

wtorek, 9 kwietnia 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

Na rynku niemieckim ceny energii wzrosły powyżej 49 EUR/MWh, głównie na fali odbicia surowców (gazu i węgla) oraz wyższych notowań CO₂ (ponad 24 EUR/t). Modelowe marże CDS oscylują w okolicach 2 EUR/MWh. W Polsce kontrakt roczny (261 PLN/MWh) reaguje powoli na wzrost kosztów uprawnień do emisji, ale w ostatnich dniach marża zintegrowanej elektrowni węglowej (tylko po kosztach CO₂) spadła jeszcze o 3-4 PLN/MWh i wynosi około 167 PLN/MWh (średnia YTD 178 PLN/MWh, a średnia 2018 ~170 PLN/MWh). Nadal więc są to poziomy znacznie wyższe od obserwowanych w 1H'2018 i naszym zdaniem nie ma póki co powodów do niepokoju w kontekście naszych założeń na rok 2020, szczególnie że notowania z ostatnich 2 miesięcy są zaburzone przez rekordową wietrzość. Ceny zielonych certyfikatów, zgodnie z oczekiwaniami, wracają do poziomów sprzed ogłoszenia planów zmian w formule opłaty zastępczej (obecnie 134 PLN/MWh).

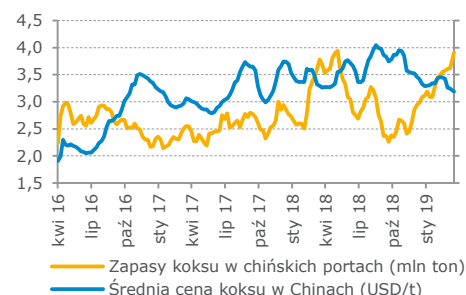
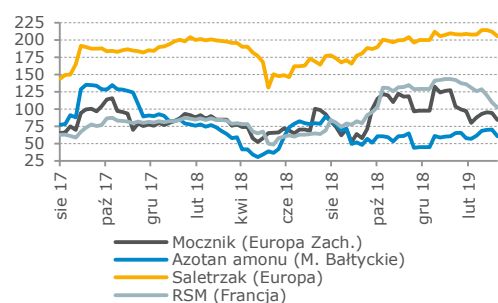
Rynek paliwowy

Ceny ropy Brent przebiły 70 USD/Bbl na fali wzrostu ryzyka geopolitycznego, a optymizm rynków wyrażony liczbą spekulacyjnych pozycji na WTI i Brent jest najwyższy od 6 miesięcy. Mocny wzrost cen surowca nie sprzyja rentowności przerobu, szczególnie jeśli chodzi o cracki na HSFO. Niemniej jednak kompleksowa marża rafinerijna nadal utrzymuje się w przedziale 5-6 USD/Bbl, głównie z uwagi na wyższe wskazania na benzynie (pochodna niedawnego pożaru w USA, sezonowej intensyfikacji przestojów remontowych, rozpoczętego strajku w największej rafinerii w Europie). W przypadku diesla negatywny trend jest kontynuowany i odzwierciedla słabszy bilans na rynku tego paliwa (widoczny import z Azji przy wyhamowaniu dynamiki popytu) i rosnące wbrew sezonowemu wzorcowi zapasy (w portach ARA dodatnia dynamika r/r). W petrochemii obserwujemy odbicie marż na olefinach (z bardzo niskich poziomów) i kontynuację negatywnych tendencji na polimerach oraz PTA i aromatach. Warto też odnotować dynamiczne wzrosty cen gazu, który w ciągu ostatnich 4 dni odbił z wielomiesięcznych minimów o 20%, co wpisuje się w nasz scenariusz opisywany w komentarzu specjalnym i raporcie analitycznym dotyczącym PGNiG.

Rynek metali

Monitorowane zapasy miedzi na światowych giełdach wzrosły w ubiegłym tygodniu o 4,5% t/t, z czego najwięcej na LME (+18% t/t). Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych balansuje wokół zera (+5 tys. sztuk; pozycja neutralna). Inwestorzy na rynku miedzi oczekują na efekty stymulowania w chińskiej gospodarce oraz podpisanie umowy handlowej między Chinami, a USA. Agencja CRU Group oczekuje, że pierwszy większy deficyt na rynku miedzi pojawi się w 2023 roku (270 tys. ton). Analitycy oczekują, że mimo dodania nowych kopalni o potencjale produkcji 1 mln ton miedzi nie uda się uniknąć deficytu metalu na świecie.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Marże na nawozach saletrzanach

Wyraźne odbicie cen gazu w Niemczech negatywnie przełożyło się na marże producentów nawozów saletrzanach w Europie. Ceny nawozów znajdują się w trendzie spadkowym od X'18. Spadają również marże na produkcji nawozów wieloskładnikowych. Odbicie cen gazu, jeśli okaże się trwałe może spowodować ponowne zmniejszenie rentowności firm nawozowych w drugiej połowie 2019 roku.

Ceny oraz zapasy koksu w Chinach

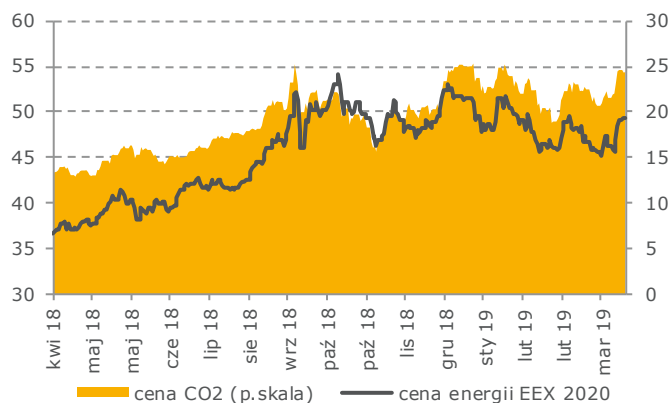
Zapasy koksu w chińskich portach wzrosły do poziomu około 4 mln ton (druga najwyższa wartość od kiedy prowadzone są statystyki). Duża podaż surowca zmniejsza chęć kupców do zawierania transakcji, więc w dół podążają ceny oraz marże koksownicze. Na zamorskim rynku węgla koksowego ceny spadły poniżej 200 USD/t. Na rynku dominują opinie, że tegoroczny rynek surowca będzie raczej zbilansowany.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

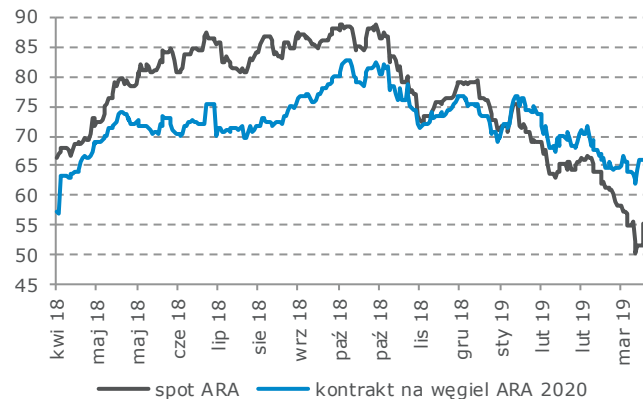
Spółka	1W	YTD
ZE PAK	-8,4%	+1%
Tauron	-8,0%	-15%
Ciech	-6,9%	+15%
Astarta	-6,8%	+13%
LW Bogdanka	-6,8%	-13%
Lotos	-4,8%	-7%
PGE	-4,6%	-4%
Energa	-4,5%	-8%
OMV	-2,6%	+25%
JSW	-1,9%	-10%
MOL	-1,9%	+6%
Grupa Azoty	-1,5%	+35%
Enea	-1,3%	-13%
Boryszew	-1,2%	+4%
PCC Rokita	-1,1%	+8%
PKN Orlen	-0,7%	-8%
CEZ	+0,2%	+1%
PGNiG	+0,8%	-8%
Tupras	+0,8%	+28%
IMC	+1,1%	+7%
ZCh Police	+1,4%	+6%
Impexmetal	+1,7%	+32%
KGHM	+2,0%	+26%
Tarczyński	+4,3%	-6%
Kruszwica	+4,3%	+17%
ZA Puławy	+4,5%	+55%
Kęty	+5,9%	+4%
Kernel	+6,2%	+8%
Orzeł Biały	+6,6%	-1%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+1,0%	+6%
Chemia	-3,4%	+23%
Energia	-4,1%	-6%
Paliwa	-1,0%	-8%
Spożywczy	+3,0%	+7%
Surowce	+1,1%	+17%
Ukraina	+1,0%	+7%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+2,9%	+29%
Oil & Gas E&P	+0,9%	+17%
Refining EU	+0,3%	+5%
Refining US	+2,3%	+12%
Agri & Food	+1,0%	+17%
Kauczuki	+3,5%	+14%
Nawozy	+1,6%	+2%
Chemicals EU	+2,7%	+15%
Industrials EU	+2,2%	+18%
Petchem World	+2,5%	+10%
Utilities EU	+0,4%	+12%
Utilities US	-0,2%	+10%

Energetyka

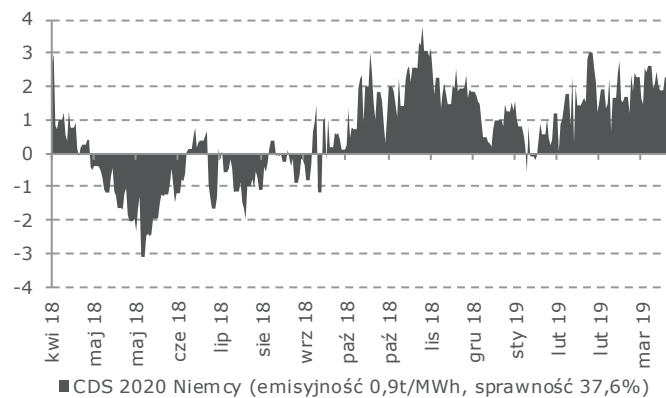
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



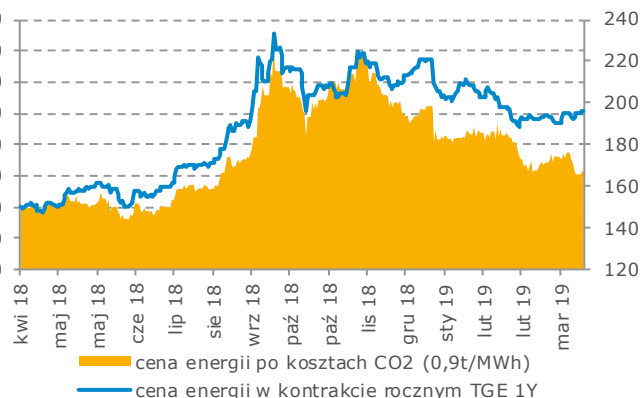
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



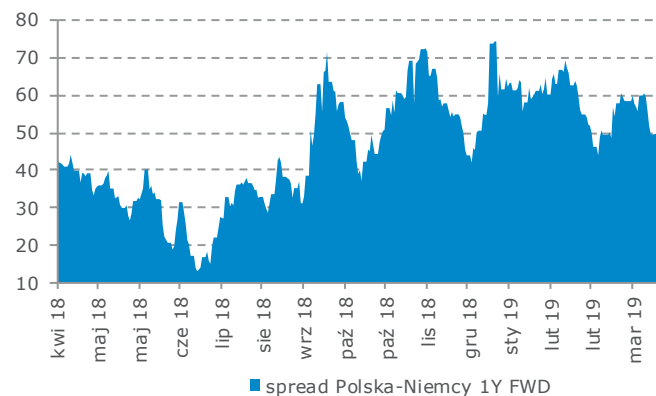
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



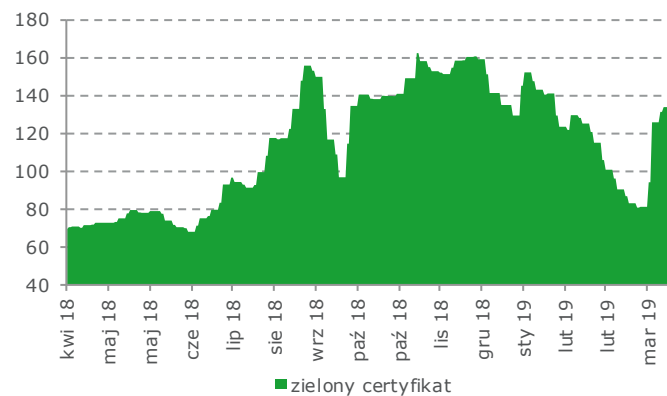
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



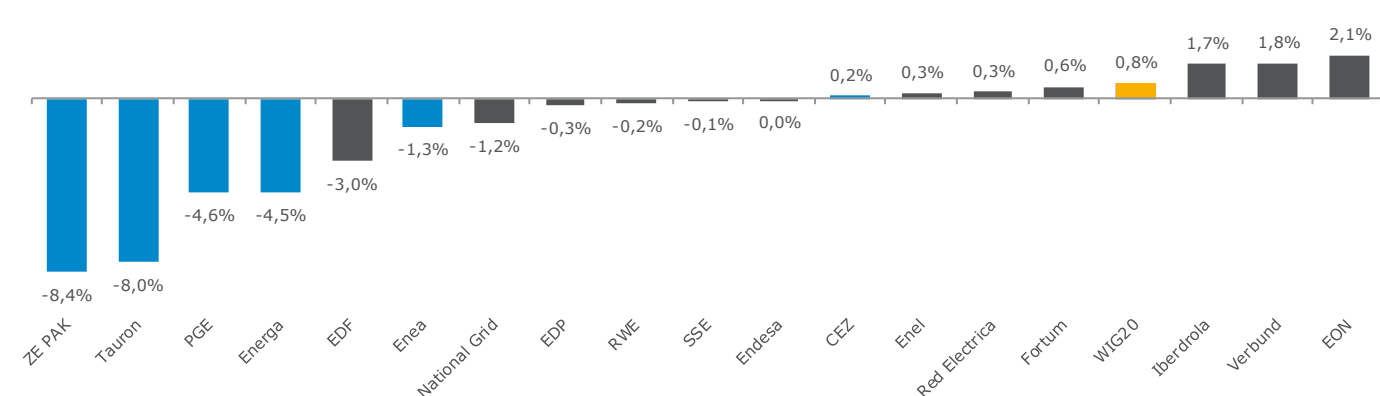
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



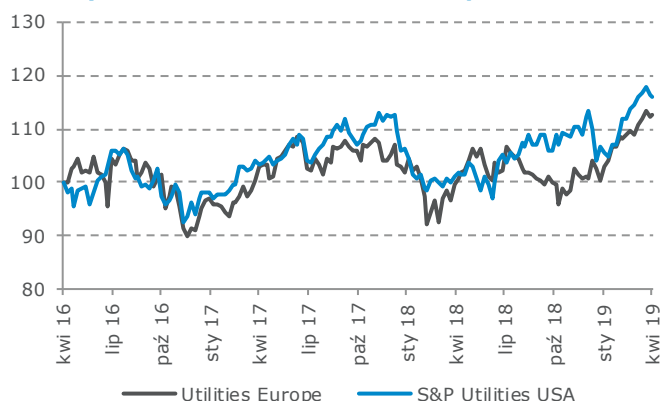
Tygodniowy performance spółek energetycznych



