

wtorek, 15 stycznia 2019 | 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 spadły w okolice 48 EUR/MWh, głównie ze względu na kontynuację korekty na CO₂ (22,6 EUR/t) i węgla, choć widać również presję na CDS. W Polsce kontrakt roczny również odzwierciedla niższe koszty uprawnień do emisji i obecnie jest kwotowany na poziomie 268 PLN/MWh. Warto natomiast odnotować odbicie cen zielonych certyfikatów powyżej 150 PLN/MWh, po kilku tygodniach korekty z grudniowych szczytów.

Rynek paliwowy

Stabilizacja cen ropy wpłynęła pozytywnie na poziom marż rafineryjnych, które odbiły nieznacznie w okolice 5 USD/Bbl. Nadal nie widać większych zmian na poziomie dyferencjału Ural/Brent (0,2 USD/Bbl), który odzwierciedla globalne ograniczenia podaży na ciężkich gatunkach ropy. Nadal bardzo słabo wygląda marża na benzynie, a pojawiają się tezy o możliwej dalszej presji z tytułu spodziewanego wzrostu eksportu z Chin (wyższe kwoty na import surowca, nowe moce rafineryjne). Zaskakująco dobrze prezentują się cracki na HSFO, ale może to wynikać głównie z warunków pogodowych i sezonowego wzrostu zapotrzebowania. W petrochemii nie odnotowaliśmy większych zmian w marżowości, co wynika z umiarkowanego wzrostu nafty w relacji do ostatniego odbicia cen ropy. Ceny gazu na rynku europejskim pozostają stabilne w okolicach 22 EUR/MWh.

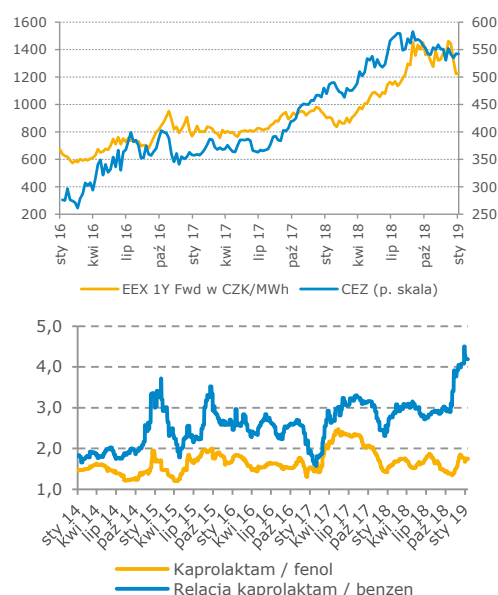
Rynek metali

Na rynku metali wyraźnie sentyment znajduje się pod presją słabych danych o imporcie metali/rudy do Chin w końcówce 2018 roku oraz słabych danych odnośnie popytu (sprzedaż aut w XII'18 w Chinach -16% r/r). Mimo osłabienia USD względem koszyka walut rynków wschodzących ceny miedzi w USD nie rosną (patrz strona 8).

Rynek węgla koksowego

Zapasy węgla koksowego w chińskich portach wzrosły kolejny tydzień z rzędu (obecnie 3,1 mln ton — najwyżej od VII'18). Dodatkowo w XII'18 import węgla koksowego do Chin spadł o 7% r/r, co może świadczyć o spadku popytu. Ceny wysokogatunkowych węgla typu hard na rynku morskim spadły do poziomów poniżej 200 USD/t (w XII' jeszcze 220-230 USD/t). Dalej spadają ceny koksu w Chinach (według źródeł sprzedający nie są w stanie zatrzymać deprecjacji wymaganej przez klientów) oraz maleje różnica między ceną koksu, a węglem koksującym (negatywnie dla koksowni). Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na wzrost konkurencyjności producentów elektrycznych (EAF) względem wielkopiecowych (BOF) (patrz strona 11; pozytywna informacja dla Cognor).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Ceny energii mogą ciężać kursowi CEZ

Korelacja energii z notowaniami CEZ zawsze była wysoka i choć mocniejszy spadek benchmarku na przełomie roku wynikał z rolowania kontraktów, to ostatnie ruchy są już pewnym ostrzeżeniem. Oczywiście wiele będzie zależało od surowców, ale normalizacja warunków logistycznych (brak problemów z dostawą węgla ARA) na Renie wpłynie na wysokość CDS-ów na rynku niemieckim, co będzie wywierać presję na cenę energii.

Relacja CAP/benzen i CAP/fenol

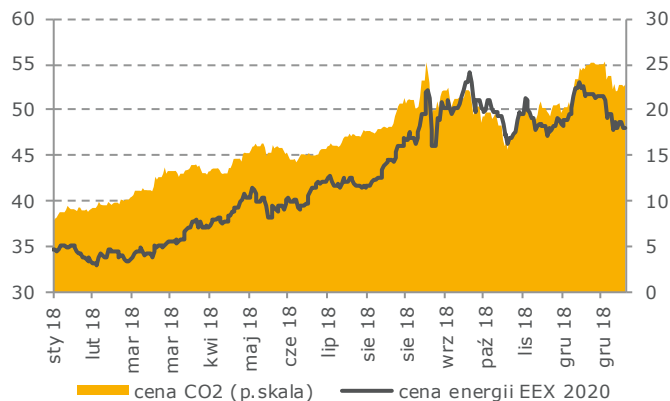
Na przełomie 2018/19 roku relacja cen kaprolaktamu do benzenu rozszerzyła się do praktycznie najwyższych w ostatnich latach poziomu (pozytywnie dla marży w segmencie tworzyw sztucznych Grupy Azoty). Było to możliwe dzięki dynamicznym spadkom cen benzenu. Z drugiej strony ceny CAP w Europie powinny wkrótce spadać, gdyż te w Azji są obecnie o około 400 USD tańsze (duże historyczne odchylenie cen).

Zwrot tygodniowy oraz YTD

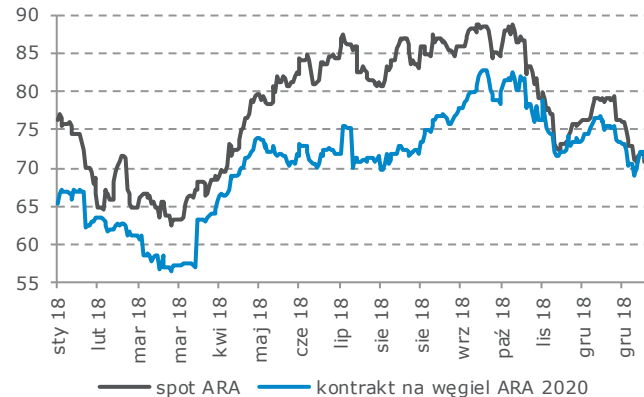
Spółka	1W	YTD
JSW	-4,4%	-3%
Orzeł Biały	-2,8%	-4%
Kęty	-2,8%	-1%
ZE PAK	-1,0%	+1%
KGHM	-1,0%	+1%
Tauron	-0,9%	+0%
OMV	-0,9%	+7%
Kruszwica	-0,2%	+3%
PGE	-0,1%	+4%
CEZ	-0,1%	+1%
PCC Rokita	+0,0%	-0%
PGNiG	+0,0%	+5%
Tarczyński	+0,0%	+1%
Boryszew	+0,6%	+0%
MOL	+0,7%	+4%
Kernel	+0,7%	+0%
ZCh Police	+1,1%	+2%
Energa	+1,2%	+6%
LW Bogdanka	+1,6%	+8%
IMC	+1,9%	+1%
PKN Orlen	+2,3%	+2%
Ciech	+3,7%	+9%
Enea	+3,7%	+5%
Lotos	+3,9%	+6%
Tupras	+3,9%	+2%
Astarta	+4,3%	+7%
Impexmetal	+4,4%	+7%
Grupa Azoty	+8,8%	+16%
ZA Puławy	+18,3%	+17%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+0,2%	+2%
Chemia	+5,8%	+11%
Energa	+0,5%	+4%
Paliwa	+2,1%	+3%
Spożywczy	+1,0%	+0%
Surowce	-1,7%	+0%
Ukraina	+1,2%	+1%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+0,9%	+3%
Oil & Gas E&P	+3,5%	+11%
Refining EU	+2,9%	+6%
Refining US	+2,7%	+8%
Agri & Food	+2,0%	+4%
Kauczuki	+0,8%	+4%
Nawozy	+0,3%	+4%
Chemicals EU	+0,4%	+3%
Industrials EU	+1,7%	+3%
Petchem World	+1,6%	+3%
Utilities EU	+1,4%	+3%
Utilities US	-0,7%	-2%

Energetyka

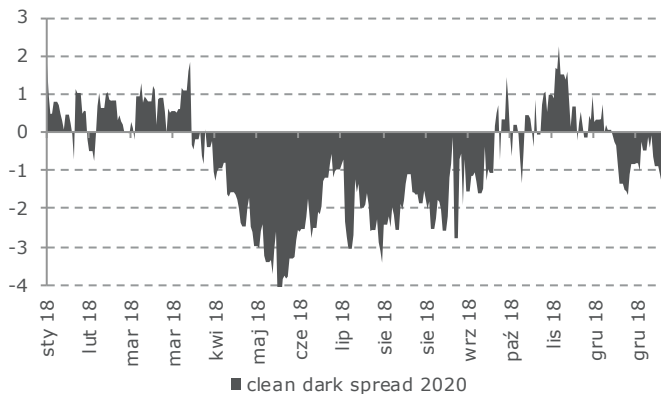
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



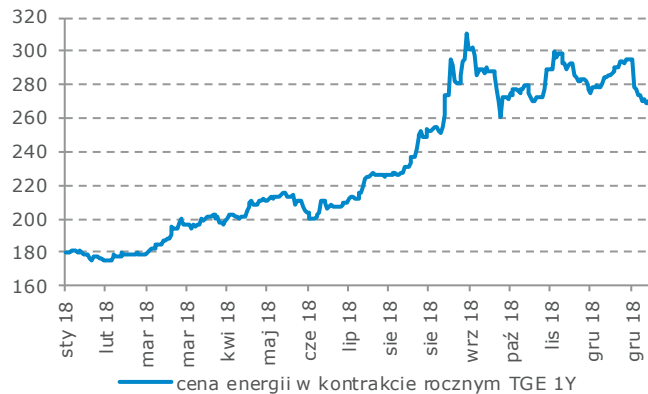
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



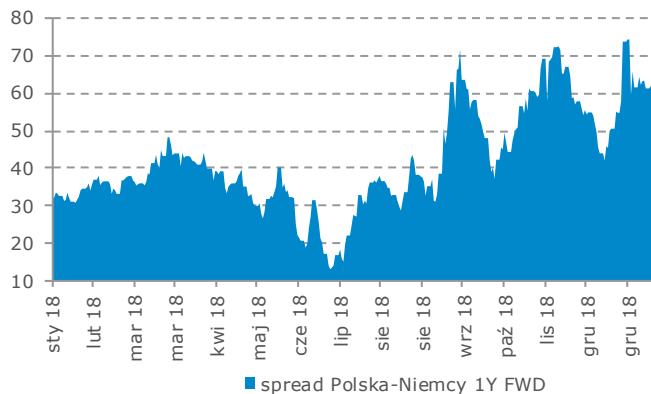
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



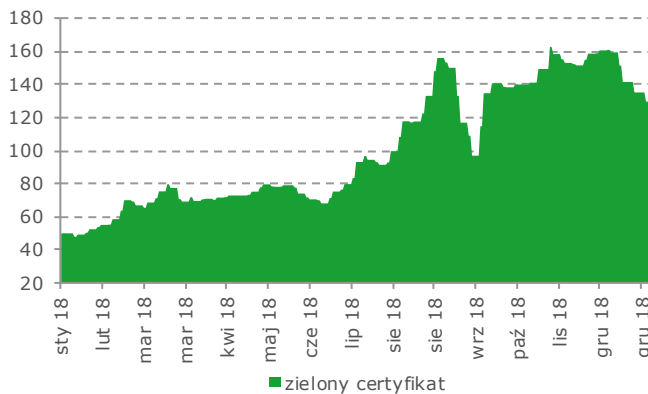
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



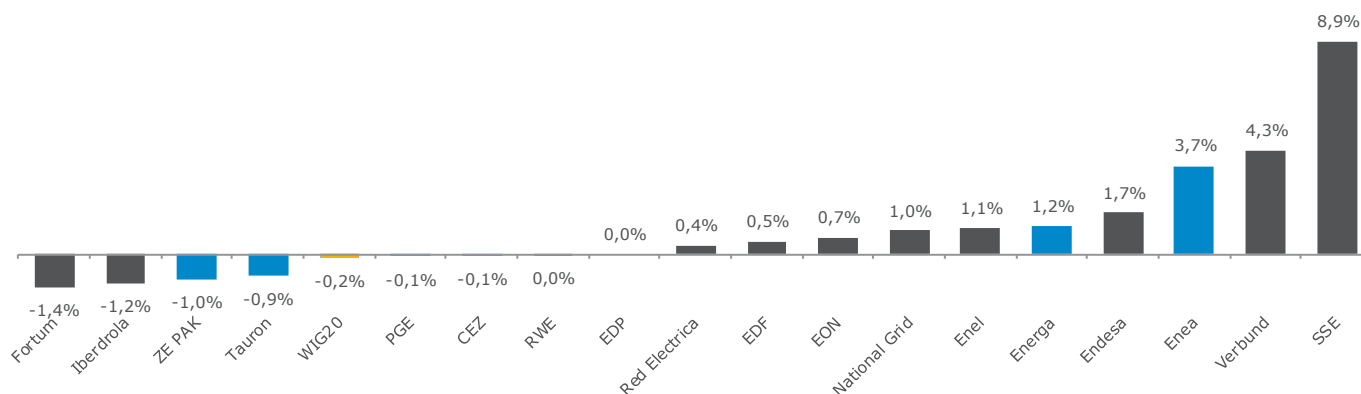
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



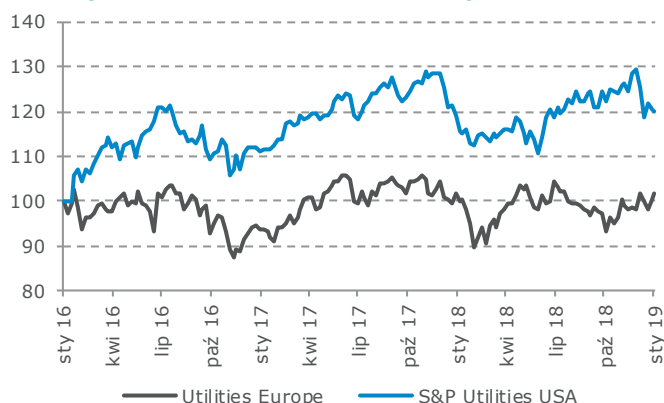
Tygodniowy performance spółek energetycznych



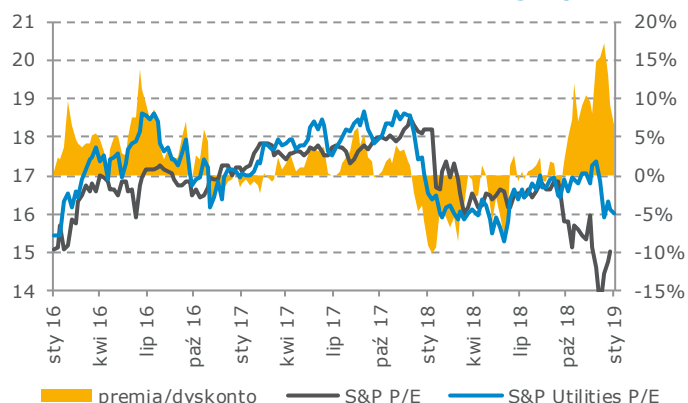
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

