

wtorek, 12 marca 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 skorygowały część odbicia z poprzedniego tygodnia i obecnie oscylują poniżej 48 EUR/MWh. Głównym katalizatorem był spadek cen węgla ARA (-5%) oraz korekta wzrostów na CO₂ (obecnie 22 EUR/t). Nie przeszkodziło to jednak kontynuacji wzrostów na indeksie spółek utilities (+10% YTD). W Polsce kontrakt roczny jest notowany na poziomie 256 PLN/MWh, tak więc zmienność pozostaje niewielka. Warto odnotować dalszy spadek cen zielonych certyfikatów (obecnie 90 PLN/MWh), który oczywiście dyskuntuje projekt ustawy o OZE (formuła opłaty zastępczej).

Rynek paliwowy

Ceny ropy pną się w górę na zapowiedziach kolejnych cięć produkcji przez Arabię Saudyjską i kontynuację zmniejszenia aktywności wiertniczej w USA. Marże rafinerijne na razie utrzymują się w okolicach 5 USD/Bbl za sprawą lekkiego odbicia na benzynie i mocnych cracków HSFO. Dyferencja Ural/Brent ustabilizował się na 0,75 USD/Bbl. Marże petrochemiczne na polimerach kontynuują trend spadkowy, co jest pochodną drożejącej ropy przy presji na ceny produktów (będzie ona rosła z uwagi na perspektywę podaży). Na rynku gazu nadal nie widać póki co odwrócenia negatywnych tendencji, a na spotach obserwujemy nawet pogłębienie spadków do 17 EUR/MWh.

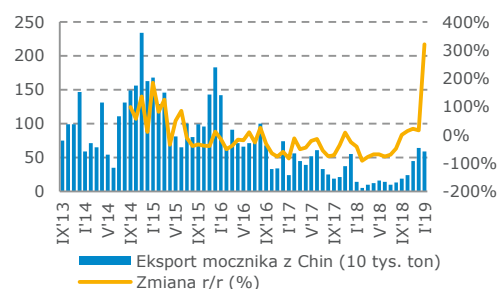
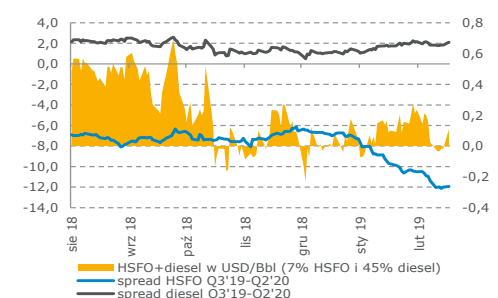
Rynek metali

W ciągu ostatnich trzech tygodni liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na miedzi wzrosła z 0 do 30 tys. sztuk. W tym samym czasie liczba otwartych pozycji na metalach ogółem dynamicznie spadała (z 700 tys. sztuk do 460 tys. sztuk). Inwestorzy specjalizujący się w metalach zwracają uwagę na bardzo słabe dane makro, szczególnie w Azji. Jeżeli te nie złączą zwracać, to mimo pakietów stymulujących rynek może wkrótce zwątpić w miedź. Obecnie liczba pozycji spekulacyjnych na miedzi jest najwyższa od połowy 2018 roku, co przy realizacji zysków może spowodować głębszą korektę na cenach surowca. Według pełnych danych w II'19 import netto miedzi do Chin wzrósł o 12% r/r, co przełamało spadkową tendencję obserwowaną od dwóch miesięcy. Premie produkcyjne na miedzi spadły w Chinach do 72-77 USD/t. Uczestnicy rynku zwracają uwagę na mniejszą dostępność koncentratu na rynku w 2019 roku, co przekłada się na większą konkurencję na materiał wsadowy do hut.

Rynek węgla koksowego

Ceny węgla koksowego w Chinach spadały wyraźnie w ubiegłym tygodniu w ślad za słabymi danymi o imporcie rudy żelaza do Chin w II'18 (-6% r/r). Obecnie marże modelowe producentów wielkopieczowych stali w Chinach są na niskich poziomach. Przy rosnących zapasach stali na tym rynku trudno będzie przenieść wysokie obecnie ceny rudy żelaza i węgla koksowego na klientów końcowych (patrz strony 10-11).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Tarczyński	-9,4%	-14%
ZCh Police	-7,4%	+11%
ZA Puławy	-6,4%	+62%
Orzeł Biały	-5,9%	-2%
Tauron	-5,6%	-2%
Grupa Azoty	-5,0%	+34%
LW Bogdanka	-4,4%	-5%
Enea	-4,4%	-5%
JSW	-2,8%	-16%
Ciech	-2,3%	+32%
Boryszew	-2,3%	-5%
OMV	-1,8%	+19%
Kruszwica	-1,7%	+2%
PGNiG	-1,6%	-6%
KGHM	-1,6%	+12%
Kernel	-1,4%	-1%
PGE	-1,4%	+7%
Energa	-1,1%	+4%
CEZ	-1,0%	+1%
Tupras	-0,9%	+24%
Lotos	-0,6%	+5%
PCC Rokita	-0,4%	+16%
IMC	-0,4%	+5%
Astarta	-0,3%	+37%
ZE PAK	+0,8%	+3%
MOL	+0,9%	+7%
PKN Orlen	+1,2%	-5%
Impexmetal	+1,7%	+13%
Kęty	+4,5%	+6%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,7%	+3%
Chemia	-3,7%	+30%
Energia	-2,3%	+3%
Paliwa	+0,2%	-3%
Spożywczy	-0,7%	+4%
Surowce	-1,9%	+5%
Ukraina	-0,7%	+8%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+1,1%	+15%
Oil & Gas E&P	-5,7%	+9%
Refining EU	-0,4%	+7%
Refining US	-1,7%	+8%
Agri & Food	+1,6%	+14%
Kauczuki	-2,5%	+10%
Nawozy	-4,4%	-0%
Chemicals EU	-1,8%	+10%
Industrials EU	-1,4%	+12%
Petchem World	+0,2%	+7%
Utilities EU	+2,1%	+11%
Utilities US	+1,3%	+10%

Gdzie jest efekt IMO?

Ostatnie miesiące zdają się przeczyć tezie o pozytywnym wpływie IMO na rentowność rafinerii. Dyskonta na ciężkich ropach spadły w okolice zera, a spready terminowe na marżach produktowych wskazują na brak poprawy netto w 2020 przy średniej strukturze uzysków diesla i HSFO. Jeszcze w 3Q'18 krzywa terminowa implikowała około 0,6 USD/Bbl dodatkowej marży z IMO w 2Q'20, a teraz ten parametr oscyluje wokół 0.

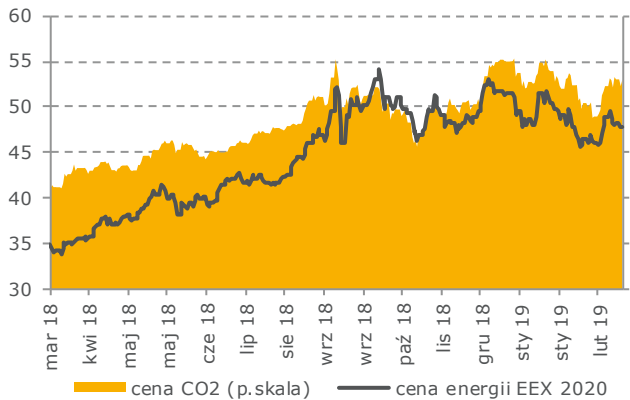
Eksport mocznika z Chin

Eksport mocznika z Chin w II'19 wzrósł trzykrotnie w ujęciu r/r do 59 tys. ton. Eksport mocznika wyraźnie przyspieszył od XII'18. Informacje są istotne szczególnie w kontekście, że Chiny jeszcze dwa lata temu były jednym z największych eksporterów mocznika na świecie. Jeżeli kraj wraca do regularnego eksportu mocznika na świat to może to mieć negatywny wpływ na bilans podstawowego nawozu.

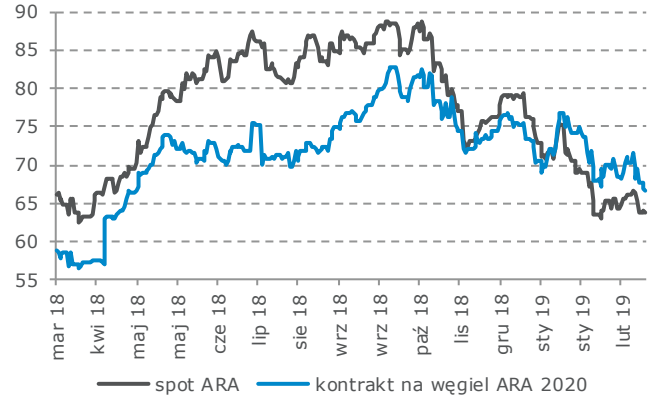


Energetyka

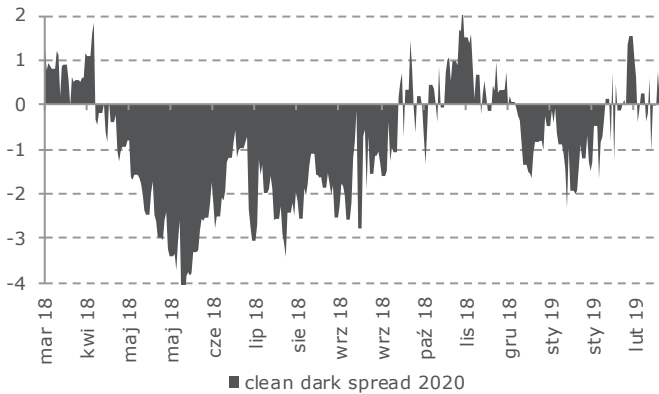
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



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



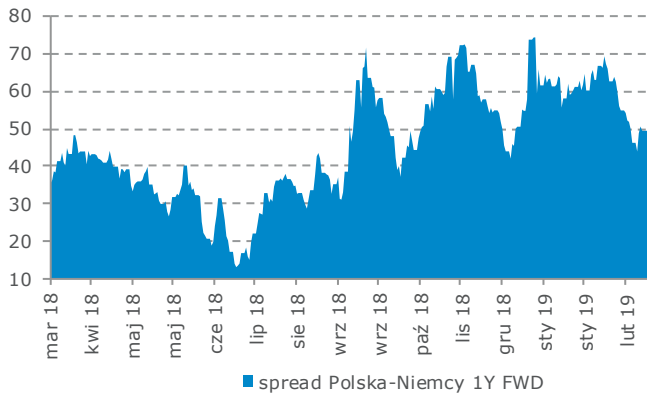
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



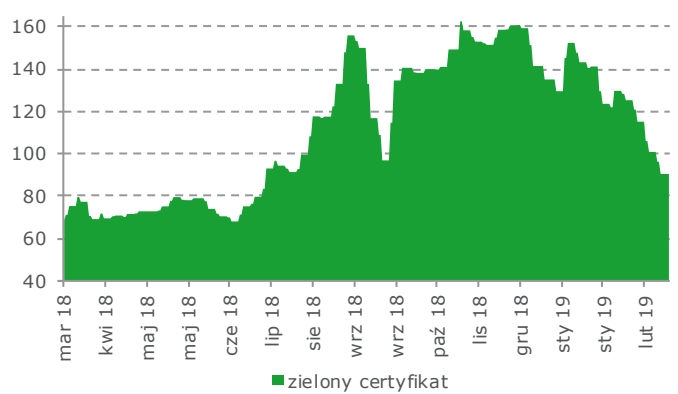
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



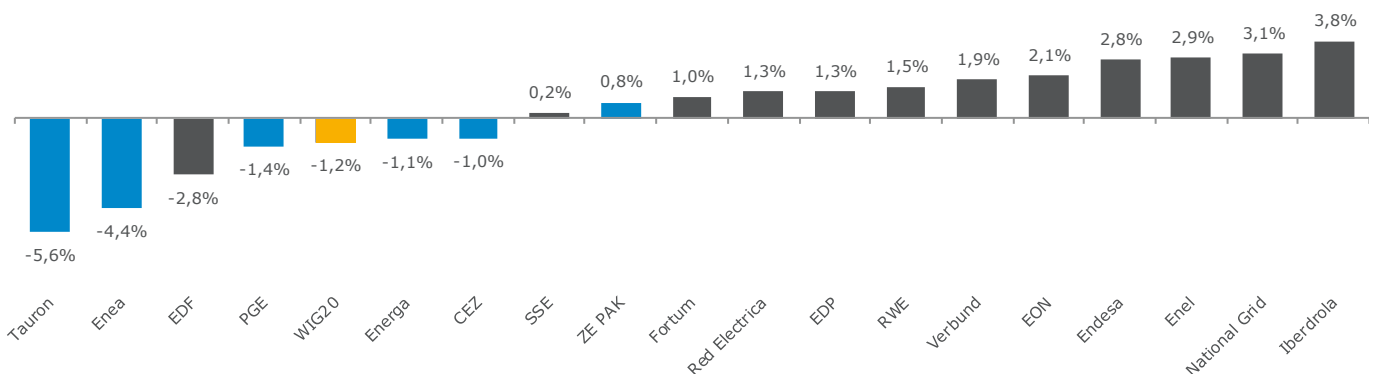
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



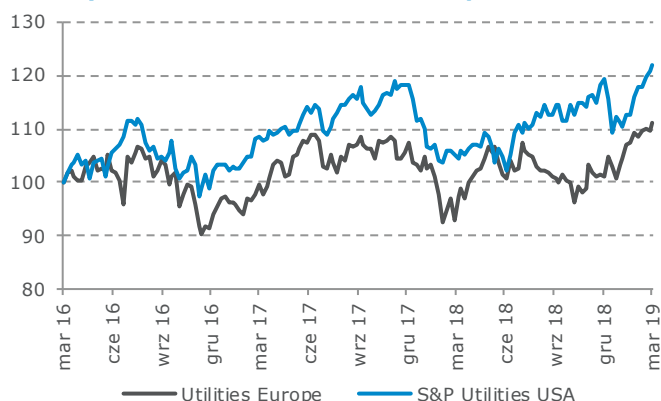
Tygodniowy performance spółek energetycznych



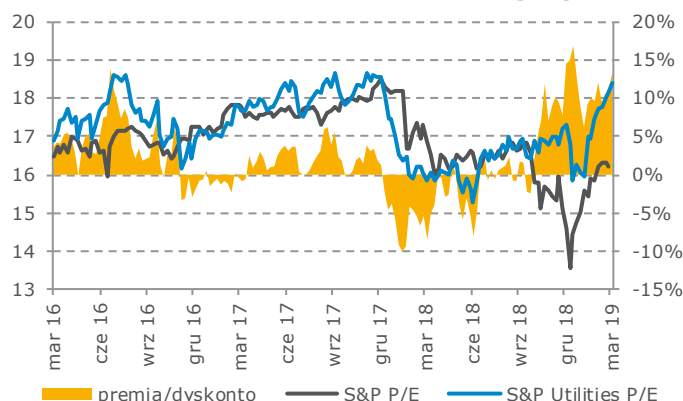
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

