

wtorek, 15 października 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 nieco powyżej 48 EUR/MWh z uwagi na niewielkie odbicie na cenach certyfikatów CO<sub>2</sub> (aktualnie 23,8 EUR/t) i cenach węgla. W Polsce ze względu na standardową inercję, ceny energii nie zareagowały jeszcze na wyższe koszty uprawnień i kontrakt roczny spadł w okolicę 260 PLN/MWh pociągając tym samym w dół modelową marżę elektrowni węglowej zintegrowanej pionowo (zmiana o 2 PLN/MWh).

#### Rynek paliwowy

Po mocnych odczytach w ubiegłych tygodniach obecnie obserwujemy normalizację marży rafinerijnej w okolicach 5 USD/Bbl, głównie za sprawą coraz gorszych cracków na HSFO i mocnego spadku rentowności na benzynie. Dodatkowo, zmniejsza się już dyferencjał Ural/Brent (1,6 USD/Bbl), co podkopuje rozbudzone niedawno nadzieje na realizację scenariusza trwałego wzrostu dyskonta na ciężkich gatunkach ropy wraz z implementacją IMO. Negatywne tendencje są kontynuowane w petrochemii, gdzie pod presją są nie tylko marże na olefinach i poliolefinach. Słabo wygląda również rentowność na aromatach i PTA. Spotowe ceny gazu nieznacznie wzrosły do 16,4 EUR/MWh.

#### Rynek metali

W ostatnim miesiącu w konsekwencji strajków w Chile i Peru zagrożone zostało wydobycie 585 tys. ton miedzi (2-3% światowej produkcji górniczej). Wśród kopalni odnotowujących problemy w wydobyciu znalazły się Las Bambas (120 tys. t miedzi rocznie), Los Pelambres (370,5 tys. t), Antucoya (72,2 tys. t) i Carmen de Andacollo (15 tys. t).

#### Rynek agro

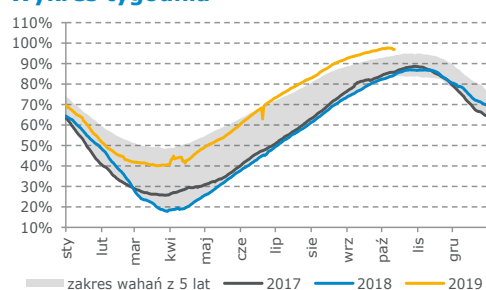
Deeskalacja wojny handlowej podbiła notowania soi i kukurydzy (pozytywnie dla producentów zbóż – Astarta i Kernel). Pod względem dynamiki poprawy wyników w kolejnych kwartach preferujemy Astartę vs. Kernel.

Ceny saletrzaku niespodziewanie spadły do 156 USD/t (tydzień wcześniej 173 USD/t). Warto zwrócić uwagę, że dwa tygodnie wcześniej wyraźnie spadały ceny saletry amonowej w Europie (negatywnie dla Grupy Azoty).

#### Rynek węgla koksowego

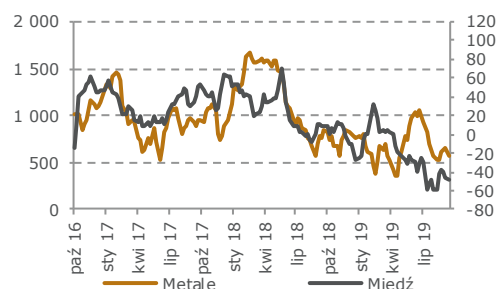
Ceny węgla koksowego w Azji odreażowały z poziomów około 130 USD/t do ponad 150 USD/t (patrz strona 11). Import rudy żelaza do Chin we wrześniu wzrósł do najwyższego poziomu od 20 miesięcy. To może pozytywnie przekładać się na notowania spółek stalowych (Cognor, Arcelor Mittal, VoestAlpine) czy producentów węgla koksowego (JSW).

#### Wykres tygodnia



#### Zbliża się sezonowy spadek zapasów gazu

Wypełnienie magazynów gazu w UE nadal utrzymuje się na rekordowym poziomie 97-98%, ale zbliżamy się już powoli do okresu sezonowego wzrostu konsumpcji. W naszej opinii normalne warunki pogodowe połączone z widocznym wyraźnym wzrostem zapotrzebowania ze strony energetyki powinny przynieść znaczną poprawę sentymentu na cenach surowca.



#### Liczba pozycji spekulacyjnych na metalach oraz miedzi

Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na metalach ogółem utrzymuje się na poziomie blisko 560 tys. sztuk, co stanowi praktycznie najniższy poziom od 2015 roku. Liczba pozycji na miedzi wynosi -48 tys. sztuk i jest na 4. najniższym w historii tygodniowym poziomie. Deeskalacja wojny handlowej prowadzić powinna do zamykania pozycji krótkich i wzrostów cen metali.

