

wtorek, 5 lutego 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 metali

Monitorowane zapasy miedzi na rynkach finansowych rosną drugi tydzień z rzędu (od dołka +13%). W ostatnim tygodniu wzrosły o 6% t/t, z czego najbardziej w Szanghaju (+19% t/t). Zapasy miedzi sezonowo powinny rosnąć do marca z uwagi na fakt, że w Chinach dziś zaczyna się Chiński Nowy Rok, które potrwa do 10 lutego. Duża część zakładów produkcyjnych jest obecnie wyłączana, co przekłada się na sezonowy wzrost zapasów surowca. Warto naszym zdaniem zauważyć, że wzrost cen miedzi w ostatnim tygodniu następował w ślad za rosnącym koszykiem walut rynków wschodzących (patrz wykresy tygodnia poniżej). Niepokojący jest natomiast spadek wskaźnika PMI Caixin w Chinach do poziomu 48,3 pkt w lutym (miesiąc wcześniej 49,7 pkt), co pokazuje spadek aktywności w sektorze przedsiębiorstw u największego konsumenta miedzi.

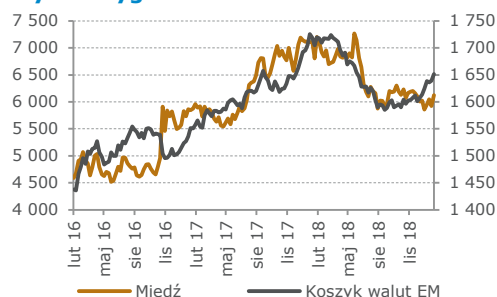
Rynek agro

Ceny oleju słonecznikowego wyraźnie odreagowały na początku roku (+7% YTD na Ukrainie) w efekcie wzrostu cen koszyka olejów roślinnych (w tym samym czasie rosły ceny olejów sojowego, rzepakowego i palmowego). Kernel może w bieżącym sezonie skorzystać na odbiciu marży na tłoczeniu słonecznika (większa dostępność ziarna; patrz strona 15).

Rynek węgla koksowego

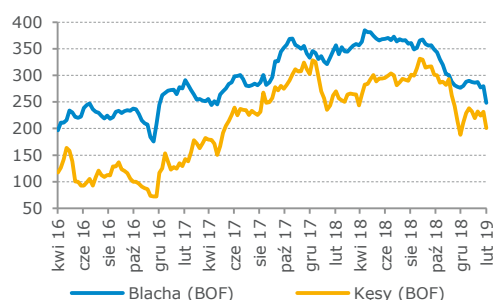
Ceny węgla koksowego odreagowały w ubiegłym tygodniu w Azji z co najmniej trzech powodów: wzrost cen rudy żelaza (+15% t/t; efekt katastrofy w kopalni Vale w Brazylii), lekkie odbicie na wskaźnikach wyprzedzających w przemyśle stalowym w Chinach (ogółem wskaźnik wzrósł w lutym do 51,5 pkt z 45,6 pkt miesiąc wcześniej; PMI nowe zamówienia wzrósł do 53,4 pkt z 39,5 pkt wcześniej) oraz informacji jakoby północne porty w Chinach miały czasowo zamknąć import węgla koksowego. Ceny gatunków wysokojakościowych na rynku zamorskim powróciły w ostatnim tygodniu do poziomów lekko powyżej 200 USD/t (w dołku lekko poniżej 190 USD/t oraz 220-230 USD/t w grudniu). Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na wzrost zapasów produktów stalowych w Chinach (strona 11). Te doszły w ubiegłym tygodniu do swojej 5-letniej średniej (w poprzednich miesiącach na 5-letnim minimum). W takim otoczeniu producenci wielkopiecowi mogą mieć problemy z podwyżkami cen produktów końcowych, co może prowadzić do przeceny rudy żelaza i węgla koksującego. Metal Bulletin podaje, powołując się na źródła rynkowe, że kupujący nie są zainteresowani bieżącymi poziomami cen i będą czekać, aż te powrócą do poziomów 190 USD/t. Źródła rynkowe zwracają uwagę na dużą dostępność węgla koksowego na rynku zamorskim (sucha pogoda w Australii, brak problemów w porcie w Queensland z wywózką węgla).

Wykres tygodnia



Ceny miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt)

Ceny miedzi w ubiegłym tygodniu odrobiły część strat wynikających z korelacji z koszykiem walut rynków wschodzących. Ten ostatni sugeruje, że ceny mogłyby powrócić do poziomu około 6400-6500 USD/t, tak aby zachować długoterminową korelację. Jeżeli momentum w Chinach nie ulegnie pogorszeniu, to możliwa jest kontynuacja wzrostów cen metalu.



Marże modelowe producentów wielkopiecowych (BOF) stali (USD/t)

Ubiegłotygodniowy 15% wzrost cen rudy żelaza oraz około 5% odbicie cen węgla koksowego przełożyło się na spadek marży modelowych producentów wielkopiecowych. Zważając na rosnące zapasy stali w Chinach naszym zdaniem producentom trudno będzie przetrzeć rosnące koszty na klientów, co może z kolei sugerować spadki cen rudy żelaza i węgla w niedalekiej przyszłości.

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Tarczyński	-10,3%	-13%
Kęty	-4,6%	+1%
Kernel	-2,8%	+1%
Kruszwica	-2,5%	-0%
LW Bogdanka	-1,9%	+8%
Tupras	-1,5%	+16%
IMC	-1,4%	+7%
PKN Orlen	-1,3%	-4%
Orzeł Biały	-0,8%	-9%
Lotos	-0,7%	+4%
Impexmetal	-0,6%	+9%
Astarta	-0,4%	+4%
Boryszew	+0,0%	+0%
MOL	+0,1%	+7%
Ciech	+1,1%	+20%
PGNiG	+2,3%	+10%
OMV	+2,8%	+13%
CEZ	+2,8%	+6%
PCC Rokita	+2,9%	+12%
ZCh Police	+3,3%	+6%
JSW	+3,8%	+4%
KGHM	+4,2%	+8%
Tauron	+4,3%	+10%
Energa	+5,4%	+16%
Grupa Azoty	+6,1%	+22%
Enea	+6,4%	+13%
ZE PAK	+7,0%	+12%
PGE	+14,7%	+25%
ZA Puławy	+18,9%	+36%

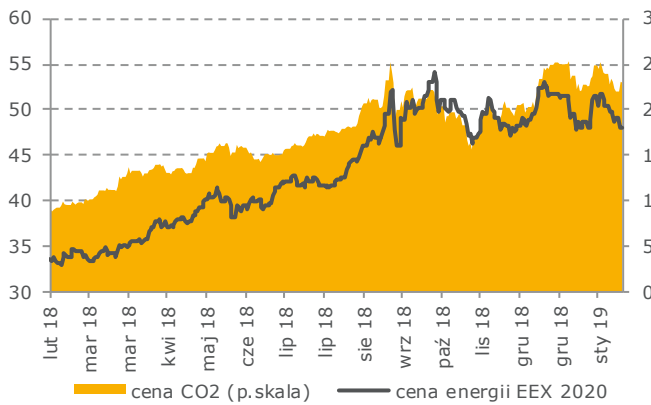
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+0,8%	+5%
Chemia	+4,0%	+19%
Energia	+9,9%	+18%
Paliwa	-0,2%	+1%
Spożywczy	-1,2%	+2%
Surowce	+3,9%	+7%
Ukraina	-1,3%	+2%

Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+6,3%	+10%
Oil & Gas E&P	+3,6%	+15%
Refining EU	+1,8%	+7%
Refining US	+3,4%	+11%
Agri & Food	+1,7%	+7%
Kauczuki	+0,7%	+8%
Nawozy	+0,3%	+4%
Chemicals EU	+1,5%	+6%
Industrials EU	+1,6%	+8%
Petchem World	+1,8%	+8%
Utilities EU	+2,2%	+8%
Utilities US	+3,0%	+4%

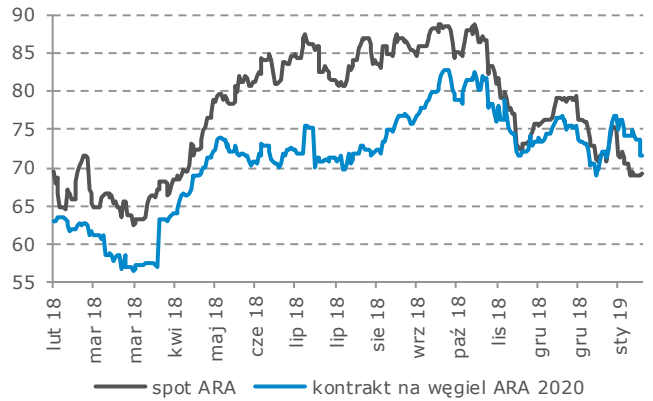


Energetyka

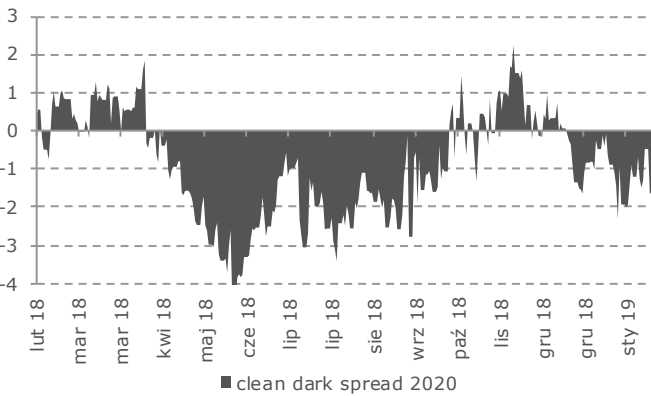
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



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



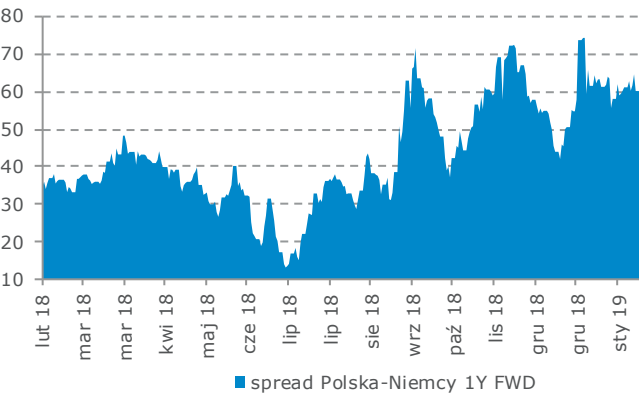
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



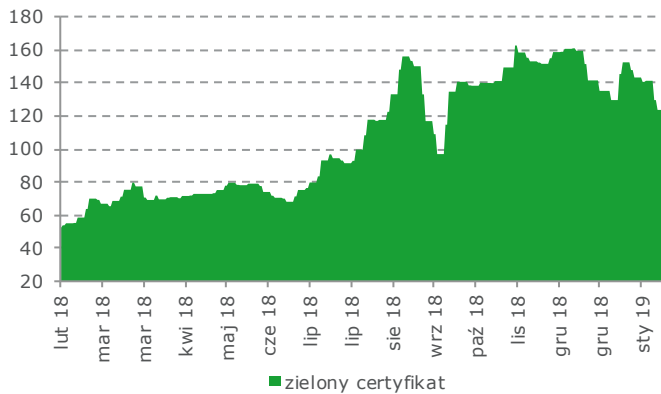
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



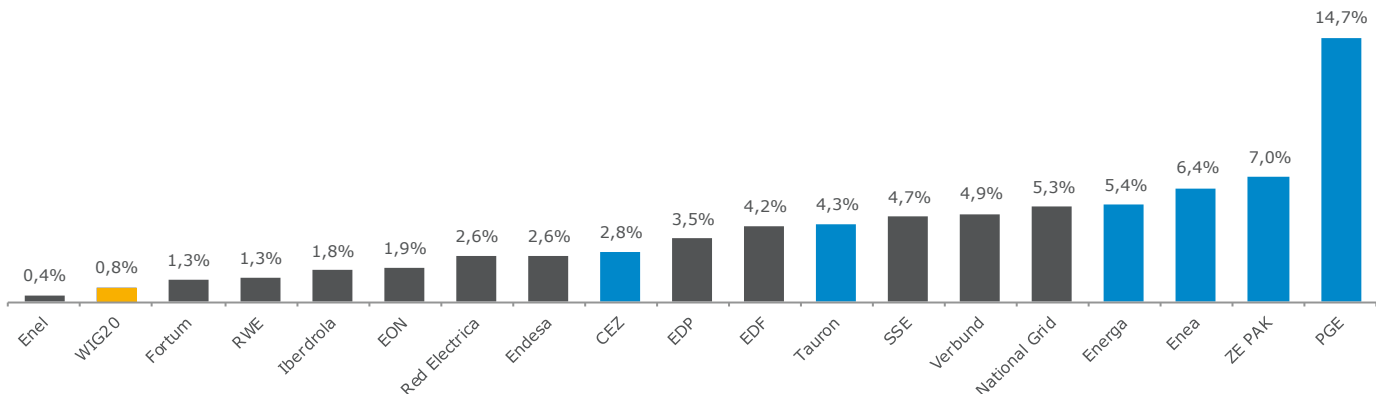
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



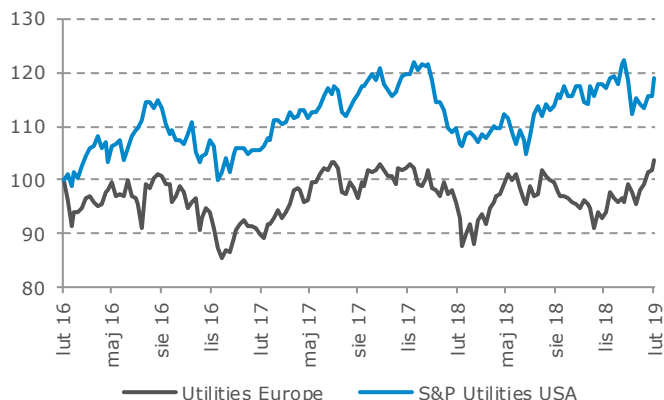
Tygodniowy performance spółek energetycznych



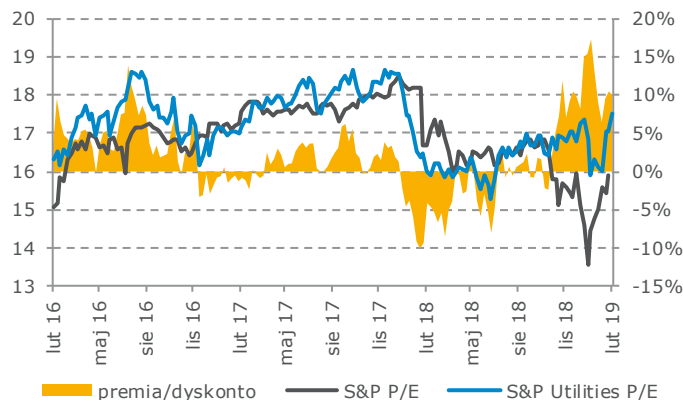
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