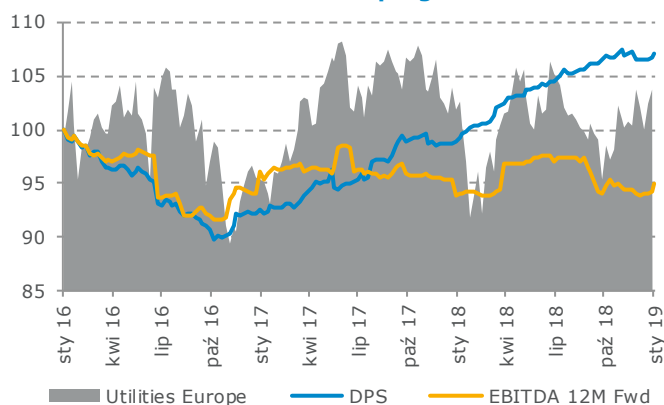
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



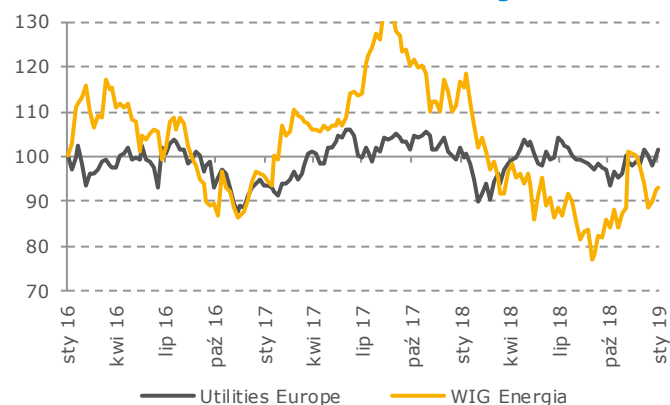
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



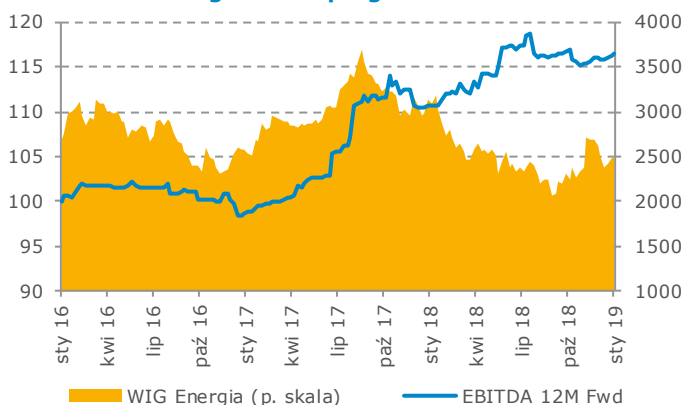
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



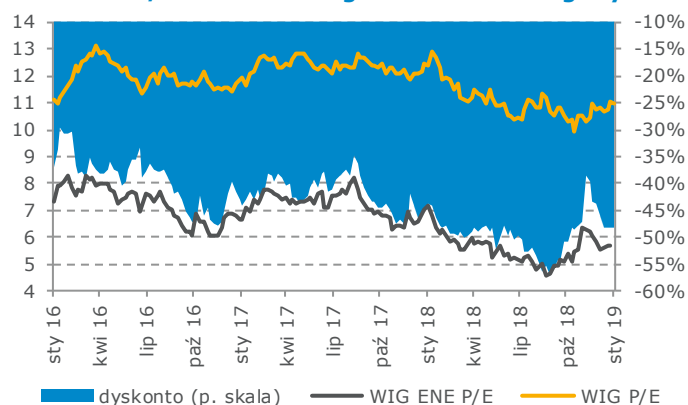
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



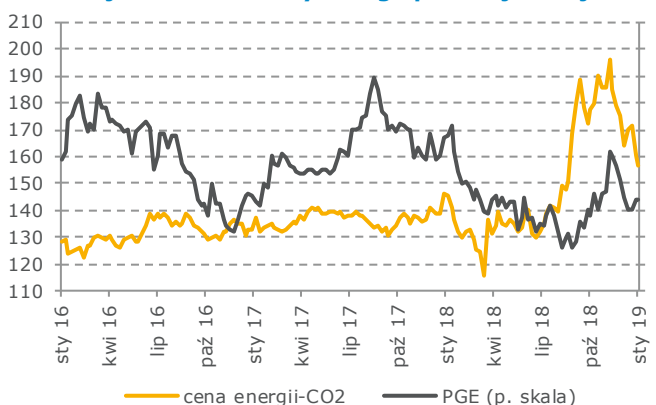
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



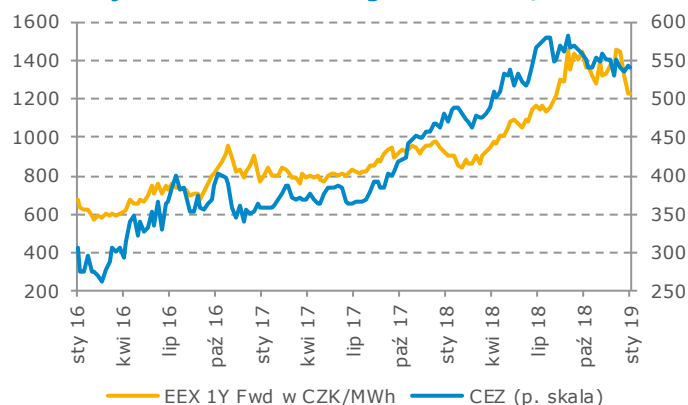
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



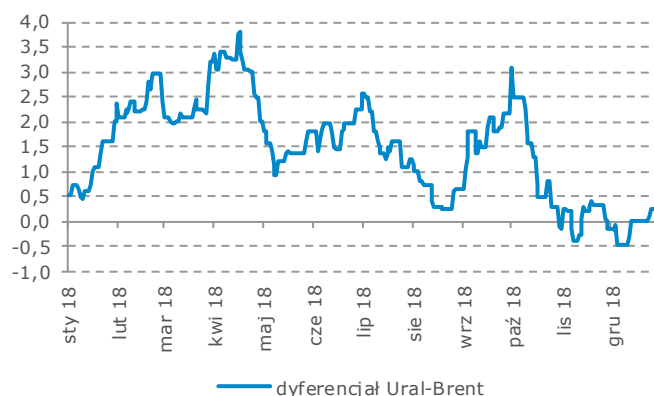
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

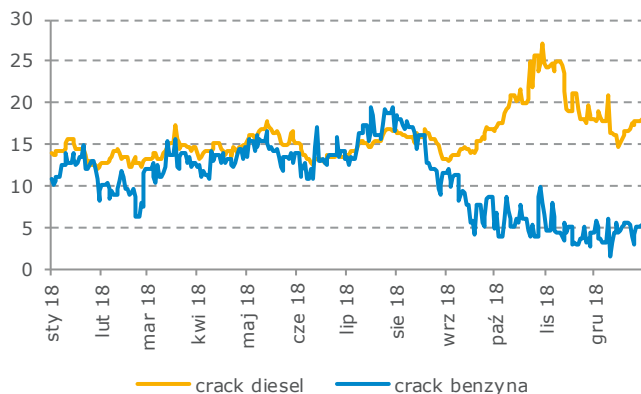
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



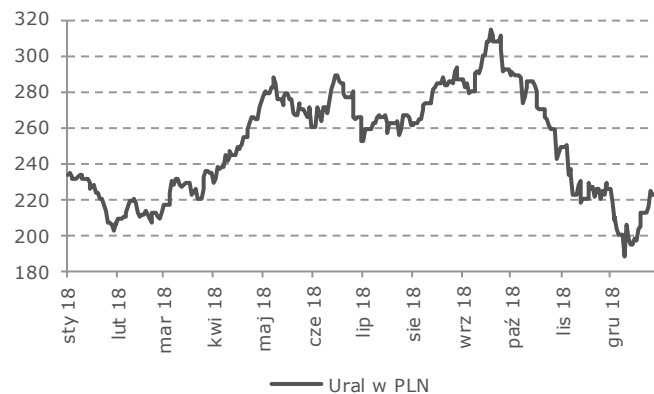
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



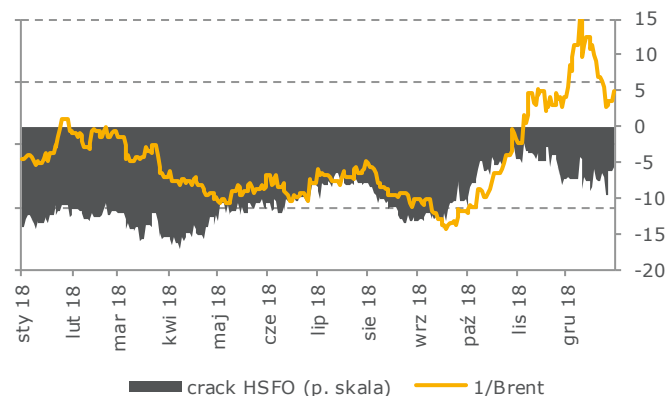
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



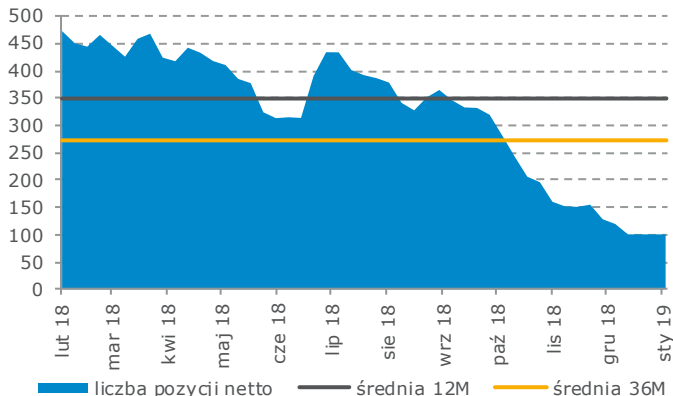
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



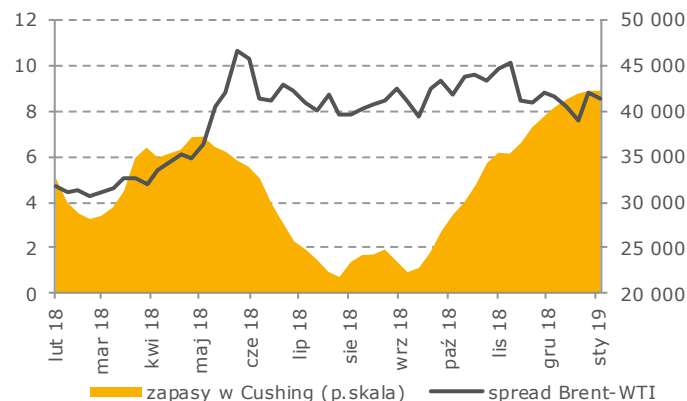
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



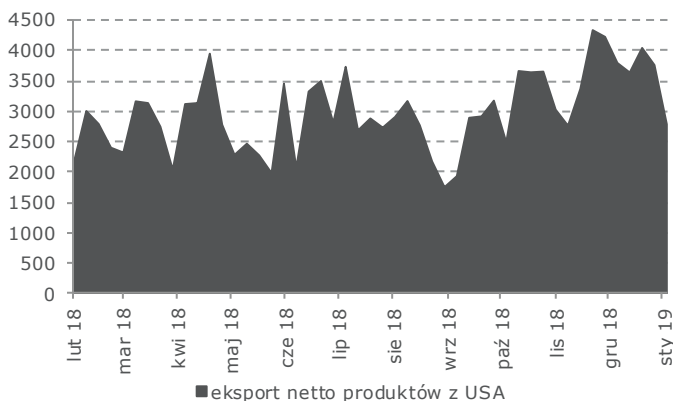
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



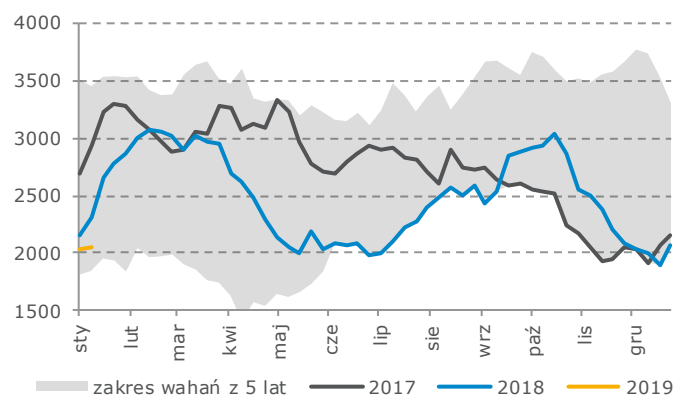
Eksport netto paliw z USA



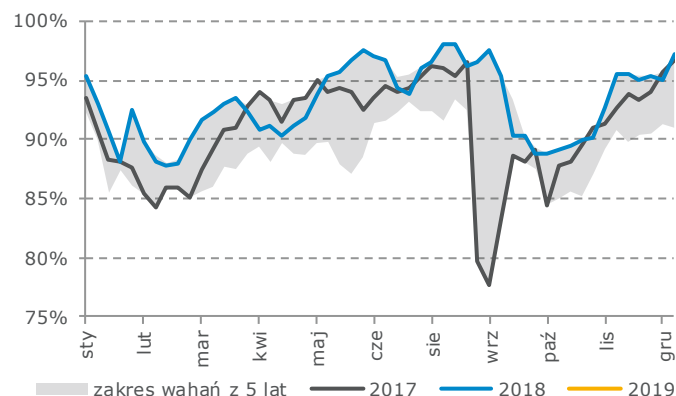
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

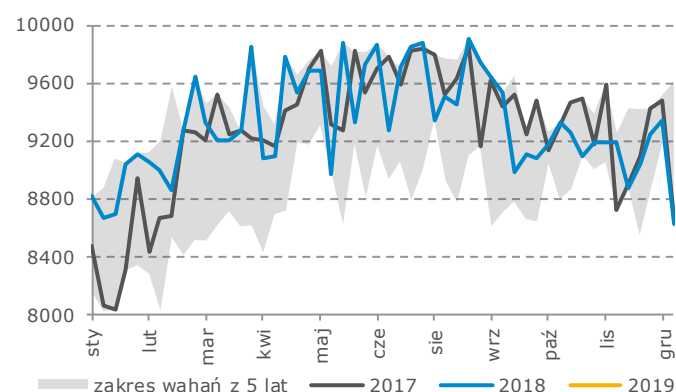
Zapasy diesla w portach ARA



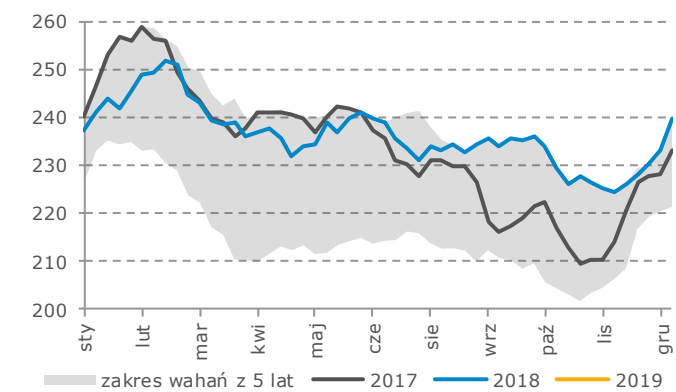
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