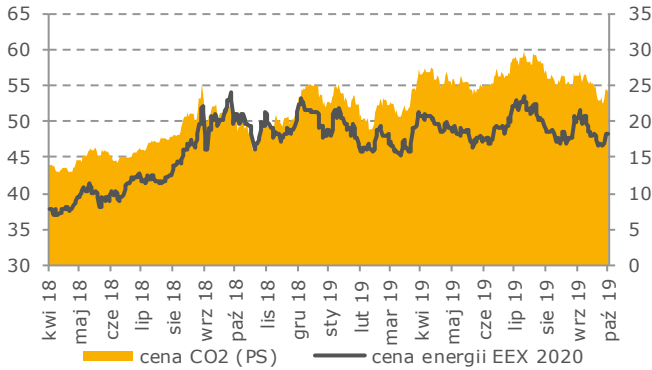
#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Tupras	-13,9%	+17%
Astarta	-6,8%	-25%
Tarczyński	-5,5%	-12%
ZCh Police	-2,9%	+1%
Orzeł Biały	-2,8%	-1%
Grupa Azoty	-1,6%	-0%
PGE	-1,6%	-20%
Kernel	-1,3%	-14%
ZE PAK	-0,6%	-10%
CEZ	-0,3%	+1%
Impexmetal	-0,2%	+35%
Kęty	+0,0%	-7%
Enea	+0,2%	-17%
PKN Orlen	+0,3%	-3%
Ciech	+0,3%	-31%
IMC	+0,3%	+24%
OMV	+0,7%	+34%
Kruszwica	+0,9%	+19%
Energa	+1,0%	-32%
LW Bogdanka	+1,2%	-30%
MOL	+1,9%	-2%
Lotos	+1,9%	+8%
KGHM	+2,1%	-12%
PGNiG	+2,1%	-31%
Tauron	+2,2%	-24%
ZA Puławy	+3,2%	+37%
Boryszew	+3,6%	-5%
PCC Rokita	+5,8%	-31%
JSW	+7,1%	-66%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+1,2%	-2%
Chemia	-0,7%	-14%
Energia	-0,4%	-19%
Paliwa	+0,9%	-7%
Spożywczy	-0,7%	-11%
Surowce	+2,5%	-24%
Ukraina	-1,0%	-13%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+2,1%	+12%
Oil & Gas E&P	+1,5%	-3%
Refining EU	+1,5%	+7%
Refining US	+5,0%	+18%
Agri & Food	-1,2%	+33%
Kauczuki	+4,0%	+12%
Nawozy	+0,5%	+5%
Chemicals EU	+2,2%	+16%
Industrials EU	+1,8%	+23%
Petchem World	+3,2%	+1%
Utilities EU	-0,2%	+25%
Utilities US	-1,4%	+23%

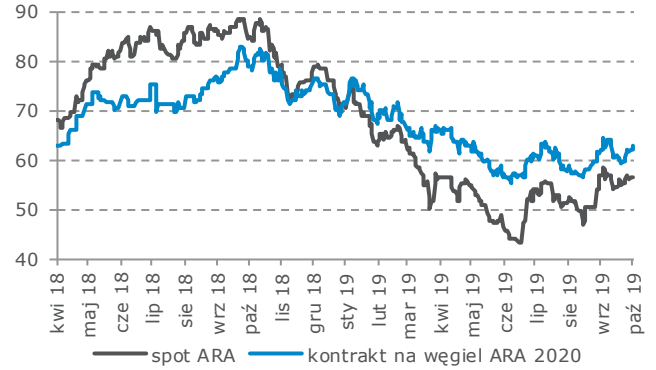


## Energetyka

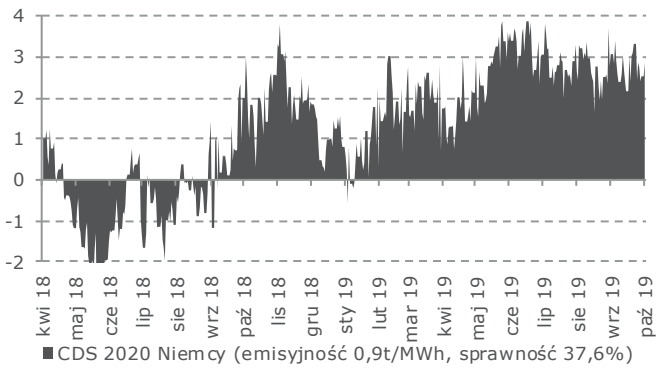
### Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



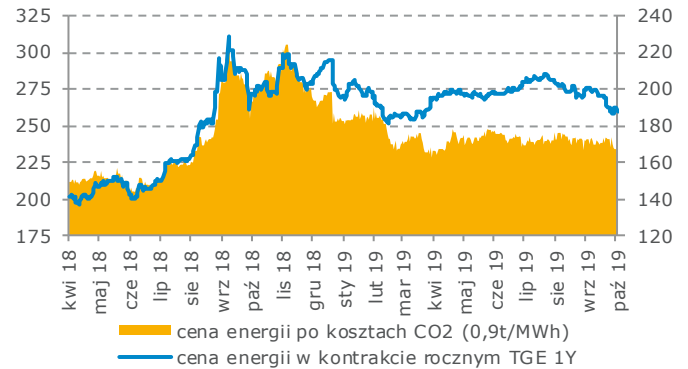
### Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



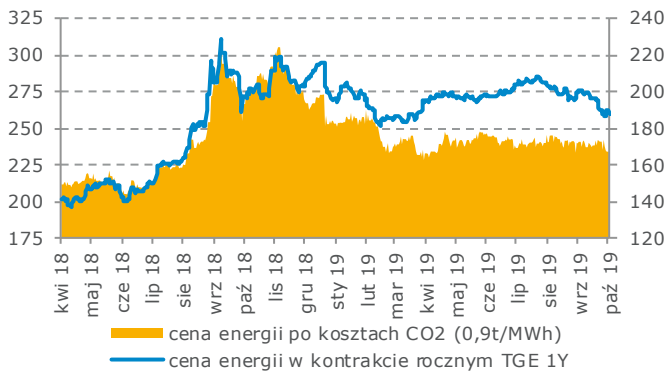
### Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



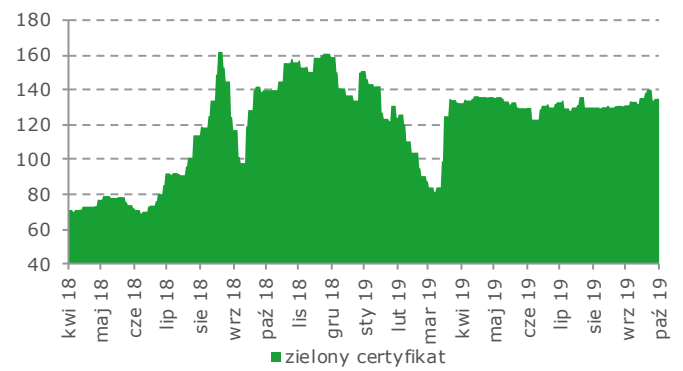
### Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



