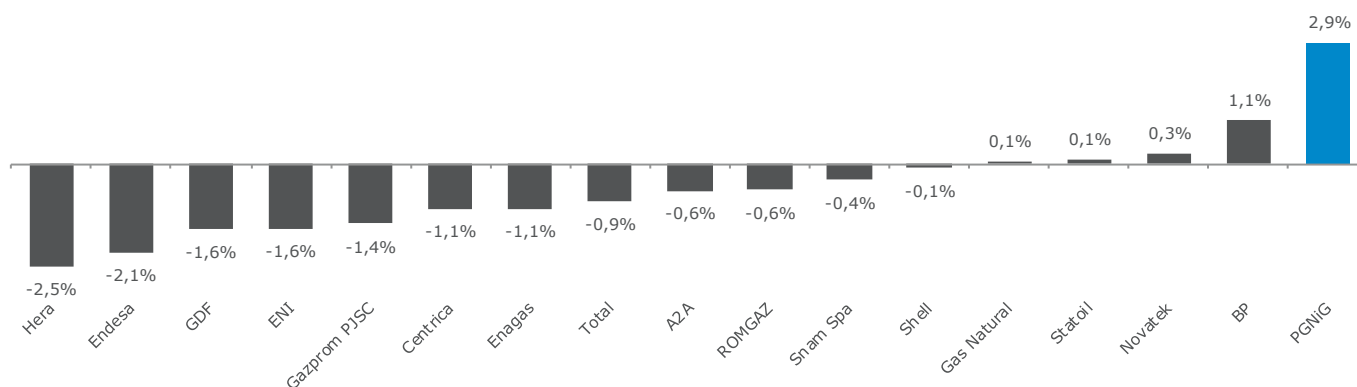
Spółki rafineryjne



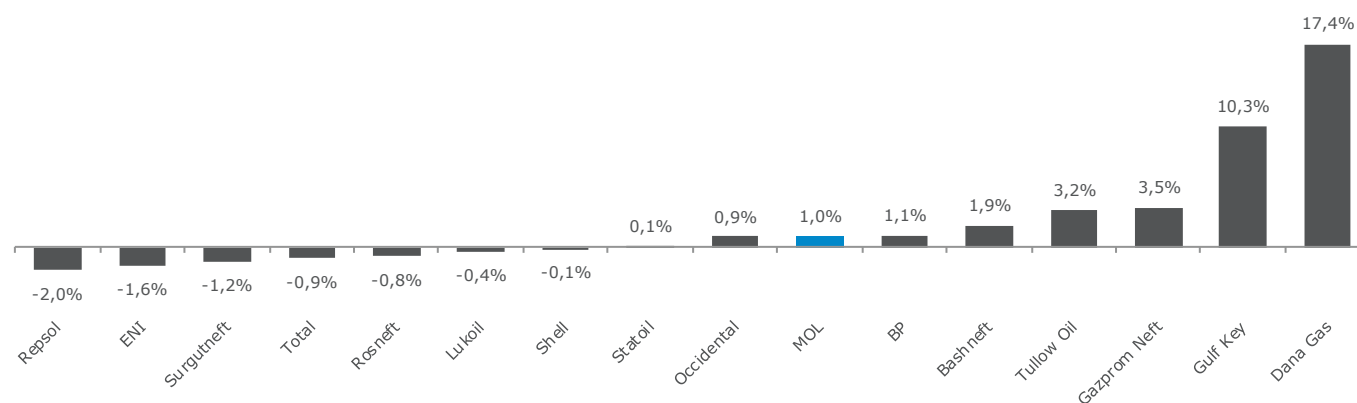
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



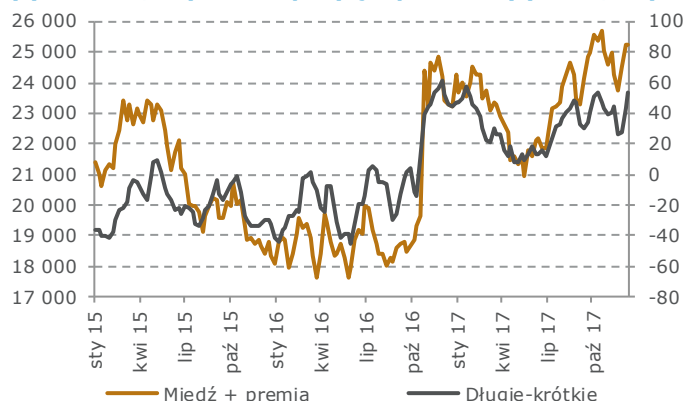
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

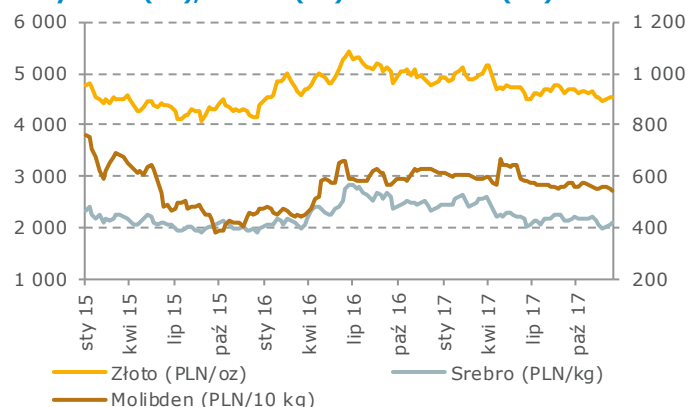
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



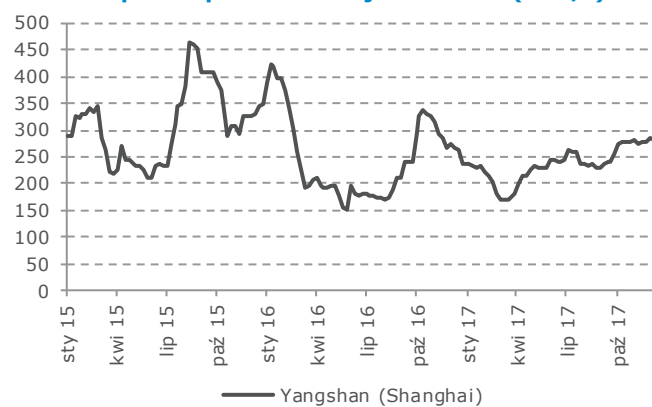
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



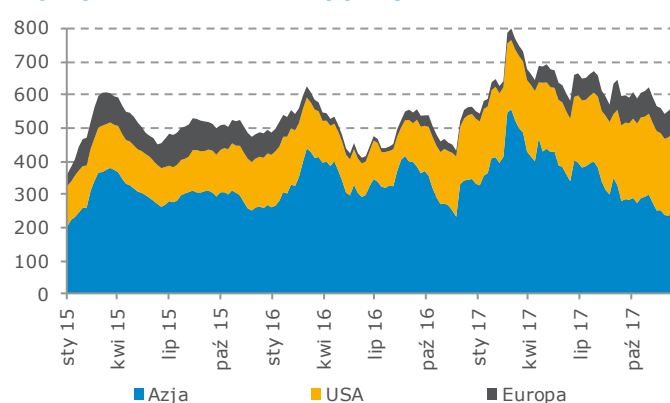
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



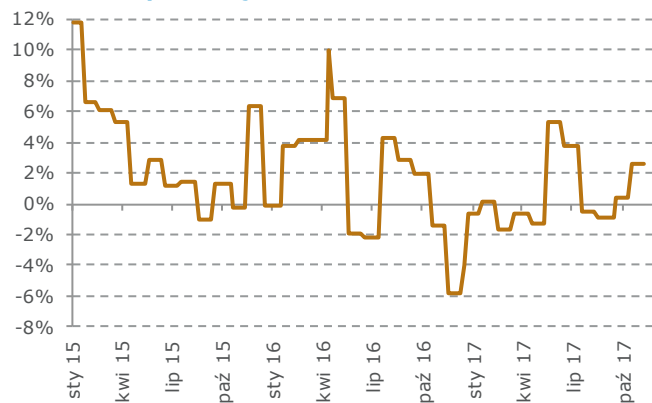
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



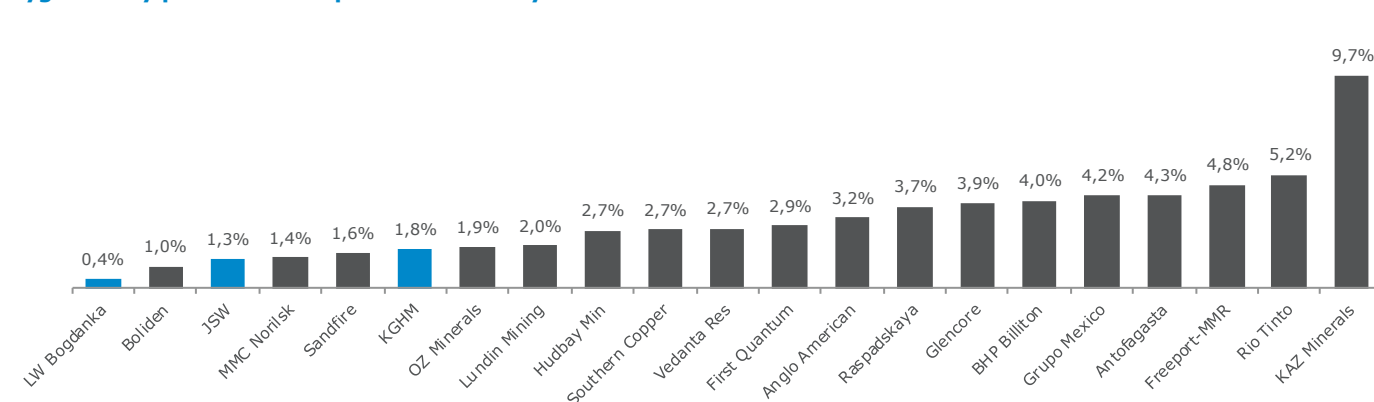
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