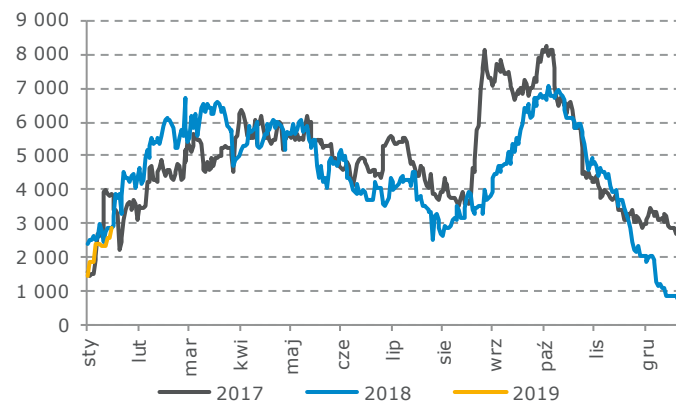
Popyt na benzynę w USA



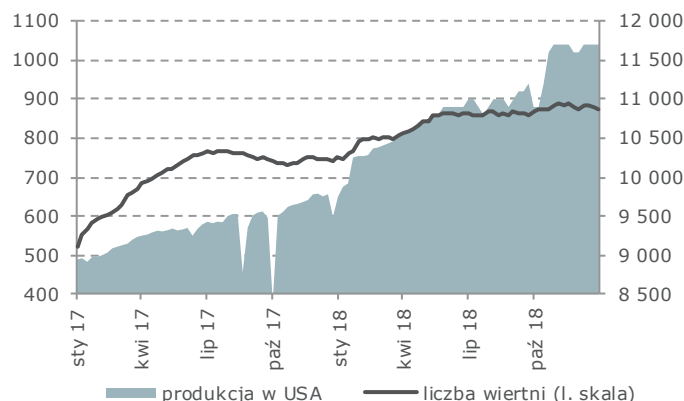
Zapasy benzyny w USA



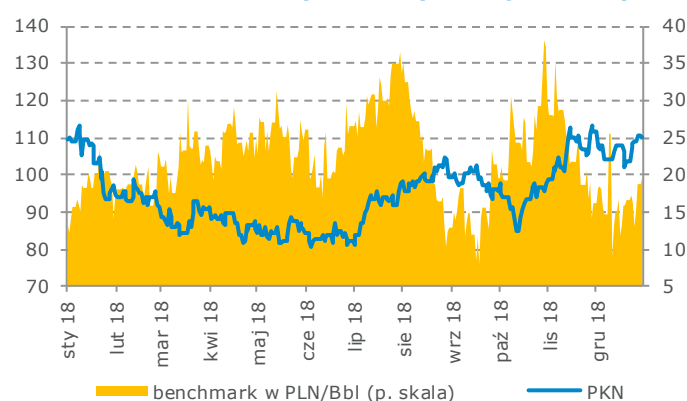
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



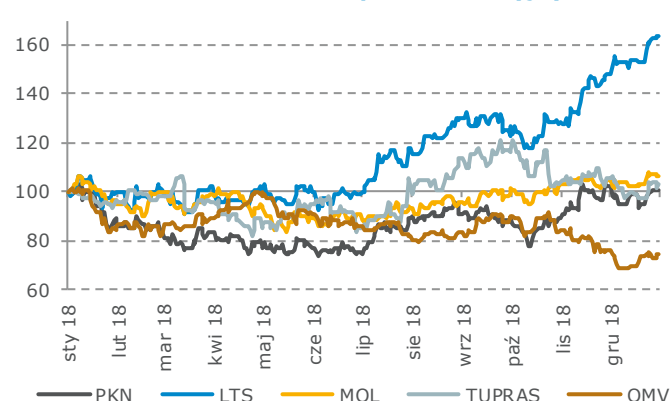
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



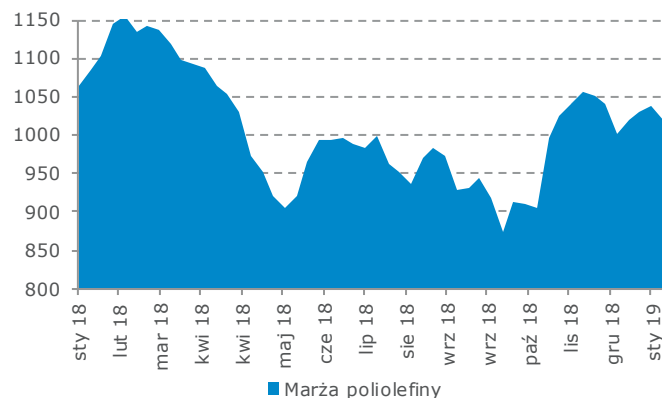
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



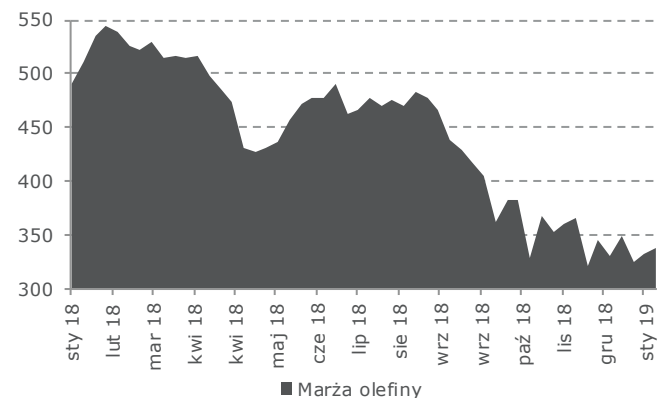
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

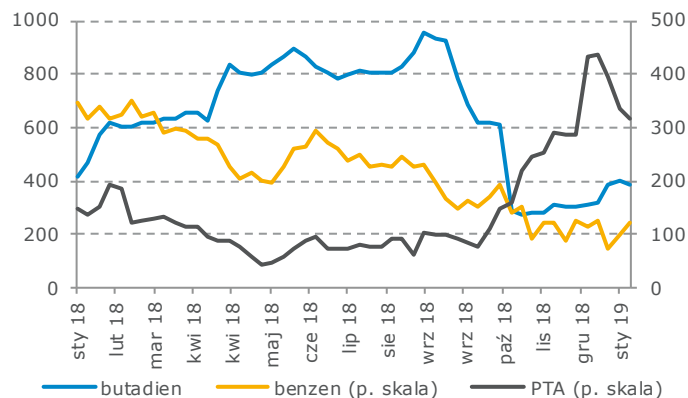
Marża petrochemiczna poliolefiny



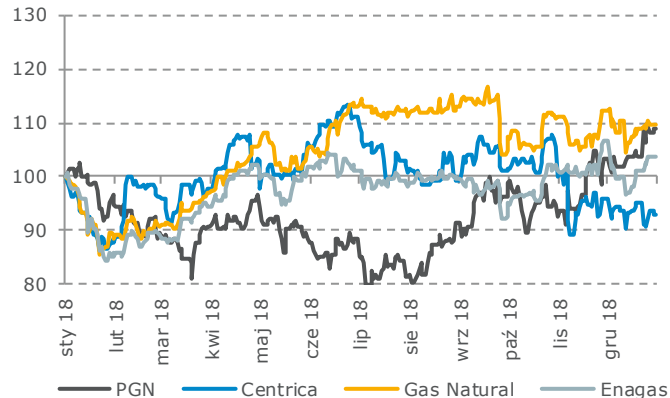
Marża petrochemiczna olefiny



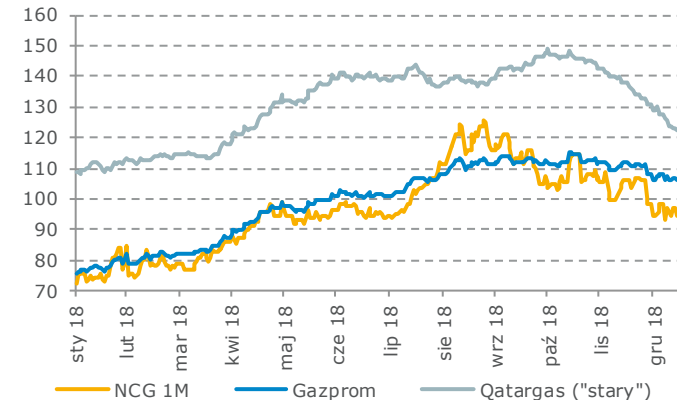
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



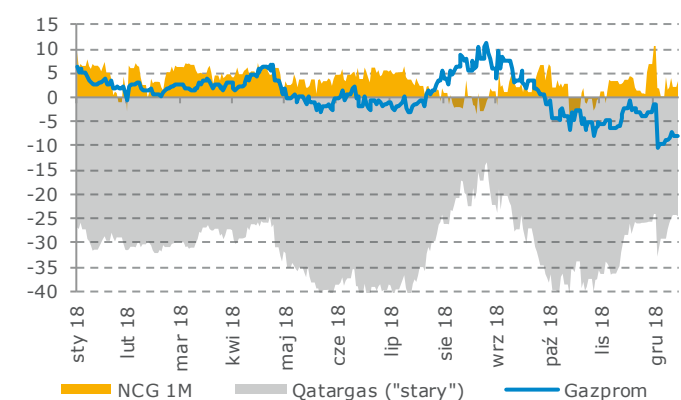
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



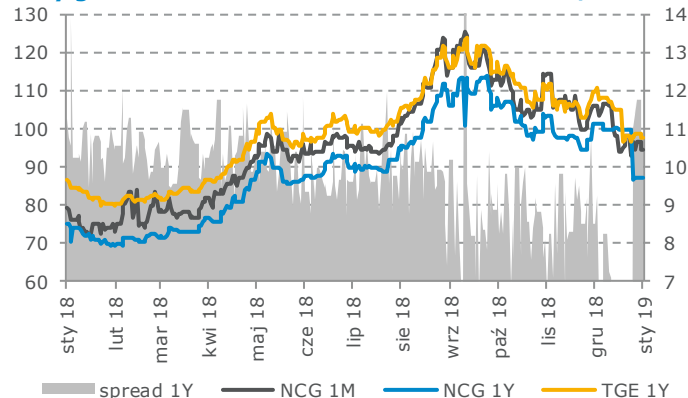
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



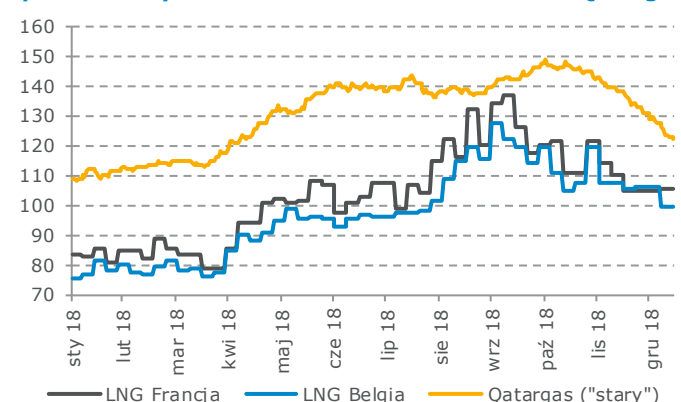
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



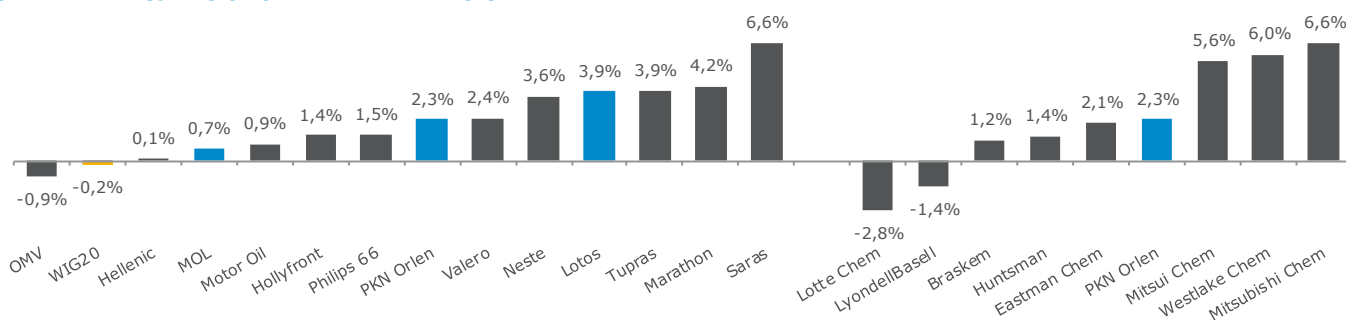
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



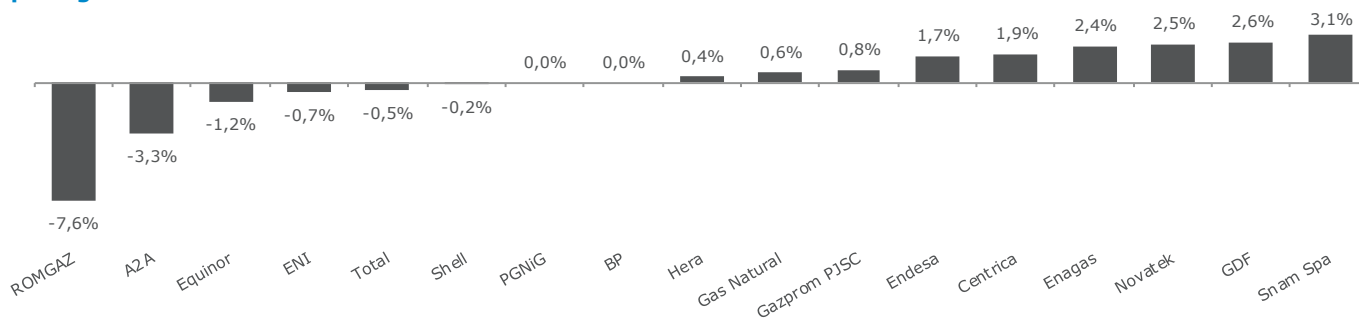
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

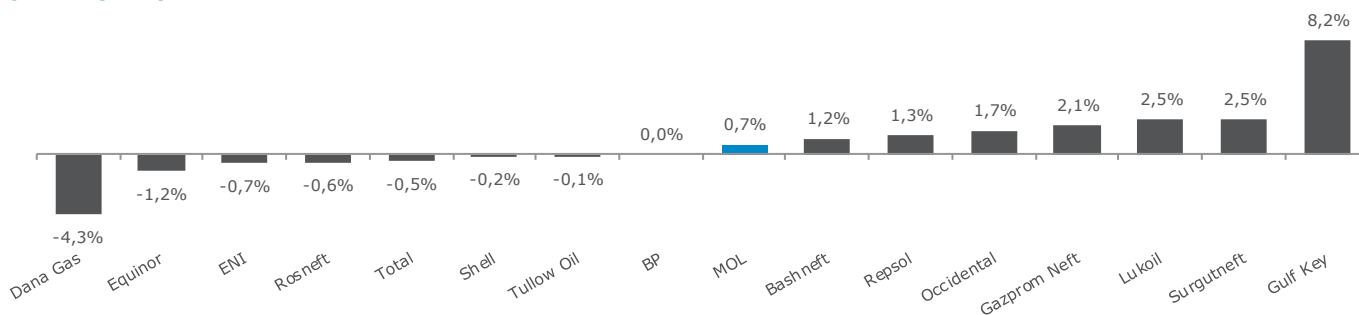
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



