

wtorek, 11 grudnia 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 pozostawały stabilne w okolicach 52 EUR/MWh przy certyfikatach CO₂ na poziomie 21 EUR/t. W Polsce również nie obserwowaliśmy wzmożonej zmienności, a kontrakt roczny oscyluje wokół 280 PLN/MWh. Nadal powoli drożeją zielone certyfikaty, a ostatni odczyt to 161 PLN/MWh. WIG Energia szybko nadrobił dystans do europejskiego indeksu spółek użyteczności publicznej, czemu dodatkowo sprzyja pozytywny sentyment do spółek porównywalnych w USA.

Rynek paliwowy

Ceny ropy Brent mimo porozumienia OPEC nadal oscylują wokół 60 USD/Bbl, a sentyment pozostaje bardzo słaby. Mimo tańszego surowca marże rafinerijne utrzymują trend spadkowy, głównie z uwagi na korektę na dieslu związaną z normalizacją stanu wody na Renie (crack spadł z 27 USD/Bbl do 18 USD/Bbl). Dyferencjał Ural/Brent podniósł się nieznacznie z okolic 0,2 USD do 0,4 USD/Bbl. Wraz z powrotem żeglowności Renu osłabły też marże na polimerach petrochemicznych. Ceny gazu w Europie w kontraktach miesięcznych pozostają w korekcie spadkowej, a ostatni odczyt wynosi 23,4 EUR/MWh.

Rynek metali

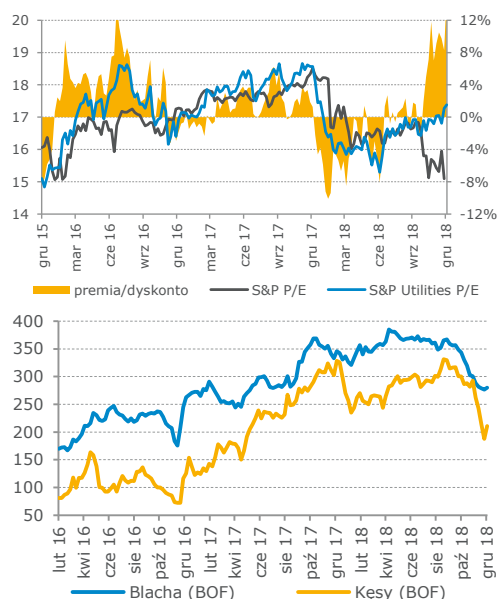
Sentyment do metali znajduje się pod wpływem negatywnych danych z Chin. W XI'18 import koncentratów do Chin spadł o 4,6% r/r, a miedzi przetworzonej o 3% r/r. Tym samym przełamany został wzrostowy trend obserwowany od kilku miesięcy. Spadł r/r również import rudy żelaza. W XI'18 na rynku motoryzacyjnym w Chinach sprzedano 13% r/r mniej samochodów i był to już 4-ty miesiąc spadku r/r. Dodatkowo PMI w przemyśle w Chinach balansuje na granicy 50 pkt. Część z uczestników rynku zaczyna mówić o oczekiwanym spowolnieniu w Państwie Środka w 2019 roku.

Cochilco (organizacja zrzeszająca chilijskich producentów miedzi) poinformowała, że produkcja miedzi w Chile w okresie I-X wzrosła o 6% r/r. Wzrosty miały miejsce w największej kopalni na świecie Escondida (+47% r/r; brak strajku analogicznego, co w 2017 roku), spadek zanotował koncern Codelco (-3,4% r/r). Wartość premii producenckiej spadła na początku grudnia do 68 USD/t (jeszcze 120 USD/t we wrześniu/listopadzie).

Rynek agro

Spadek cen ropy naftowej na rynkach przekłada się na niższe ceny gazu ziemnego w Europie. W tym samym czasie ceny nawozów pozostają stabilne, co powoduje, że marże na ich wytwarzaniu utrzymują się na relatywnie wysokich poziomach.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Grupa Azoty	-11,3%	-55%
OMV	-8,3%	-19%
KGHM	-8,2%	-23%
Tauron	-5,1%	-27%
ZA Puławy	-4,9%	-54%
PGE	-4,4%	-7%
Kruszwica	-4,2%	-40%
Kęty	-4,1%	-14%
MOL	-4,0%	+6%
JSW	-3,8%	-31%
Impexmetal	-3,8%	-23%
CEZ	-3,7%	+14%
PKN Orlen	-3,5%	+3%
LW Bogdanka	-3,2%	-18%
Astarta	-2,6%	-48%
Tupras	-1,9%	+15%
Kernel	-1,7%	+13%
Boryszew	-1,3%	-49%
Lotos	-1,2%	+46%
ZCh Police	-1,1%	-32%
PCC Rokita	-0,2%	-13%
Enea	+0,0%	-6%
ZE PAK	+0,0%	-45%
IMC	+0,8%	+18%
Ciech	+2,4%	-10%
Orzeł Biały	+2,4%	-7%
PGNiG	+3,0%	+10%
Tarczyński	+3,4%	+48%
Energia	+3,7%	-24%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-3,0%	-10%
Chemia	-4,8%	-39%
Energia	-2,8%	-12%
Paliwa	-1,8%	+9%
Spożywczy	-1,0%	-2%
Surowce	-7,1%	-24%
Ukraina	-1,8%	-10%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-5,4%	-9%
Oil & Gas E&P	-7,4%	-14%
Refining EU	-0,5%	+12%
Refining US	-6,2%	-9%
Agri & Food	-3,0%	-0%
Kauczuki	-10,3%	-31%
Nawozy	-5,6%	+9%
Chemicals EU	-6,5%	-18%
Industrials EU	-8,0%	-13%
Petchem World	-7,9%	-16%
Utilities EU	-2,6%	+2%
Utilities US	+0,9%	+11%

Pozytywny sentyment do utilities

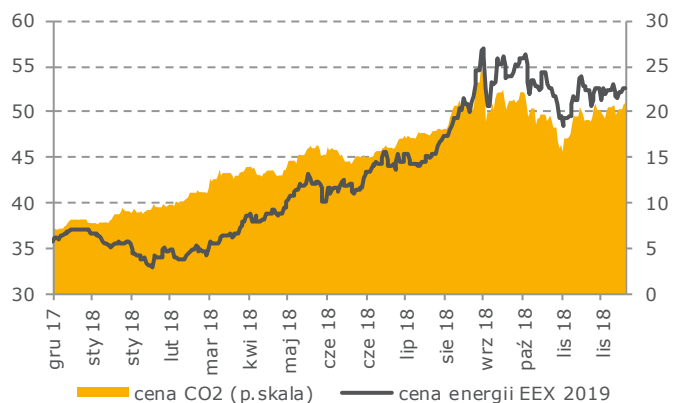
Od początku września indeks S&P Utilities wzrósł o 7%, dystansując szeroki indeks o 15 punktów procentowych. Aktualnie premia sektora do S&P na wskaźniku P/E sięga już 12%, co ostatni raz miało miejsce w połowie 2016 roku. Wydaje się, że ten lepszy sentyment może też wpływać na zainteresowanie polskimi spółkami energetycznymi, szczególnie że ich profil inwestycyjny się poprawia.

Marże producentów wielkopiecowych

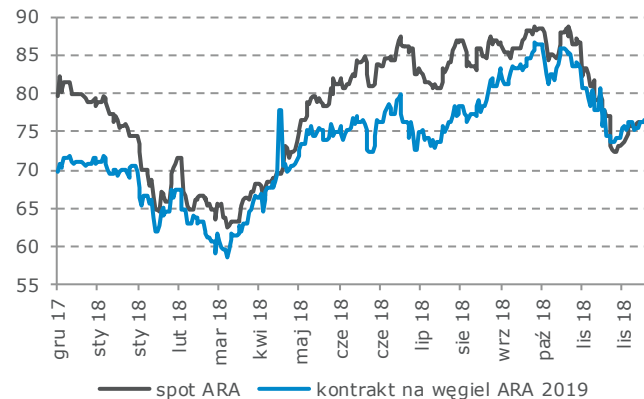
Ceny stali kolejny tydzień znajdują się pod presją, co przekłada się na spadające marże producentów wielkopiecowych. Te z kolei powoduje, że hutnicy coraz większą presję wywierają na dostawców rudy żelaza i koksu. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na spadające ceny koksu i premii koksowniczej. Informacje są jednoznacznie negatywne w kontekście producentów koksu i węgla koksowego, w tym JSW.

Energetyka

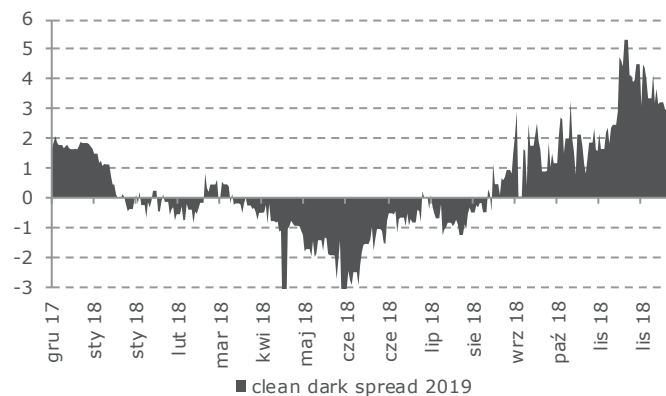
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



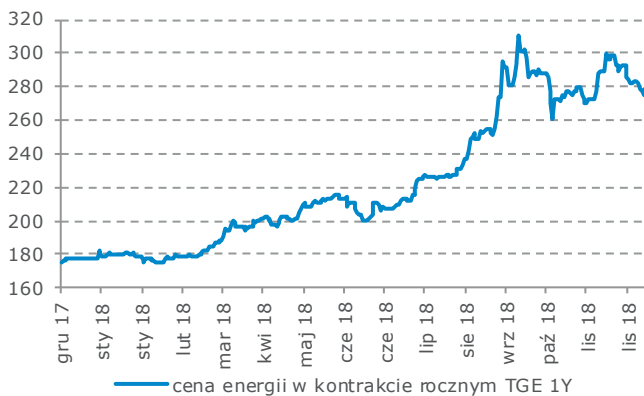
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



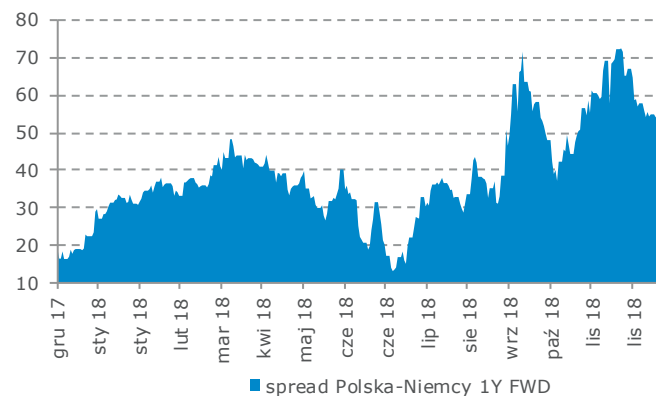
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



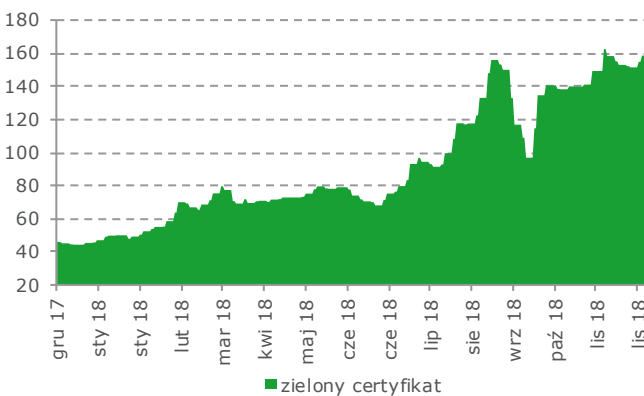
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



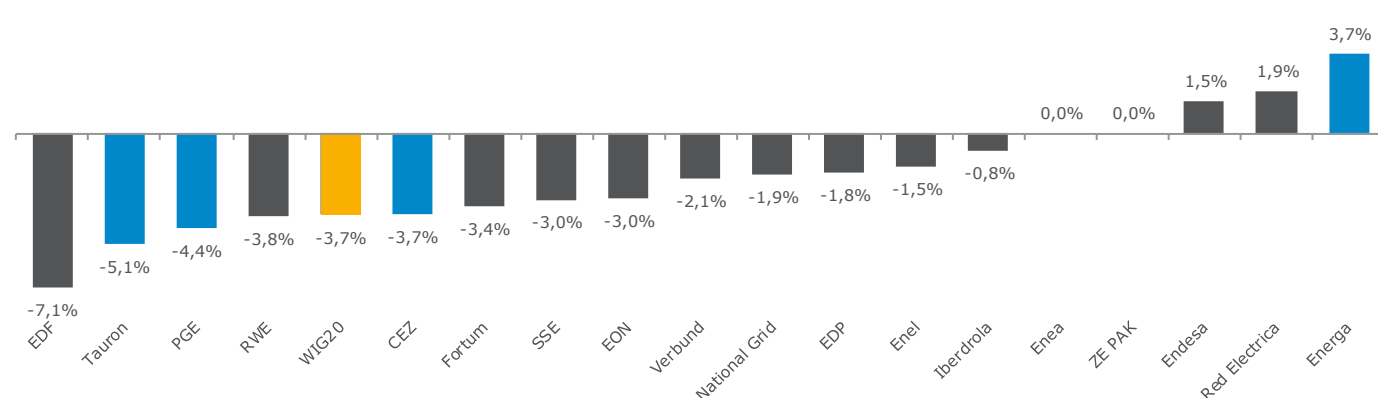
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



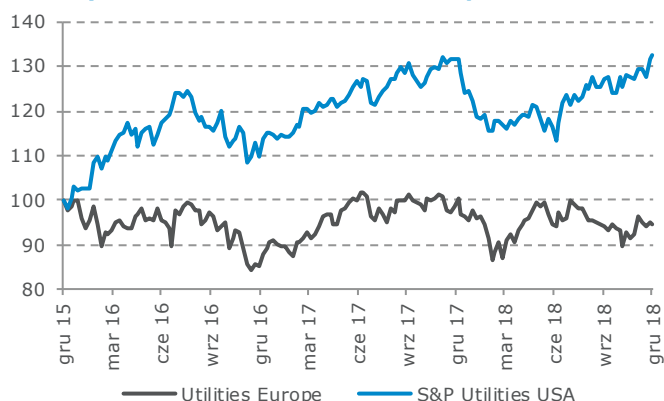
Tygodniowy performance spółek energetycznych



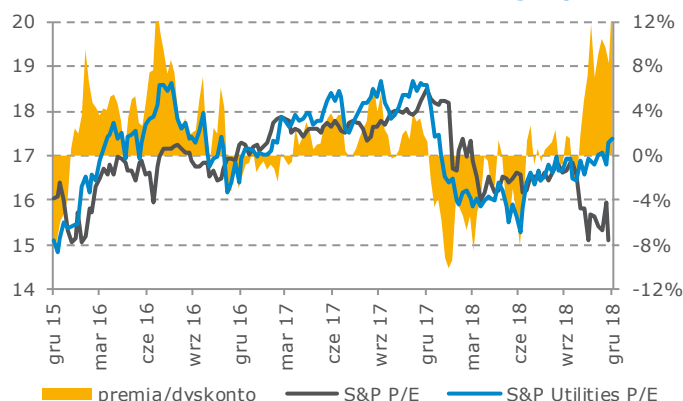
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

