

środa, 24 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 kontraktu 1Y FWD oscylują wokół 51 EUR/MWh, co przy stabilnych kosztach węgla i droższych uprawnieniach do emisji (już 27,5 EUR/t) oznacza presję na modelowy CDS. W Polsce ceny energii na TGE odwzorowują wzrost kosztów certyfikatów CO₂, a cena czystej energii (po kosztach emisji dla modelowej elektrowni węglowej) nieznacznie wzrosła do 167 PLN/MWh, wobec lokalnego minimum notowanego na początku kwietnia na poziomie 163 PLN/MWh. Indeksy spółek energetycznych w Europie i USA kontynuują korektę, ale trudno mówić o implikacjach dla WIG-Energia, który stracił już YTD ponad 6%.

Rynek paliwowy

Brak przedłużenia „waiverów” dla odbiorców ropy irańskiej zaowocował nowymi szczytami na cenach ropy (rynek obawia się ubytku podaży z Iranu, który obecnie nadal eksportuje około 1,3-1,5 mmb/d). Droższy surowiec bezpośrednio przekłada się na ciężkich frakcjach, które jeszcze do niedawna zachowywały się bardzo dobrze. Modelowa marża rafineryjna spadła w okolice 4-5 USD/Bbl, a dyferencjał Ural/Brent nadal pozostaje ujemny. Warto odnotować kontynuację wzrostu zapasów diesla w portach ARA (już powyżej poziomów ubiegłorocznych). W petrochemii na polimerach marże stabilne, jeszcze bez wpływu droższej ropy z ostatnich dni. Ceny gazu w Europie w kontrakcie 1M wróciły po ostatnich wzrostach do 15 EUR/MWh (kontrakt roczny na razie bez zmian).

Rynek metali

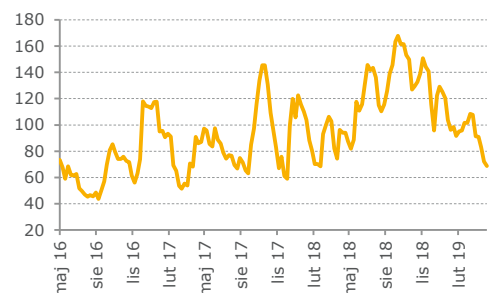
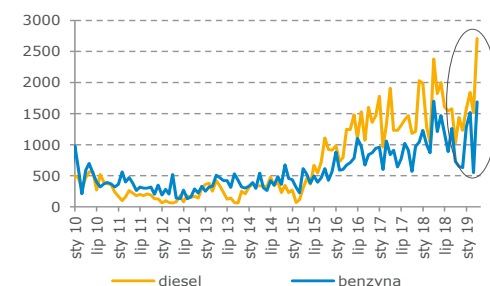
Import netto miedzi do Chin w III'19 wyniósł 1028 mln ton (uwzględniając import koncentratów, złomów i katod) i był o 8,6% r/r niższy. Import netto w I'19 i II'19 wzrósł r/r po kilku miesiącach spadku, ale w III'19 powrócił do spadków. Z kolei agencja ICSG podała, że deficyt miedzi na świecie w styczniu wyniósł -8 tys. ton vs. 11 tys. ton nadwyżki w XII'18.

Sprzedaż samochodów osobowych w Chinach w III'19 wyniosła 2,0 mln sztuk i była o 6,9% r/r niższa (9-ty miesiąc spadku r/r). Produkcja samochodów ogółem była o 2,7% r/r niższa, ale dynamika spadku była mniejsza niż we wcześniejszych kwartałach. Wolumen nowych kredytów w Chinach wyniósł w III'19 1690 mld CNY (+51% r/r).

Rynek agro

Ceny gazu ziemnego nieco spadły w ubiegłym tygodniu, ale na rynku zauważalny był również spadek notowań saletrzaku i RSM (patrz strona 13). Marże modelowe na większości nawozów saletrzanych znalazły się pod presją na 2Q'19. Spadają również ceny i marże na nawozach wieloskładnikowych. Naszym zdaniem wyniki 4Q'18 oraz 1Q'19 Grupy Azoty mogą pozytywnie zaskoczyć rynek, później jednak otoczenie będzie mniej sprzyjające dla polskiego producenta nawozów.

Wykres tygodnia



Nowy rekord eksportu paliw z Chin

Po sezonowym spadku w styczniu i lutym, w marcu eksport paliw z Chin ustanowił nowe szczyty (w przypadku diesla +14% w stosunku do poprzedniego rekordowego odczytu). Presja podaży z tego kierunku może tylko rosnąć w kolejnych miesiącach z uwagi na uruchamianie 2 duże rafinerie po mocach 400 mboe/d każda. W 1Q utilizacja mocy przerobowych była relatywnie niższa z uwagi na sezonowe remonty.

Premia koksownicza w Chinach (USD/t)

Różnica pomiędzy cenami węgla koksowego, a koksem spadła w do poziomu najniższego od 2017 roku. Zapasy koksu w portach w Chinach wzrosły w ubiegłym tygodniu do poziomu 4,3 mln ton (najwyżej odkąd zbierane są statystyki). Spadek premii koksowniczej to negatywna informacja dla JSW. Naszym zdaniem JSW w efekcie tego może utracić ponad 200 mln PLN przychodu i wyniku w 2019 roku.

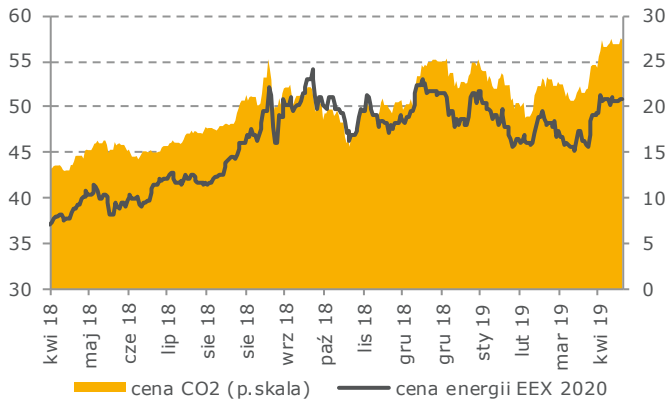
Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
LW Bogdanka	-11,1%	-22%
Ciech	-7,6%	+8%
ZE PAK	-5,0%	-4%
PGNiG	-4,8%	-15%
ZA Puławy	-3,4%	+48%
KGHM	-2,8%	+21%
Tarczyński	-2,5%	-13%
Energia	-2,4%	-11%
PGE	-2,0%	-4%
Enea	-1,8%	-17%
Tauron	-1,6%	-18%
Tupras	-1,6%	+20%
Grupa Azoty	-1,4%	+32%
CEZ	-1,0%	+0%
Impexmetal	-0,2%	+33%
IMC	+0,0%	+7%
PKN Orlen	+0,0%	-6%
Lotos	+0,1%	-4%
PCC Rokita	+0,3%	+15%
Boryszew	+0,9%	+0%
Kernel	+1,0%	+12%
JSW	+1,7%	-11%
Orzeł Biały	+2,0%	-3%
Kęty	+2,1%	+4%
MOL	+2,9%	+10%
OMV	+3,9%	+33%
ZCh Police	+4,2%	+10%
Kruszwica	+6,0%	+23%
Astarta	+9,8%	+26%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,2%	+6%
Chemia	-3,2%	+20%
Energia	-1,9%	-8%
Paliwa	-1,0%	-7%
Spożywczy	+1,8%	+9%
Surowce	-2,2%	+13%
Ukraina	+2,3%	+11%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,1%	+27%
Oil & Gas E&P	+2,8%	+26%
Refining EU	+0,3%	+6%
Refining US	+1,8%	+11%
Agri & Food	+1,9%	+21%
Kauczuki	+1,4%	+20%
Nawozy	+0,8%	+3%
Chemicals EU	-0,3%	+17%
Industrials EU	+1,5%	+22%
Petchem World	-1,0%	+10%
Utilities EU	+0,5%	+11%
Utilities US	+0,1%	+9%

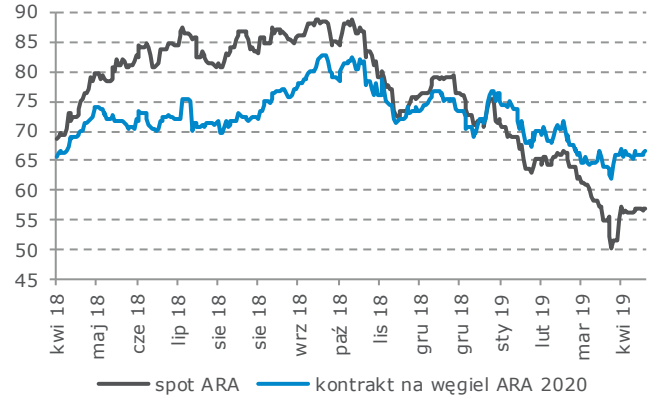
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

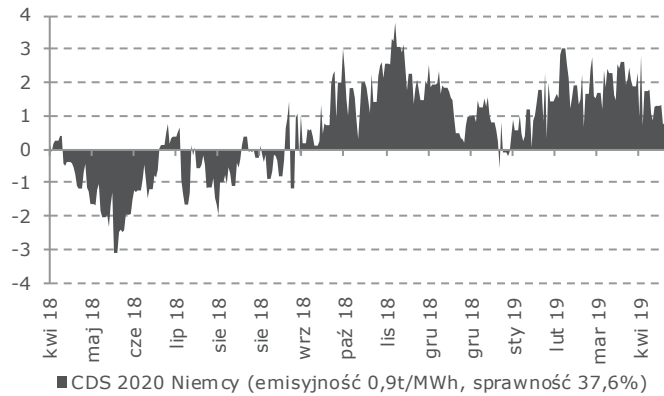
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



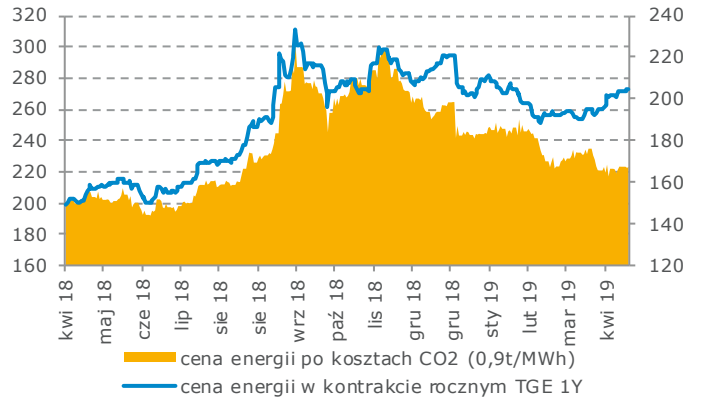
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



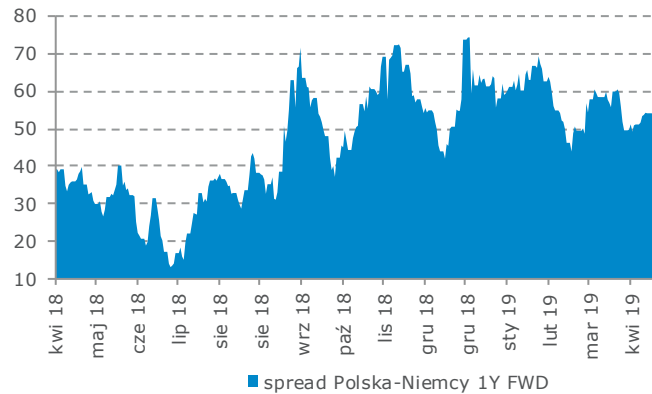
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



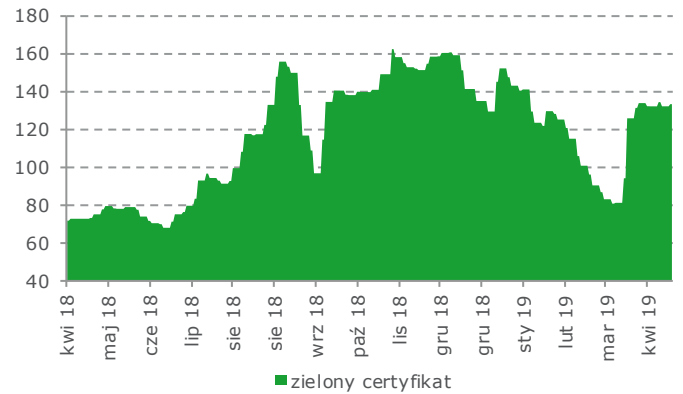
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



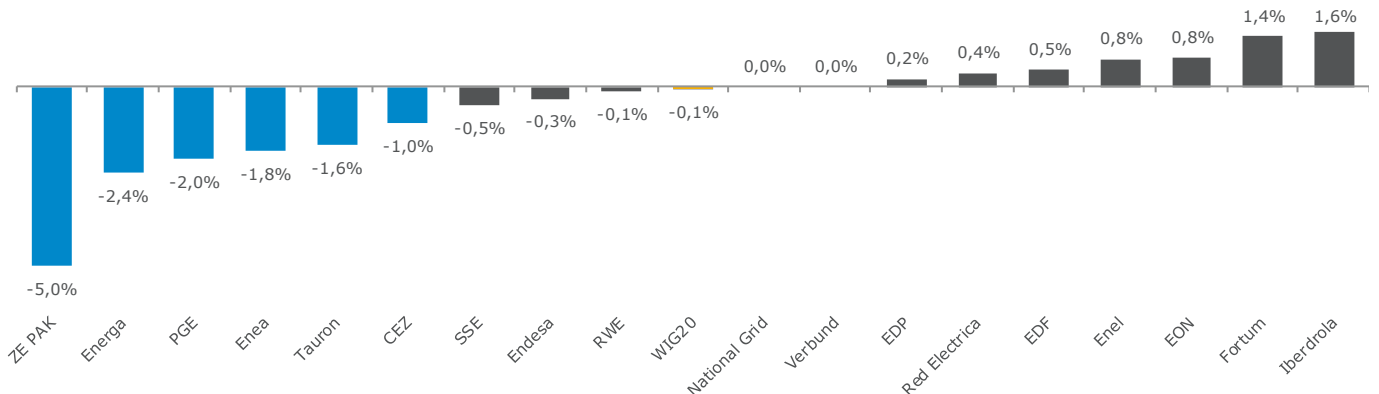
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



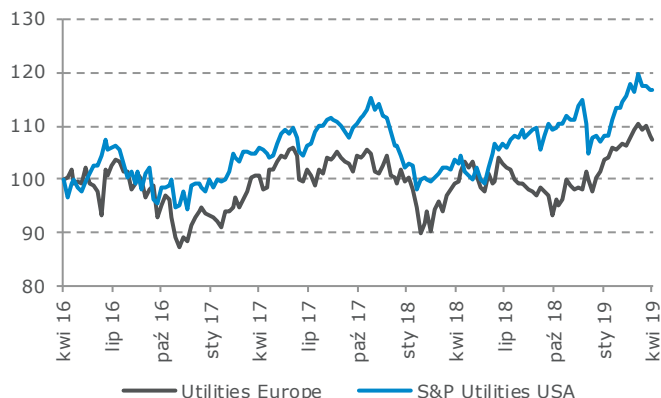
Tygodniowy performance spółek energetycznych



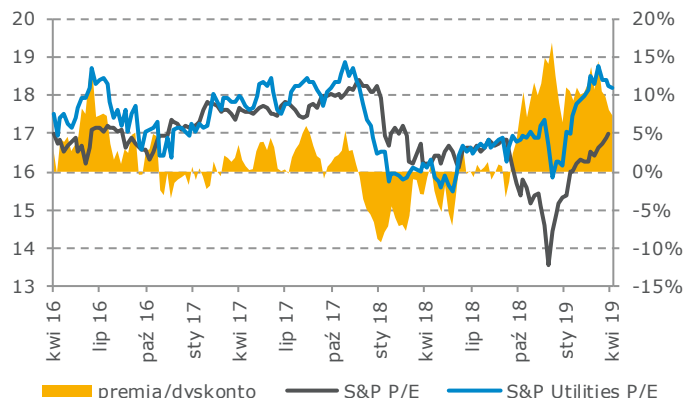
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