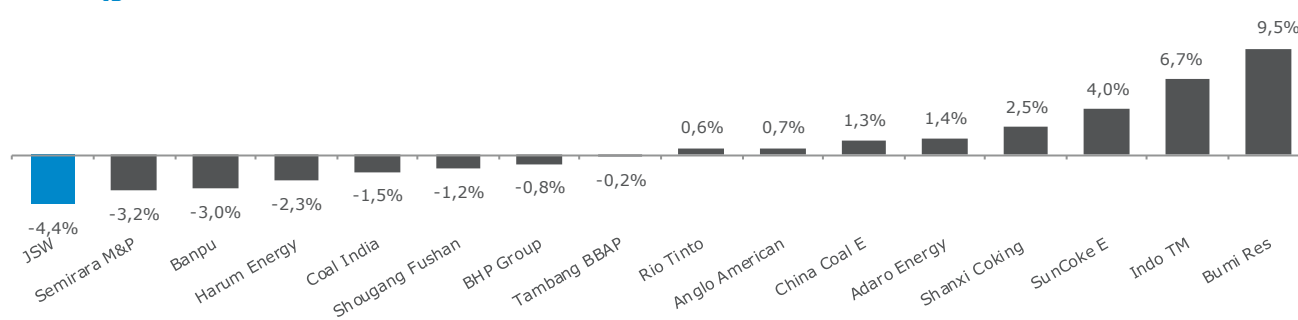
Spółki gazowe



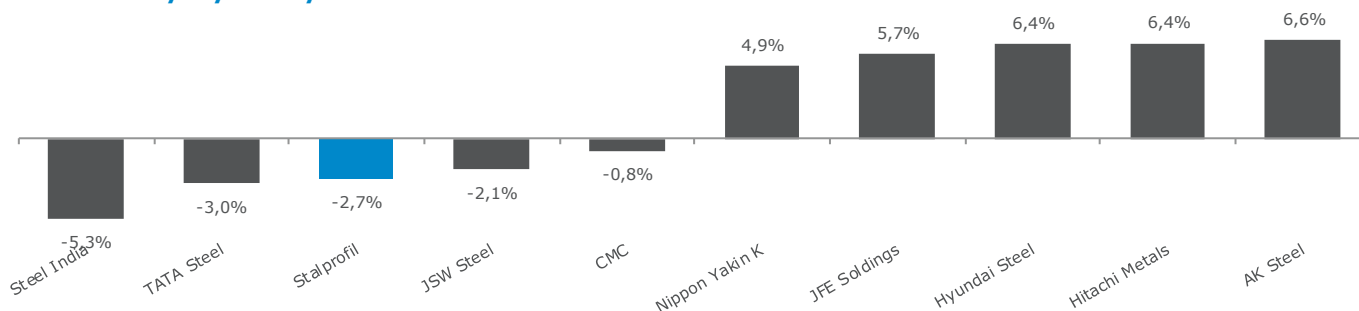
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



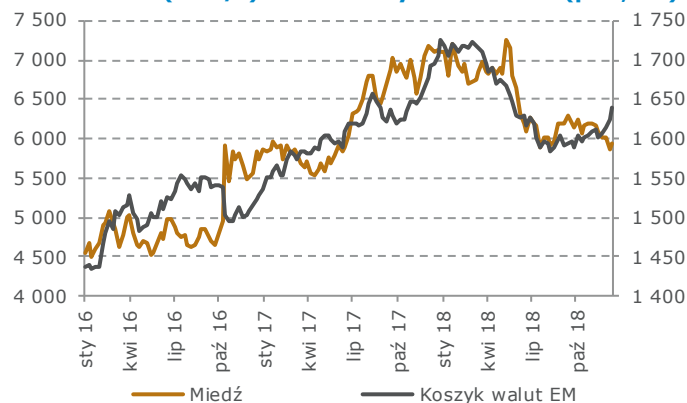
Producenci i dystrybutorzy stali



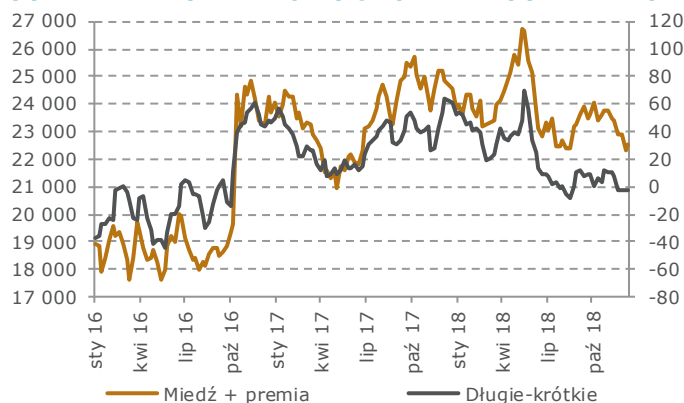
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

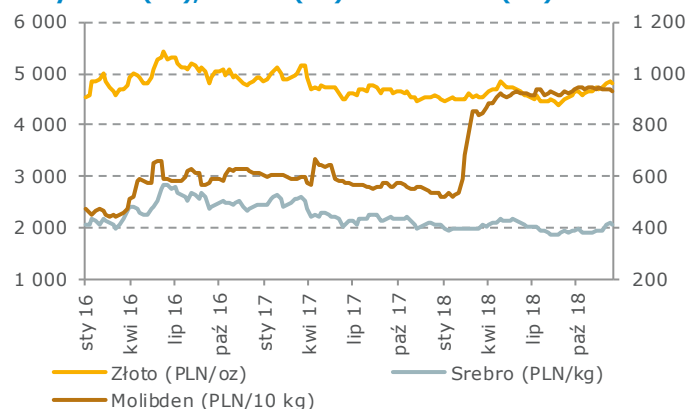
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



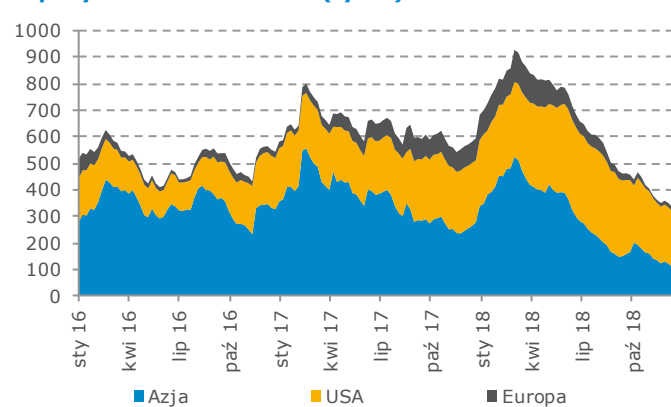
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



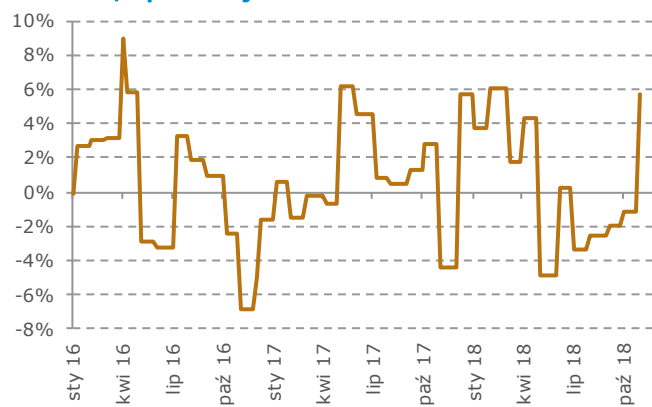
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



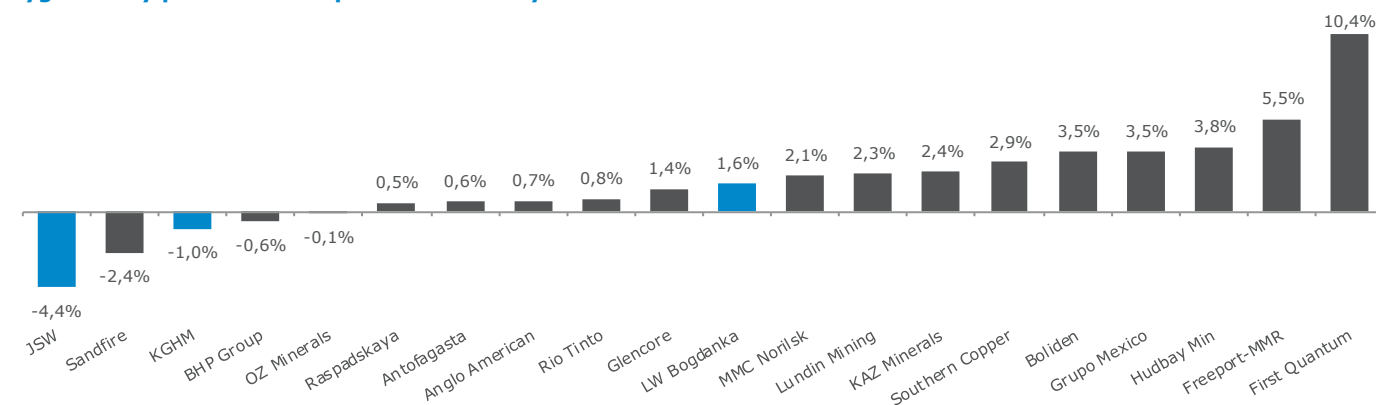
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



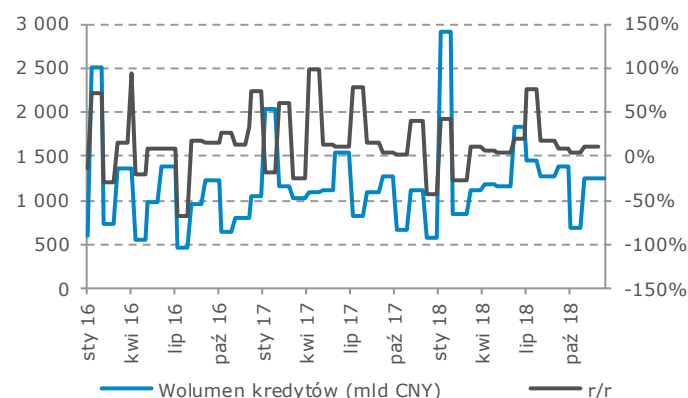
Tygodniowy performance spółek surowcowych



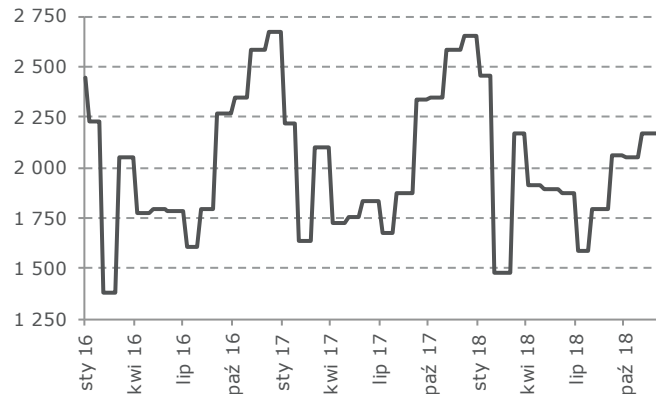
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

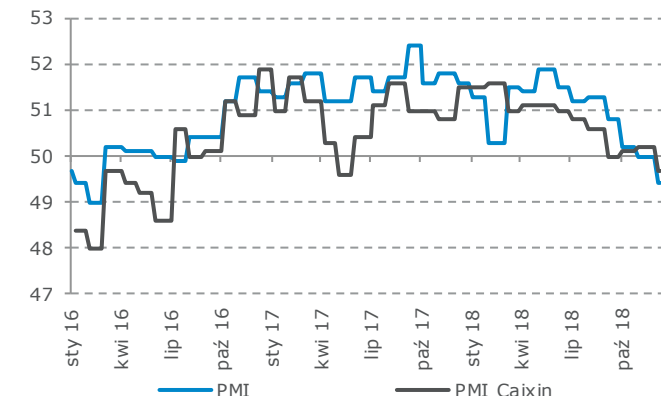
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



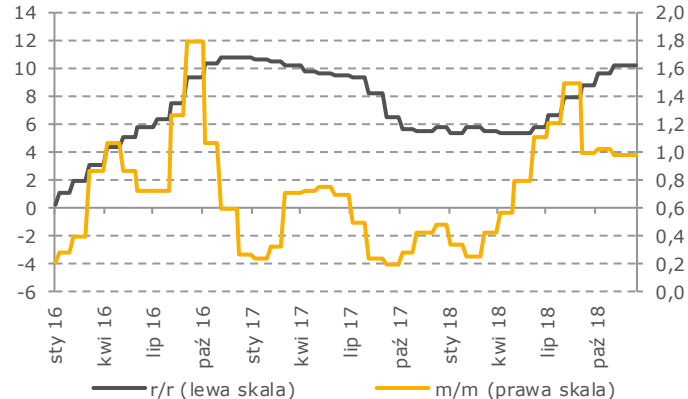
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



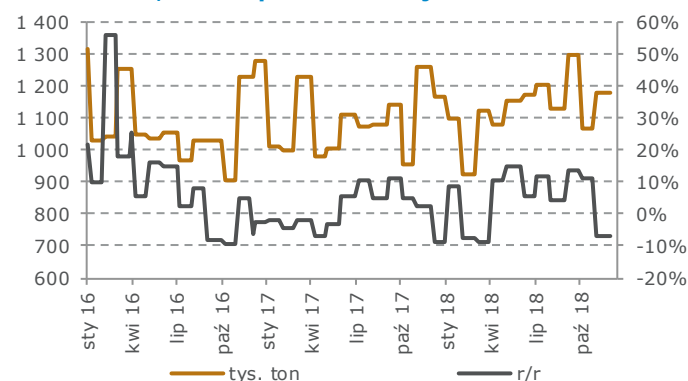
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



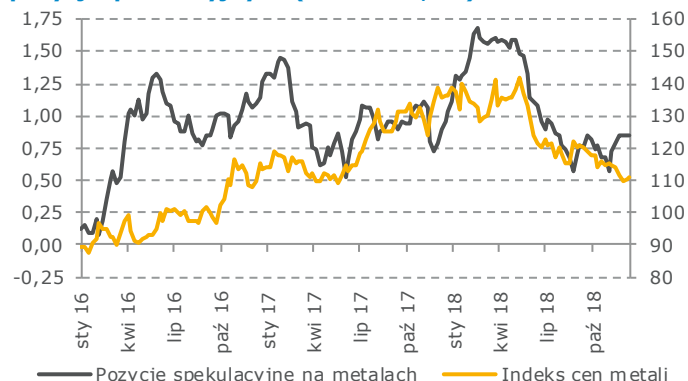
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



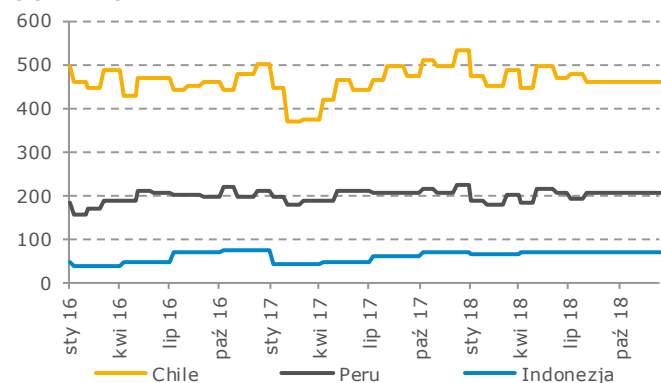
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