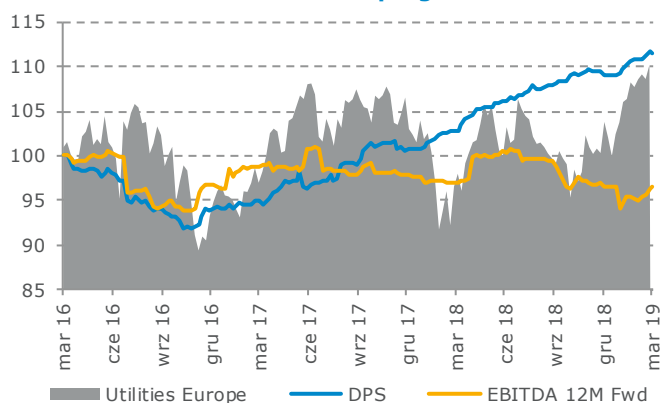
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



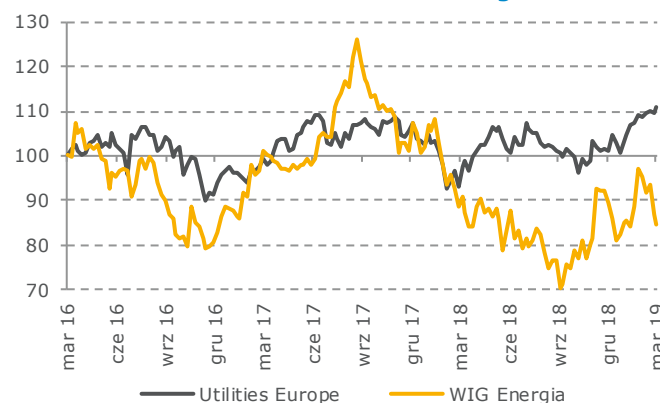
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



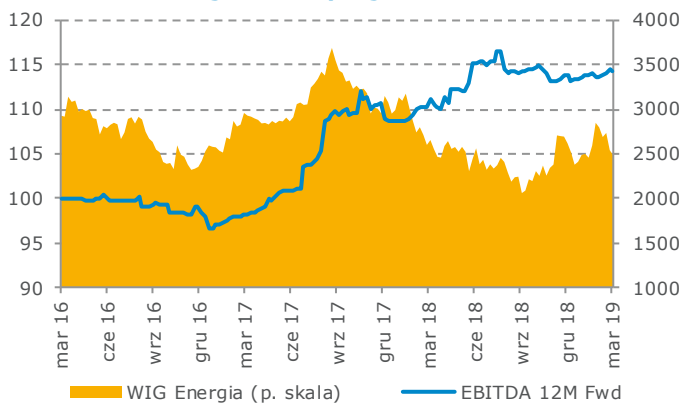
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



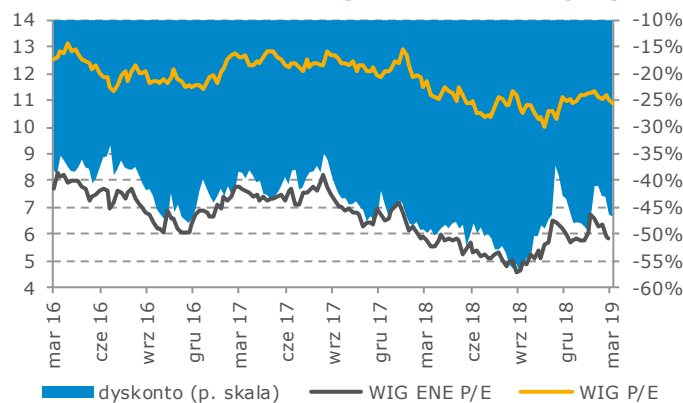
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



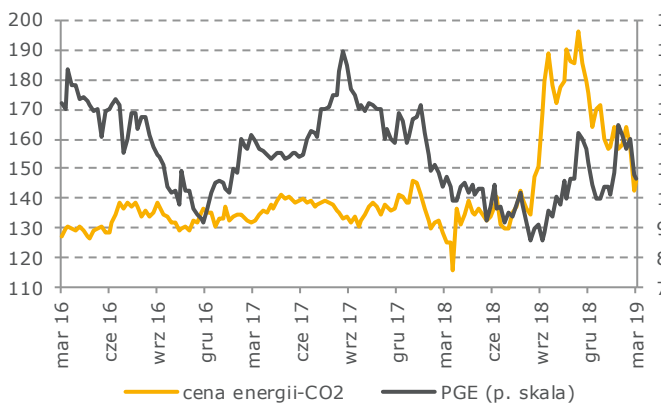
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



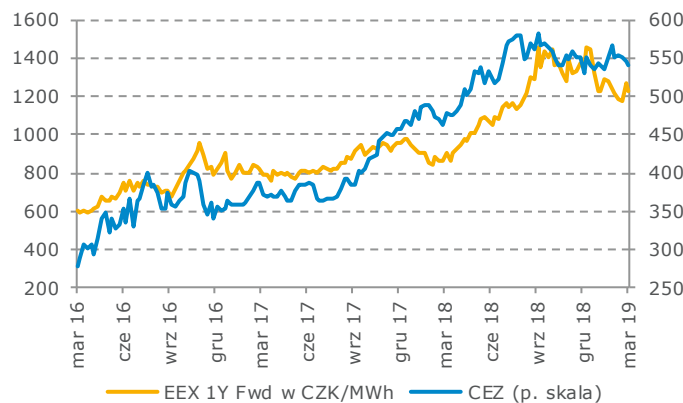
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



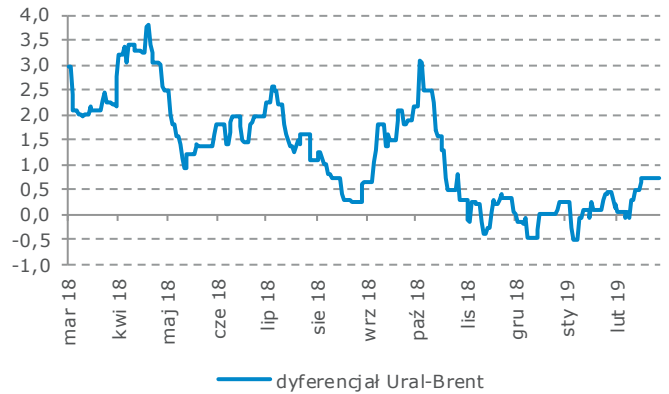
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

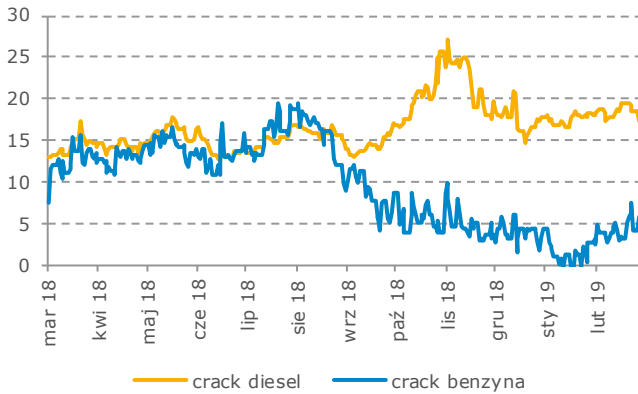
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



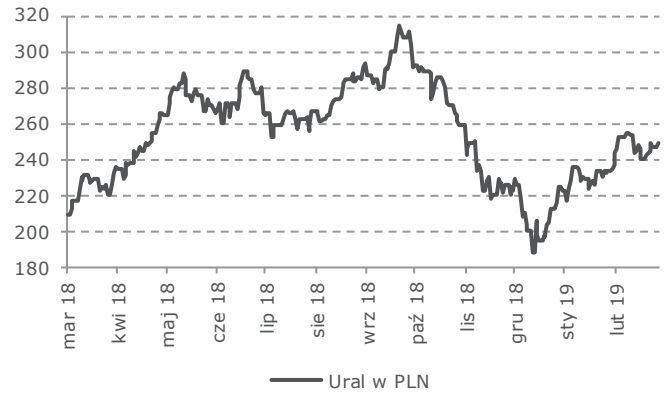
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



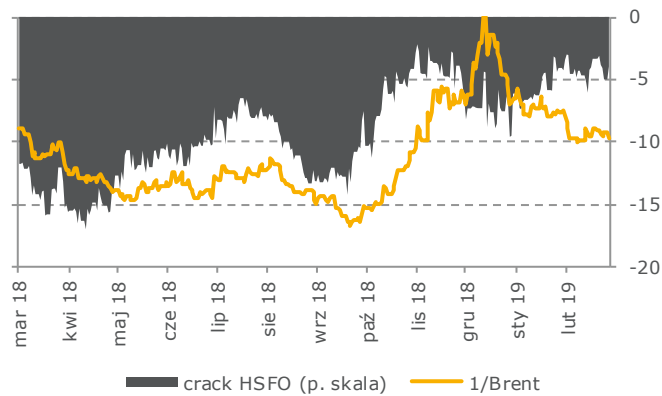
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



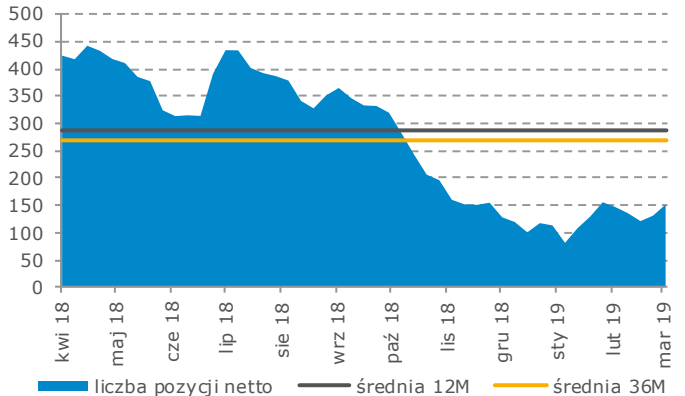
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



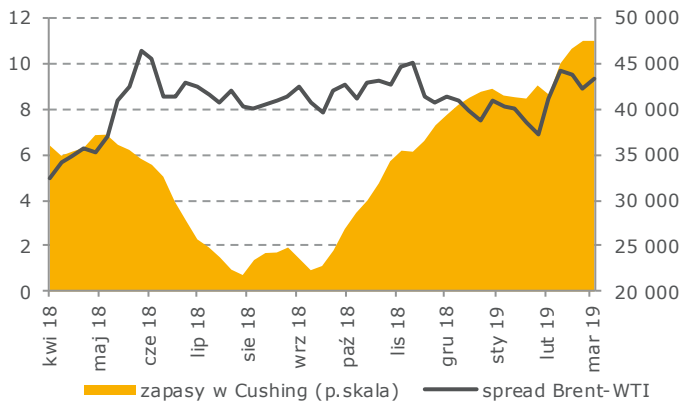
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



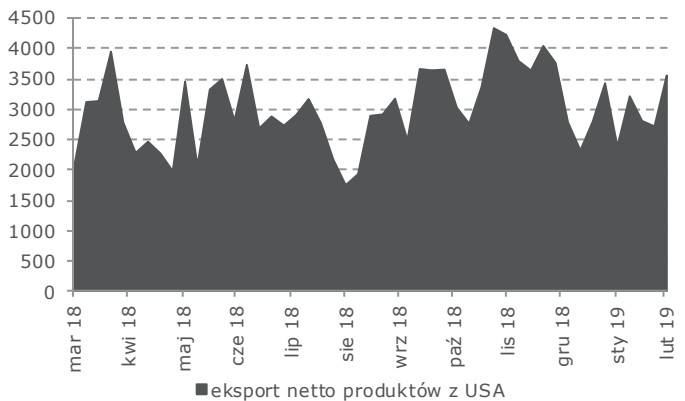
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



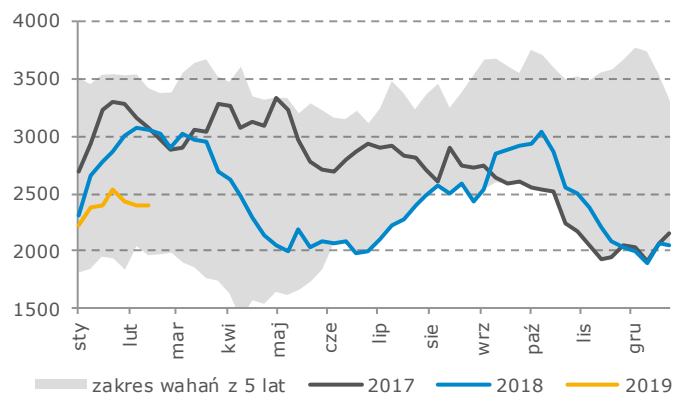
Eksport netto paliw z USA



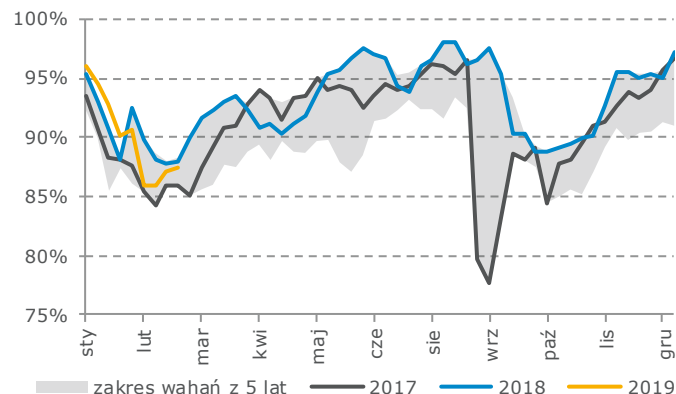
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

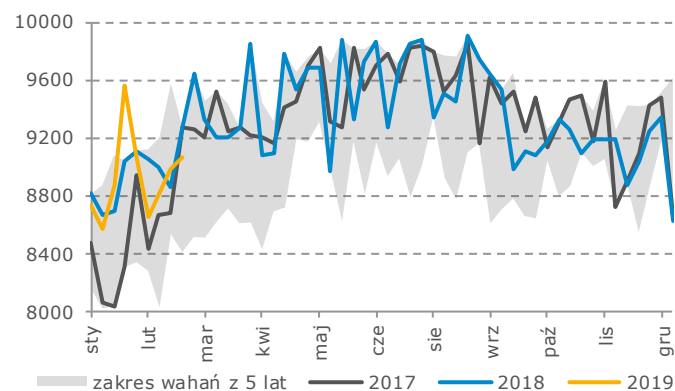
Zapasy diesla w portach ARA



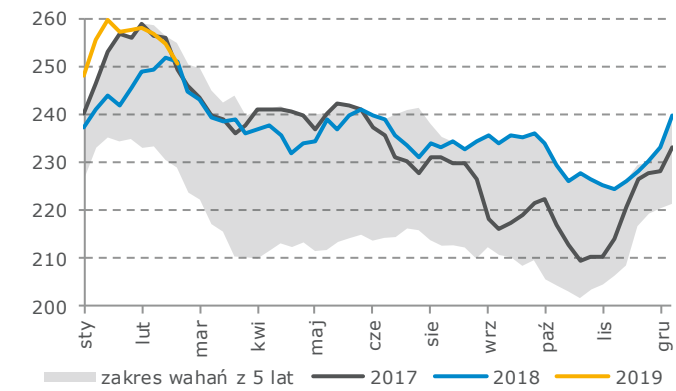
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