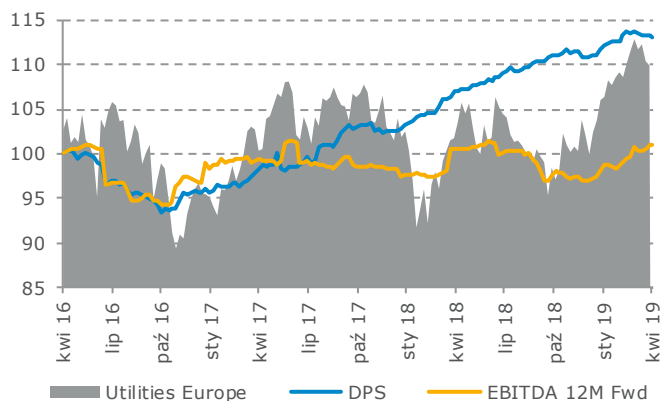
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



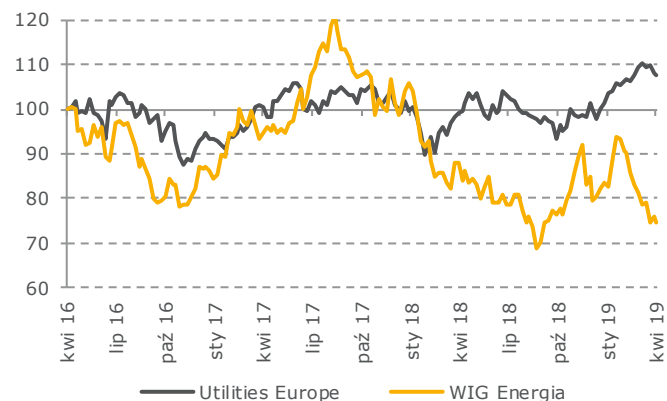
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



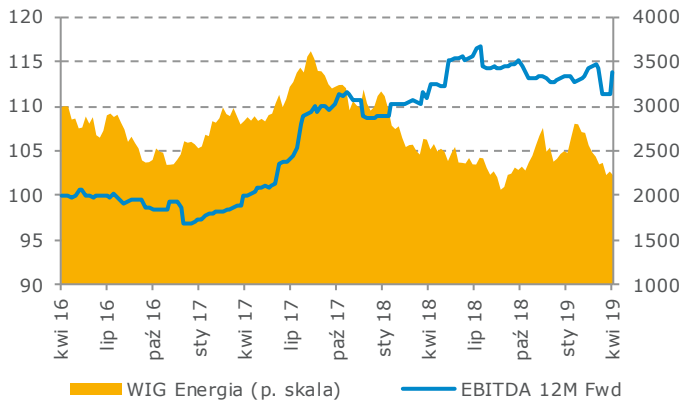
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



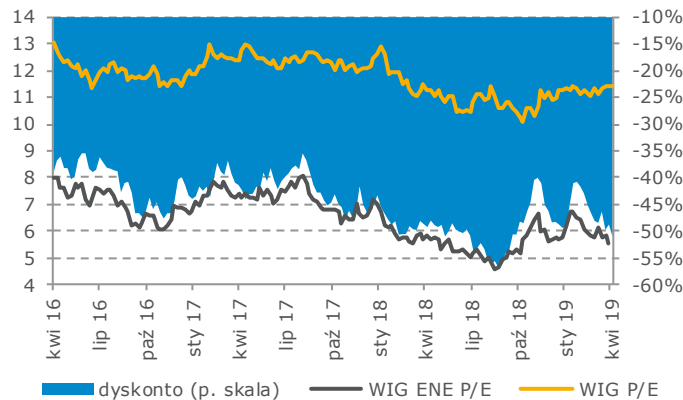
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



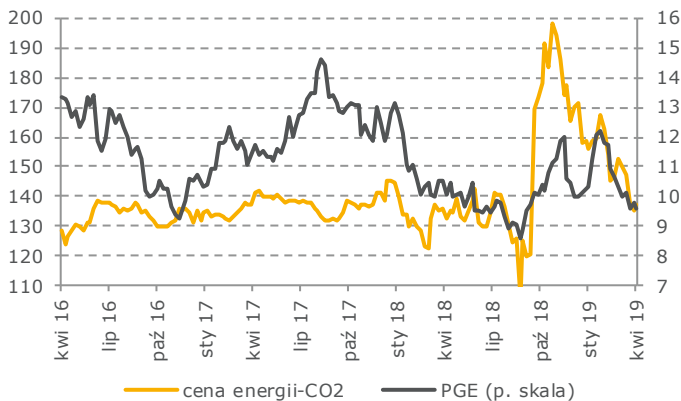
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



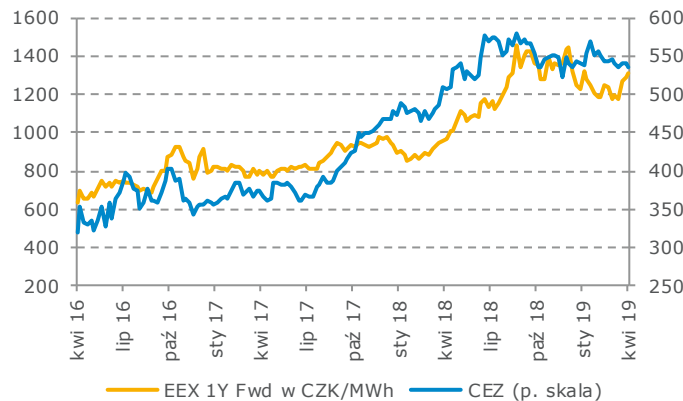
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



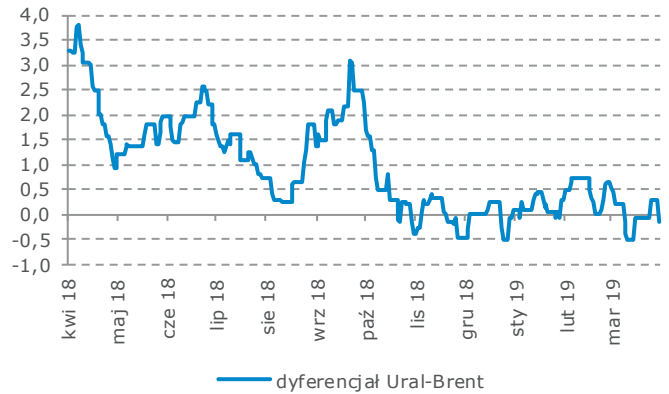
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

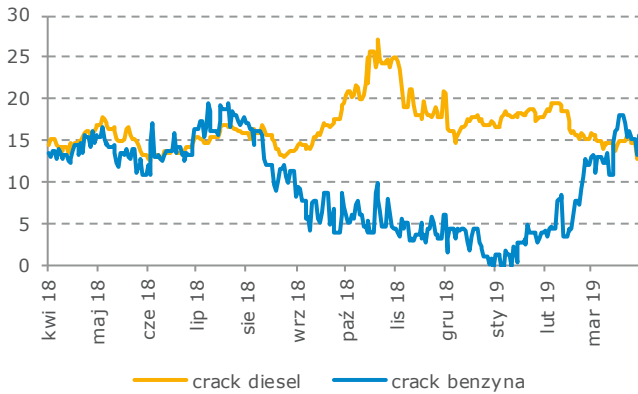
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



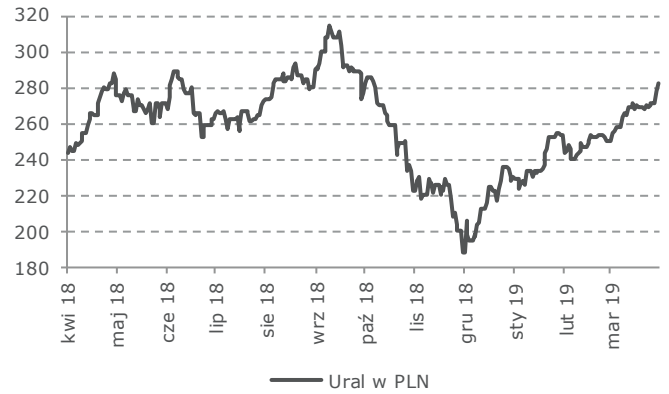
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



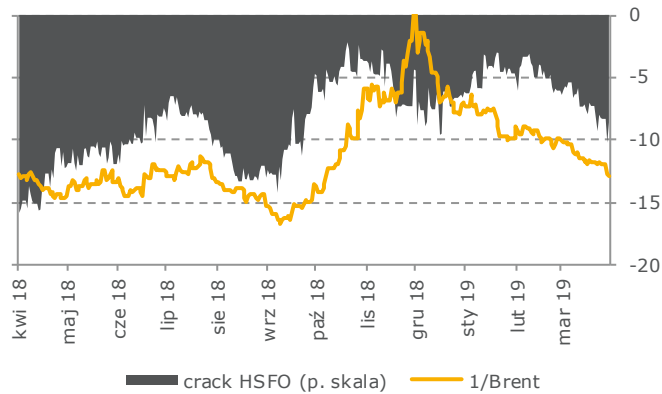
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



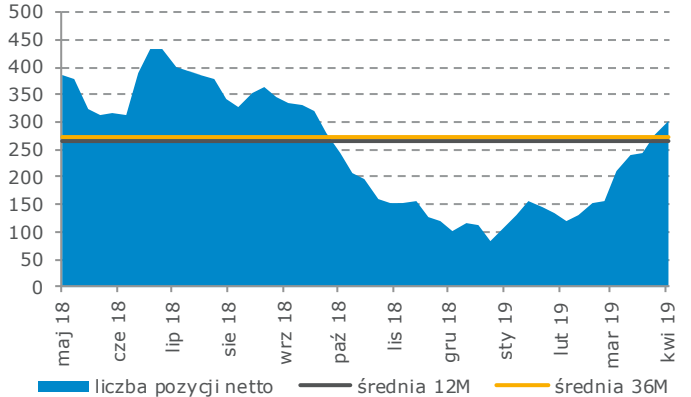
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



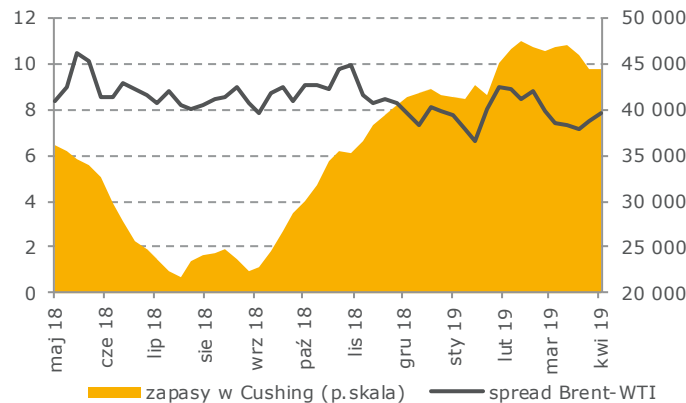
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



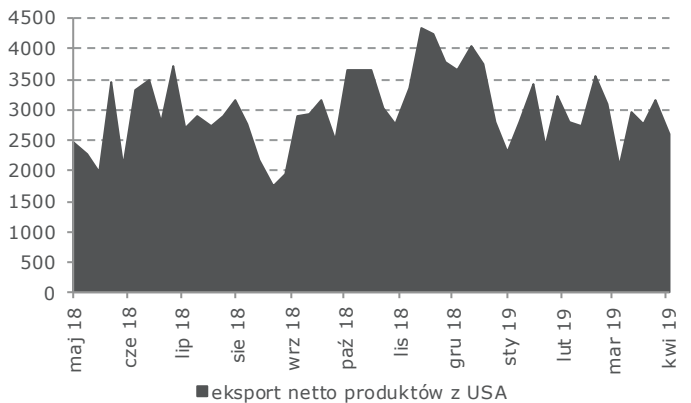
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



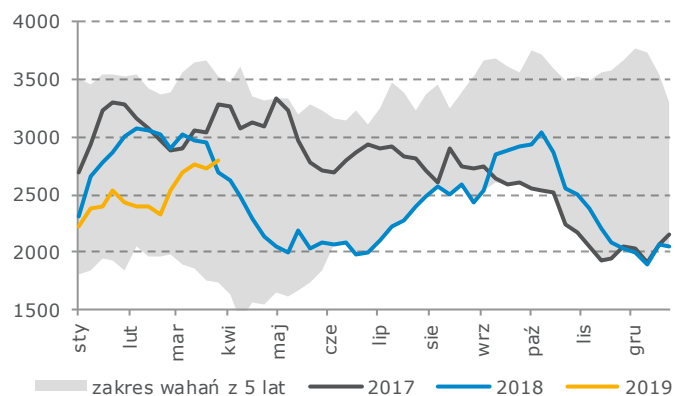
Eksport netto paliw z USA



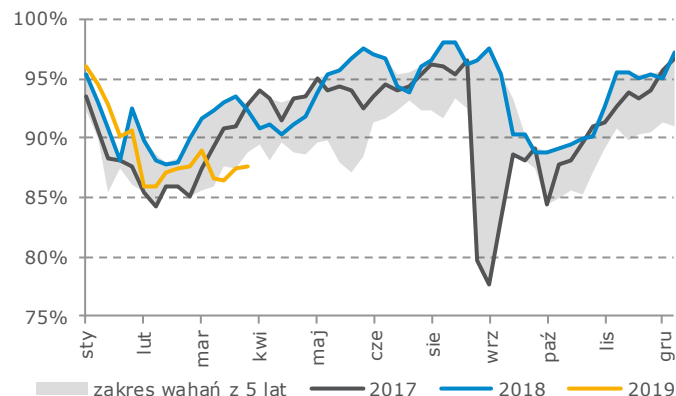
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

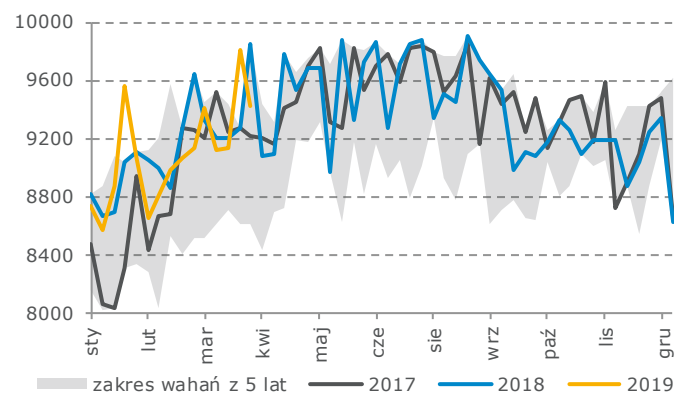
Zapasy diesla w portach ARA



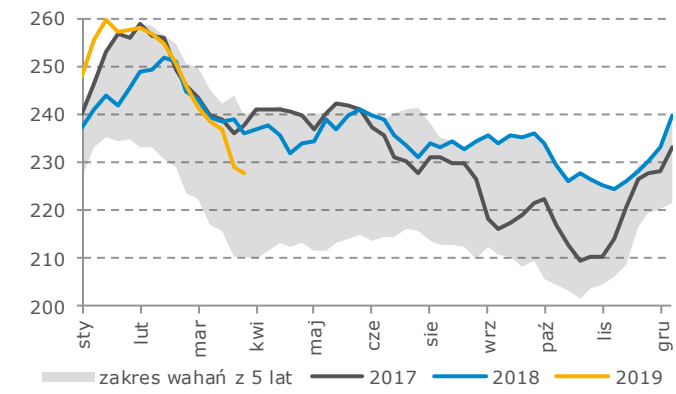
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