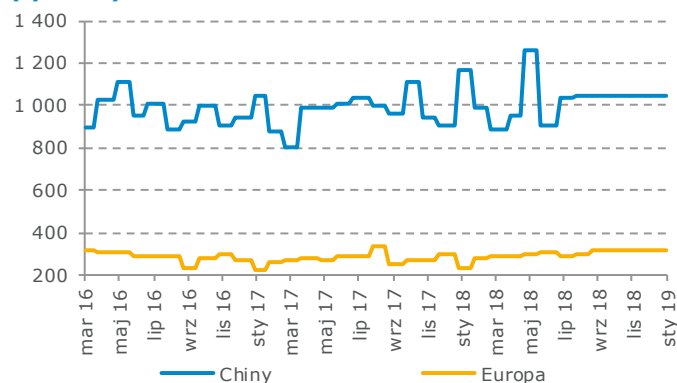
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



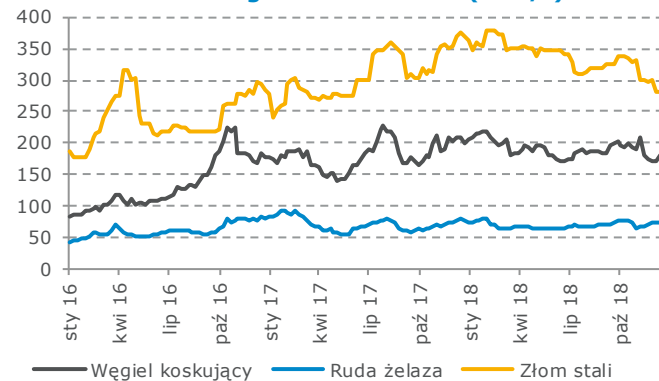
Konsumpcja miedzi w Chinach i Europie (tys. ton)



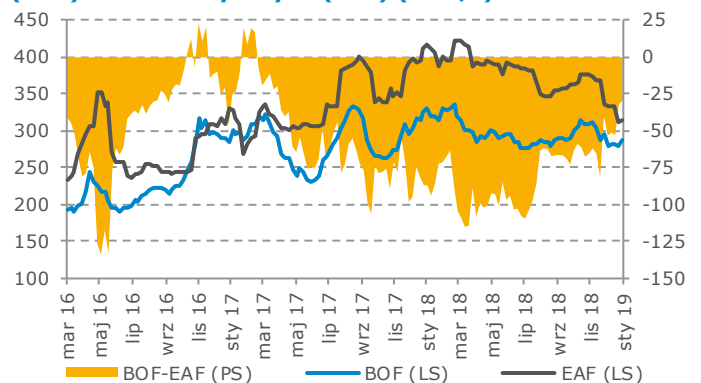
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

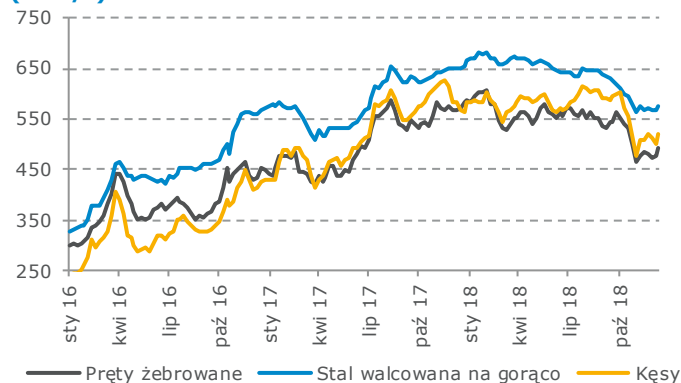
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



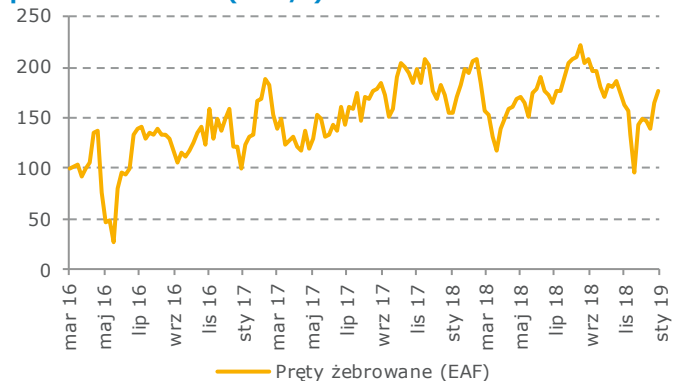
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



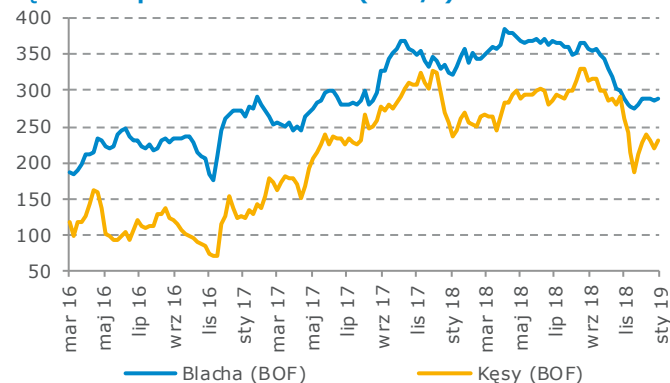
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



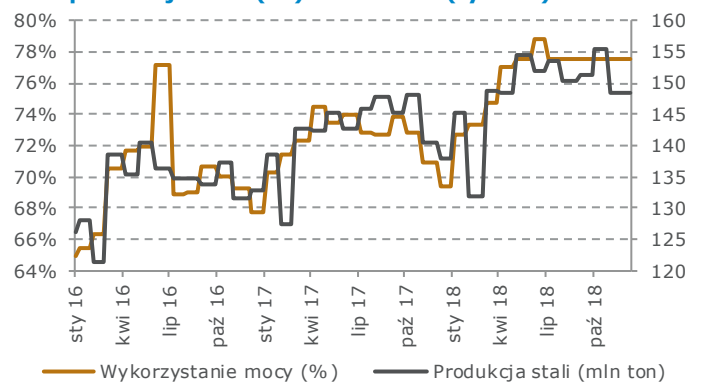
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



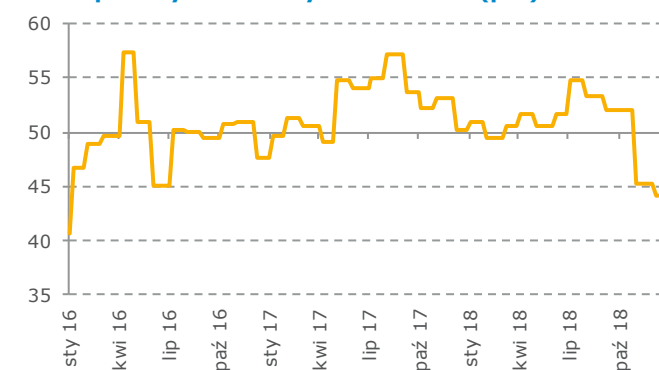
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



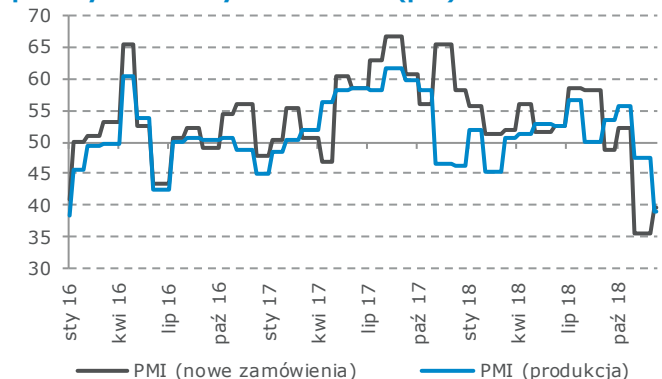
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

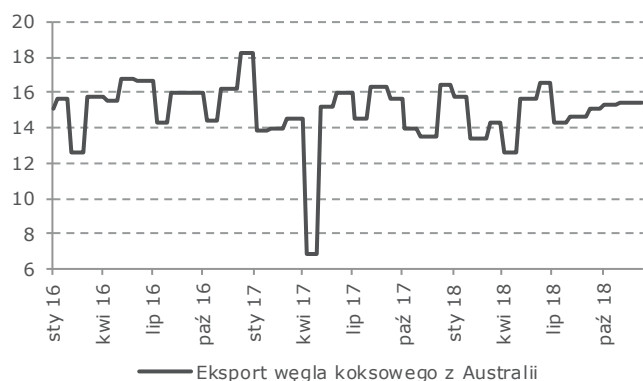


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

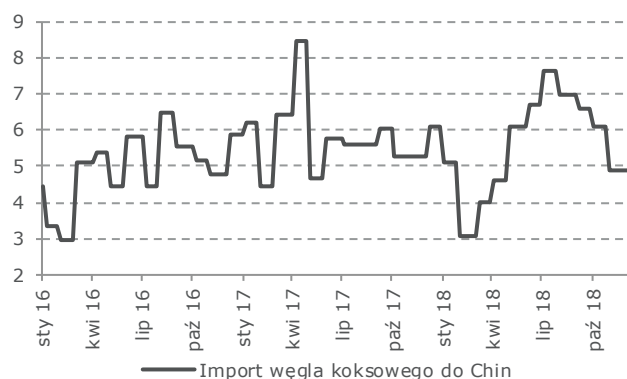


Surowce (stal)

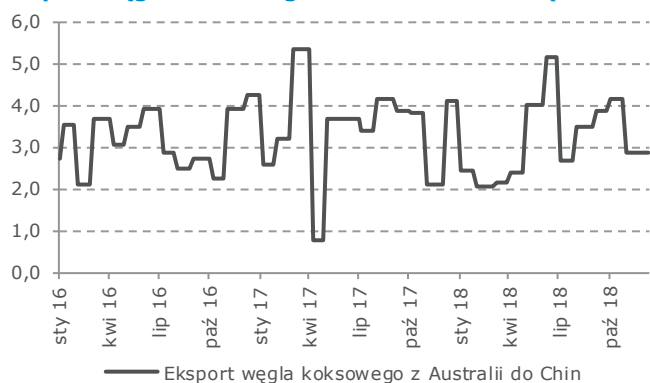
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



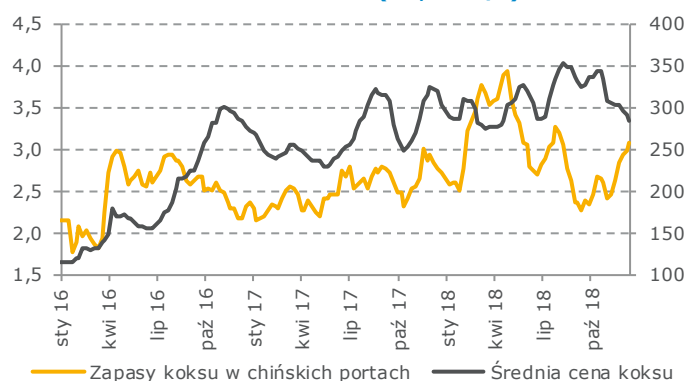
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



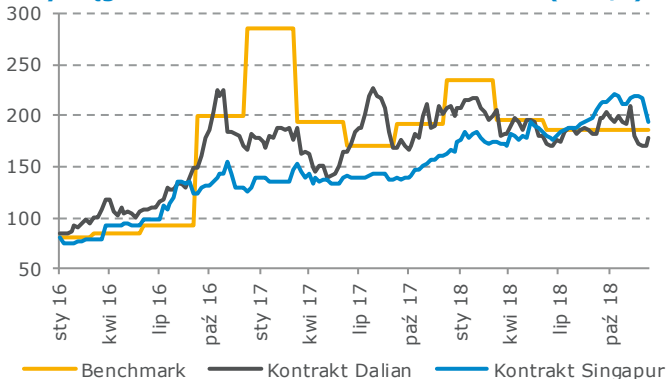
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



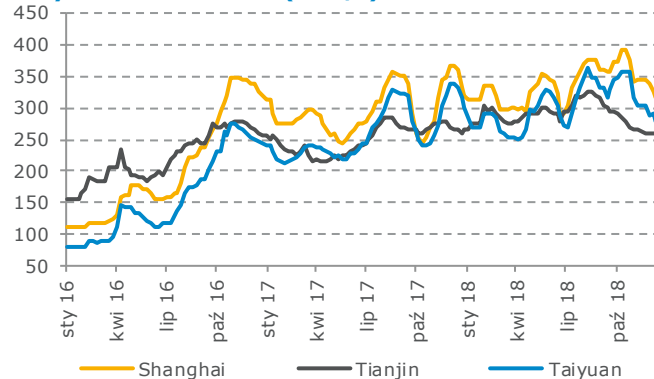
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



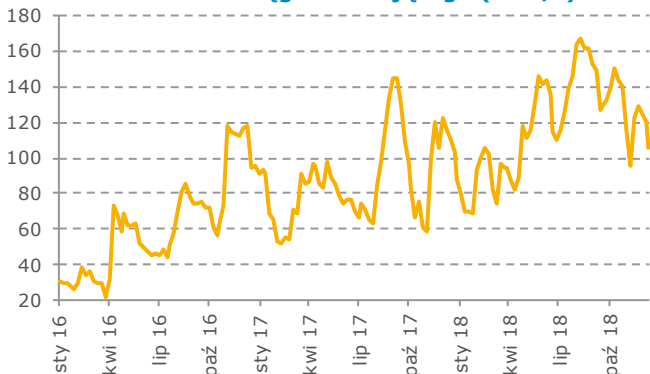
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



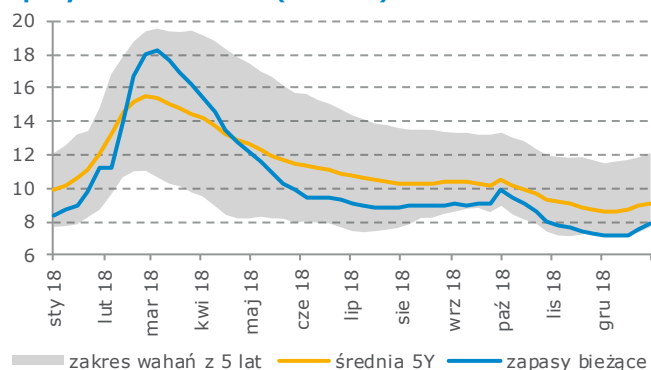
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



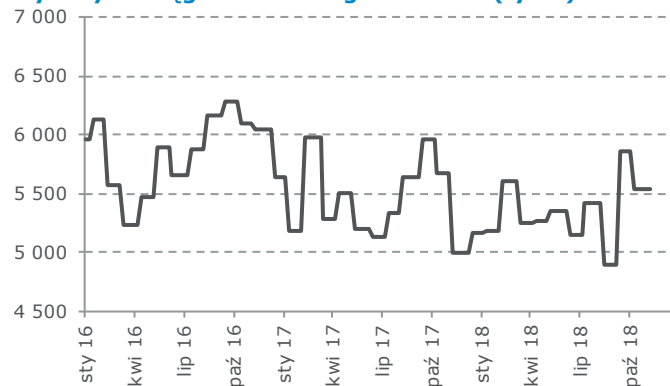
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