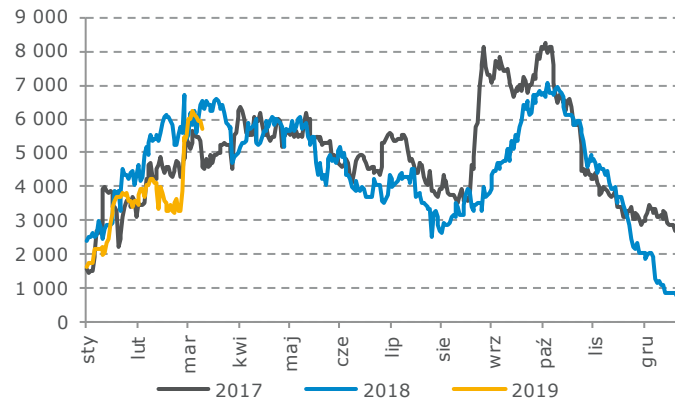
Popyt na benzynę w USA



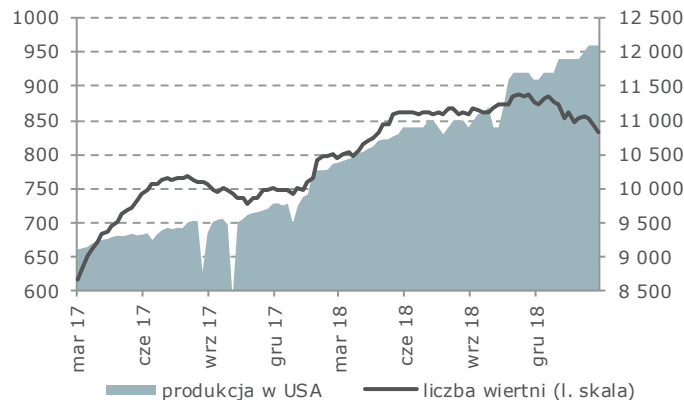
Zapasy benzyny w USA



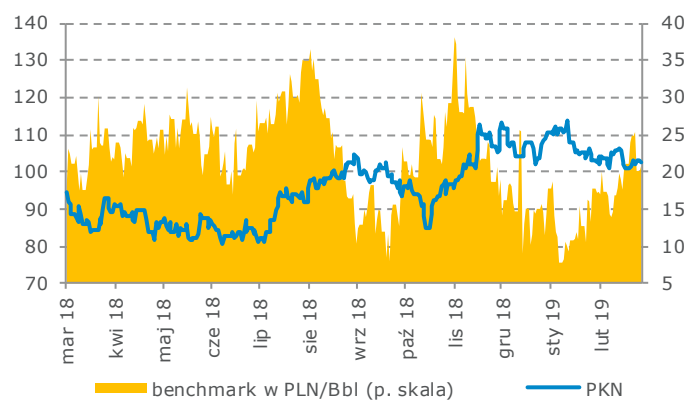
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



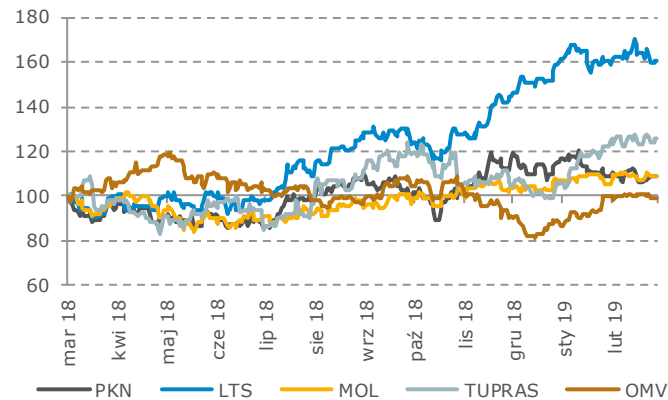
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



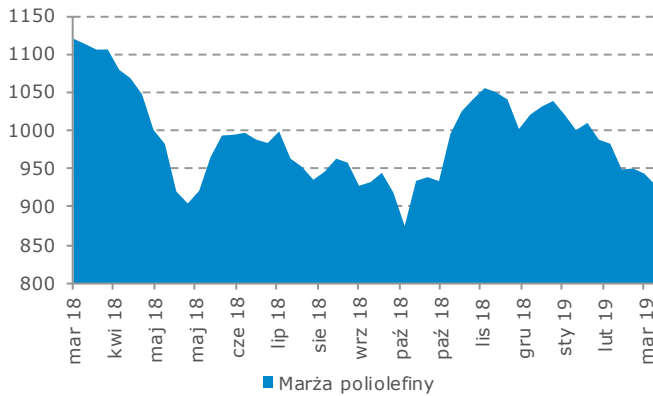
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



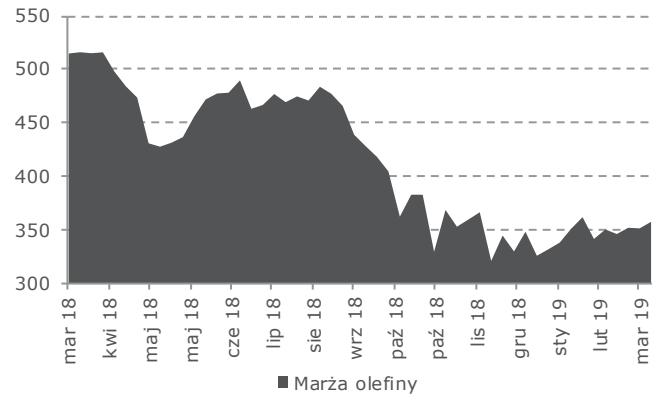
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

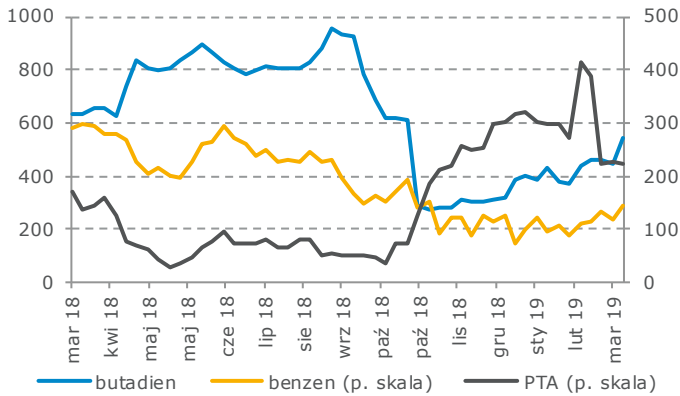
Marża petrochemiczna poliolefiny



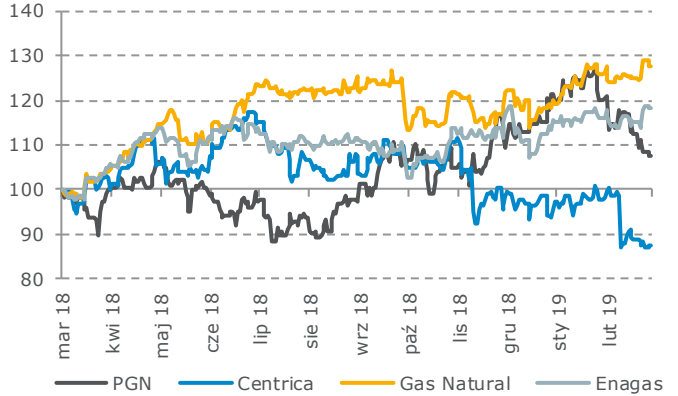
Marża petrochemiczna olefiny



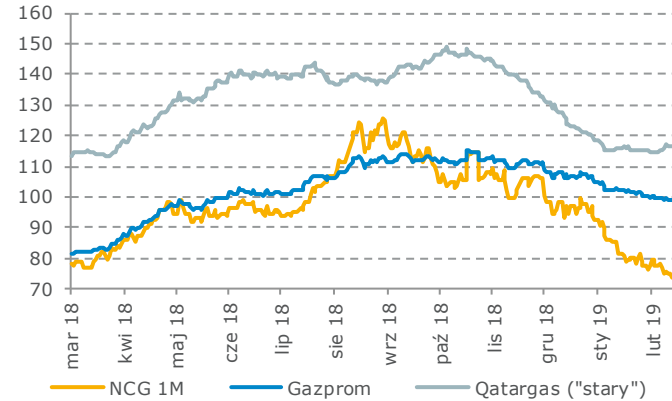
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



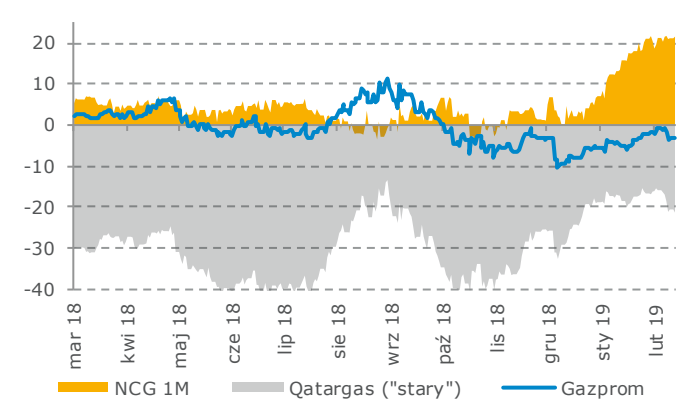
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



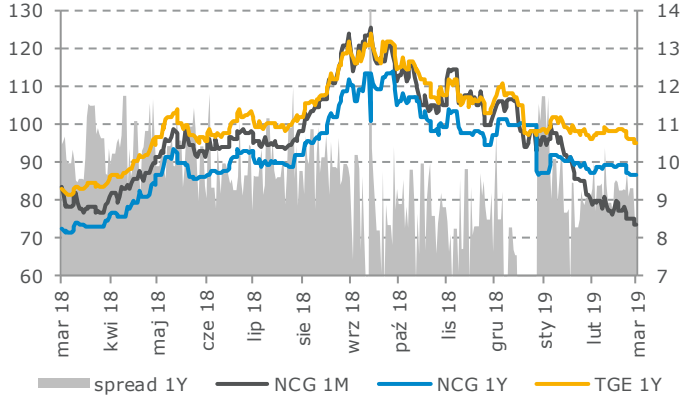
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



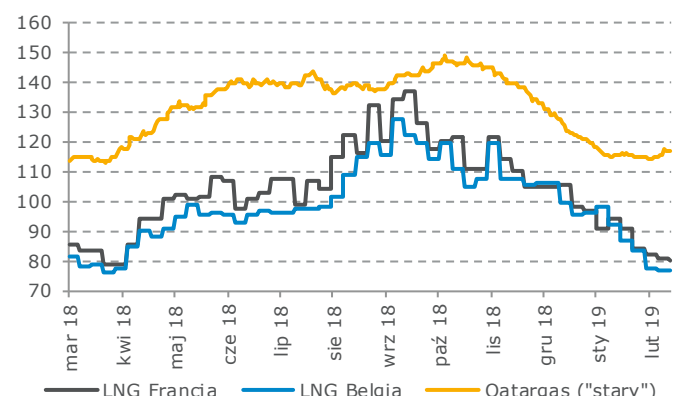
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



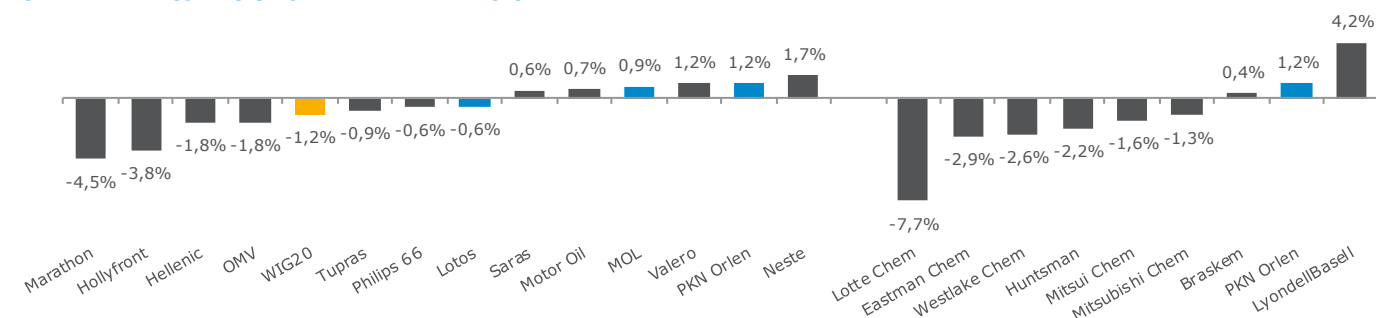
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



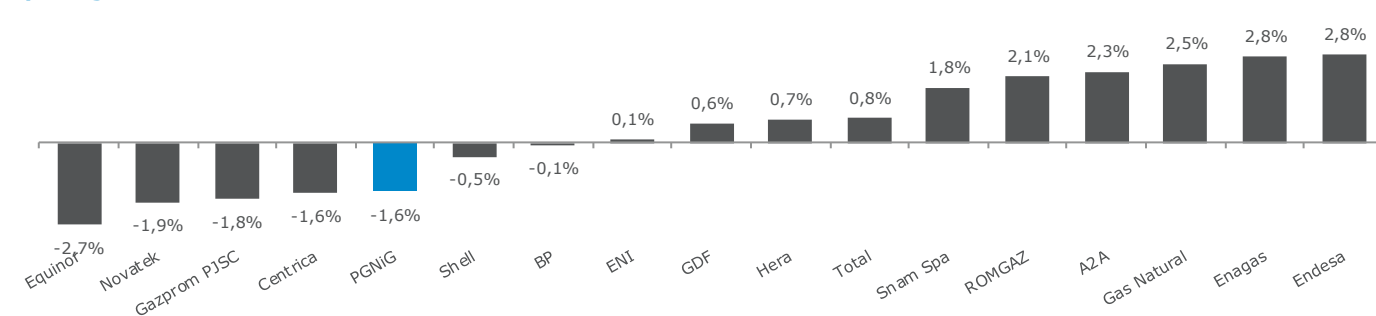
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

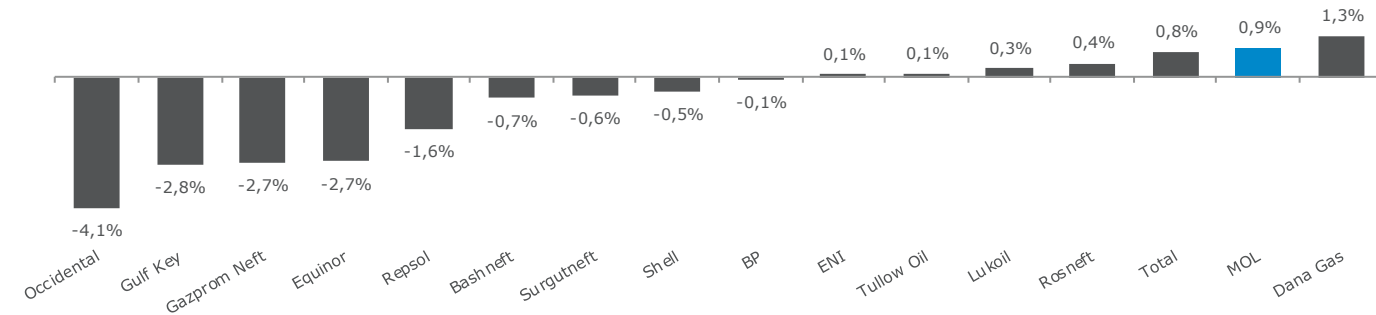
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