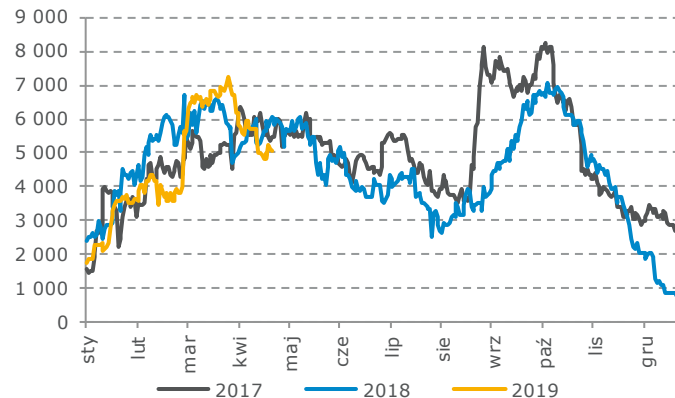
Popyt na benzynę w USA



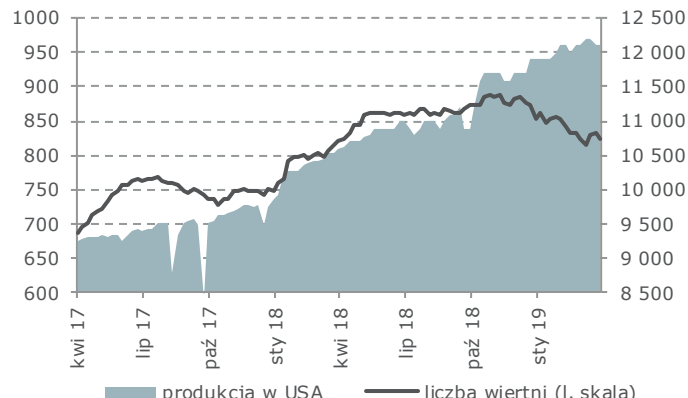
Zapasy benzyny w USA



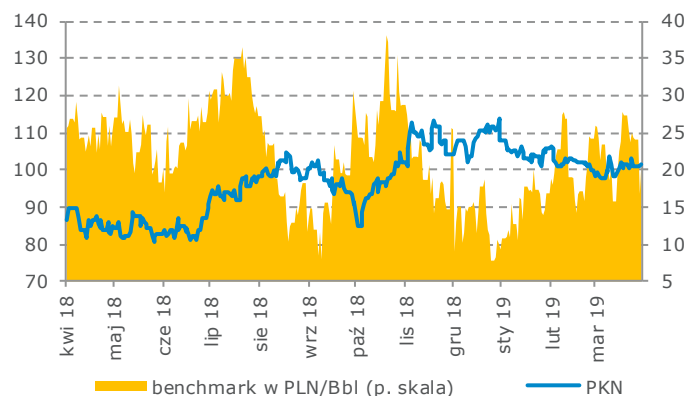
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



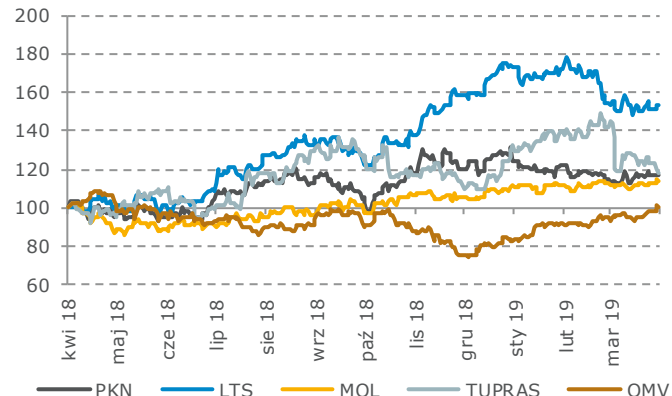
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



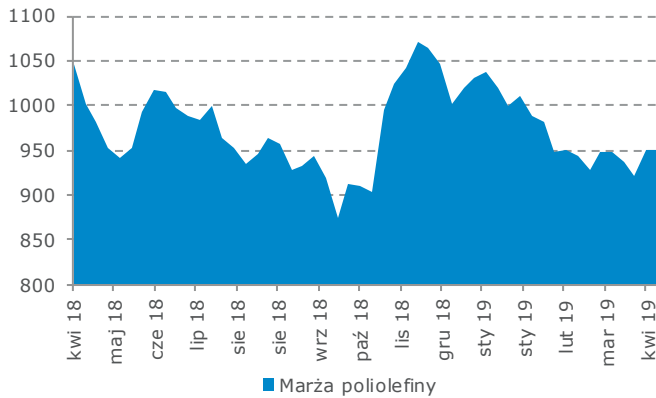
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



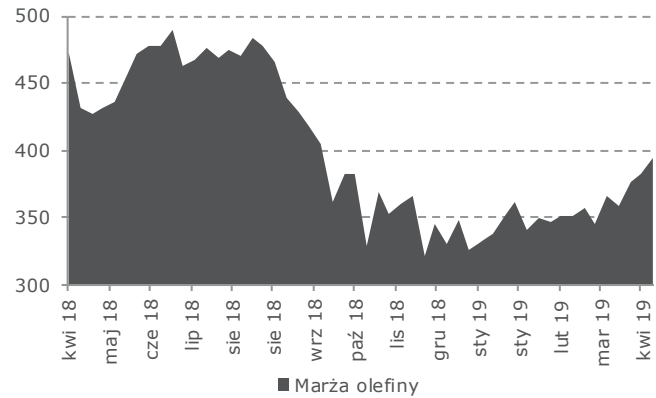
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

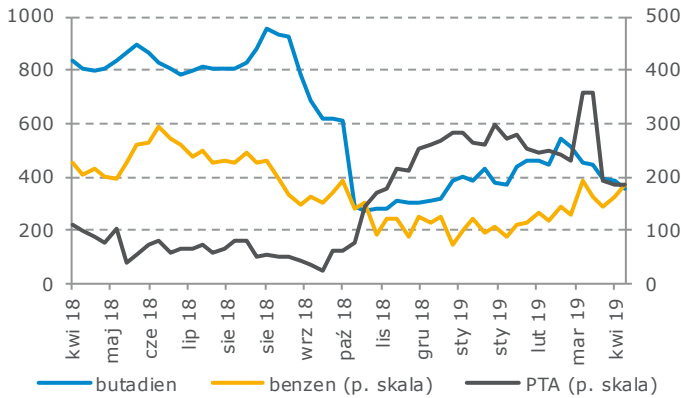
Marża petrochemiczna poliolefiny



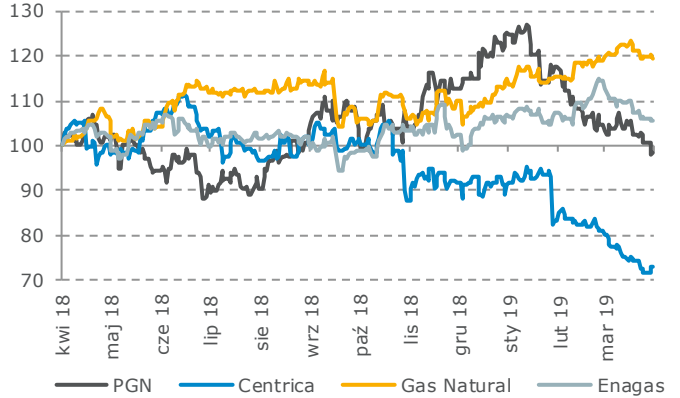
Marża petrochemiczna olefiny



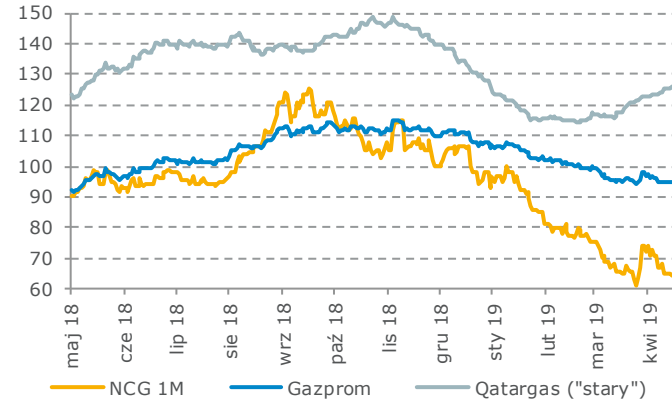
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



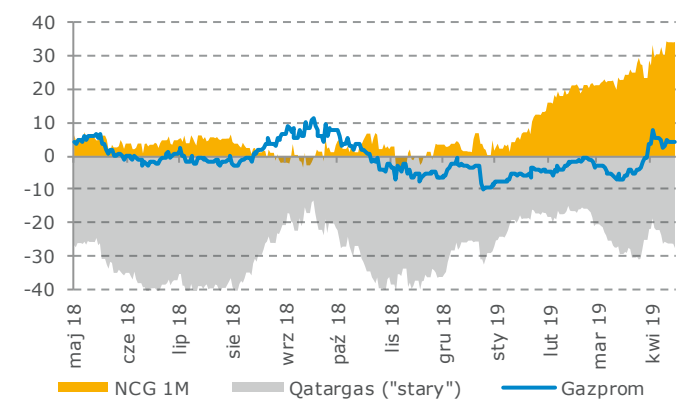
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



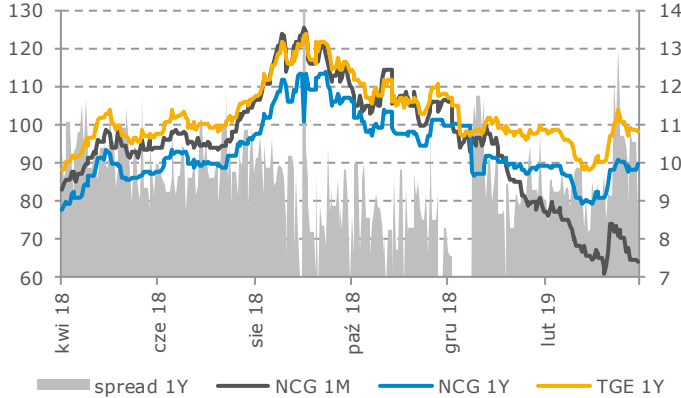
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



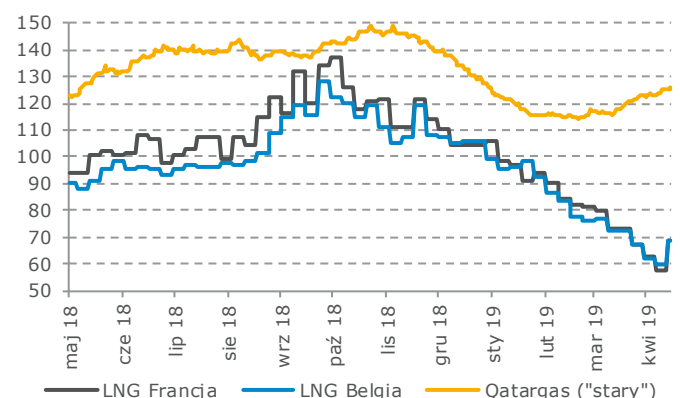
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



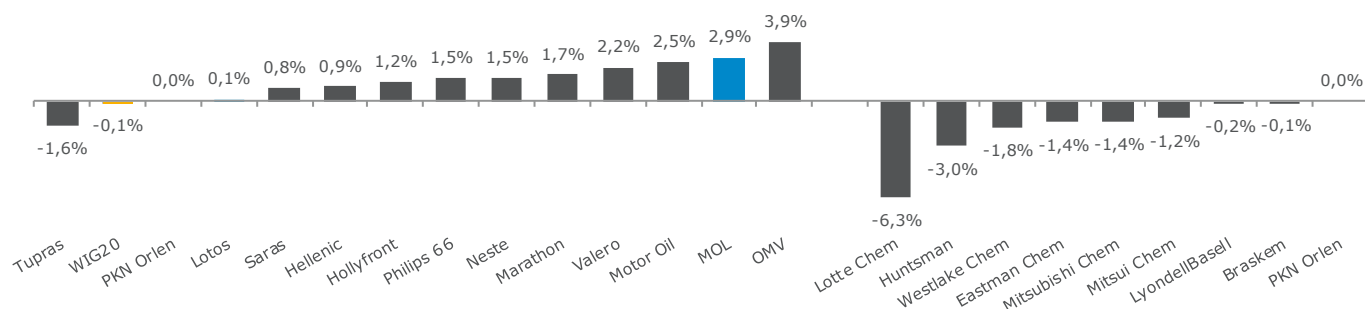
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



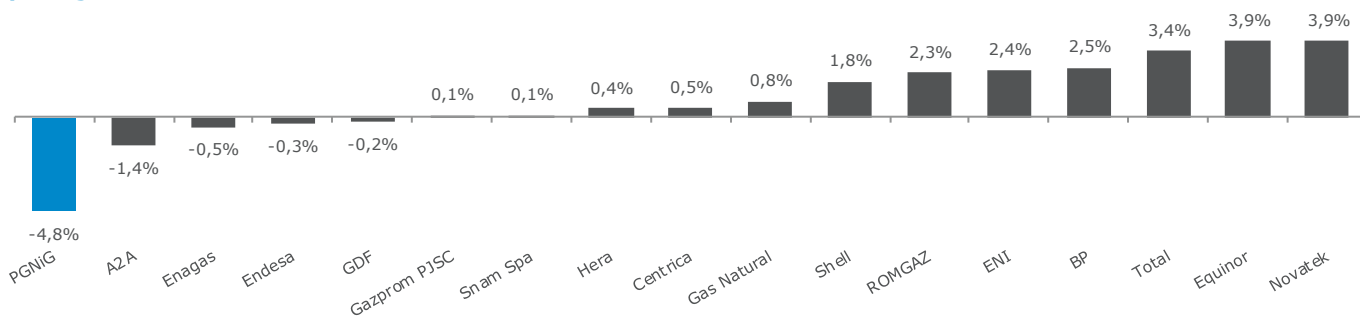
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

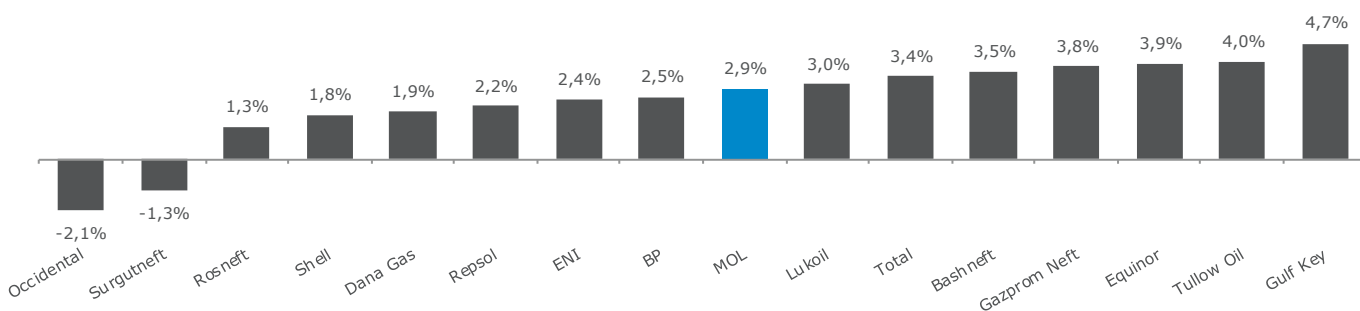
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