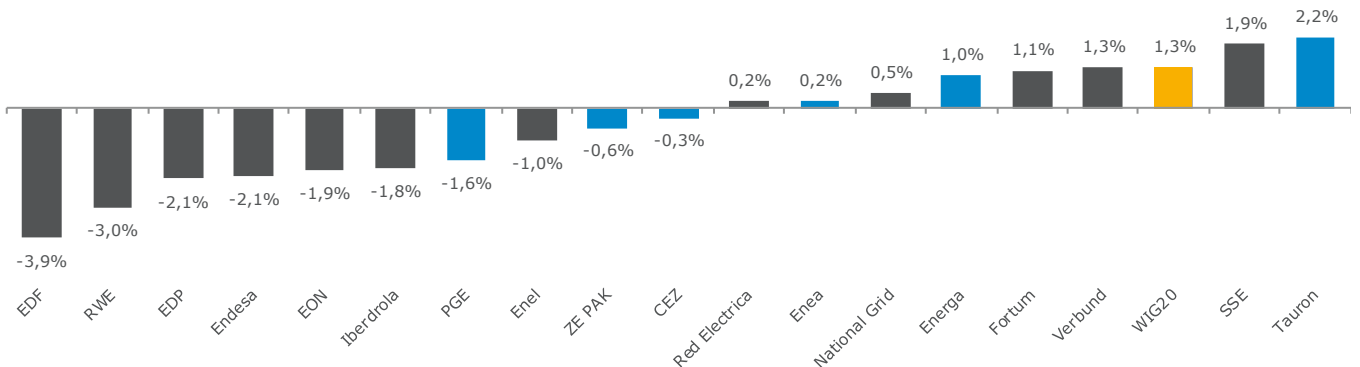
### Spread w cenach energii (PLN/MWh)



### Zielony certyfikat (PLN/MWh)



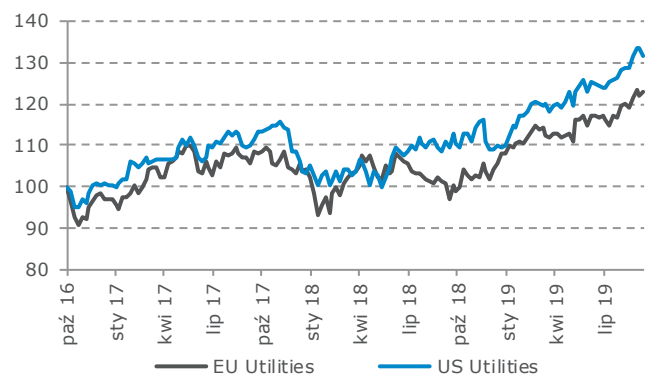
### Tygodniowy performance spółek energetycznych



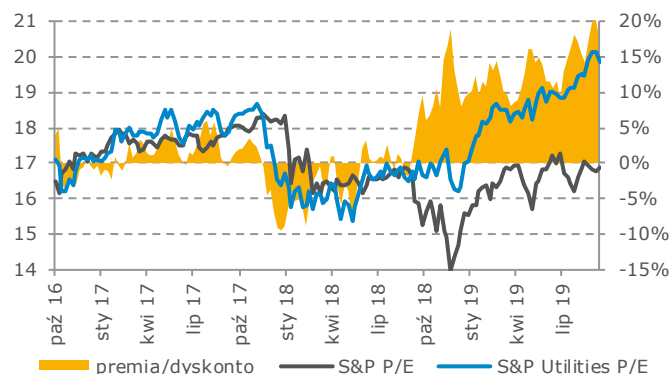
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

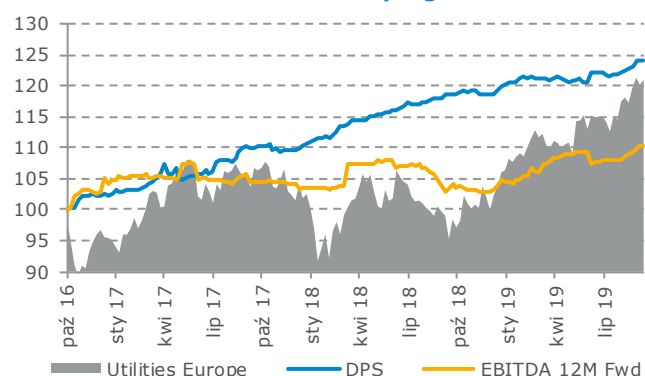
**Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities**



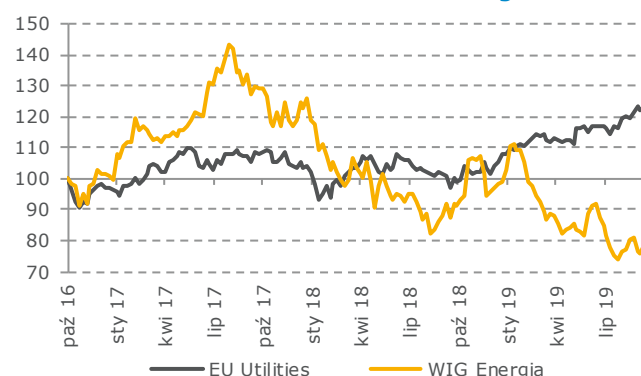
**Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku**



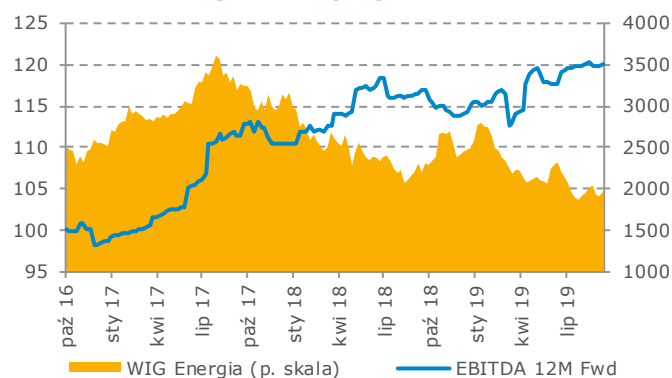
**Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA**