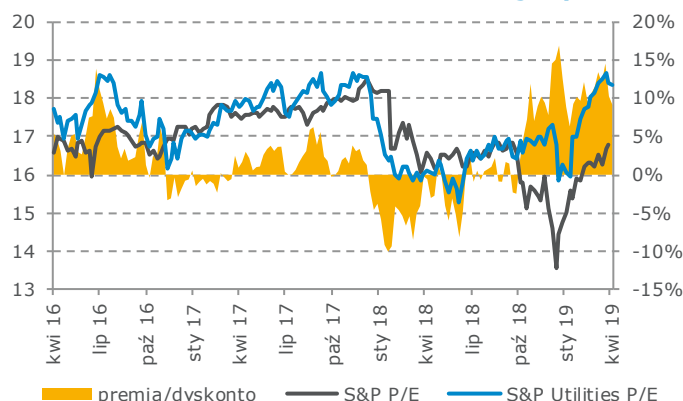
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

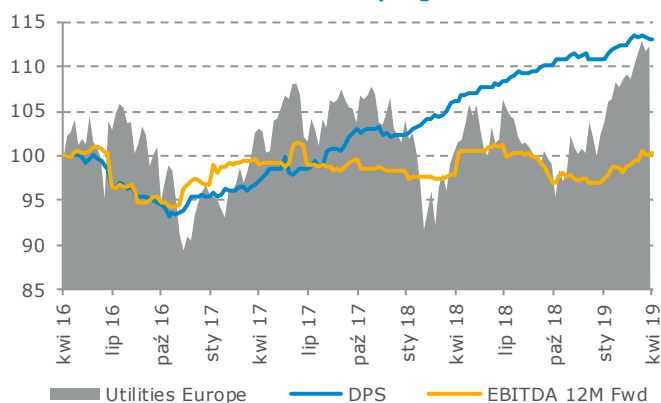
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



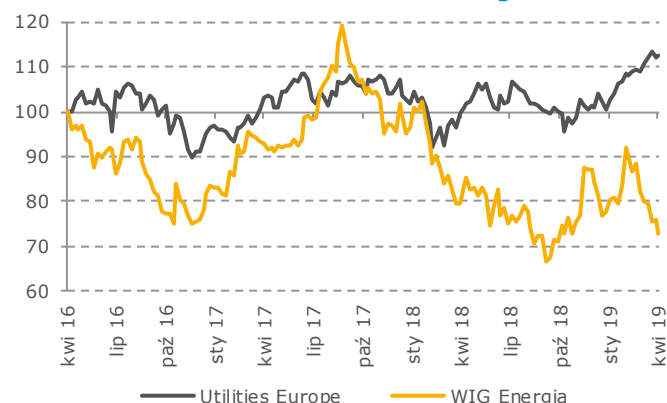
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



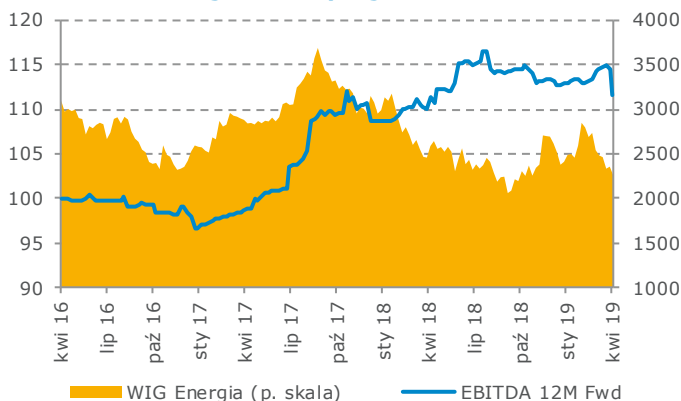
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



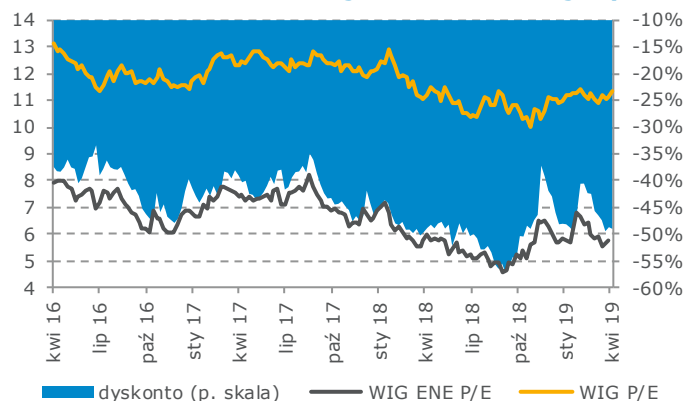
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



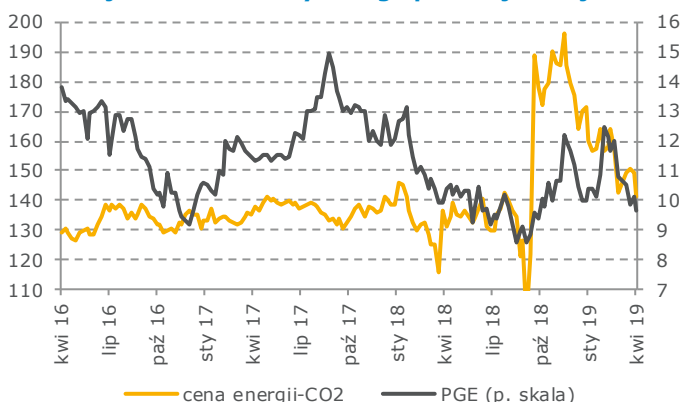
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



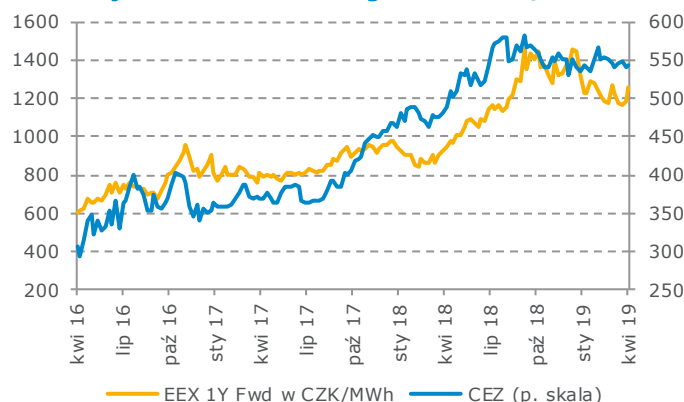
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



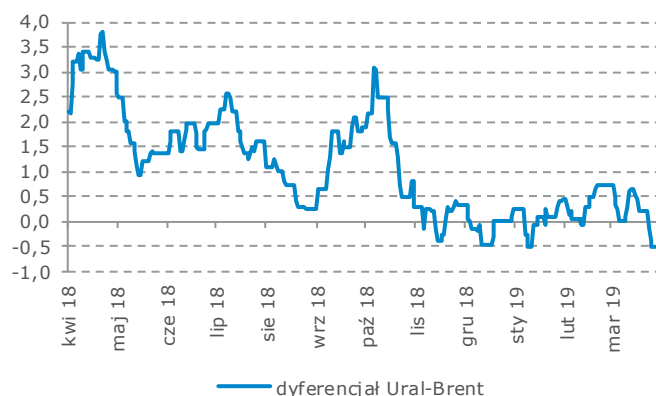
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

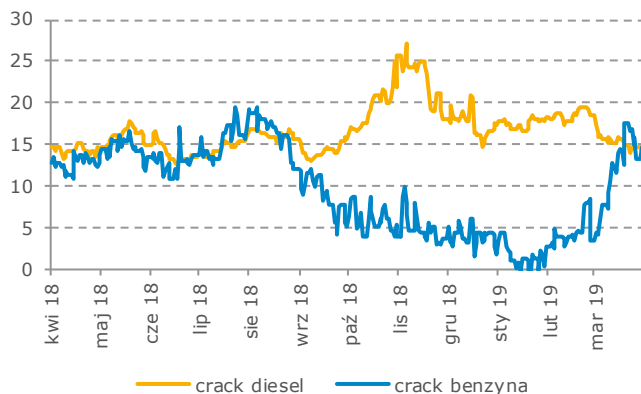
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



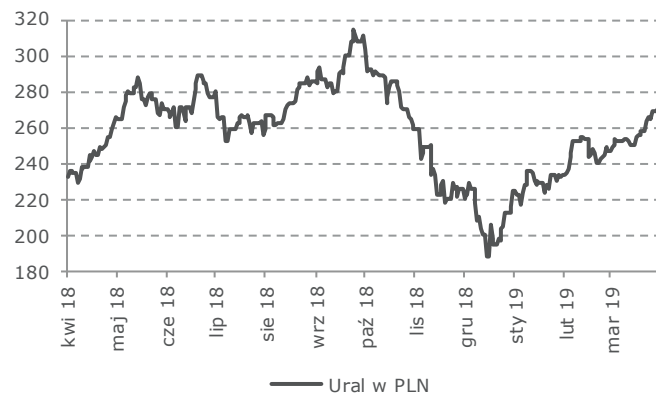
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



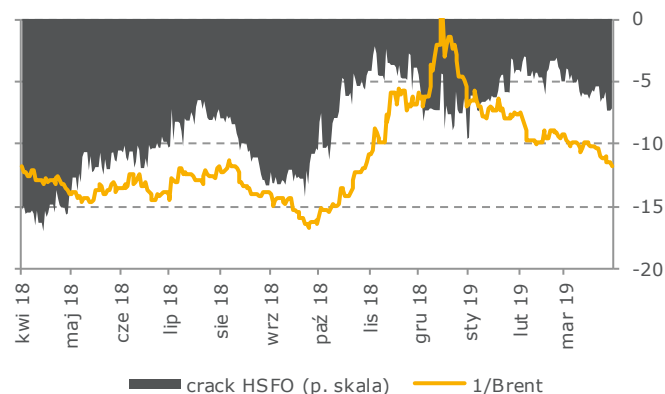
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



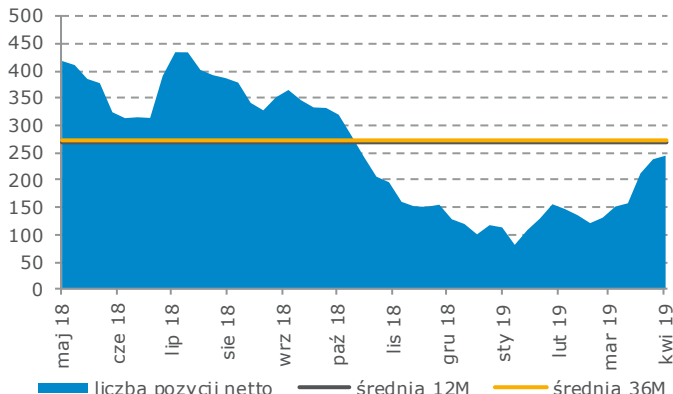
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



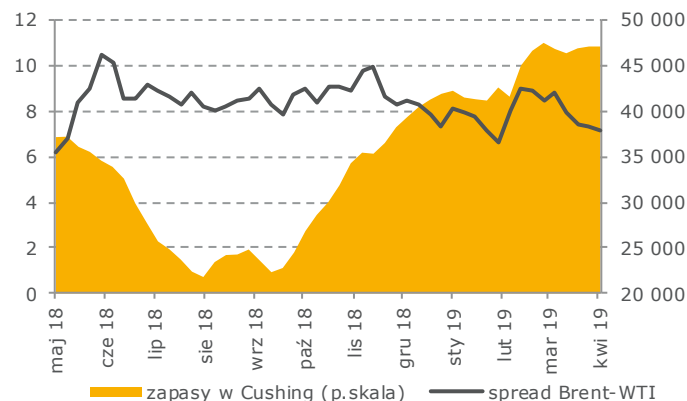
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



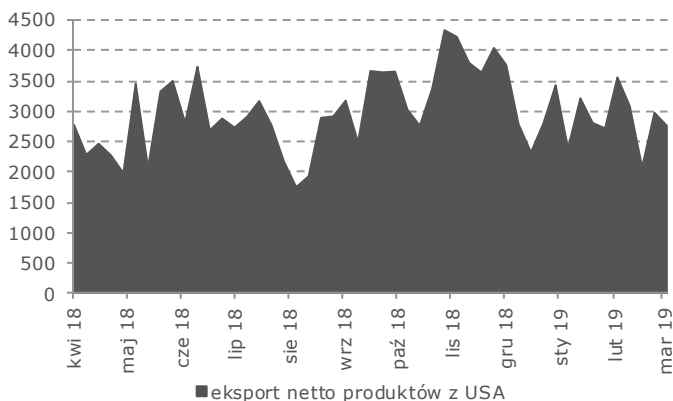
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



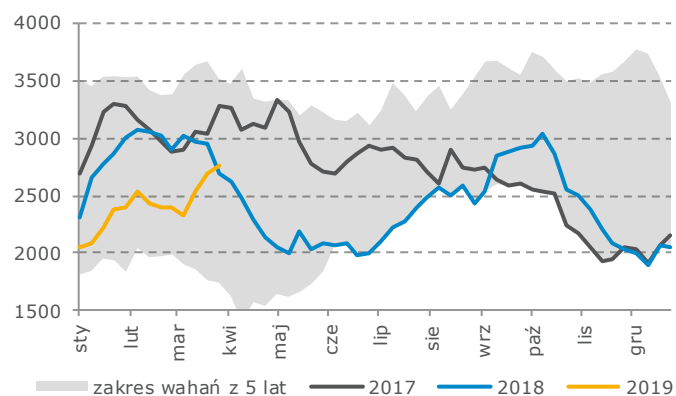
Eksport netto paliw z USA



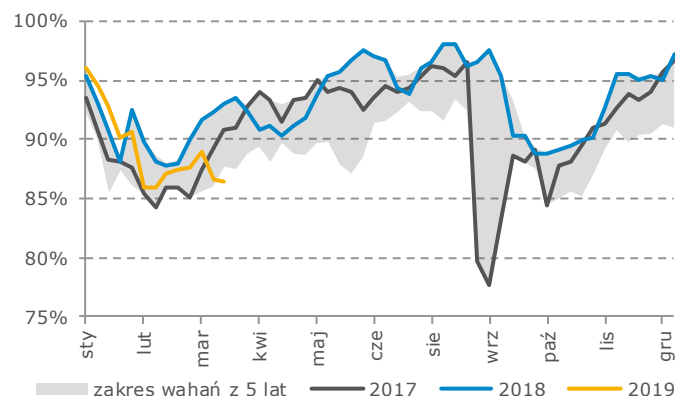
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

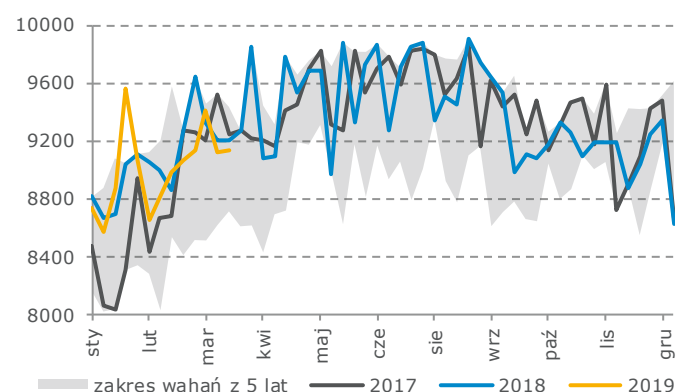
Zapasy diesla w portach ARA



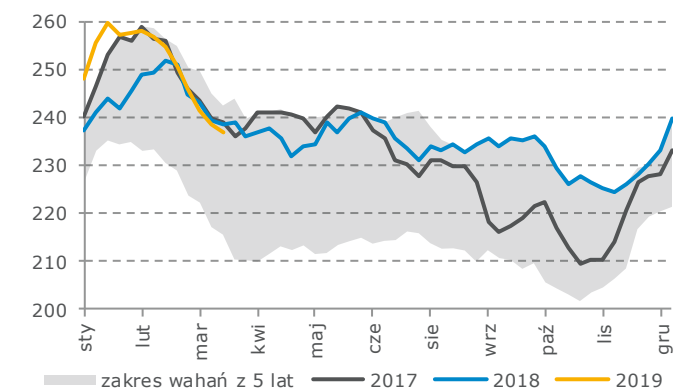
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