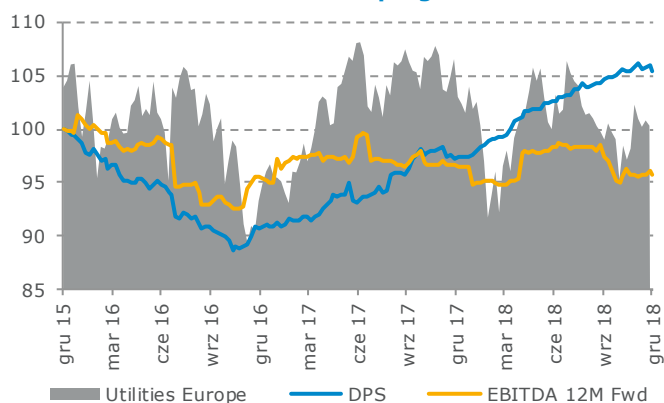
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



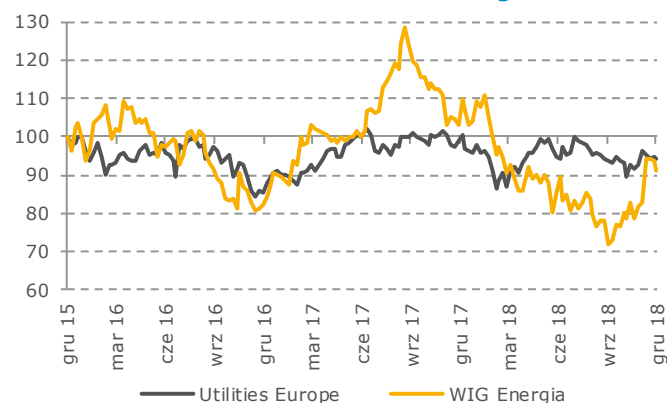
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



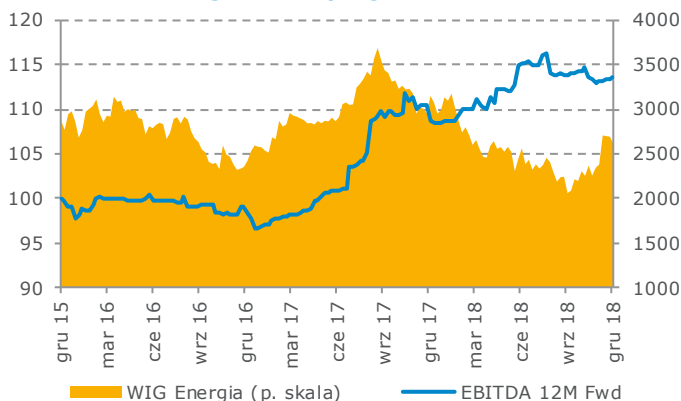
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



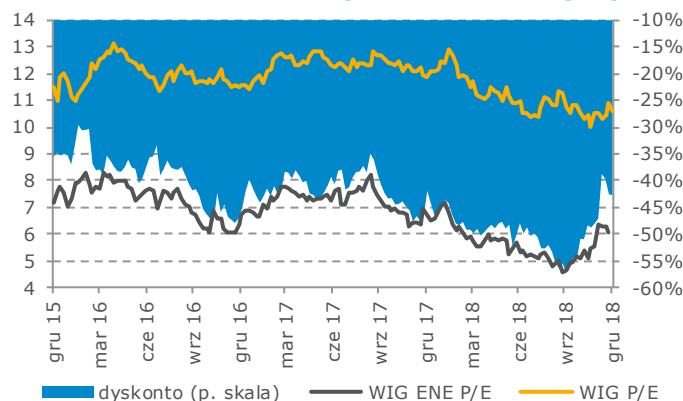
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



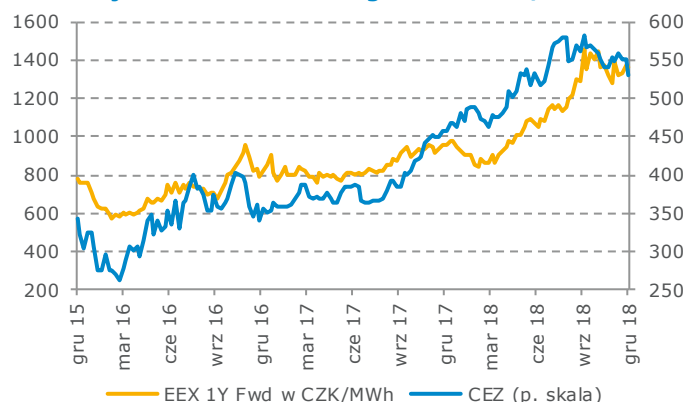
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



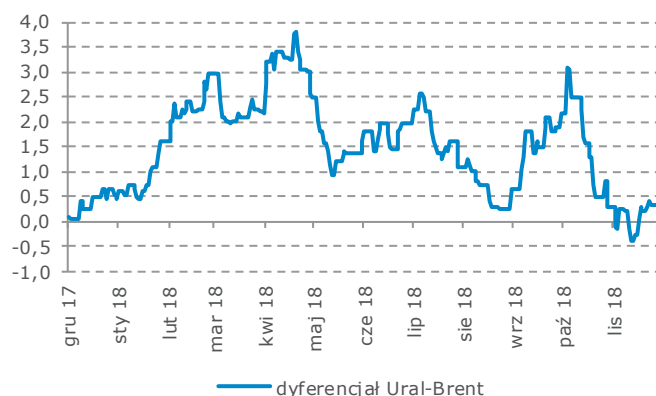
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

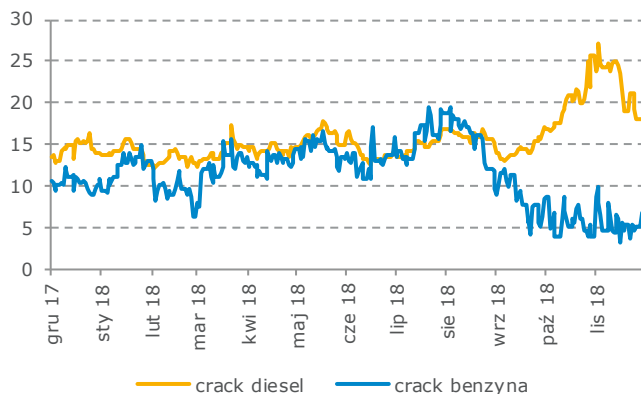
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



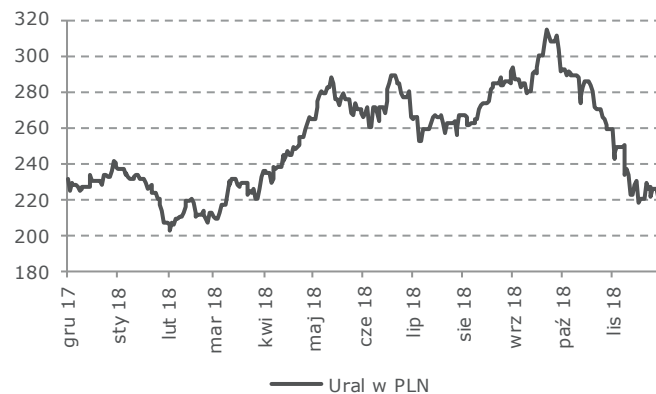
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



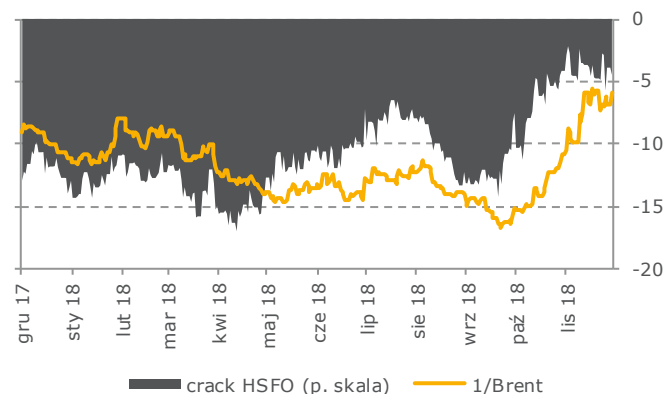
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



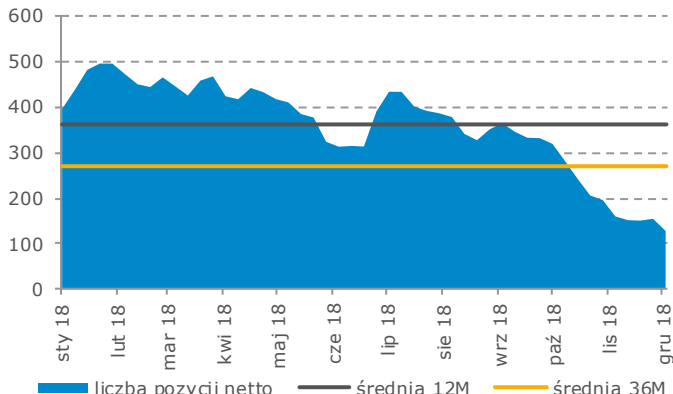
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



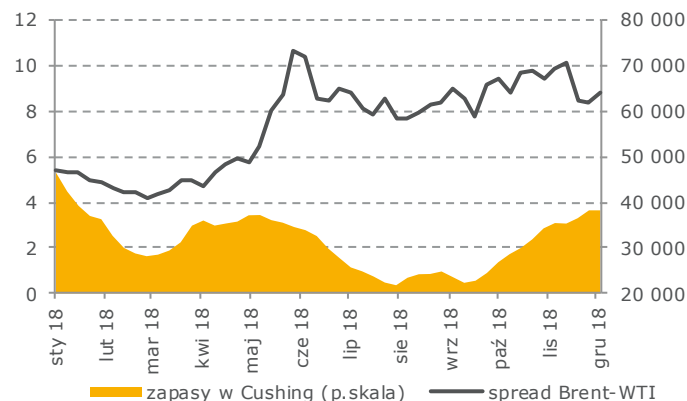
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



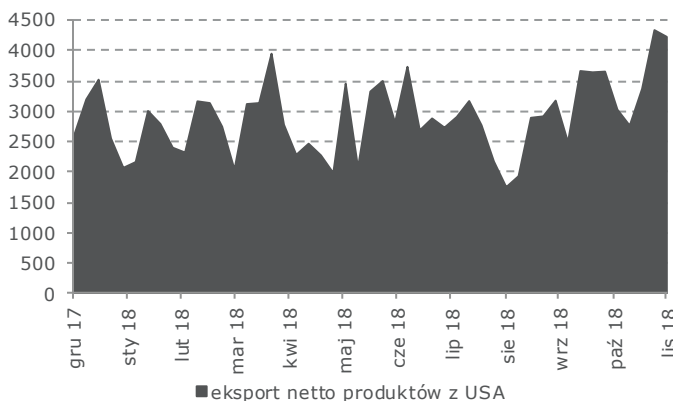
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



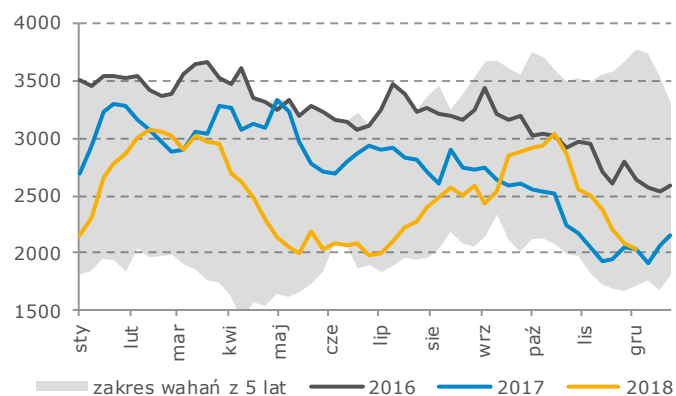
Eksport netto paliw z USA



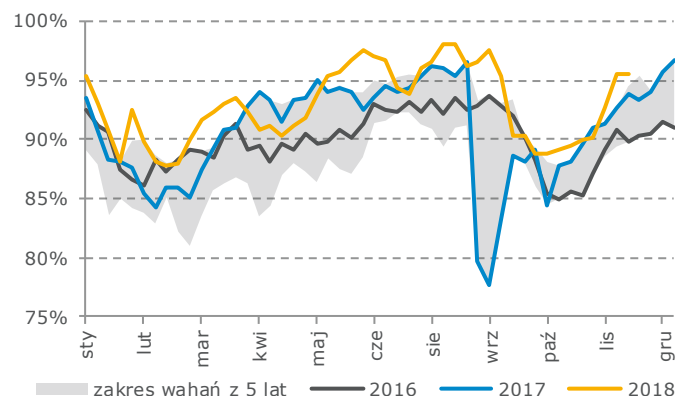
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

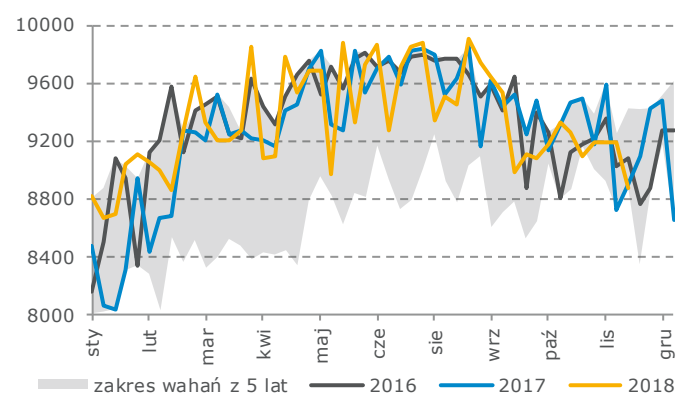
Zapasy diesla w portach ARA



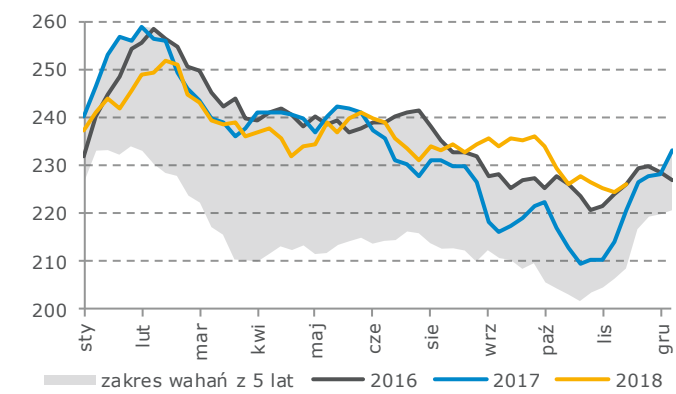
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