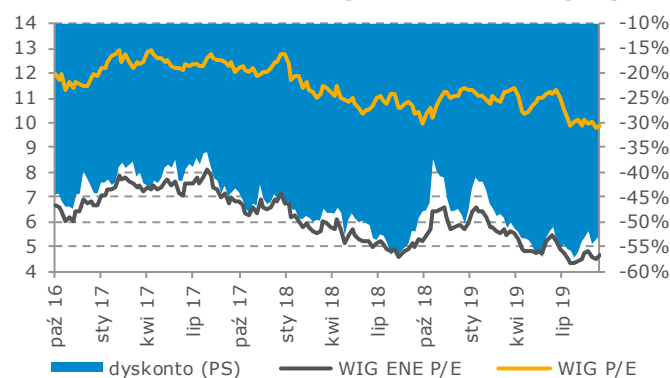
**Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia**



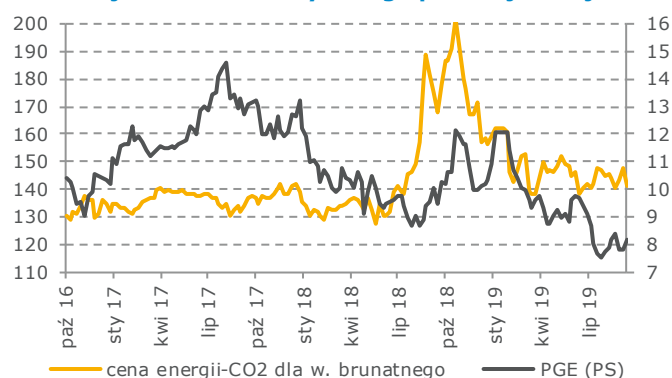
**Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd**



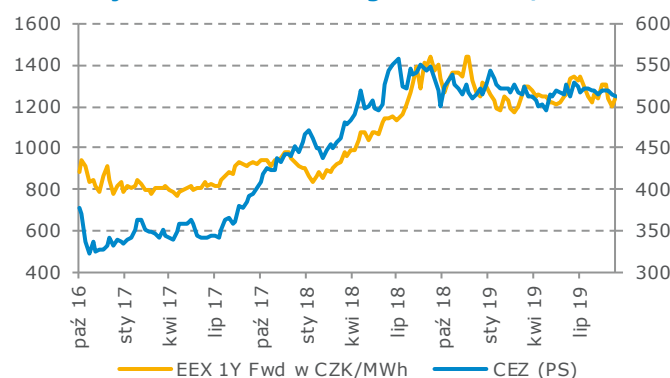
**Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku**



**Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO2**



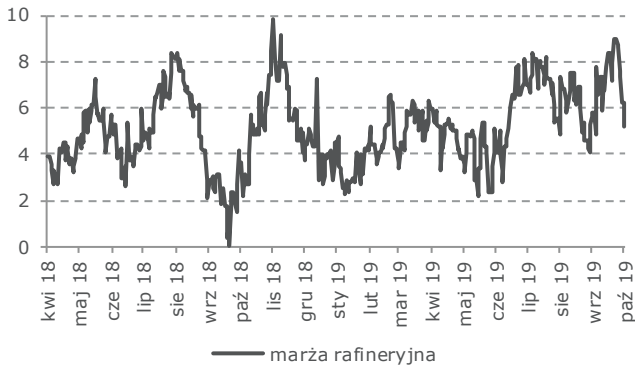
**Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh**



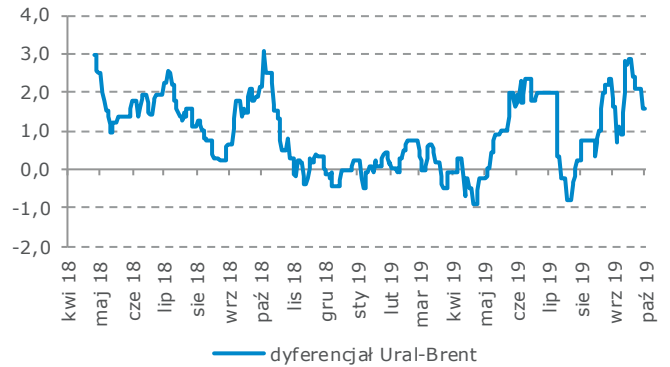
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

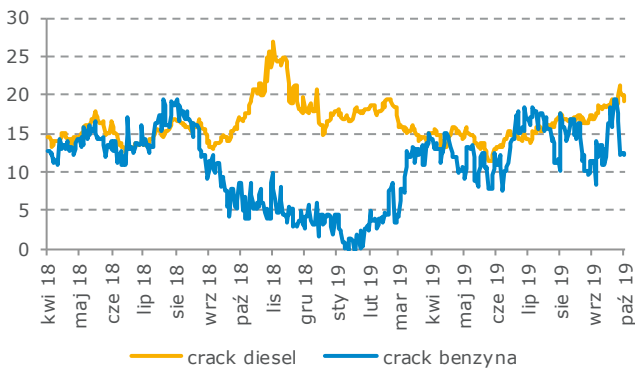
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