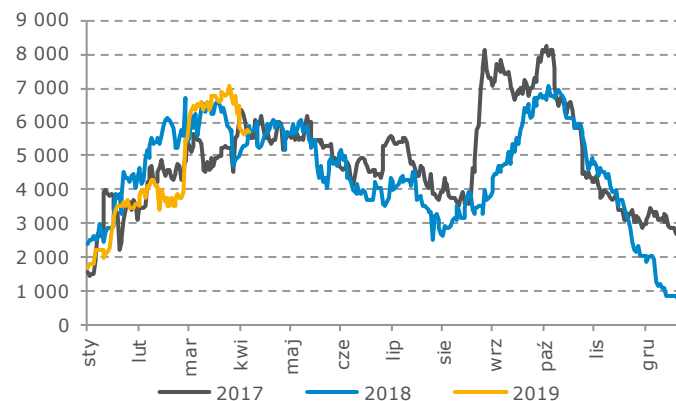
Popyt na benzynę w USA



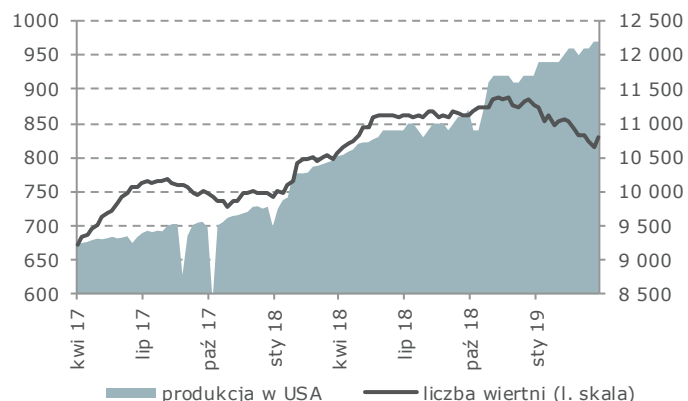
Zapasy benzyny w USA



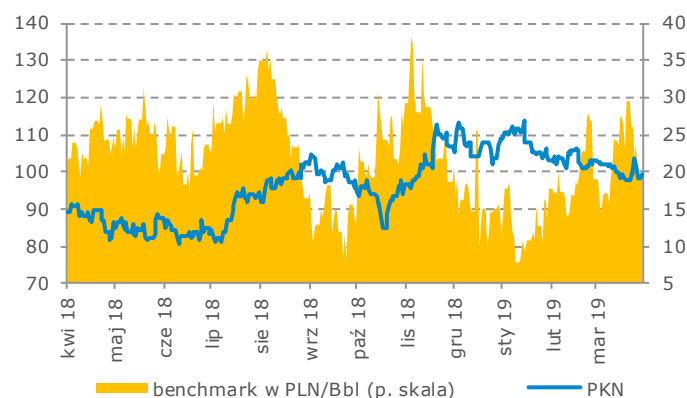
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



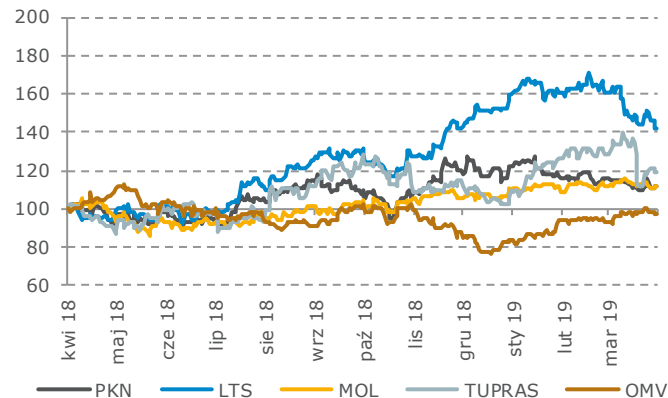
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



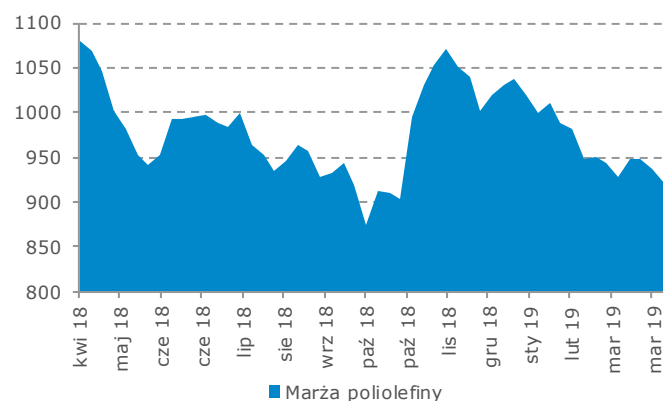
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



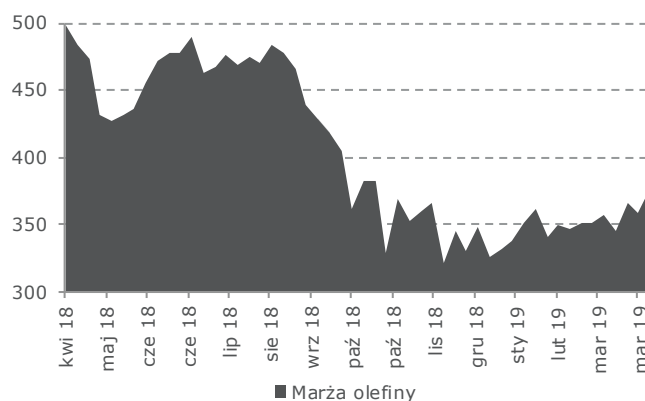
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

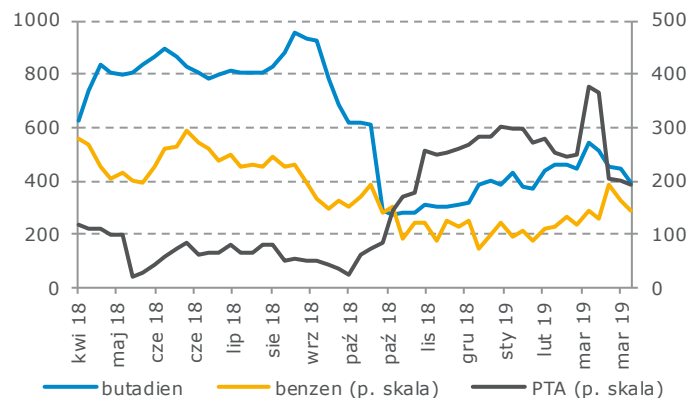
Marża petrochemiczna poliolefiny



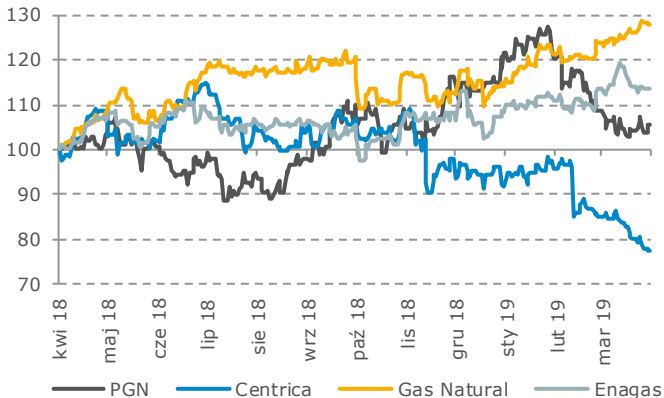
Marża petrochemiczna olefiny



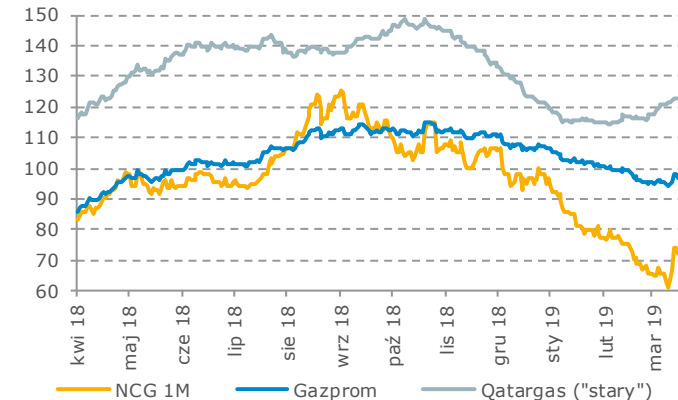
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



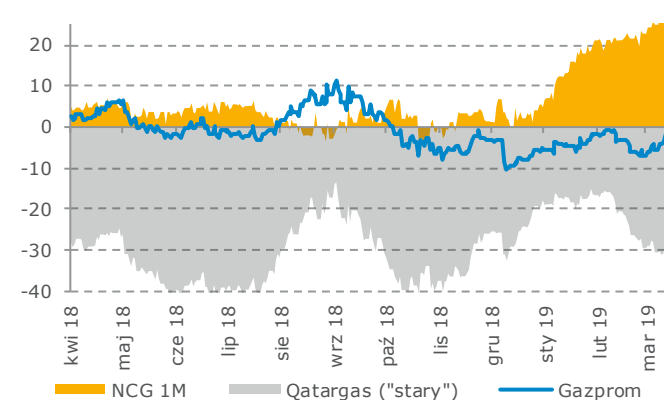
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



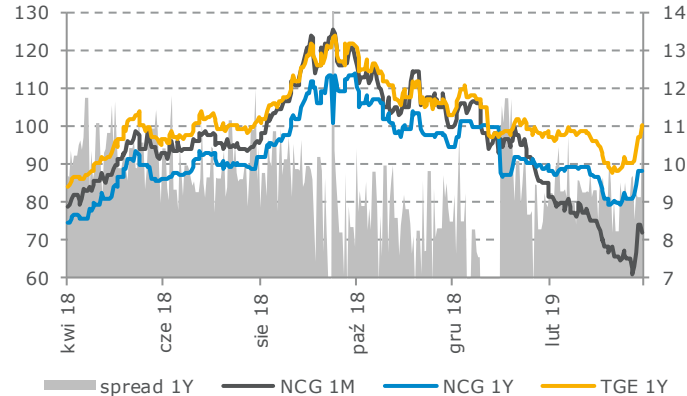
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



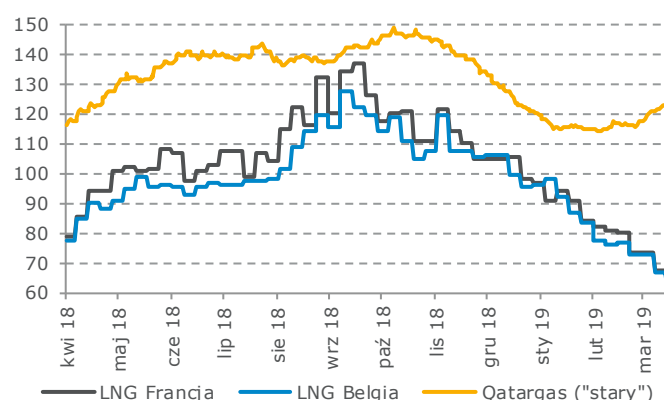
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



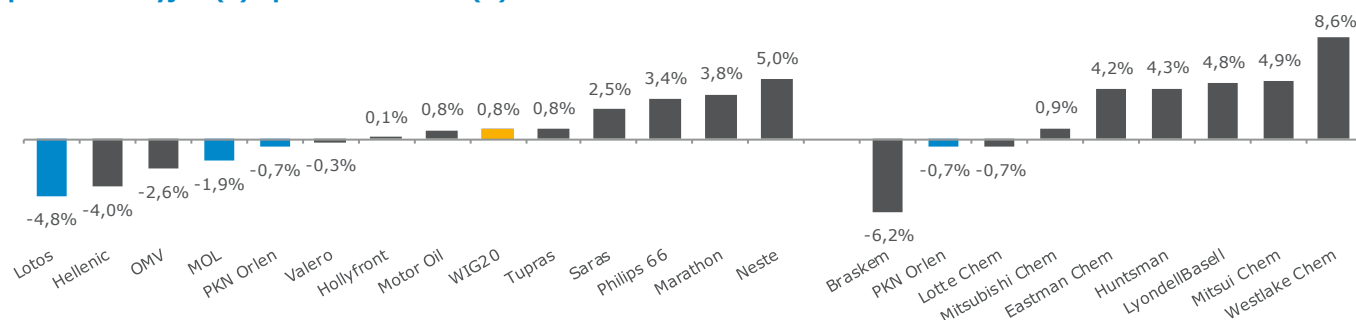
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



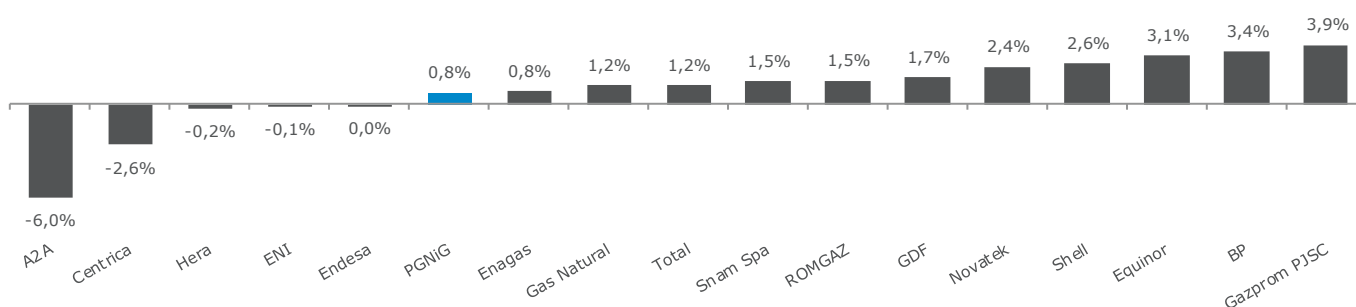
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

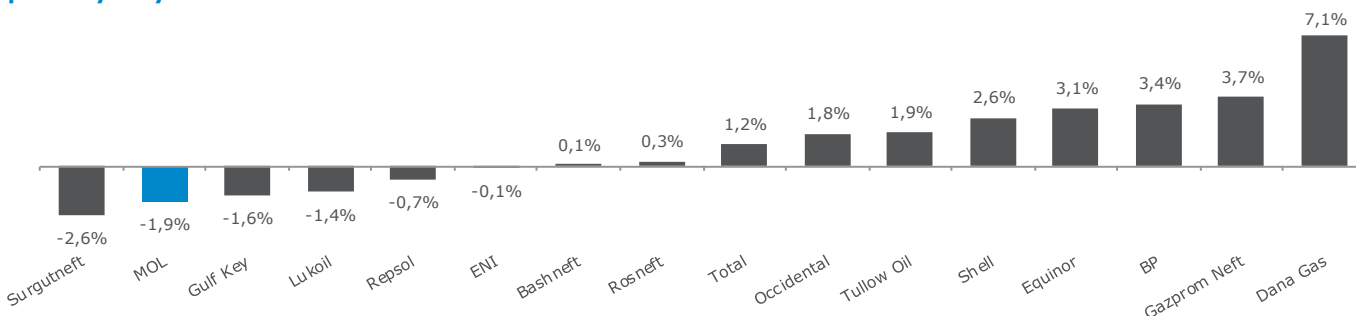
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