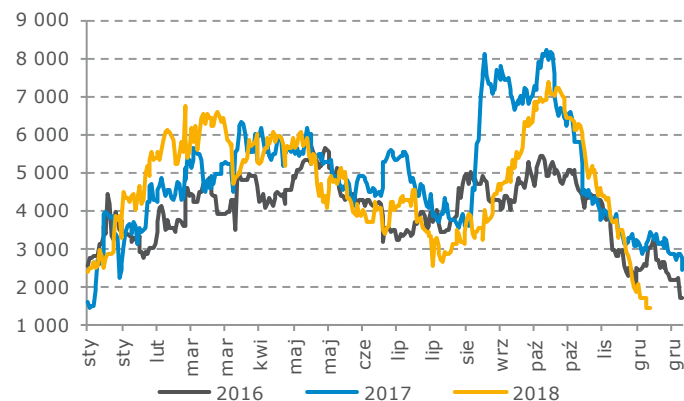
Popyt na benzynę w USA



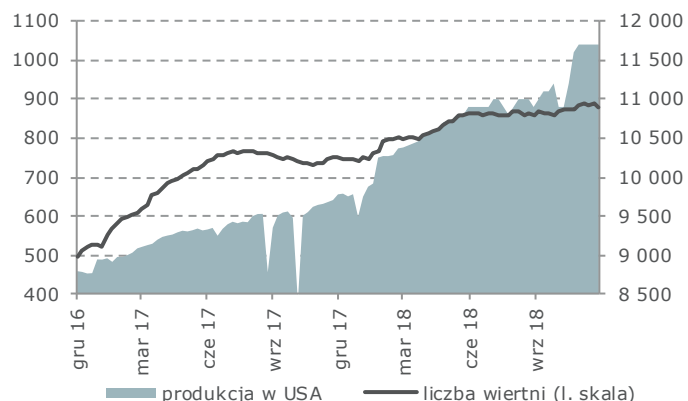
Zapasy benzyny w USA



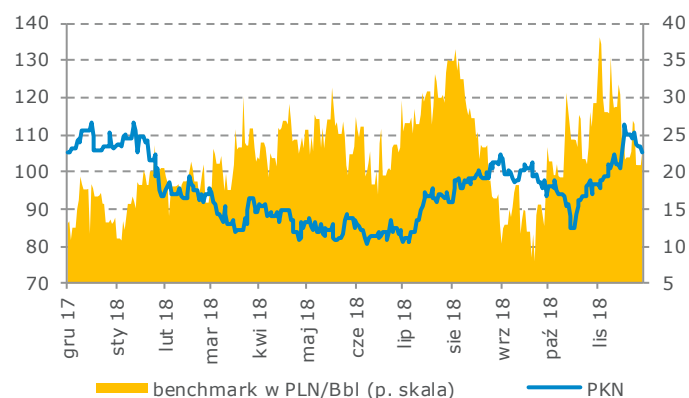
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



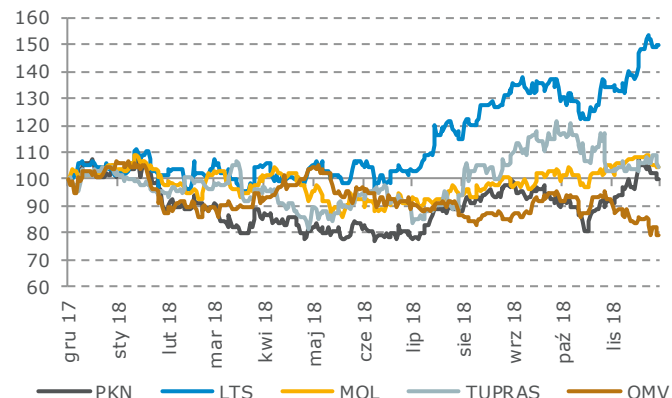
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



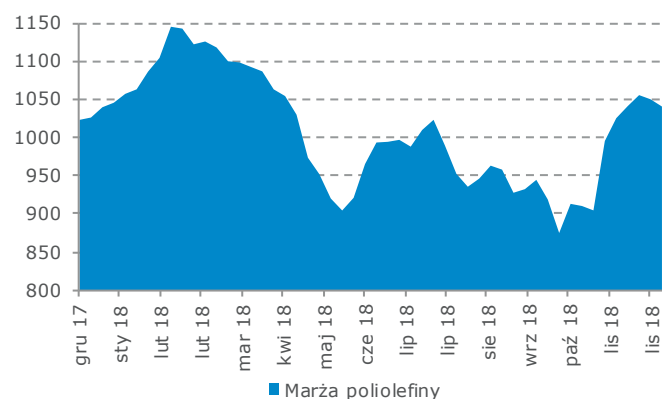
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



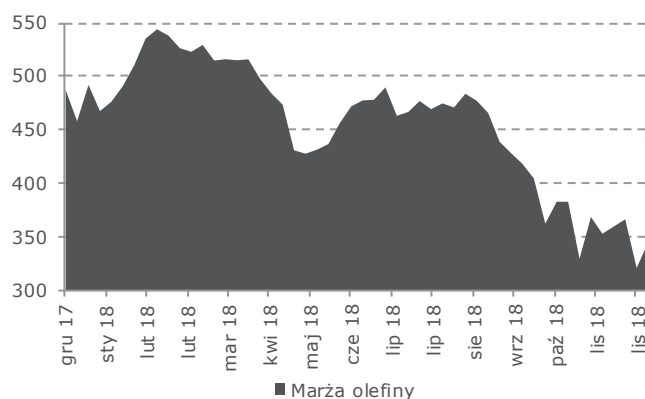
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

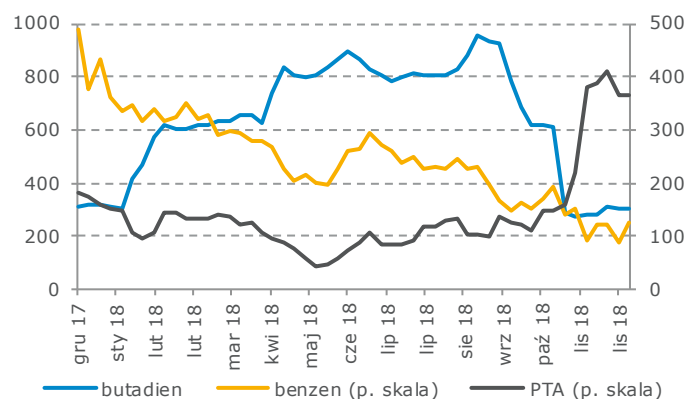
Marża petrochemiczna poliolefiny



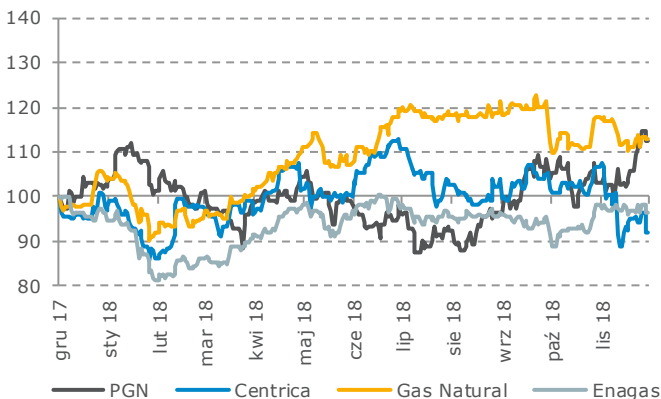
Marża petrochemiczna olefiny



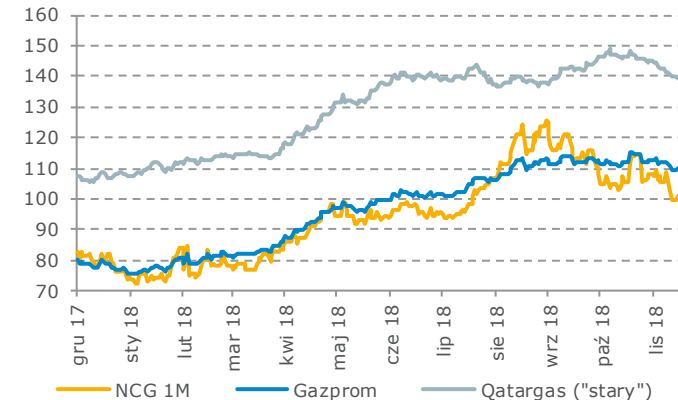
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



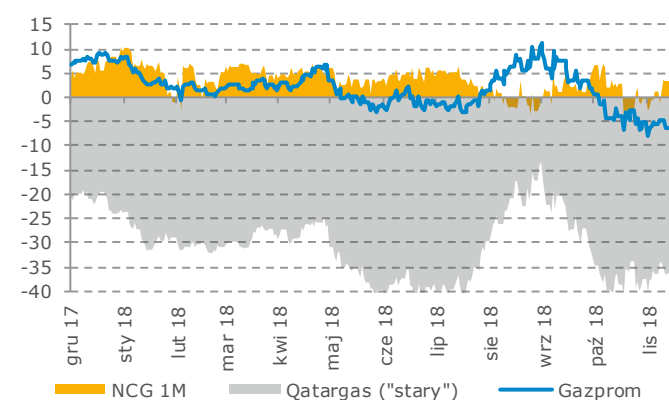
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



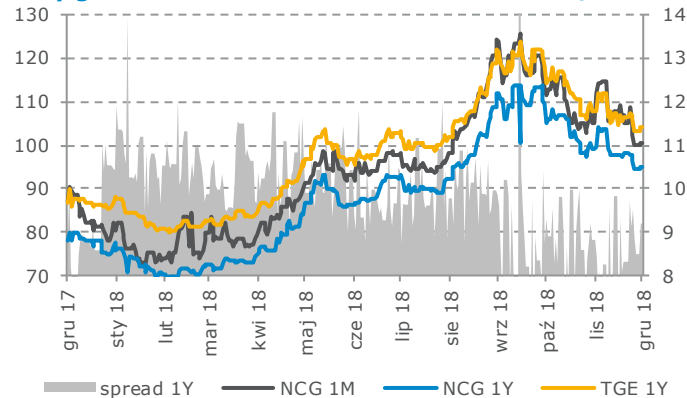
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



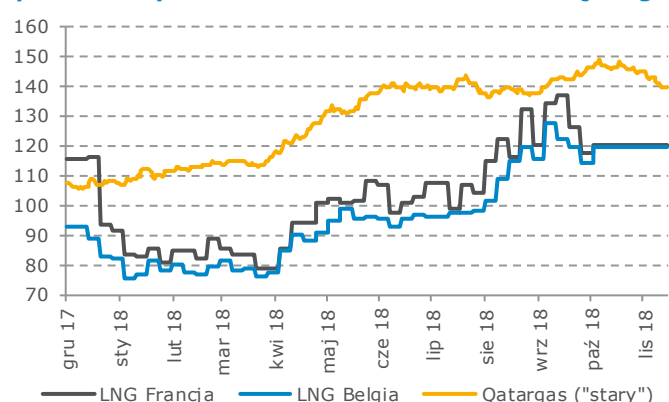
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



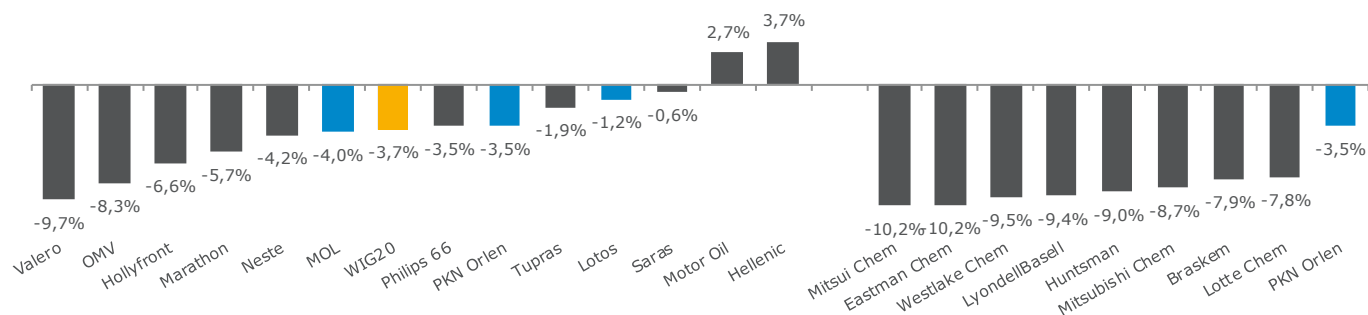
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



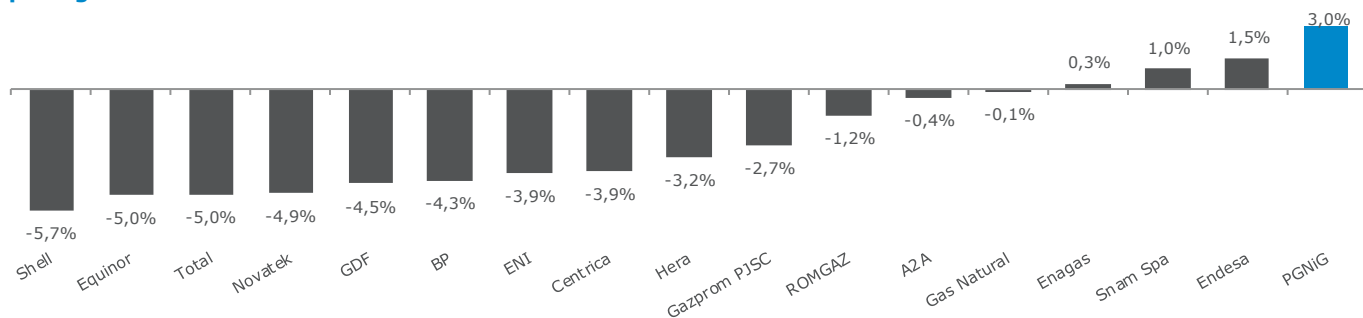
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

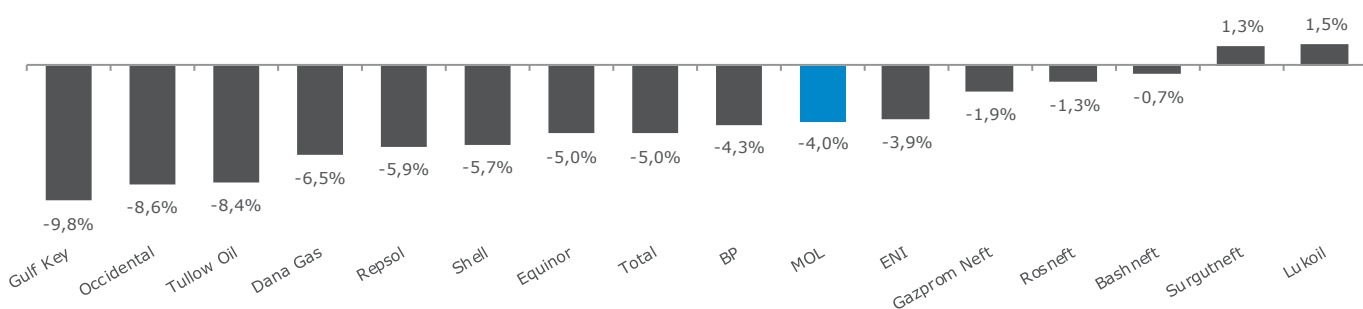
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