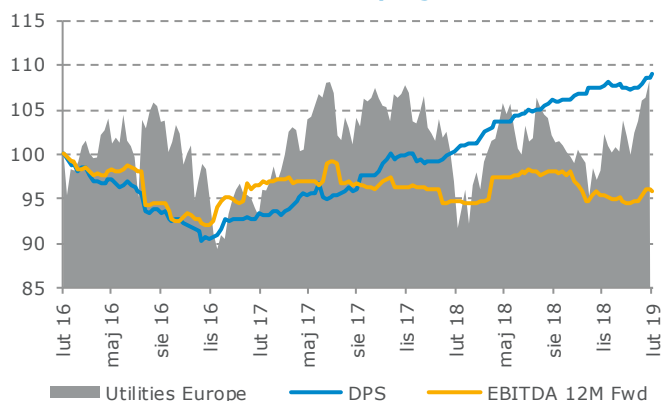
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



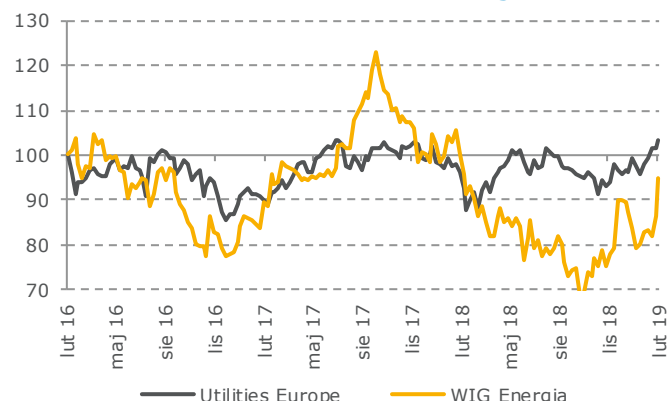
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



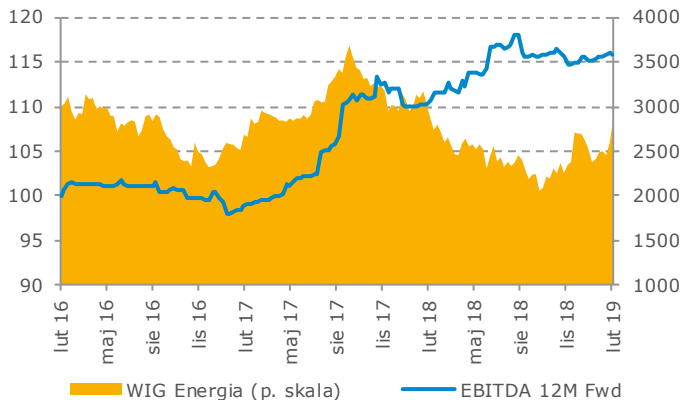
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



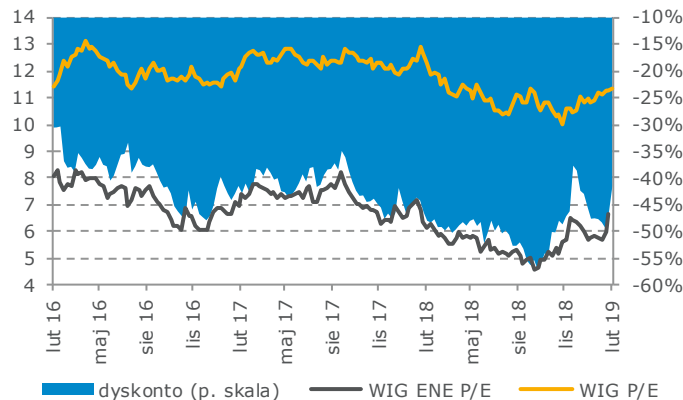
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



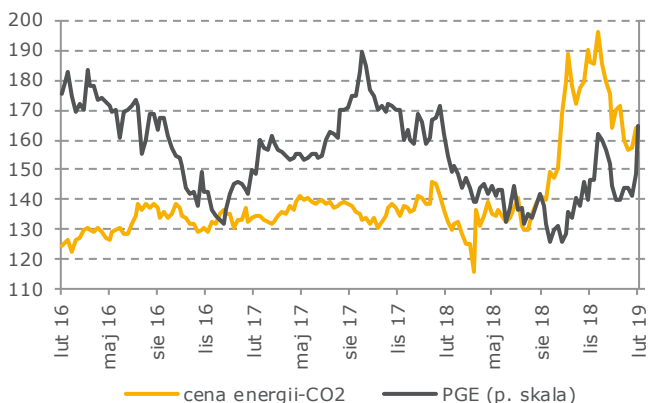
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



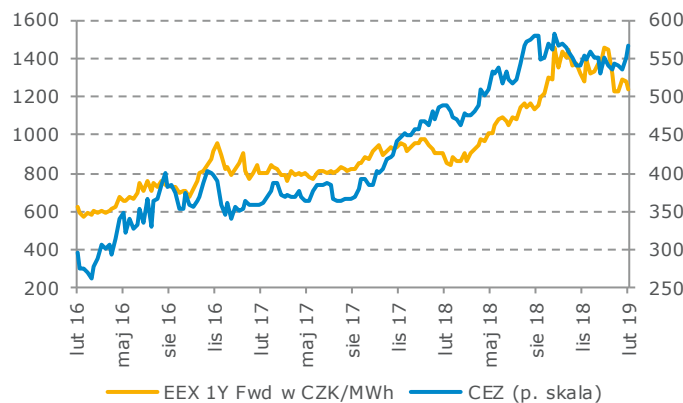
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



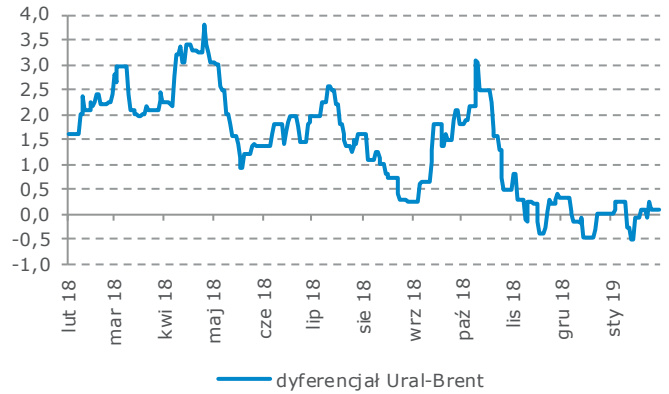
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

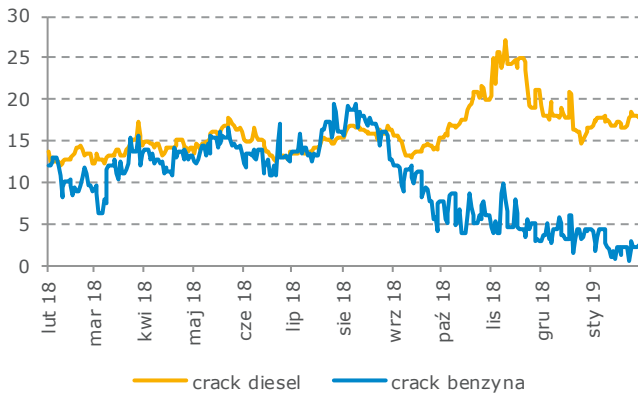
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



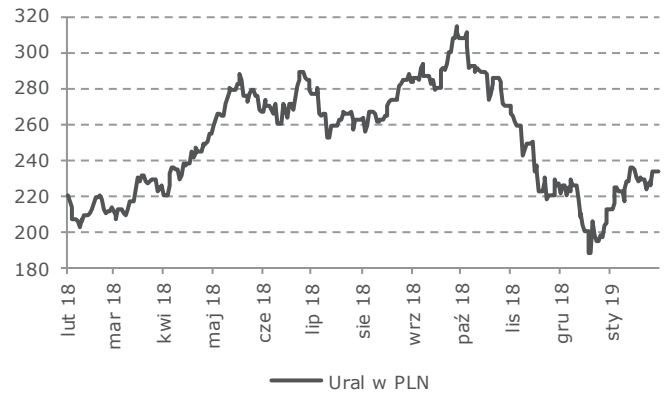
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



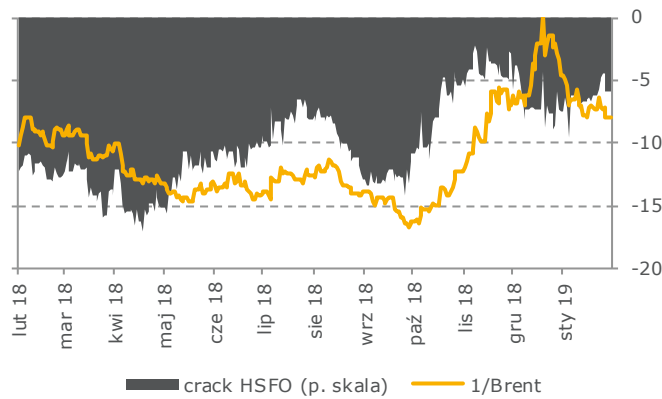
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



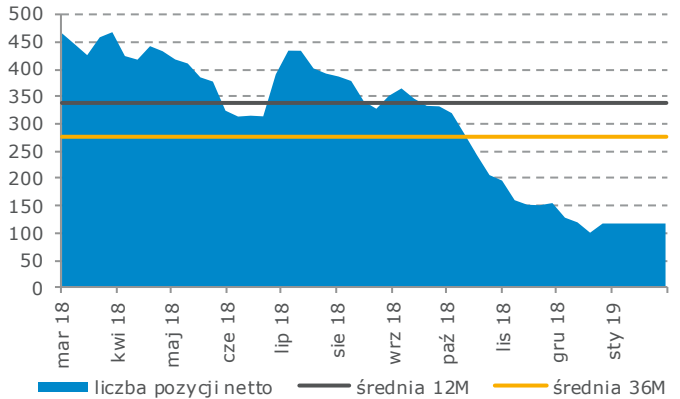
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



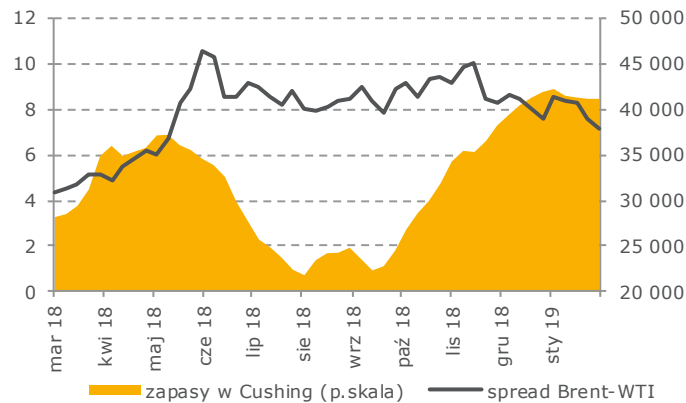
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



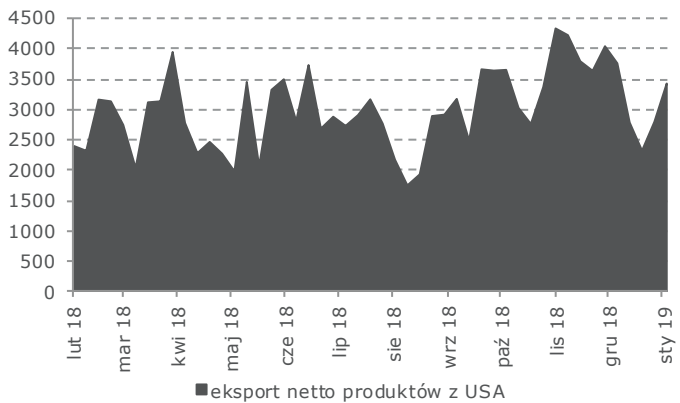
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



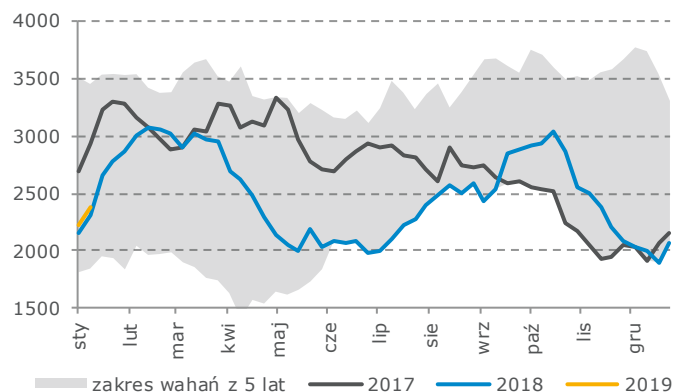
Eksport netto paliw z USA



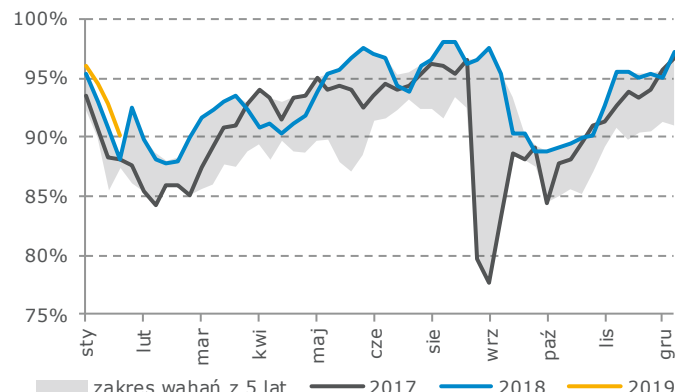
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

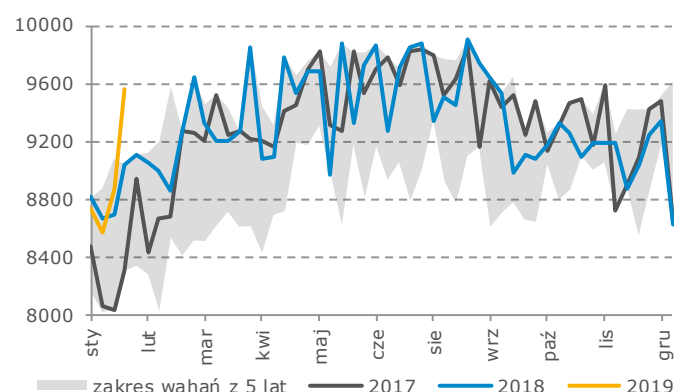
Zapasy diesla w portach ARA



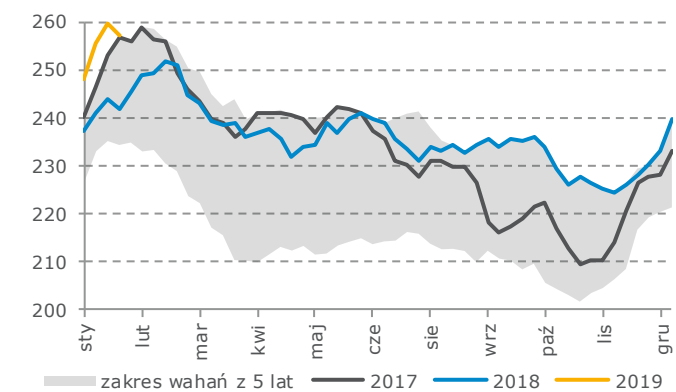
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Popyt na benzynę w USA