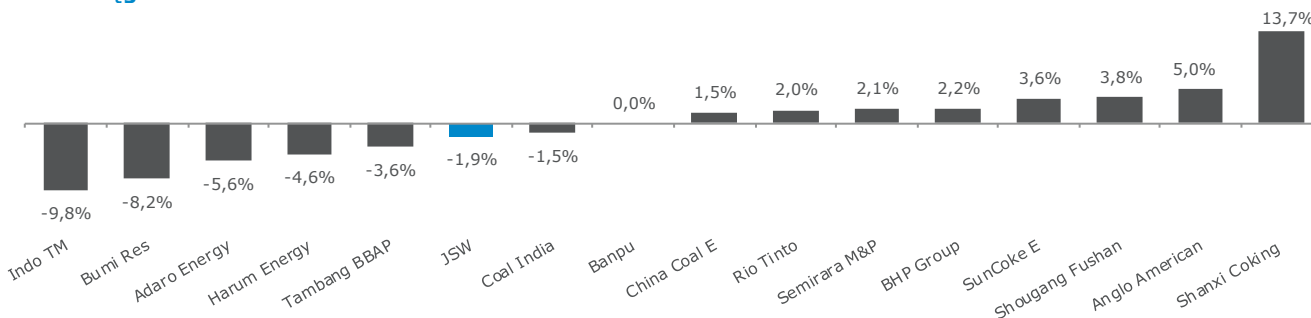
Spółki gazowe



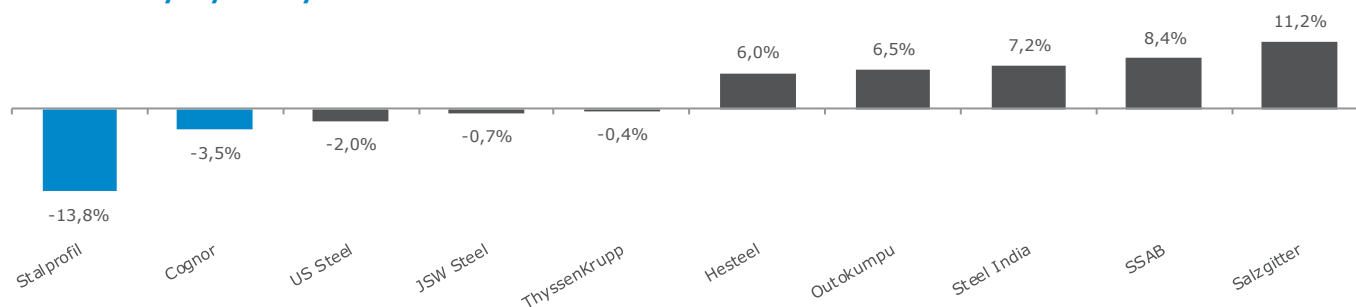
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



Producenci i dystrybutorzy stali



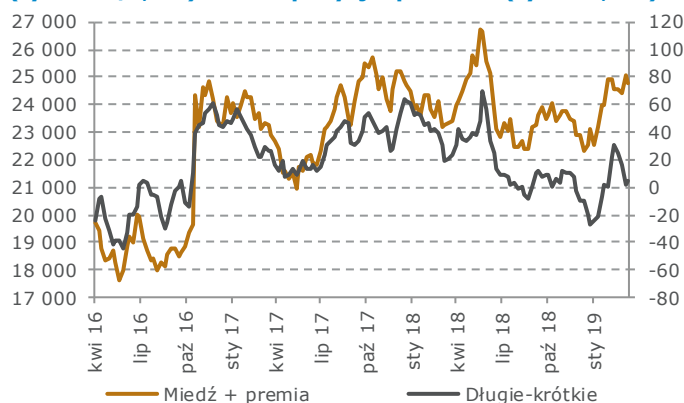
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

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



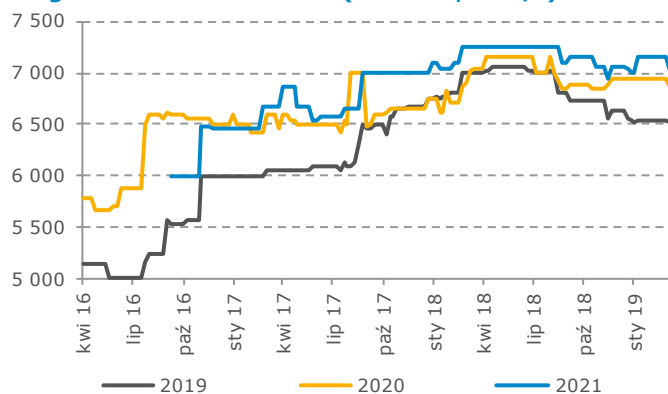
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt.; PS)



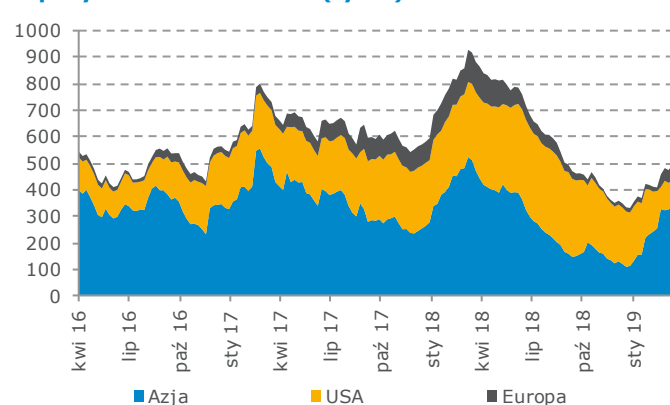
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



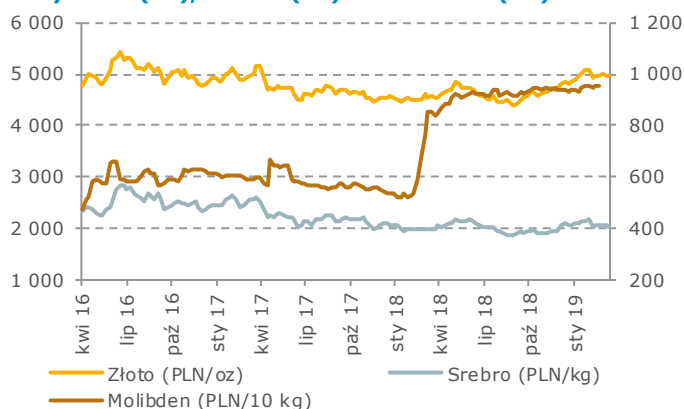
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



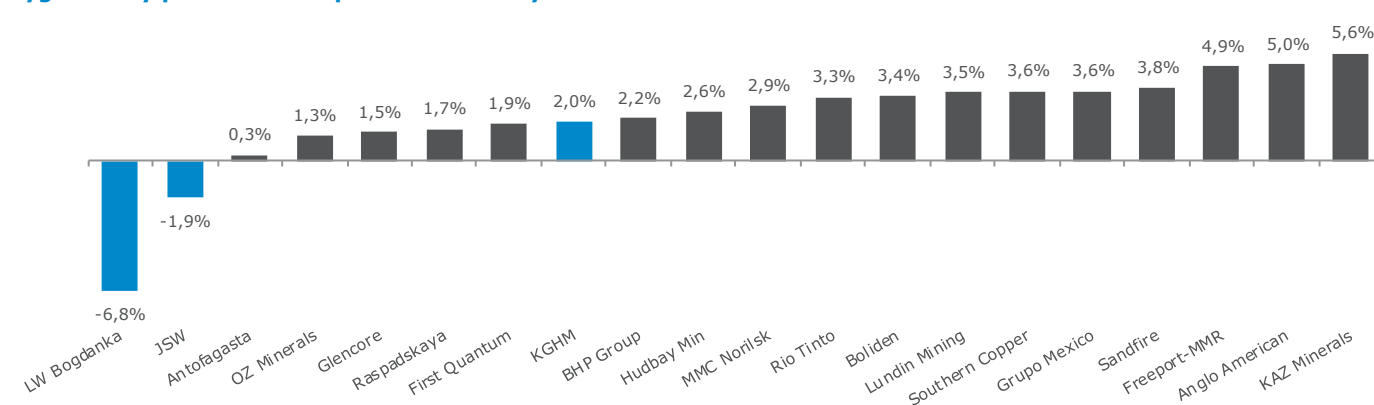
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



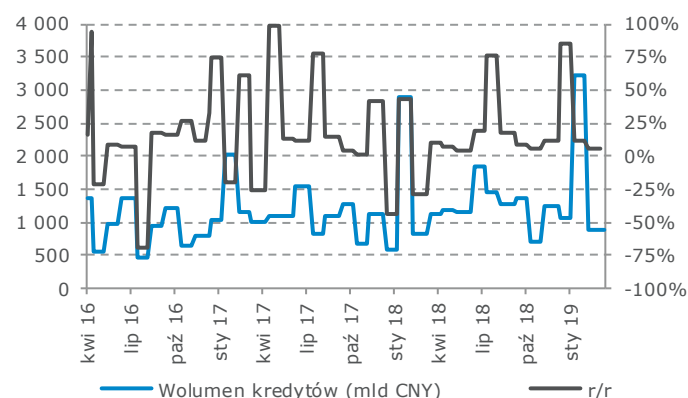
Tygodniowy performance spółek surowcowych



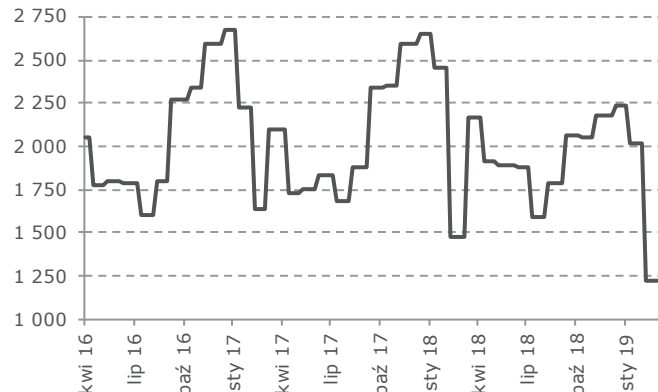
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

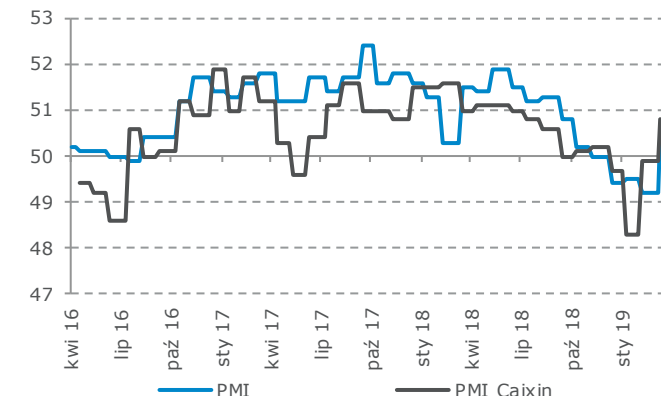
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



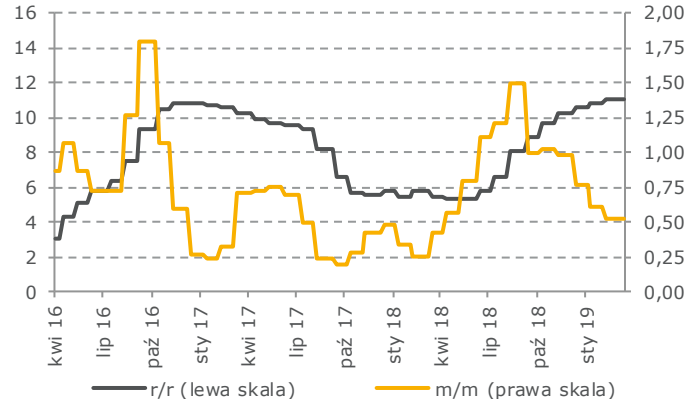
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



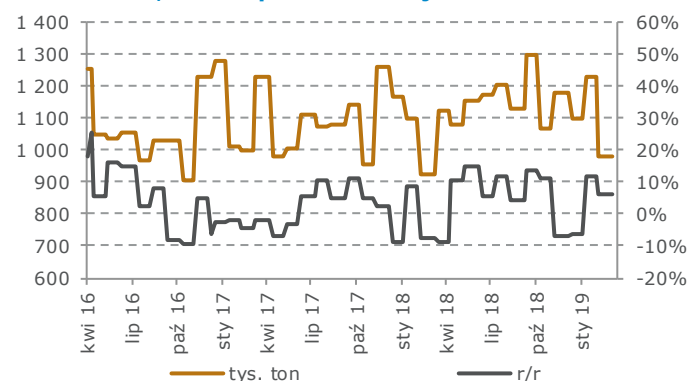
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



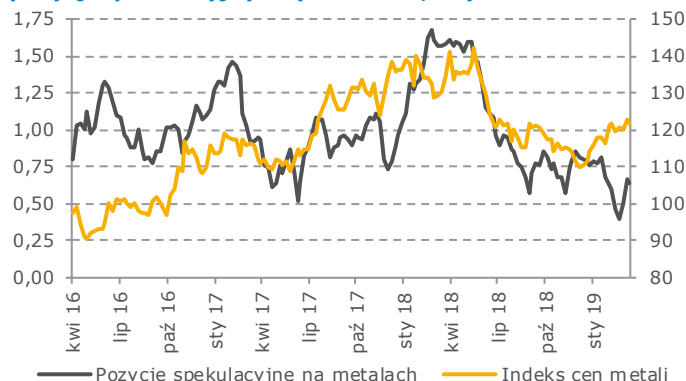
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



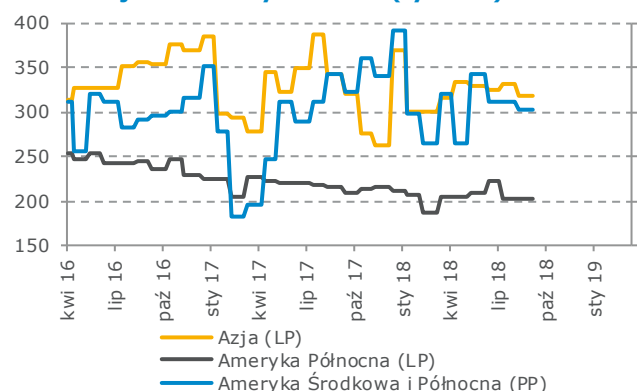
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



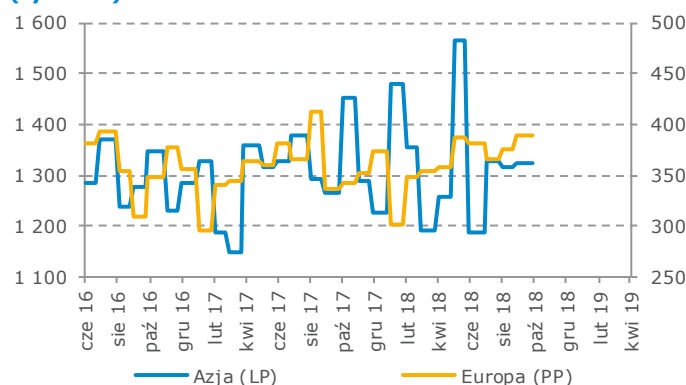
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