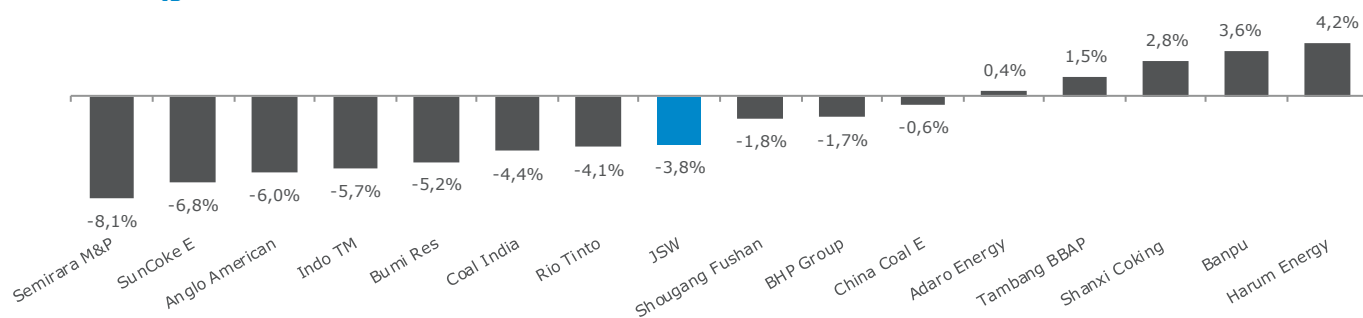
Spółki gazowe



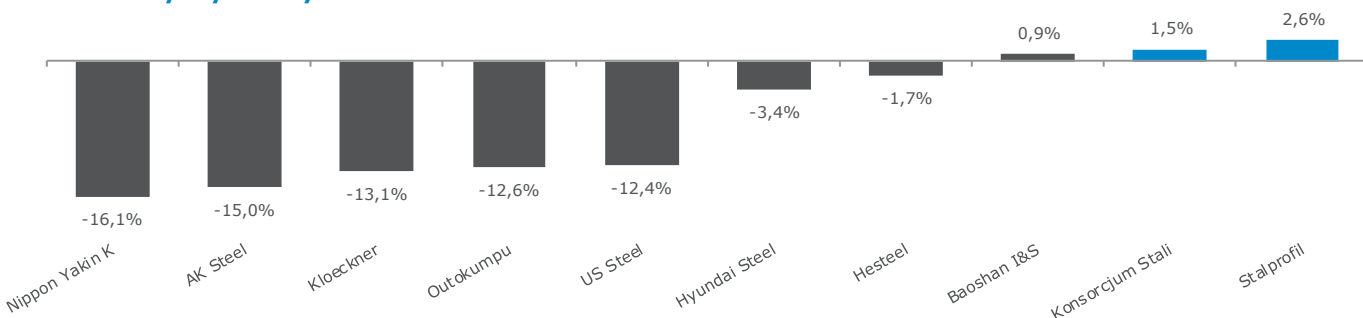
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



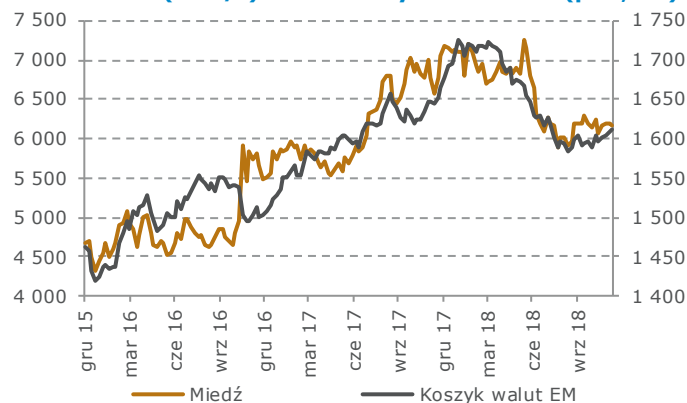
Producenci i dystrybutorzy stali



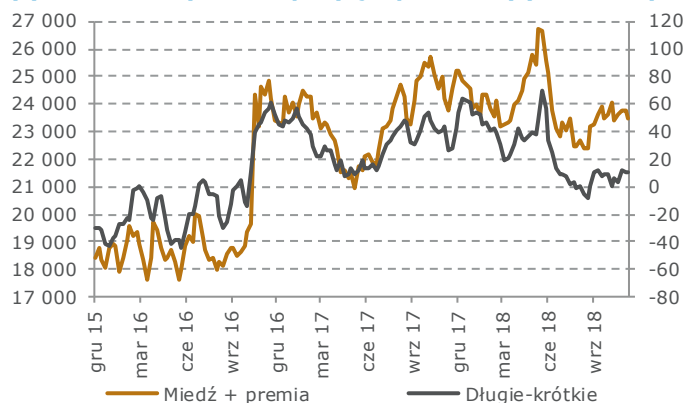
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

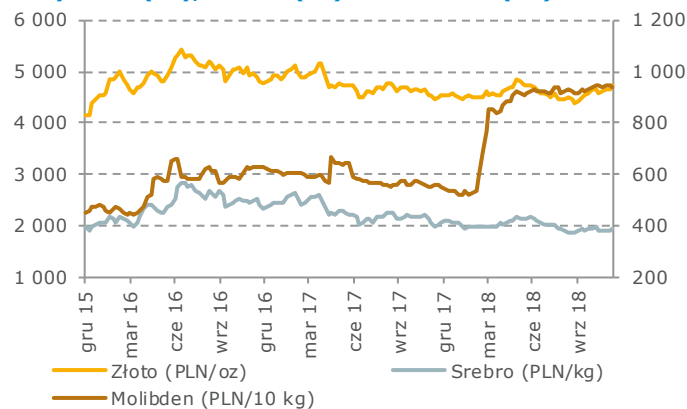
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



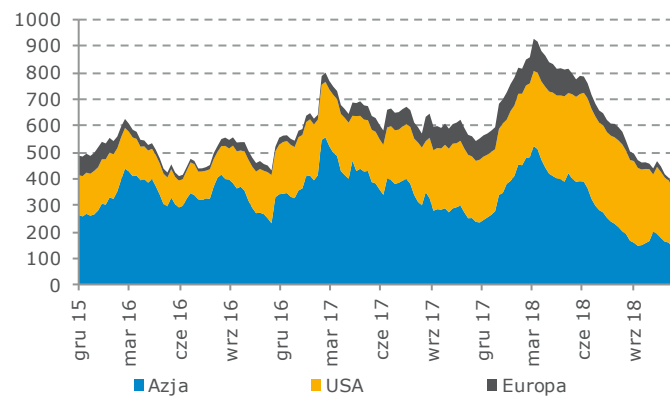
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



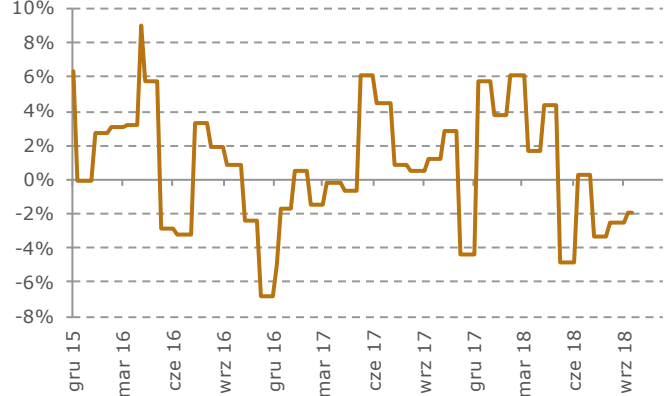
Wartości premii producenckiej dla miedzi (PLN/t)



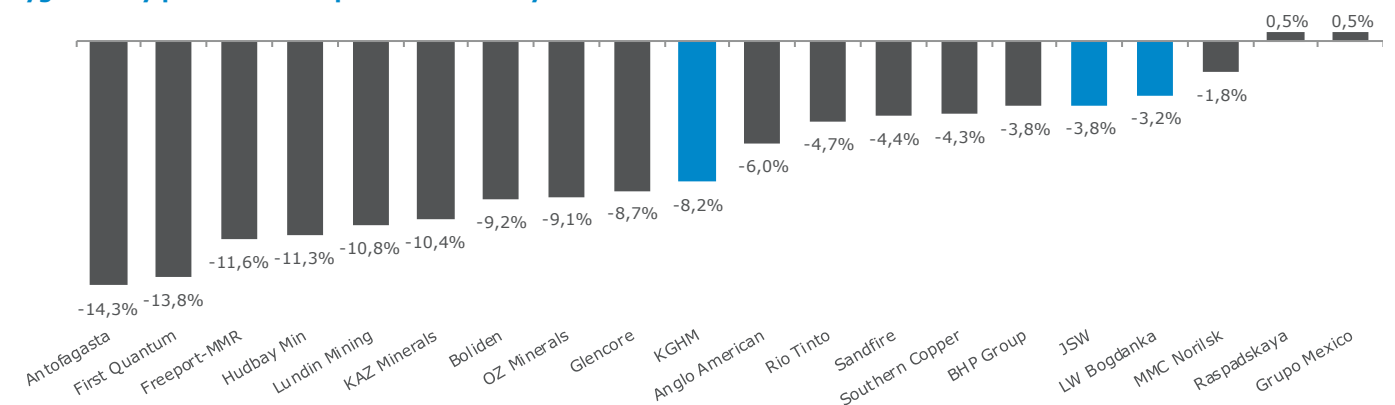
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



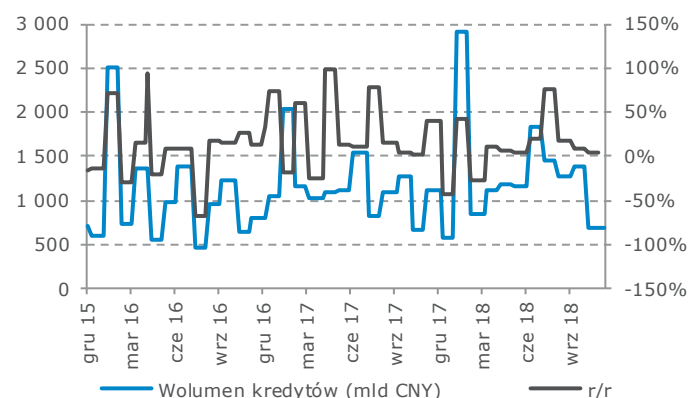
Tygodniowy performance spółek surowcowych



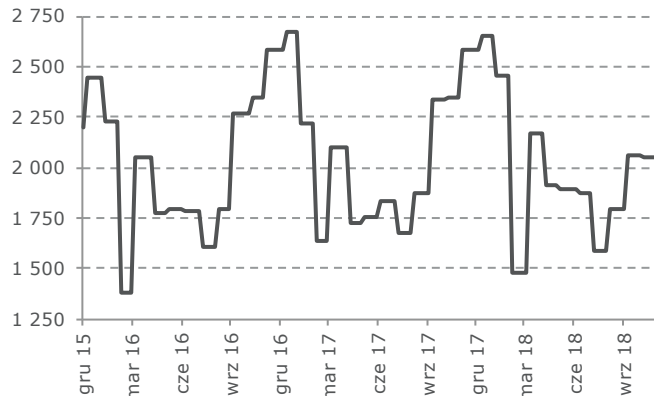
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

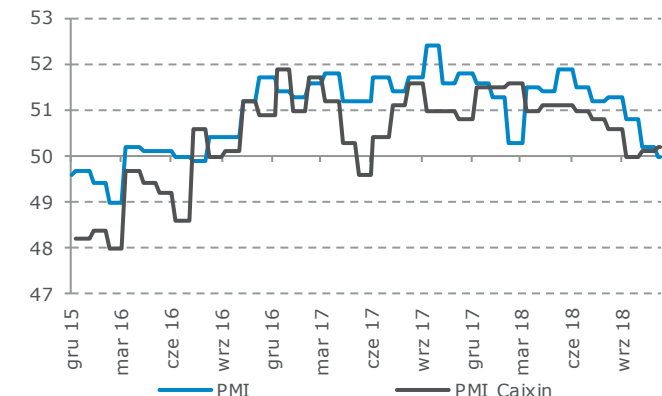
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



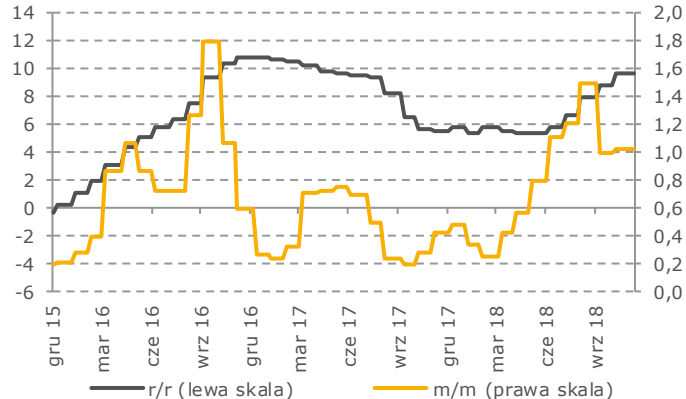
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



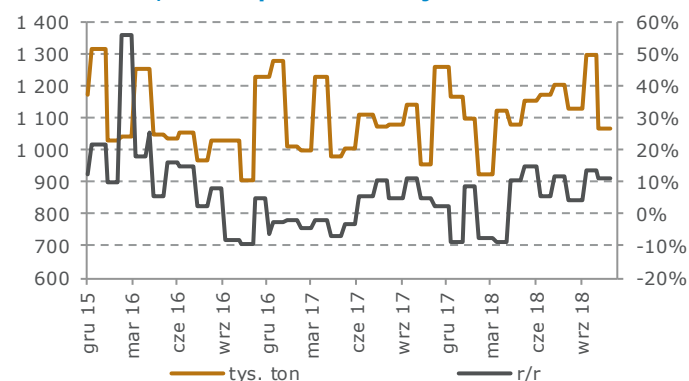
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



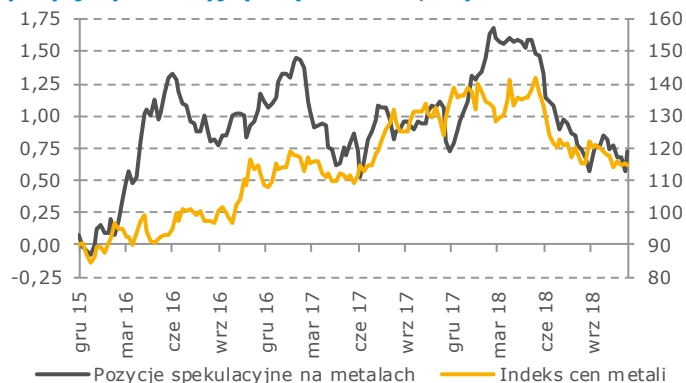
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



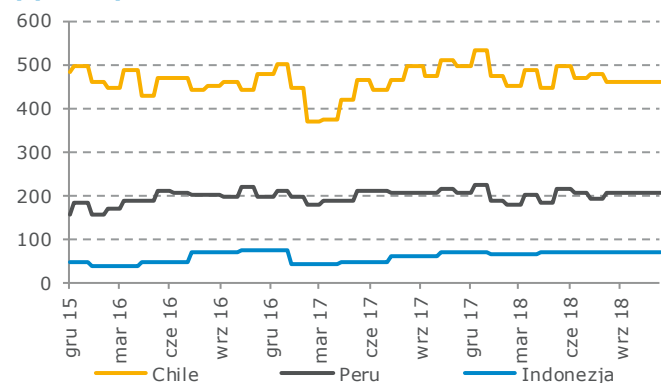
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



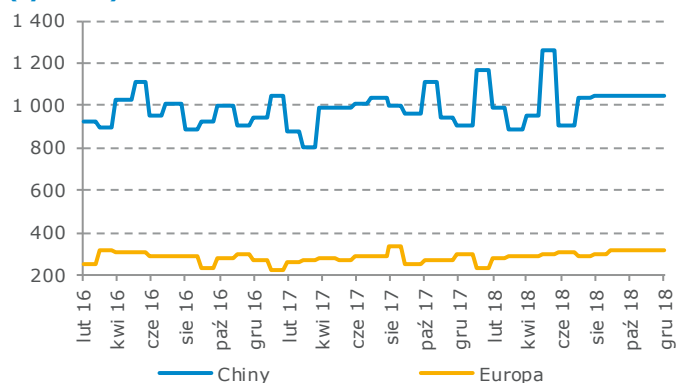
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