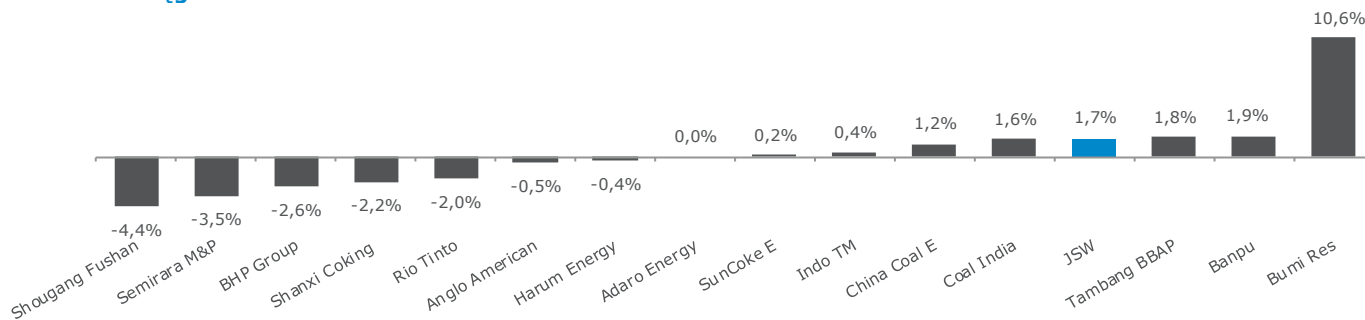
Spółki gazowe



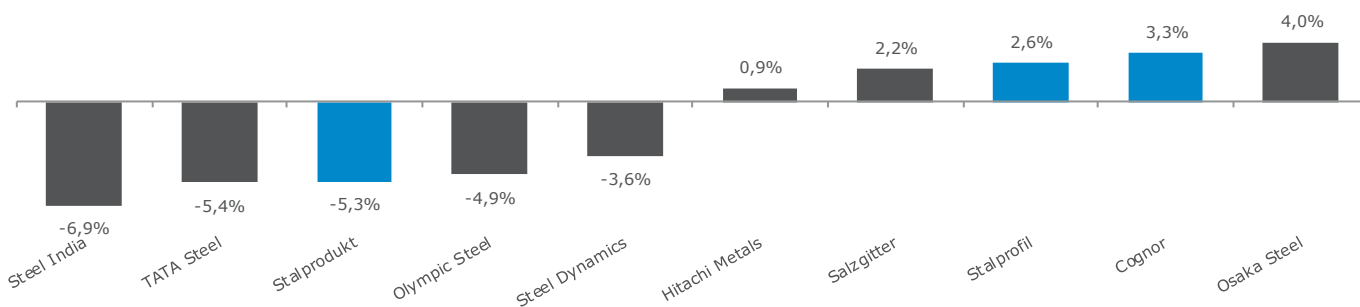
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



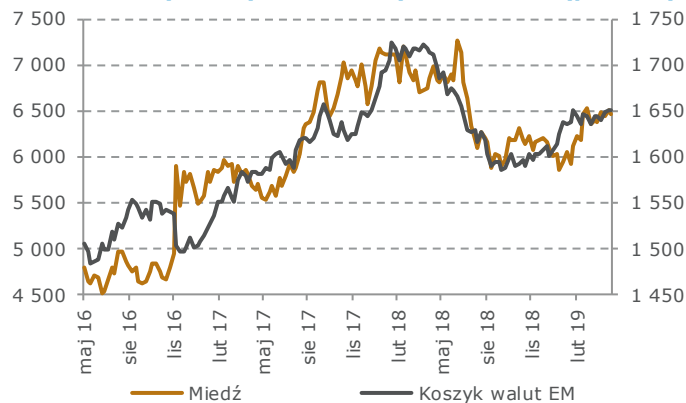
Producenci i dystrybutorzy stali



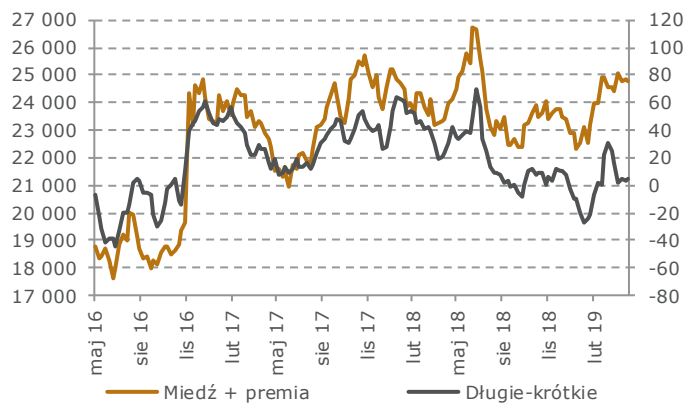
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

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



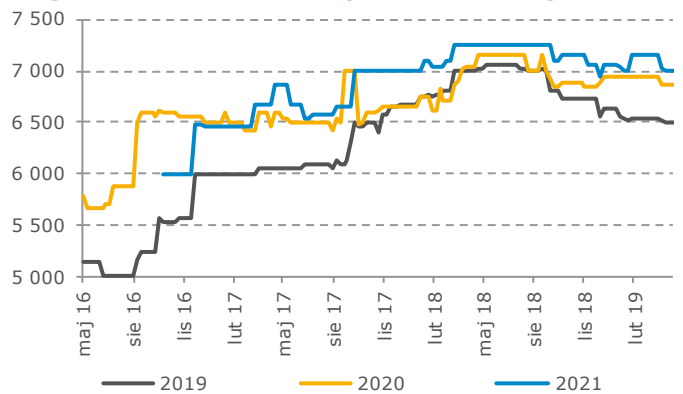
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



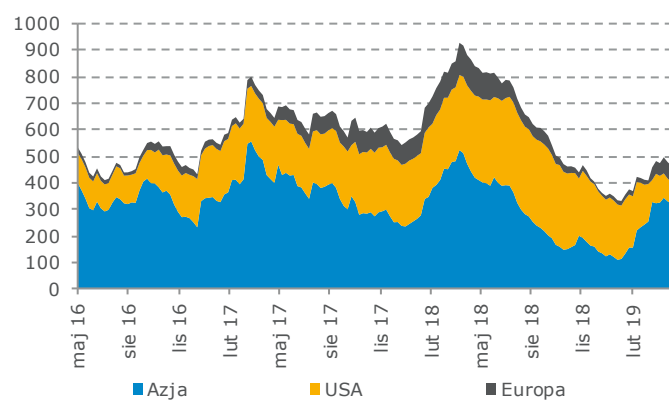
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



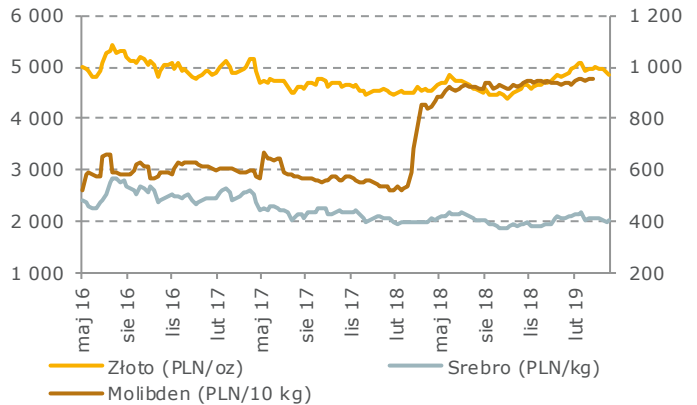
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



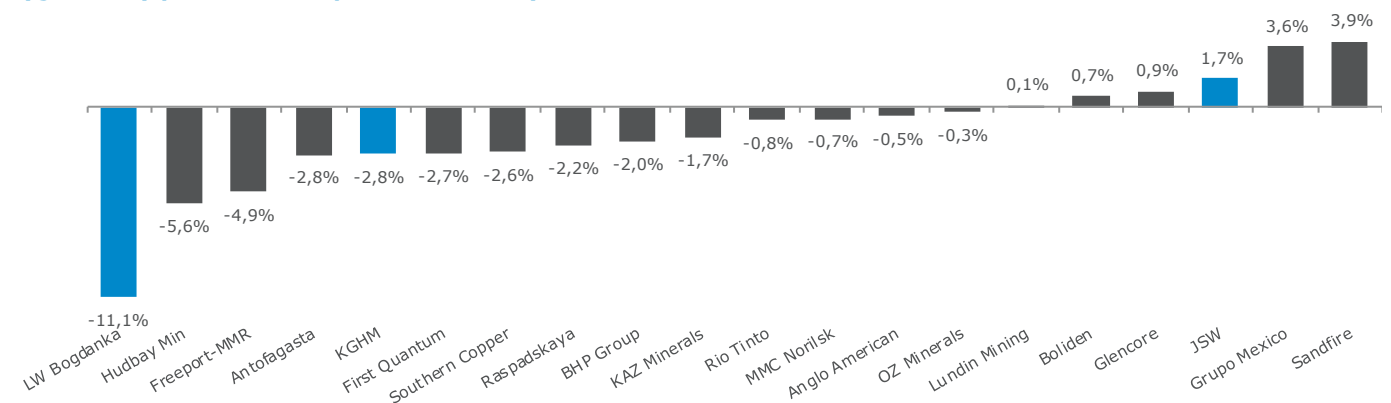
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



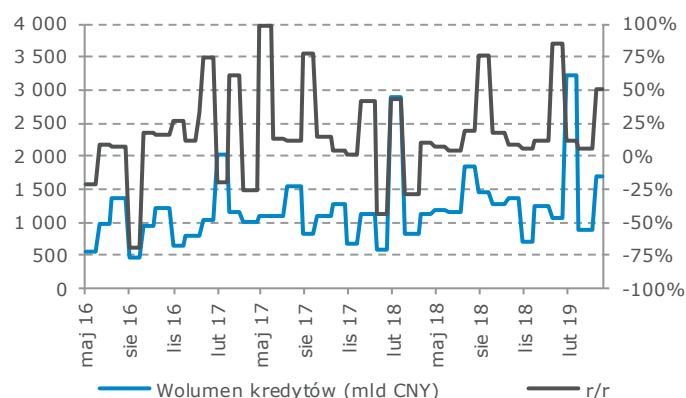
Tygodniowy performance spółek surowcowych



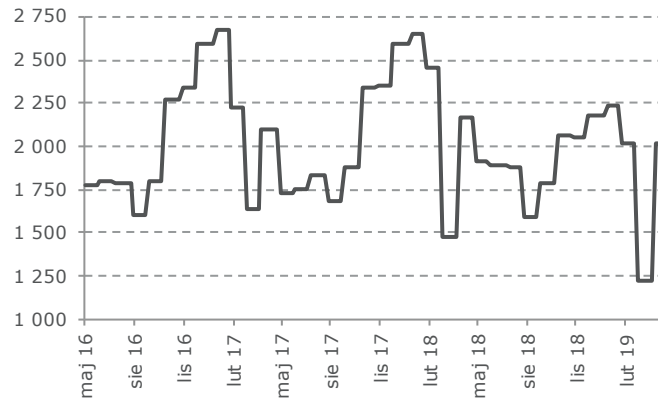
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

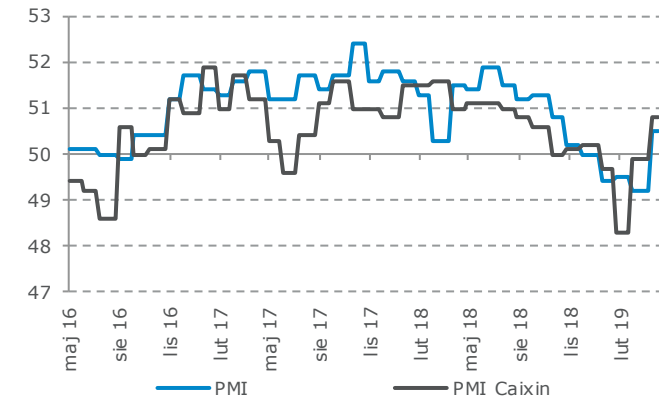
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



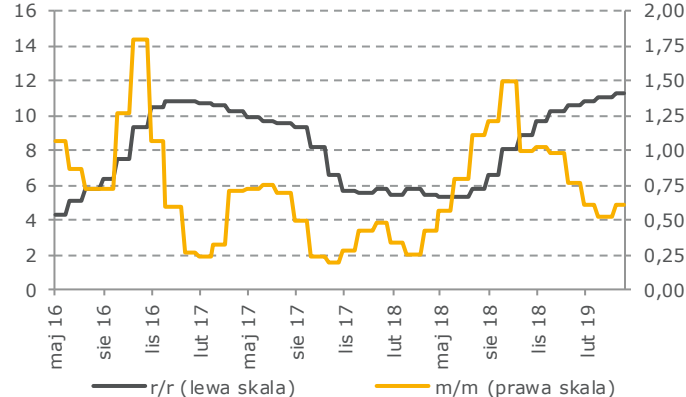
Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



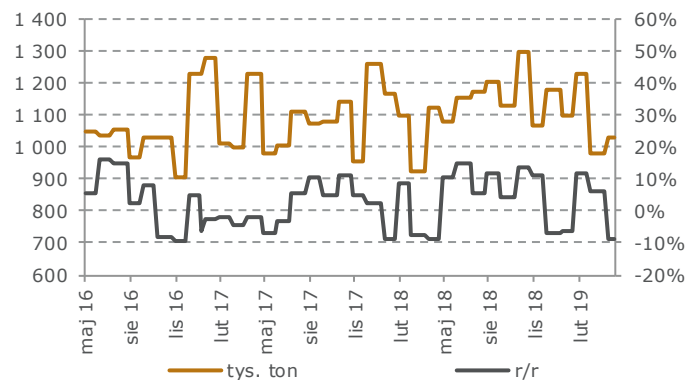
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



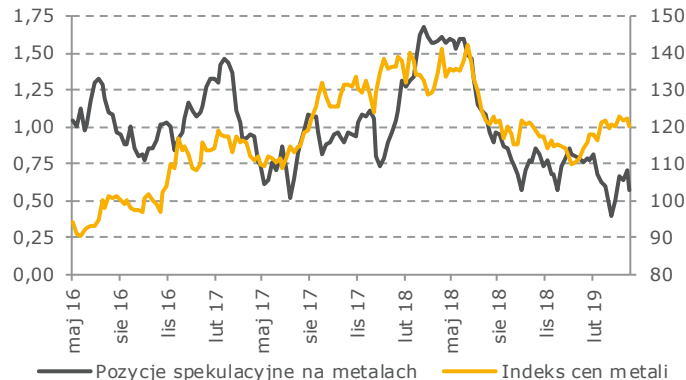
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



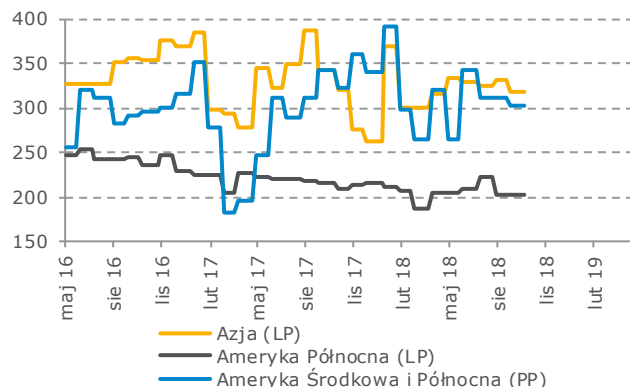
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