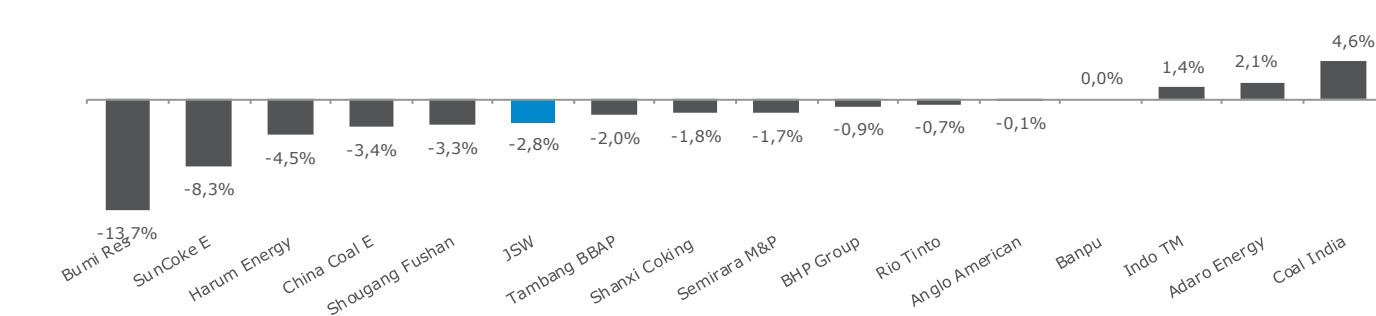
Spółki gazowe



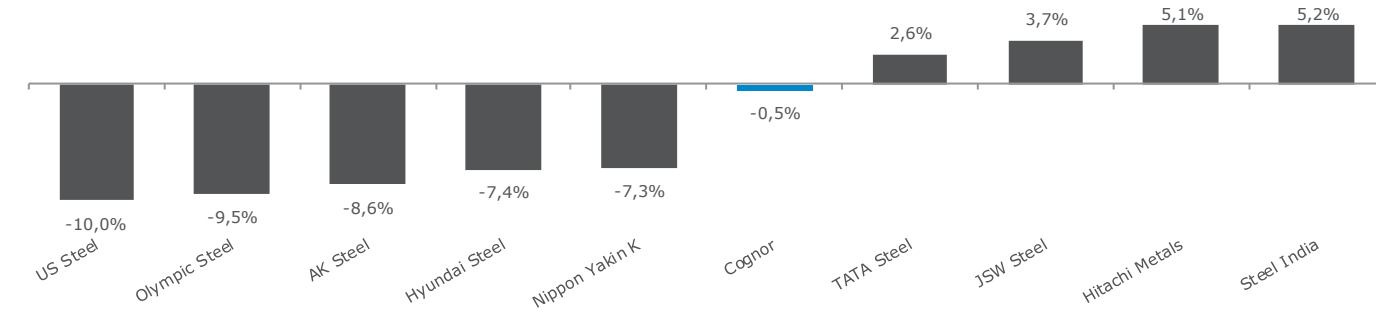
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



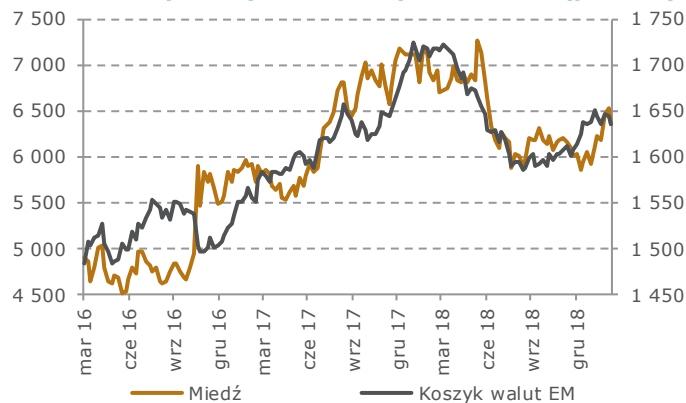
Producenci i dystrybutorzy stali



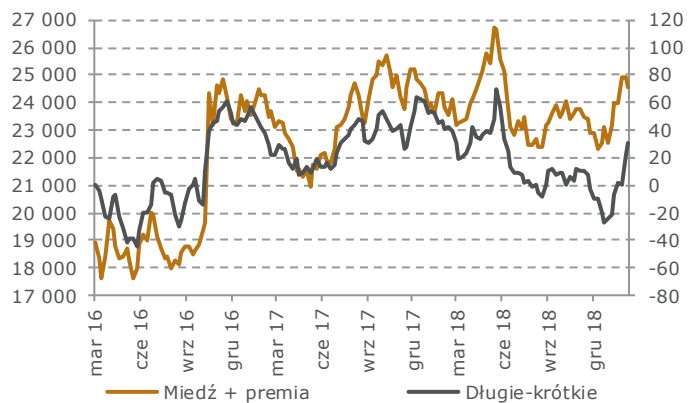
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

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



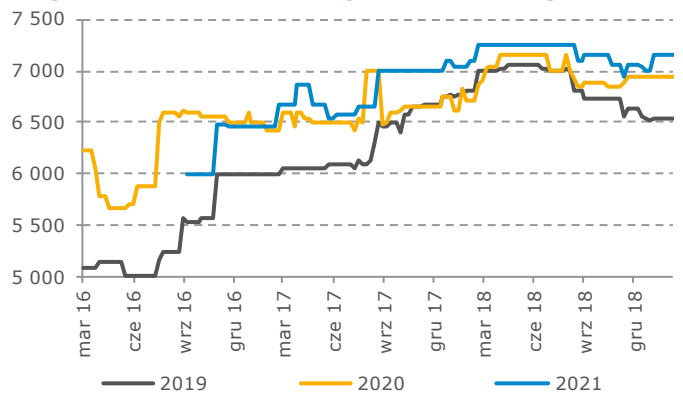
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



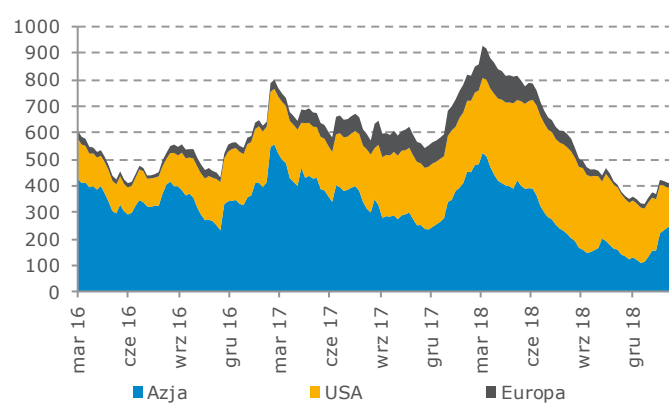
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



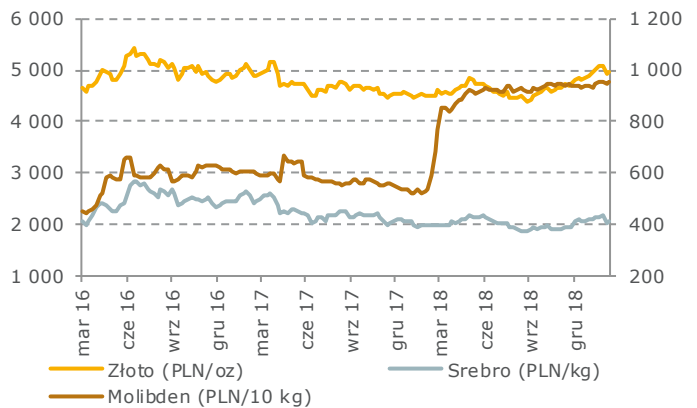
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



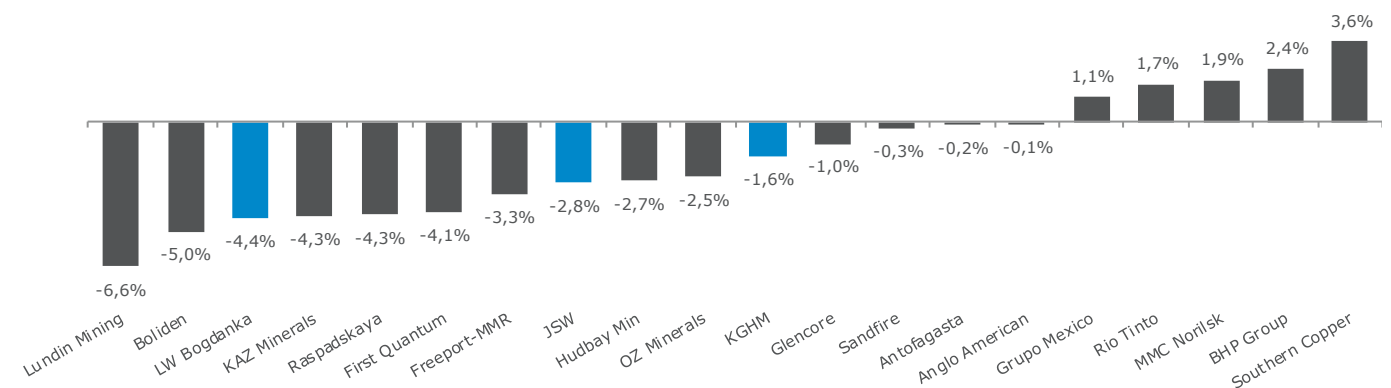
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



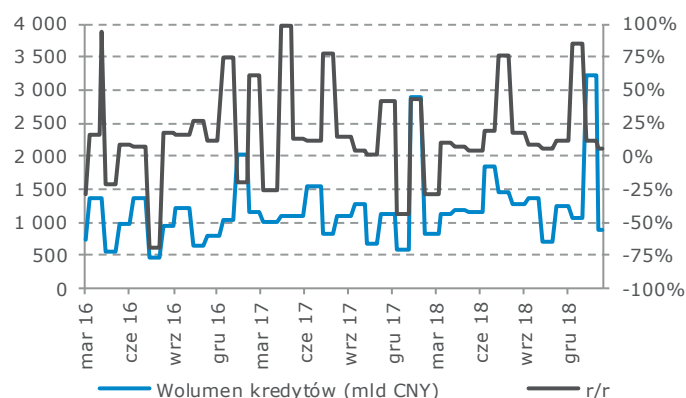
Tygodniowy performance spółek surowcowych



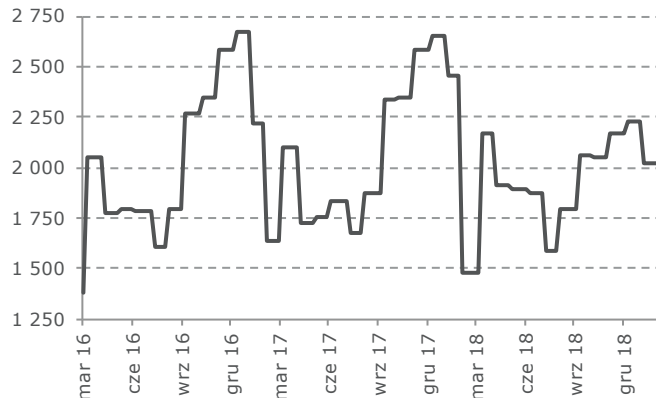
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

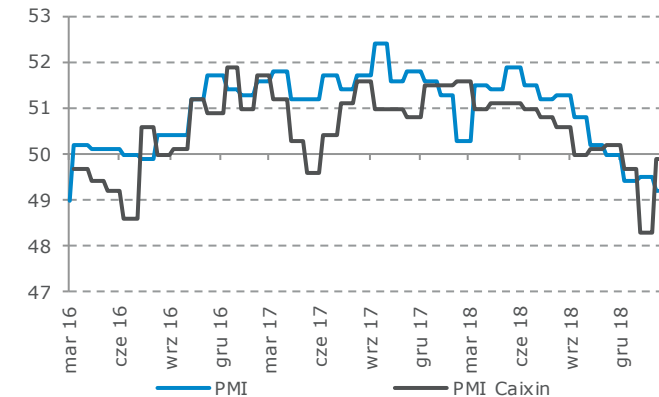
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



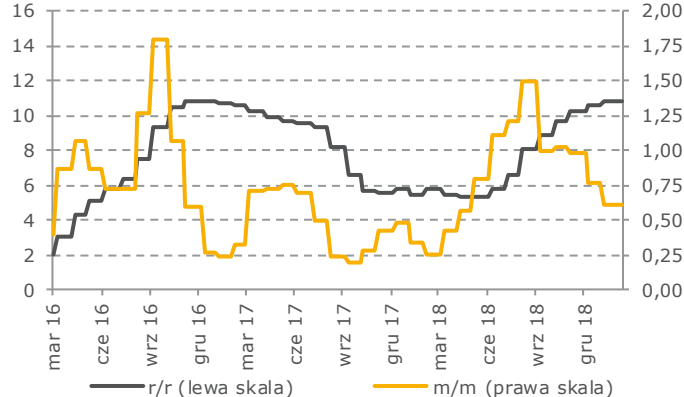
Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



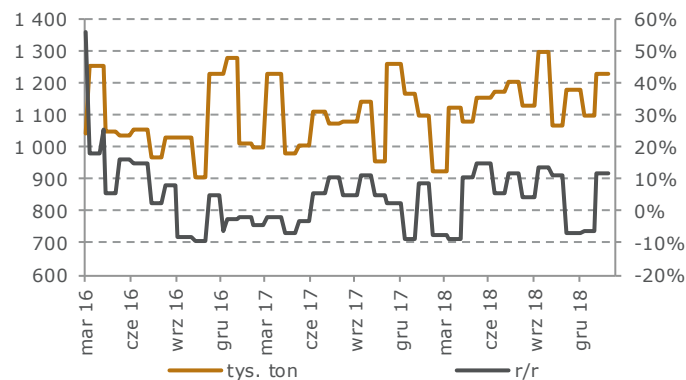
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



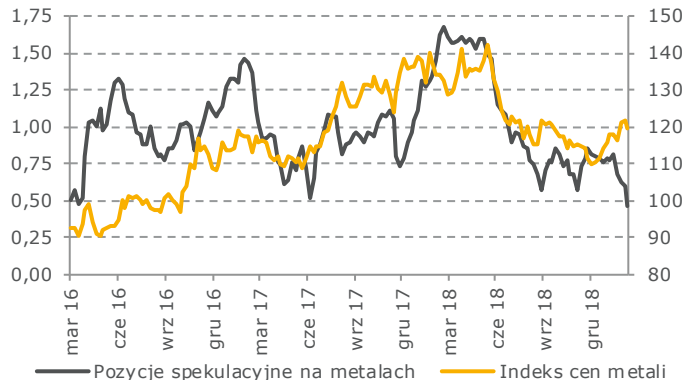
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



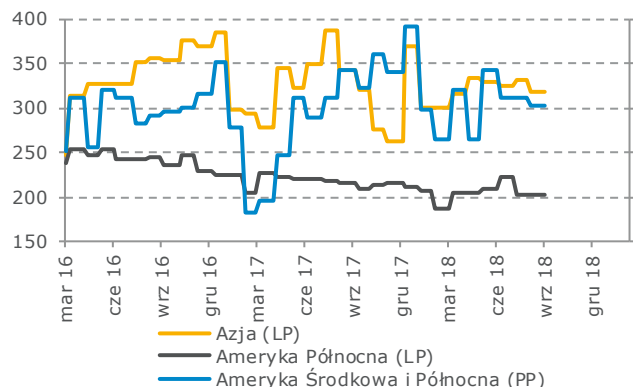
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