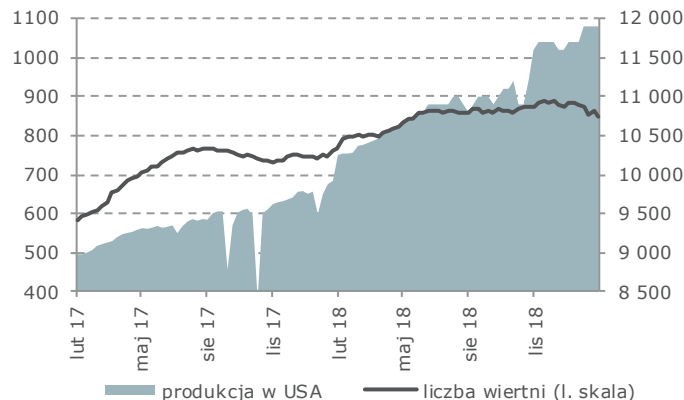
Zapasy benzyny w USA



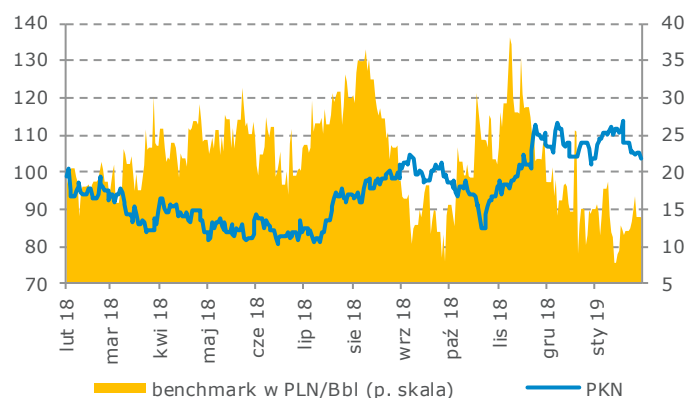
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



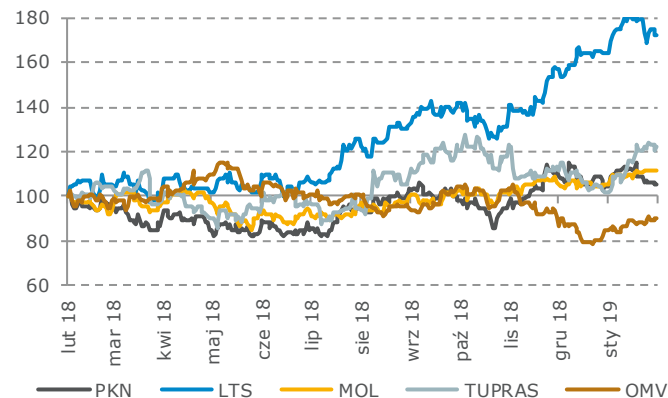
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



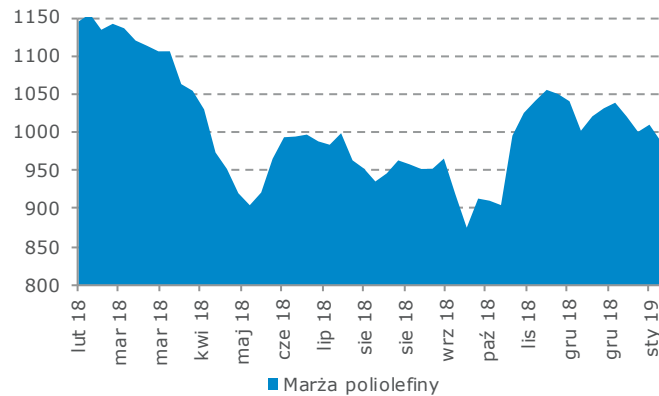
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



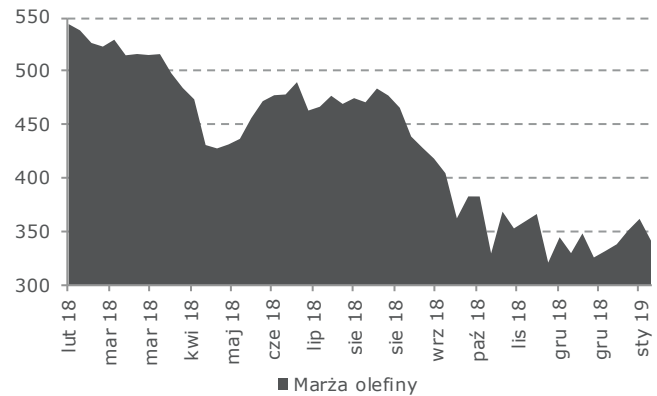
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

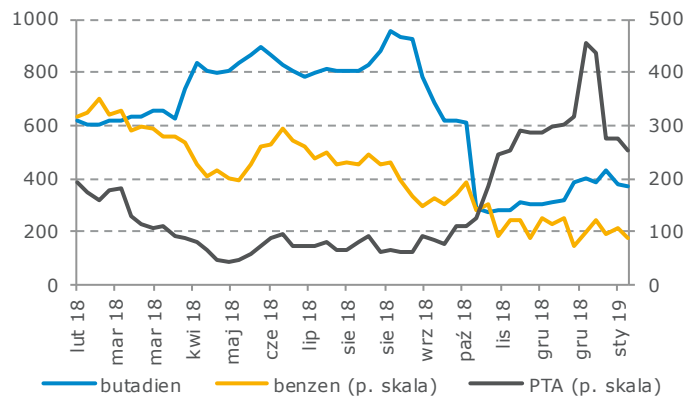
Marża petrochemiczna poliolefiny



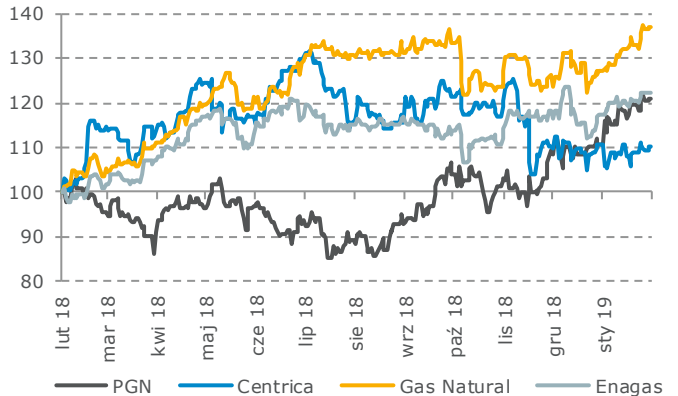
Marża petrochemiczna olefiny



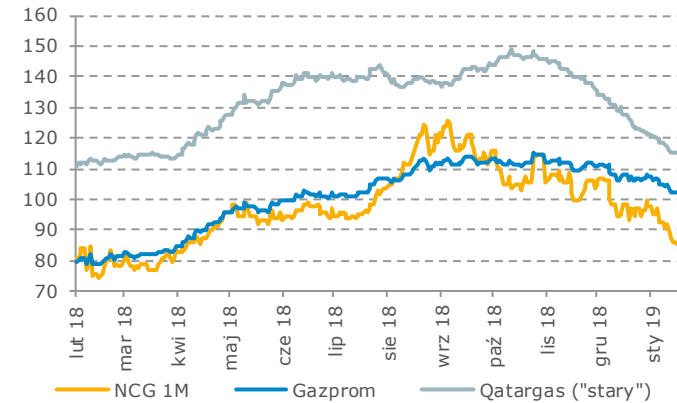
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



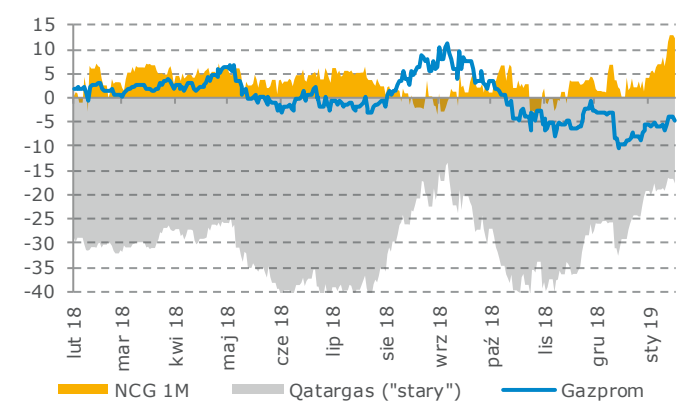
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



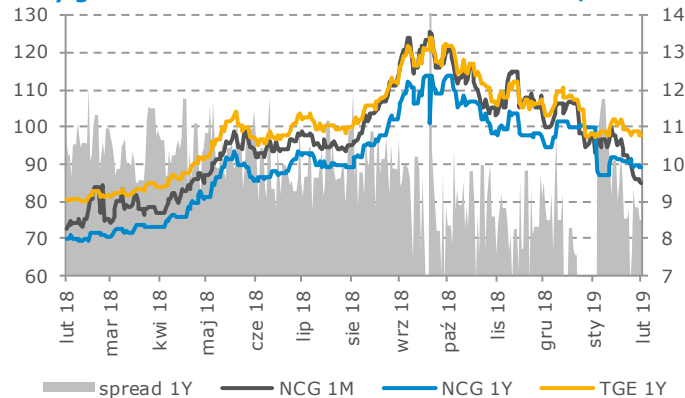
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



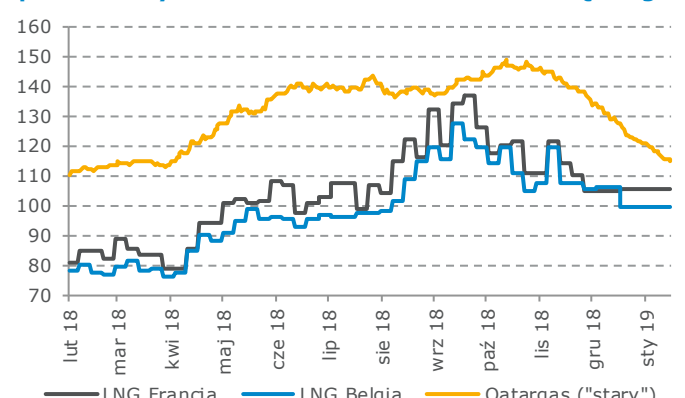
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



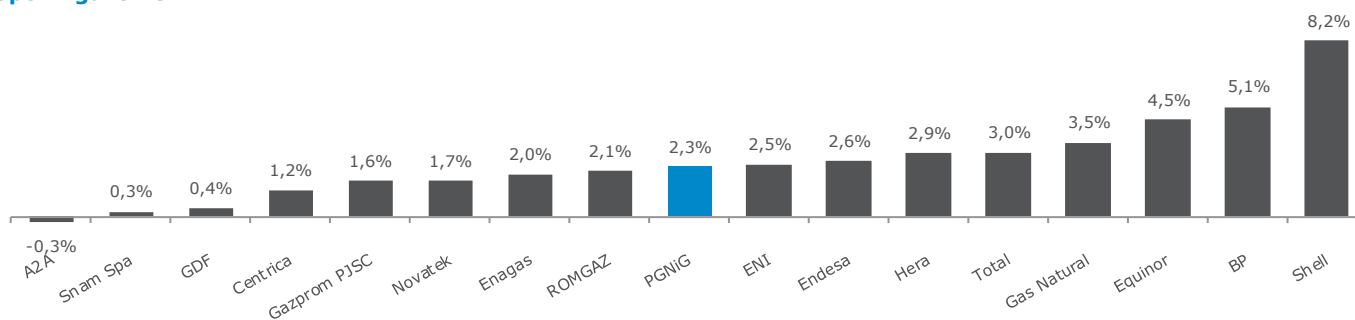
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

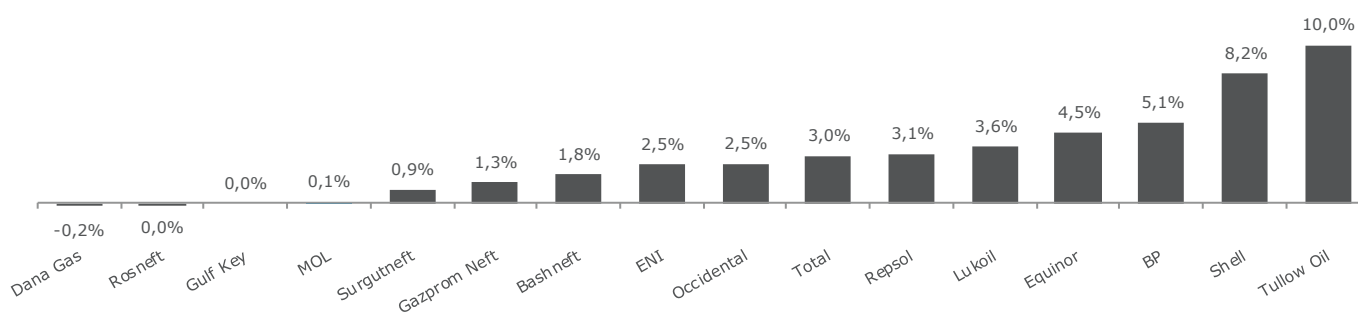
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



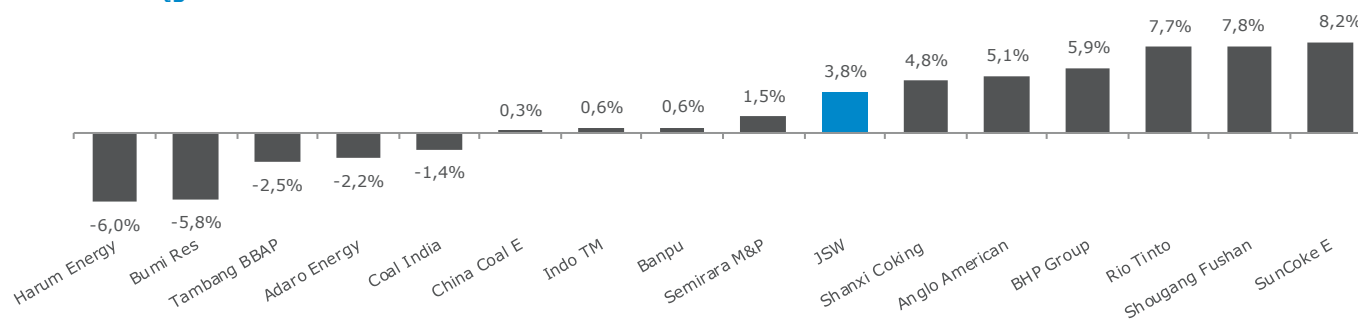
Spółki gazowe



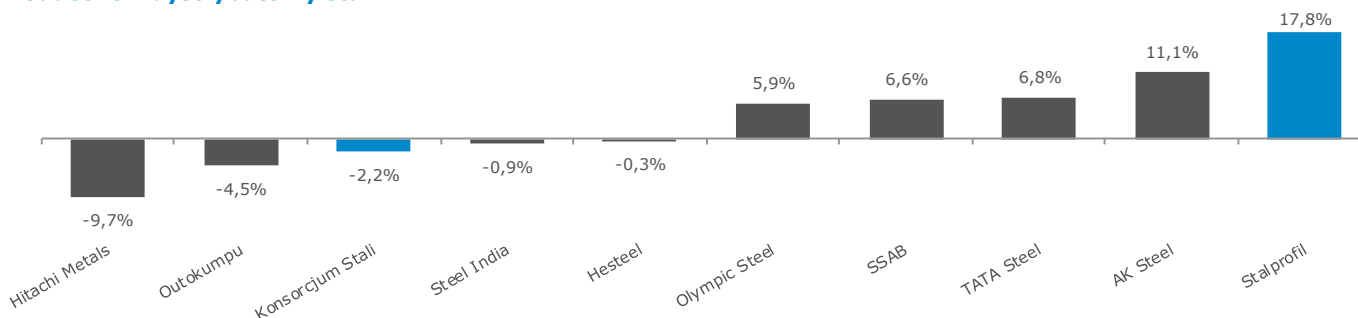
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