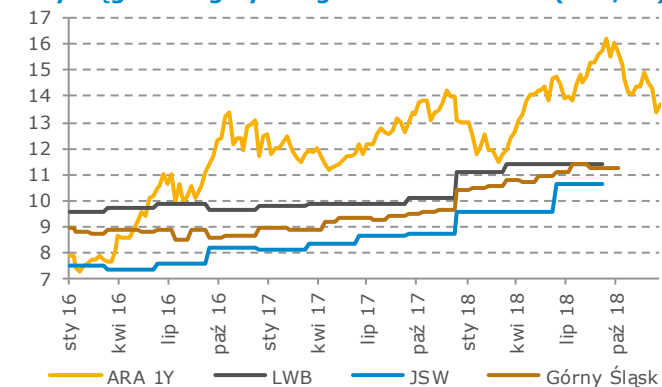
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



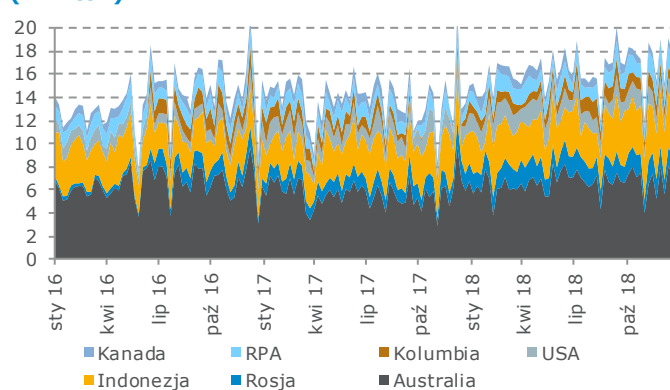
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



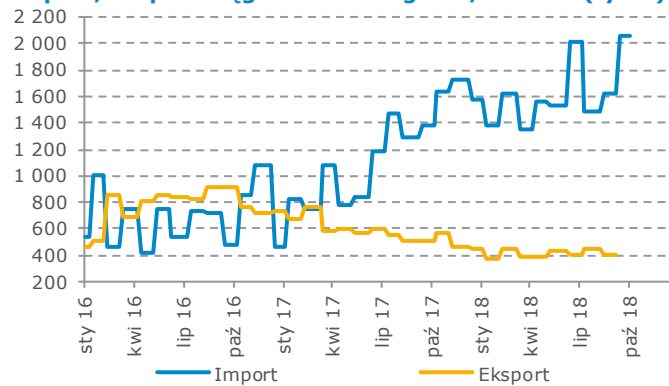
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



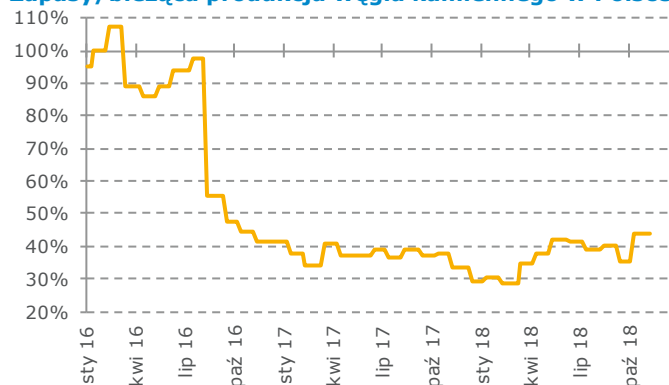
Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



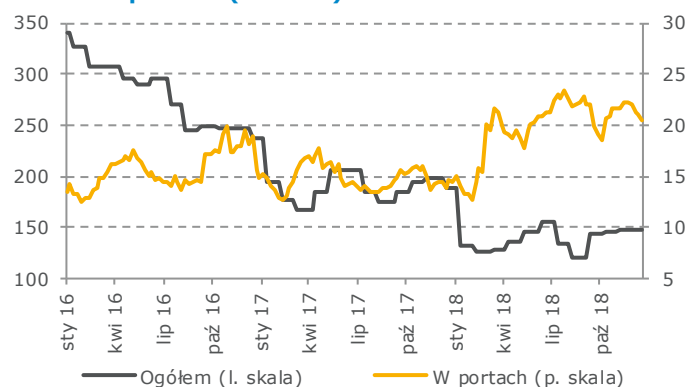
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



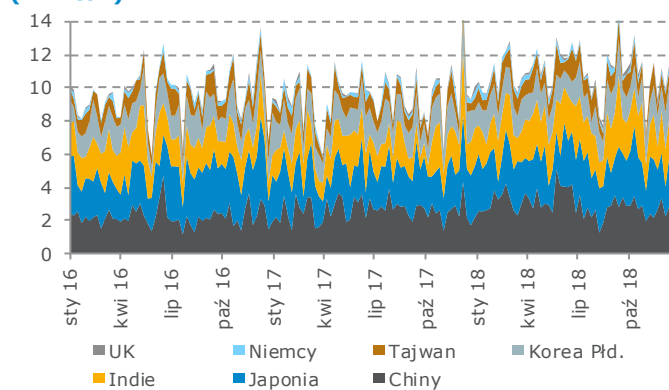
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



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



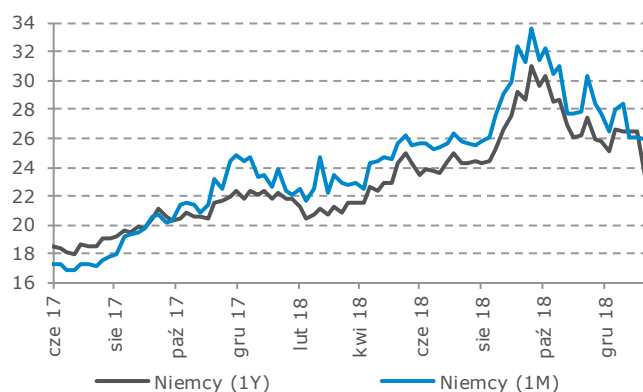
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



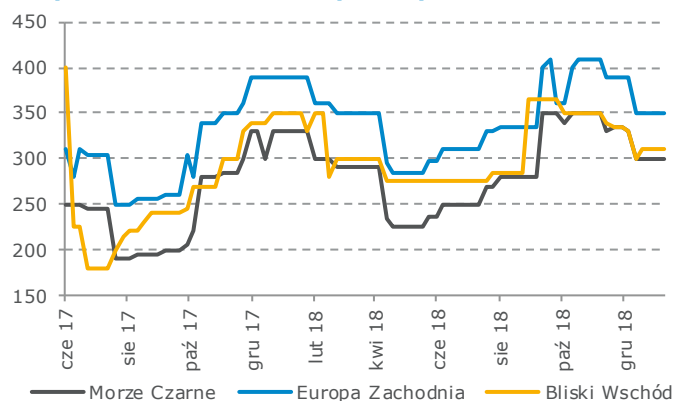
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

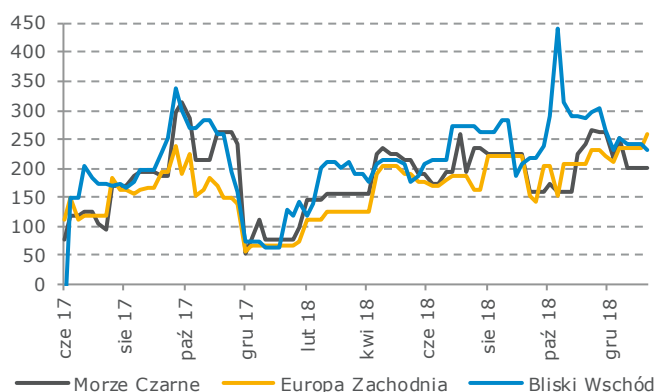
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



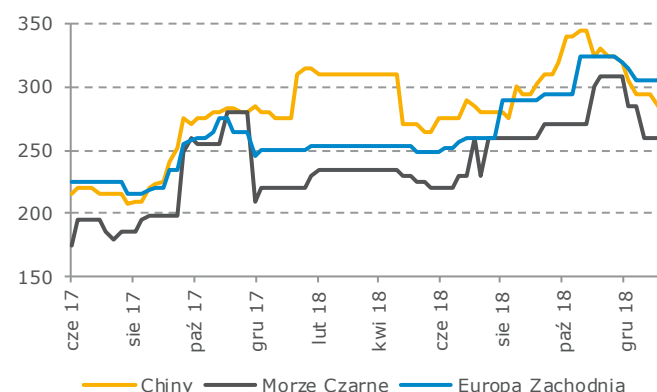
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



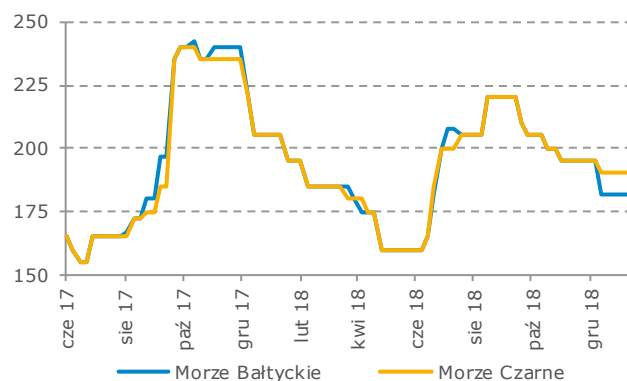
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



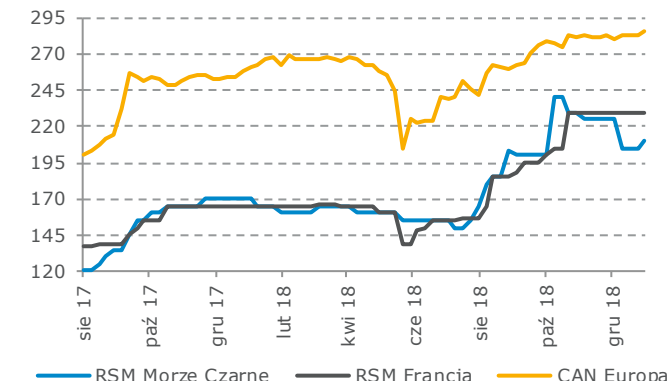
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



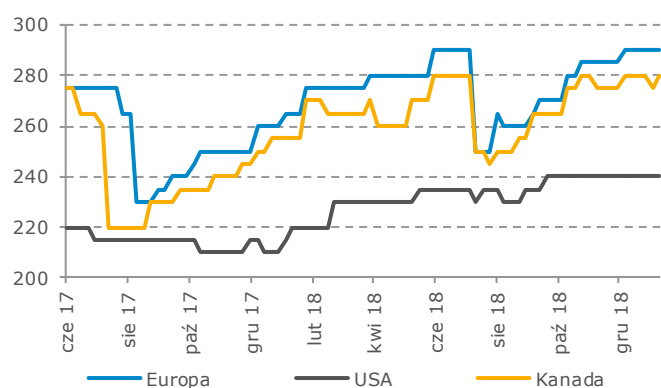
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



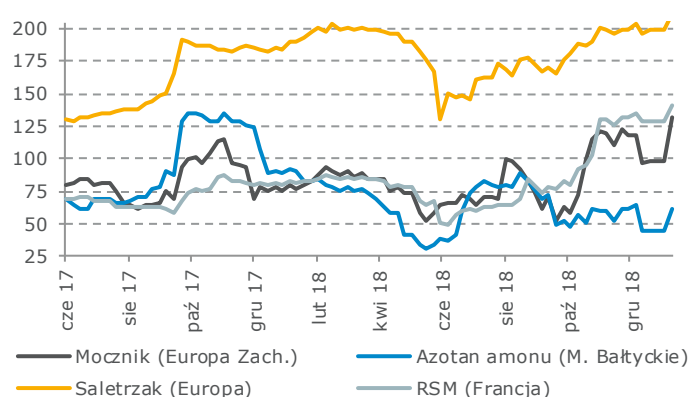
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



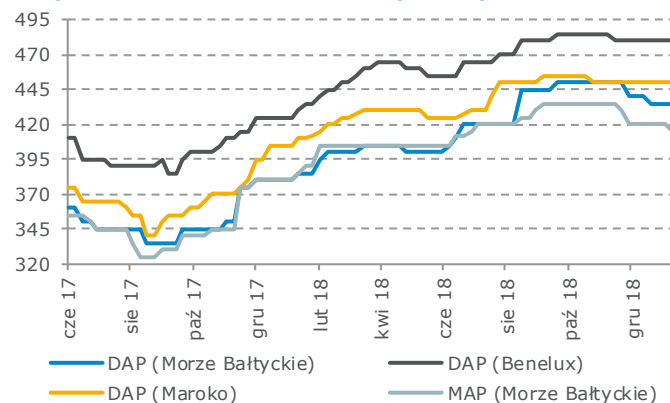
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



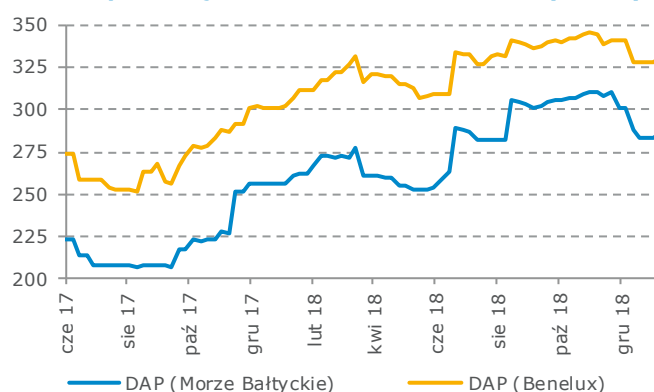
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

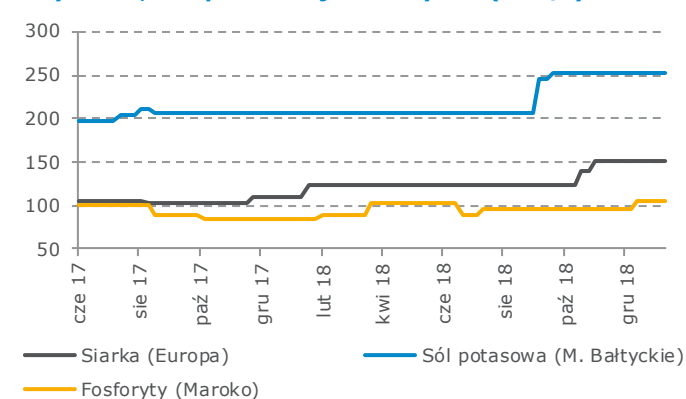
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



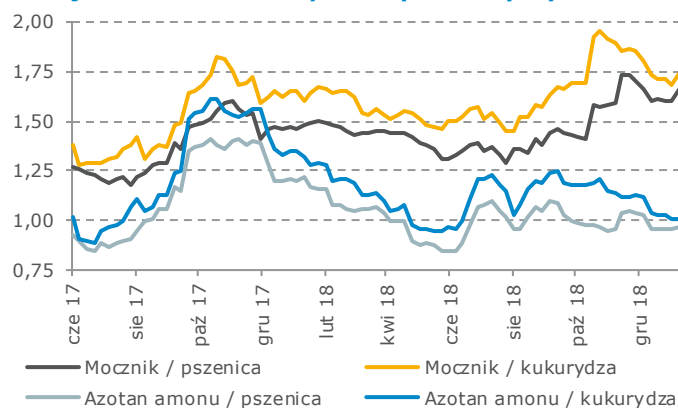
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



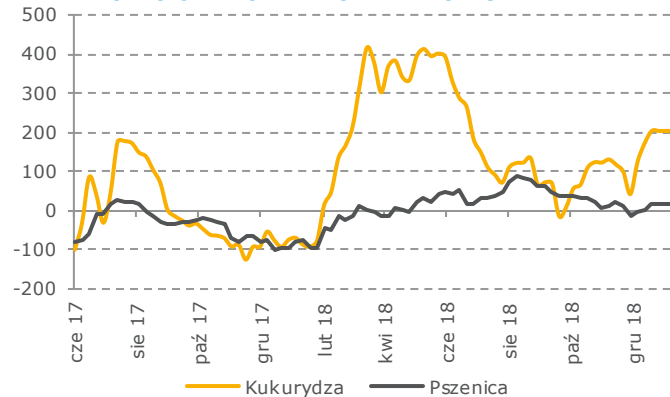
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