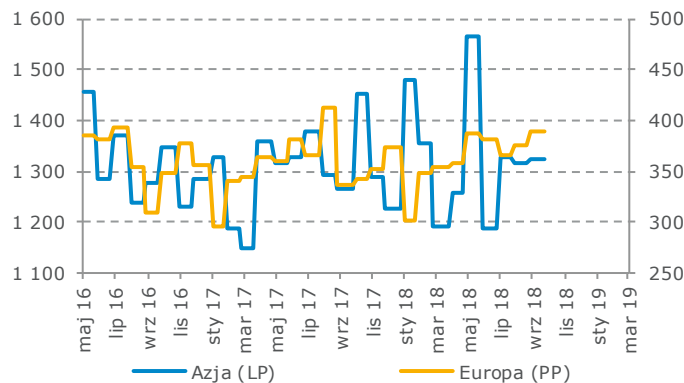
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



Produkcja koncentratu miedzi w Azji, Ameryce Północnej oraz Ameryce Pd-Śr. (tys. ton)



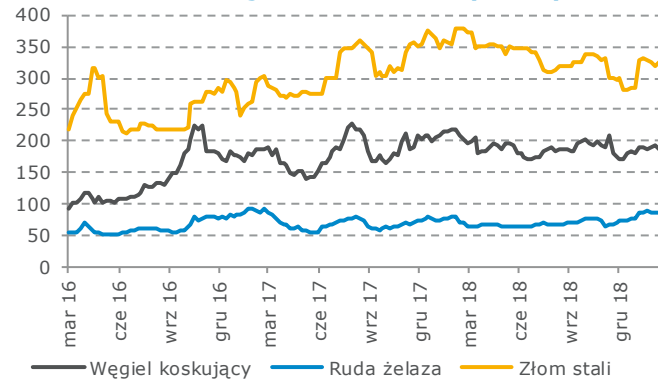
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



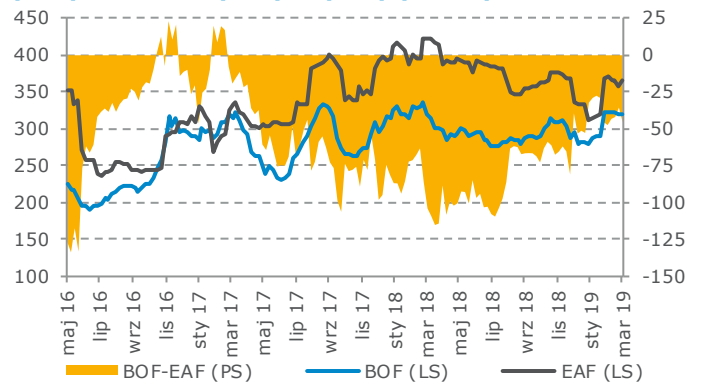
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

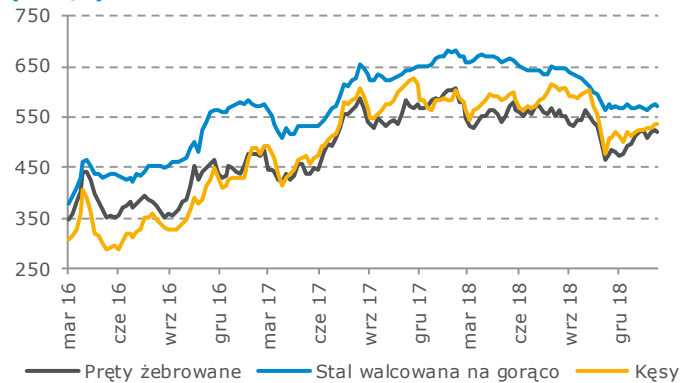
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



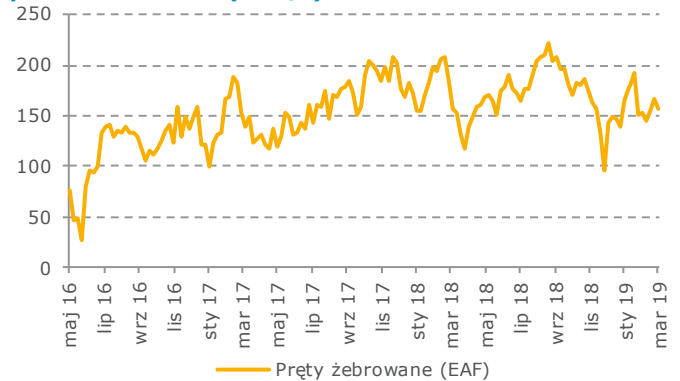
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



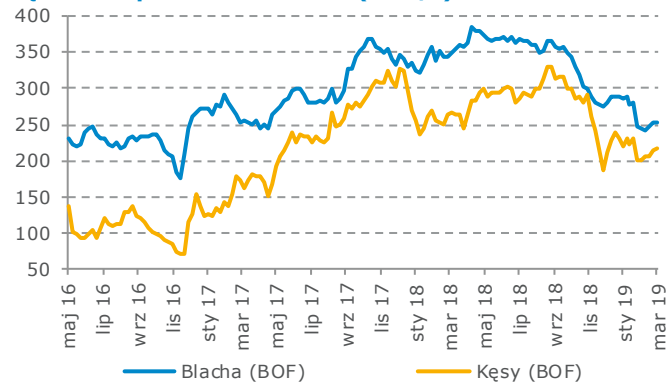
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



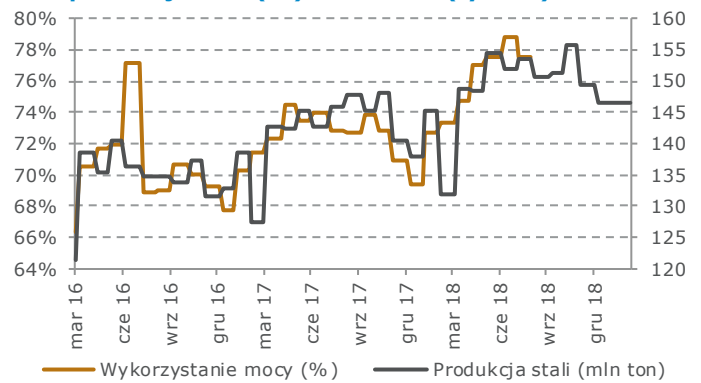
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



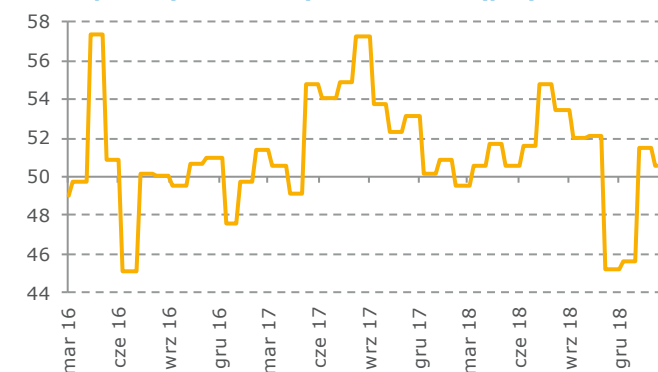
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



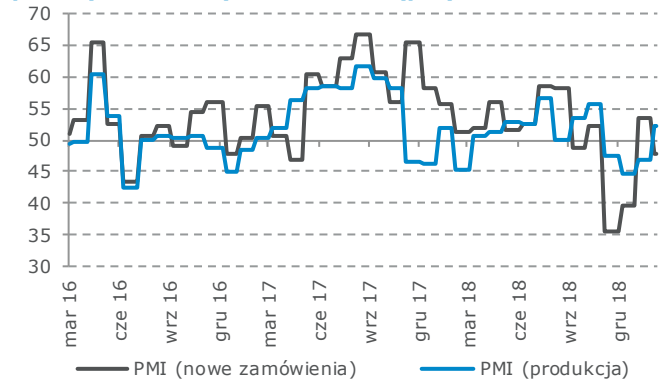
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

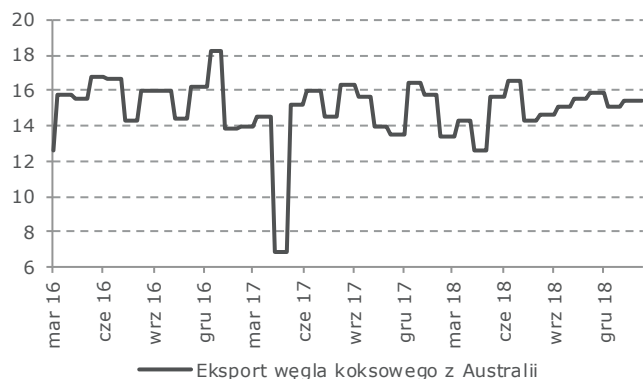


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

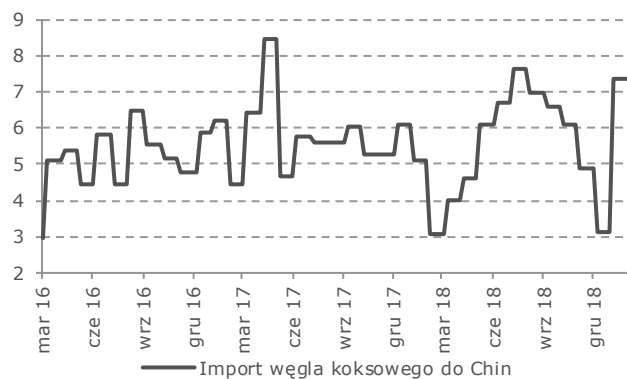


Surowce (stal)

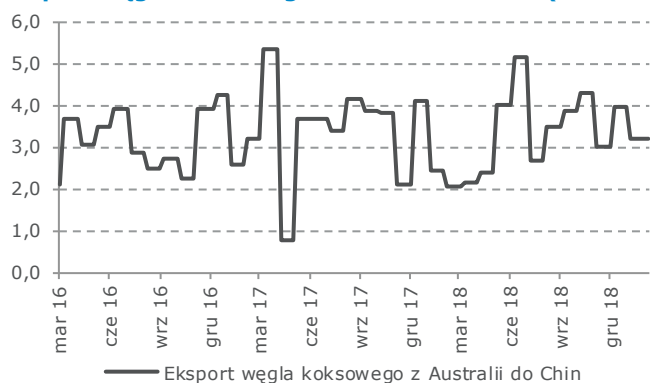
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



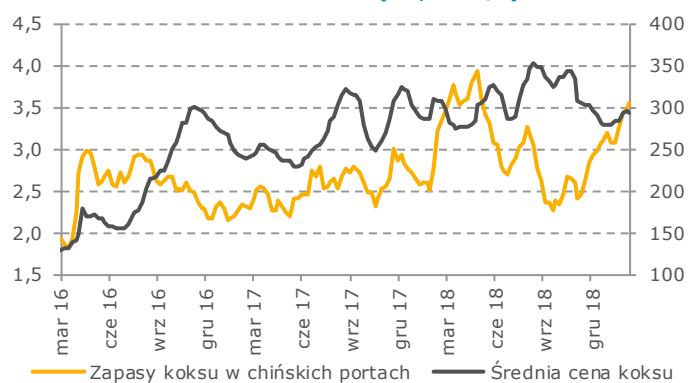
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



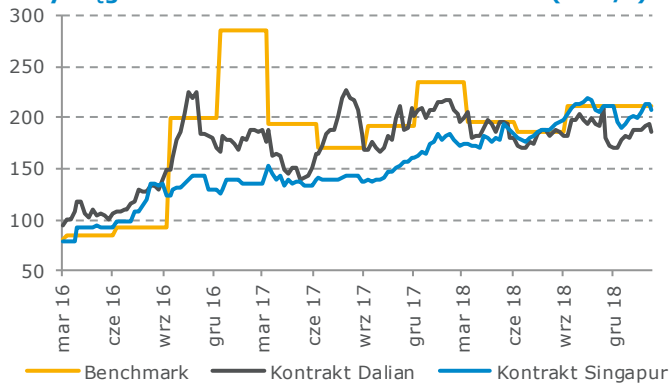
Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



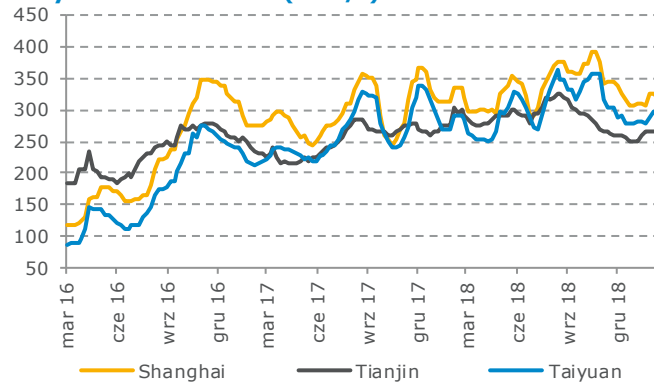
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



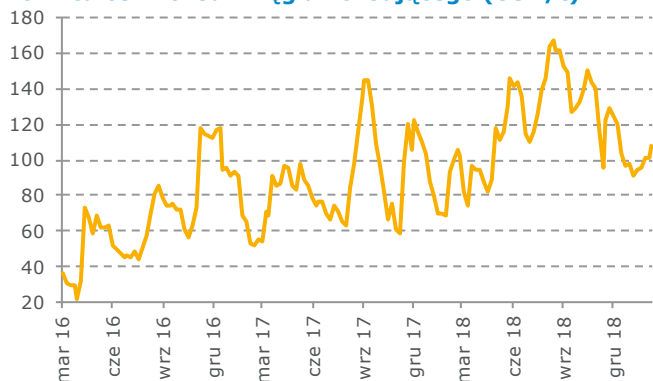
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



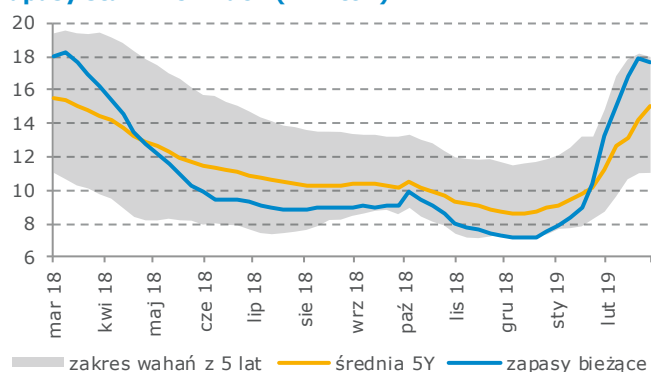
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



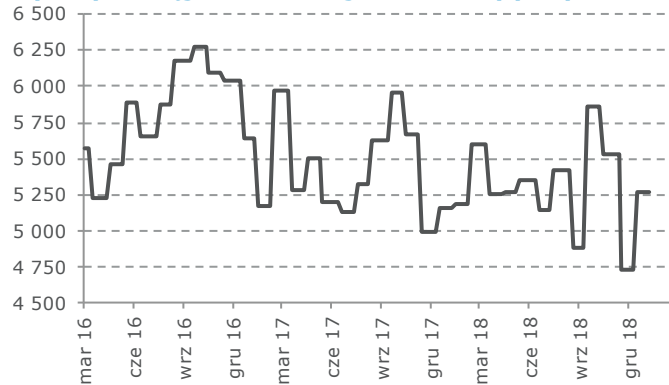
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