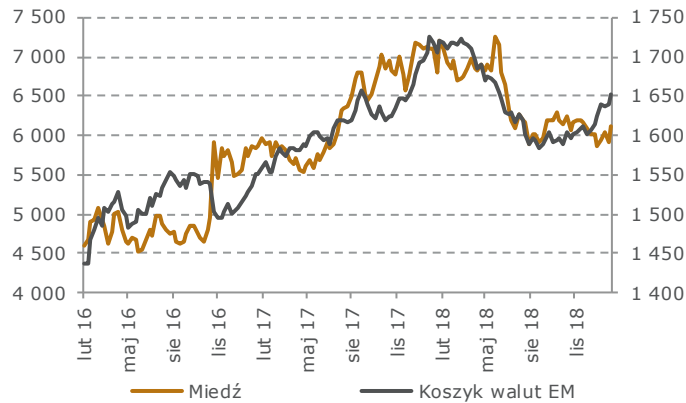
Producenci i dystrybutorzy stali



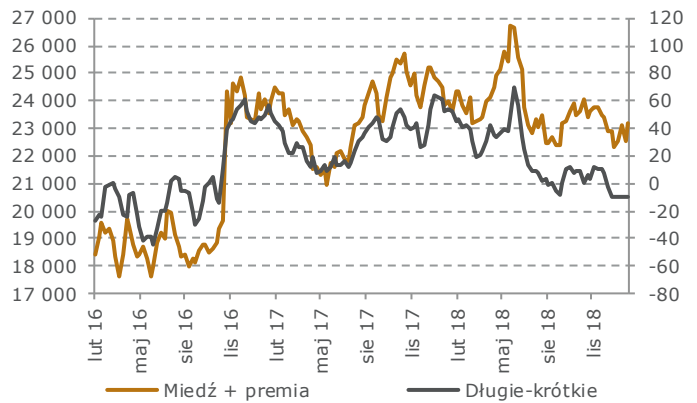
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

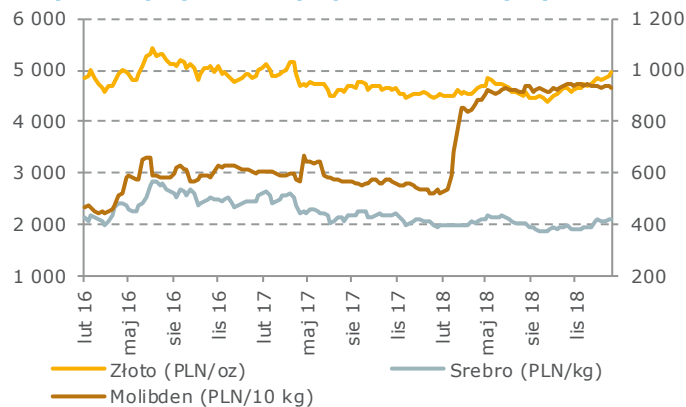
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



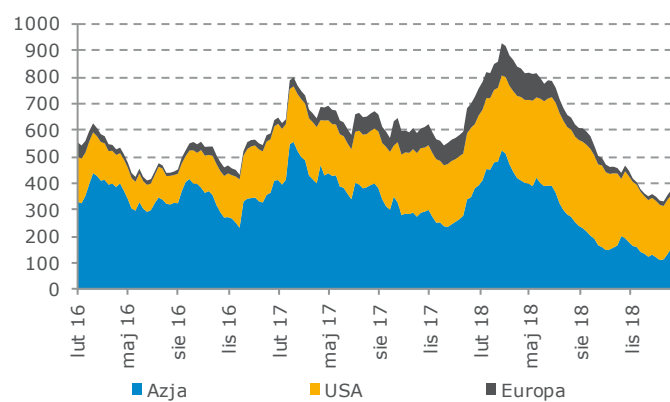
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



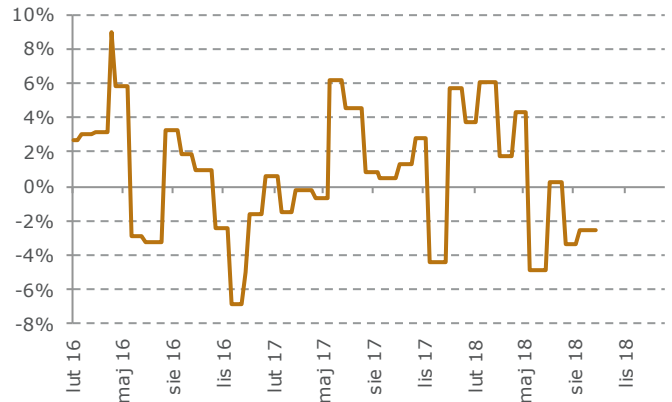
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



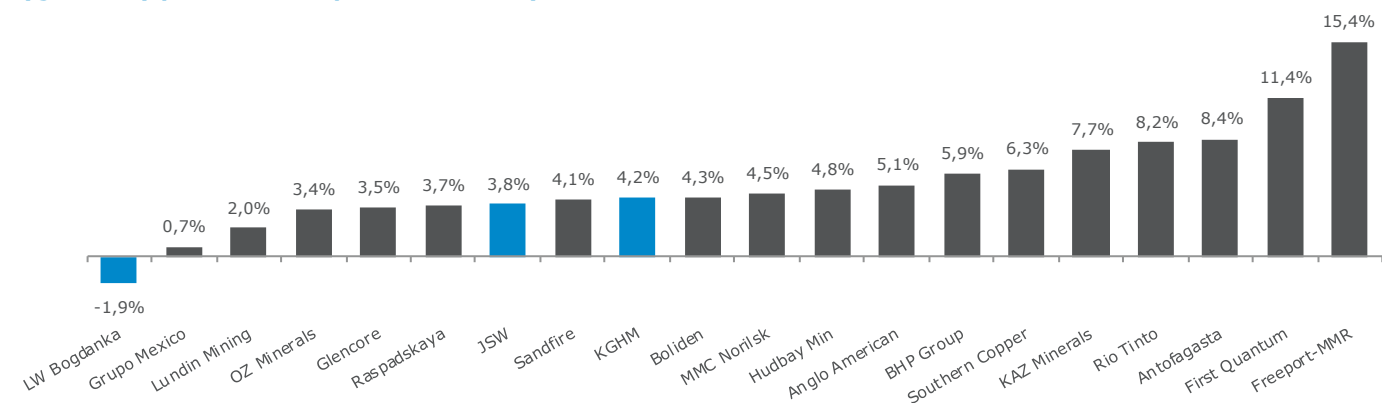
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



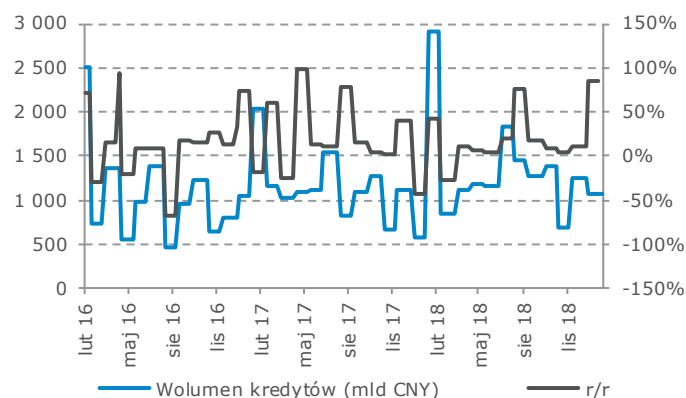
Tygodniowy performance spółek surowcowych



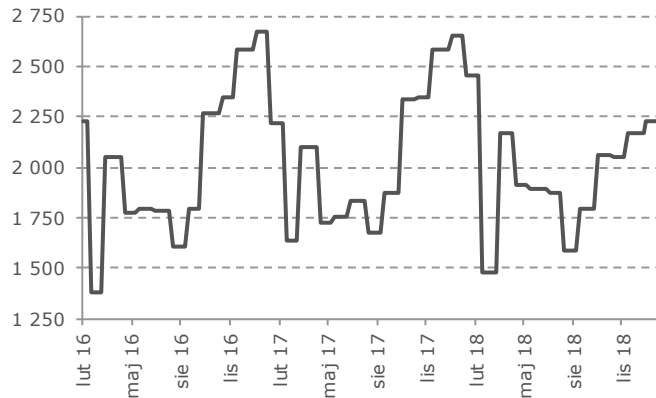
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

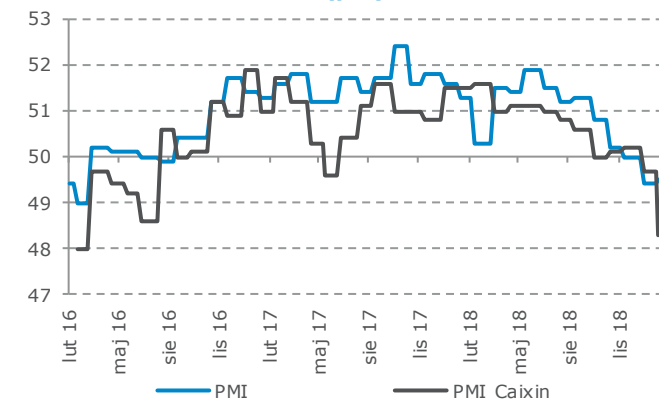
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



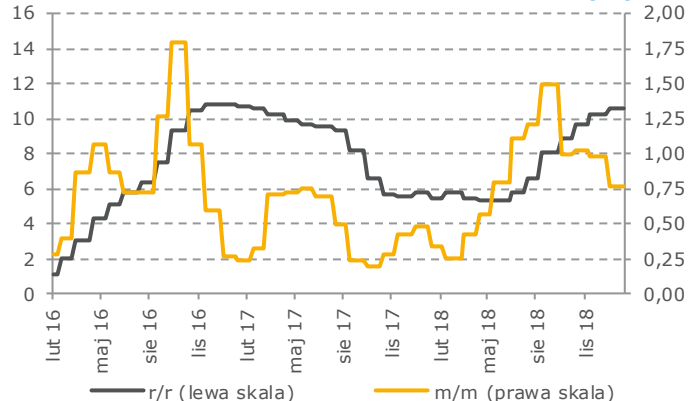
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



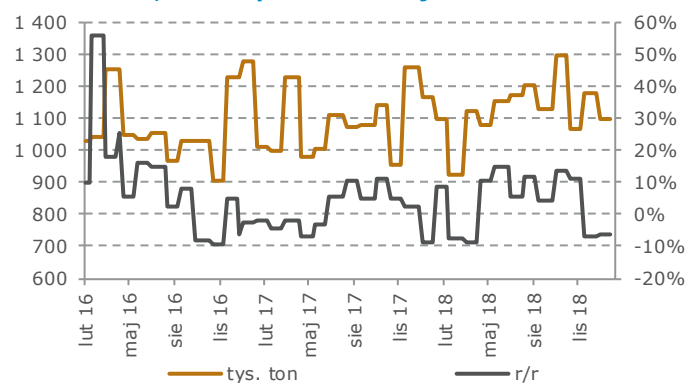
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



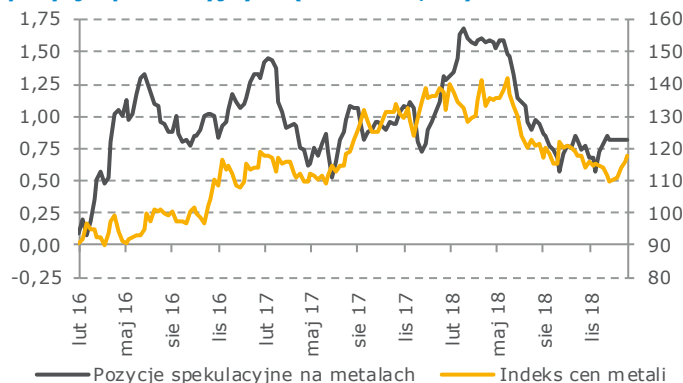
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



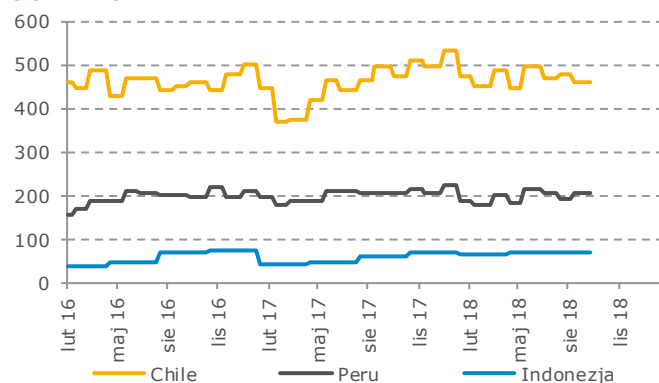
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



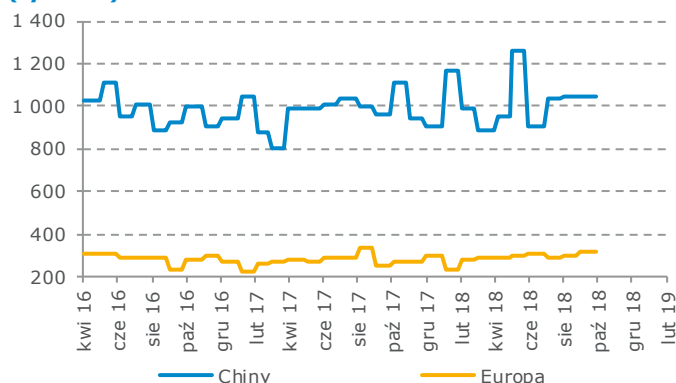
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



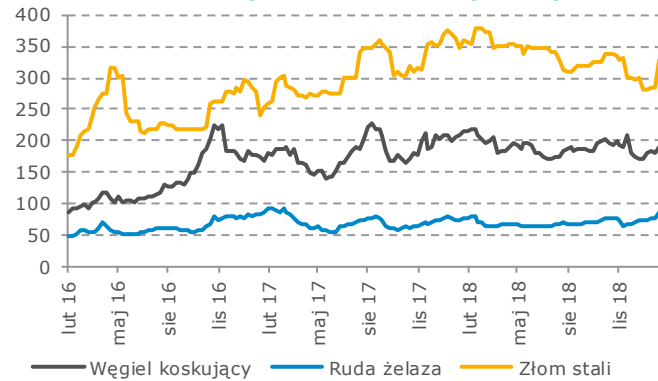
Konsumpcja miedzi w Chinach i Europie (tys. ton)