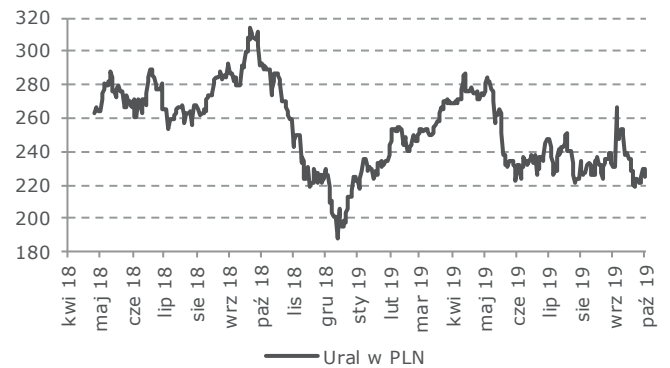
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



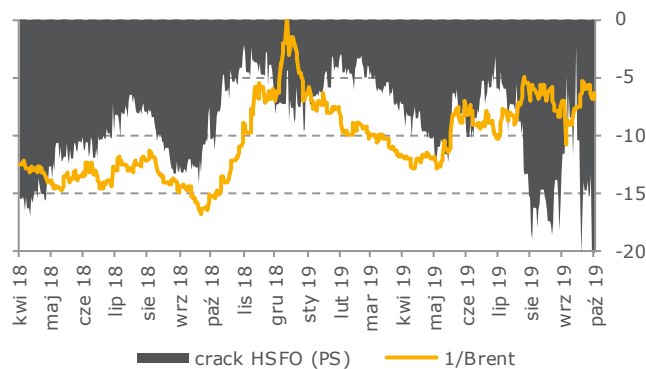
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



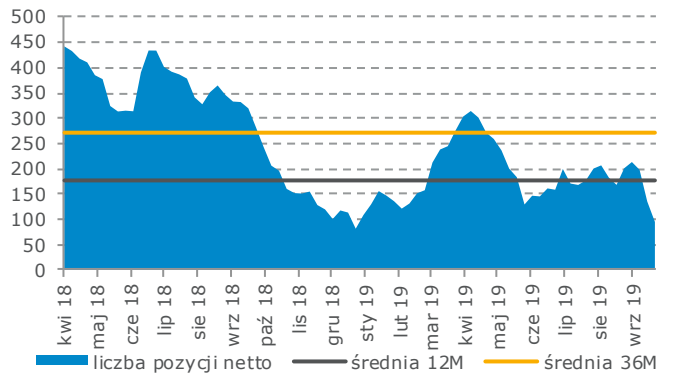
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



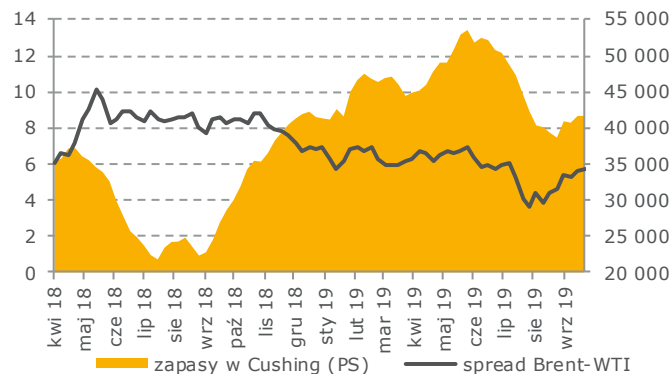
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



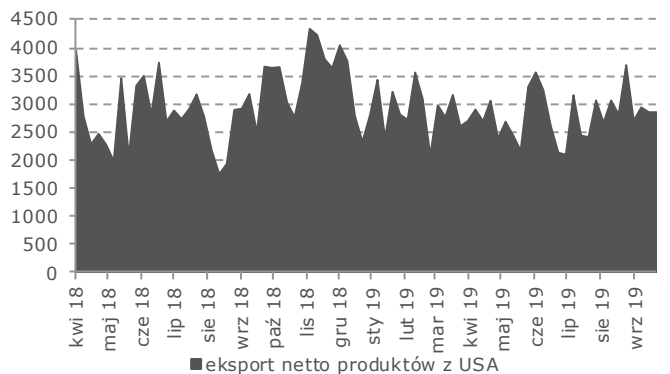
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



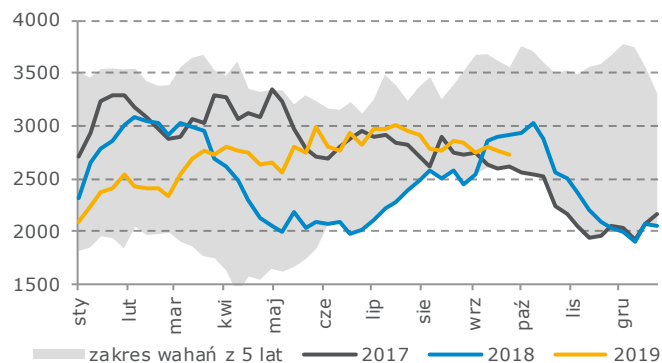
Eksport netto paliw z USA



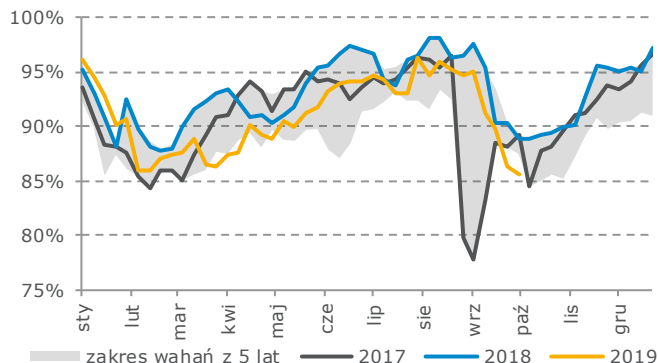
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