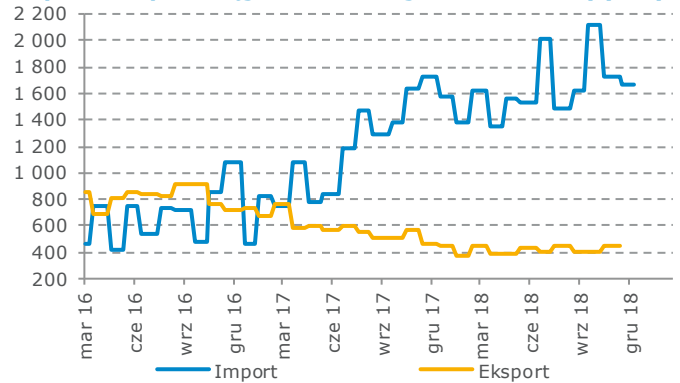
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



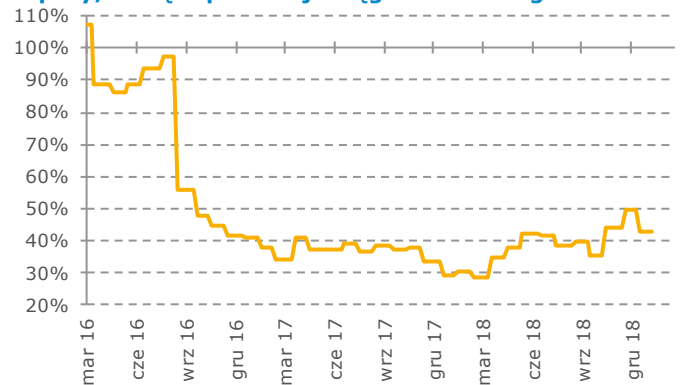
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



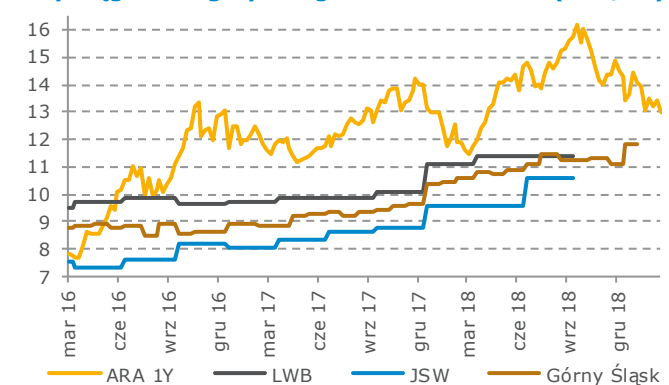
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



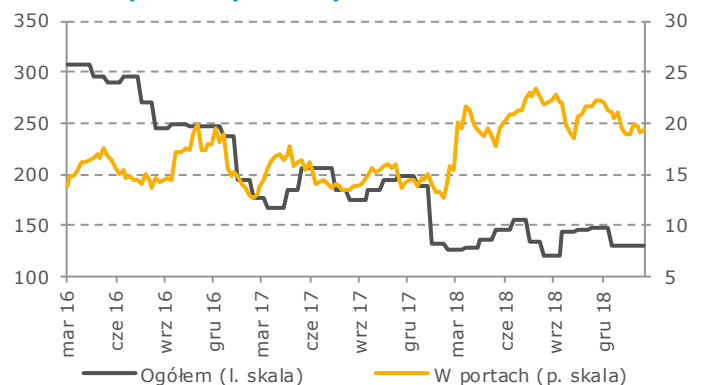
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



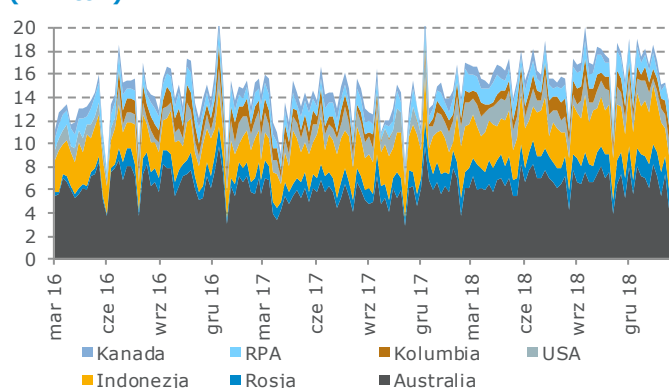
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



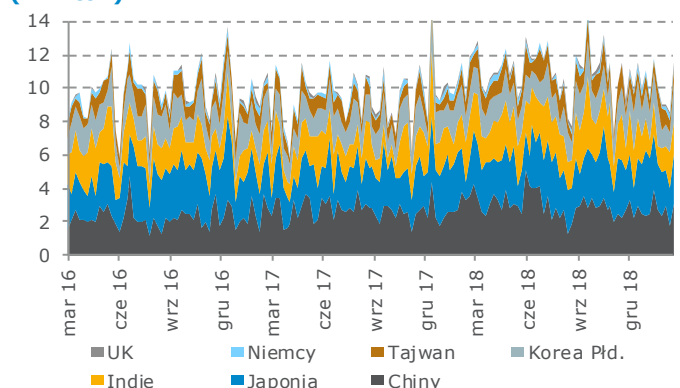
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



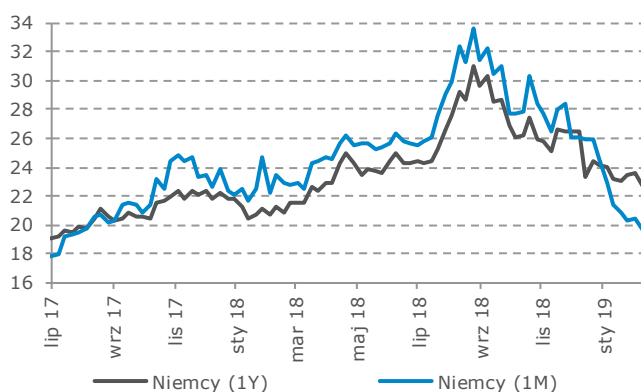
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



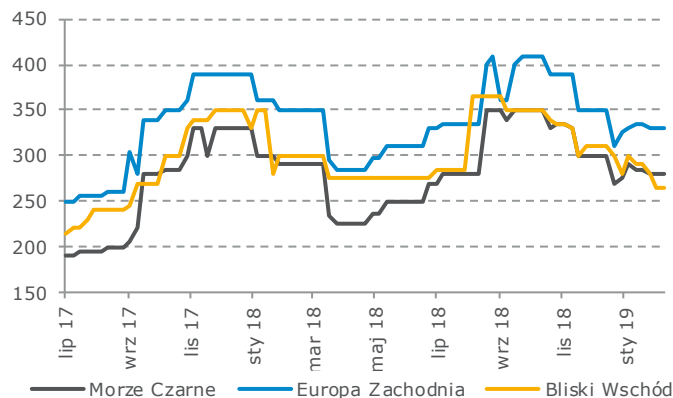
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

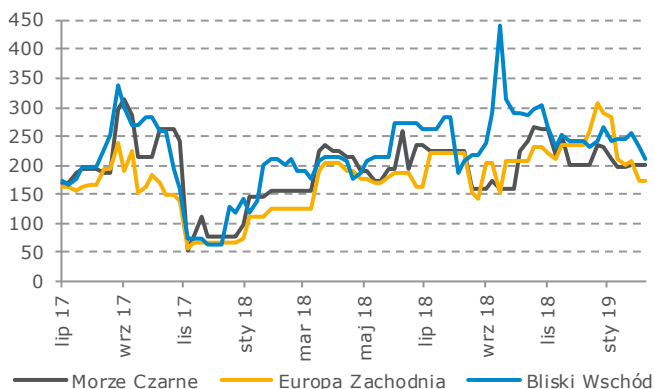
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



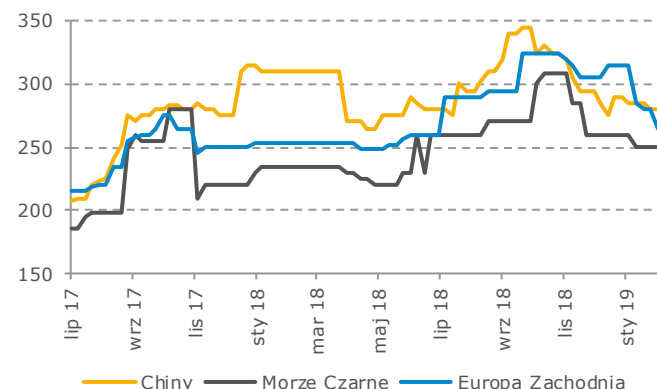
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



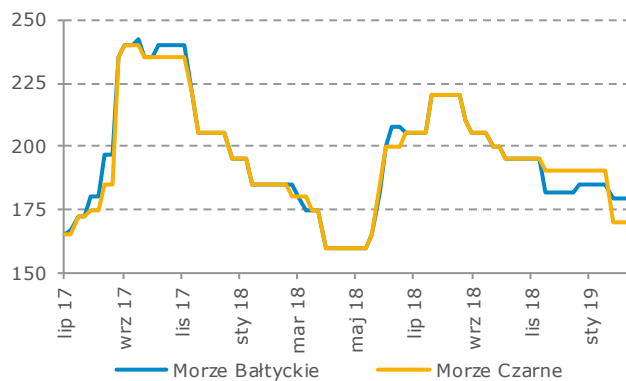
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



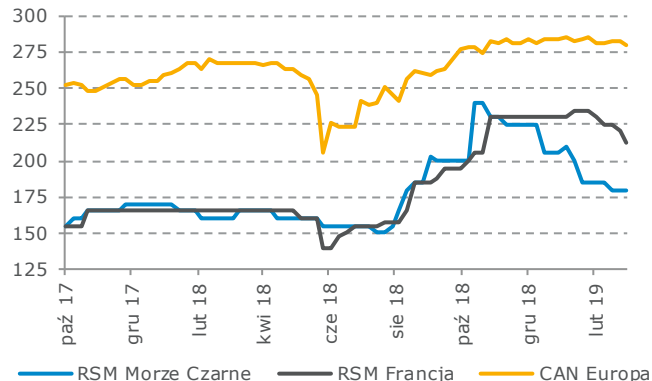
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



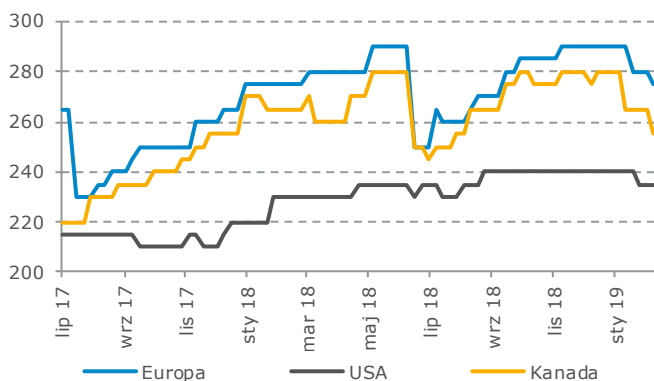
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



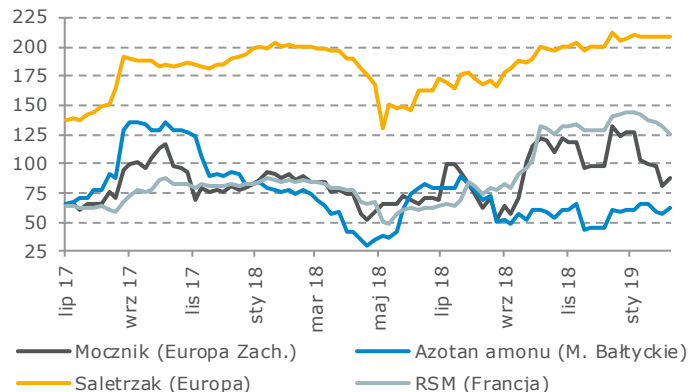
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



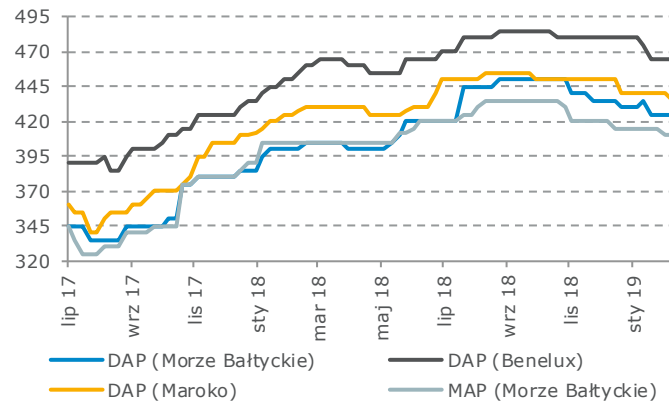
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



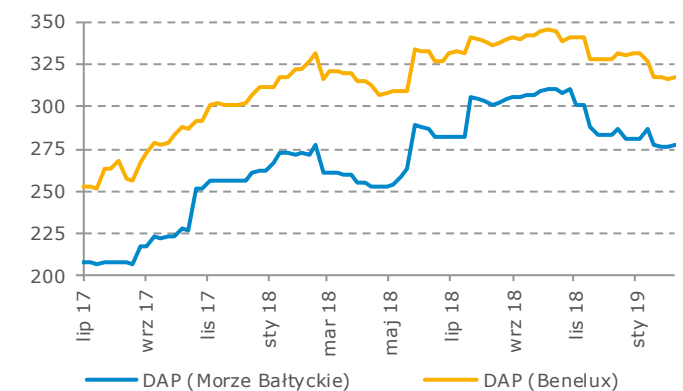
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

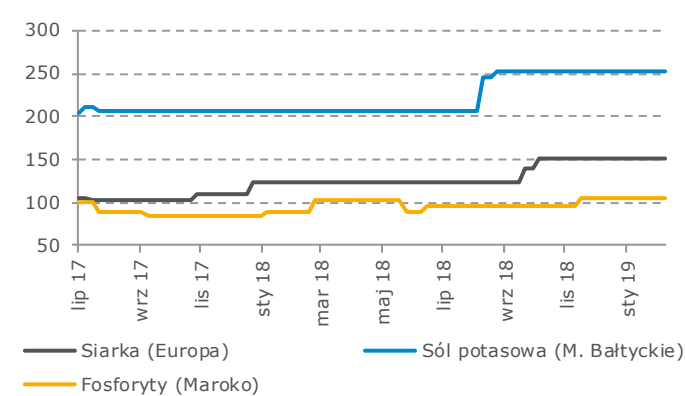
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



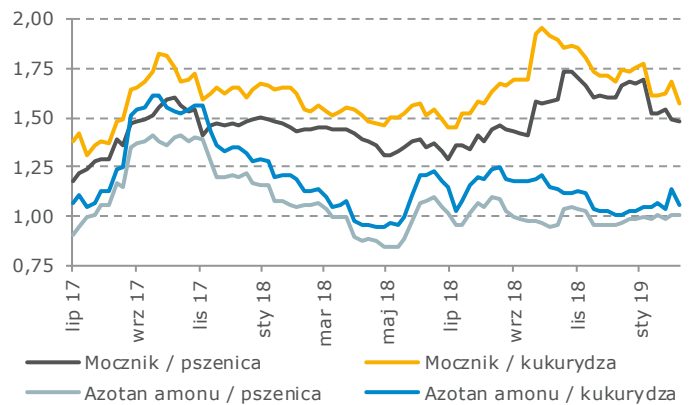
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