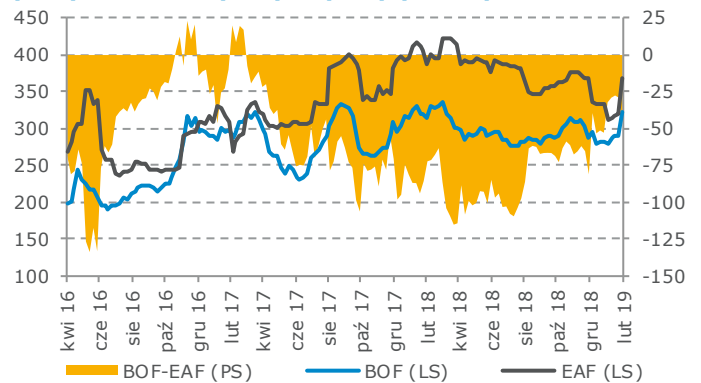
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

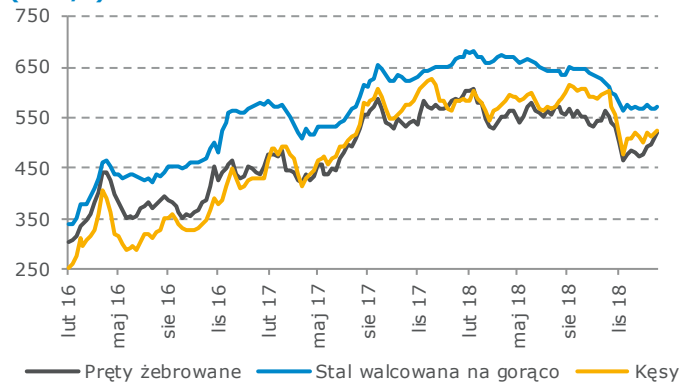
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



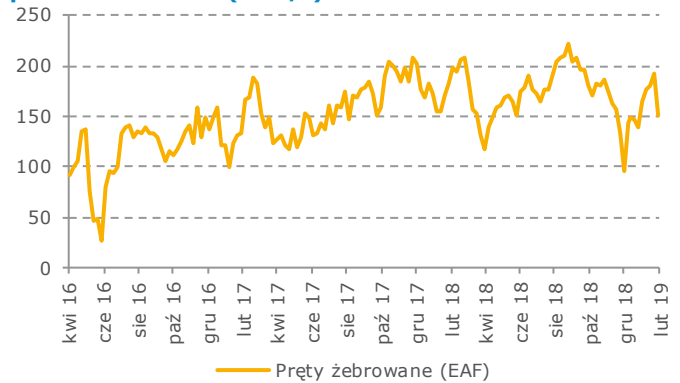
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecznych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



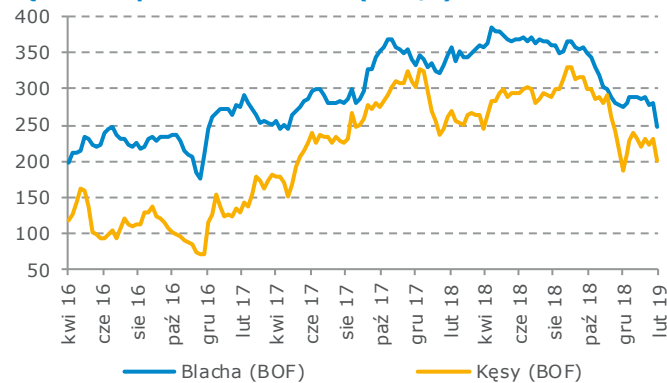
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



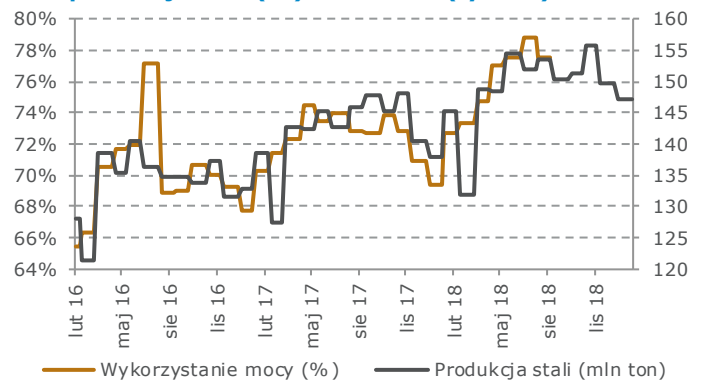
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



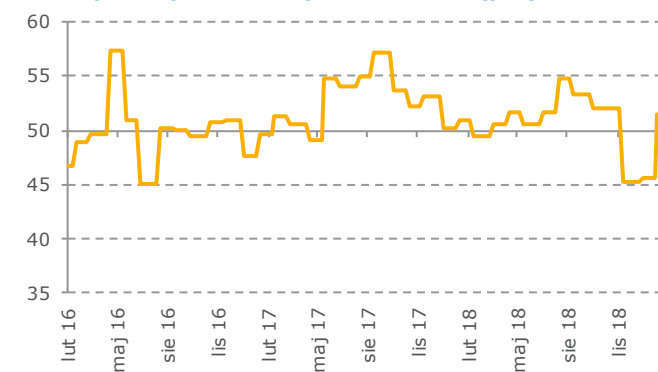
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



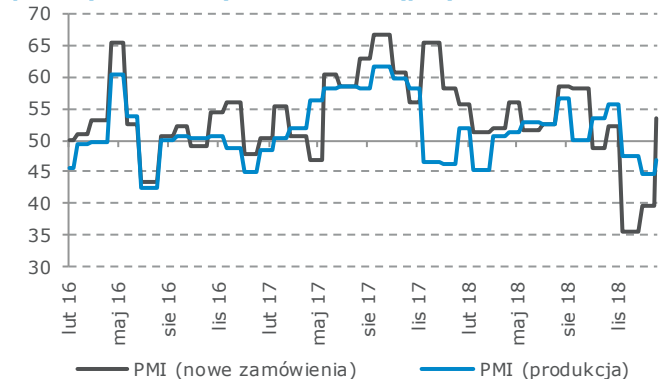
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

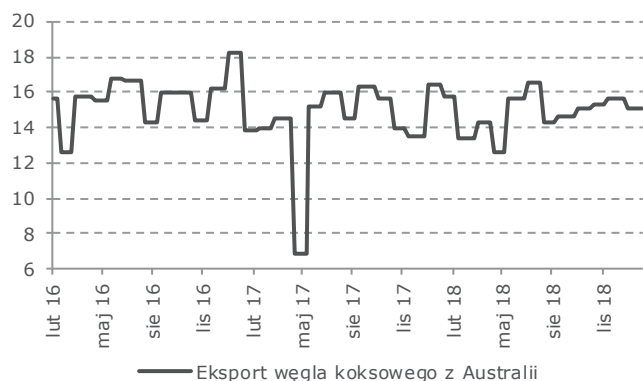


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

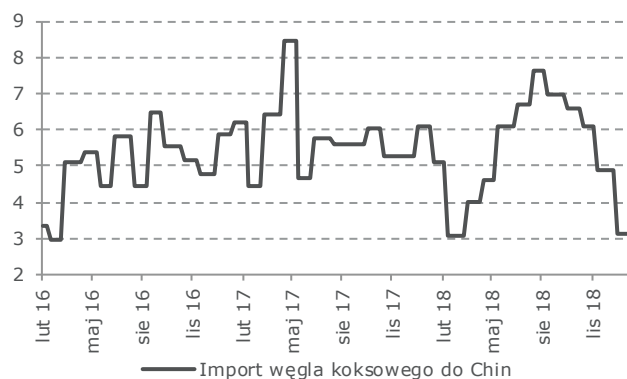


Surowce (stal)

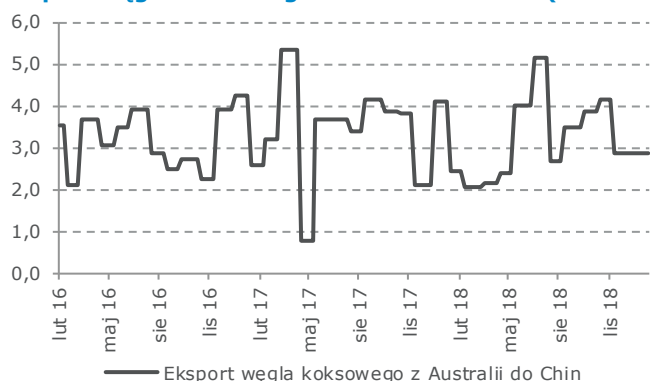
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



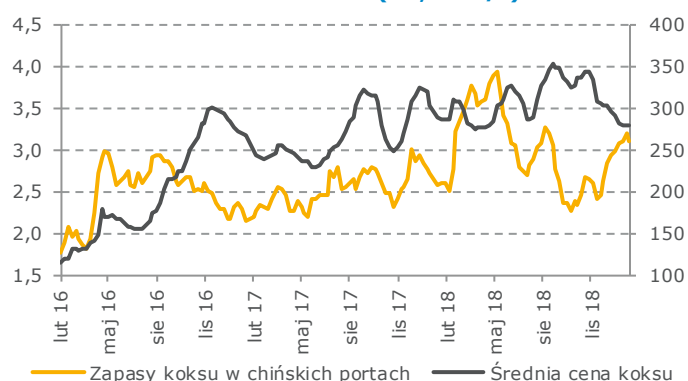
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



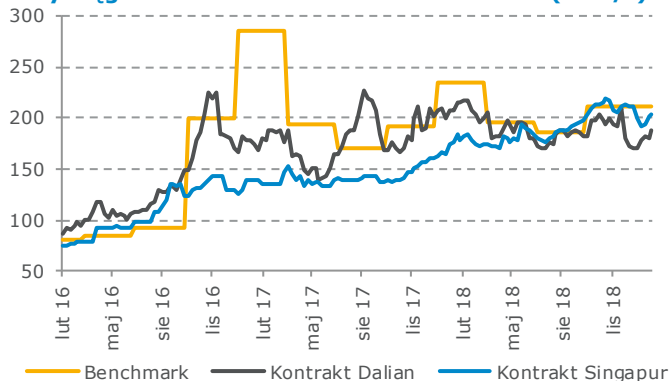
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



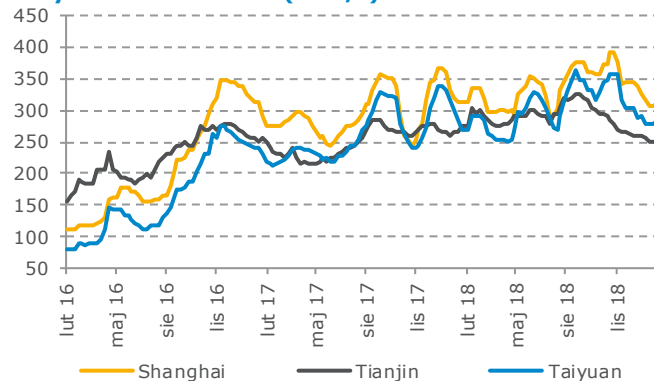
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



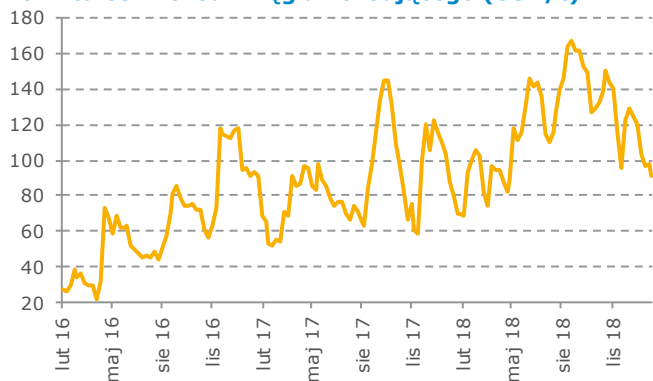
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



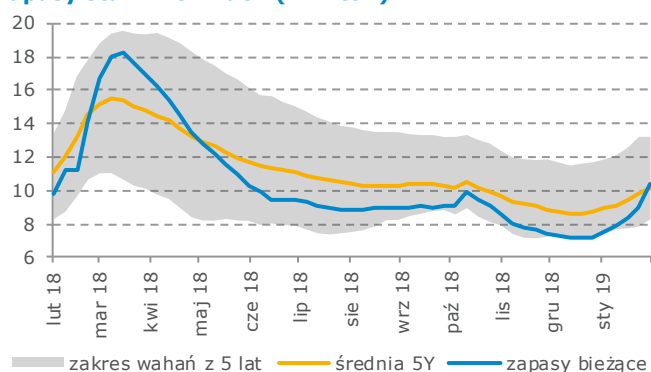
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



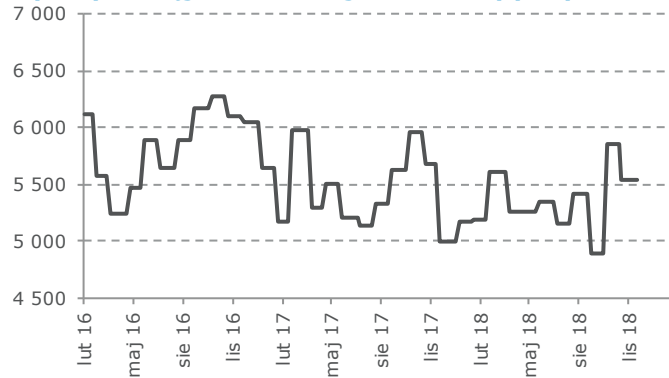
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



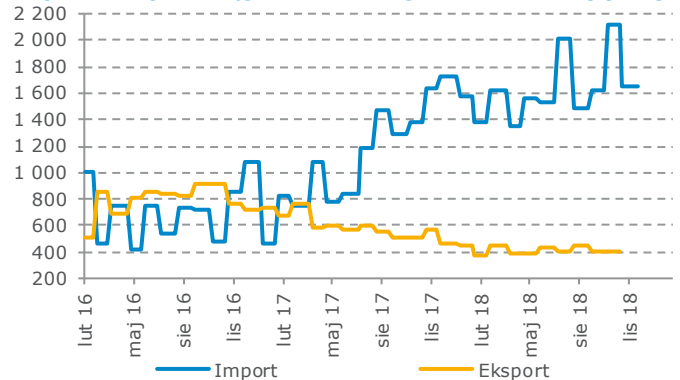
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

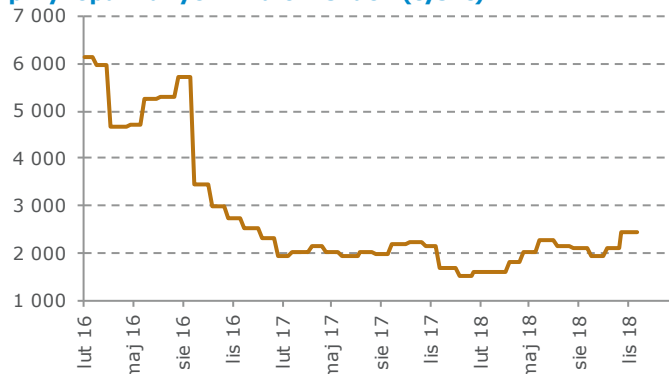
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