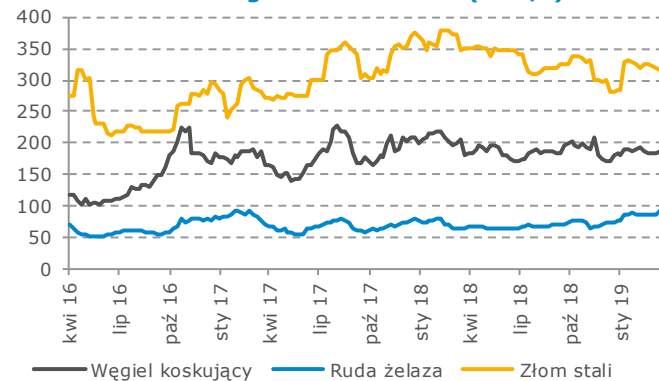
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



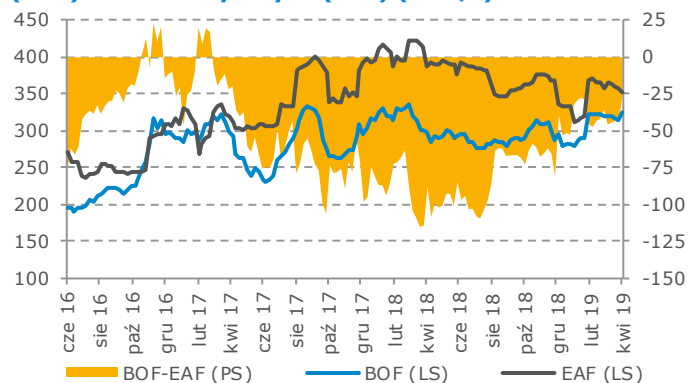
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

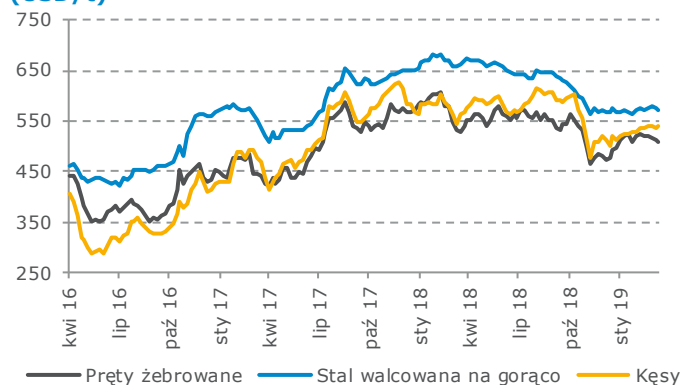
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



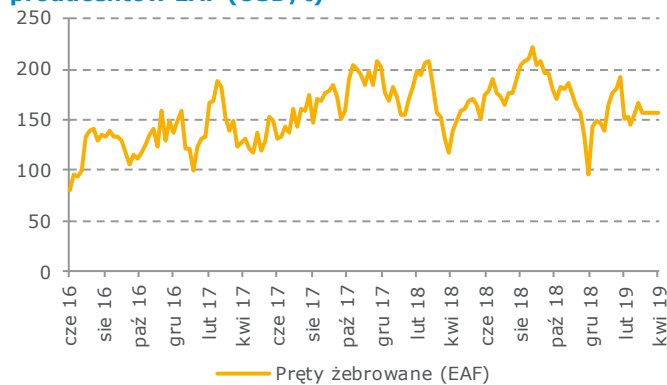
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



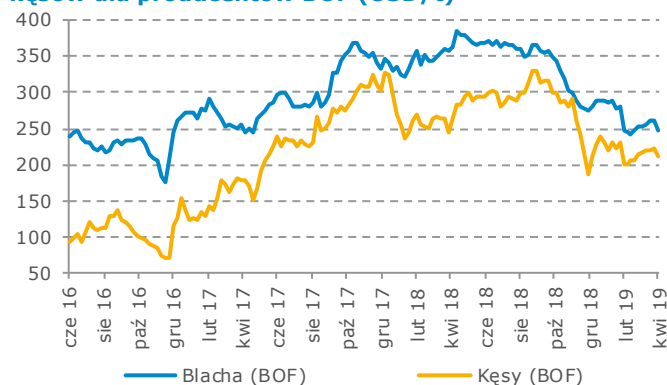
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



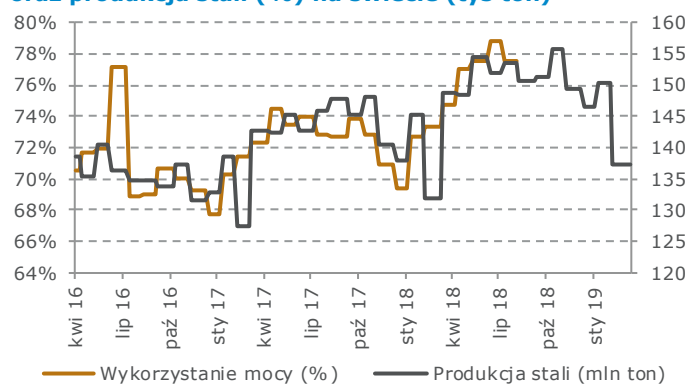
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



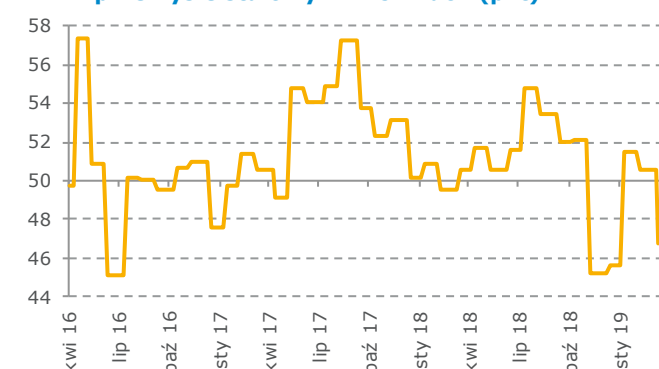
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



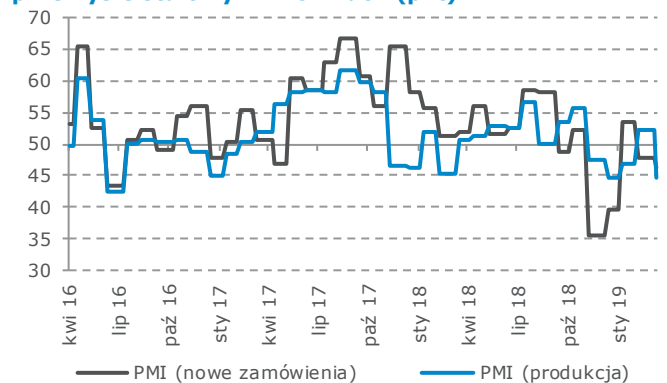
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

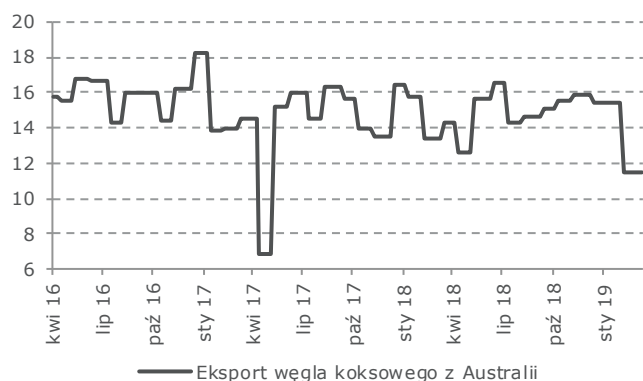


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

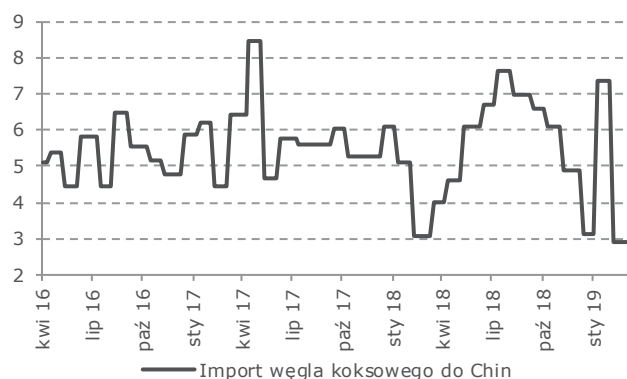


Surowce (stal)

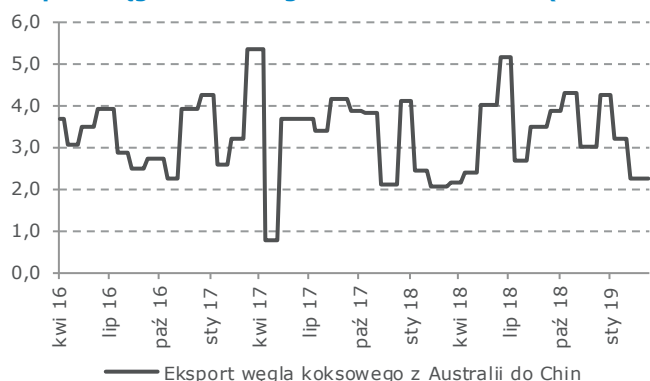
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



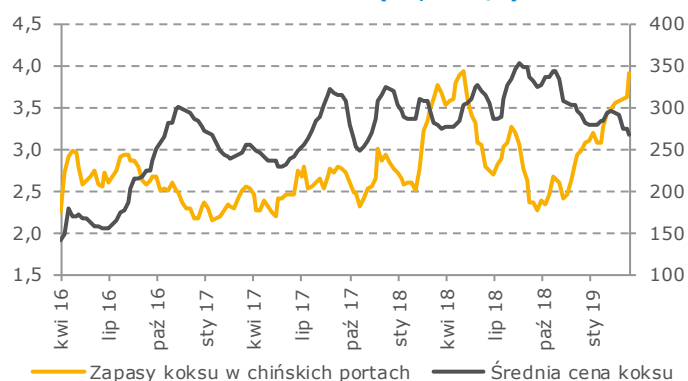
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



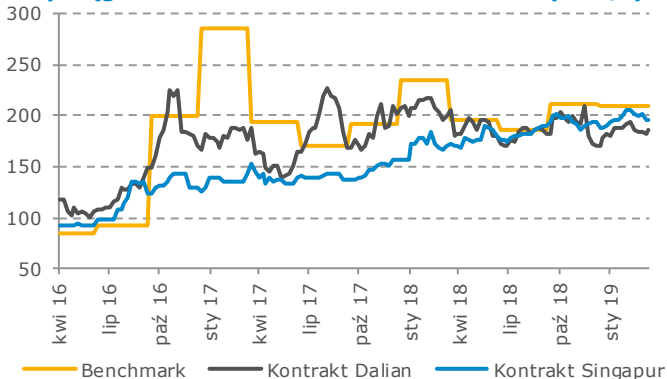
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



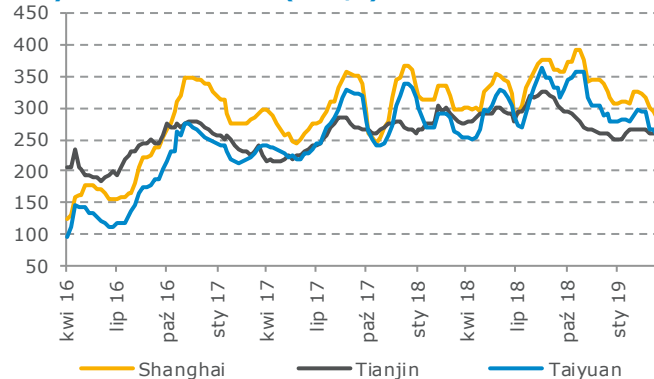
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



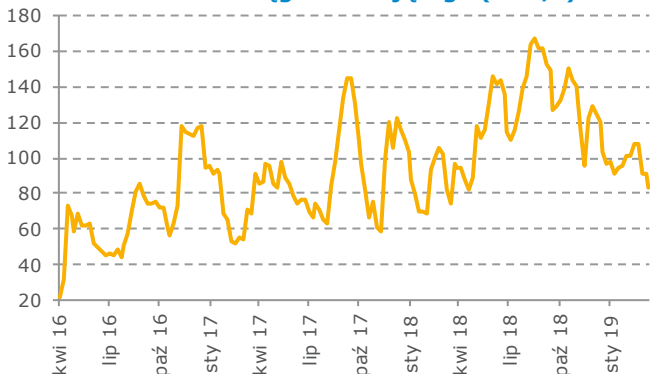
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



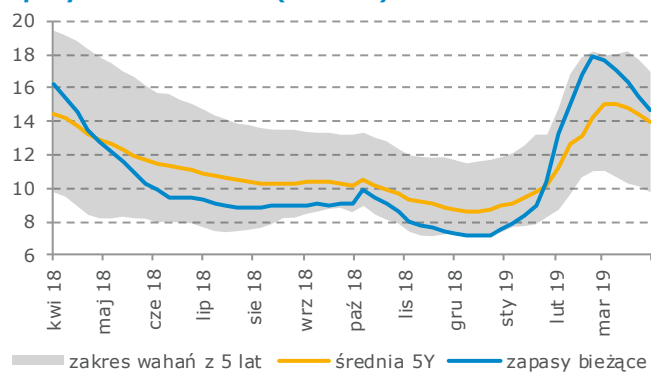
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



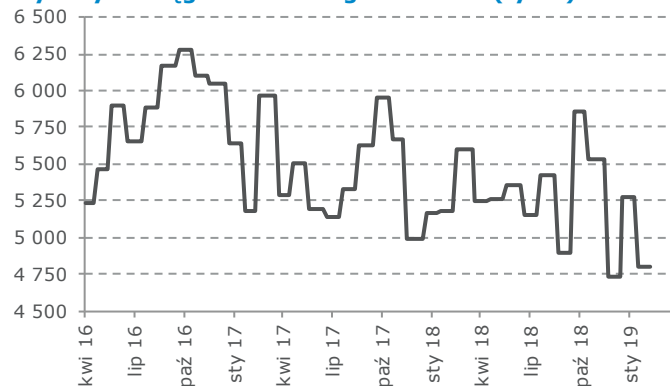
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

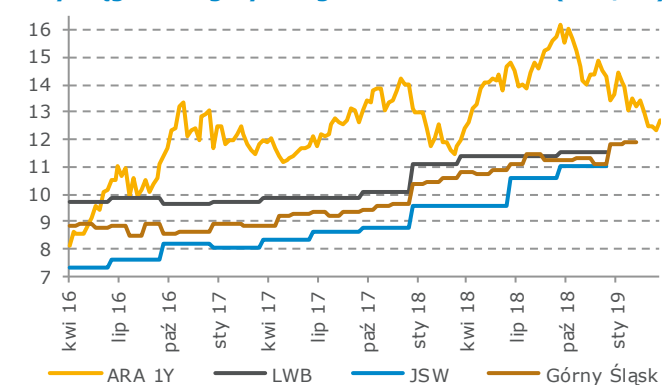
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