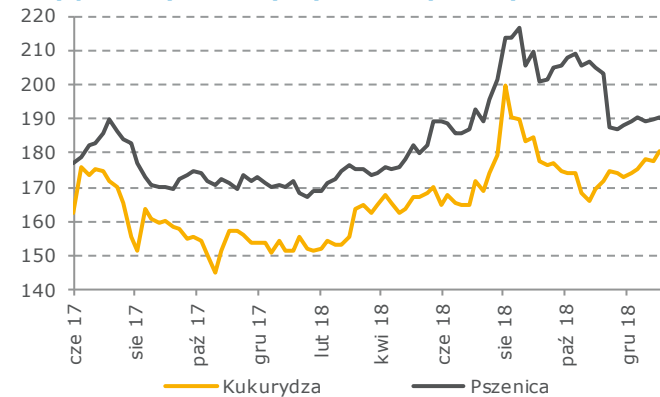
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



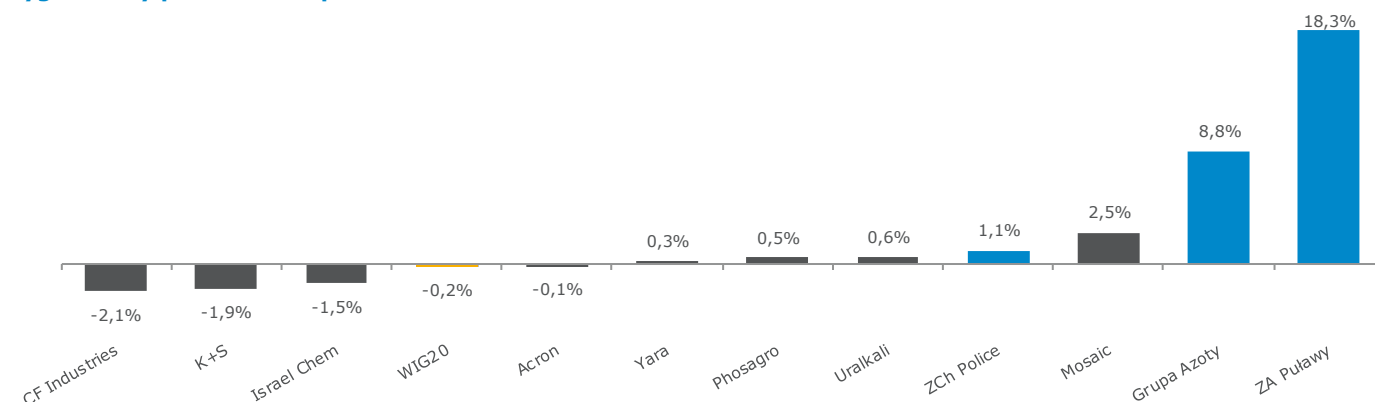
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



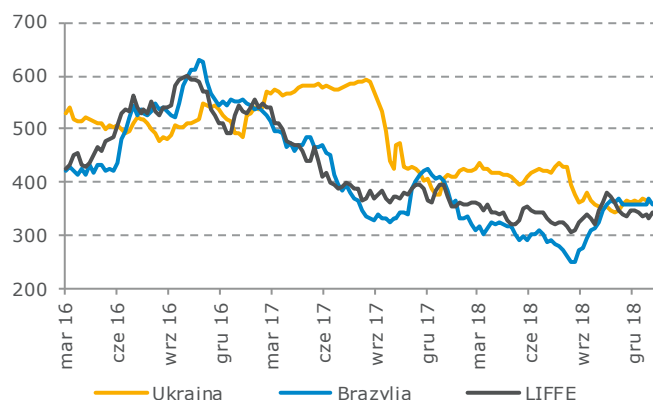
Tygodniowy performance producentów nawozów



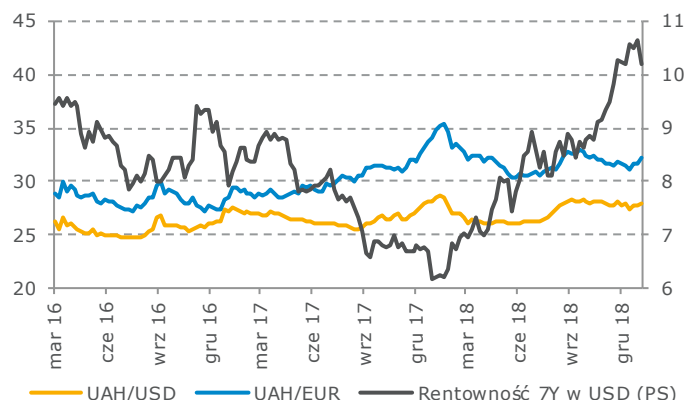
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

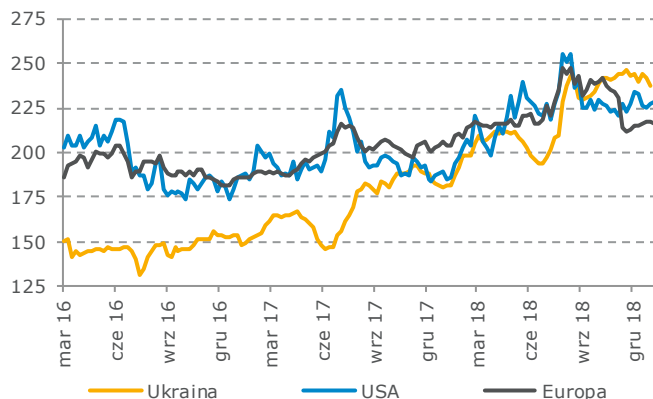
Cena cukru (USD/Mt)



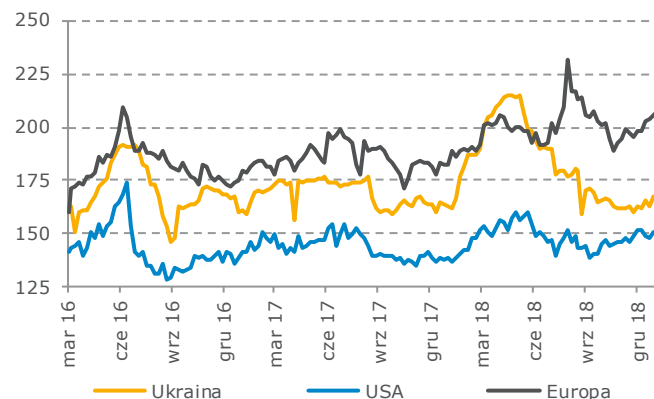
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



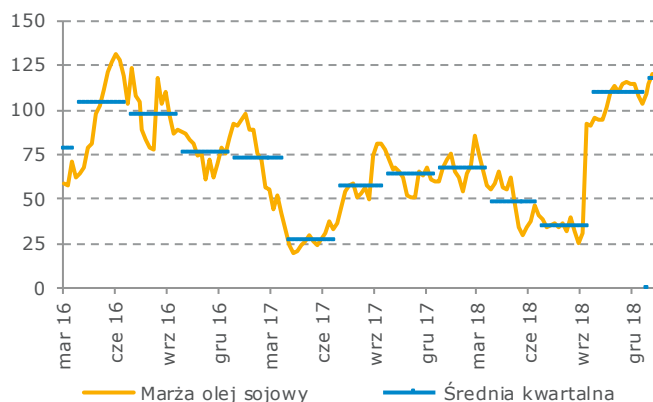
Cena pszenicy (USD/Mt)



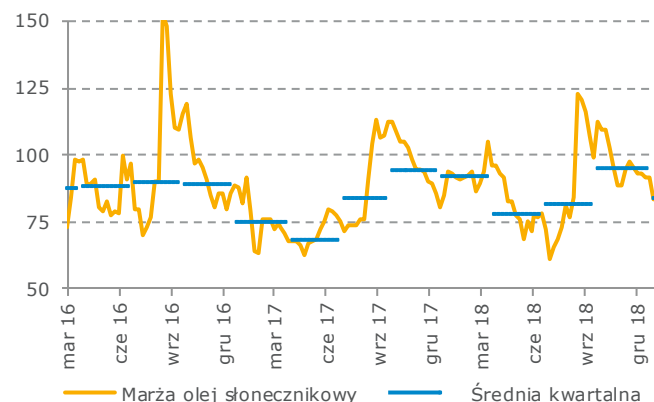
Cena kukurydzy (USD/Mt)



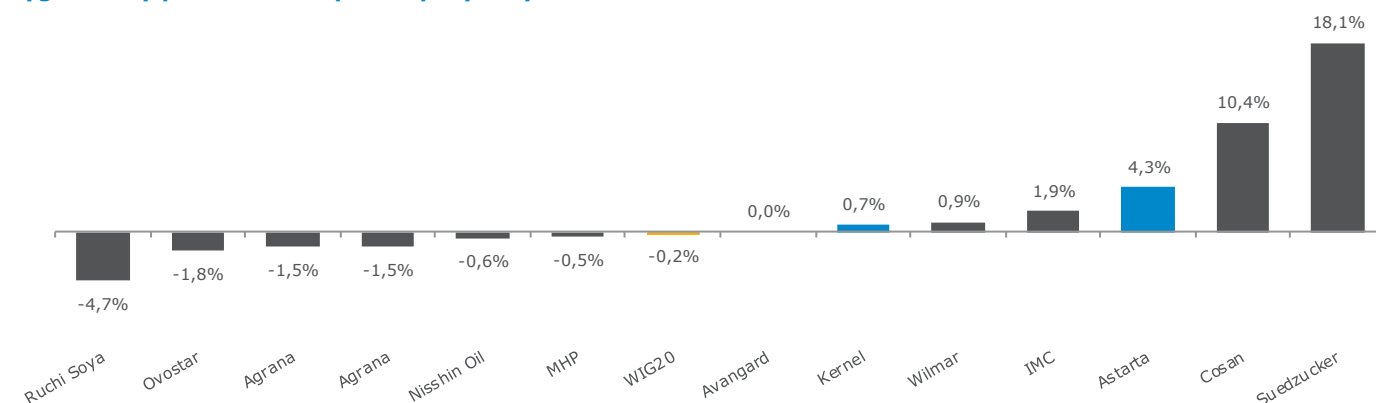
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych

	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	542,0	8,3	8,1	7,4	2,2	2,0	1,9	21,0	18,7	15,7	26%	25%	25%	6,1%	4,8%	5,4%
Enea	10,4	4,1	3,1	3,1	0,9	0,8	0,7	6,2	3,2	3,2	21%	25%	24%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	9,4	3,9	3,9	4,2	0,8	0,7	0,7	4,9	5,2	5,6	20%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	10,4	4,4	3,8	3,3	1,2	0,7	0,7	9,1	6,9	5,8	26%	20%	20%	0,0%	0,0%	3,6%
Tauron	2,2	3,7	3,8	3,3	0,7	0,6	0,5	3,9	3,0	2,5	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,6	4,2	2,0	1,4	0,3	0,2	0,2	-	6,5	3,6	6%	11%	15%	-	10,6%	10,6%
EDF	13,8	5,0	4,7	4,3	1,1	1,1	1,0	21,0	16,5	12,8	22%	23%	24%	2,3%	2,8%	4,0%
EDP	3,1	9,0	8,4	8,2	2,0	1,9	1,9	16,1	13,1	12,7	22%	23%	23%	6,2%	6,2%	6,2%
Endesa	20,6	7,8	7,5	7,4	1,3	1,3	1,3	15,2	14,4	14,2	17%	17%	18%	6,6%	6,9%	7,1%
Enel	5,2	7,3	6,9	6,6	1,6	1,5	1,5	12,9	11,1	10,4	21%	22%	23%	5,4%	6,2%	6,8%
EON	9,0	4,9	4,9	4,0	0,6	0,6	0,4	13,6	13,2	12,0	12%	12%	11%	4,8%	5,2%	5,7%
Fortum	18,5	13,5	12,3	11,2	4,2	4,0	3,9	21,4	14,5	12,6	31%	33%	35%	5,9%	5,9%	5,9%
Iberdola	6,9	9,4	8,9	8,4	2,4	2,3	2,2	14,6	13,8	12,9	25%	26%	26%	4,9%	5,2%	5,4%
National Grid	7,9	10,5	10,6	10,0	3,5	3,4	3,3	7,7	13,9	13,4	33%	32%	33%	5,7%	6,0%	6,2%
Red Electrica	19,6	9,7	9,5	9,8	7,6	7,4	7,5	15,0	14,5	15,0	78%	78%	77%	5,0%	5,3%	5,4%
RWE	19,9	7,9	5,6	3,7	0,5	0,4	0,4	15,1	14,2	10,8	6%	8%	11%	3,5%	4,0%	4,6%
SSE	11,5	9,9	11,2	9,4	0,7	0,7	0,7	14,1	15,8	11,8	7%	6%	7%	8,2%	8,5%	7,1%
Verbund	40,8	19,9	15,0	12,5	6,3	5,6	5,1	40,7	26,1	20,4	32%	37%	40%	1,1%	1,7%	2,2%
Mediana		7,8	7,2	7,0	1,3	1,2	1,2	14,6	13,8	12,3	22%	22%	23%	4,9%	5,2%	5,4%

Wycena spółek rafineryjnych

	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	94,24	5,7	8,1	6,5	0,7	0,7	0,7	9,5	16,9	14,9	12%	8%	10%	1,1%	3,2%	1,8%
MOL	3202,00	4,1	4,6	4,3	0,6	0,6	0,6	8,7	11,3	10,0	14%	12%	13%	4,0%	3,2%	3,3%
PKN Orlen	110,00	5,2	8,2	6,8	0,5	0,5	0,4	8,2	16,7	14,5	9%	6%	7%	2,7%	2,7%	2,7%
Hellenic Petroleum	7,61	5,5	5,9	5,4	0,4	0,4	0,4	7,7	9,0	7,2	8%	7%	8%	5,6%	6,0%	6,4%
HollyFrontier	53,09	5,2	5,4	5,3	0,6	0,7	0,6	8,8	8,1	8,0	12%	12%	12%	2,5%	2,5%	2,6%
Marathon Petroleum	64,88	7,8	5,2	4,5	0,7	0,5	0,5	11,8	9,6	7,1	9%	10%	11%	2,8%	3,1%	3,5%
Motor Oil	21,50	4,6	4,8	4,2	0,3	0,3	0,3	7,9	8,6	7,1	6%	6%	7%	6,4%	6,7%	7,4%
Neste Oil	76,58	11,7	10,7	10,3	1,3	1,3	1,3	18,2	16,6	15,7	11%	12%	13%	2,8%	3,0%	3,2%
OMV	40,82	4,1	3,7	3,7	0,9	0,9	0,9	8,6	7,5	7,4	21%	23%	23%	4,0%	4,4%	4,9%
Phillips 66	92,83	6,7	7,3	6,3	0,5	0,5	0,5	9,8	10,3	8,2	7%	7%	8%	2,5%	3,7%	3,9%
Saras	1,86	4,2	3,6	3,1	0,2	0,2	0,2	15,7	9,1	7,2	4%	5%	5%	4,4%	5,8%	6,9%
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	119,00	5,4	5,0	4,2	0,5	0,4	0,3	8,4	6,2	4,6	8%	7%	8%	9,5%	13,0%	18,4%
Valero Energy	78,95	6,7	5,9	4,8	0,3	0,4	0,3	12,9	9,6	7,0	5%	6%	7%	4,1%	4,4%	4,7%
Mediana		5,4	5,6	5,0	0,5	0,5	0,5	9,1	9,6	7,7	8%	8%	9%	3,4%	3,4%	3,7%