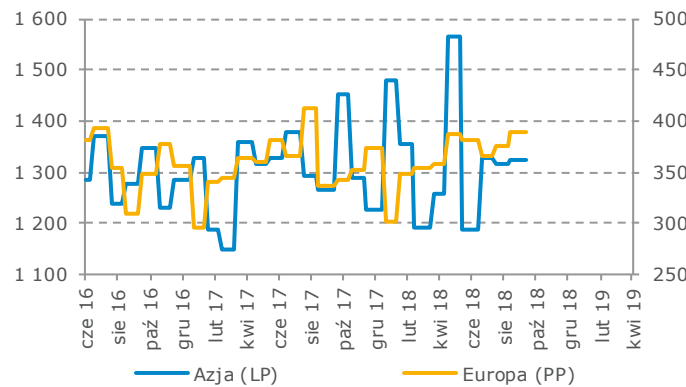
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



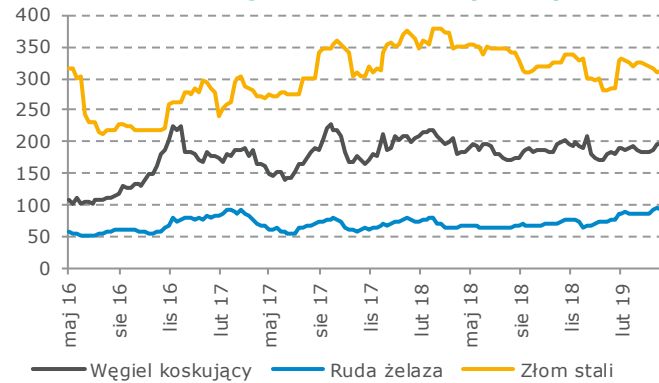
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



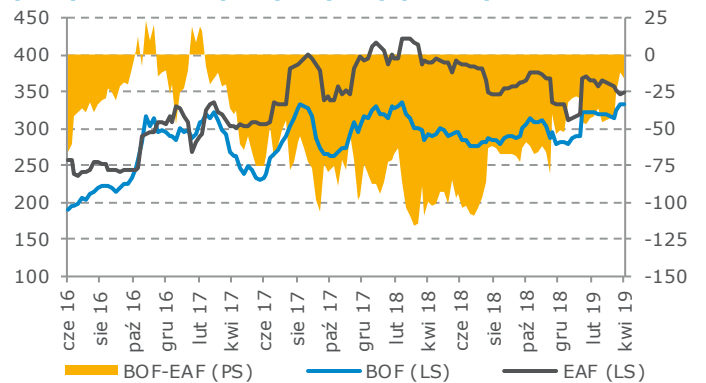
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

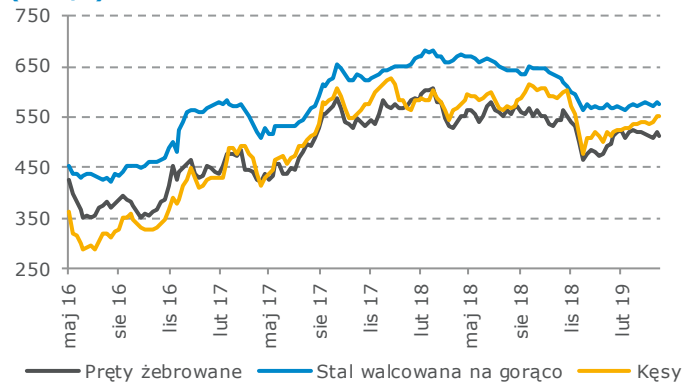
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



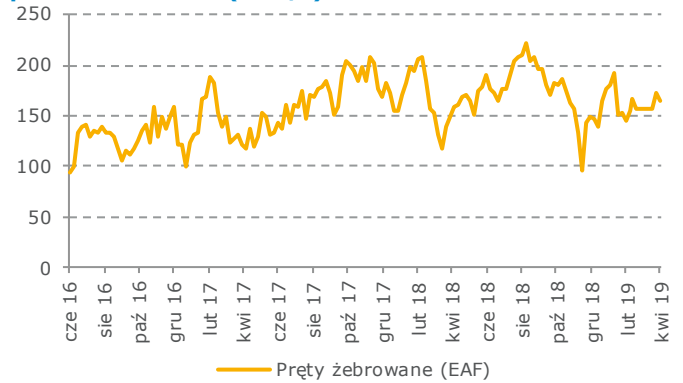
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



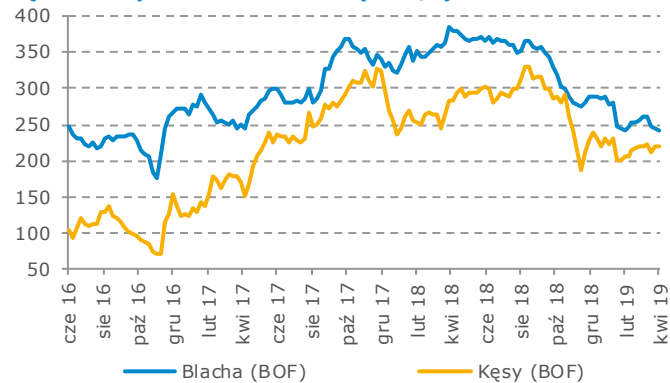
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



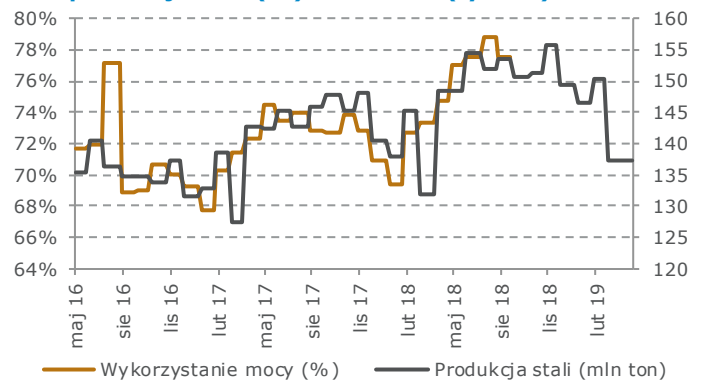
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



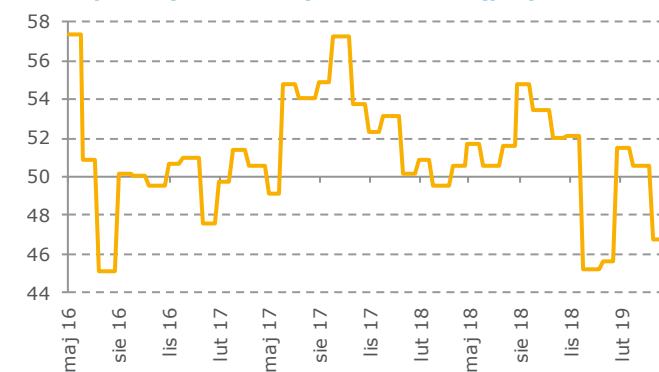
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



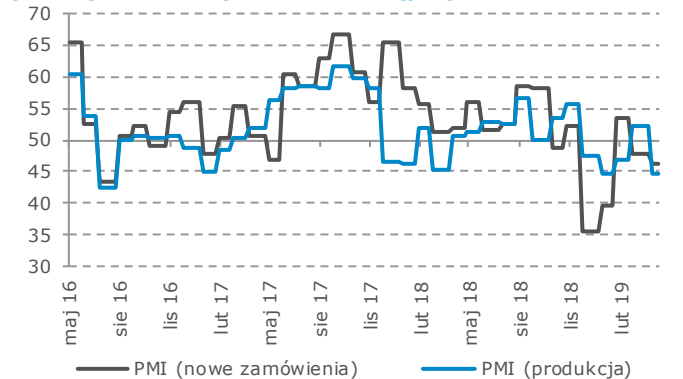
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



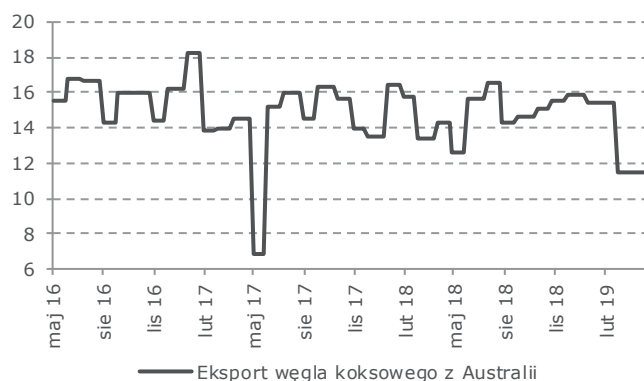
PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



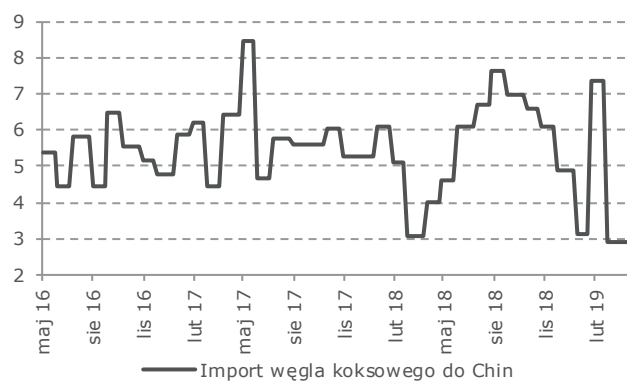
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

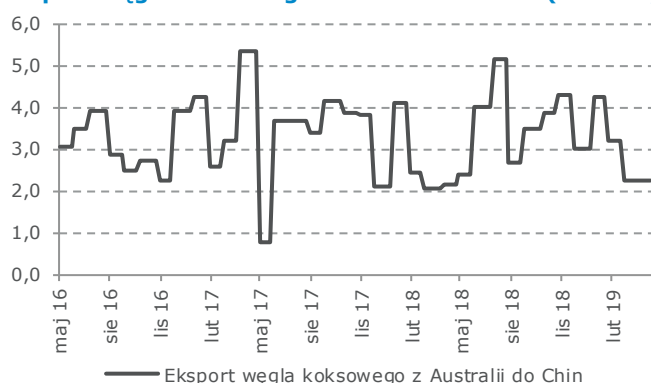
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



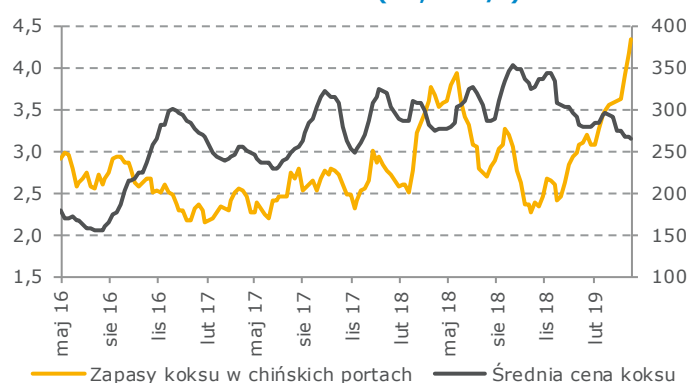
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



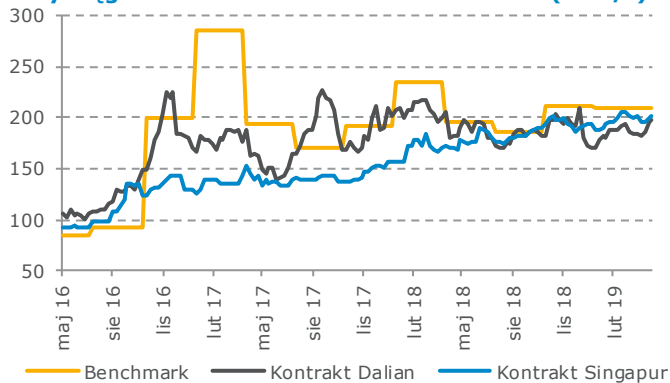
Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



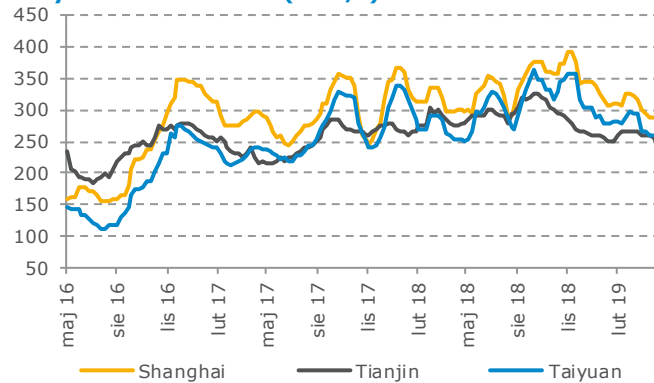
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



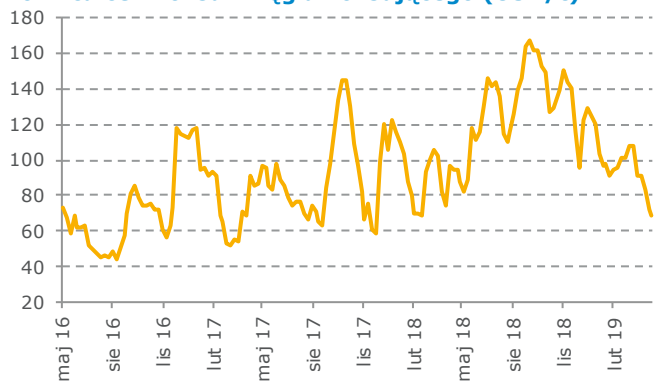
Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



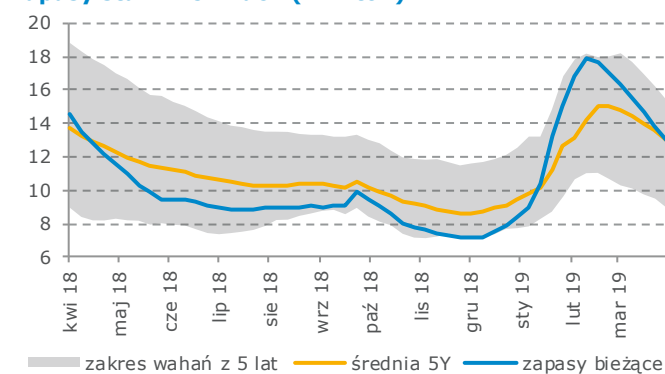
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



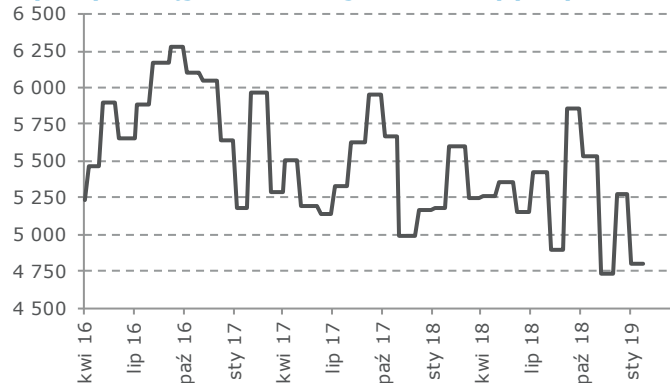
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



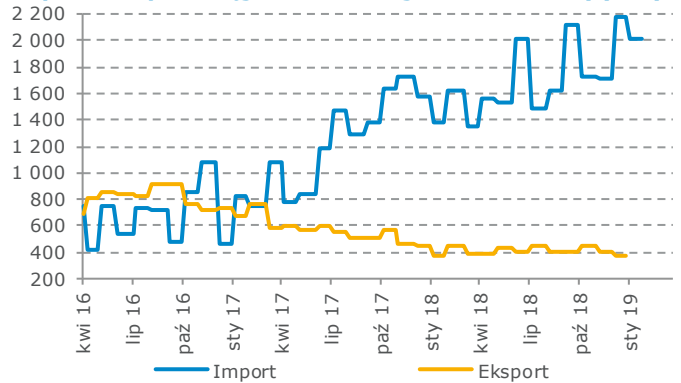
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