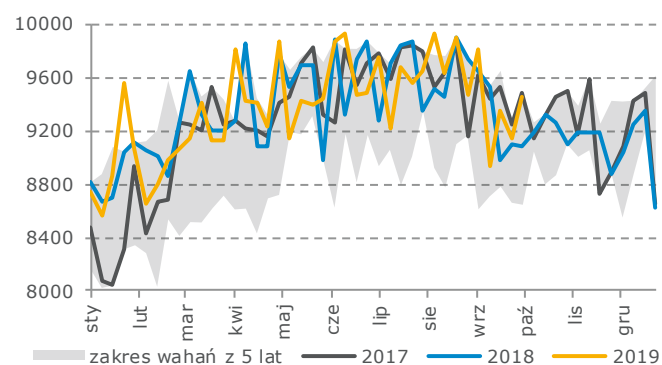
### Zapasy diesla w portach ARA



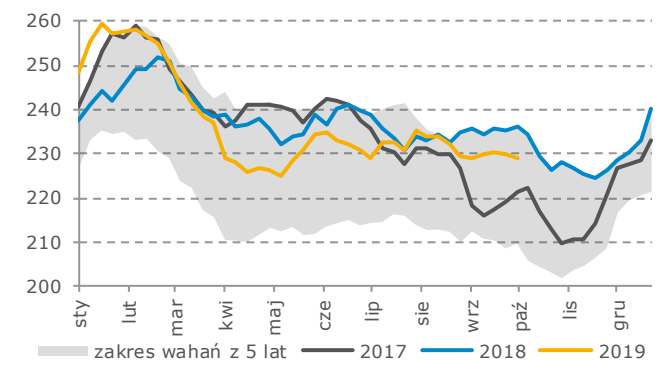
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



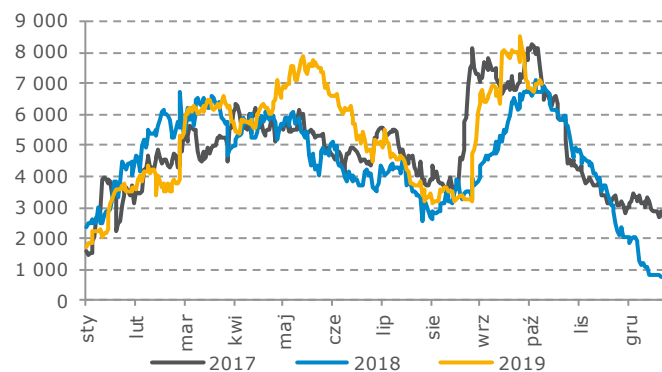
### Popyt na benzynę w USA



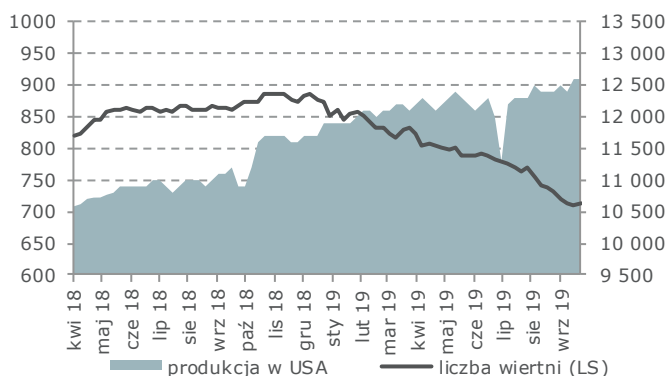
### Zapasy benzyny w USA



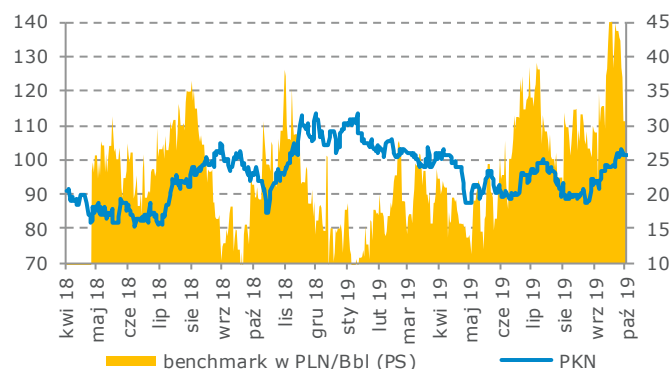
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



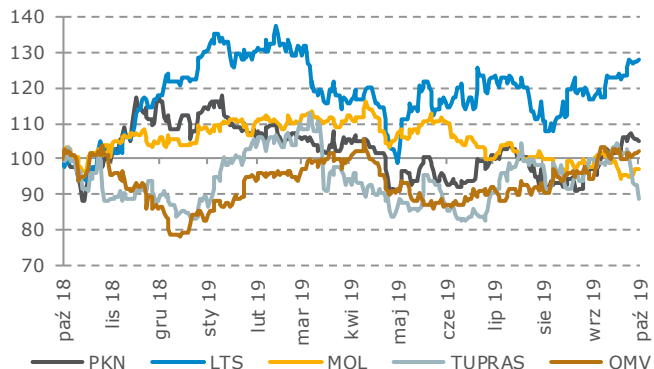
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



### PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



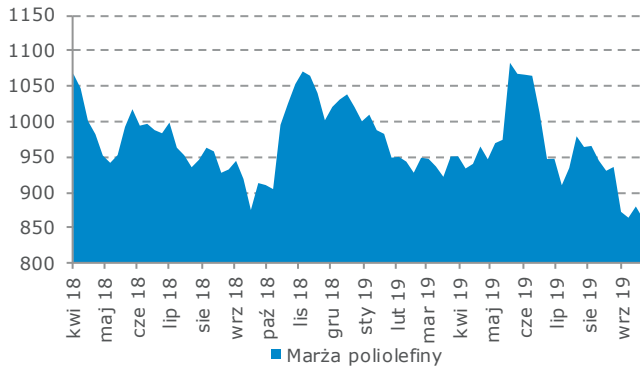
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