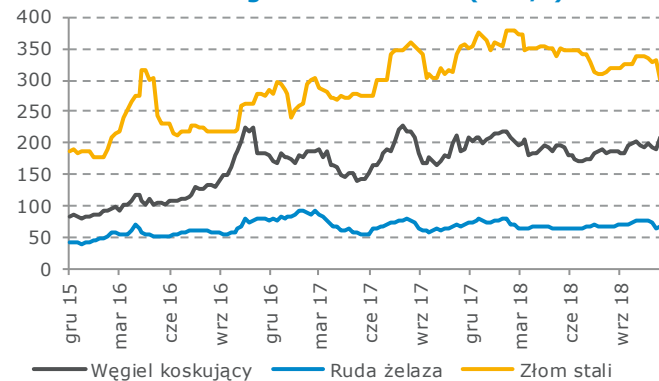
Konsumpcja miedzi w Chinach i Europie (tys. ton)



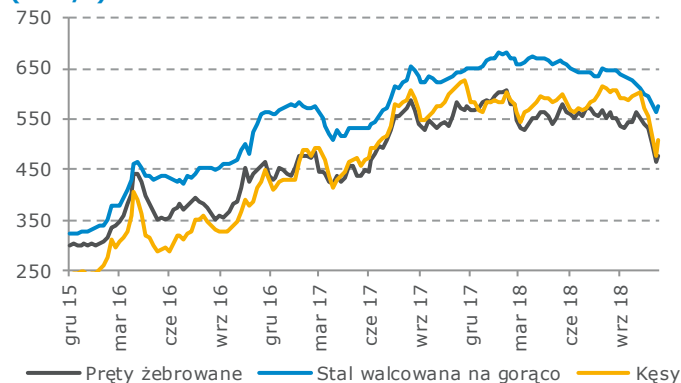
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

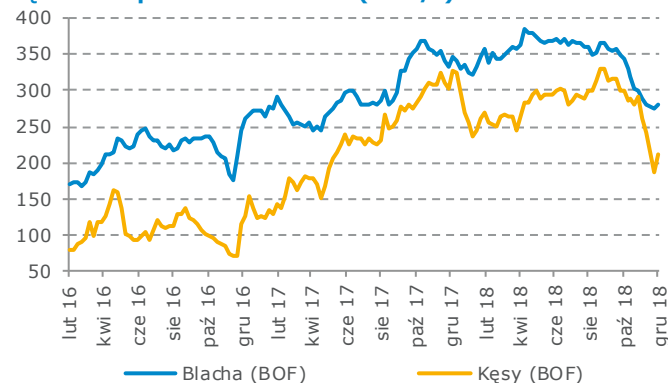
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



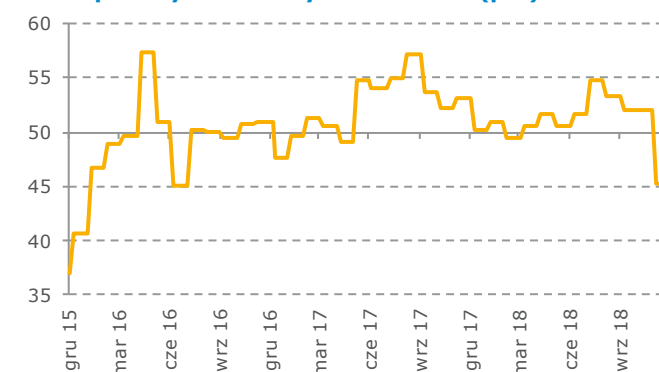
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



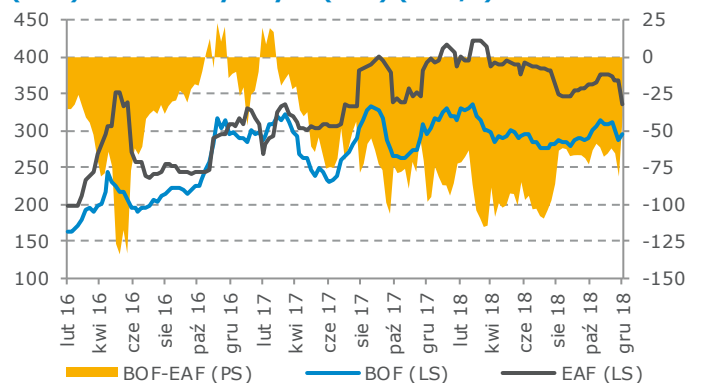
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



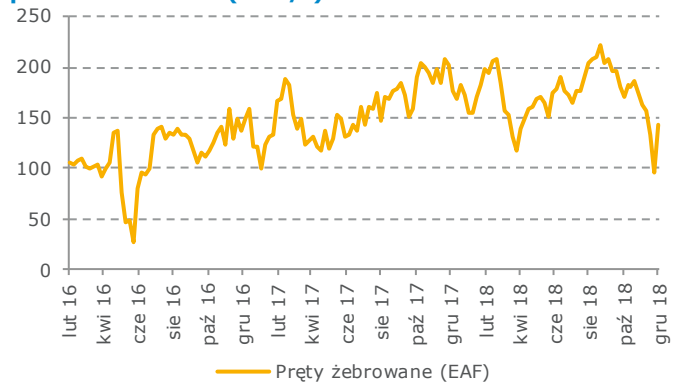
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



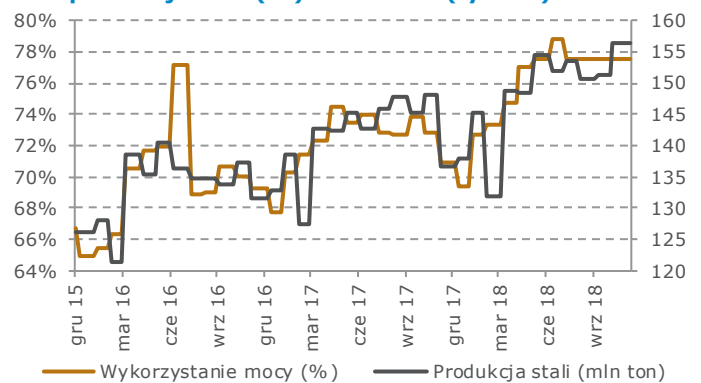
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



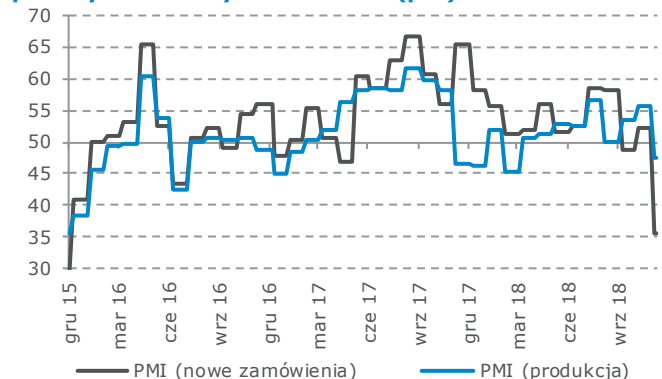
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



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

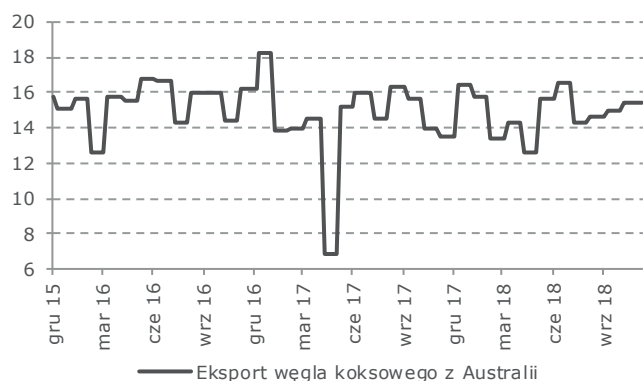


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

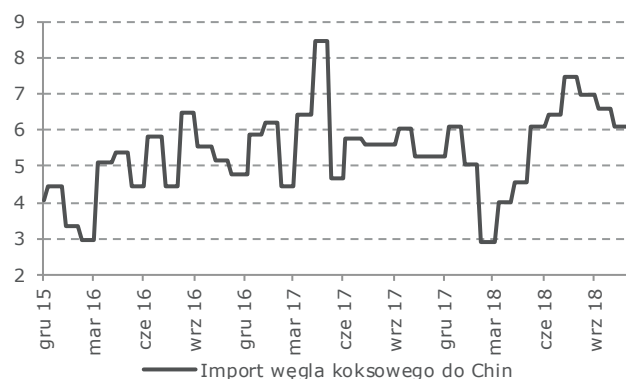


Surowce (stal)

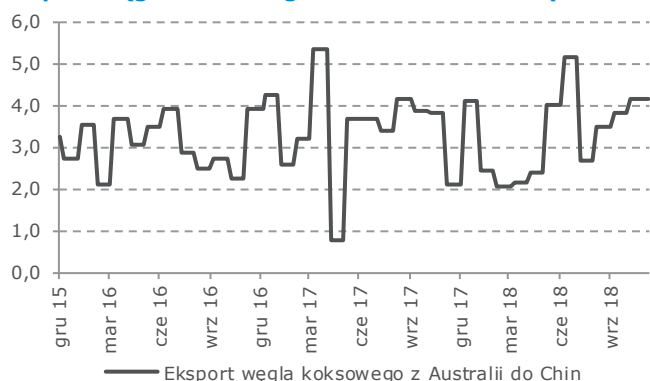
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



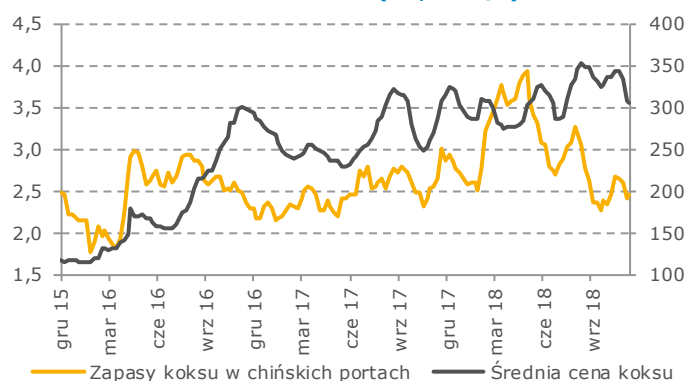
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



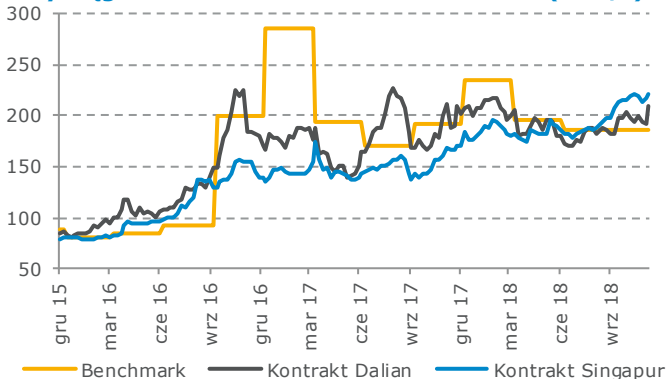
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



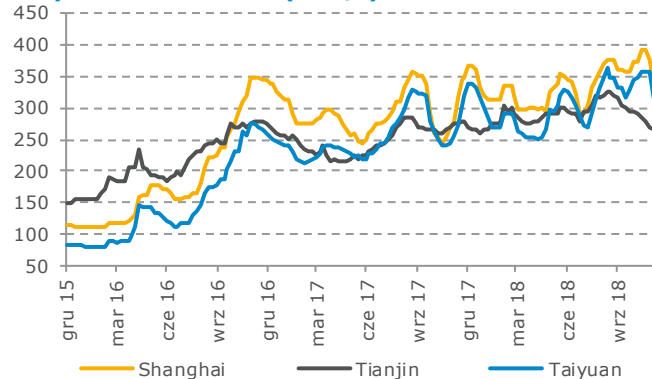
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



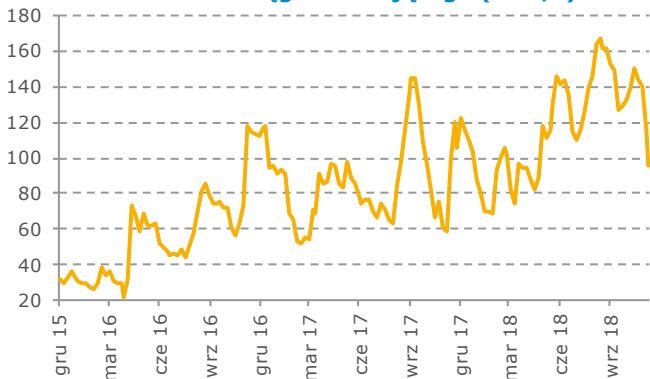
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



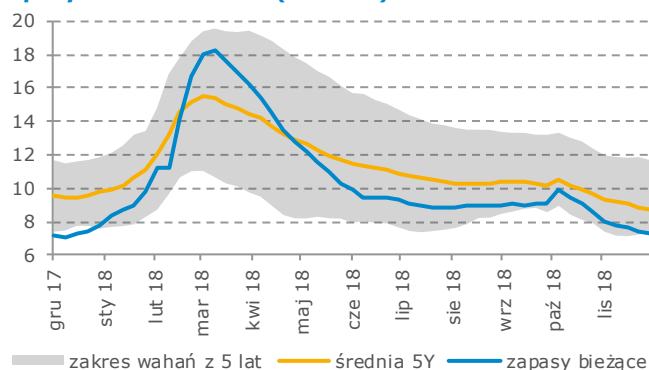
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



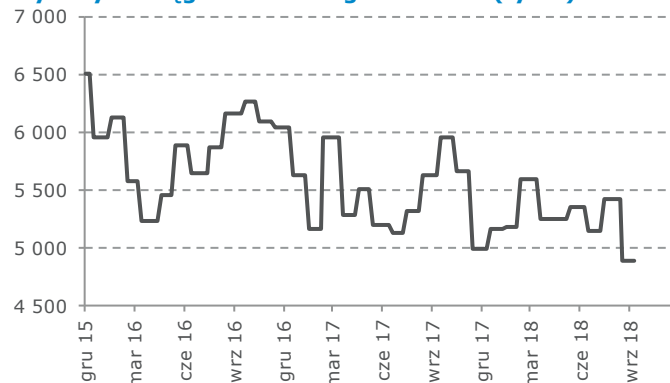
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



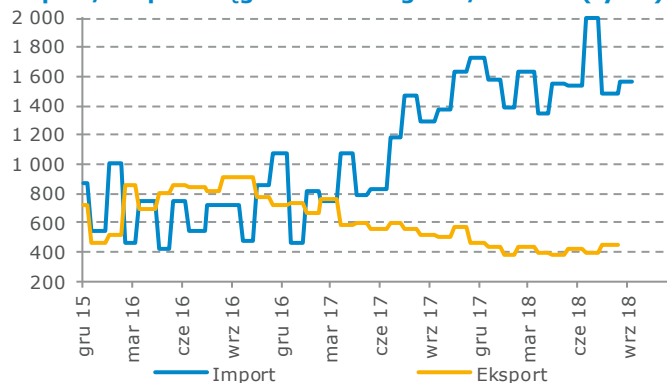
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