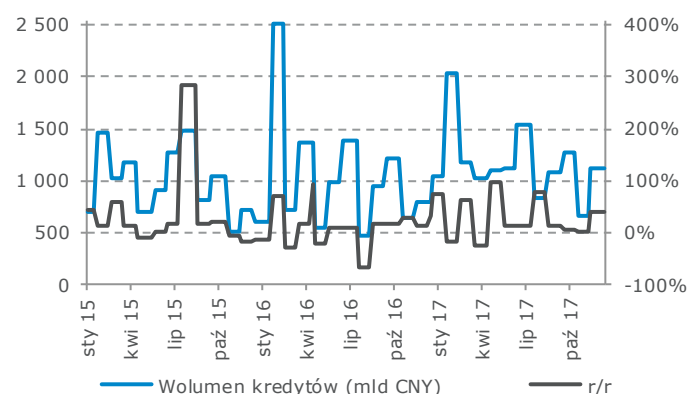
Tygodniowy performance spółek surowcowych



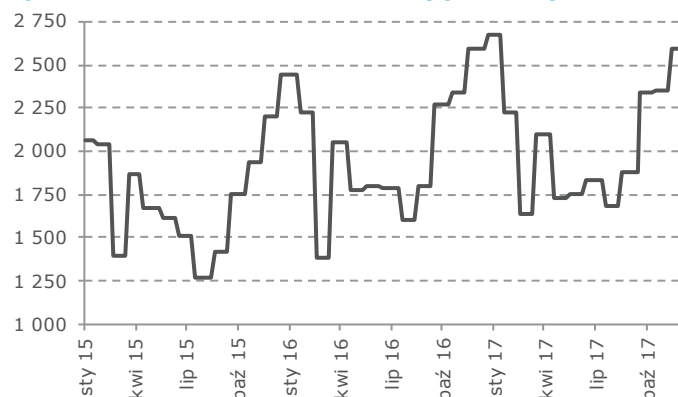
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

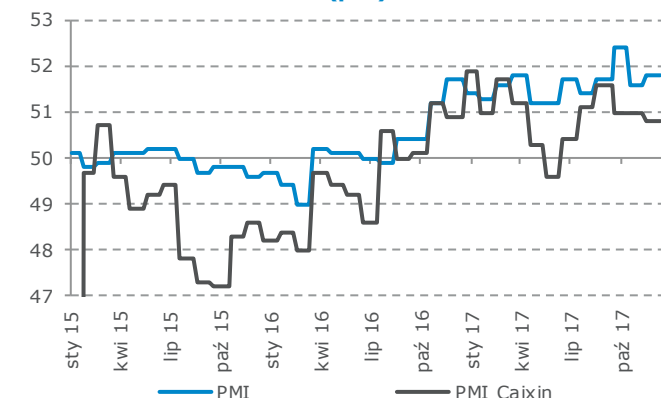
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



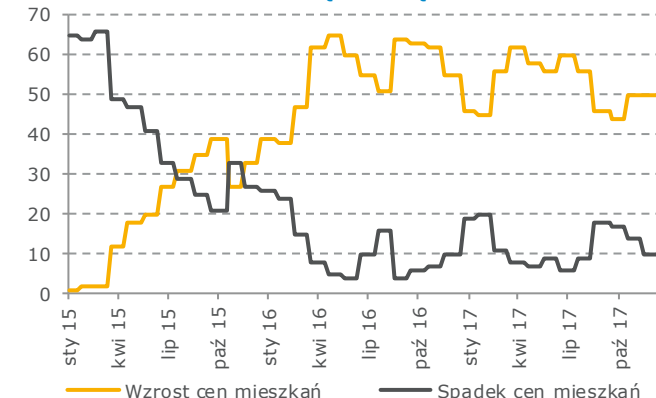
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



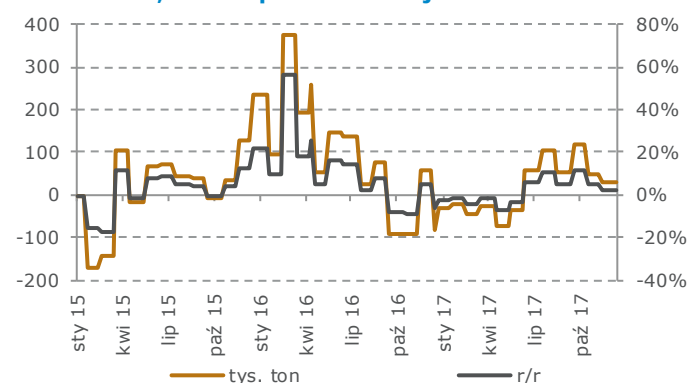
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



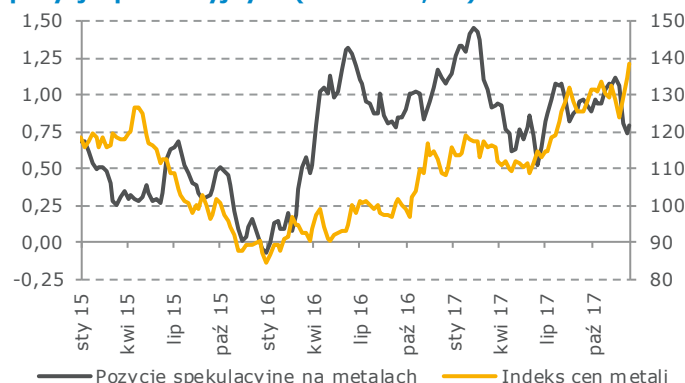
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



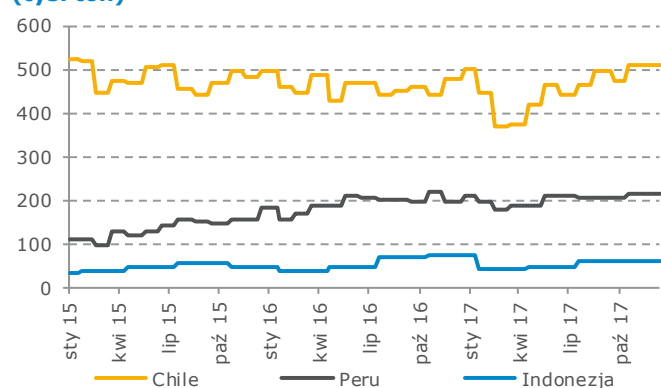
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



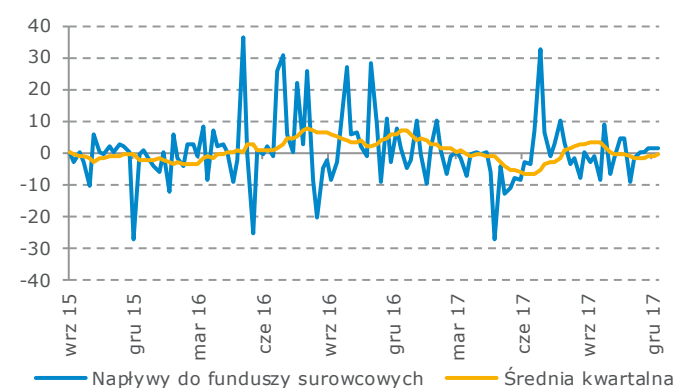
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



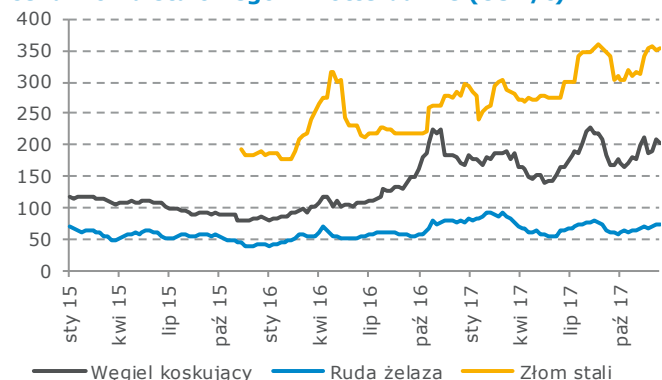
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



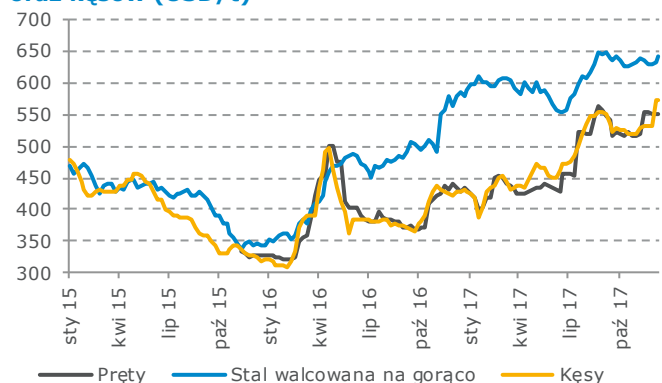
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