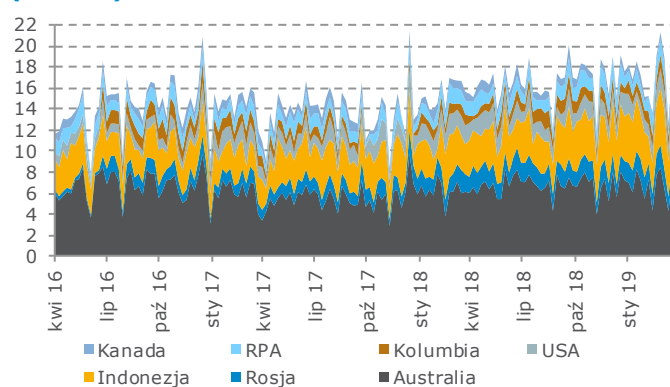
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwaliskach (tys. t)



Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)

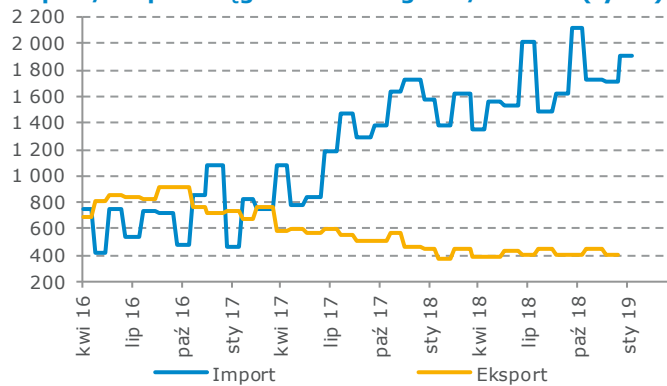


Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)

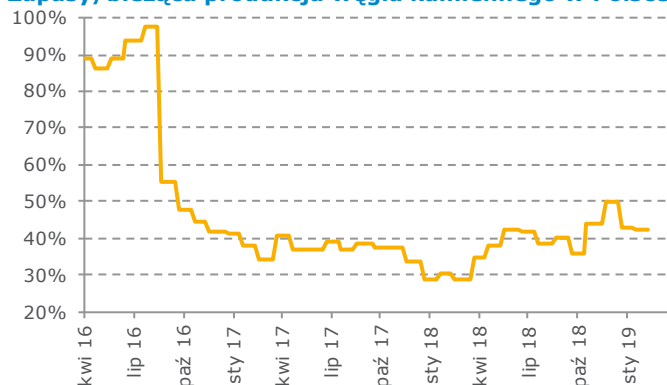


Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

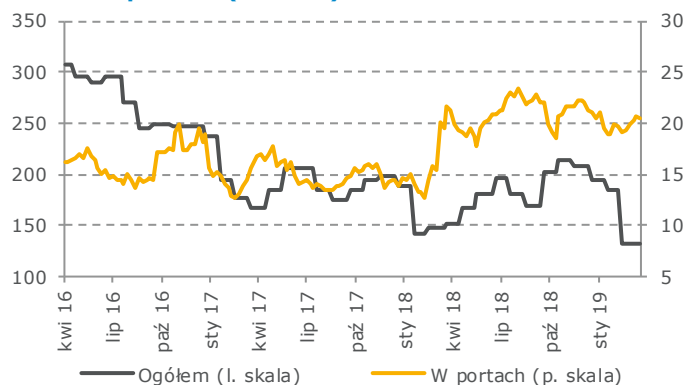
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



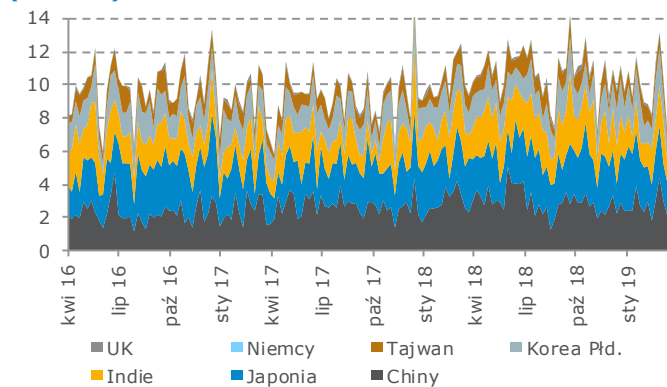
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



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

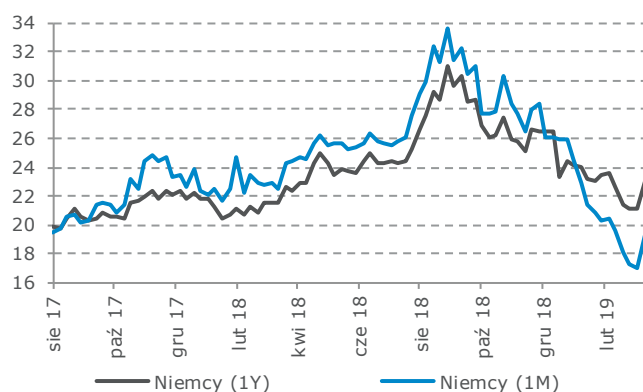


Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)

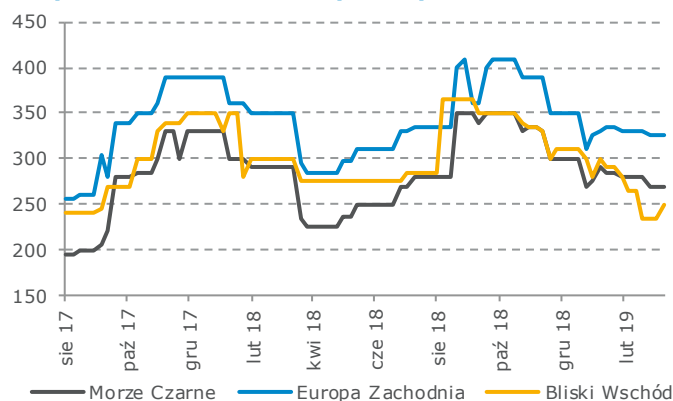


Nawozy

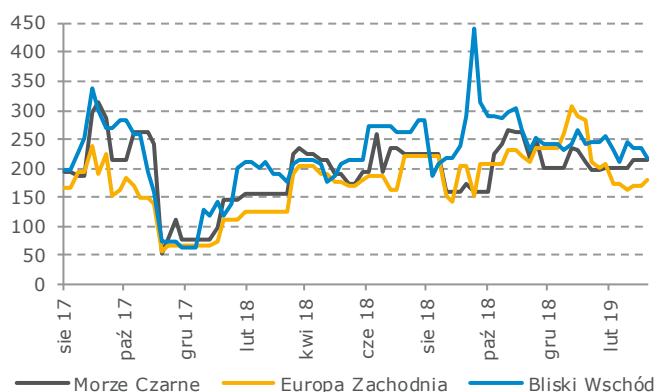
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



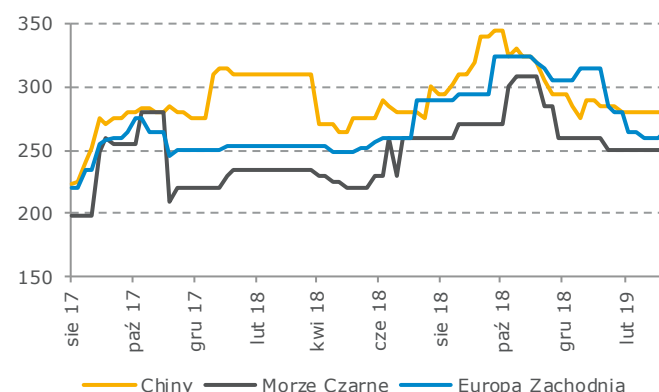
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



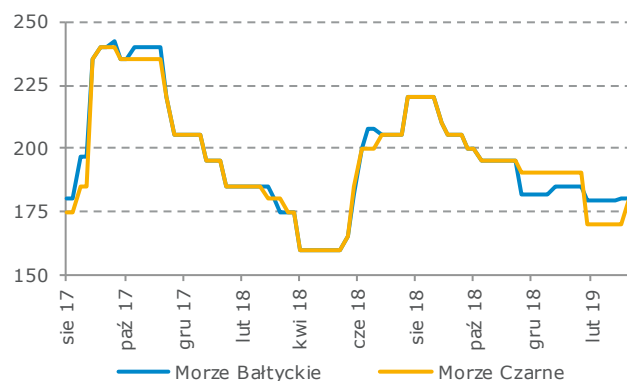
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



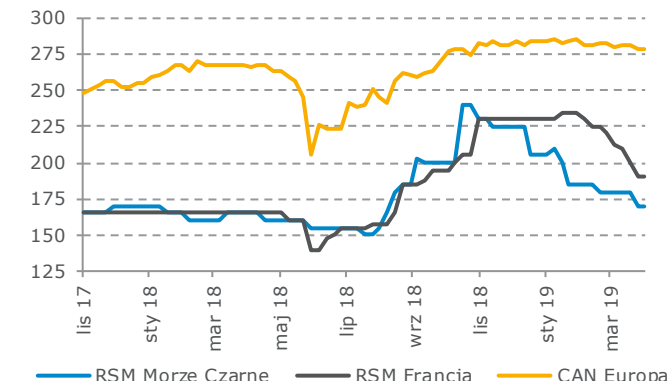
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



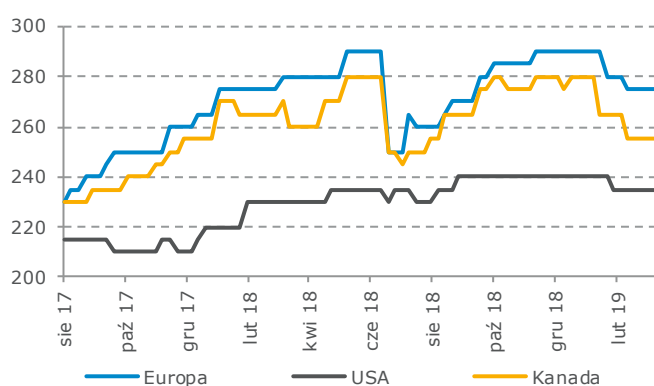
Ceny azotanów amonowych (AN) na świecie (USD/t)



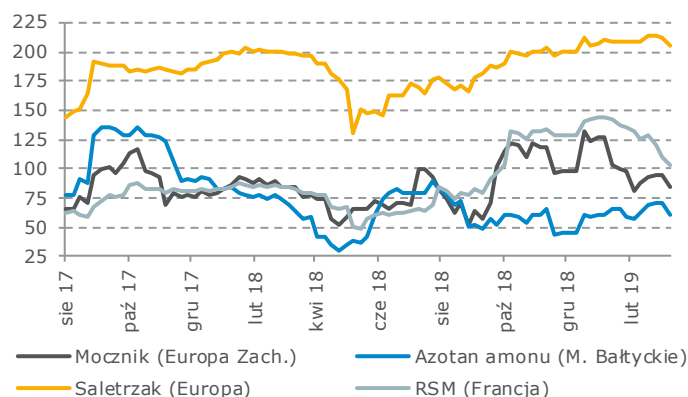
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



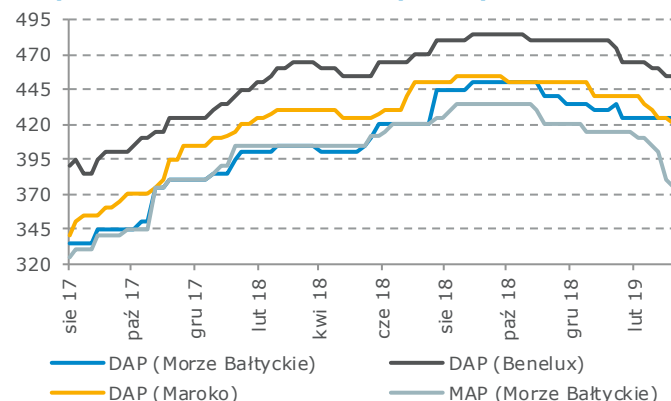
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



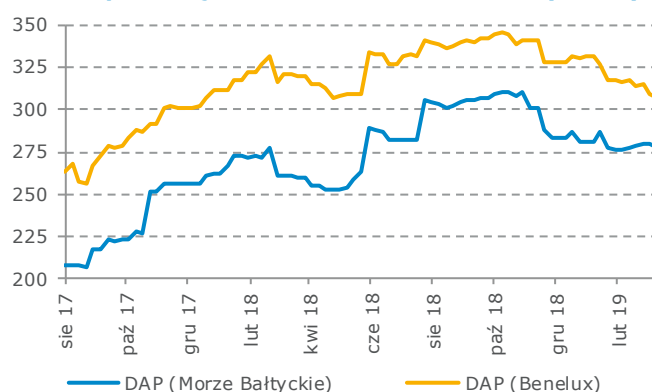
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

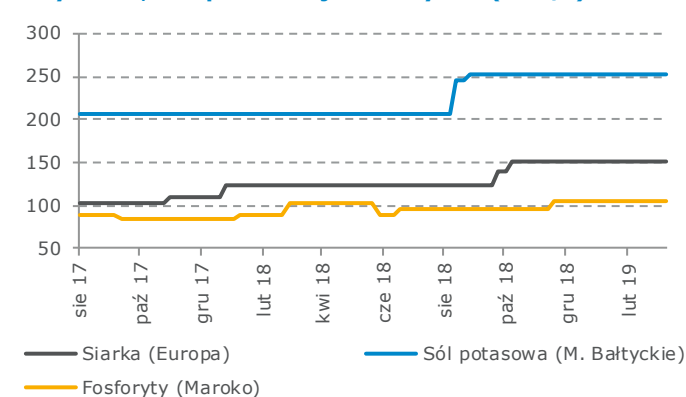
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



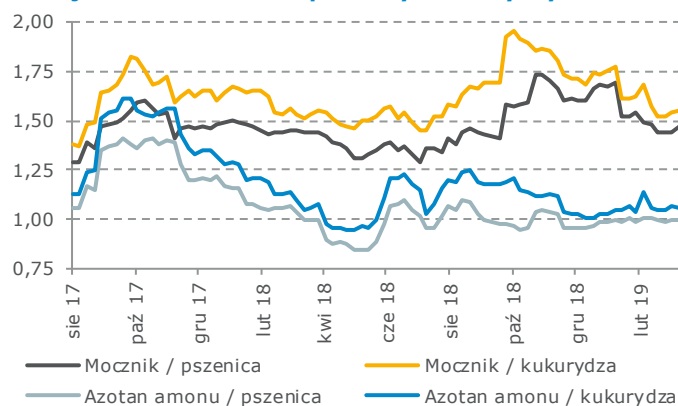
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



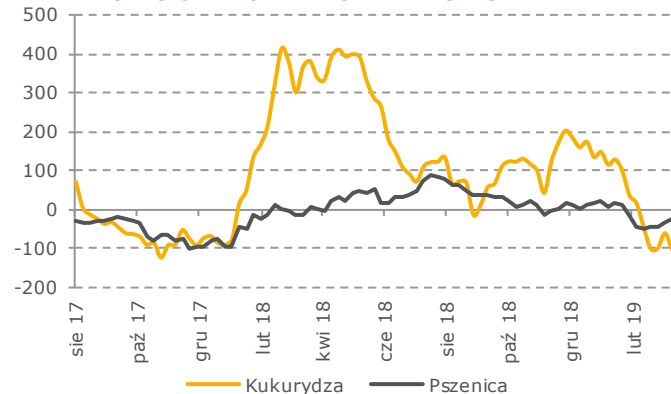
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