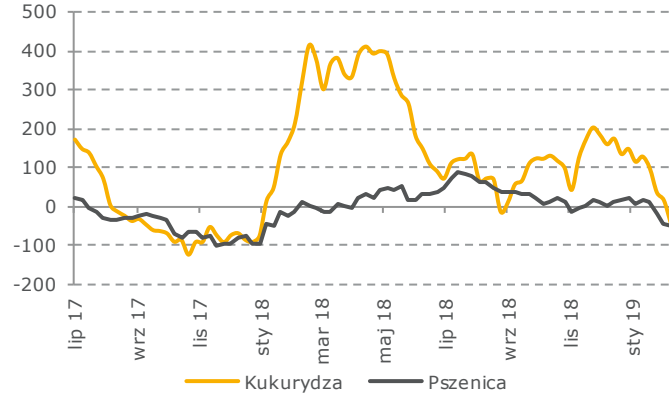
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



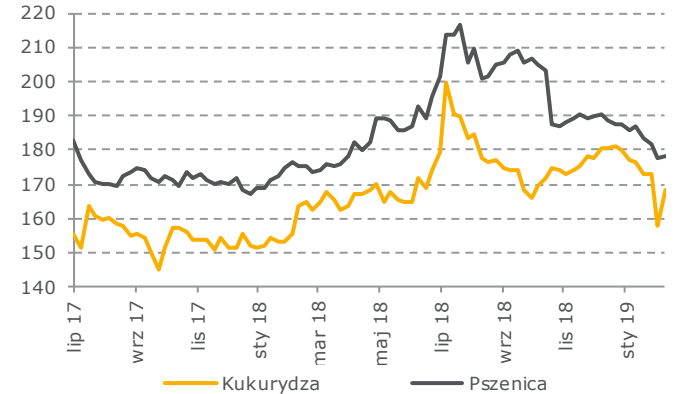
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



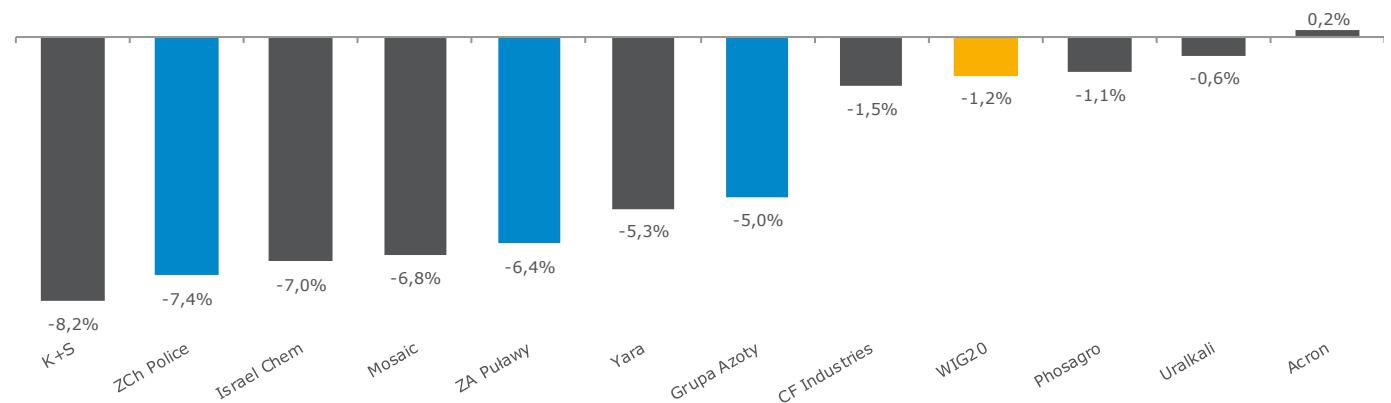
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



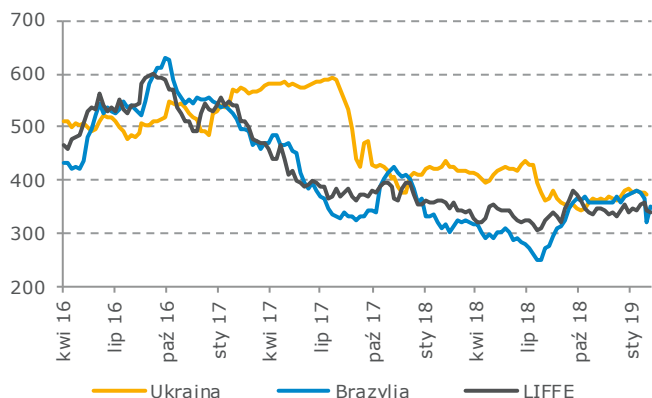
Tygodniowy performance producentów nawozów



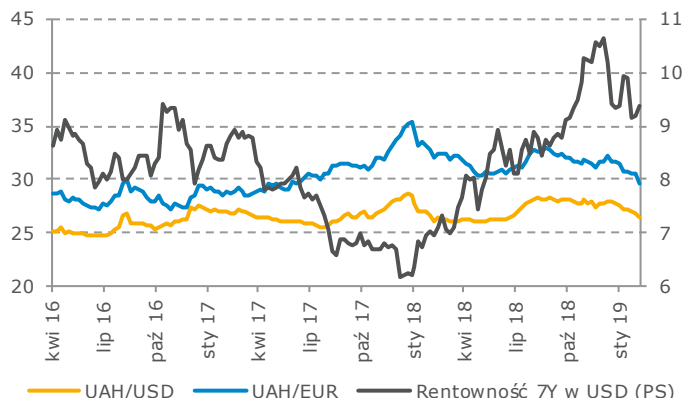
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

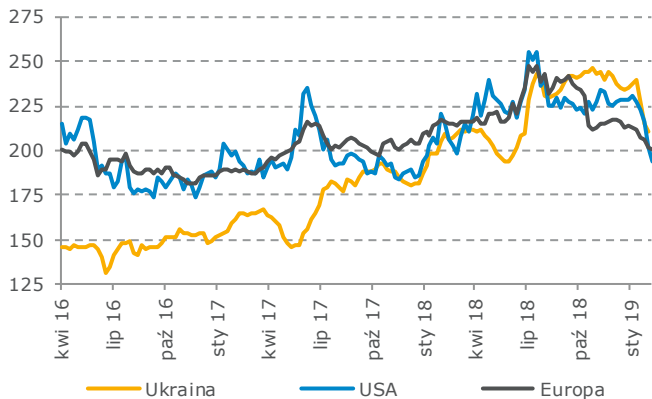
Cena cukru (USD/Mt)



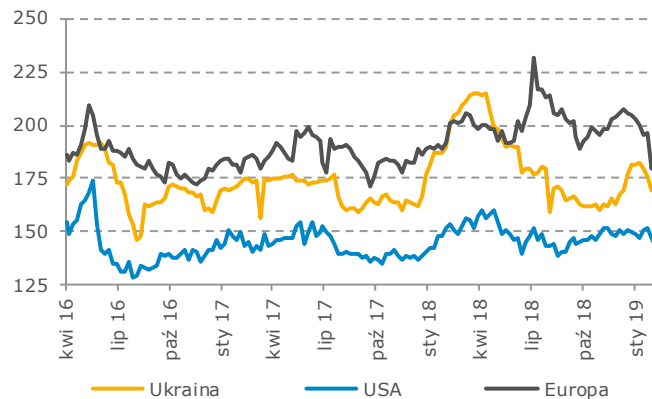
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



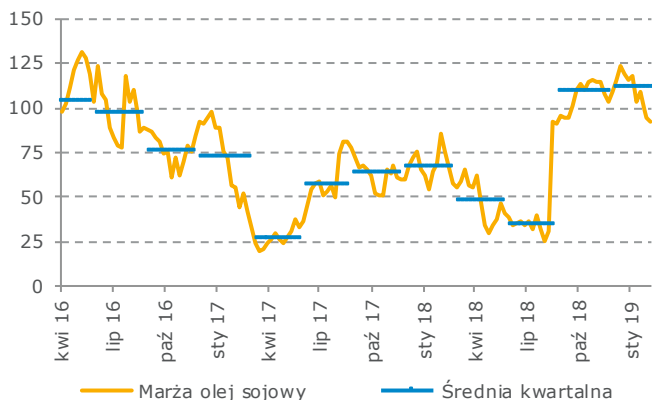
Cena pszenicy (USD/Mt)



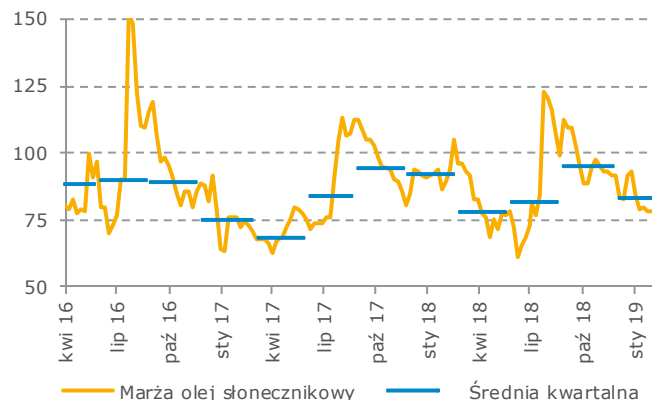
Cena kukurydzy (USD/Mt)



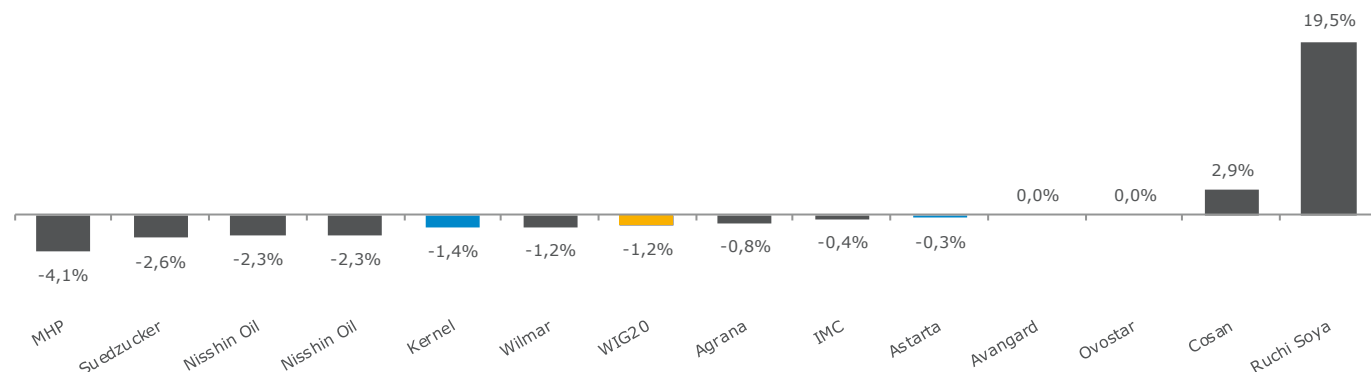
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych

	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	540,0	8,5	8,0	7,5	2,4	2,2	2,1	23,3	19,0	16,1	28%	28%	28%	6,1%	4,3%	5,3%
Enea	9,4	4,2	3,4	3,2	0,8	0,8	0,7	6,7	3,6	3,1	20%	22%	23%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	9,2	3,9	4,0	4,3	0,8	0,7	0,7	4,0	5,4	5,7	20%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	10,7	4,7	3,9	3,4	1,2	0,8	0,7	10,3	7,2	6,1	26%	20%	20%	0,0%	0,0%	3,5%
Tauron	2,1	3,7	3,8	3,2	0,7	0,6	0,5	3,9	3,0	2,5	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,8	3,8	2,1	1,4	0,3	0,2	0,2	-	12,3	4,2	7%	11%	17%	7,7%	-	2,1%
EDF	12,4	4,1	4,7	4,3	1,1	1,0	1,0	31,3	16,1	11,9	27%	22%	24%	2,5%	3,1%	4,0%
EDP	3,3	8,8	8,3	8,0	2,0	1,9	1,9	23,0	13,9	13,2	22%	23%	23%	5,8%	5,8%	5,8%
Endesa	22,5	7,9	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	16,8	15,6	15,5	18%	18%	18%	6,1%	6,4%	6,5%
Enel	5,5	7,5	7,0	6,7	1,6	1,6	1,5	13,4	11,4	10,8	21%	22%	23%	5,1%	6,0%	6,5%
EON	9,8	5,4	5,2	4,0	0,7	0,6	0,4	14,8	14,4	12,9	13%	12%	10%	4,4%	4,7%	5,2%
Fortum	19,7	13,7	13,1	12,1	4,4	4,2	4,1	24,7	15,4	13,8	32%	32%	34%	5,6%	5,6%	5,6%
Iberdola	7,6	9,9	9,6	9,0	2,7	2,5	2,4	16,1	15,0	13,9	27%	26%	27%	4,4%	4,8%	5,0%
National Grid	8,8	11,1	11,1	10,5	3,7	3,6	3,5	8,5	15,5	15,0	33%	32%	33%	5,1%	5,4%	5,6%
Red Electrica	19,1	10,1	9,7	9,8	8,0	7,6	7,6	14,6	14,2	14,7	80%	78%	78%	5,2%	5,5%	5,6%
RWE	21,7	9,1	9,4	4,3	1,1	1,1	0,8	21,0	22,0	11,0	12%	11%	20%	3,2%	3,5%	4,3%
SSE	12,1	10,1	11,5	9,7	0,7	0,7	0,7	14,8	16,8	12,4	7%	6%	7%	7,9%	8,1%	6,7%
Verbund	43,3	21,5	15,7	13,0	6,7	5,8	5,2	44,9	27,6	21,3	31%	37%	40%	1,0%	1,7%	2,3%
Mediana		8,2	7,9	7,1	1,3	1,2	1,2	14,8	14,7	12,7	22%	22%	23%	4,7%	4,7%	5,1%

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	93,36	5,8	7,8	6,7	0,7	0,7	0,7	8,1	15,2	13,9	11%	9%	10%	1,1%	3,7%	2,0%
MOL	3280,00	4,0	4,9	4,2	0,6	0,6	0,6	8,0	13,7	10,0	15%	13%	14%	3,9%	3,1%	3,3%
PKN Orlen	102,70	5,1	7,0	6,8	0,5	0,5	0,4	8,0	13,7	14,3	9%	6%	6%	2,9%	2,9%	2,9%
Hellenic Petroleum	8,16	5,6	5,7	5,1	0,4	0,4	0,4	11,8	9,5	7,7	7%	8%	8%	9,2%	5,9%	6,0%
HollyFrontier	50,07	5,0	5,5	5,0	0,6	0,7	0,6	8,0	9,2	7,8	12%	12%	12%	2,6%	2,7%	2,8%
Marathon Petroleum	59,20	9,4	6,5	5,3	0,8	0,6	0,6	11,0	9,1	6,5	8%	9%	11%	3,1%	3,6%	4,0%
Motor Oil	21,80	4,5	4,8	4,3	0,3	0,3	0,3	8,1	8,4	7,3	6%	6%	7%	6,1%	6,4%	7,0%
Neste Oil	92,32	14,3	11,9	11,4	1,6	1,6	1,6	30,4	18,3	17,3	11%	13%	14%	2,5%	2,7%	2,9%
OMV	45,56	4,7	4,0	3,7	1,0	0,9	0,9	10,4	8,9	8,1	21%	24%	25%	3,8%	4,1%	4,5%
Phillips 66	96,67	8,4	7,3	6,2	0,5	0,5	0,5	8,1	11,4	8,6	6%	7%	8%	3,2%	3,6%	3,8%
Saras	1,76	4,6	3,3	2,4	0,1	0,2	0,2	11,7	9,3	5,8	3%	5%	7%	4,5%	5,6%	8,5%
Tesoro	153,50	9,9	8,1	7,0	0,7	0,7	0,7	17,6	12,3	9,6	8%	9%	10%	1,6%	1,7%	1,8%
Tupras	145,00	5,6	6,5	5,0	0,5	0,5	0,4	9,8	8,1	5,7	10%	7%	8%	7,9%	9,9%	16,0%
Valero Energy	83,48	6,3	6,6	5,0	0,4	0,4	0,3	11,4	11,5	7,4	6%	6%	7%	3,8%	4,3%	4,6%
Mediana		5,6	6,5	5,1	0,6	0,6	0,5	10,1	10,5	7,9	9%	8%	9%	3,5%	3,7%	3,9%