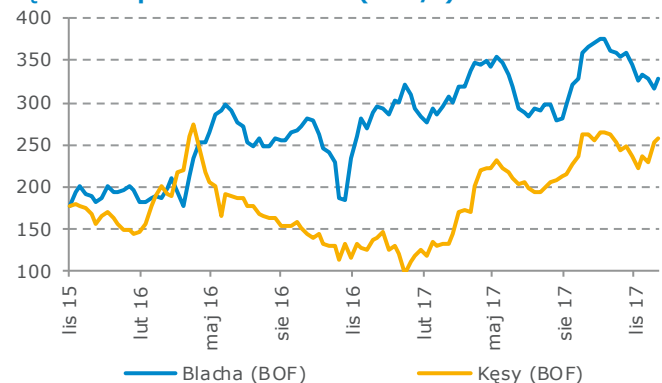
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



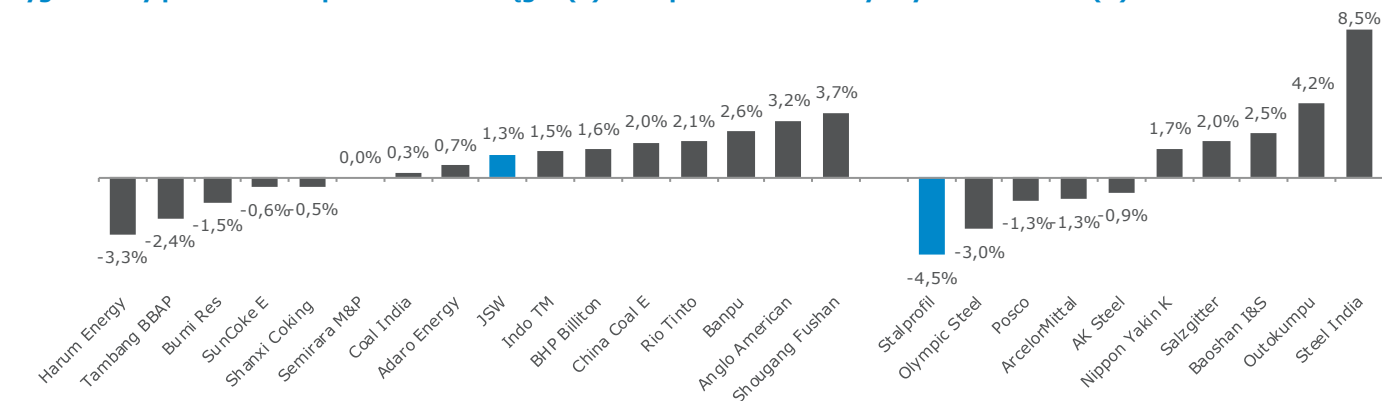
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



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



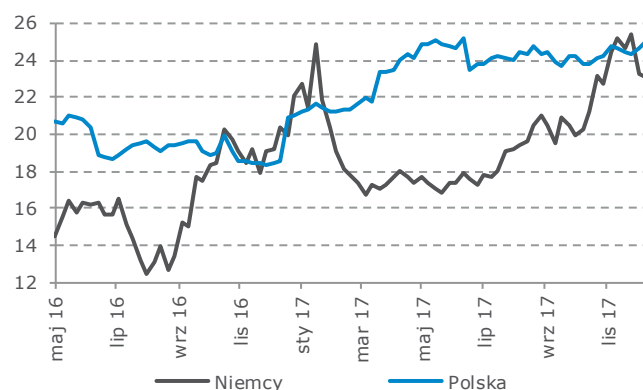
Tygodniowy performance producentów węgla (L) oraz producentów i dystrybutorów stali (P)



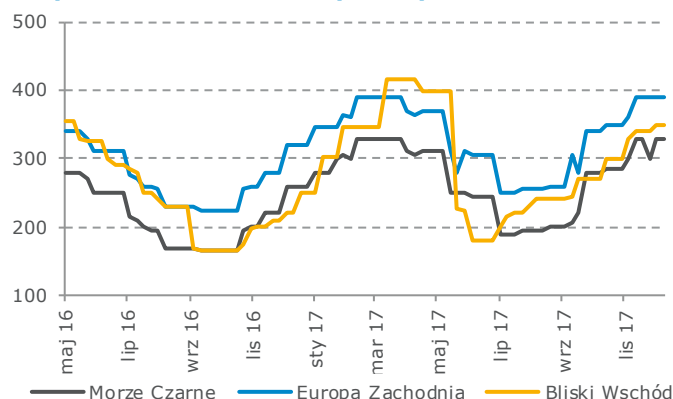
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

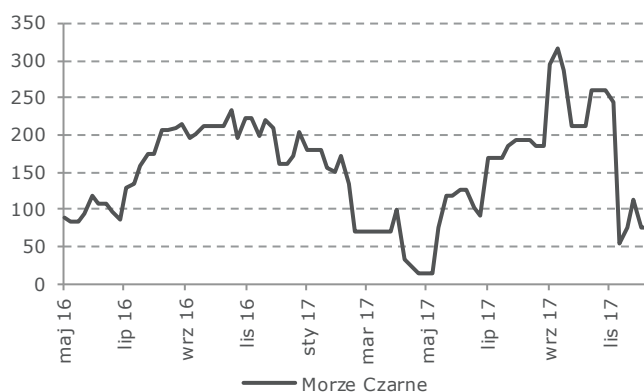
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



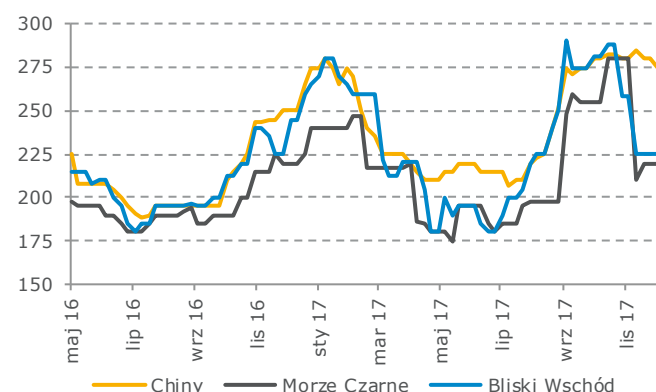
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



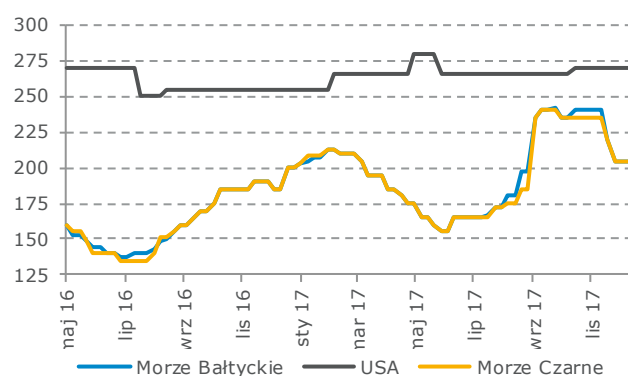
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



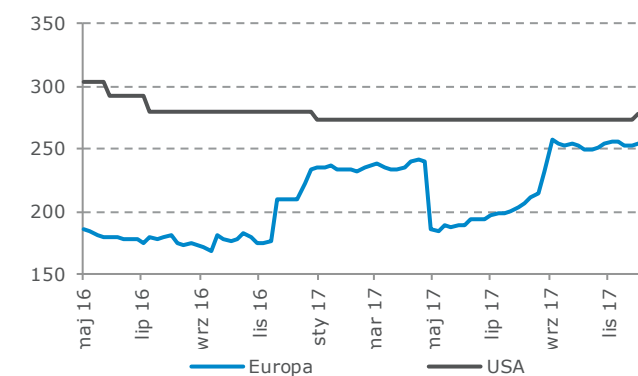
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



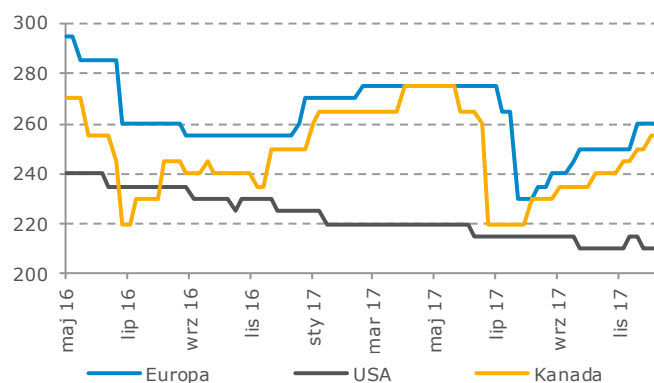
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