Wycena spółek petrochemicznych

	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	110,00	5,2	8,2	6,8	0,5	0,5	0,4	8,2	16,7	14,5	9%	6%	7%	2,7%	2,7%	2,7%
Axiall	74,12	5,4	5,7	5,2	1,4	1,3	1,3	8,8	9,3	8,1	25%	23%	24%	1,2%	1,3%	1,4%
Braskem	48,28	5,6	5,9	6,1	1,2	1,2	1,1	11,4	12,6	16,2	20%	19%	19%	3,7%	2,9%	3,4%
Eastman Chemical	76,43	7,5	7,2	6,9	1,7	1,6	1,6	9,0	8,5	7,6	23%	23%	23%	2,9%	3,1%	3,4%
Huntsman Corp	21,01	5,4	5,6	5,2	0,9	0,9	0,8	6,4	6,4	5,8	16%	15%	16%	3,1%	3,2%	3,4%
Lotte Chemicals	265 000	3,3	3,2	3,0	0,6	0,6	0,5	5,1	5,1	4,8	18%	17%	17%	4,0%	4,2%	4,6%
LyondellBasell	85,71	5,6	5,9	5,3	1,0	1,0	0,9	7,3	7,8	6,7	18%	17%	17%	4,7%	5,0%	5,3%
Mitsubishi Chemical	875,90	5,9	5,4	5,3	0,8	0,8	0,7	6,0	5,8	6,0	14%	14%	14%	3,7%	4,5%	4,6%
Mitsui Chemicals	2557,00	6,5	6,1	5,9	0,7	0,6	0,6	7,1	6,2	6,2	11%	11%	11%	3,5%	3,9%	4,2%
Westlake Chemical	74,12	5,4	5,7	5,2	1,4	1,3	1,3	8,8	9,3	8,1	25%	23%	24%	1,2%	1,3%	1,4%

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

Wycena spółek gazowych

	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	7,26	5,1	4,2	3,8	1,0	0,8	0,8	11,0	8,8	8,5	19%	20%	21%	1,0%	1,8%	3,4%
A2A	1,58	6,7	6,7	6,3	1,3	1,3	1,2	11,7	13,3	12,1	20%	19%	20%	4,2%	4,7%	5,0%
BG Group	23,45	5,2	5,2	4,9	0,8	0,8	0,8	11,3	10,5	9,5	16%	16%	17%	6,3%	6,3%	6,3%
BP	5,21	4,6	4,6	4,4	0,6	0,6	0,6	11,2	12,0	10,9	12%	13%	14%	6,2%	6,1%	6,2%
Centrica	1,34	5,0	4,9	4,7	0,4	0,4	0,4	11,0	10,9	9,7	9%	9%	9%	9,0%	8,8%	8,2%
Enagas	24,94	10,3	10,6	10,2	8,1	8,2	8,1	13,5	14,1	12,8	78%	77%	80%	6,1%	6,4%	6,7%
Endesa	20,62	7,8	7,5	7,4	1,3	1,3	1,3	15,2	14,4	14,2	17%	17%	18%	6,6%	6,9%	7,1%
Engie	13,36	6,4	6,0	5,6	0,9	0,9	0,8	13,6	12,6	10,9	14%	15%	15%	5,6%	5,8%	6,5%
Eni	14,12	3,2	3,2	3,1	0,8	0,8	0,8	11,4	10,9	10,3	25%	24%	25%	5,9%	6,0%	6,2%
Equinor	189,00	2,9	2,8	2,6	1,1	1,1	1,1	10,6	10,7	9,9	37%	38%	40%	4,2%	4,4%	4,6%
Gas Natural SDG	22,73	9,4	8,7	8,3	1,7	1,6	1,5	17,9	15,6	14,4	18%	18%	18%	5,8%	6,0%	6,4%
Gazprom	160,48	2,4	2,4	2,3	0,7	0,7	0,7	2,7	3,0	2,9	29%	28%	28%	6,3%	6,6%	8,2%
Hera	2,84	7,1	7,1	6,9	1,2	1,2	1,2	15,6	15,6	15,1	17%	17%	17%	3,5%	3,6%	3,8%
NovaTek	177,50	12,9	12,3	11,5	4,6	4,3	4,1	16,6	13,1	12,0	36%	35%	35%	1,7%	2,1%	2,5%
ROMGAZ	27,35	4,1	3,5	3,3	2,0	1,8	1,7	7,1	6,6	6,3	49%	52%	51%	15,2%	13,9%	14,6%
Shell	26,33	5,3	5,2	4,9	0,8	0,8	0,8	11,4	10,5	9,5	16%	16%	17%	6,2%	6,3%	6,3%
Snam	4,13	12,6	12,2	12,0	10,2	9,9	9,7	14,2	13,6	13,3	81%	81%	81%	5,5%	5,7%	6,0%
Total	47,05	5,0	4,8	4,6	0,9	0,9	0,9	10,1	9,6	9,1	18%	19%	21%	5,6%	5,7%	5,8%
Mediana		5.2	5.2	4.9	1.0	1.0	1.0	11.4	11.4	10.6	19%	19%	20%	5.8%	6.0%	6.3%

Wycena spółek wydobywczych

	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	3202,00	4,8	4,9	4,6	0,7	0,7	0,7	8,2	8,3	7,3	14%	14%	15%	3,7%	3,5%	3,9%
Bashneft	1922,00	1,9	1,7	1,7	0,4	0,4	0,4	3,1	2,9	3,0	24%	25%	24%	13,2%	17,6%	17,7%
BP	5,21	4,6	4,6	4,4	0,6	0,6	0,6	11,2	12,0	10,9	12%	13%	14%	6,2%	6,1%	6,2%
Dana Gas	0,92	7,4	6,8	-	3,7	3,5	-	24,8	12,6	-	51%	51%	-	7,6%	10,0%	-
Eni	14,12	3,2	3,2	3,1	0,8	0,8	0,8	11,4	10,9	10,3	25%	24%	25%	5,9%	6,0%	6,2%
Equinor	189,00	2,9	2,8	2,6	1,1	1,1	1,1	10,6	10,7	9,9	37%	38%	40%	4,2%	4,4%	4,6%
Gazprom Neft	355,70	3,8	3,9	3,9	0,9	0,9	0,9	4,3	4,3	4,4	25%	23%	23%	7,4%	8,5%	8,8%
Gulf Keystone	2,12	3,3	2,6	1,5	2,4	2,1	1,3	8,8	5,6	2,9	72%	80%	83%	-	-	-
Lukoil	5200,00	3,5	3,4	3,4	0,5	0,5	0,5	5,8	5,8	5,7	14%	15%	15%	4,7%	4,7%	5,6%
Occidental Petroleum	65,58	5,9	6,8	6,6	3,3	3,6	3,5	13,0	18,6	18,6	56%	54%	53%	4,7%	4,8%	4,8%
Repsol	14,67	4,2	4,0	3,7	0,6	0,6	0,6	9,3	8,6	7,5	14%	15%	16%	6,3%	6,6%	6,9%
Rosneft Oil	427,90	4,0	3,8	3,7	1,0	1,0	0,9	6,6	5,5	5,4	24%	25%	25%	6,4%	8,4%	10,0%
Shell	26,33	5,3	5,2	4,9	0,8	0,8	0,8	11,4	10,5	9,5	16%	16%	17%	6,2%	6,3%	6,3%
Surgutneftegas	39,77	-	-	-	-	-	-	2,9	4,5	4,1	-	-	-	11,5%	9,9%	7,2%
Total	47,05	5,0	4,8	4,6	0,9	0,9	0,9	10,1	9,6	9,1	18%	19%	21%	5,6%	5,7%	5,8%
Tullow Oil	1,99	4,6	4,5	4,6	3,5	3,4	3,3	9,9	9,1	8,5	75%	75%	72%	0,1%	1,7%	2,0%
Mediana		4.2	4.0	3.8	0.9	0.9	0.9	9.6	8.9	7.5	24%	24%	23%	6.2%	6.1%	6.2%

Wycena spółek surowcowych

	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	65,26	1,7	3,1	4,4	0,5	0,6	0,7	4,1	9,9	24,5	32%	20%	17%	0,0%	7,3%	4,0%
KGHM	89,74	4,8	4,0	3,8	1,2	1,0	0,9	11,9	7,7	8,1	25%	24%	23%	0,0%	1,1%	2,6%
LW Bogdanka*	55,60	3,1	2,3	2,1	1,0	0,8	0,8	17,0	7,7	6,7	31%	35%	37%	2,3%	3,4%	4,7%
Anglo American	17,82	4,3	4,4	4,6	1,4	1,4	1,4	9,1	9,4	10,3	32%	32%	31%	4,4%	4,4%	4,3%
Antofagasta	8,14	5,9	5,1	4,8	2,7	2,6	2,5	18,1	13,9	13,3	46%	51%	51%	2,6%	3,0%	3,3%
BHP Group	15,96	6,1	5,8	6,0	3,1	3,0	3,1	30,9	11,4	12,0	51%	52%	51%	2,9%	9,4%	5,5%
Freeport-McMoRan	11,55	3,9	6,4	5,1	1,4	1,8	1,7	7,1	15,2	10,2	37%	28%	33%	1,5%	2,0%	3,7%
Glencore	2,91	4,8	4,9	4,9	0,4	0,4	0,4	8,0	8,5	8,3	7%	8%	7%	5,7%	5,7%	6,1%
Grupo Mexico	45,06	5,0	4,8	4,6	2,3	2,2	2,1	10,9	9,8	9,0	46%	46%	46%	5,2%	5,3%	8,5%
Kazakhmys	5,37	4,2	4,4	4,3	2,3	2,3	2,3	6,3	6,4	6,1	56%	54%	53%	1,5%	1,5%	1,7%
Rio Tinto	38,61	5,3	5,9	6,0	2,4	2,6	2,5	9,8	11,1	11,5	45%	43%	43%	5,9%	5,6%	5,4%
Southern CC	32,23	8,2	7,7	7,1	4,1	3,9	3,6	15,3	14,2	13,1	51%	50%	51%	4,0%	3,7%	4,7%
Mediana		4,8	4,9	4,7	1,9	2,0	1,9	10,4	9,8	10,2	41%	39%	40%	2,8%	4,1%	4,5%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	325,50	8,4	9,0	8,4	1,3	1,3	1,3	11,9	13,2	12,5	15%	15%	15%	7,4%	5,9%	5,3%
Alcoa	28,79	2,8	3,5	3,4	0,6	0,6	0,6	7,9	9,2	7,8	22%	19%	19%	-	0,1%	0,2%
Constellium	7,53	5,6	5,2	4,7	0,5	0,5	0,4	5,8	6,5	5,0	9%	9%	9%	-	1,0%	1,3%
Kaiser Aluminum	94,92	8,6	7,7	7,4	1,1	1,1	1,0	15,5	12,8	12,3	13%	14%	14%	2,3%	2,4%	2,5%
Norsk Hydro	39,80	5,4	4,8	4,3	0,6	0,6	0,5	12,3	10,9	9,1	11%	12%	13%	4,0%	4,3%	4,9%
Rusal	2,54	5,5	5,8	5,9	1,2	1,2	1,2	2,7	2,6	2,6	21%	20%	20%	7,3%	7,4%	8,2%
Mediana		5.6	5.5	5.3	0.9	0.9	0.8	9.9	10.1	8.5	14%	14%	14%	5.6%	3.4%	3.7%

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

Wycena spółek nawozowych

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	36,20	6,8	7,1	7,5	0,5	0,6	0,7	100+	26,3	23,4	7%	9%	9%	3,3%	0,2%	0,8%
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*	79,00	3,2	2,8	2,2	0,3	0,3	0,2	12,5	10,6	7,2	9%	9%	11%	7,5%	6,3%	6,3%
Acron	4682,00	8,0	7,0	7,3	2,6	2,5	2,3	10,5	9,6	9,3	33%	35%	32%	6,8%	7,0%	7,5%
CF Industries	43,19	11,0	8,6	7,9	3,6	3,2	3,2	29,1	16,6	13,5	33%	38%	40%	2,8%	2,8%	2,8%
Israel Chemicals	20,84	8,1	8,1	7,6	1,7	1,7	1,6	14,6	14,0	12,8	21%	21%	21%	11,0%	6,1%	6,6%
K+S	16,87	10,6	7,3	6,5	1,6	1,5	1,4	42,8	12,5	9,5	15%	20%	22%	1,9%	3,3%	4,4%
Phosagro	2555,00	5,9	5,8	5,7	1,9	1,9	1,8	7,9	8,7	8,8	33%	32%	31%	5,6%	5,6%	5,6%
The Mosaic Company	31,38	8,2	7,0	6,8	1,7	1,6	1,5	16,6	12,9	11,8	21%	22%	23%	0,3%	0,4%	0,6%
Yara International	360,30	9,9	7,1	6,1	1,1	1,0	1,0	24,9	13,9	10,5	11%	15%	16%	1,7%	3,2%	4,0%
Mediana		8,1	7,1	6,7	1,6	1,5	1,5	15,6	13,4	10,5	18%	20%	22%	3,6%	3,5%	4,2%

Wycena spółek spożywczych

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	24,50	5,1	4,3	3,1	1,0	0,9	0,9	13,1	4,9	2,6	20%	22%	28%	-	-	-
IMC*	13,25	3,8	3,9	-	1,3	1,3	-	5,5	5,2	-	34%	33%	-	11,4%	9,0%	-
Kemel	49,00	7,7	5,5	4,7	0,7	0,6	0,4	21,9	7,0	5,1	9%	10%	9%	1,8%	1,8%	5,9%
Ovostar*	107,00	4,5	3,7	-	1,1	1,0	-	-	-	-	25%	27%	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	16,26	5,5	7,4	6,6	0,5	0,6	0,5	7,3	18,2	14,0	10%	8%	8%	6,9%	5,9%	6,4%
Bunge Limited	54,56	8,6	8,4	8,2	0,3	0,3	0,3	12,2	10,6	10,2	4%	4%	4%	3,5%	3,7%	4,1%
Cosan	39,20	5,1	4,3	4,0	0,4	0,4	0,4	16,5	11,0	9,0	8%	9%	9%	4,6%	4,8%	5,8%
MHP	10,10	4,8	4,5	3,9	1,5	1,3	1,2	5,3	4,4	3,7	31%	30%	29%	7,4%	7,4%	7,4%
Nisshin Oillio	3185,00	10,6	8,8	8,7	0,5	0,5	0,5	15,6	12,9	14,5	5%	6%	6%	1,9%	2,2%	2,2%
Suedzucker	13,30	5,4	10,8	8,6	0,6	0,6	0,6	13,3	-	74,7	11%	6%	7%	3,4%	1,6%	1,8%
Wilmar Int.	3,22	14,3	14,1	13,4	0,8	0,8	0,7	12,6	12,0	11,0	6%	5%	5%	3,3%	3,5%	3,6%
Mediana		5,4	5,5	6,6	0,7	0,6	0,5	12,9	10,6	10,2	10%	9%	8%	3,5%	3,7%	5,0%

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, 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 jakkolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

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

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

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

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

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

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

Michał Marczak

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

Michał Konarski

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

Jakub Szkopek

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

Paweł Szpigel

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

Piotr Bogusz

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

Aleksandra Szklarczyk

+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.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański

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

Jarosław Banasiak

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