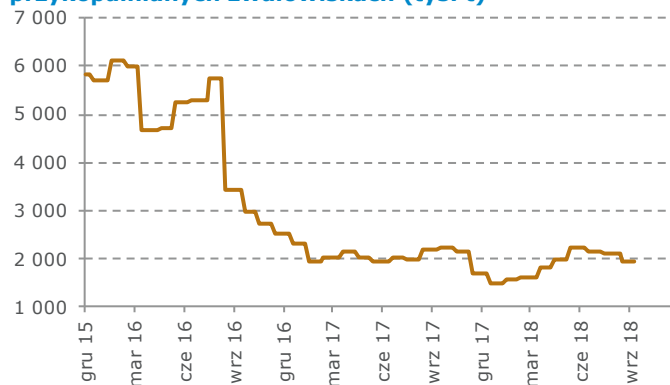
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



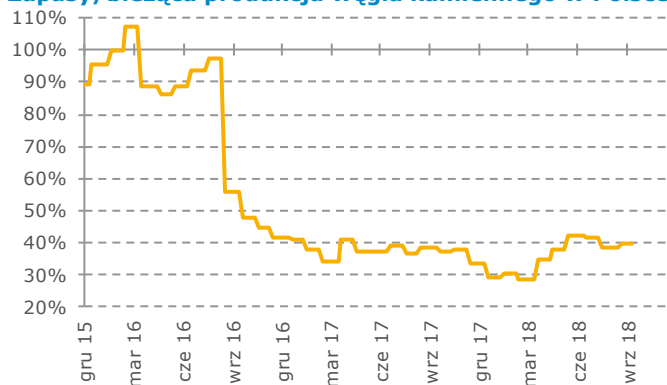
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



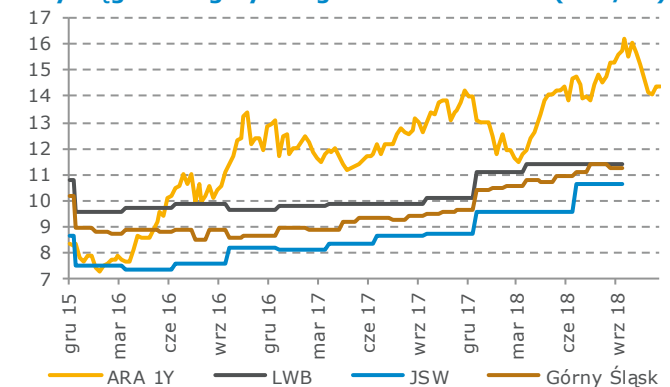
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



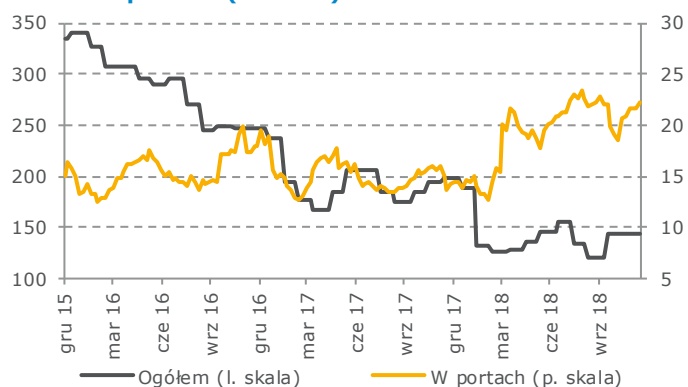
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



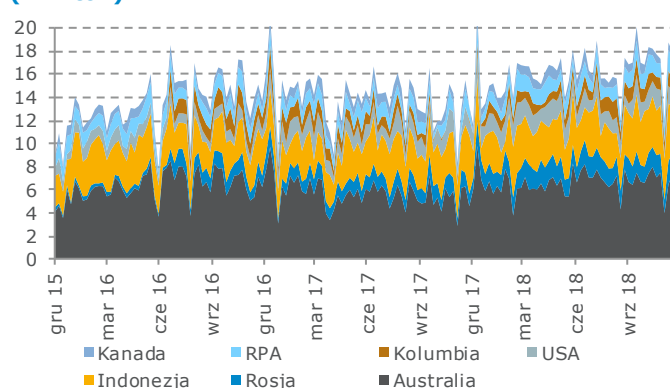
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



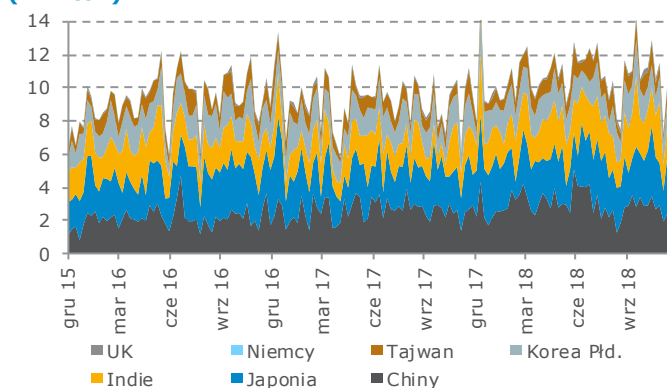
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



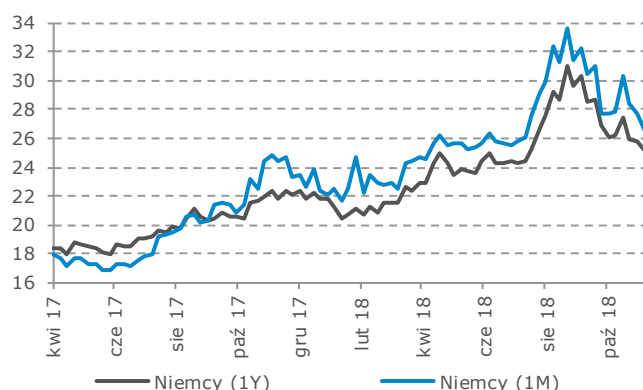
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



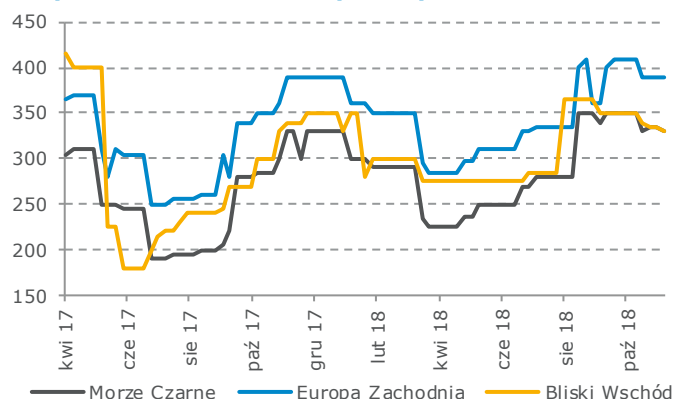
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

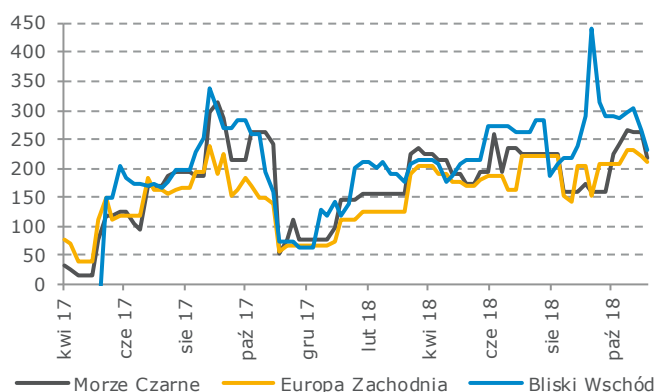
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



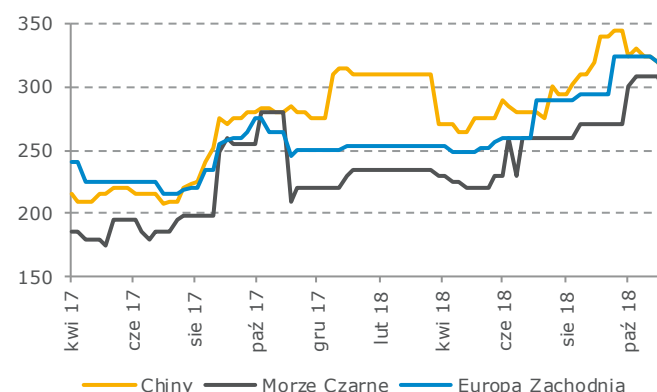
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



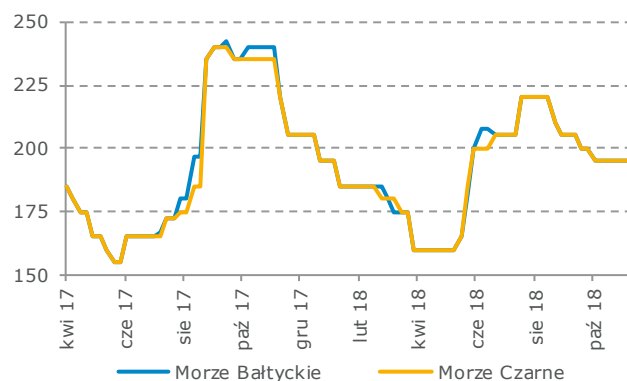
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



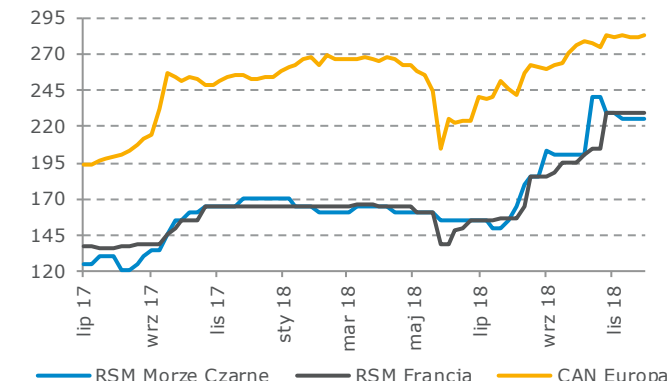
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



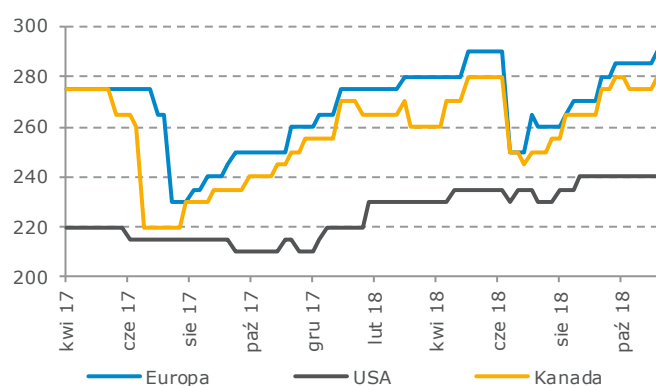
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



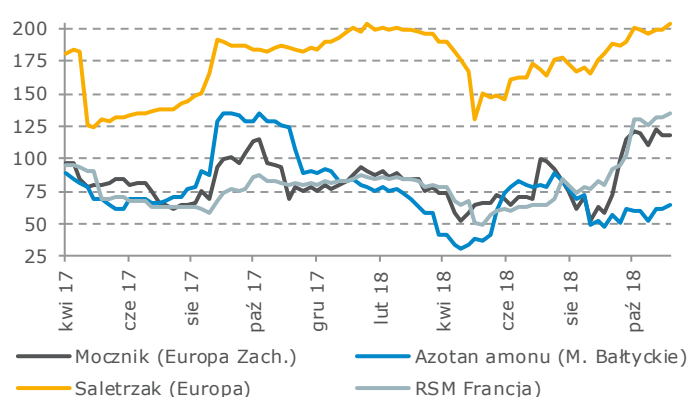
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



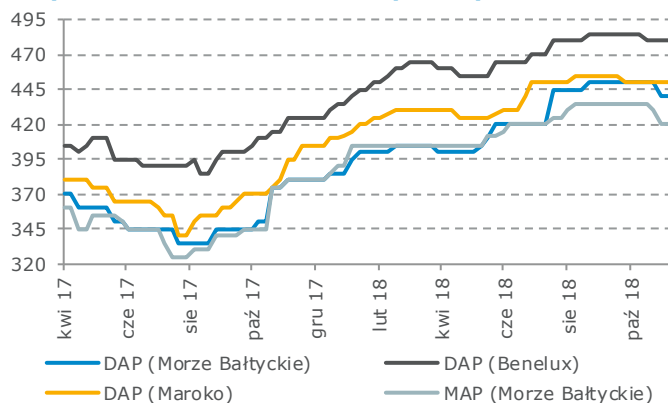
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



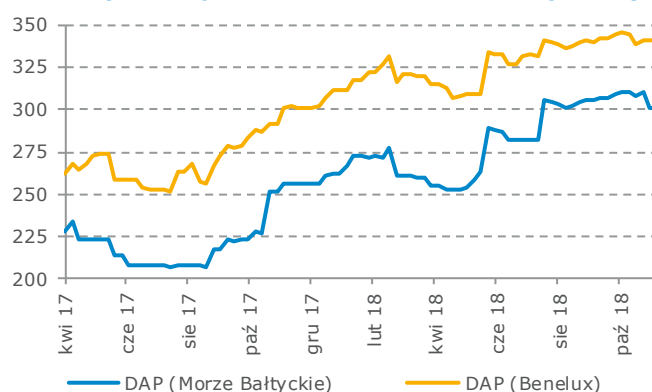
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

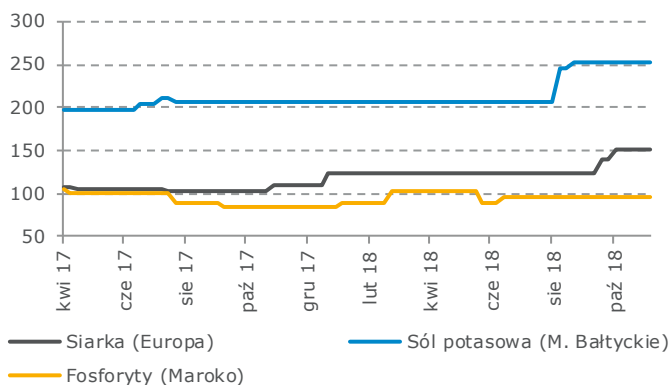
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



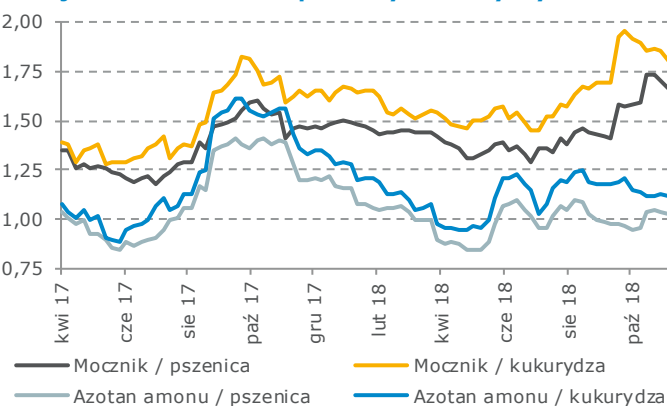
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



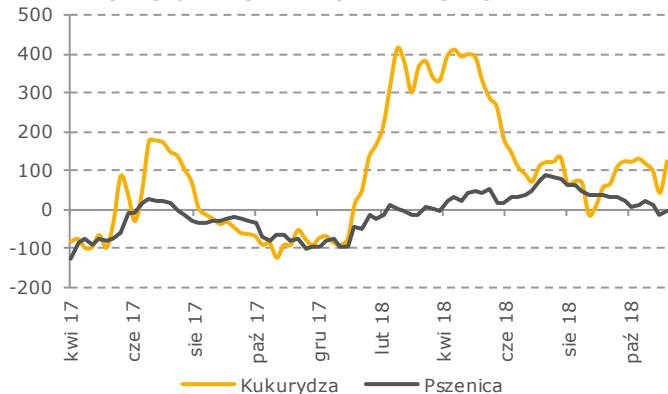
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