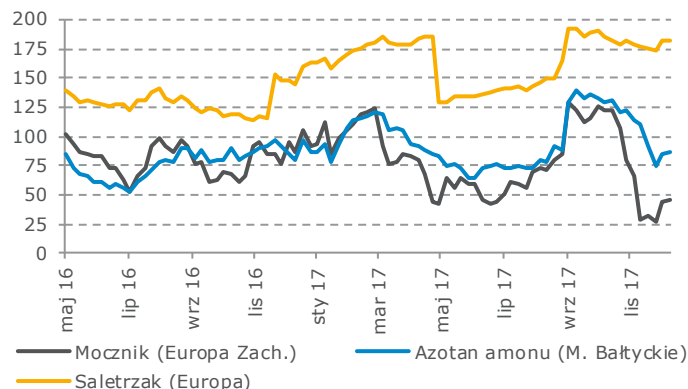
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



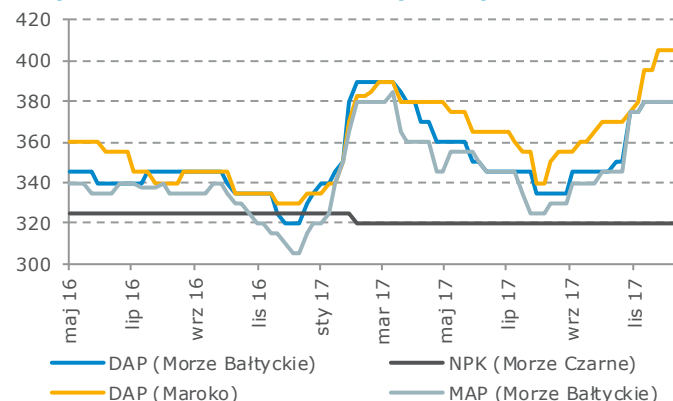
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



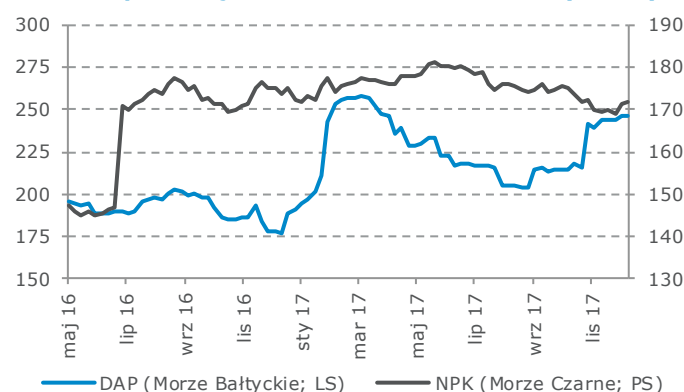
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

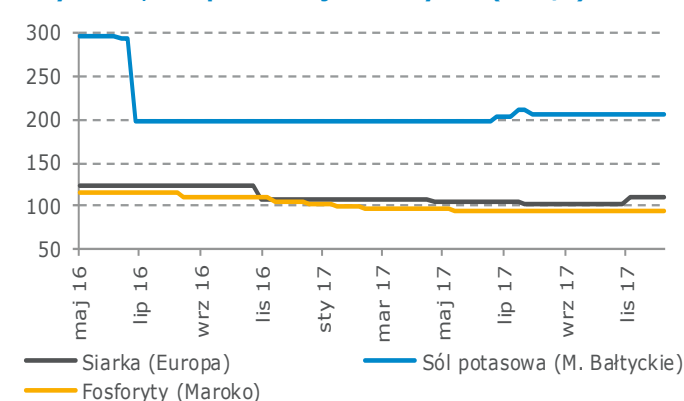
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



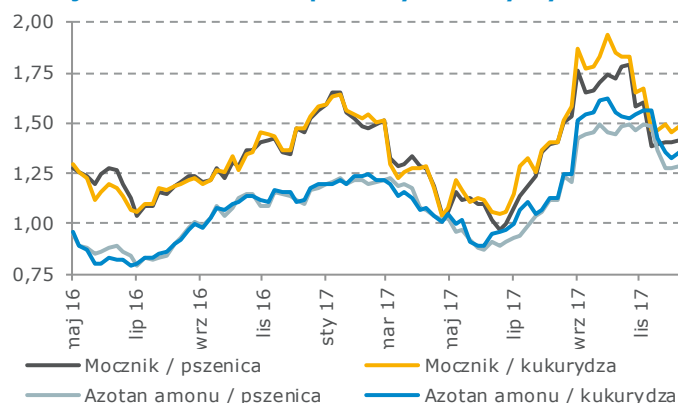
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



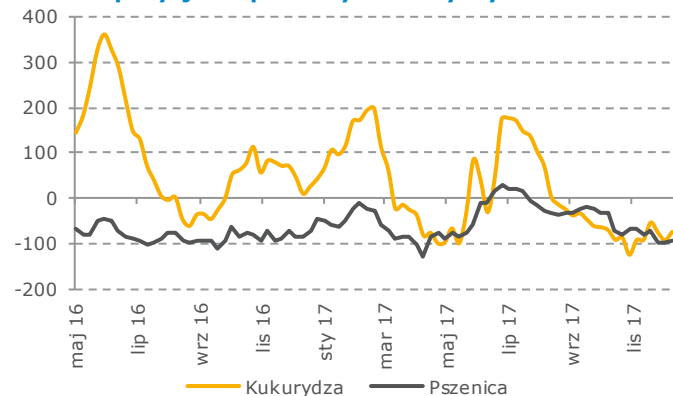
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



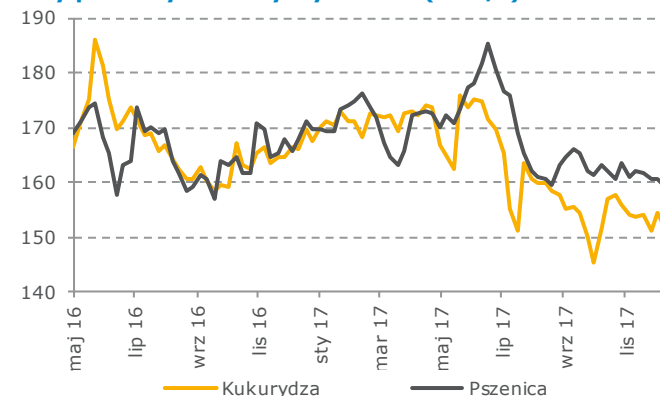
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



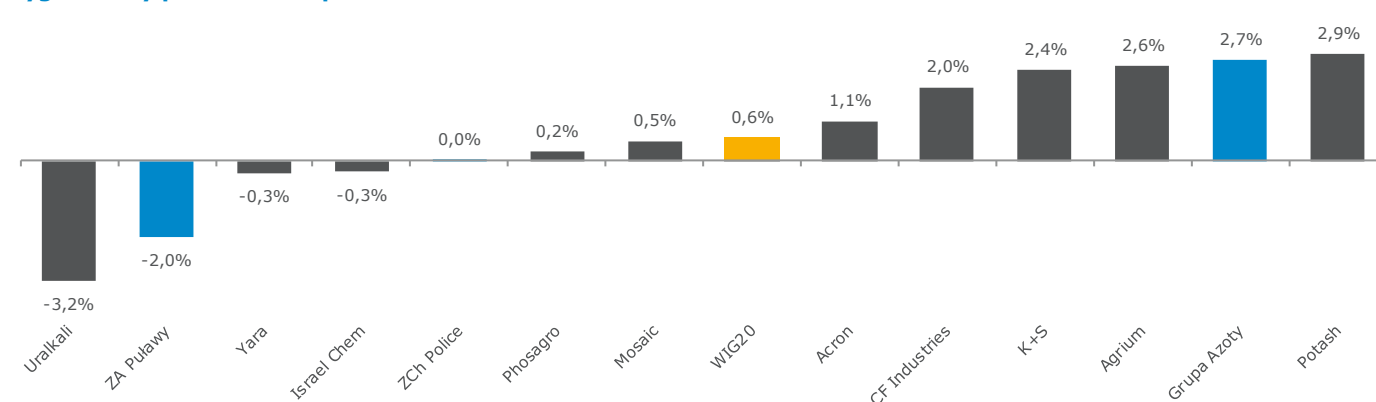
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



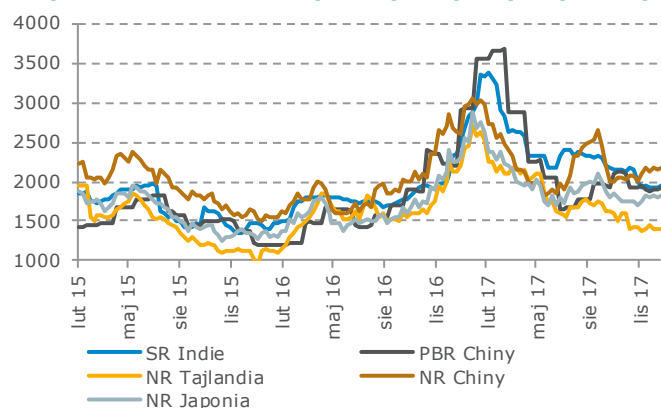
Tygodniowy performance producentów nawozów



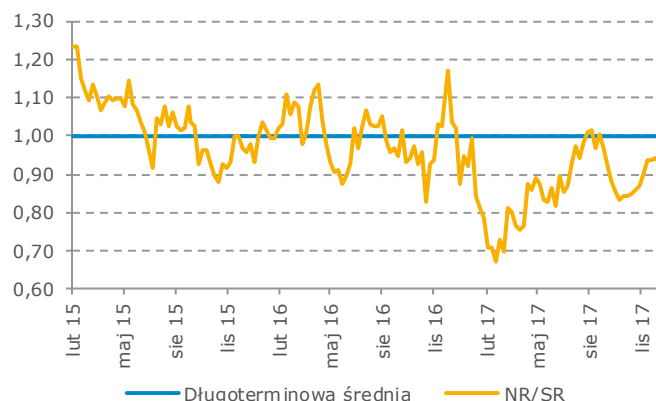
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