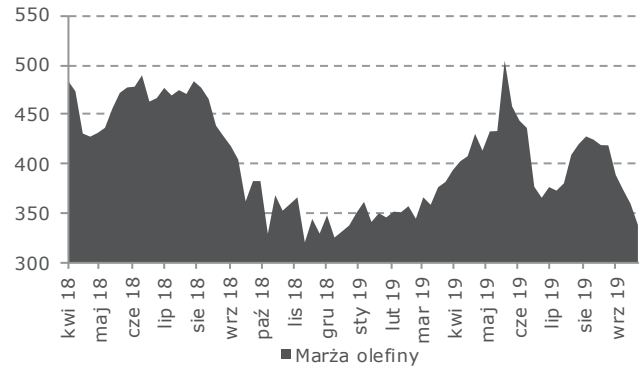
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

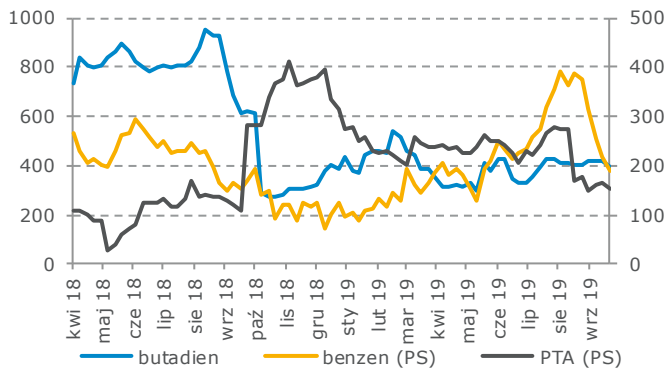
Marża petrochemiczna poliolefiny



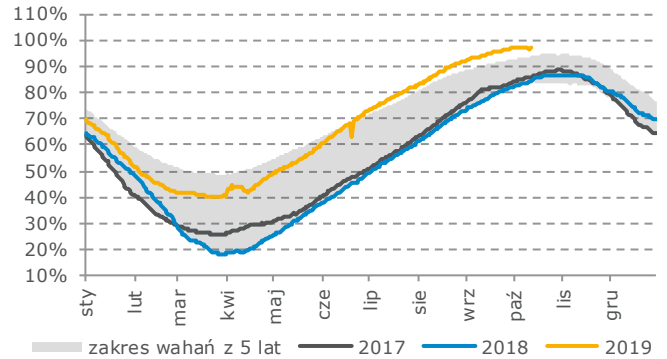
Marża petrochemiczna olefiny



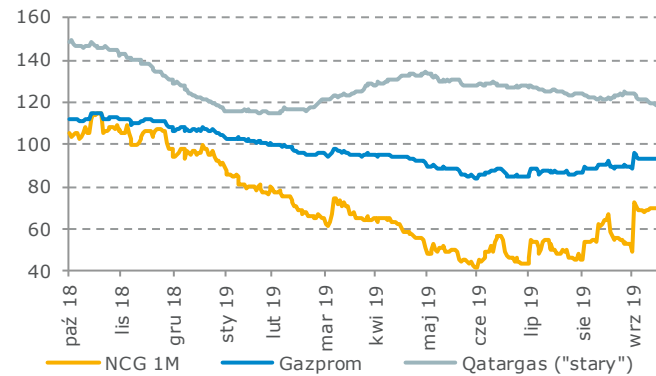
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



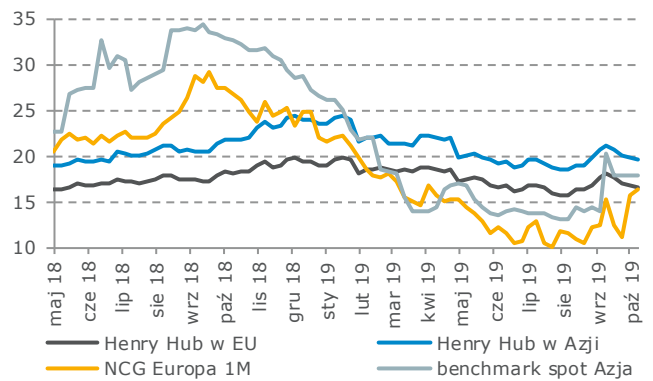
Napełnienie magazynów gazu w UE



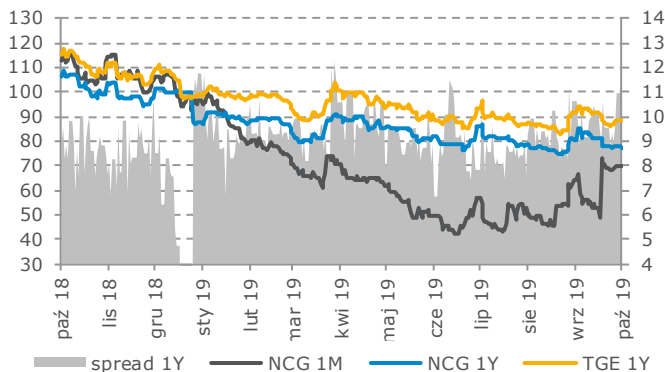
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



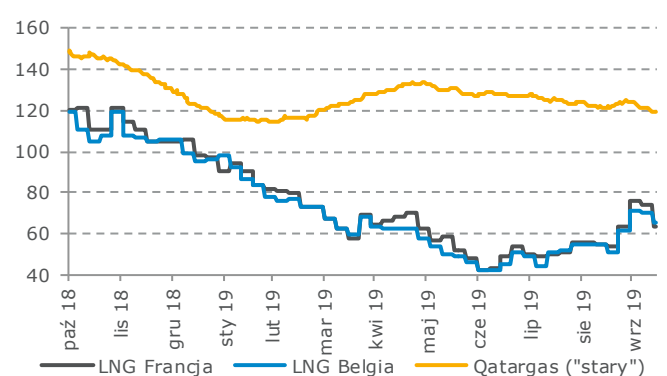
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