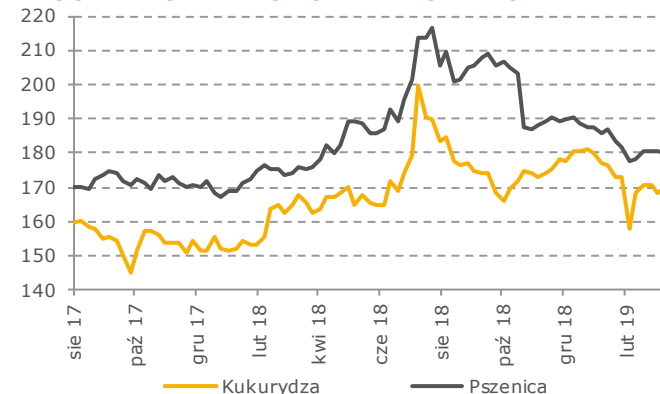
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



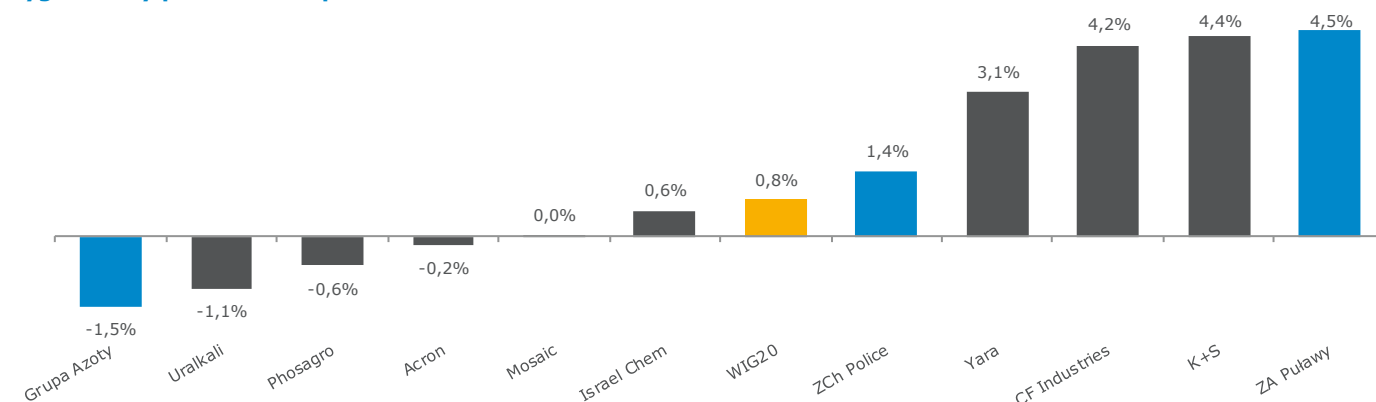
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



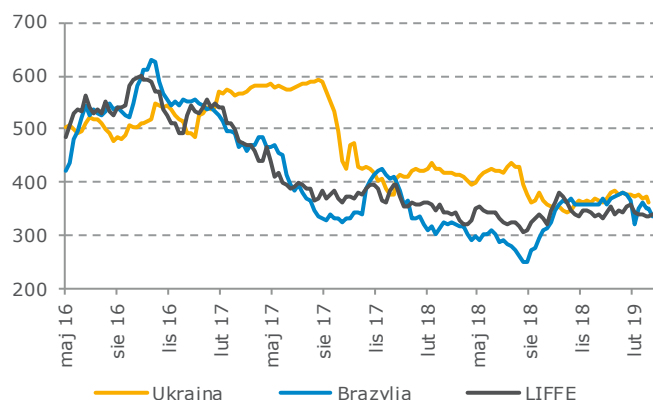
Tygodniowy performance producentów nawozów



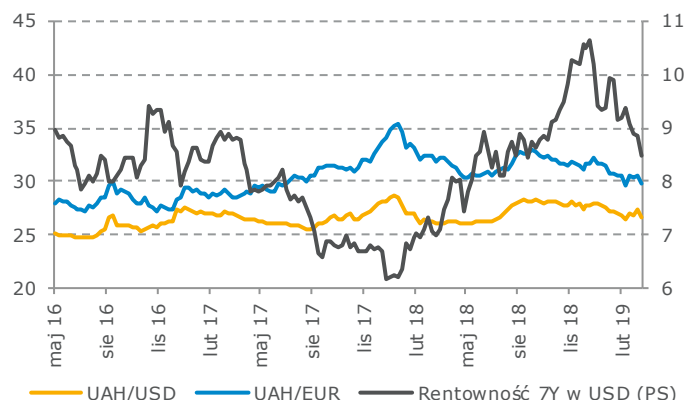
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

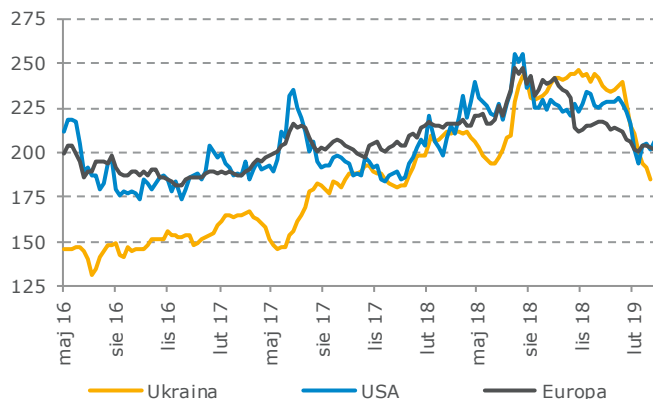
Cena cukru (USD/Mt)



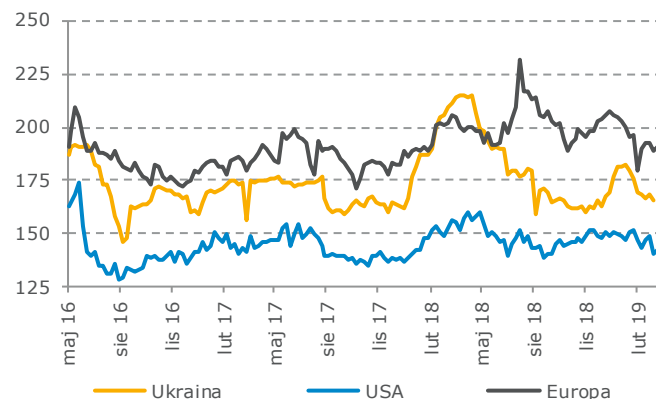
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



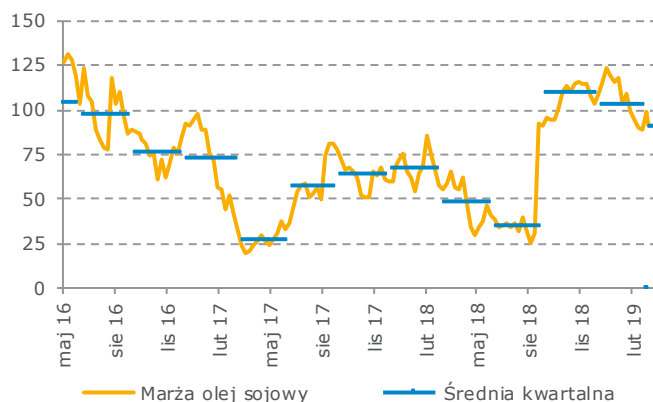
Cena pszenicy (USD/Mt)



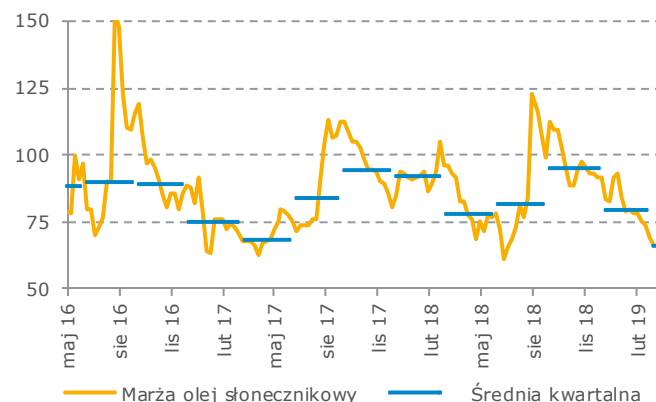
Cena kukurydzy (USD/Mt)



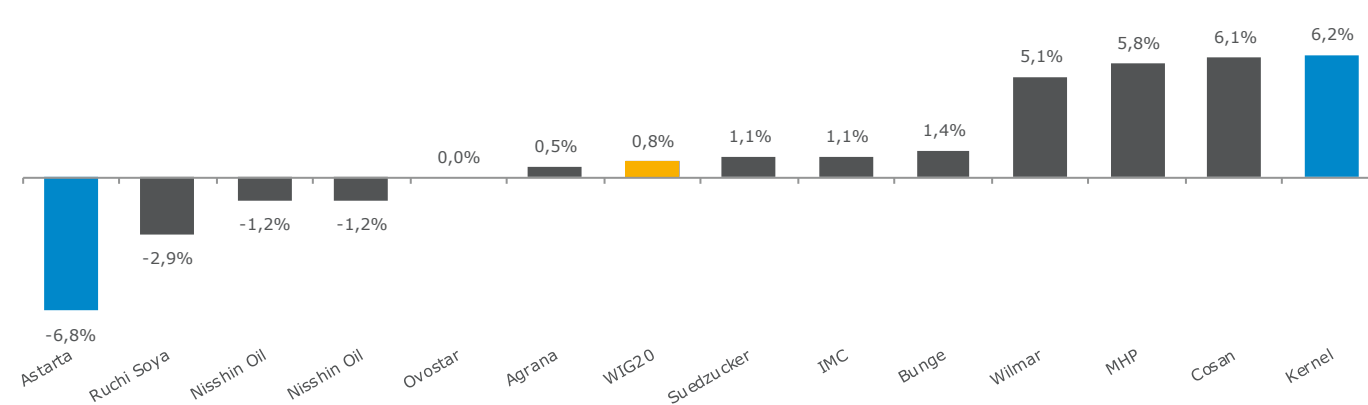
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	542,5	7,6	7,3	7,1	2,2	2,0	2,0	16,4	15,7	15,1	29%	28%	28%	4,0%	5,5%	5,7%
Enea	8,6	3,2	3,0	2,7	0,6	0,6	0,6	3,1	2,9	2,4	19%	19%	22%	0,0%	0,0%	6,9%
Energa	8,2	4,0	4,2	4,4	0,7	0,7	0,8	4,7	5,0	5,0	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,6	3,8	3,5	2,6	0,7	0,7	0,6	7,4	6,3	4,4	19%	19%	23%	0,0%	3,4%	3,9%
Tauron	1,9	4,0	3,5	3,0	0,6	0,6	0,5	2,9	2,5	2,2	16%	16%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,6	2,0	1,4	1,3	0,2	0,2	0,3	12,1	4,2	2,0	11%	17%	21%	-	2,1%	6,1%
EDF	12,0	4,3	3,9	3,7	1,0	0,9	0,9	16,1	12,2	10,7	22%	24%	24%	3,1%	4,0%	4,5%
EDP	3,5	8,7	8,4	8,0	2,0	2,0	1,9	15,6	14,2	13,5	23%	23%	23%	5,4%	5,5%	5,7%
Endesa	22,7	7,8	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	15,7	15,7	15,5	18%	18%	18%	6,3%	6,4%	5,7%
Enel	5,7	6,9	6,6	6,3	1,5	1,5	1,5	12,2	11,2	10,8	22%	23%	23%	5,7%	6,2%	6,6%
EON	10,0	5,5	3,6	3,4	0,8	0,3	0,3	14,6	13,1	12,5	14%	10%	10%	4,5%	5,0%	5,5%
Fortum	18,6	13,2	12,4	11,9	4,0	3,9	3,8	14,7	13,0	11,9	31%	32%	32%	5,9%	6,0%	6,0%
Iberdola	7,9	9,8	9,2	8,7	2,6	2,5	2,4	15,7	14,5	13,8	26%	27%	28%	4,6%	4,8%	5,1%
National Grid	8,3	10,9	10,3	9,8	3,5	3,4	3,3	14,7	14,3	13,3	32%	33%	34%	5,7%	5,9%	6,0%
Red Electrica	18,9	9,5	9,6	9,7	7,4	7,5	7,5	14,0	14,6	15,0	78%	78%	77%	5,6%	5,6%	5,6%
RWE	23,7	8,6	5,3	4,6	1,1	1,0	1,0	24,3	12,6	10,0	13%	19%	21%	3,3%	3,9%	4,5%
SSE	11,5	11,6	9,6	9,0	0,7	0,7	0,7	16,0	11,8	10,5	6%	7%	7%	8,4%	7,0%	7,1%
Verbund	43,8	15,2	12,6	11,8	5,5	4,9	4,6	28,2	21,4	20,6	36%	39%	39%	1,7%	2,2%	2,4%
Mediana		7,7	7,0	6,7	1,3	1,2	1,2	14,7	12,8	11,3	21%	21%	23%	4,5%	4,9%	5,6%

Wycena spółek rafineryjnych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	82,10	6,8	5,7	4,9	0,6	0,6	0,5	13,9	12,6	11,7	9%	10%	11%	3,1%	2,2%	2,4%
MOL	3258,00	5,1	4,4	4,0	0,6	0,6	0,6	14,8	10,4	9,4	13%	14%	14%	4,4%	4,7%	4,9%
PKN Orlen	99,24	6,7	6,5	5,9	0,4	0,4	0,4	12,8	13,3	12,4	7%	6%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	8,35	5,8	5,2	5,6	0,4	0,4	0,4	9,7	7,7	8,4	8%	9%	7%	6,4%	5,8%	7,6%
HollyFrontier	49,18	5,8	5,0	5,4	0,6	0,6	0,6	9,7	7,7	8,3	11%	12%	12%	2,7%	2,8%	2,8%
Marathon Petroleum	63,36	6,9	5,6	5,5	0,6	0,6	0,6	10,4	6,9	7,4	9%	10%	11%	3,4%	3,8%	4,4%
Motor Oil	21,10	4,5	4,0	4,3	0,3	0,3	0,3	7,9	6,8	7,5	7%	7%	7%	6,4%	6,9%	7,0%
Neste Oil	33,20	12,7	12,2	11,1	1,7	1,7	1,7	18,0	17,5	17,3	14%	14%	15%	2,7%	2,9%	2,9%
OMV	47,77	3,9	3,7	3,7	0,9	0,9	0,9	9,3	8,4	7,9	24%	25%	25%	3,9%	4,3%	4,5%
Phillips 66	98,30	7,6	6,2	6,7	0,5	0,5	0,5	12,3	8,7	9,8	7%	8%	8%	3,5%	3,7%	3,9%
Saras	1,70	3,6	2,6	4,0	0,2	0,2	0,2	9,0	5,6	9,8	5%	7%	4%	5,8%	8,7%	5,2%
Tesoro	153,50	8,1	7,0	8,2	0,7	0,7	-	12,3	9,6	14,1	9%	10%	-	1,7%	1,8%	1,6%
Tupras	133,00	6,2	4,8	4,5	0,5	0,4	0,4	7,6	5,3	4,6	7%	8%	9%	10,8%	16,4%	17,1%
Valero Energy	86,20	7,0	5,1	5,6	0,4	0,4	0,3	12,7	7,6	8,6	6%	7%	6%	4,2%	4,5%	4,8%
Mediana		6,5	5,1	5,4	0,6	0,5	0,5	11,4	8,1	9,0	8%	9%	9%	3,7%	4,0%	4,4%