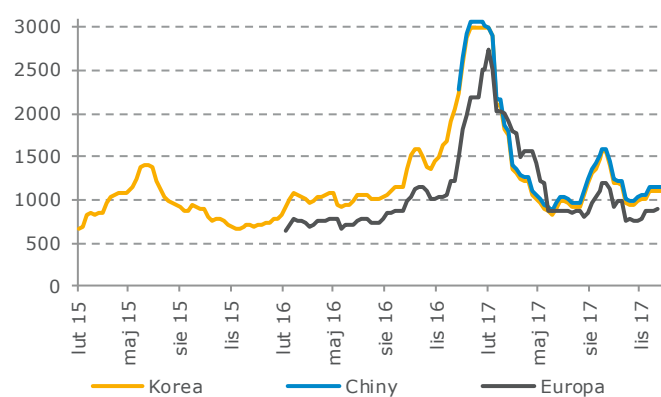
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



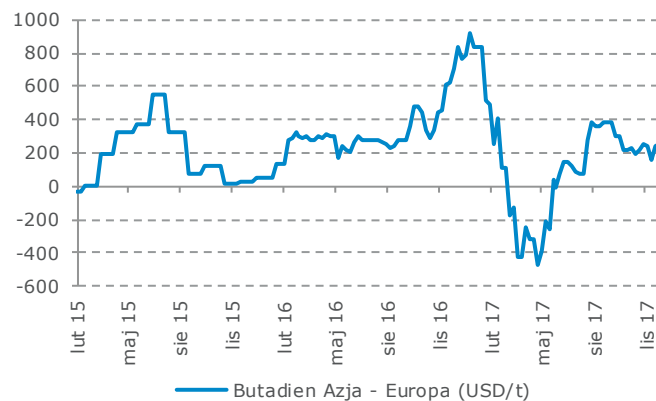
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



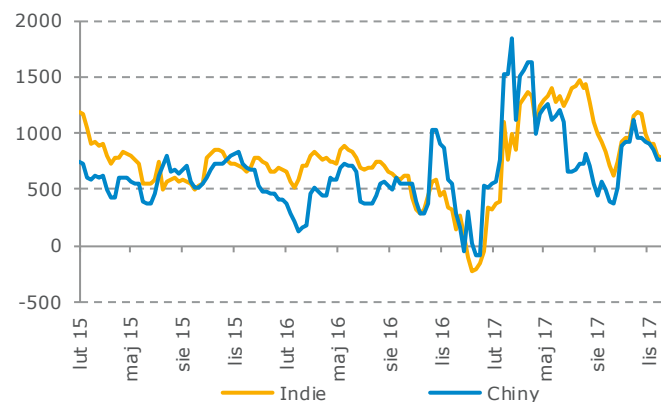
Ceny butadienu (USD/t)



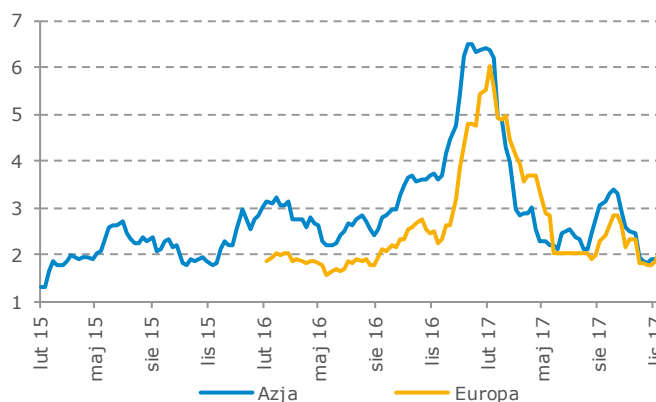
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



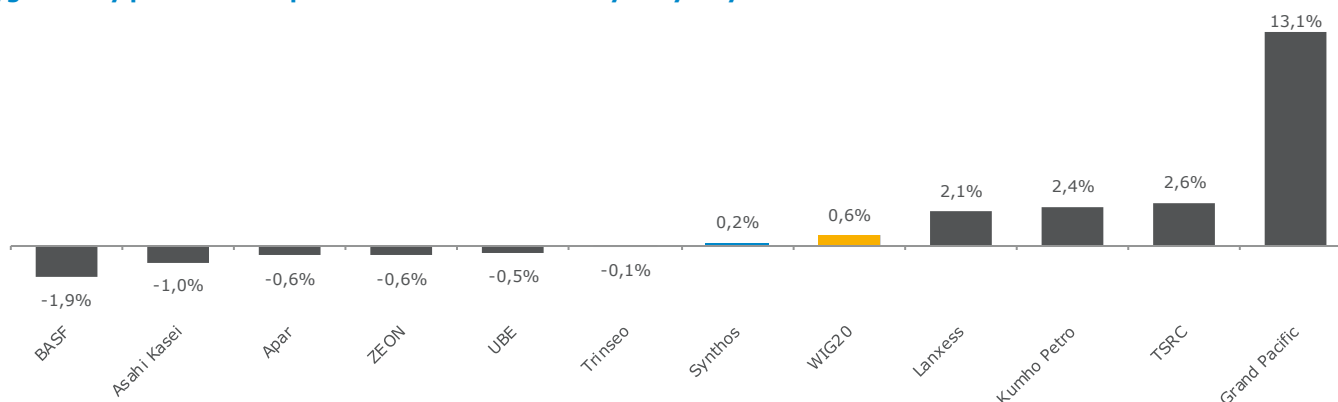
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



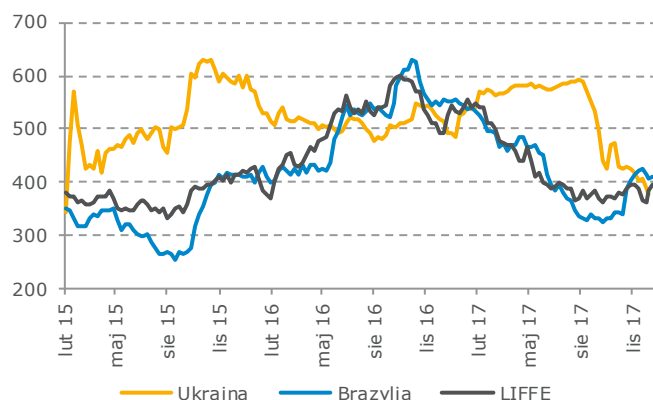
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



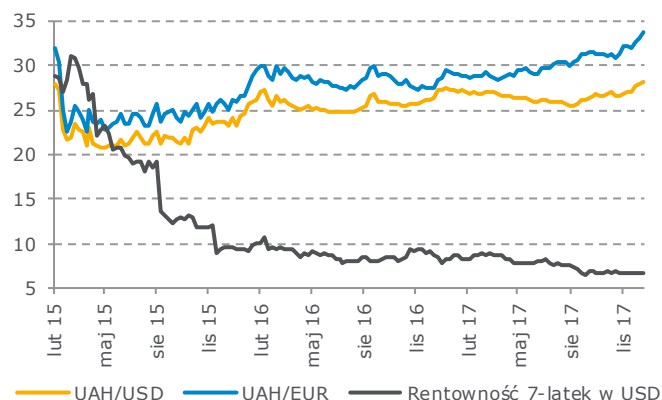
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

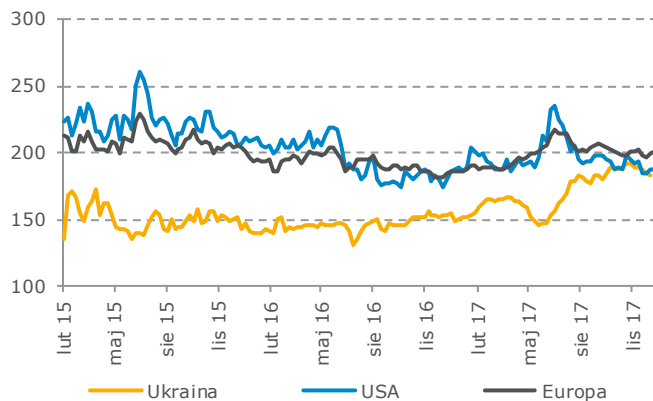
Cena cukru (USD/Mt)



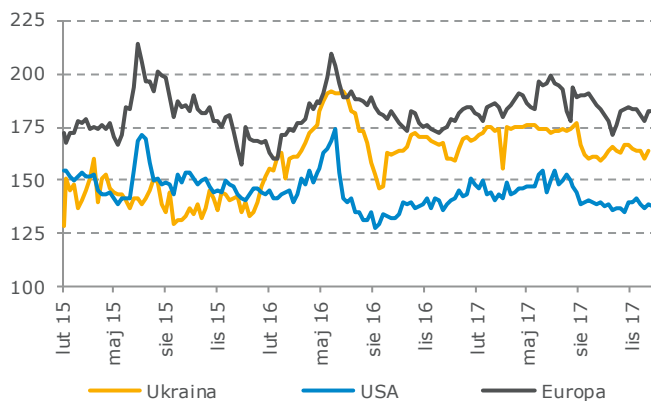
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