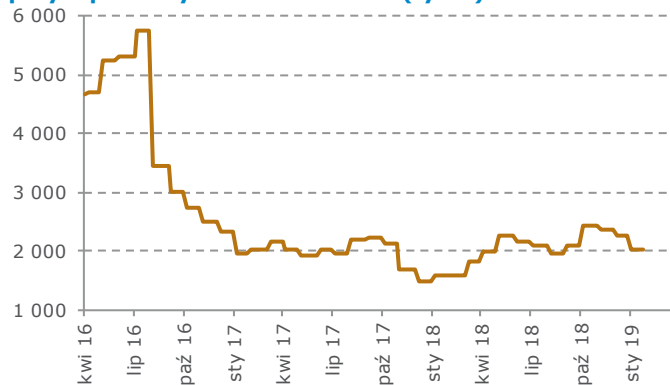
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



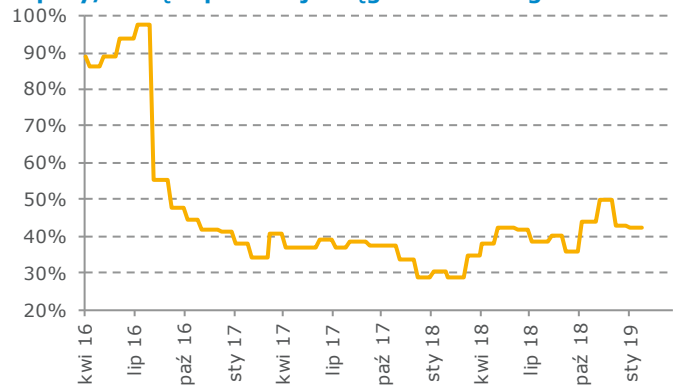
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



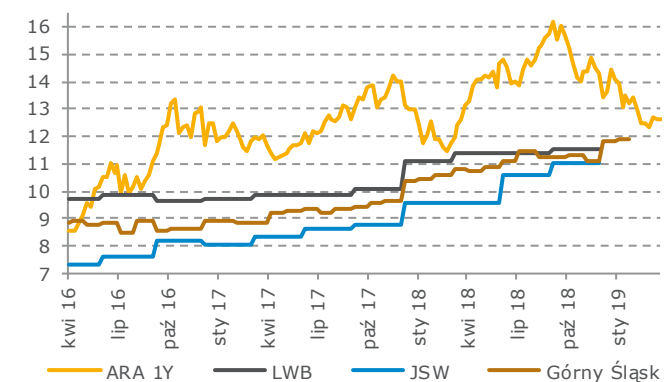
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



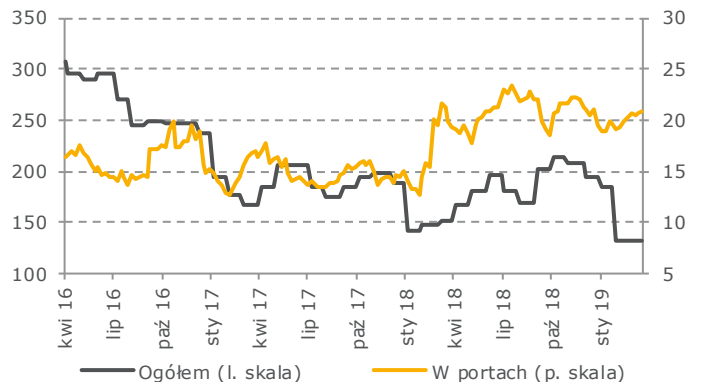
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



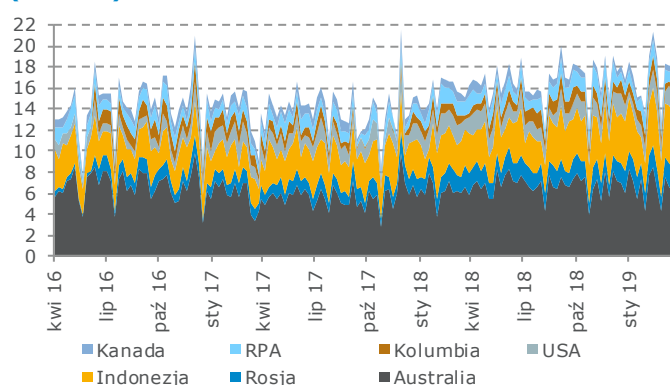
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



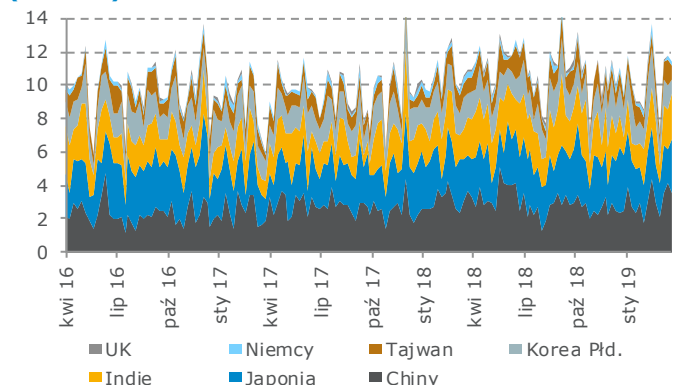
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



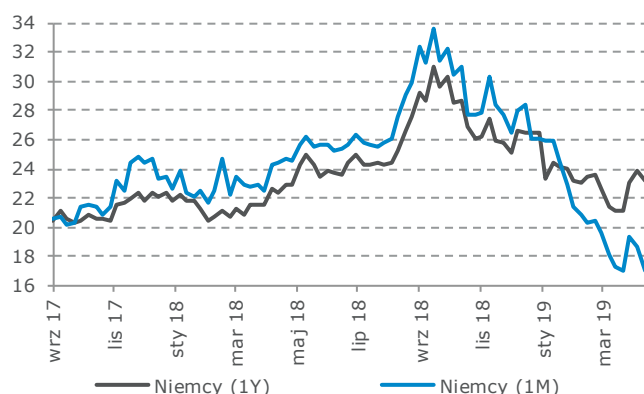
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



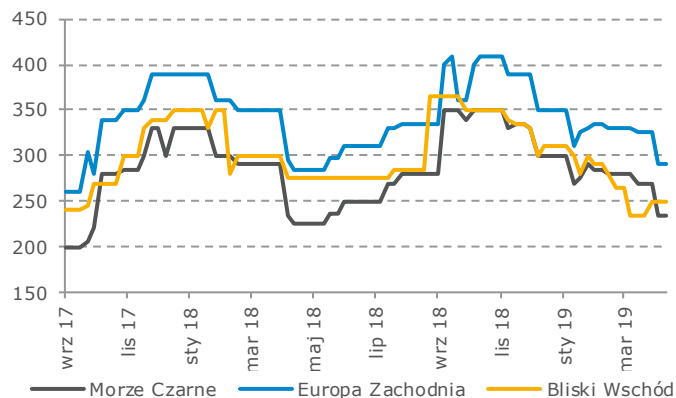
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

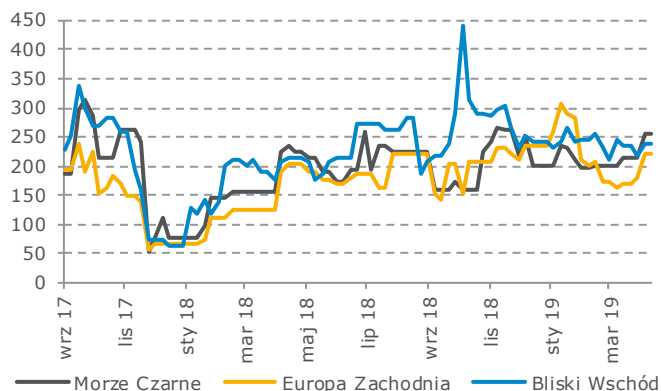
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



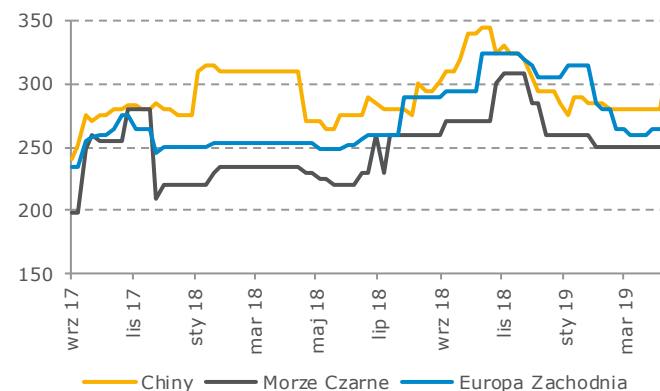
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



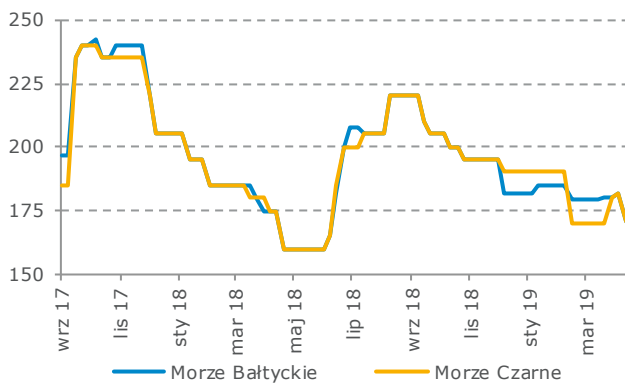
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



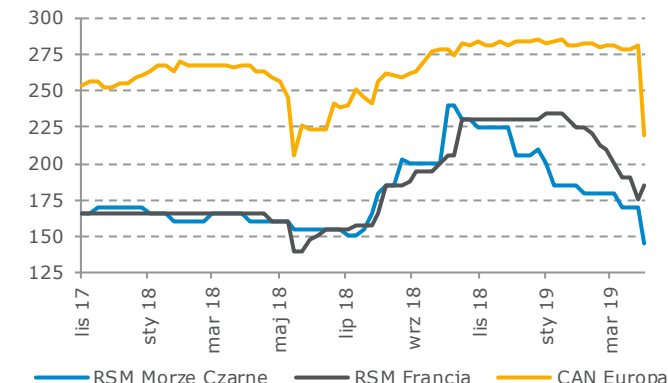
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



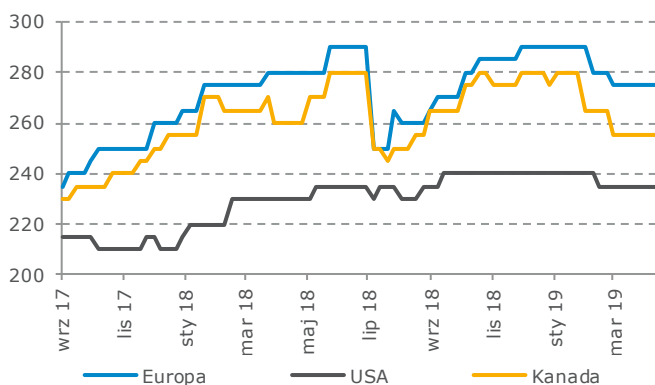
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



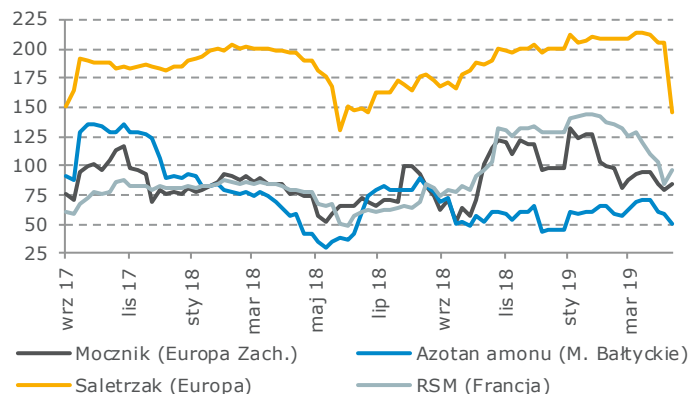
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



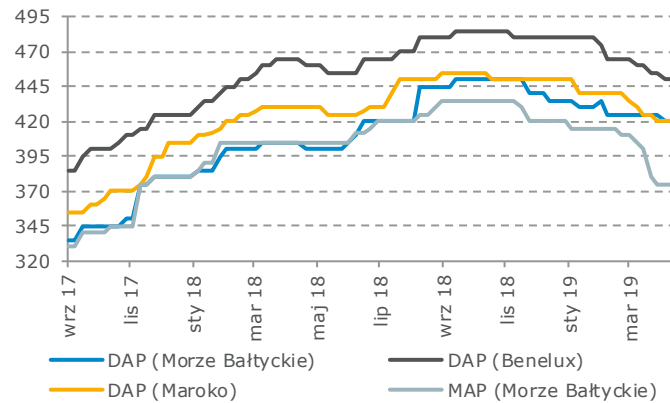
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



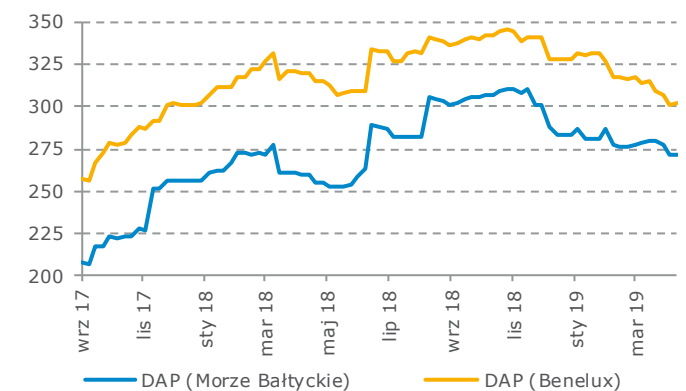
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

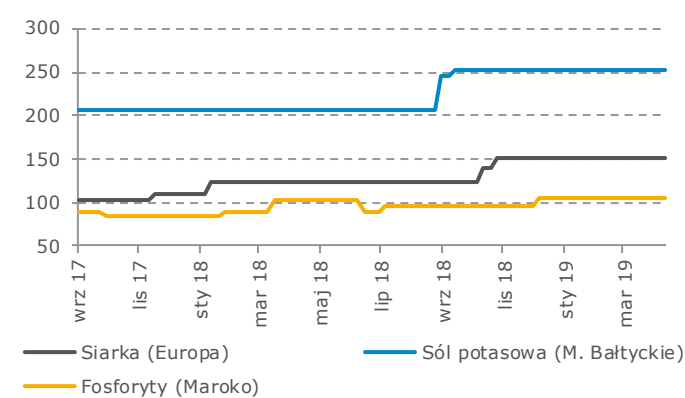
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



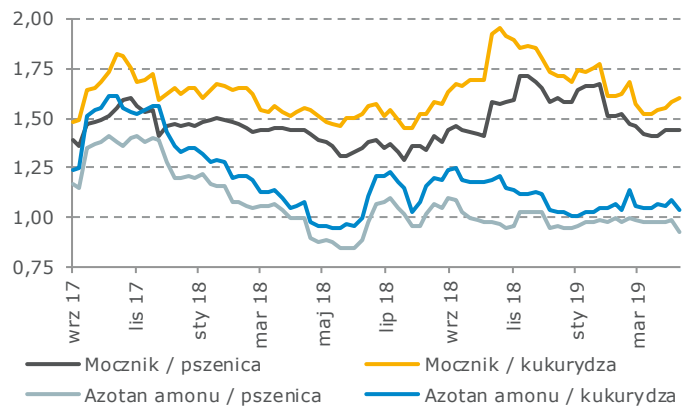
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