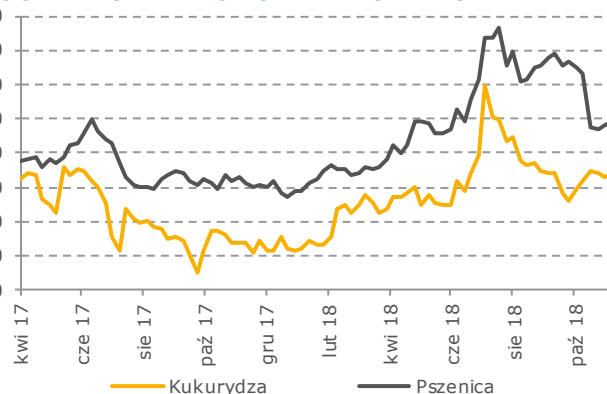
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



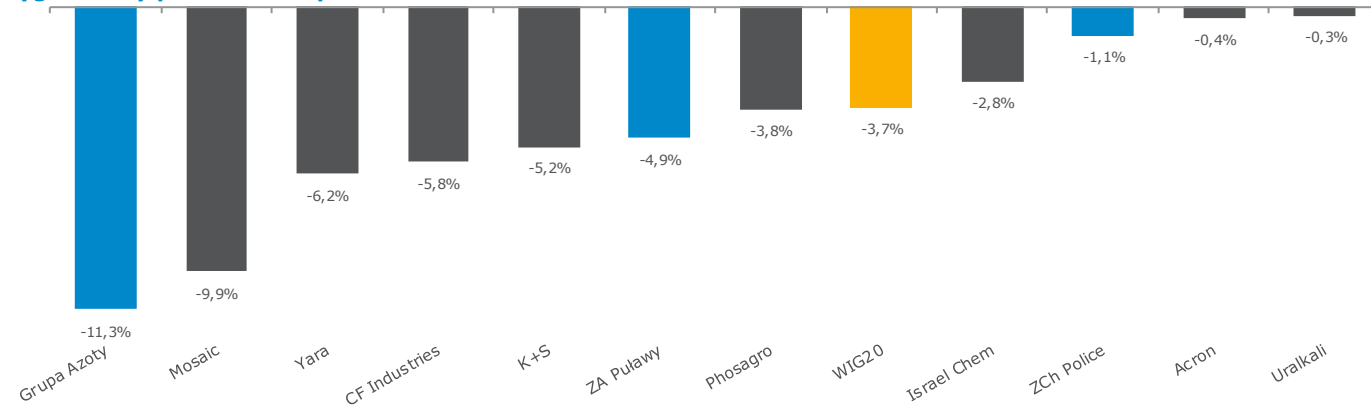
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



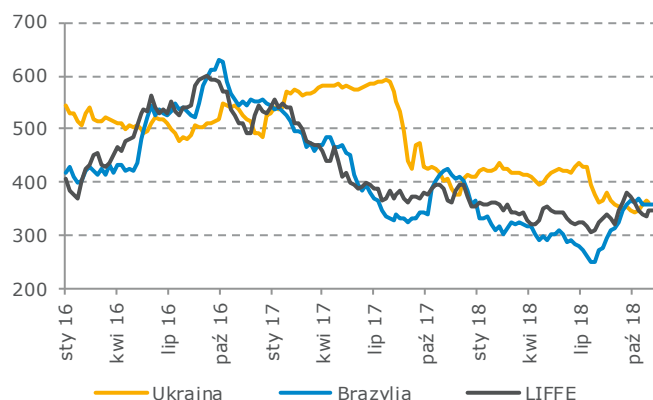
Tygodniowy performance producentów nawozów



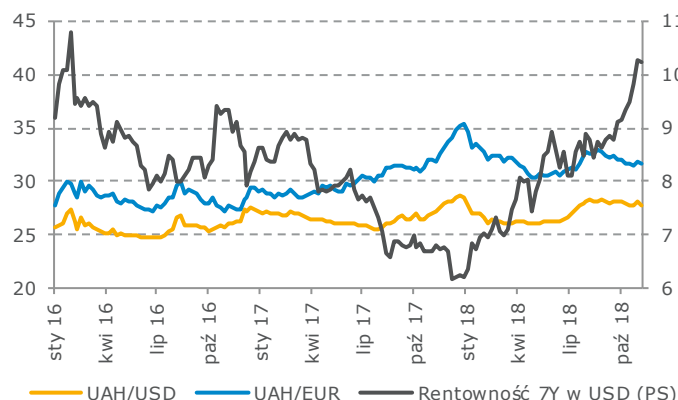
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

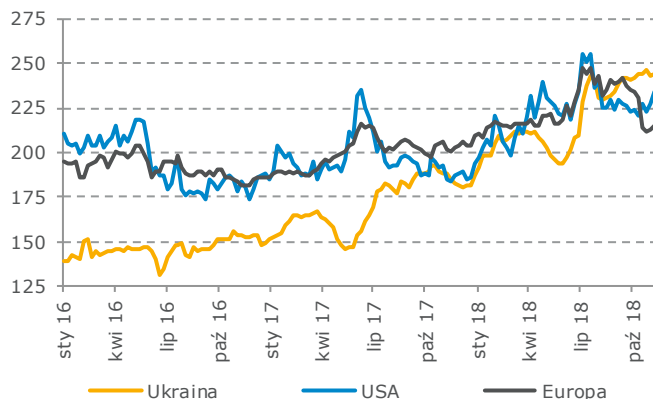
Cena cukru (USD/Mt)



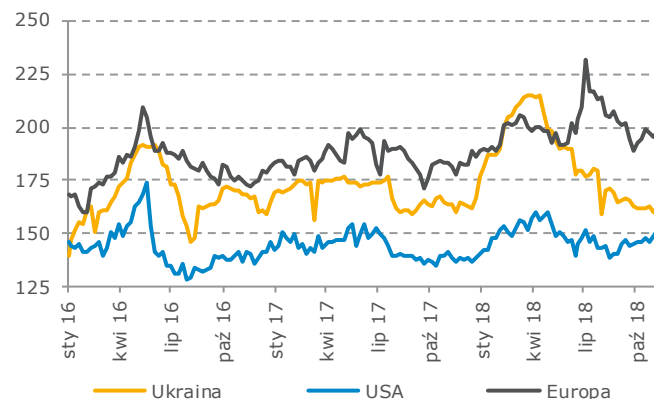
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



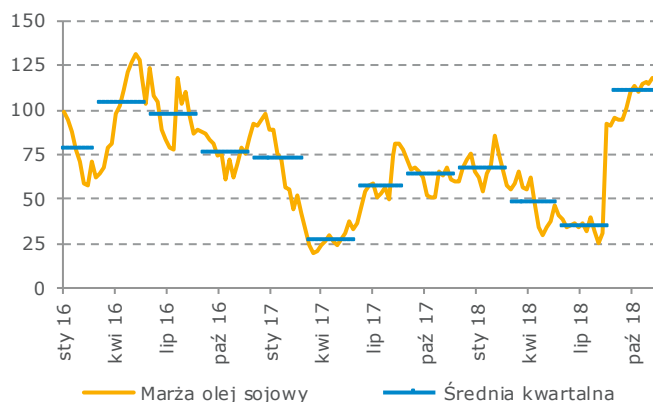
Cena pszenicy (USD/Mt)



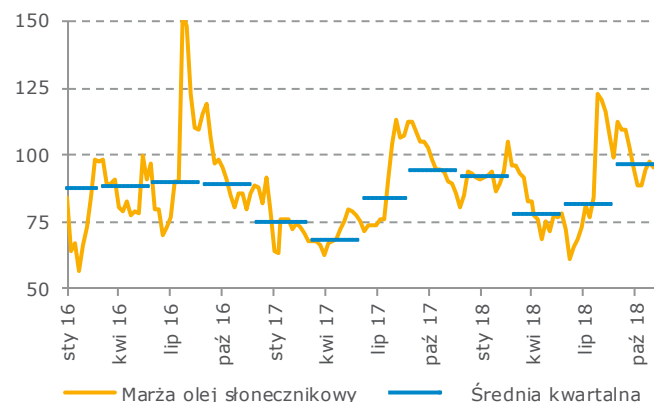
Cena kukurydzy (USD/Mt)



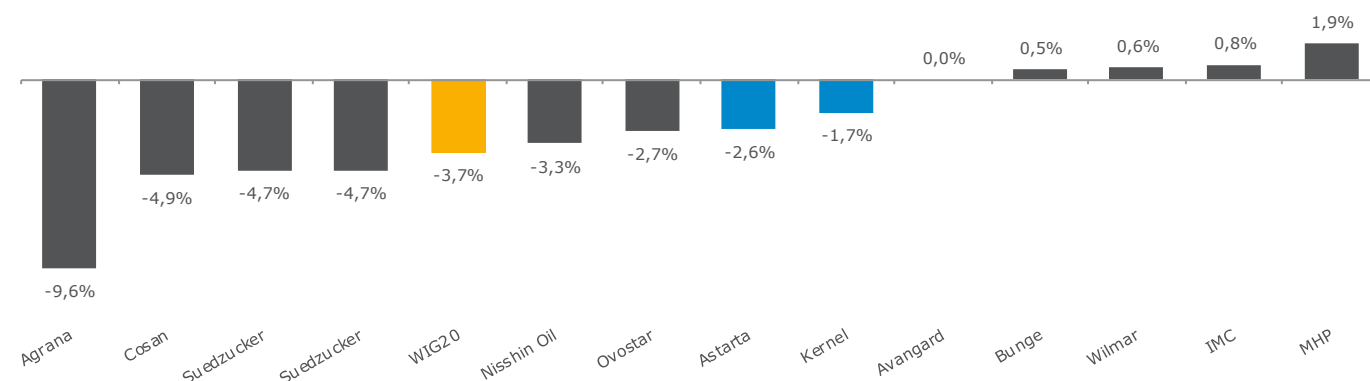
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-12-10)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	530,5	8,2	8,0	7,3	2,1	2,0	1,8	20,5	18,3	15,4	26%	25%	25%	6,2%	4,9%	5,5%
Enea	10,9	4,2	3,2	3,1	0,9	0,8	0,8	6,5	3,4	3,3	21%	25%	24%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	9,6	4,0	3,9	4,2	0,8	0,7	0,7	5,0	5,3	5,7	20%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	11,2	4,7	4,0	3,5	1,2	0,8	0,7	9,8	7,4	6,3	26%	20%	20%	0,0%	0,0%	3,4%
Tauron	2,2	3,7	3,8	3,3	0,7	0,6	0,6	4,0	3,1	2,6	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,4	4,1	2,0	1,4	0,2	0,2	0,2	-	6,4	3,6	6%	11%	15%	-	10,8%	10,8%
EDF	13,4	5,0	4,6	4,2	1,1	1,0	1,0	20,8	16,1	12,5	22%	23%	24%	2,4%	3,0%	4,1%
EDP	3,1	8,9	8,4	8,2	2,1	2,0	2,0	14,7	13,1	12,6	23%	24%	24%	6,2%	6,2%	6,3%
Endesa	20,2	7,7	7,4	7,2	1,3	1,3	1,3	14,8	14,1	13,9	17%	17%	18%	6,8%	7,0%	7,3%
Enel	4,7	7,0	6,6	6,3	1,5	1,5	1,4	11,7	10,1	9,5	21%	22%	23%	5,9%	6,8%	7,4%
EON	8,8	5,0	4,7	4,0	0,6	0,6	0,4	13,2	12,7	11,6	13%	12%	11%	4,9%	5,4%	5,9%
Fortum	18,2	13,3	12,1	11,1	4,1	4,0	3,8	21,0	14,3	12,4	31%	33%	35%	6,0%	6,0%	6,0%
Iberdola	6,6	9,2	8,7	8,2	2,4	2,3	2,2	14,0	13,1	12,4	26%	26%	26%	5,1%	5,4%	5,7%
National Grid	8,1	10,7	10,8	10,2	3,5	3,5	3,3	7,9	14,3	13,8	33%	32%	33%	5,5%	5,8%	6,0%
Red Electrica	19,4	9,8	9,5	9,8	7,6	7,4	7,5	14,9	14,3	14,9	77%	78%	77%	5,0%	5,4%	5,5%
RWE	18,6	5,1	5,1	3,3	0,4	0,4	0,4	13,7	13,1	10,0	8%	7%	12%	3,8%	4,3%	4,9%
SSE	10,5	9,4	10,4	8,8	0,7	0,7	0,6	12,9	14,3	10,8	7%	6%	7%	9,0%	9,3%	7,9%
Verbund	36,0	17,8	13,7	11,4	5,7	5,1	4,6	35,4	23,2	18,1	32%	37%	40%	1,3%	1,9%	2,5%
Mediana		7,3	7,0	6,8	1,3	1,2	1,1	13,7	13,1	12,0	22%	22%	23%	5,0%	5,4%	5,6%

Wycena spółek rafineryjnych (2018-12-10)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	82,96	5,1	7,3	5,9	0,6	0,6	0,6	8,4	14,9	13,1	12%	8%	10%	1,2%	3,6%	2,0%
MOL	3062,00	4,0	4,5	4,2	0,6	0,6	0,5	8,4	10,8	9,6	14%	12%	13%	4,2%	3,3%	3,5%
PKN Orlen	105,25	5,0	7,9	6,5	0,5	0,4	0,4	7,9	16,0	13,9	9%	6%	7%	2,9%	2,9%	2,9%
Hellenic Petroleum	7,65	5,5	6,0	5,4	0,4	0,4	0,4	7,9	9,2	7,2	8%	7%	8%	5,3%	5,7%	6,1%
HollyFrontier	54,95	5,5	5,0	5,2	0,6	0,6	0,7	9,4	7,5	7,8	12%	13%	13%	2,4%	2,4%	2,5%
Marathon Petroleum	60,98	7,7	4,9	4,3	0,6	0,5	0,5	11,7	8,0	6,2	8%	10%	11%	3,0%	3,3%	3,7%
Motor Oil	20,65	4,5	4,7	4,0	0,3	0,3	0,3	7,7	8,3	6,8	6%	6%	7%	6,7%	7,0%	7,7%
Neste Oil	67,76	10,5	9,6	9,2	1,2	1,1	1,2	16,5	15,0	14,1	11%	12%	13%	3,1%	3,4%	3,6%
OMV	41,44	4,2	3,7	3,7	0,9	0,8	0,9	8,6	7,2	7,1	21%	23%	23%	3,9%	4,3%	4,8%
Phillips 66	88,84	6,8	6,6	5,8	0,5	0,5	0,5	10,0	9,1	7,5	7%	7%	8%	3,5%	3,9%	4,1%
Saras	1,71	4,0	3,3	2,8	0,2	0,2	0,2	14,7	8,6	6,8	4%	5%	6%	4,7%	6,1%	7,5%
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	124,60	5,6	5,1	4,3	0,5	0,4	0,4	8,8	6,3	4,6	8%	7%	8%	9,4%	13,1%	18,1%
Valero Energy	73,38	6,3	5,2	4,2	0,3	0,3	0,3	11,9	8,1	5,9	5%	6%	7%	4,4%	4,8%	5,1%
Mediana		5,5	5,1	4,7	0,5	0,5	0,5	9,1	8,8	7,4	8%	8%	9%	3,7%	3,7%	3,9%