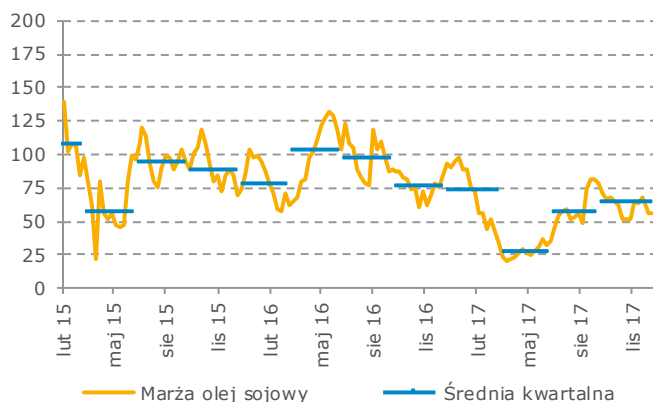
Cena pszenicy (USD/Mt)



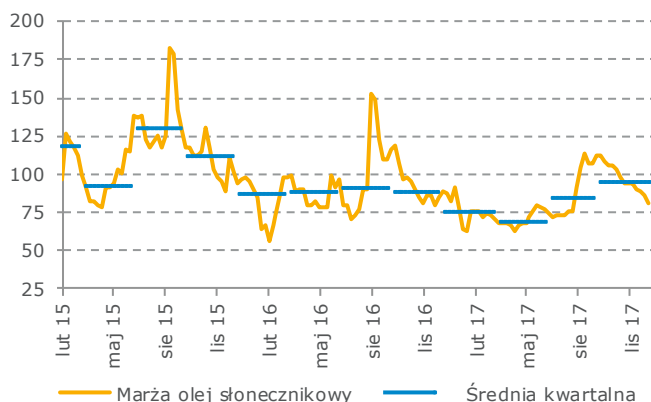
Cena kukurydzy (USD/Mt)



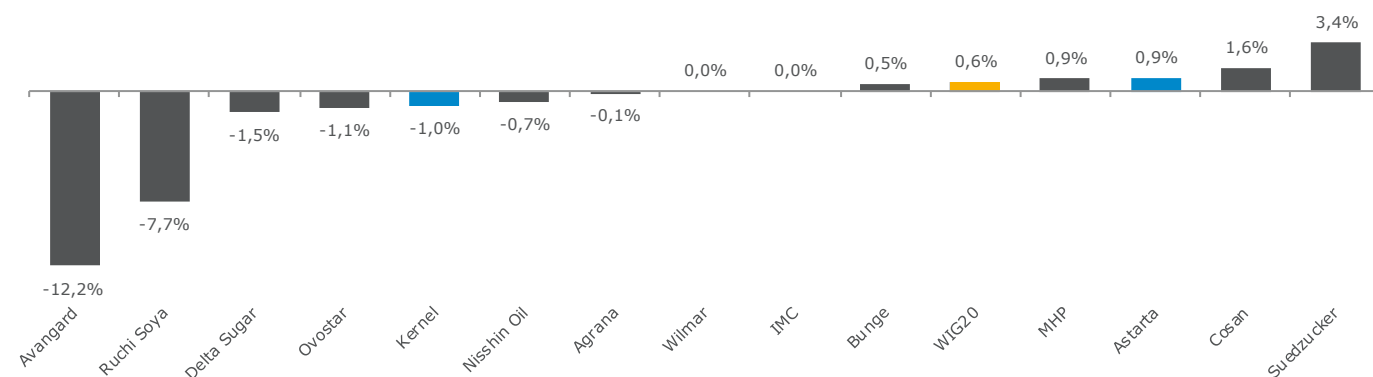
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-12-29)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	496,5	7,1	7,6	7,1	2,0	2,0	2,0	18,7	14,6	15,1	29%	27%	28%	8,0%	6,6%	6,2%
Enea	11,5	4,4	4,6	4,2	0,9	1,1	1,0	6,5	5,1	5,4	21%	23%	24%	0,0%	2,2%	2,9%
Energa	12,7	4,9	4,8	4,5	1,0	0,9	0,9	34,9	7,1	6,6	20%	19%	20%	3,9%	1,5%	2,1%
PGE	12,1	3,7	4,1	4,4	1,0	1,4	1,3	8,8	5,6	6,6	26%	35%	30%	2,1%	0,0%	0,0%
Tauron	3,1	4,2	4,3	4,9	0,8	0,9	0,9	14,5	3,8	4,5	19%	21%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	15,2	1,9	2,1	2,5	0,4	0,5	0,5	3,1	3,2	4,1	21%	21%	21%	8,5%	8,6%	8,6%
EDF	10,4	3,9	4,9	4,4	0,9	1,0	1,0	9,8	19,3	16,5	24%	20%	22%	8,0%	3,2%	2,9%
EDP	2,9	7,9	8,5	8,5	2,1	2,1	2,1	11,1	12,5	12,5	26%	24%	24%	6,6%	6,6%	6,7%
Endesa	17,9	7,0	7,1	7,0	1,3	1,2	1,2	13,4	14,0	13,4	18%	17%	17%	7,5%	7,5%	7,5%
Enel	5,1	7,4	7,3	7,0	1,6	1,5	1,5	19,7	14,4	12,7	22%	21%	22%	3,5%	4,4%	5,5%
EOB	9,1	9,2	5,6	5,7	0,7	0,7	0,7	-	14,5	14,2	8%	13%	12%	2,3%	3,3%	4,8%
Fortum	16,4	15,2	11,6	10,3	4,3	3,6	3,2	26,2	23,1	19,1	28%	31%	31%	4,6%	6,2%	5,8%
Iberdola	6,5	10,2	10,2	9,0	2,8	2,6	2,3	15,2	15,1	13,9	27%	26%	26%	4,4%	5,0%	5,2%
National Grid	8,8	11,7	8,5	10,5	3,5	3,2	3,5	12,7	12,8	14,7	30%	38%	34%	4,9%	5,1%	5,2%
Red Electrica	18,7	10,0	9,9	9,7	7,8	7,6	7,4	15,8	15,1	14,3	78%	77%	77%	4,3%	4,9%	5,2%
RWE	17,0	9,3	4,2	4,5	0,5	0,5	0,5	-	8,6	11,2	6%	12%	12%	-	6,2%	3,4%
SSE	13,2	18,2	9,5	9,3	0,8	0,8	0,8	28,6	10,7	11,4	4%	8%	8%	6,8%	6,9%	7,2%
Verbund	20,1	9,6	11,9	13,1	3,6	3,6	3,6	16,5	23,1	26,5	37%	30%	27%	1,4%	1,7%	1,7%
Mediana		7.6	7.2	7.0	1.1	1.3	1.3	14.9	13.4	13.0	23%	22%	23%	4.4%	5.0%	5.2%

Wycena spółek rafineryjnych (2017-12-29)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	57,70	5,3	4,6	6,3	0,7	0,6	0,6	10,5	6,5	13,9	14%	13%	9%	0,0%	1,7%	2,8%
MOL	3005,00	5,1	4,3	4,9	0,9	0,7	0,6	8,5	7,4	11,2	18%	17%	13%	2,4%	2,6%	2,7%
PKN Orlen	106,00	5,3	4,4	7,9	0,6	0,5	0,5	8,6	6,9	16,7	12%	12%	6%	2,0%	2,8%	3,2%
Hellenic Petroleum	7,61	5,1	5,2	5,9	0,6	0,5	0,5	7,0	6,1	7,8	12%	10%	9%	2,6%	4,2%	4,5%
HollyFrontier	51,22	43,0	9,4	8,0	1,1	0,8	0,8	-	21,1	16,8	2%	9%	10%	2,6%	2,6%	2,6%
Marathon Petroleum	65,98	11,1	8,5	7,6	0,8	0,7	0,7	29,7	16,9	14,7	7%	8%	9%	2,1%	2,3%	2,5%
Motor Oil	18,78	3,7	4,0	4,3	0,4	0,3	0,3	7,0	6,3	8,1	10%	8%	7%	4,8%	6,1%	6,3%
Neste Oil	53,35	9,5	9,8	10,3	1,2	1,1	1,1	14,5	17,0	16,8	13%	12%	11%	2,4%	2,9%	3,1%
OMV	52,83	4,6	4,7	4,9	1,2	1,0	1,0	-	10,7	12,2	26%	22%	20%	2,3%	2,5%	2,7%
Phillips 66	101,15	28,0	11,1	8,9	0,7	0,6	0,5	34,4	22,3	15,5	3%	5%	6%	2,4%	2,7%	2,9%
Saras	2,00	2,8	3,3	3,7	0,3	0,2	0,2	9,5	10,0	12,1	9%	7%	6%	5,0%	6,0%	5,0%
Tesoro	114,34	12,2	9,2	7,3	1,2	0,8	0,7	18,5	16,5	12,8	9%	9%	9%	1,8%	2,0%	2,1%
Tupras	121,50	10,4	6,1	6,4	1,0	0,7	0,6	17,0	7,4	8,1	10%	11%	10%	4,0%	10,1%	9,7%
Valero Energy	91,91	8,1	7,9	6,8	0,6	0,5	0,5	18,6	18,6	13,9	7%	6%	7%	2,6%	3,0%	3,3%
Mediana		6,7	5,7	6,6	0,8	0,6	0,6	12,5	10,3	13,4	10%	9%	9%	2,4%	2,8%	3,0%