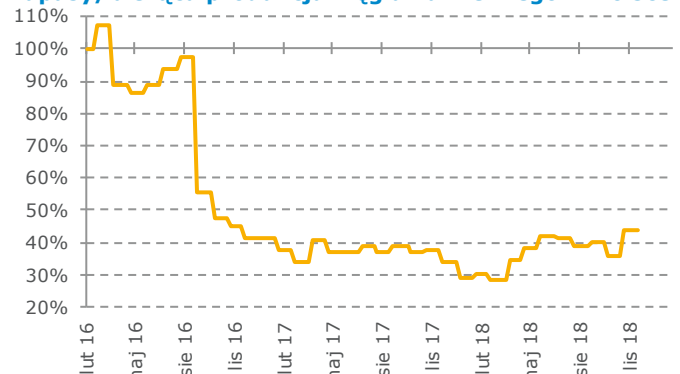
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



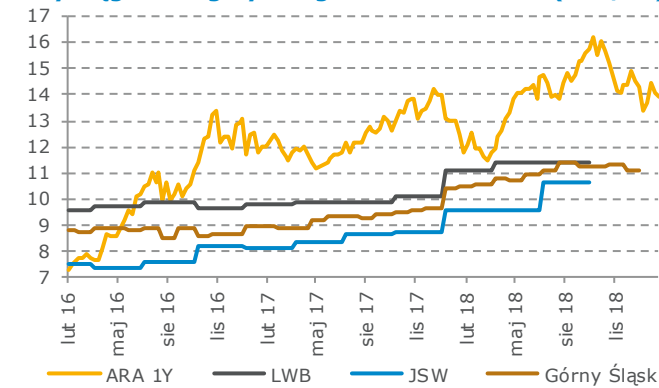
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



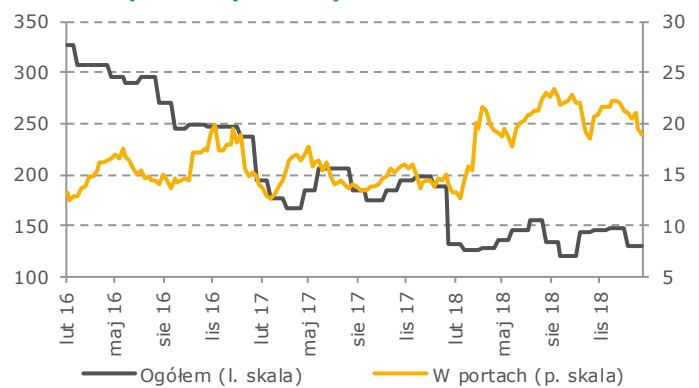
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



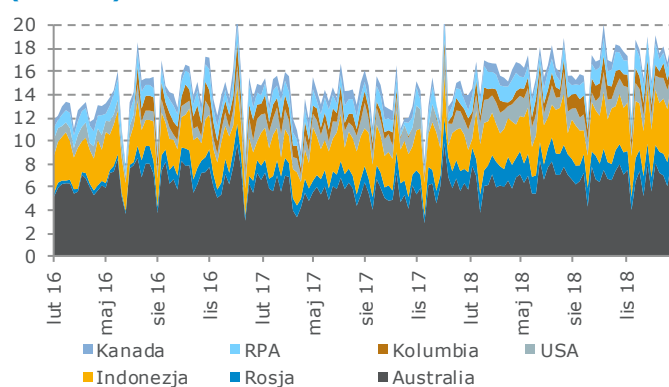
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



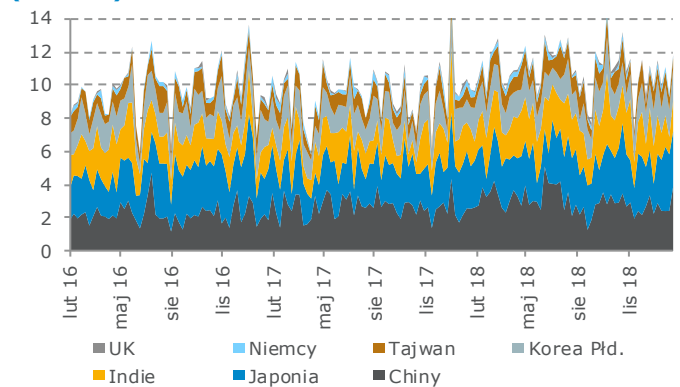
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



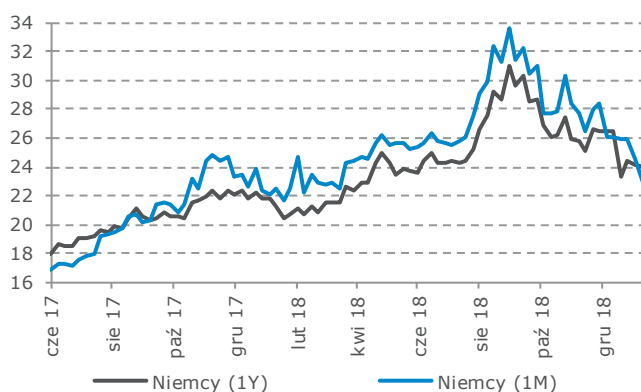
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



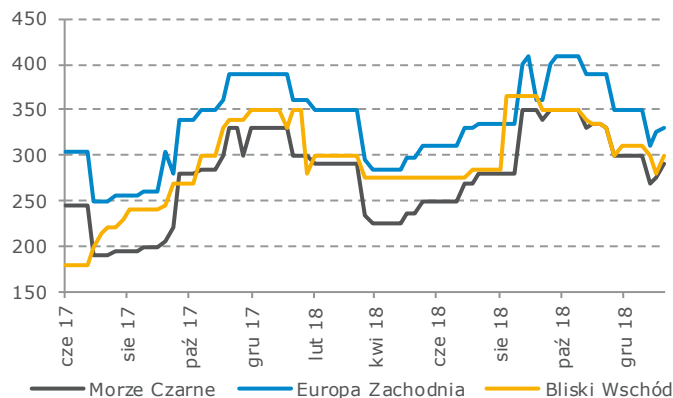
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

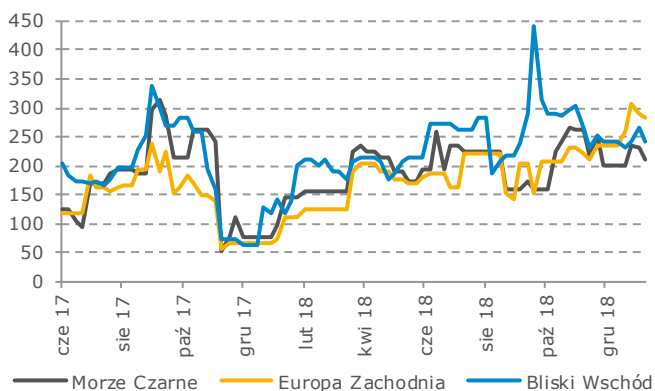
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



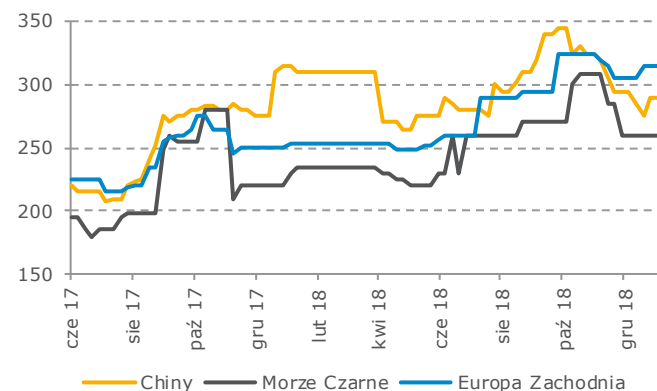
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



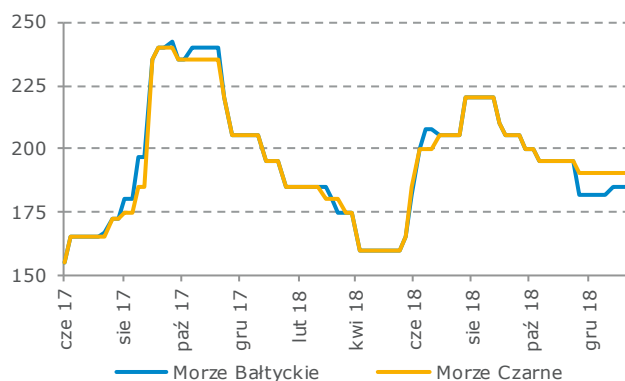
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



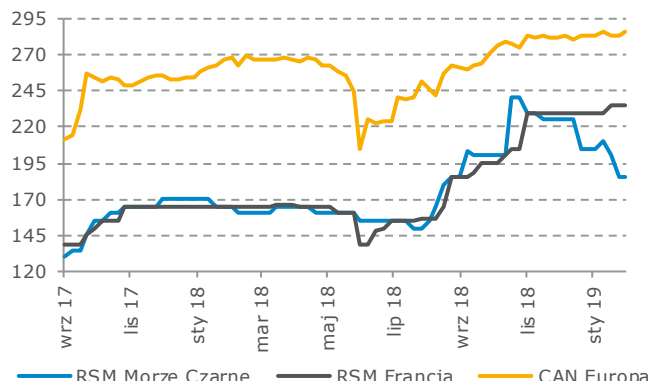
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



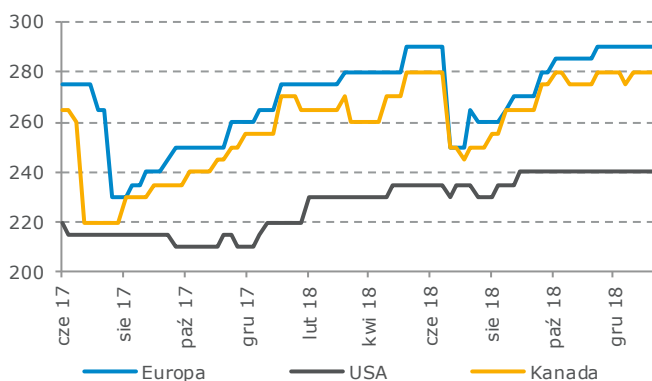
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



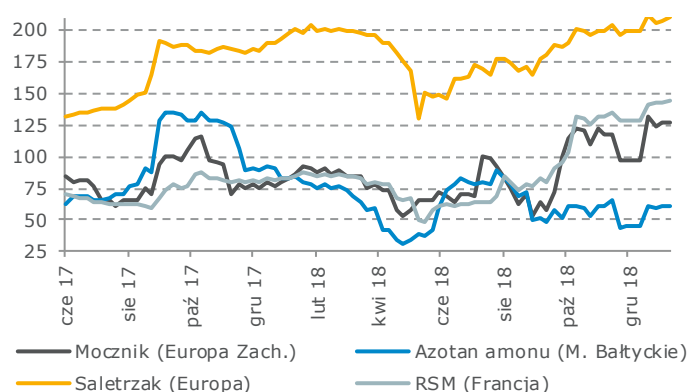
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



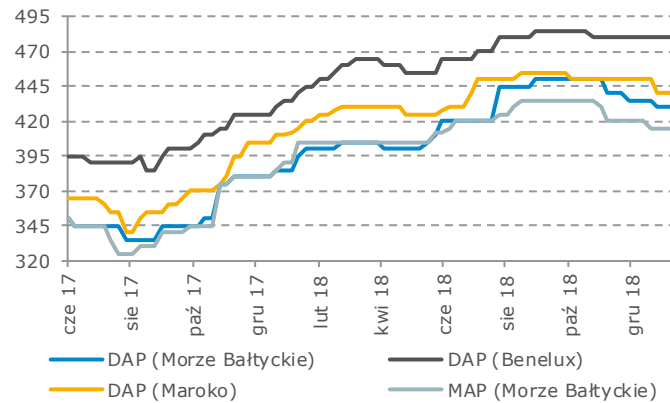
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



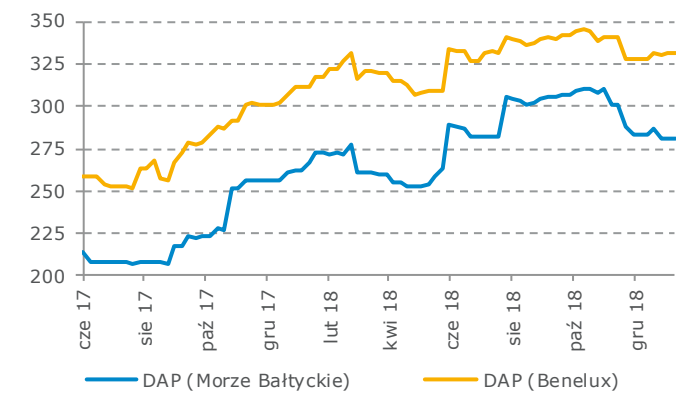
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

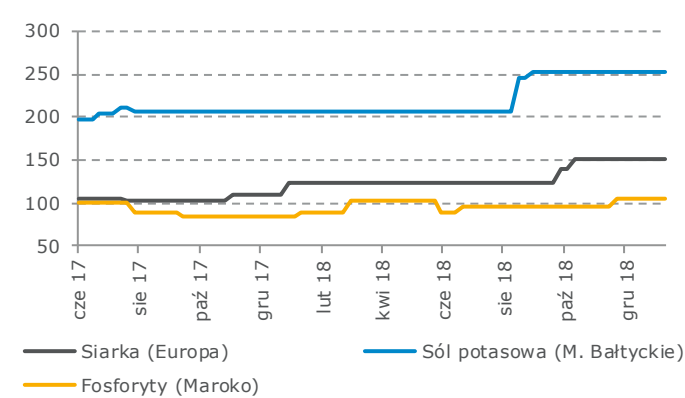
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



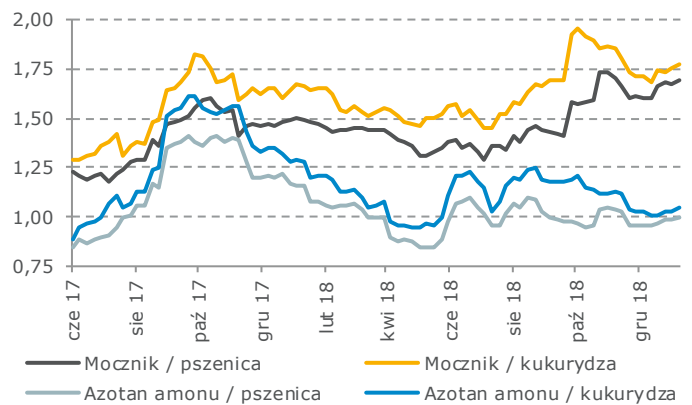
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



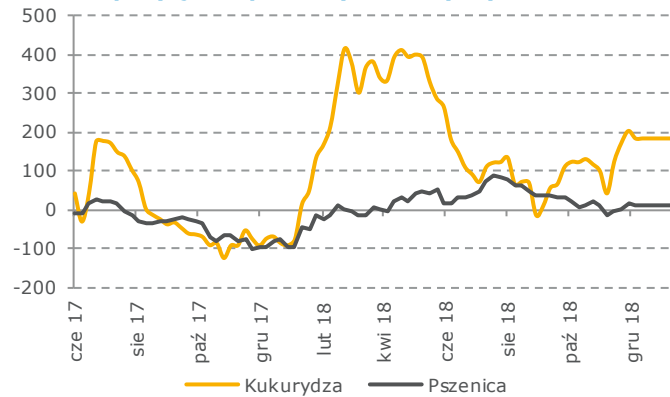
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