Wycena spółek petrochemicznych (2018-12-10)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	105,25	5,0	7,9	6,5	0,5	0,4	0,4	7,9	16,0	13,9	9%	6%	7%	2,9%	2,9%	2,9%
Axiall	66,82	5,0	5,2	4,7	1,3	1,2	1,1	7,9	8,1	7,1	25%	23%	24%	1,3%	1,5%	1,5%
Braskem	49,39	5,7	6,0	5,9	1,2	1,2	1,1	11,0	12,5	14,4	21%	19%	19%	3,6%	3,0%	3,5%
Eastman Chemical	72,72	7,3	7,0	6,7	1,6	1,6	1,5	8,6	7,9	7,1	23%	23%	23%	3,1%	3,2%	3,5%
Huntsman Corp	18,72	5,1	5,1	4,8	0,8	0,8	0,8	5,5	5,6	5,0	16%	15%	16%	3,5%	3,6%	3,8%
LyondellBasell	84,43	5,5	5,7	5,2	1,0	1,0	0,9	7,1	7,4	6,4	18%	17%	18%	4,7%	5,0%	5,3%
Mitsubishi Chemical	853,30	5,9	5,3	5,3	0,8	0,7	0,7	5,8	5,6	5,9	14%	14%	14%	3,8%	4,5%	4,7%
Mitsui Chemicals	2636,00	6,6	6,2	6,0	0,7	0,7	0,6	7,4	6,4	6,4	11%	10%	11%	3,4%	3,8%	4,2%
Westlake Chemical	66,82	5,0	5,2	4,7	1,3	1,2	1,1	7,9	8,1	7,1	25%	23%	24%	1,3%	1,5%	1,5%
Mediana		5,5	5,7	5,3	1,0	1,0	0,9	7,9	7,9	7,1	18%	17%	18%	3,4%	3,2%	3,5%

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

Wycena spółek gazowych (2018-12-10)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,87	4,8	3,9	3,6	0,9	0,8	0,7	10,4	8,3	8,0	19%	20%	21%	1,0%	1,9%	3,6%
A2A	1,50	6,5	6,4	6,0	1,3	1,2	1,2	11,5	12,1	11,1	20%	20%	20%	4,4%	4,9%	5,3%
BG Group	23,17	5,1	4,7	4,6	0,8	0,8	0,8	11,6	9,8	9,3	15%	16%	17%	6,5%	6,5%	6,6%
BP	5,09	4,4	4,1	4,1	0,5	0,5	0,5	11,5	11,1	10,7	12%	13%	13%	6,4%	6,5%	6,6%
Centrica	1,33	4,9	4,8	4,6	0,4	0,4	0,4	10,7	10,4	9,4	9%	9%	9%	9,0%	8,8%	8,2%
Enagas	24,19	10,1	10,5	10,0	7,9	8,1	8,0	13,1	13,6	12,5	78%	77%	80%	6,3%	6,6%	6,9%
Endesa	20,16	7,7	7,4	7,2	1,3	1,3	1,3	14,8	14,1	13,9	17%	17%	18%	6,8%	7,0%	7,3%
Engie	11,99	6,0	5,7	5,3	0,9	0,8	0,8	12,2	11,2	9,8	14%	15%	15%	6,3%	6,5%	7,2%
Eni	13,94	3,1	2,9	2,9	0,8	0,7	0,8	11,1	9,7	9,7	25%	25%	26%	6,0%	6,1%	6,3%
Equinor	196,60	3,0	2,7	2,5	1,1	1,1	1,0	11,5	10,1	9,9	37%	40%	41%	4,0%	4,3%	4,5%
Gas Natural SDG	22,17	9,2	8,5	8,2	1,6	1,6	1,5	100+	15,4	14,3	18%	18%	19%	5,9%	6,1%	6,6%
Gazprom	161,00	2,5	2,5	2,4	0,7	0,7	0,7	2,8	2,9	3,0	28%	28%	28%	5,6%	6,2%	7,9%
Hera	2,41	6,5	6,6	6,4	1,2	1,2	1,2	13,5	13,6	12,8	18%	18%	18%	4,1%	4,2%	4,4%
NovaTek	167,00	12,2	12,6	11,5	4,4	4,2	3,9	12,7	10,2	9,7	36%	33%	34%	1,7%	2,3%	2,7%
ROMGAZ	35,80	4,1	3,5	3,3	2,0	1,8	1,7	9,1	8,2	7,6	49%	51%	50%	12,8%	11,3%	12,1%
Shell	25,57	5,1	4,7	4,6	0,8	0,8	0,8	11,4	9,6	9,2	15%	16%	17%	6,5%	6,5%	6,6%
Snam	3,91	12,2	11,9	11,6	9,9	9,6	9,4	13,4	12,8	12,6	81%	81%	81%	5,8%	6,1%	6,3%
Total	47,34	5,0	4,6	4,4	0,8	0,8	0,9	9,8	8,8	8,5	17%	18%	20%	5,5%	5,7%	5,9%
Mediana		5.1	4.8	4.6	1.0	0.9	1.0	11.5	10.3	9.7	19%	19%	20%	5.9%	6.2%	6.6%

Wycena spółek wydobywczych (2018-12-10)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	3062,00	4,8	4,7	4,5	0,7	0,7	0,7	7,9	7,9	7,0	14%	14%	14%	3,9%	3,8%	4,0%
Bashneft	1944,00	1,9	1,8	1,7	0,4	0,4	0,4	3,2	3,0	3,0	24%	25%	24%	14,2%	18,5%	17,5%
BP	5,09	4,4	4,1	4,1	0,5	0,5	0,5	11,5	11,1	10,7	12%	13%	13%	6,4%	6,5%	6,6%
Dana Gas	0,86	25,4	23,4	-	12,9	12,0	-	86,0	43,0	-	51%	51%	-	2,2%	2,9%	-
Eni	13,94	3,1	2,9	2,9	0,8	0,7	0,8	11,1	9,7	9,7	25%	25%	26%	6,0%	6,1%	6,3%
Equinor	196,60	3,0	2,7	2,5	1,1	1,1	1,0	11,5	10,1	9,9	37%	40%	41%	4,0%	4,3%	4,5%
Gazprom Neft	371,00	4,0	4,0	4,0	1,0	0,9	0,9	4,6	4,4	4,5	24%	23%	23%	6,1%	7,9%	8,6%
Gulf Keystone	1,73	2,6	2,1	1,2	1,8	1,5	1,0	8,2	5,0	2,7	69%	73%	81%	-	-	-
Lukoil	5173,50	3,4	3,3	3,3	0,5	0,5	0,5	5,7	5,7	5,5	15%	15%	15%	4,7%	5,1%	5,6%
Occidental Petroleum	64,44	5,7	5,4	5,8	3,2	3,0	3,1	12,3	12,0	14,1	56%	55%	55%	4,8%	4,9%	5,0%
Repsol	14,40	4,3	3,9	3,7	0,6	0,6	0,6	8,9	7,8	7,0	14%	15%	16%	6,4%	6,7%	7,0%
Rosneft Oil	428,50	4,0	3,8	3,7	1,0	1,0	0,9	6,5	5,5	5,5	24%	25%	25%	6,6%	8,5%	9,8%
Shell	25,57	5,1	4,7	4,6	0,8	0,8	0,8	11,4	9,6	9,2	15%	16%	17%	6,5%	6,5%	6,6%
Surgutneftegas	38,17	-	-	-	-	-	-	3,2	4,7	4,3	-	-	-	8,8%	7,4%	5,7%
Total	47,34	5,0	4,6	4,4	0,8	0,8	0,9	9,8	8,8	8,5	17%	18%	20%	5,5%	5,7%	5,9%
Tullow Oil	1,78	4,3	4,0	4,2	3,2	3,0	3,0	9,0	6,6	7,4	76%	76%	72%	0,3%	1,5%	1,8%
Mediana		4.3	4.0	3.8	0.8	0.8	0.8	9.0	7.8	7.0	24%	25%	23%	6.0%	6.1%	6.1%

Wycena spółek surowcowych (2018-12-10)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	66,00	1,7	3,1	4,4	0,5	0,6	0,7	4,2	10,0	24,7	32%	20%	17%	0,0%	7,2%	4,0%
KGHM	85,80	4,6	3,9	3,7	1,1	0,9	0,9	11,4	7,3	7,7	25%	24%	23%	0,0%	1,2%	2,7%
LW Bogdanka*	54,70	3,0	2,3	2,2	0,9	0,8	0,8	16,0	7,4	6,9	31%	36%	36%	2,0%	3,7%	4,9%
Anglo American	15,75	3,9	4,0	4,3	1,3	1,3	1,3	9,1	8,8	9,8	32%	32%	30%	5,0%	5,2%	5,2%
Antofagasta	7,40	5,4	4,6	4,3	2,5	2,3	2,2	16,7	12,7	11,9	46%	50%	51%	3,0%	3,5%	3,9%
BHP Group	15,30	5,8	5,7	6,0	2,9	3,0	3,1	29,7	11,3	12,2	51%	53%	51%	3,3%	9,0%	6,2%
Freeport-McMoRan	10,69	3,7	5,8	4,5	1,4	1,7	1,6	6,5	12,5	8,4	37%	30%	35%	1,7%	2,2%	4,2%
Glencore	2,75	4,5	4,4	4,4	0,3	0,3	0,3	7,7	7,8	7,8	8%	8%	7%	6,1%	6,6%	7,3%
Grupo Mexico	42,21	4,6	4,2	3,9	2,1	2,0	1,9	10,1	8,7	7,7	46%	47%	47%	5,6%	6,2%	9,7%
Kazakhmys	5,28	4,1	4,1	4,0	2,3	2,2	2,2	6,5	6,1	5,6	56%	54%	54%	1,5%	1,6%	1,8%
Rio Tinto	35,27	4,9	5,2	5,4	2,2	2,3	2,3	9,6	10,6	10,9	45%	44%	43%	6,5%	6,4%	6,1%
Southern CC	32,26	8,2	7,6	6,8	4,1	3,8	3,5	15,2	13,9	12,3	50%	50%	52%	3,7%	4,2%	4,8%
Mediana		4,6	4,3	4,4	1,7	1,8	1,7	9,9	9,4	9,1	41%	40%	39%	3,1%	4,7%	4,9%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	327,50	8,5	9,0	8,5	1,3	1,3	1,3	12,0	13,3	12,6	15%	15%	15%	7,3%	5,9%	5,3%
Alcoa	28,32	2,6	2,9	3,1	0,6	0,6	0,6	7,5	7,3	7,0	23%	21%	20%	-	0,2%	0,3%
Constellium	7,91	5,8	5,4	5,1	0,5	0,5	0,4	5,3	6,4	5,0	9%	9%	9%	-	1,1%	1,6%
Kaiser Aluminum	90,40	8,2	7,3	7,1	1,1	1,0	1,0	14,4	12,1	11,7	13%	14%	14%	2,4%	2,5%	2,6%
Norsk Hydro	39,02	5,2	4,6	4,1	0,6	0,6	0,5	11,9	9,8	8,4	11%	12%	13%	4,2%	4,5%	5,2%
Rusal	2,24	5,2	4,9	5,4	1,1	1,1	1,1	2,4	2,3	2,3	21%	22%	20%	8,4%	8,4%	9,4%
Mediana		5.5	5.1	5.2	0.8	0.8	0.8	9.7	8.5	7.7	14%	14%	14%	5.7%	3.5%	3.9%

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

Wycena spółek nawozowych (2018-12-10)

SPÓŁKI NAWOZOWE	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
Grupa Azoty	30,66	6,0	6,5	7,0	0,5	0,6	0,6	88,0	22,3	19,9	7%	9%	9%	3,9%	0,2%	0,9%
ZA Police*	13,75	8,9	6,8	5,4	0,6	0,5	0,5	-	18,6	10,5	6%	7%	9%	3,9%	3,6%	3,6%
ZCh Puławy*	70,00	2,7	2,3	1,8	0,2	0,2	0,2	11,1	9,4	6,4	9%	9%	11%	8,5%	7,1%	7,1%
Acron	4590,00	7,9	7,0	6,7	2,7	2,5	2,3	11,3	8,7	8,2	34%	35%	34%	7,0%	7,1%	7,6%
CF Industries	41,33	10,5	8,3	7,7	3,5	3,1	3,1	26,5	15,4	12,7	33%	38%	40%	2,9%	2,9%	3,0%
Israel Chemicals	21,17	8,3	8,1	7,5	1,7	1,7	1,6	16,1	15,2	13,8	21%	21%	21%	10,2%	5,8%	6,3%
K+S	15,65	10,2	7,1	6,2	1,5	1,4	1,4	38,4	11,3	8,7	15%	20%	22%	2,0%	3,6%	4,8%
Phosagro	2490,00	5,9	5,8	5,6	1,9	1,8	1,8	9,0	8,7	8,6	32%	32%	31%	4,9%	5,7%	5,7%
The Mosaic Company	33,20	8,4	7,3	7,0	1,8	1,6	1,6	17,5	13,6	12,3	21%	22%	23%	0,3%	0,3%	0,7%
Uralkali	85,08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yara International	332,00	80,9	56,5	48,5	9,2	8,3	7,9	100+	100+	82,6	11%	15%	16%	0,3%	0,4%	0,5%
Mediana		8,4	7,0	6,8	1,7	1,7	1,6	16,8	13,6	11,4	18%	20%	22%	3,9%	3,6%	4,2%

Wycena spółek spożywczych (2018-12-10)

SPÓŁKI SPOŻYWCZE	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
Astarta*	26,70	5,5	5,1	-	0,9	0,9	-	12,3	-	-	17%	18%	-	-	-	-
IMC*	13,10	3,7	3,8	-	1,3	1,3	-	5,9	5,5	-	35%	33%	-	11,5%	9,2%	-
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	4,7	3,8	-	1,1	1,0	-	-	-	-	25%	27%	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	16,50	5,4	6,6	6,1	0,5	0,5	0,5	7,4	13,2	11,7	10%	8%	9%	6,8%	6,3%	6,4%
Bunge Limited	59,64	8,9	8,7	8,5	0,4	0,3	0,3	13,0	11,5	11,1	4%	4%	4%	3,2%	3,4%	3,7%
Cosan	33,51	4,5	3,9	3,6	0,4	0,3	0,3	13,7	9,3	7,7	8%	9%	9%	5,5%	5,7%	6,7%
MHP	10,90	5,0	4,6	4,1	1,5	1,4	1,2	5,7	4,8	4,0	31%	30%	29%	6,9%	6,9%	6,9%
Nisshin Oillio	3375,00	11,0	9,2	9,1	0,5	0,5	0,5	16,5	13,7	15,4	5%	6%	6%	1,8%	2,1%	2,1%
Suedzucker	12,29	5,3	10,6	8,1	0,6	0,6	0,6	12,3	-	69,4	11%	6%	7%	3,7%	1,7%	1,8%
Wilmar Int.	3,14	14,1	13,7	13,1	0,8	0,7	0,7	12,5	11,9	10,8	6%	5%	5%	3,4%	3,6%	3,7%
Mediana		5,4	5,7	7,1	0,7	0,6	0,5	12,4	10,4	11,0	10%	9%	8%	3,7%	3,6%	4,6%

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 posługującego 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 jakakolwiek 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 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 Bogusz

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

Aleksandra Szklarczyk

+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski

+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
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 46
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.lemicka@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