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	102,70	5,1	7,0	6,8	0,5	0,5	0,4	8,0	13,7	14,3	9%	6%	6%	2,9%	2,9%	2,9%
Axiall	68,77	5,5	5,8	5,1	1,3	1,3	1,2	9,0	10,1	8,0	24%	22%	23%	1,3%	1,5%	1,6%
Braskem	55,29	6,1	6,3	6,4	1,2	1,3	1,2	13,3	13,7	15,1	20%	20%	19%	2,9%	3,2%	3,5%
Eastman Chemical	80,73	8,0	7,5	7,2	1,7	1,7	1,6	10,6	9,2	8,3	21%	22%	22%	2,8%	2,9%	3,2%
Huntsman Corp	23,91	5,6	5,7	5,3	0,8	0,8	0,8	16,8	8,4	7,1	15%	15%	15%	2,7%	2,8%	2,9%
Lotte Chemicals	289 000	3,6	3,8	3,4	0,6	0,6	0,6	5,9	6,3	5,7	17%	16%	17%	3,6%	3,8%	4,0%
LyondellBasell	88,70	6,4	6,3	5,6	1,1	1,1	1,0	7,3	8,6	7,4	17%	17%	18%	4,5%	4,6%	4,8%
Mitsubishi Chemical	815,20	7,1	6,7	6,3	1,0	0,9	0,9	5,5	5,7	5,7	14%	13%	14%	3,9%	4,9%	5,0%
Mitsui Chemicals	2771,00	6,9	6,8	6,4	0,8	0,7	0,7	7,7	6,8	6,9	11%	10%	11%	3,2%	3,6%	3,9%
Westlake Chemical	68,77	5,5	5,8	5,1	1,3	1,3	1,2	9,0	10,1	8,0	24%	22%	23%	1,3%	1,5%	1,6%

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	6,48	5,3	4,4	3,8	0,9	0,8	0,8	11,7	9,6	8,6	17%	19%	21%	1,1%	1,5%	3,1%
A2A	1,61	6,8	6,9	6,5	1,4	1,3	1,3	12,4	14,8	13,1	20%	19%	20%	4,2%	4,6%	4,9%
BG Group	23,39	5,8	5,3	4,8	0,8	0,9	0,8	11,1	11,5	9,9	14%	16%	17%	6,0%	6,1%	6,2%
BP	5,36	6,1	5,1	4,6	0,6	0,7	0,7	15,2	13,0	11,1	11%	14%	15%	5,7%	5,8%	6,0%
Centrica	1,22	5,5	4,8	4,5	0,4	0,4	0,4	36,8	12,3	10,1	7%	8%	8%	9,9%	9,1%	8,2%
Enagas	25,58	11,6	10,4	10,1	8,0	8,1	8,1	13,8	14,4	13,3	69%	78%	79%	6,0%	6,3%	6,5%
Endesa	22,51	7,9	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	16,8	15,6	15,5	18%	18%	18%	6,1%	6,4%	6,5%
Engie	13,28	8,0	6,1	5,7	1,0	0,9	0,9	35,9	12,6	11,0	12%	15%	15%	8,4%	5,9%	6,5%
Eni	15,12	3,7	3,4	3,2	0,8	0,8	0,8	13,0	12,4	10,7	22%	24%	26%	5,5%	5,9%	5,8%
Equinor	188,70	3,0	3,0	2,6	1,1	1,1	1,0	10,2	11,7	10,2	37%	37%	38%	3,9%	5,7%	5,0%
Gas Natural SDG	24,32	10,7	9,1	8,7	1,7	1,7	1,6	-	16,8	15,5	16%	18%	19%	5,3%	5,6%	5,9%
Gazprom	151,60	2,3	2,4	2,4	0,7	0,7	0,7	2,7	3,0	2,8	29%	28%	28%	6,6%	7,0%	8,5%
Hera	2,97	7,3	7,3	7,1	1,3	1,3	1,2	16,3	16,2	15,7	17%	17%	17%	3,4%	3,4%	3,6%
NovaTek	172,00	12,6	11,9	11,0	3,9	4,2	3,9	21,2	12,5	11,1	31%	35%	35%	1,7%	2,2%	2,7%
ROMGAZ	31,25	4,8	5,0	4,5	2,1	2,4	2,2	8,5	9,6	8,8	44%	48%	49%	21,9%	9,9%	10,2%
Shell	27,27	6,0	5,3	4,8	0,8	0,8	0,8	11,4	11,5	9,9	14%	16%	17%	5,8%	6,2%	6,2%
Snam	4,37	12,9	12,4	12,2	10,3	10,1	9,8	15,3	14,1	13,7	80%	81%	81%	5,2%	5,4%	5,7%
Total	50,76	5,9	5,0	4,5	1,0	0,9	0,9	14,0	10,7	9,5	17%	18%	19%	4,9%	5,2%	5,4%
Mediana		6,0	5,3	4,8	1,0	1,0	0,9	13,8	12,4	10,9	18%	19%	20%	5,6%	5,8%	5,9%

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	3280,00	4,6	4,8	4,4	0,7	0,7	0,7	7,6	8,2	7,0	15%	14%	15%	3,8%	3,7%	4,0%
Bashneft	1966,00	2,4	1,9	1,7	0,5	0,5	0,5	3,4	3,0	2,9	20%	24%	26%	12,3%	14,6%	11,5%
BP	5,36	6,1	5,1	4,6	0,6	0,7	0,7	15,2	13,0	11,1	11%	14%	15%	5,7%	5,8%	6,0%
Dana Gas	0,86	6,9	6,9	-	3,7	3,4	3,2	-	23,3	11,8	54%	49%	-	8,1%	10,7%	-
Eni	15,12	3,7	3,4	3,2	0,8	0,8	0,8	13,0	12,4	10,7	22%	24%	26%	5,5%	5,9%	5,8%
Equinor	188,70	3,0	3,0	2,6	1,1	1,1	1,0	10,2	11,7	10,2	37%	37%	38%	3,9%	5,7%	5,0%
Gazprom Neft	325,00	3,6	3,7	3,6	0,9	0,8	0,8	4,1	3,9	4,0	25%	22%	22%	6,8%	9,5%	9,6%
Gulf Keystone	2,29	3,1	4,4	2,6	2,3	2,8	1,9	8,1	17,8	6,7	75%	62%	74%	-	-	-
Lukoil	5561,00	3,8	3,6	3,5	0,5	0,5	0,5	6,4	6,4	6,1	14%	15%	15%	2,6%	4,6%	5,1%
Occidental Petroleum	63,88	5,8	6,9	6,4	3,1	3,4	3,3	11,8	20,3	18,3	53%	49%	51%	4,9%	4,9%	5,0%
Repsol	14,86	6,7	4,2	3,8	0,6	0,6	0,6	10,2	9,1	7,8	9%	15%	16%	5,9%	6,5%	6,8%
Rosneft Oil	399,75	4,2	3,8	3,5	0,9	0,9	0,9	7,7	5,8	5,0	22%	25%	25%	3,6%	7,7%	9,6%
Shell	27,27	6,0	5,3	4,8	0,8	0,8	0,8	11,4	11,5	9,9	14%	16%	17%	5,8%	6,2%	6,2%
Surgutneftegas	39,94	-	-	-	-	-	-	2,8	4,9	4,5	-	-	-	15,1%	7,5%	7,1%
Total	50,76	5,9	5,0	4,5	1,0	0,9	0,9	14,0	10,7	9,5	17%	18%	19%	4,9%	5,2%	5,4%
Tullow Oil	2,26	7,4	5,1	5,1	4,0	3,8	3,7	49,4	10,9	10,1	54%	76%	73%	1,6%	2,3%	2,4%
Mediana		4,6	4,4	3,7	0,9	0,8	0,8	10,2	10,8	8,6	22%	24%	23%	5,5%	5,9%	5,9%

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	56,24	1,0	2,6	3,5	0,4	0,5	0,6	2,8	9,2	19,5	37%	20%	17%	0,0%	10,6%	4,4%
KGHM	99,60	5,3	4,5	4,4	1,3	1,0	1,0	14,0	8,5	9,4	24%	23%	22%	0,0%	1,0%	2,3%
LW Bogdanka*	48,95	3,2	2,2	2,1	0,9	0,7	0,7	31,8	8,0	7,1	27%	32%	33%	1,5%	3,0%	5,6%
Anglo American	20,04	5,0	4,6	4,9	1,6	1,6	1,6	9,5	9,7	10,8	31%	34%	32%	1,9%	4,3%	4,1%
Antofagasta	9,40	6,5	6,0	5,8	3,0	2,9	2,9	21,8	18,0	17,0	47%	49%	50%	2,2%	2,3%	2,8%
BHP Group	17,44	6,4	5,9	6,1	3,3	3,2	3,2	33,7	11,9	12,3	51%	53%	52%	4,2%	8,9%	5,9%
Freeport-McMoRan	12,36	5,1	9,1	7,0	1,8	2,2	2,1	6,9	24,9	13,3	35%	25%	30%	1,6%	1,8%	2,9%
Glencore	3,02	6,4	5,8	5,3	0,4	0,4	0,4	16,8	11,0	9,5	6%	7%	8%	5,0%	5,1%	6,0%
Grupo Mexico	47,97	6,6	5,2	4,8	2,6	2,4	2,2	14,6	10,0	9,1	40%	46%	46%	44,1%	6,5%	8,4%
Kazakhmys	6,29	5,5	5,1	4,8	2,8	2,8	2,6	7,4	7,7	7,0	51%	54%	54%	-	1,3%	1,4%
Rio Tinto	41,51	4,6	5,1	5,6	2,5	2,4	2,5	7,0	9,8	11,3	54%	47%	46%	5,5%	6,3%	5,3%
Southern CC	37,03	9,4	8,8	7,9	4,7	4,4	4,1	18,5	15,7	14,0	50%	50%	51%	3,8%	3,3%	4,4%
Mediana		5,4	5,1	5,1	2,1	2,3	2,2	14,3	9,9	11,0	39%	40%	39%	2,2%	3,8%	4,4%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	349,50	8,9	9,2	8,7	1,4	1,4	1,3	12,6	13,9	13,2	16%	15%	15%	6,8%	5,5%	5,0%
Alcoa	27,52	3,1	3,3	3,2	0,6	0,7	0,6	22,6	14,5	9,0	19%	20%	20%	-	-	0,2%
Constellium	8,61	4,9	5,7	5,1	0,5	0,5	0,5	5,2	7,6	5,8	11%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	105,13	10,1	8,6	8,1	1,2	1,2	1,1	19,0	14,9	13,7	12%	14%	14%	2,1%	2,3%	2,3%
Norsk Hydro	33,46	5,2	5,4	4,2	0,5	0,5	0,5	15,5	13,3	9,0	10%	10%	12%	3,7%	3,9%	5,0%
Rusal	3,70	7,3	7,9	7,0	1,4	1,4	1,4	4,2	3,8	3,3	19%	18%	19%	-	5,1%	5,4%
Mediana		6,2	6,8	6,0	0,9	0,9	0,9	14,1	13,6	9,0	14%	14%	15%	3,7%	4,5%	5,0%

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	41,70	7,5	6,8	8,1	0,6	0,6	0,7	100+	18,2	28,9	7%	9%	9%	2,9%	0,0%	1,1%
ZA Police*	15,00	9,4	5,2	4,8	0,6	0,5	0,5	-	9,0	7,8	6%	10%	11%	3,5%	1,7%	1,7%
Acron	4720,00	8,2	7,3	6,7	2,7	2,5	2,3	11,0	10,0	9,3	32%	34%	35%	7,0%	6,9%	7,2%
CF Industries	41,44	9,9	8,9	8,2	3,6	3,3	3,2	33,2	17,7	14,0	37%	37%	39%	2,9%	2,9%	2,9%
Israel Chemicals	18,95	4,8	7,9	7,4	1,6	1,6	1,6	5,4	13,5	12,2	33%	21%	21%	3,4%	3,6%	4,0%
K+S	15,38	10,2	7,2	6,4	1,5	1,4	1,4	41,0	11,7	9,0	15%	20%	21%	1,8%	3,5%	4,5%
Phosagro	2503,00	5,8	5,7	5,5	1,9	1,8	1,8	8,1	8,5	8,5	33%	32%	32%	5,9%	5,8%	6,1%
The Mosaic Company	28,71	7,7	6,6	6,2	1,6	1,5	1,4	23,5	12,2	10,8	20%	23%	23%	0,3%	0,7%	0,8%
Yara International	340,00	13,0	7,0	6,0	1,2	1,0	1,0	72,0	12,2	9,6	9%	15%	16%	1,8%	3,3%	4,3%
Mediana		8,2	7,0	6,4	1,6	1,5	1,4	23,5	12,2	9,6	20%	21%	21%	2,9%	3,3%	4,0%

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*	31,60	6,1	4,9	3,8	1,2	1,1	0,9	26,5	9,0	4,3	19%	22%	25%	-	-	-
IMC*	13,80	3,6	3,9	-	1,2	1,2	-	4,4	5,5	-	34%	31%	-	10,9%	11,4%	-
Kemel	48,50	7,5	5,4	4,6	0,7	0,6	0,4	21,4	5,6	5,2	9%	10%	9%	1,8%	1,9%	6,8%
Ovostar*	109,00	6,1	5,0	-	1,2	1,3	-	-	-	-	20%	25%	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	17,40	5,8	8,2	7,0	0,6	0,6	0,6	7,8	21,2	16,2	10%	7%	8%	6,5%	4,8%	5,3%
Bunge Limited	51,64	9,3	8,7	7,9	0,3	0,3	0,3	31,3	18,5	13,3	3%	3%	3%	3,7%	3,9%	4,2%
Cosan	43,88	11,2	4,8	4,4	0,4	0,4	0,4	10,7	11,6	10,0	4%	9%	9%	2,5%	4,9%	5,6%
MHP	10,55	5,1	4,8	4,1	1,6	1,4	1,3	5,4	6,1	4,3	31%	29%	32%	7,1%	7,1%	7,1%
Nisshin Oillio	3385,00	10,8	9,0	8,9	0,5	0,5	0,5	16,6	13,8	15,4	5%	6%	6%	1,8%	2,1%	2,1%
Suedzucker	12,61	5,4	10,5	8,5	0,6	0,6	0,6	12,6	-	88,8	11%	6%	7%	3,6%	1,2%	1,6%
Wilmar Int.	3,20	12,9	13,3	12,5	0,8	0,7	0,7	13,3	12,0	11,0	6%	5%	5%	3,3%	3,5%	3,7%
Mediana		6,1	5,4	7,0	0,7	0,6	0,6	13,0	11,6	11,0	10%	9%	8%	3,6%	3,9%	4,8%

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 udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

Paweł 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