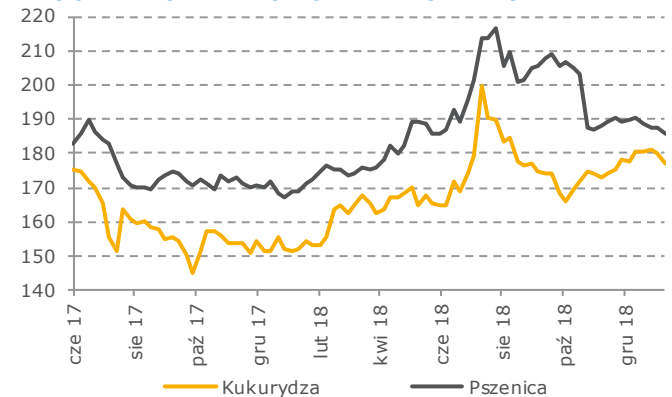
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



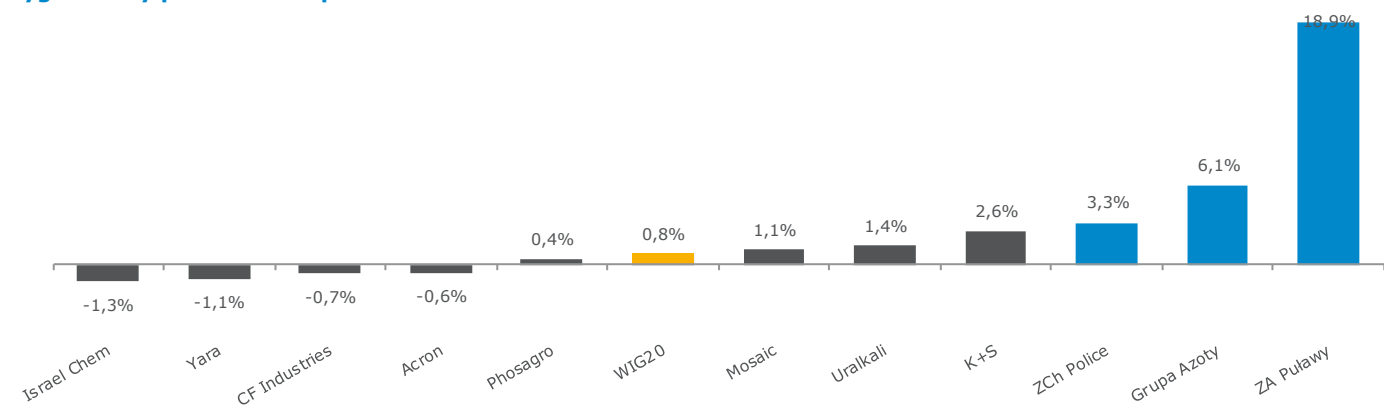
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



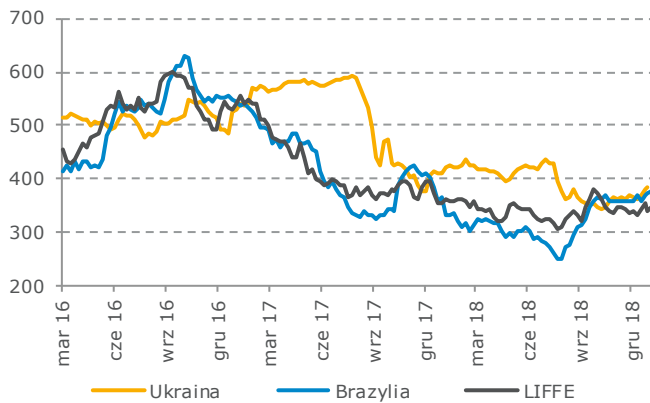
Tygodniowy performance producentów nawozów



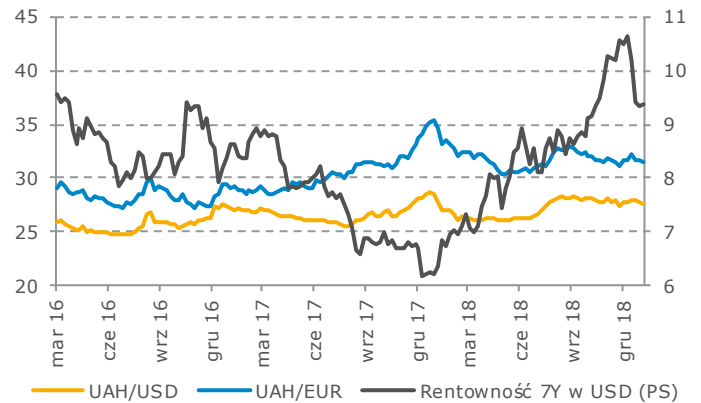
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

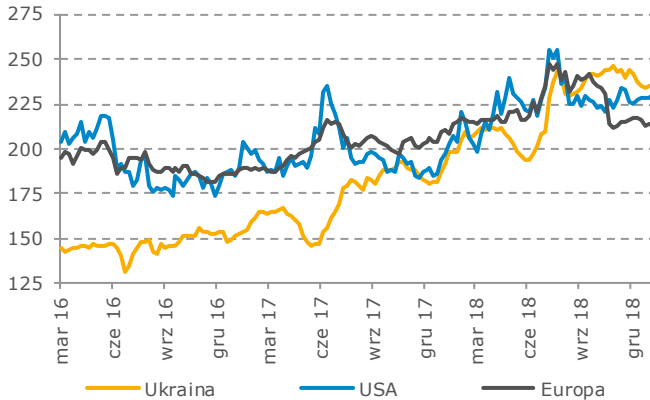
Cena cukru (USD/Mt)



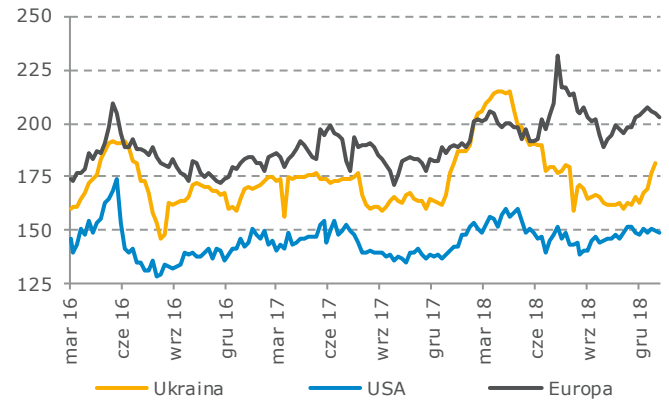
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



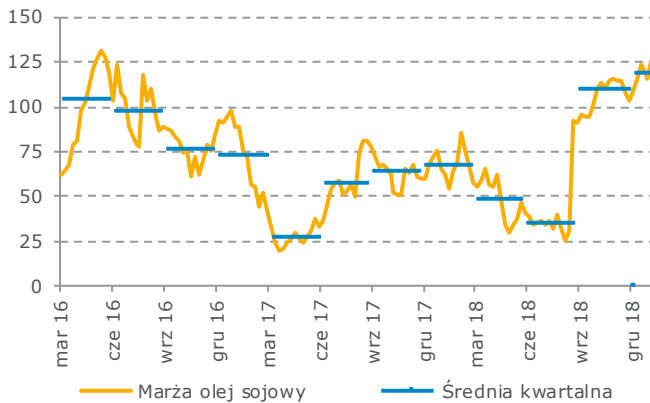
Cena pszenicy (USD/Mt)



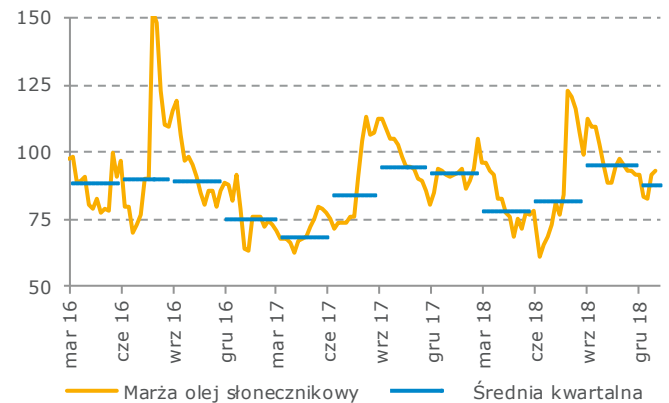
Cena kukurydzy (USD/Mt)



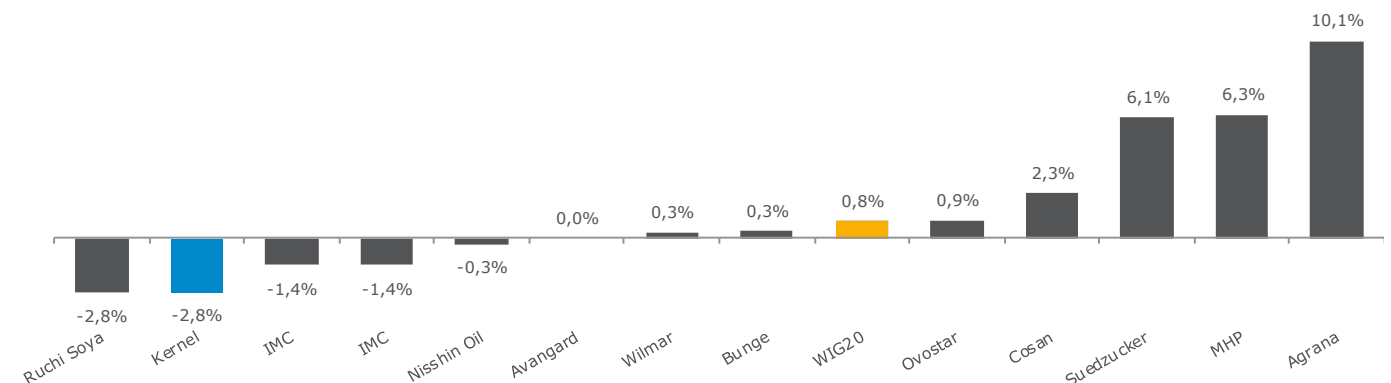
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	567,5	8,7	8,4	7,7	2,5	2,3	2,1	24,5	20,0	16,9	28%	28%	28%	5,8%	4,1%	5,0%
Enea	11,2	4,6	3,7	3,4	0,9	0,8	0,8	8,0	4,3	3,7	20%	22%	23%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	10,4	4,1	4,2	4,5	0,8	0,7	0,8	4,5	6,0	6,4	20%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	12,5	5,2	4,4	3,8	1,4	0,9	0,8	12,1	8,5	7,1	26%	20%	20%	0,0%	0,0%	3,0%
Tauron	2,4	3,8	3,9	3,4	0,7	0,6	0,6	4,3	3,3	2,8	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	8,4	4,2	2,3	1,6	0,3	0,2	0,2	-	9,4	4,3	6%	10%	15%	7,1%	4,7%	5,7%
EDF	14,6	5,2	4,8	4,4	1,1	1,1	1,0	23,7	18,0	13,1	22%	22%	24%	2,2%	2,7%	3,8%
EDP	3,2	9,1	8,6	8,2	2,1	2,0	1,9	15,9	13,5	12,9	23%	23%	23%	5,9%	5,9%	6,0%
Endesa	21,8	8,1	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	16,0	15,2	15,0	17%	18%	18%	6,3%	6,6%	6,7%
Enel	5,2	7,3	6,9	6,6	1,6	1,5	1,5	12,8	11,0	10,4	21%	22%	23%	5,4%	6,3%	6,8%
EON	9,6	5,3	5,2	4,0	0,7	0,6	0,4	14,5	14,0	12,7	13%	12%	11%	4,5%	4,9%	5,3%
Fortum	19,7	13,6	13,1	12,0	4,4	4,2	4,1	24,7	15,5	13,7	32%	32%	34%	5,6%	5,6%	5,6%
Iberdola	7,2	9,6	9,1	8,5	2,4	2,4	2,3	15,2	14,4	13,4	25%	26%	27%	4,7%	5,0%	5,2%
National Grid	8,3	10,8	10,8	10,2	3,6	3,5	3,4	8,1	14,7	14,2	33%	32%	33%	5,4%	5,7%	5,9%
Red Electrica	20,2	9,8	9,6	9,8	7,6	7,5	7,5	15,5	15,1	15,6	78%	78%	77%	4,8%	5,2%	5,3%
RWE	21,6	8,7	8,7	4,1	1,0	1,0	0,5	19,3	17,6	11,1	11%	11%	13%	3,2%	3,6%	4,3%
SSE	11,8	10,0	11,3	9,6	0,7	0,7	0,7	14,5	16,4	12,3	7%	6%	7%	8,0%	8,3%	6,8%
Verbund	44,6	21,7	16,1	13,4	6,8	5,9	5,3	46,1	28,5	22,3	31%	36%	39%	1,0%	1,6%	2,2%
Mediana		8,4	8,1	7,1	1,4	1,2	1,2	15,2	14,5	12,8	22%	22%	23%	4,8%	4,8%	5,3%

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	92,34	5,4	7,8	6,3	0,7	0,7	0,6	9,1	16,0	14,1	12%	9%	10%	1,1%	3,3%	1,9%
MOL	3302,00	4,1	4,7	4,4	0,6	0,6	0,6	8,7	11,9	10,5	15%	12%	13%	3,9%	3,1%	3,2%
PKN Orlen	103,80	5,1	7,5	6,5	0,5	0,4	0,4	8,1	14,7	13,7	9%	6%	7%	2,9%	2,9%	2,9%
Hellenic Petroleum	7,81	5,6	6,0	5,4	0,4	0,4	0,4	7,9	9,1	7,3	8%	7%	8%	5,5%	6,1%	6,2%
HollyFrontier	55,14	5,3	5,8	5,5	0,6	0,7	0,7	9,0	8,9	8,5	12%	12%	12%	2,4%	2,5%	2,5%
Marathon Petroleum	65,91	7,7	5,3	4,5	0,7	0,5	0,5	11,1	10,1	7,3	9%	10%	11%	2,8%	3,1%	3,5%
Motor Oil	22,30	4,7	4,9	4,3	0,3	0,3	0,3	8,3	8,6	7,3	6%	6%	7%	6,0%	6,3%	6,9%
Neste Oil	81,82	12,1	11,3	10,7	1,4	1,4	1,4	19,2	17,3	16,3	12%	13%	13%	2,6%	2,9%	3,1%
OMV	43,06	4,3	3,9	3,8	0,9	0,9	0,9	9,2	8,2	8,1	21%	23%	23%	3,8%	4,2%	4,6%
Phillips 66	94,76	6,7	7,4	6,4	0,5	0,6	0,5	9,6	10,8	8,6	7%	7%	8%	2,5%	3,6%	3,8%
Saras	1,82	4,1	3,5	3,0	0,2	0,2	0,2	15,5	8,9	7,0	4%	5%	6%	4,5%	6,0%	7,1%
Tesoro	153,50	9,9	8,1	7,0	0,7	0,7	0,7	17,6	12,3	9,6	8%	9%	10%	1,6%	1,7%	1,8%
Tupras	135,00	6,0	5,9	4,7	0,5	0,4	0,4	9,6	7,4	5,4	8%	7%	8%	8,4%	10,8%	16,0%
Valero Energy	84,79	6,3	6,4	5,0	0,4	0,4	0,3	11,6	11,3	7,5	6%	6%	7%	3,8%	4,2%	4,5%
Mediana		5,5	5,9	5,2	0,6	0,5	0,5	9,4	10,4	8,3	9%	8%	9%	3,3%	3,5%	3,6%