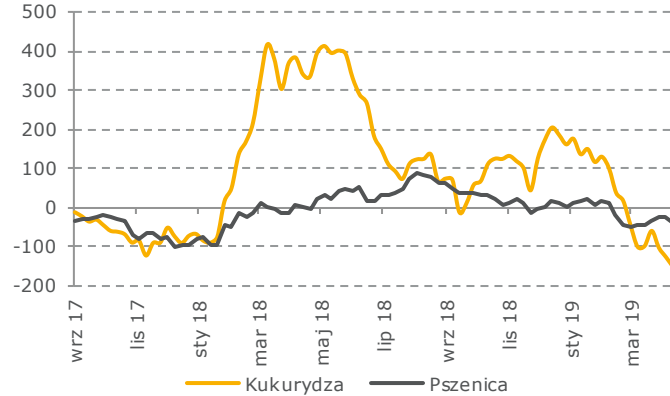
Ceny siarki, soli potasowej i fosforatów (USD/t)



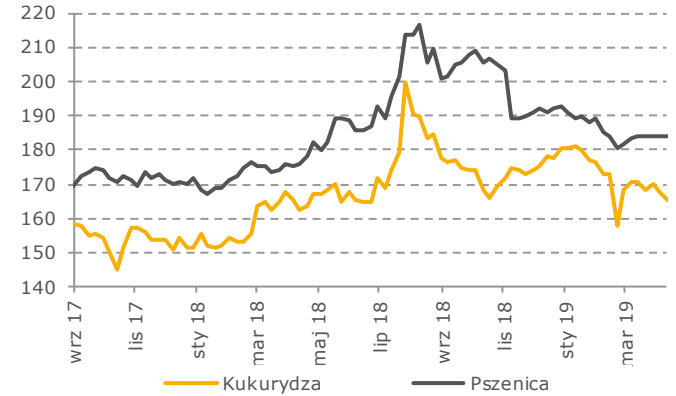
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



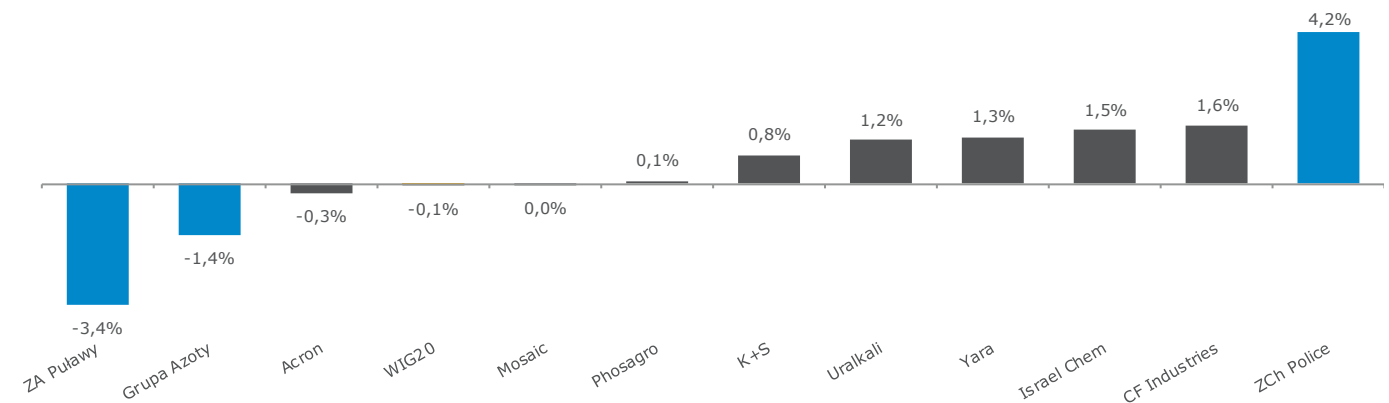
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



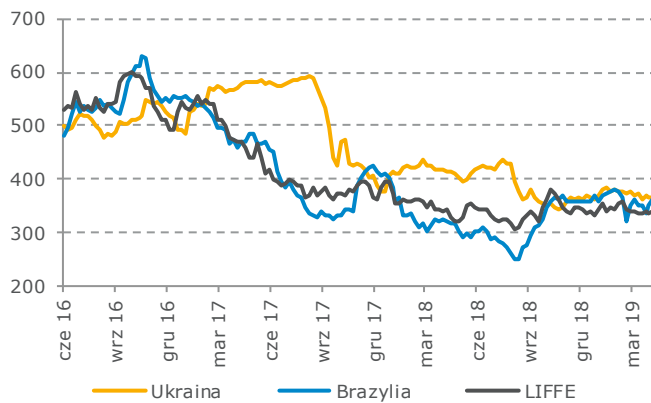
Tygodniowy performance producentów nawozów



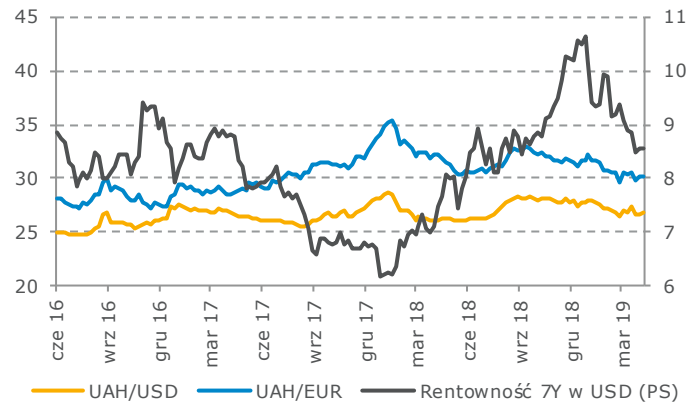
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

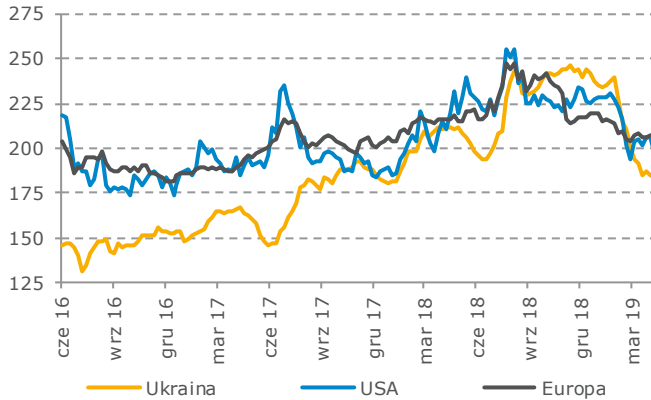
Cena cukru (USD/Mt)



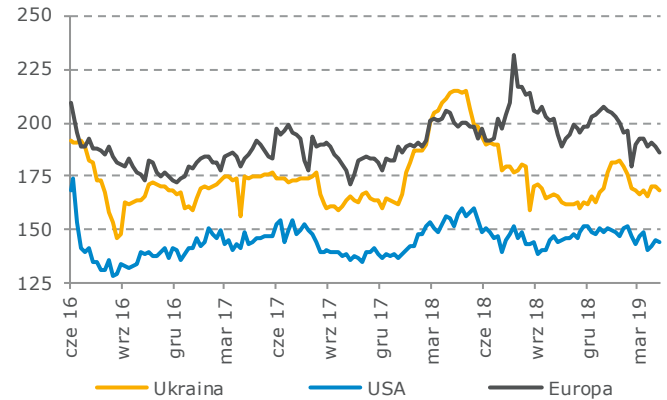
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



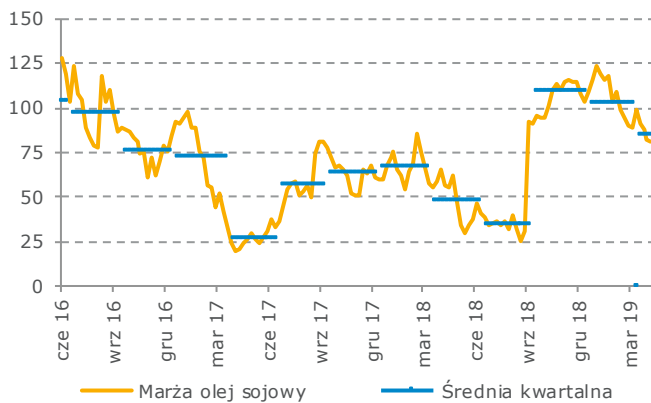
Cena pszenicy (USD/Mt)



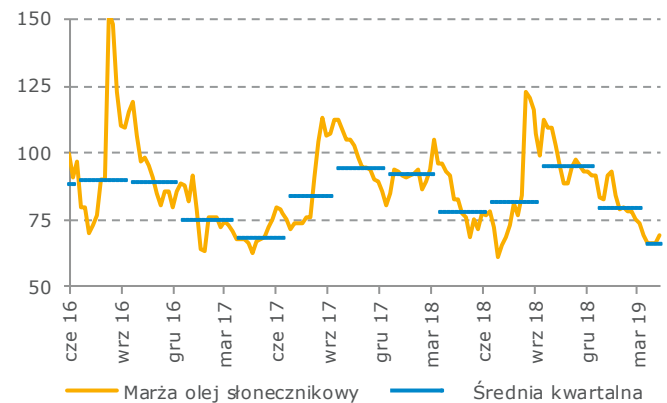
Cena kukurydzy (USD/Mt)



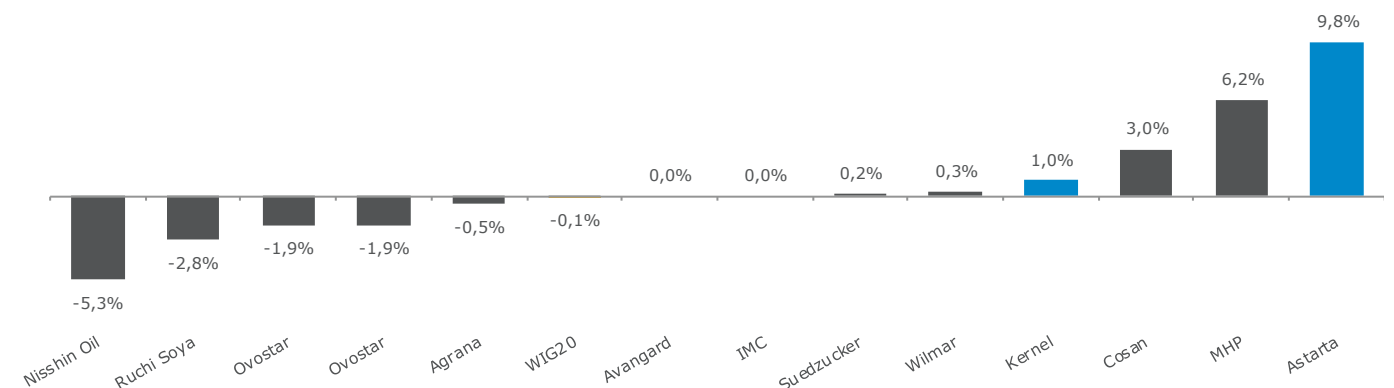
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	536,5	7,5	7,3	7,0	2,2	2,0	1,9	16,2	15,6	15,0	29%	28%	28%	4,1%	5,5%	5,8%
Enea	8,2	3,1	2,9	2,7	0,6	0,5	0,6	3,0	2,8	2,3	19%	19%	22%	0,0%	0,0%	7,3%
Energa	7,9	3,9	4,2	4,4	0,7	0,7	0,8	4,5	4,9	4,8	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,6	3,8	3,5	2,6	0,7	0,6	0,6	7,3	6,3	4,4	19%	19%	23%	0,0%	3,4%	4,0%
Tauron	1,8	3,9	3,5	3,0	0,6	0,6	0,5	2,8	2,4	2,1	16%	16%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,2	2,1	1,5	1,3	0,2	0,2	0,2	11,1	5,0	2,0	10%	15%	18%	-	6,6%	8,7%
EDF	12,7	4,4	4,0	3,8	1,0	1,0	0,9	17,4	13,3	11,9	23%	24%	25%	2,9%	3,6%	4,0%
EDP	3,4	8,6	8,2	7,9	2,0	2,0	1,8	15,3	13,9	13,2	24%	24%	23%	5,6%	5,7%	5,9%
Endesa	21,9	7,7	7,6	7,5	1,3	1,3	1,3	15,2	15,2	14,9	18%	18%	18%	6,5%	6,6%	5,9%
Enel	5,5	7,0	6,7	6,4	1,6	1,5	1,5	11,8	10,9	10,4	22%	23%	23%	5,9%	6,4%	6,8%
EOB	9,8	5,4	3,7	3,4	0,8	0,4	0,3	14,3	13,0	12,2	14%	10%	10%	4,6%	5,1%	5,6%
Fortum	18,7	13,1	12,3	12,0	4,1	3,9	3,9	14,9	13,1	12,1	31%	32%	32%	5,9%	5,9%	6,0%
Iberdola	7,8	9,8	9,1	8,6	2,6	2,5	2,4	15,5	14,3	13,6	26%	27%	28%	4,6%	4,9%	5,2%
National Grid	8,2	10,8	10,2	9,7	3,5	3,4	3,3	14,3	14,1	13,2	32%	33%	34%	5,8%	6,0%	6,1%
Red Electrica	18,3	9,3	9,4	9,4	7,2	7,3	7,2	13,6	14,2	14,5	78%	77%	77%	5,7%	5,8%	5,7%
RWE	22,9	8,3	5,2	4,5	1,1	1,0	1,0	22,0	12,2	9,6	13%	19%	21%	3,4%	4,0%	4,6%
SSE	11,3	11,5	9,5	8,9	0,8	0,7	0,7	15,8	11,6	10,3	7%	8%	8%	8,5%	7,1%	7,3%
Verbund	44,0	15,3	12,6	11,8	5,5	4,9	4,6	28,5	21,4	20,5	36%	39%	39%	1,7%	2,2%	2,4%
Mediana		7,6	7,0	6,7	1,2	1,2	1,1	14,6	13,0	12,0	21%	21%	23%	4,6%	5,3%	5,7%

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	84,74	7,0	5,9	5,0	0,6	0,6	0,6	14,4	13,0	12,1	9%	10%	11%	3,0%	2,1%	2,3%
MOL	3380,00	5,2	4,5	4,1	0,7	0,6	0,6	15,3	10,7	9,8	13%	14%	14%	4,2%	4,5%	4,7%
PKN Orlen	101,60	6,8	6,6	6,0	0,5	0,4	0,4	13,1	13,6	12,7	7%	6%	7%	3,4%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	8,51	5,8	5,0	5,5	0,5	0,4	0,4	9,8	7,6	8,3	8%	9%	7%	6,0%	5,7%	7,5%
HollyFrontier	48,59	6,0	5,1	5,6	0,6	0,6	0,6	10,3	7,9	8,8	11%	12%	11%	2,8%	2,8%	2,8%
Marathon Petroleum	61,06	6,9	5,4	5,4	0,6	0,6	0,6	11,0	6,8	7,3	9%	10%	11%	3,6%	3,9%	4,5%
Motor Oil	21,72	4,6	4,1	4,4	0,3	0,3	0,3	8,1	6,9	7,5	6%	7%	7%	6,2%	6,5%	6,8%
Neste Oil	32,97	12,1	11,6	11,1	1,7	1,7	1,7	18,1	17,5	16,7	14%	15%	15%	2,7%	2,9%	3,0%
OMV	51,00	4,1	3,8	3,7	1,0	1,0	0,9	9,9	8,7	8,3	24%	26%	26%	3,7%	4,1%	4,4%
Phillips 66	97,40	7,7	6,2	6,7	0,5	0,5	0,5	12,7	8,8	9,7	7%	8%	8%	3,5%	3,8%	3,9%
Saras	1,68	3,7	2,6	3,7	0,2	0,2	0,2	9,6	5,3	8,9	5%	7%	4%	5,3%	8,5%	6,2%
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	125,10	6,1	4,7	4,5	0,4	0,4	0,4	7,6	5,2	4,8	7%	8%	8%	11,0%	16,4%	17,6%
Valero Energy	90,28	7,4	5,3	5,7	0,4	0,4	0,3	13,5	8,1	9,2	6%	7%	6%	4,0%	4,3%	4,6%
Mediana		6,5	5,2	5,5	0,6	0,5	0,5	11,7	8,4	9,0	8%	9%	8%	3,6%	4,0%	4,5%