Wycena spółek petrochemicznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	99,24	6,7	6,5	5,9	0,4	0,4	0,4	12,8	13,3	12,4	7%	6%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Axiall	75,79	6,3	5,5	5,4	1,4	1,3	1,2	11,3	8,8	8,6	22%	24%	23%	1,3%	1,4%	1,5%
Braskem	48,54	5,8	5,8	5,4	1,2	1,1	1,1	12,2	13,1	10,4	20%	20%	21%	4,7%	3,8%	3,9%
Eastman Chemical	81,81	7,6	7,2	7,0	1,7	1,6	1,6	9,3	8,5	7,8	22%	23%	22%	2,9%	3,1%	3,4%
Huntsman Corp	24,13	5,9	5,4	5,2	0,9	0,8	0,8	8,7	7,3	6,9	14%	15%	15%	2,8%	2,9%	3,0%
Lotte Chemicals	299 000	4,3	3,9	3,9	0,7	0,6	0,6	6,9	6,2	6,0	16%	16%	16%	3,6%	3,9%	3,9%
LyondellBasell	91,33	6,4	5,7	5,7	1,1	1,0	1,0	8,8	7,6	7,4	17%	18%	18%	4,5%	4,7%	4,8%
Mitsubishi Chemical	817,20	6,7	6,3	6,1	0,9	0,9	0,9	5,9	6,0	5,7	13%	14%	14%	4,9%	5,0%	5,1%
Mitsui Chemicals	2913,00	7,0	6,6	6,3	0,7	0,7	0,7	7,2	7,3	7,0	10%	11%	11%	3,4%	3,7%	4,0%
Westlake Chemical	75,79	6,3	5,5	5,4	1,4	1,3	1,2	11,3	8,8	8,6	22%	24%	23%	1,3%	1,4%	1,5%
Mediana		6,4	5,7	5,6	1,0	1,0	0,9	9,1	8,0	7,6	16%	17%	17%	3,5%	3,4%	3,6%

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

Wycena spółek gazowych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,36	4,6	4,1	3,7	0,9	0,8	0,7	10,4	9,4	8,6	19%	21%	20%	1,5%	2,9%	4,3%
A2A	1,53	7,0	6,4	6,2	1,3	1,3	1,3	15,0	13,1	12,6	19%	20%	20%	5,0%	5,2%	5,4%
BG Group	25,05	5,5	5,0	5,0	0,9	0,8	0,8	12,1	10,4	10,1	16%	17%	16%	5,8%	5,8%	5,9%
BP	5,78	5,4	4,9	4,9	0,8	0,8	0,8	11,8	10,0	9,0	14%	15%	16%	5,4%	5,6%	5,7%
Centrica	1,10	4,6	4,3	4,3	0,4	0,4	0,3	11,5	9,6	9,0	8%	8%	8%	9,3%	8,6%	8,9%
Enagas	25,81	10,6	10,3	11,0	8,4	8,4	8,9	14,4	13,3	14,3	79%	82%	81%	6,2%	6,5%	6,6%
Endesa	22,68	7,8	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	15,7	15,7	15,5	18%	18%	18%	6,3%	6,4%	5,7%
Engie	13,55	6,1	5,8	5,5	0,9	0,9	0,8	12,9	11,5	10,3	15%	15%	15%	5,7%	6,3%	6,9%
Eni	15,81	3,5	3,3	3,2	0,8	0,9	0,9	12,7	10,9	10,6	24%	26%	28%	5,7%	5,5%	5,7%
Equinor	197,30	3,2	2,8	2,7	1,2	1,1	1,0	12,5	11,0	10,6	36%	38%	38%	4,4%	4,7%	4,9%
Gas Natural SDG	25,30	9,3	9,0	8,9	1,7	1,7	1,6	17,7	16,4	16,4	19%	19%	18%	5,4%	5,7%	6,0%
Gazprom	160,50	2,6	2,5	2,5	0,7	0,7	0,7	3,2	3,1	3,0	28%	28%	27%	6,8%	7,6%	8,9%
Hera	3,23	7,3	7,2	7,0	1,3	1,2	1,2	16,9	16,5	15,4	17%	17%	17%	3,2%	3,4%	3,5%
NovaTek	174,40	12,1	11,3	11,7	4,2	3,9	3,8	11,7	10,9	10,4	35%	34%	32%	2,2%	2,8%	3,4%
ROMGAZ	33,10	5,3	4,8	5,1	2,5	2,4	2,2	10,2	9,4	8,1	48%	49%	43%	9,4%	9,6%	9,3%
Shell	29,00	5,5	4,9	5,0	0,9	0,8	0,8	12,1	10,4	10,1	16%	17%	16%	5,8%	5,8%	5,9%
Snam	4,63	12,8	12,6	12,2	10,4	10,2	9,9	14,9	14,6	13,9	81%	81%	81%	5,2%	5,4%	5,6%
Total	50,60	4,9	4,5	4,6	0,9	0,9	0,8	10,7	9,5	9,1	18%	19%	18%	5,2%	5,4%	5,5%
Mediana		5,5	4,9	5,0	1,0	1,0	1,0	12,3	10,9	10,4	19%	19%	19%	5,6%	5,6%	5,7%

Wycena spółek wydobywczych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	3258,00	4,8	4,4	4,5	0,7	0,7	0,7	8,2	7,1	7,2	14%	15%	15%	3,9%	4,1%	4,8%
Bashneft	1979,00	1,9	1,8	1,7	0,5	0,5	0,4	3,0	2,9	2,4	24%	26%	25%	14,4%	11,4%	12,3%
BP	5,78	5,4	4,9	4,9	0,8	0,8	0,8	11,8	10,0	9,0	14%	15%	16%	5,4%	5,6%	5,7%
Dana Gas	0,99	8,2	9,1	5,9	4,8	4,7	4,5	29,9	21,4	12,2	58%	51%	76%	7,4%	5,6%	5,6%
Eni	15,81	3,5	3,3	3,2	0,8	0,9	0,9	12,7	10,9	10,6	24%	26%	28%	5,7%	5,5%	5,7%
Equinor	197,30	3,2	2,8	2,7	1,2	1,1	1,0	12,5	11,0	10,6	36%	38%	38%	4,4%	4,7%	4,9%
Gazprom Neft	336,75	3,7	3,8	3,6	0,9	0,8	0,9	4,1	4,2	3,8	24%	22%	24%	9,0%	9,6%	11,2%
Gulf Keystone	2,51	3,6	2,0	1,6	2,2	1,4	1,1	10,8	4,6	3,7	62%	70%	71%	-	-	11,3%
Lukoil	5826,00	3,8	3,7	3,6	0,6	0,6	0,6	6,9	6,5	6,3	15%	15%	16%	4,4%	4,7%	5,2%
Occidental Petroleum	68,37	7,2	6,7	6,5	3,7	3,7	3,3	19,2	18,3	17,2	52%	55%	51%	4,6%	4,7%	4,8%
Repsol	15,28	4,2	3,8	3,8	0,6	0,6	0,6	9,3	8,1	8,3	15%	16%	16%	6,3%	6,6%	6,7%
Rosneft Oil	420,90	3,9	3,7	3,5	1,0	0,9	0,9	6,1	5,0	4,6	25%	25%	25%	7,2%	9,1%	10,1%
Shell	29,00	5,5	4,9	5,0	0,9	0,8	0,8	12,1	10,4	10,1	16%	17%	16%	5,8%	5,8%	5,9%
Surgutneftegas	40,60	-	-	-	-	-	-	5,1	4,4	3,9	-	-	-	6,8%	6,0%	3,5%
Total	50,60	4,9	4,5	4,6	0,9	0,9	0,8	10,7	9,5	9,1	18%	19%	18%	5,2%	5,4%	5,5%
Tullow Oil	2,47	5,2	5,3	5,4	3,9	3,9	4,0	11,6	11,4	13,2	76%	73%	74%	2,2%	2,2%	2,6%
Mediana		4,2	3,8	3,8	0,9	0,9	0,9	10,8	8,8	8,7	24%	25%	25%	5,7%	5,6%	5,6%

Wycena spółek surowcowych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	60,85	2,1	3,3	4,0	0,5	0,6	0,6	6,8	17,9	41,9	23%	17%	15%	2,8%	2,9%	2,8%
KGHM	111,60	4,9	4,6	4,6	1,2	1,1	1,0	8,9	8,8	9,6	24%	23%	23%	0,9%	2,3%	3,4%
LW Bogdanka*	44,75	2,0	1,9	1,8	0,7	0,6	0,6	7,3	6,6	6,4	32%	33%	34%	3,2%	6,3%	6,2%
Anglo American	22,07	4,7	5,1	5,3	1,7	1,7	1,6	10,1	11,5	11,9	35%	33%	31%	4,2%	3,9%	3,8%
Antofagasta	9,97	6,1	6,1	5,5	3,0	3,0	2,8	18,7	18,2	15,1	49%	49%	51%	2,4%	2,7%	3,2%
BHP Group	19,44	6,4	6,4	6,8	3,4	3,4	3,5	13,0	13,0	14,2	54%	54%	52%	7,8%	5,5%	4,8%
Freeport-McMoRan	13,74	9,5	7,4	4,7	2,3	2,2	1,8	29,9	15,4	7,6	24%	30%	39%	1,5%	2,8%	3,6%
Glencore	3,31	6,0	5,6	5,6	0,4	0,4	0,4	12,0	10,5	9,9	7%	8%	7%	4,7%	5,4%	5,5%
Grupo Mexico	56,66	5,9	5,5	4,9	2,7	2,6	2,4	12,0	10,7	9,3	47%	47%	49%	5,3%	6,3%	6,7%
Kazakhmys	7,04	5,3	5,1	5,0	2,9	2,8	2,7	8,3	7,8	7,1	55%	54%	55%	1,3%	1,5%	1,5%
Rio Tinto	47,18	5,5	6,1	6,2	2,7	2,8	2,8	10,7	11,9	12,5	48%	46%	45%	5,9%	5,2%	4,9%
Southern CC	41,69	9,6	8,8	8,0	4,8	4,5	4,2	18,0	16,3	14,4	50%	51%	53%	2,6%	4,0%	4,9%
Mediana		5,7	5,5	5,2	2,5	2,4	2,1	11,3	11,7	10,9	41%	40%	42%	3,0%	3,9%	4,3%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	343,00	9,1	8,6	8,4	1,4	1,3	1,3	13,6	12,9	12,4	15%	15%	15%	6,1%	5,1%	7,0%
Alcoa	29,66	3,7	3,5	3,5	0,7	0,7	0,7	20,3	10,7	10,4	19%	20%	19%	-	0,2%	0,3%
Constellium	8,99	5,7	5,1	4,9	0,5	0,5	0,5	7,9	6,1	5,2	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	106,28	8,7	8,3	7,9	1,2	1,1	1,1	15,1	14,0	13,2	14%	14%	14%	2,3%	2,3%	2,4%
Norsk Hydro	37,57	6,3	4,7	4,4	0,6	0,6	0,5	17,0	10,6	9,9	9%	12%	12%	3,5%	4,3%	4,5%
Rusal	3,36	8,5	7,4	7,1	1,4	1,3	1,3	3,8	3,3	3,2	16%	18%	18%	4,6%	6,0%	6,8%
Mediana		7,4	6,3	6,0	0,9	0,9	0,9	14,3	10,6	10,1	14%	15%	15%	4,0%	4,3%	4,5%

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

Wycena spółek nawozowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	42,00	6,8	8,2	8,7	0,6	0,7	0,8	18,3	29,1	26,2	9%	9%	9%	0,0%	1,1%	1,0%
ZA Police*	14,30	5,0	4,6	4,6	0,5	0,5	0,5	8,6	7,4	-	10%	11%	11%	1,7%	1,7%	-
Acron	4566,00	7,1	6,6	6,2	2,4	2,3	2,1	9,1	8,1	7,4	34%	35%	33%	7,3%	7,5%	8,8%
CF Industries	43,56	9,3	8,4	8,0	3,4	3,3	3,3	19,2	14,5	11,9	37%	39%	41%	2,8%	2,8%	2,8%
Israel Chemicals	19,35	8,1	7,6	7,4	1,7	1,6	1,5	14,1	12,7	12,5	21%	21%	21%	3,4%	3,8%	4,0%
K+S	17,41	8,1	7,0	6,3	1,5	1,5	1,4	14,4	10,8	8,9	19%	21%	23%	2,7%	3,7%	4,1%
Phosagro	2379,00	6,1	5,8	5,3	1,9	1,8	1,6	9,1	9,1	7,4	30%	31%	31%	5,7%	5,5%	8,7%
The Mosaic Company	27,85	6,5	6,1	5,8	1,5	1,4	1,4	12,2	10,6	9,7	22%	23%	24%	0,8%	0,9%	0,9%
Yara International	367,90	7,7	6,6	6,3	1,2	1,1	1,0	13,7	10,7	9,9	15%	16%	17%	2,8%	3,8%	4,3%
Mediana		7,1	6,6	6,3	1,5	1,5	1,4	13,7	10,7	9,8	21%	21%	23%	2,8%	3,7%	4,1%

Wycena spółek spożywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	25,90	4,2	3,9	2,9	0,9	0,9	0,8	4,0	3,5	2,3	22%	23%	28%	-	-	100%+
IMC*	14,10	4,0	-	-	1,2	-	-	5,6	-	-	31%	-	-	11,1%	-	-
Kemel	52,80	5,6	4,8	4,0	0,6	0,4	0,4	6,4	5,5	4,6	10%	9%	9%	1,7%	6,5%	10,5%
Ovostar*	107,00	5,0	-	-	1,3	-	-	5,6	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	18,30	8,5	7,3	6,1	0,6	0,6	0,6	22,3	17,0	12,2	7%	8%	10%	4,6%	5,1%	5,7%
Bunge Limited	53,53	8,9	8,1	7,4	0,3	0,3	0,3	19,2	13,8	11,4	3%	3%	4%	3,8%	4,1%	4,5%
Cosan	46,28	4,8	4,5	4,1	0,4	0,4	0,4	12,4	10,8	10,1	9%	9%	9%	3,8%	5,1%	4,7%
MHP	10,95	4,7	4,3	3,9	1,4	1,3	1,2	6,0	4,8	4,5	29%	31%	31%	6,8%	6,8%	6,8%
Nisshin Oillio	3290,00	8,8	8,7	8,2	0,5	0,5	0,5	13,4	15,0	14,0	6%	6%	6%	2,1%	2,1%	2,3%
Suedzucker	11,42	14,2	9,5	6,3	0,6	0,6	0,6	-	100+	14,8	4%	7%	9%	1,8%	1,6%	2,5%
Wilmar Int.	3,49	13,9	13,0	13,0	0,8	0,7	0,7	13,1	12,0	11,0	5%	6%	5%	3,2%	3,3%	3,4%
Mediana		5,6	7,3	6,1	0,6	0,6	0,6	9,4	11,4	11,0	9%	8%	9%	3,8%	4,6%	4,6%

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.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone 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 rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania 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.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

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

Michał Konarski

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

Jakub Szkopek

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

Paweł Szpigel

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

Piotr Bogusz

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

Aleksandra Szklarczyk

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

Piotr Poniatowski

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

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron

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

Krzysztof Bodek

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

Tomasz Jakubiec

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

Jędrzej Łukomski

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

Adam Prokop

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

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