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	103,80	5,1	7,5	6,5	0,5	0,4	0,4	8,1	14,7	13,7	9%	6%	7%	2,9%	2,9%	2,9%
Axiall	75,43	5,5	5,8	5,3	1,4	1,3	1,3	9,0	9,5	8,2	25%	23%	24%	1,2%	1,3%	1,4%
Braskem	52,80	5,9	6,3	6,5	1,2	1,2	1,2	12,5	13,7	17,8	20%	19%	19%	3,4%	2,7%	3,1%
Eastman Chemical	82,37	8,1	7,5	7,2	1,7	1,7	1,6	10,8	9,3	8,5	21%	22%	23%	2,7%	2,9%	3,2%
Huntsman Corp	22,51	5,7	5,9	5,5	0,9	0,9	0,9	6,9	7,0	6,3	16%	15%	16%	2,9%	3,0%	3,2%
Lotte Chemicals	300 000	3,8	3,8	3,5	0,7	0,6	0,6	5,9	6,1	5,7	17%	17%	17%	3,5%	3,6%	4,0%
LyondellBasell	87,69	6,4	6,1	5,7	1,1	1,0	1,0	7,3	8,2	7,2	17%	17%	17%	4,7%	4,6%	4,9%
Mitsubishi Chemical	933,50	6,1	5,6	5,3	0,8	0,8	0,8	6,3	6,3	6,3	14%	14%	14%	3,4%	4,2%	4,3%
Mitsui Chemicals	2719,00	6,8	6,5	6,2	0,8	0,7	0,7	7,6	6,5	6,5	11%	10%	11%	3,3%	3,7%	4,0%
Westlake Chemical	75,43	5,5	5,8	5,3	1,4	1,3	1,3	9,0	9,5	8,2	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	7,57	5,5	4,5	4,1	1,0	0,9	0,9	11,6	9,6	9,0	19%	20%	21%	0,9%	1,7%	3,1%
A2A	1,55	6,7	6,7	6,3	1,3	1,3	1,3	11,7	13,5	12,3	20%	19%	20%	4,2%	4,8%	5,0%
BG Group	24,13	6,0	5,4	5,0	0,8	0,9	0,8	11,4	10,8	9,4	14%	16%	17%	5,8%	6,0%	6,1%
BP	5,20	4,5	4,6	4,3	0,6	0,6	0,6	14,8	12,4	11,2	13%	13%	14%	5,8%	6,0%	6,2%
Centrica	1,37	5,1	4,9	4,7	0,4	0,4	0,4	11,6	11,3	9,8	9%	9%	9%	8,8%	8,7%	8,2%
Enagas	25,39	10,4	10,7	10,3	8,2	8,3	8,2	13,7	14,3	13,1	78%	78%	80%	6,0%	6,3%	6,6%
Endesa	21,79	8,1	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	16,0	15,2	15,0	17%	18%	18%	6,3%	6,6%	6,7%
Engie	13,94	6,5	6,2	5,8	0,9	0,9	0,9	14,3	13,1	11,4	15%	15%	15%	5,4%	5,6%	6,2%
Eni	14,79	3,3	3,4	3,3	0,8	0,8	0,7	12,1	11,6	10,8	25%	24%	23%	5,6%	5,7%	5,9%
Equinor	194,75	3,0	3,0	2,8	1,1	1,1	1,1	11,0	11,7	10,5	37%	38%	39%	4,1%	4,2%	4,4%
Gas Natural SDG	24,21	10,7	9,1	8,7	1,7	1,6	1,6	-	16,5	15,3	16%	18%	18%	5,4%	5,7%	5,9%
Gazprom	163,20	2,4	2,5	2,4	0,7	0,7	0,7	2,7	3,2	2,9	29%	28%	28%	6,3%	6,4%	8,1%
Hera	2,95	7,3	7,2	7,0	1,3	1,3	1,2	16,2	16,1	15,6	17%	17%	17%	3,4%	3,5%	3,7%
NovaTek	184,00	13,6	12,8	11,9	4,8	4,5	4,2	17,4	14,2	12,9	36%	35%	36%	1,6%	1,9%	2,3%
ROMGAZ	28,65	3,8	3,9	3,7	1,9	1,9	1,8	7,5	7,6	7,5	51%	49%	48%	21,0%	12,0%	12,2%
Shell	27,58	6,1	5,4	4,9	0,8	0,9	0,8	11,5	10,8	9,4	14%	16%	17%	5,8%	6,0%	6,1%
Snam	4,11	12,6	12,2	12,0	10,1	9,9	9,7	14,1	13,5	13,2	81%	81%	81%	5,6%	5,8%	6,1%
Total	48,09	5,2	4,9	4,6	0,9	0,9	0,9	10,5	10,1	9,4	17%	18%	19%	5,4%	5,5%	5,7%
Mediana		6,0	5,4	4,9	1,1	1,0	1,0	11,7	12,1	11,0	18%	19%	20%	5,6%	5,8%	6,1%

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	3302,00	4,9	5,0	4,6	0,7	0,7	0,7	8,5	8,8	7,6	14%	14%	15%	3,7%	3,5%	3,7%
Bashneft	1965,00	1,9	1,8	1,7	0,4	0,4	0,4	3,2	3,0	3,1	24%	25%	24%	14,5%	17,2%	17,4%
BP	5,20	4,5	4,6	4,3	0,6	0,6	0,6	14,8	12,4	11,2	13%	13%	14%	5,8%	6,0%	6,2%
Dana Gas	0,89	7,1	6,6	-	3,6	3,4	-	24,1	12,2	-	51%	51%	-	7,9%	10,3%	-
Eni	14,79	3,3	3,4	3,3	0,8	0,8	0,7	12,1	11,6	10,8	25%	24%	23%	5,6%	5,7%	5,9%
Equinor	194,75	3,0	3,0	2,8	1,1	1,1	1,1	11,0	11,7	10,5	37%	38%	39%	4,1%	4,2%	4,4%
Gazprom Neft	345,15	3,7	3,9	3,8	0,9	0,9	0,9	4,1	4,2	4,2	24%	23%	23%	7,8%	8,9%	9,4%
Gulf Keystone	2,10	3,1	3,1	1,9	2,3	2,2	1,5	8,3	7,8	4,1	73%	71%	79%	-	-	-
Lukoil	5350,00	3,6	3,5	3,5	0,5	0,5	0,5	5,9	6,1	5,9	14%	15%	15%	4,5%	4,5%	5,3%
Occidental Petroleum	67,74	6,0	6,8	6,6	3,4	3,7	3,6	13,6	19,0	19,7	56%	54%	54%	4,6%	4,6%	4,7%
Repsol	15,23	4,4	4,3	3,9	0,6	0,6	0,6	9,9	9,1	7,9	14%	15%	15%	6,0%	6,3%	6,6%
Rosneft Oil	411,00	4,1	3,9	3,7	1,0	1,0	0,9	7,9	5,5	5,4	25%	25%	25%	7,2%	8,3%	10,0%
Shell	27,58	6,1	5,4	4,9	0,8	0,9	0,8	11,5	10,8	9,4	14%	16%	17%	5,8%	6,0%	6,1%
Surgutneftegas	40,60	-	-	-	-	-	-	3,1	4,9	4,8	-	-	-	13,9%	6,7%	6,6%
Total	48,09	5,2	4,9	4,6	0,9	0,9	0,9	10,5	10,1	9,4	17%	18%	19%	5,4%	5,5%	5,7%
Tullow Oil	2,07	4,8	4,9	4,9	3,5	3,6	3,5	11,8	10,5	9,6	74%	74%	71%	0,1%	1,8%	2,1%
Mediana		4,4	4,3	3,8	0,9	0,9	0,8	10,2	9,6	7,9	24%	24%	23%	5,8%	6,0%	6,0%

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	70,20	1,5	3,5	4,6	0,6	0,7	0,8	3,5	11,5	24,4	37%	20%	17%	0,0%	8,5%	3,5%
KGHM	95,74	5,1	4,3	4,2	1,3	1,0	0,9	13,4	8,2	9,1	24%	23%	22%	0,0%	1,0%	2,4%
LW Bogdanka*	55,40	3,5	2,5	2,3	1,0	0,8	0,8	21,1	8,4	7,1	28%	34%	35%	1,8%	3,7%	5,6%
Anglo American	19,60	4,6	4,9	5,0	1,5	1,6	1,6	10,3	10,4	11,4	33%	32%	32%	4,0%	4,0%	4,0%
Antofagasta	8,82	6,1	5,4	5,3	2,9	2,7	2,7	20,4	16,5	15,7	47%	51%	51%	2,3%	2,5%	3,1%
BHP Group	17,15	6,4	6,1	6,3	3,3	3,2	3,2	33,2	12,3	12,7	51%	52%	51%	2,7%	8,3%	5,2%
Freeport-McMoRan	11,86	4,9	8,7	6,7	1,7	2,2	2,0	7,7	22,7	12,5	35%	25%	30%	1,7%	1,9%	3,1%
Glencore	3,02	5,0	5,2	5,1	0,4	0,4	0,4	8,7	9,7	9,1	7%	7%	7%	5,4%	5,2%	5,9%
Grupo Mexico	45,54	5,1	4,9	4,7	2,4	2,3	2,1	11,2	9,6	8,9	46%	46%	46%	8,9%	6,7%	8,9%
Kazakhmys	6,04	4,5	5,0	4,7	2,6	2,7	2,5	6,8	7,6	7,0	56%	54%	54%	1,3%	1,5%	1,7%
Rio Tinto	42,67	5,7	6,1	6,2	2,6	2,7	2,8	10,9	11,7	12,5	45%	45%	45%	5,6%	5,2%	4,7%
Southern CC	33,77	8,6	8,1	7,5	4,3	4,1	3,8	16,1	14,6	13,4	50%	50%	50%	4,2%	3,6%	4,6%
Mediana		5,1	5,1	5,0	2,0	2,2	2,1	11,0	10,9	11,9	41%	39%	40%	2,5%	3,9%	4,3%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	331,00	8,6	8,8	8,3	1,3	1,3	1,3	12,0	13,1	12,5	16%	15%	15%	7,2%	5,8%	5,3%
Alcoa	29,09	3,2	3,6	3,5	0,6	0,7	0,7	23,8	15,2	9,5	19%	19%	19%	-	0,1%	0,2%
Constellium	8,87	5,9	5,5	5,0	0,5	0,5	0,5	6,8	7,5	5,9	9%	9%	9%	-	0,8%	1,1%
Kaiser Aluminum	102,05	9,2	8,2	7,9	1,2	1,1	1,1	16,3	13,7	13,2	13%	14%	14%	2,2%	2,2%	2,3%
Norsk Hydro	38,92	5,4	5,1	4,3	0,6	0,6	0,5	12,6	12,3	9,2	11%	11%	13%	3,9%	4,0%	4,7%
Rusal	3,31	6,1	6,6	6,6	1,3	1,3	1,3	3,4	3,2	3,1	21%	20%	20%	4,4%	6,0%	6,3%
Mediana		6,0	6,1	5,8	0,9	0,9	0,9	12,3	12,7	9,4	14%	15%	15%	4,2%	3,1%	3,5%

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

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	38,00	7,0	7,3	7,6	0,5	0,6	0,7	100+	27,6	24,6	7%	9%	9%	3,2%	0,2%	0,7%
ZA Police*	14,25	9,1	6,9	5,6	0,6	0,5	0,5	-	19,3	10,9	6%	7%	9%	3,7%	3,5%	3,5%
Acron	4654,00	8,1	7,2	7,2	2,6	2,4	2,3	10,8	9,8	9,1	32%	34%	32%	7,0%	7,1%	7,3%
CF Industries	42,66	10,8	8,6	8,0	3,6	3,2	3,2	30,2	16,9	13,8	33%	38%	39%	2,8%	2,8%	2,9%
Israel Chemicals	21,00	8,4	8,6	7,9	1,7	1,8	1,7	15,4	15,3	13,1	20%	21%	21%	3,3%	5,9%	6,4%
K+S	17,03	10,7	7,5	6,7	1,6	1,5	1,4	44,3	12,8	9,8	15%	20%	22%	1,7%	3,2%	4,1%
Phosagro	2518,00	5,8	5,5	5,4	1,9	1,8	1,7	7,7	8,1	8,4	33%	33%	32%	5,1%	6,0%	6,0%
The Mosaic Company	31,95	8,3	7,1	6,9	1,7	1,6	1,6	16,8	13,1	11,9	21%	23%	23%	0,3%	0,4%	0,5%
Yara International	345,50	9,7	6,9	6,0	1,1	1,0	1,0	24,1	13,5	10,2	11%	15%	16%	1,8%	3,4%	4,1%
Mediana		8,4	7,2	6,9	1,7	1,6	1,6	16,8	13,5	10,9	20%	21%	22%	3,2%	3,4%	4,1%

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*	24,00	5,5	4,4	3,4	1,0	1,0	0,9	20,1	6,9	3,3	19%	22%	25%	-	-	-
IMC*	14,10	3,7	4,1	-	1,3	1,2	-	4,5	5,7	-	34%	31%	-	10,7%	10,9%	-
Kemel	49,50	7,7	5,5	4,7	0,7	0,6	0,4	22,2	7,0	5,2	9%	10%	9%	1,8%	1,8%	5,9%
Ovostar*	112,00	6,2	5,3	-	1,2	1,3	-	-	-	-	20%	25%	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	19,00	6,2	8,8	7,5	0,6	0,6	0,6	8,5	23,2	17,6	10%	7%	8%	5,9%	4,4%	4,9%
Bunge Limited	54,11	9,9	8,8	8,4	0,3	0,3	0,3	16,6	11,6	10,7	3%	4%	4%	3,6%	3,7%	4,1%
Cosan	44,50	5,6	4,7	4,4	0,5	0,4	0,4	19,5	12,5	10,8	8%	9%	9%	4,2%	4,4%	5,0%
MHP	11,00	5,2	4,9	4,2	1,6	1,4	1,3	5,6	6,4	4,5	31%	29%	32%	6,8%	6,8%	6,8%
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	14,44	5,4	10,8	8,9	0,6	0,6	0,6	14,4	-	100+	11%	6%	7%	3,1%	1,1%	1,4%
Wilmar Int.	3,31	14,4	14,2	13,5	0,8	0,8	0,7	12,8	12,4	11,2	6%	5%	5%	3,2%	3,4%	3,5%
Mediana		6,2	5,5	7,5	0,7	0,6	0,6	15,0	11,6	10,8	10%	9%	8%	3,6%	3,7%	4,5%

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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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