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	101,60	6,8	6,6	6,0	0,5	0,4	0,4	13,1	13,6	12,7	7%	6%	7%	3,4%	3,0%	3,0%
Axiall	75,56	6,4	5,5	5,5	1,4	1,3	1,2	11,5	8,9	8,6	22%	24%	23%	1,3%	1,4%	1,5%
Braskem	48,60	5,8	5,8	5,6	1,1	1,1	1,1	12,3	13,1	10,4	20%	19%	19%	4,7%	3,8%	3,9%
Eastman Chemical	83,34	7,7	7,3	7,1	1,7	1,6	1,6	9,6	8,7	8,0	22%	23%	22%	2,9%	3,1%	3,4%
Huntsman Corp	24,20	5,9	5,4	5,2	0,9	0,8	0,8	8,8	7,4	7,0	14%	15%	15%	2,8%	2,9%	3,0%
Lotte Chemicals	275 500	4,1	3,7	3,7	0,6	0,6	0,6	6,5	5,9	5,9	15%	16%	16%	3,9%	4,2%	4,2%
LyondellBasell	92,01	6,5	5,8	5,7	1,1	1,0	1,0	8,9	7,7	7,5	17%	18%	18%	4,5%	4,8%	5,1%
Mitsubishi Chemical	795,80	6,6	6,2	6,1	0,9	0,9	0,9	5,8	6,0	5,7	13%	14%	14%	5,0%	5,1%	5,3%
Mitsui Chemicals	2818,00	6,8	6,5	6,2	0,7	0,7	0,7	7,0	7,0	6,8	10%	11%	11%	3,5%	3,8%	4,1%
Westlake Chemical	75,56	6,4	5,5	5,5	1,4	1,3	1,2	11,5	8,9	8,6	22%	24%	23%	1,3%	1,4%	1,5%
Mediana		6,4	5,8	5,7	1,0	0,9	0,9	9,2	8,2	7,7	16%	17%	17%	3,5%	3,4%	3,7%

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

Wycena spółek gazowych

	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 GAZOWE																
PGNiG	5,89	4,2	3,7	3,4	0,8	0,8	0,7	9,7	8,7	8,0	19%	21%	20%	1,6%	3,1%	4,6%
A2A	1,49	6,9	6,3	6,1	1,3	1,2	1,2	14,6	12,7	12,3	19%	20%	20%	5,3%	5,4%	5,6%
BG Group	25,21	5,4	4,9	5,0	0,9	0,8	0,8	12,0	10,3	9,9	16%	17%	17%	5,8%	5,8%	5,9%
BP	5,83	5,3	4,8	4,9	0,7	0,7	0,8	13,9	11,9	11,7	14%	15%	16%	5,4%	5,6%	5,7%
Centrica	1,08	4,6	4,3	4,3	0,4	0,4	0,4	11,4	9,5	8,9	8%	8%	8%	9,2%	8,7%	8,9%
Enagas	24,82	10,7	10,2	11,1	8,6	8,6	9,0	13,9	12,7	13,8	81%	84%	81%	6,4%	6,7%	6,8%
Endesa	21,87	7,7	7,6	7,5	1,3	1,3	1,3	15,2	15,2	14,9	18%	18%	18%	6,5%	6,6%	5,9%
Engie	13,27	6,0	5,7	5,4	0,9	0,9	0,8	12,5	11,2	10,1	15%	15%	15%	5,8%	6,3%	7,0%
Eni	15,80	3,5	3,3	3,3	0,9	0,9	0,9	12,4	10,9	10,4	25%	27%	28%	5,4%	5,6%	5,7%
Equinor	202,00	3,3	2,9	2,8	1,2	1,1	1,1	12,7	11,0	10,4	36%	37%	38%	4,4%	4,7%	4,9%
Gas Natural SDG	24,89	9,3	8,9	8,8	1,7	1,7	1,6	17,5	16,1	16,0	19%	19%	19%	5,5%	5,8%	6,1%
Gazprom	162,42	2,6	2,6	2,4	0,7	0,7	0,7	3,2	3,1	2,8	28%	28%	28%	6,9%	7,6%	9,2%
Hera	3,20	7,3	7,1	7,0	1,2	1,2	1,2	16,7	16,2	15,2	17%	17%	17%	3,3%	3,4%	3,5%
NovaTek	188,40	12,9	12,1	12,2	4,5	4,2	3,9	12,5	11,9	11,1	35%	34%	32%	2,2%	2,7%	3,1%
ROMGAZ	33,95	5,5	4,9	4,6	2,5	2,4	2,2	10,3	9,4	8,7	46%	48%	47%	9,2%	9,6%	9,4%
Shell	29,07	5,4	4,9	4,9	0,9	0,8	0,8	12,0	10,3	9,9	16%	17%	17%	5,8%	5,8%	5,9%
Snam	4,50	12,5	12,2	11,9	10,1	9,9	9,6	14,5	14,1	13,5	81%	81%	81%	5,3%	5,6%	5,8%
Total	51,22	4,9	4,5	4,6	0,9	0,8	0,9	10,7	9,5	9,3	17%	19%	19%	5,2%	5,4%	5,5%
Mediana		5,4	4,9	5,0	1,0	1,0	1,0	12,5	11,1	10,4	19%	19%	19%	5,5%	5,7%	5,8%

Wycena spółek wydobywczych

	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 WYDOBYWCZE																
MOL	3380,00	5,0	4,6	4,7	0,7	0,7	0,7	9,1	7,8	8,0	14%	15%	14%	3,7%	4,0%	4,5%
Bashneft	2059,00	2,0	1,8	1,7	0,5	0,5	0,4	3,1	3,0	2,5	24%	26%	25%	13,9%	10,9%	11,8%
BP	5,83	5,3	4,8	4,9	0,7	0,7	0,8	13,9	11,9	11,7	14%	15%	16%	5,4%	5,6%	5,7%
Dana Gas	1,05	8,7	8,4	6,3	5,0	4,9	4,8	31,8	22,8	13,0	58%	58%	76%	5,4%	5,4%	5,2%
Eni	15,80	3,5	3,3	3,3	0,9	0,9	0,9	12,4	10,9	10,4	25%	27%	28%	5,4%	5,6%	5,7%
Equinor	202,00	3,3	2,9	2,8	1,2	1,1	1,1	12,7	11,0	10,4	36%	37%	38%	4,4%	4,7%	4,9%
Gazprom Neft	361,45	4,0	4,0	3,8	0,9	0,9	0,9	4,6	4,6	4,1	23%	23%	24%	8,2%	8,6%	9,9%
Gulf Keystone	2,67	3,9	2,2	1,8	2,4	1,5	1,2	11,7	5,1	3,9	61%	68%	71%	-	-	10,7%
Lukoil	5780,00	3,9	3,8	3,6	0,6	0,6	0,6	6,9	6,5	6,3	15%	15%	16%	4,4%	4,8%	5,3%
Occidental Petroleum	62,36	6,5	6,1	6,1	3,4	3,4	3,1	16,7	16,1	16,2	52%	55%	50%	5,0%	5,1%	5,1%
Repsol	15,19	4,2	3,8	3,8	0,6	0,6	0,6	9,1	8,0	8,2	15%	16%	16%	6,4%	6,6%	6,8%
Rosneft Oil	441,00	4,0	3,8	3,5	1,0	0,9	0,9	6,4	5,2	4,8	25%	25%	26%	6,9%	8,7%	9,7%
Shell	29,07	5,4	4,9	4,9	0,9	0,8	0,8	12,0	10,3	9,9	16%	17%	17%	5,8%	5,8%	5,9%
Surgutneftegas	39,40	-	-	-	-	-	-	5,5	4,0	4,0	-	-	-	8,8%	5,9%	6,0%
Total	51,22	4,9	4,5	4,6	0,9	0,8	0,9	10,7	9,5	9,3	17%	19%	19%	5,2%	5,4%	5,5%
Tullow Oil	2,50	5,1	5,3	5,5	3,9	3,9	4,0	11,4	11,6	13,2	76%	73%	74%	2,2%	2,3%	2,6%
Mediana		4,2	4,0	3,8	0,9	0,9	0,9	11,0	8,7	8,8	24%	25%	25%	5,4%	5,6%	5,7%

Wycena spółek surowcowych

	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
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	60,05	2,0	3,2	3,9	0,5	0,5	0,6	6,7	17,7	41,4	23%	17%	15%	2,8%	3,0%	2,8%
KGHM	107,75	4,8	4,5	4,5	1,1	1,0	1,0	8,6	8,5	9,3	24%	23%	23%	0,9%	2,3%	3,5%
LW Bogdanka*	40,00	1,8	1,7	1,6	0,6	0,6	0,5	6,8	6,0	5,6	33%	33%	33%	4,4%	7,5%	7,0%
Anglo American	21,65	4,5	4,9	5,2	1,6	1,6	1,6	9,6	10,9	11,5	36%	33%	31%	4,5%	4,1%	4,1%
Antofagasta	9,75	5,9	5,8	5,3	2,9	2,9	2,7	17,8	17,6	14,6	50%	49%	52%	2,7%	2,9%	3,2%
BHP Group	18,71	6,2	6,1	6,5	3,3	3,3	3,4	12,8	12,1	13,4	54%	54%	52%	8,4%	5,9%	5,1%
Freeport-McMoRan	13,46	9,3	7,3	4,7	2,3	2,1	1,8	28,2	14,8	7,5	24%	29%	38%	1,5%	2,8%	3,7%
Glencore	3,37	6,1	5,7	5,6	0,4	0,4	0,4	12,3	10,7	9,8	7%	7%	7%	4,7%	5,3%	5,7%
Grupo Mexico	58,52	6,0	5,6	5,0	2,8	2,6	2,4	12,4	11,1	9,6	47%	47%	49%	5,2%	6,1%	6,5%
Kazakhmys	7,07	5,2	5,1	4,9	2,9	2,8	2,7	8,2	7,8	7,1	55%	55%	55%	1,3%	1,6%	1,6%
Rio Tinto	46,37	5,4	5,9	6,0	2,6	2,7	2,7	10,2	11,4	12,1	48%	46%	45%	6,3%	5,4%	5,1%
Southern CC	40,19	9,2	8,4	7,8	4,7	4,4	4,1	17,2	15,4	13,9	51%	52%	53%	3,1%	4,9%	5,2%
Mediana		5,6	5,6	5,1	2,4	2,4	2,1	11,2	11,2	10,7	41%	40%	42%	3,7%	4,5%	4,6%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	342,00	9,1	8,6	8,4	1,4	1,3	1,3	13,6	12,9	12,4	15%	15%	15%	6,1%	5,2%	7,0%
Alcoa	28,53	3,7	3,5	3,6	0,7	0,7	0,7	28,2	11,6	11,4	19%	19%	18%	-	0,2%	0,3%
Constellium	9,41	5,8	5,3	4,9	0,5	0,5	0,5	8,3	6,4	5,4	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	107,71	9,0	8,6	8,2	1,2	1,2	1,2	15,2	14,2	13,4	14%	14%	14%	2,2%	2,3%	2,4%
Norsk Hydro	39,09	6,5	4,9	4,6	0,6	0,6	0,6	18,2	10,9	10,1	9%	12%	12%	3,3%	3,9%	4,3%
Rusal	3,55	8,8	7,2	7,0	1,4	1,4	1,3	4,0	3,5	3,4	16%	19%	18%	3,8%	5,9%	6,4%
Mediana		7,6	6,2	6,0	1,0	0,9	0,9	14,4	11,3	10,8	15%	15%	15%	3,5%	3,9%	4,3%

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	41,20	6,7	8,1	8,7	0,6	0,7	0,8	18,0	28,5	25,7	9%	9%	9%	0,0%	1,1%	1,1%
ZA Police*	14,80	5,1	4,8	4,8	0,5	0,5	0,5	8,9	7,7	-	10%	11%	11%	1,7%	1,7%	-
Acron	4548,00	7,3	7,1	6,7	2,4	2,3	2,1	9,1	8,6	8,0	33%	32%	32%	7,3%	7,6%	8,8%
CF Industries	44,57	9,6	8,7	8,3	3,5	3,3	3,4	20,8	15,3	13,1	36%	38%	41%	2,7%	2,7%	2,7%
Israel Chemicals	19,71	8,1	7,6	7,5	1,7	1,6	1,6	14,2	12,8	12,4	21%	21%	21%	3,5%	3,8%	4,0%
K+S	18,49	8,4	7,2	6,6	1,6	1,5	1,5	15,5	11,5	9,7	19%	21%	23%	2,4%	3,3%	3,8%
Phosagro	2389,00	6,0	5,7	5,3	1,9	1,8	1,6	9,1	9,2	7,4	31%	32%	31%	5,7%	5,5%	8,7%
The Mosaic Company	26,83	6,5	5,9	5,7	1,4	1,4	1,3	12,0	10,3	9,4	22%	23%	24%	0,8%	0,9%	1,0%
Yara International	372,80	8,3	7,0	6,4	1,2	1,1	1,1	14,1	11,0	10,1	15%	16%	17%	2,6%	23,5%	4,2%
Mediana		7,3	7,1	6,6	1,6	1,5	1,5	14,1	11,0	9,9	21%	21%	23%	2,6%	3,3%	3,9%

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*	29,00	5,4	4,4	3,3	1,1	1,0	0,9	4,5	3,9	2,6	20%	23%	28%	-	-	100%+
IMC*	14,05	4,0	-	-	1,2	-	-	5,6	-	-	31%	-	-	11,1%	-	-
Kemel	54,00	5,7	4,9	4,1	0,6	0,4	0,4	6,5	5,6	4,7	10%	9%	9%	1,7%	6,4%	10,3%
Ovostar*	105,00	4,9	-	-	1,3	-	-	5,4	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	18,80	9,8	8,4	6,4	0,6	0,6	0,6	33,2	21,3	13,2	6%	7%	9%	4,3%	5,1%	5,6%
Bunge Limited	51,25	8,7	7,9	7,2	0,3	0,3	0,3	18,5	13,2	10,9	3%	3%	4%	4,0%	4,2%	4,8%
Cosan	47,32	4,9	4,5	4,2	0,4	0,4	0,4	12,4	10,9	10,2	9%	9%	9%	3,7%	4,9%	4,6%
MHP	11,20	4,7	4,3	3,9	1,4	1,3	1,2	6,1	4,9	4,6	29%	31%	31%	6,7%	6,7%	6,7%
Nisshin Oillio	3100,00	8,5	8,4	7,8	0,5	0,5	0,5	12,6	14,1	13,2	6%	6%	6%	2,3%	2,3%	2,4%
Suedzucker	11,73	14,8	9,9	6,3	0,6	0,6	0,6	-	100+	15,5	4%	6%	10%	1,9%	1,6%	2,0%
Wilmar Int.	3,65	14,1	13,2	13,1	0,8	0,7	0,7	13,7	12,5	11,5	6%	6%	5%	3,0%	3,2%	3,3%
Mediana		5,7	7,9	6,3	0,6	0,6	0,6	9,5	11,7	10,9	9%	7%	9%	3,7%	4,6%	4,7%

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.

Investowanie 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 świadczył, 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_1_rynek/analizy_1_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

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