Wycena spółek petrochemicznych (2017-12-29)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	106,00	5,3	4,4	7,9	0,6	0,5	0,5	8,6	6,9	16,7	12%	12%	6%	2,0%	2,8%	3,2%
Axiall	106,53	17,6	9,0	8,3	3,3	2,1	2,0	34,7	18,9	15,9	19%	23%	24%	0,7%	0,7%	0,8%
Braskem	42,87	5,6	4,0	4,5	1,0	1,0	1,0	-	7,8	12,2	18%	24%	22%	5,9%	3,4%	3,6%
Eastman Chemical	92,64	10,1	9,4	8,6	2,2	2,1	2,0	16,0	13,1	11,4	22%	22%	24%	2,0%	2,2%	2,4%
Huntsman Corp	33,29	9,6	7,6	7,9	1,1	1,1	1,2	24,1	12,2	13,4	11%	15%	15%	1,5%	1,5%	1,6%
LyondellBasell	110,32	8,2	7,0	7,5	1,7	1,5	1,5	12,1	11,1	11,5	21%	21%	20%	3,0%	3,2%	3,3%
Mitsubishi Chemical	1236,50	8,2	7,8	6,5	0,9	1,1	1,0	35,3	11,7	9,4	11%	14%	15%	1,2%	1,5%	2,4%
Mitsui Chemicals	3625,00	9,6	7,9	7,3	0,9	1,0	0,9	31,6	12,5	9,7	9%	12%	12%	1,1%	1,6%	2,5%
Westlake Chemical	106,53	17,6	9,0	8,3	3,3	2,1	2,0	34,7	18,9	15,9	19%	23%	24%	0,7%	0,7%	0,8%
Mediana		9,6	7,8	7,9	1,1	1,1	1,2	27,9	12,2	12,2	18%	21%	20%	1,5%	1,6%	2,4%

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

Wycena spółek gazowych (2017-12-29)

		EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,29	6,2	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	15,5	10,1	8,7	18%	21%	22%	2,9%	3,2%	4,9%
AZA	1,54	9,3	6,9	7,0	1,6	1,5	1,5	21,3	13,5	13,2	17%	22%	22%	3,2%	3,8%	4,5%
BG Group	24,80	12,9	7,2	6,6	1,5	1,2	1,1	63,0	19,4	16,5	12%	17%	17%	5,6%	5,6%	5,6%
BP	5,23	15,6	6,7	5,9	1,0	0,8	0,7	100+	25,4	19,0	6%	12%	12%	5,7%	5,7%	5,7%
Centrica	1,37	3,2	5,2	5,0	0,4	0,4	0,4	4,4	10,8	9,8	13%	8%	8%	8,7%	8,7%	8,3%
Enagas	23,87	12,9	10,5	10,9	9,3	8,4	8,5	13,6	12,1	13,4	72%	79%	78%	5,6%	6,1%	6,4%
Endesa	17,86	7,0	7,1	7,0	1,3	1,2	1,2	13,4	14,0	13,4	18%	17%	17%	7,5%	7,5%	7,5%
Engie	14,34	8,4	6,7	6,5	0,9	1,0	1,0	-	14,0	13,9	11%	15%	15%	7,0%	4,9%	4,9%
Eni	13,80	6,7	4,8	4,2	1,2	1,0	0,9	-	24,5	18,8	17%	21%	22%	5,8%	5,8%	5,8%
Gas Natural SDG	19,25	8,1	8,6	8,1	1,7	1,7	1,6	14,3	15,9	14,4	21%	20%	20%	6,9%	5,3%	5,3%
Gazprom	130,50	4,5	3,9	3,5	1,0	0,9	0,9	3,1	4,2	3,9	21%	23%	24%	6,0%	6,3%	6,1%
Hera	2,91	9,1	7,5	7,4	1,5	1,4	1,4	20,6	18,1	18,0	17%	19%	19%	3,1%	3,3%	3,3%
NovaTek	120,20	8,5	11,2	10,5	4,1	3,9	3,8	10,5	11,6	9,9	48%	35%	36%	2,0%	2,1%	2,5%
ROMGAZ	31,30	4,9	4,1	3,6	2,5	2,2	2,1	12,1	8,6	7,4	51%	55%	58%	10,0%	10,7%	11,8%
Shell	27,79	12,9	7,2	6,6	1,5	1,2	1,1	52,0	16,0	13,7	12%	17%	17%	5,6%	5,6%	5,6%
Snam	4,08	12,0	12,8	12,4	10,1	10,1	9,9	16,3	14,9	14,4	84%	79%	80%	5,1%	5,4%	5,4%
Statoil	175,20	8,0	3,6	3,5	1,8	1,3	1,3	-	15,5	16,0	22%	37%	38%	4,1%	4,1%	4,1%
Total	46,05	8,6	6,2	5,5	1,2	1,1	1,0	19,6	13,3	12,6	14%	17%	18%	5,3%	5,1%	5,3%
Mediana		8,5	6,8	6,6	1,5	1,2	1,2	14,9	14,0	13,5	18%	20%	21%	5,6%	5,5%	5,5%

Wycena spółek wydobywczych (2017-12-29)

		EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	3005,00	5,4	4,9	5,0	0,9	0,8	0,7	8,4	8,2	8,0	18%	16%	15%	3,0%	3,0%	3,1%
Bashneft	2274,00	3,7	3,3	2,6	0,8	0,8	0,7	7,3	6,4	4,2	22%	23%	27%	-	2,3%	4,4%
BP	5,23	15,6	6,7	5,9	1,0	0,8	0,7	100+	25,4	19,0	6%	12%	12%	5,7%	5,7%	5,7%
Dana Gas	0,81	10,6	7,1	7,4	6,9	5,0	4,8	-	20,3	24,5	65%	70%	65%	-	-	-
Eni	13,80	6,7	4,8	4,2	1,2	1,0	0,9	-	24,5	18,8	17%	21%	22%	5,8%	5,8%	5,8%
Gazprom Neft	244,10	4,9	4,2	3,9	1,1	0,9	0,9	5,8	4,8	4,4	22%	23%	23%	5,4%	5,2%	6,0%
Gulf Keystone	1,07	-	4,0	3,6	1,6	2,2	1,8	-	52,7	22,0	-	55%	50%	-	-	-
Lukoil	3334,50	4,3	4,0	3,7	0,6	0,6	0,5	11,5	6,6	6,1	14%	14%	15%	2,2%	6,1%	6,7%
Occidental Petroleum	73,66	24,7	12,4	9,0	6,4	5,1	4,5	-	87,0	42,1	26%	42%	51%	4,1%	4,2%	4,2%
Repsol	14,75	7,1	5,1	5,0	0,9	0,8	0,7	12,7	10,2	10,1	12%	15%	14%	5,0%	5,4%	5,5%
Rosneft Oil	291,50	5,9	5,4	4,6	1,4	1,1	1,0	17,1	10,6	7,2	23%	21%	23%	3,1%	3,3%	5,5%
Shell	27,79	12,9	7,2	6,6	1,5	1,2	1,1	52,0	16,0	13,7	12%	17%	17%	5,6%	5,6%	5,6%
Statoil	175,20	8,0	3,6	3,5	1,8	1,3	1,3	-	15,5	16,0	22%	37%	38%	4,1%	4,1%	4,1%
Surgutneftegas	28,15	-	-	-	-	-	-	-	5,0	4,1	-	-	-	2,1%	4,7%	5,4%
Total	46,05	8,6	6,2	5,5	1,2	1,1	1,0	19,6	13,3	12,6	14%	17%	18%	5,3%	5,1%	5,3%
Tullow Oil	2,07	-	7,2	6,8	5,7	4,7	4,6	-	62,1	22,1	-	65%	67%	-	-	-
Mediana		7,1	5,1	5,0	1,2	1,1	1,0	12,1	14,4	13,1	18%	21%	23%	4,5%	5,1%	5,5%

Wycena spółek surowcowych (2017-12-29)

		EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
GÓRNICTWO I METALE																
JSW*	96,27	9,5	2,8	3,5	1,5	1,2	1,2	100+	4,9	7,6	16%	42%	35%	-	1,6%	1,6%
KGHM	111,20	6,3	5,4	6,2	1,5	1,5	1,3	14,3	7,5	11,0	24%	28%	21%	1,3%	0,9%	2,1%
LW Bogdanka*	67,00	3,9	3,6	3,5	1,3	1,3	1,2	12,5	10,9	8,9	34%	36%	36%	1,5%	1,9%	3,6%
Anglo American	15,50	10,1	4,6	4,7	1,8	1,6	1,6	18,4	9,3	10,8	18%	34%	33%	-	4,9%	4,1%
Antofagasta	10,05	15,4	6,7	6,7	4,4	3,6	3,5	92,6	20,5	20,7	29%	53%	52%	1,4%	2,1%	1,9%
BHP Billiton	15,23	32,0	6,8	6,4	4,5	3,7	3,4	-	16,4	15,2	14%	54%	53%	1,5%	3,9%	4,3%
Freeport-McMoRan	18,96	-	7,3	5,6	2,7	2,5	2,3	-	17,2	10,8	-	35%	41%	-	-	0,7%
Glencore	3,90	13,4	7,0	6,5	0,7	0,5	0,5	57,5	14,8	14,7	5%	7%	8%	1,3%	2,2%	3,6%
Grupo Mexico	64,91	9,1	7,7	6,6	4,0	3,5	3,1	27,8	17,1	14,0	44%	45%	47%	21,5%	2,3%	3,1%
Kazakhmys	8,95	26,3	8,2	6,4	10,4	4,5	3,6	33,0	11,9	9,4	39%	55%	56%	-	-	0,7%
Rio Tinto	39,42	9,6	5,9	6,6	3,3	2,8	2,9	22,6	12,3	13,9	34%	47%	45%	3,2%	5,0%	4,5%
Southern CC	47,45	18,9	13,2	10,9	7,8	6,5	5,7	47,5	25,7	20,2	41%	49%	52%	0,4%	1,1%	2,2%
Mediana		10,1	6,7	6,4	3,0	2,7	2,6	27,8	13,5	12,4	29%	43%	43%	1,4%	2,1%	2,7%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	409,50	10,9	10,0	8,9	1,9	1,8	1,6	14,0	15,5	13,4	17%	18%	18%	4,4%	7,3%	5,2%
Alcoa	53,87	17,6	5,3	5,1	1,3	1,1	1,0	-	16,4	14,3	8%	20%	20%	0,5%	-	0,0%
Constellium	11,15	7,9	7,5	6,9	0,7	0,6	0,6	-	21,0	11,7	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	106,85	8,9	9,6	8,9	1,4	1,4	1,3	20,7	20,9	18,8	16%	14%	15%	1,7%	1,9%	2,0%
Norsk Hydro	62,35	11,4	7,7	6,0	1,5	1,2	0,9	19,9	17,0	13,9	14%	16%	15%	2,0%	2,2%	2,5%
Rusal	5,48	12,0	8,7	8,0	2,3	1,9	1,8	9,1	8,2	6,1	19%	22%	22%	2,4%	3,1%	4,0%
Mediana		11,2	8,2	7,4	1,5	1,3	1,2	16,9	16,7	13,7	15%	17%	17%	2,0%	2,6%	2,5%

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

Wycena spółek nawozowych (2017-12-29)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	69,60	7,8	6,6	6,3	0,9	0,8	0,8	20,1	13,4	13,5	11%	13%	13%	1,2%	1,1%	1,5%
ZA Police*	20,84	10,2	7,1	7,1	0,8	0,8	0,7	17,8	10,2	10,0	8%	11%	11%	2,0%	2,0%	2,4%
ZCh Puławy*	156,50	4,9	4,8	4,6	0,8	0,7	0,7	11,0	11,0	10,2	16%	15%	15%	5,5%	5,5%	7,7%
Acron	3870,00	7,7	7,5	6,7	2,6	2,4	2,4	5,9	9,8	8,3	33%	32%	35%	7,8%	8,2%	8,1%
Agrium	115,00	12,8	12,9	10,8	1,6	1,6	1,5	26,8	24,5	19,0	13%	12%	14%	3,0%	3,0%	3,1%
CF Industries	42,54	17,5	17,0	13,2	4,6	4,2	3,9	-	-	100+	26%	25%	29%	2,8%	2,8%	2,8%
Israel Chemicals	13,99	21,2	8,1	7,3	1,6	1,5	1,5	-	12,6	10,4	8%	19%	21%	4,2%	4,0%	4,5%
K+S	20,76	11,1	11,4	8,1	2,0	1,8	1,6	22,8	24,7	15,4	18%	16%	20%	1,4%	1,7%	2,6%
Phosagro	2499,00	5,9	7,5	6,6	2,3	2,4	2,2	5,4	14,1	11,1	39%	31%	33%	6,2%	4,4%	5,2%
Potash	20,65	17,0	15,1	13,2	5,5	5,5	5,1	52,9	36,7	29,0	33%	36%	39%	3,4%	1,9%	2,0%
The Mosaic Company	25,66	11,9	11,0	8,9	1,7	1,7	1,6	30,2	26,3	22,1	14%	16%	18%	4,3%	2,3%	0,5%
Uralkali	117,50	9,5	8,1	7,7	4,9	4,2	4,0	1,6	5,2	4,6	52%	51%	52%	-	-	-
Yara International	376,70	8,0	10,3	7,7	1,3	1,3	1,2	16,2	24,6	16,3	16%	12%	15%	2,7%	2,4%	2,9%
Mediana		10.2	8.1	7.7	1.7	1.7	1.6	17.8	13.7	12.3	16%	16%	20%	3.2%	2.6%	2.9%

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-12-29)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI																
Synthos	4,88	11,8	10,0	11,3	1,6	1,2	1,3	25,2	15,5	18,9	14%	12%	11%	10,9%	10,2%	2,5%
Apar Industries	806,25	8,6	7,2	7,9	0,6	0,6	0,6	24,8	17,3	19,6	7%	9%	8%	1,2%	1,0%	1,1%
Asahi Kasei	1453,50	8,3	8,7	7,6	1,2	1,2	1,1	22,1	19,2	14,6	14%	14%	15%	1,4%	1,4%	1,9%
BASF	91,74	9,1	8,0	7,8	1,7	1,5	1,5	20,8	14,9	14,7	19%	19%	19%	3,3%	3,4%	3,6%
Grand Pacific Petro	31,45	7,3	7,2	6,4	1,4	1,3	1,2	11,9	10,7	10,0	20%	17%	19%	3,2%	3,7%	4,1%
Kumho Petrochem	99 500	12,4	10,3	9,1	1,1	0,9	0,8	38,0	15,4	13,5	9%	9%	9%	0,8%	1,0%	1,0%
Lanxess	66,29	10,1	7,4	9,3	1,2	1,0	1,3	31,6	17,1	15,6	12%	13%	14%	1,1%	1,3%	1,5%
Trinseo	72,60	6,9	6,6	6,2	1,1	0,9	0,9	10,6	9,5	8,8	16%	14%	15%	1,2%	1,8%	2,0%
TSRC Corp	37,25	13,1	16,2	11,8	1,4	1,2	1,1	31,0	34,0	20,4	11%	7%	10%	2,7%	2,6%	4,5%
Ube Industries	3315,00	7,0	7,8	6,7	0,8	0,9	0,8	18,4	17,2	11,5	12%	11%	12%	1,5%	1,8%	1,9%
ZEON Corp	1631,00	7,9	7,8	6,7	1,4	1,4	1,3	20,4	17,5	13,9	17%	18%	19%	0,9%	1,0%	1,1%
Mediana		8,6	7,8	7,8	1,2	1,2	1,1	22,1	17,1	14,6	14%	13%	14%	1,4%	1,8%	1,9%

Wycena spółek spożywczych (2017-12-29)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	51,49	2,7	3,3	3,2	1,1	1,0	1,0	3,6	3,9	4,2	42%	31%	32%	-	-	-
IMC*	12,48	2,9	3,1	2,8	1,4	1,3	1,3	4,5	2,1	1,9	48%	42%	44%	-	1,8%	2,0%
Kernel	47,52	4,0	5,1	7,1	0,7	0,8	0,6	4,4	5,8	10,2	17%	15%	9%	2,1%	2,0%	1,9%
Ovostar*	88,00	6,5	8,1	6,7	2,0	1,8	1,6	6,1	9,0	9,6	31%	23%	24%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	103,50	9,8	7,8	6,8	0,8	0,7	0,7	17,9	13,9	11,7	8%	9%	10%	3,8%	4,0%	4,1%
Bunge Limited	67,08	8,9	11,8	8,8	0,4	0,3	0,3	13,2	23,6	14,2	4%	3%	4%	2,4%	2,6%	2,7%
Cosan	41,50	13,0	5,0	4,8	0,5	0,5	0,5	16,3	16,2	14,7	4%	10%	9%	6,1%	4,1%	4,2%
Delta Sugar	27,18	23,6	-	-	3,3	-	-	27,1	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	11,50	5,4	4,9	4,8	2,0	1,8	1,6	23,0	4,8	4,9	37%	36%	34%	6,5%	6,5%	6,6%
Nisshin Oillio	3415,00	12,3	9,7	-	0,5	0,5	0,5	22,6	16,6	16,2	4%	5%	-	1,5%	1,5%	1,8%
Suedzucker	18,08	9,6	6,8	6,4	0,8	0,7	0,7	34,1	15,0	16,4	8%	11%	11%	1,7%	2,5%	2,7%
Wilmar Int.	3,09	13,3	13,7	12,6	0,7	0,7	0,7	14,1	12,8	11,4	6%	5%	5%	2,0%	2,4%	2,9%
Mediana		9,2	6,8	6,5	0,8	0,7	0,7	15,2	12,8	11,4	11%	11%	11%	2,2%	2,5%	2,7%

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 jakiejkolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu publikacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do publikacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były publikacje lub osoby upoważnione do dostępu do publikacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą publikację.

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz**Kamil Kliszcz**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

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

Michał Konarski

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

Jakub Szkopek

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

Paweł Szpigel

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

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy****Piotr Gawron**

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski

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

Tomasz Galanciak

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

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży**Kamil Szymański**

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

Jarosław Banasiak

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