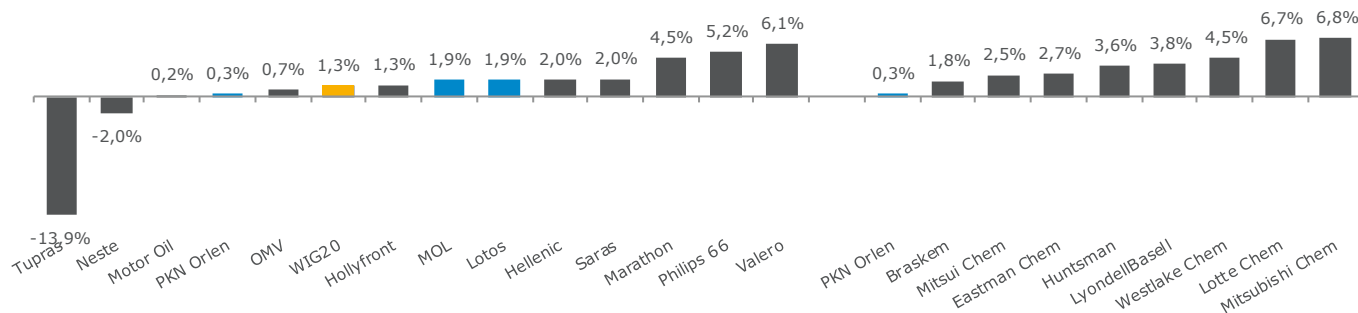
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



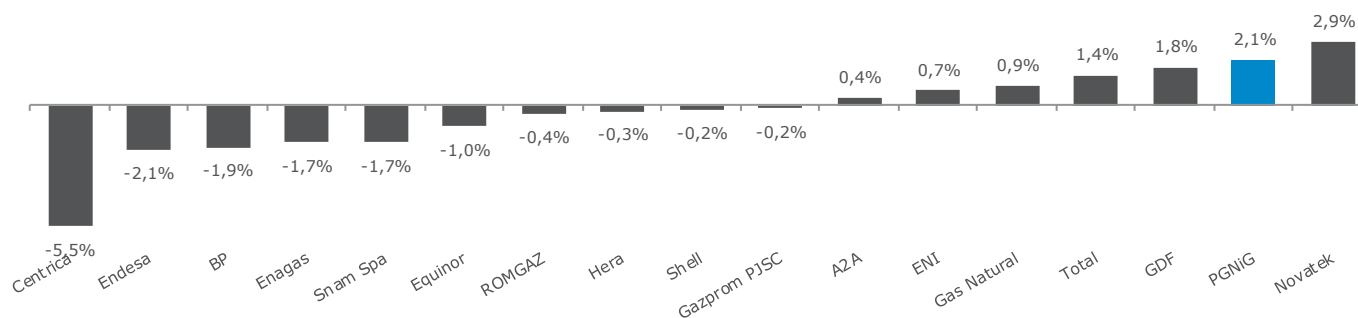
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Tygodniowy performance

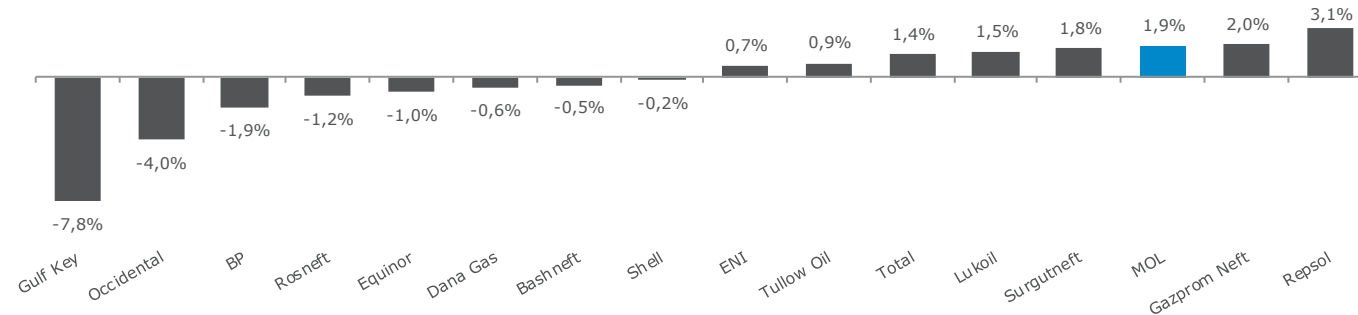
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



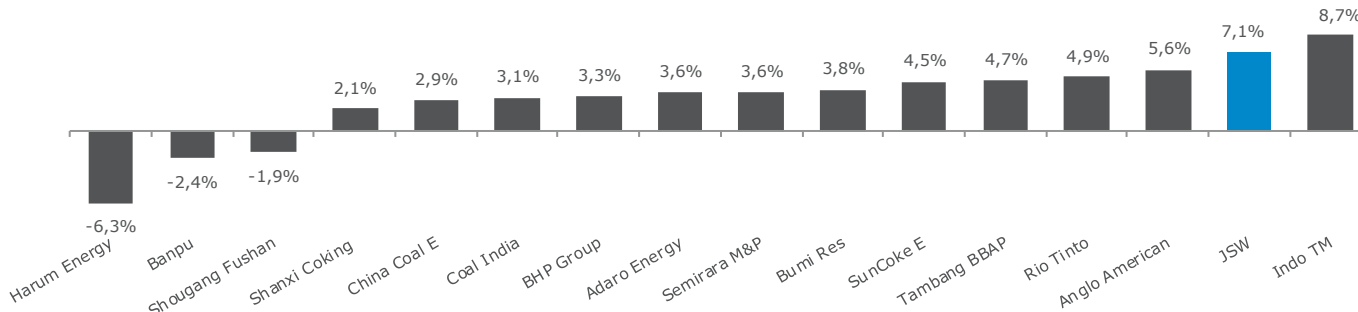
### Spółki gazowe



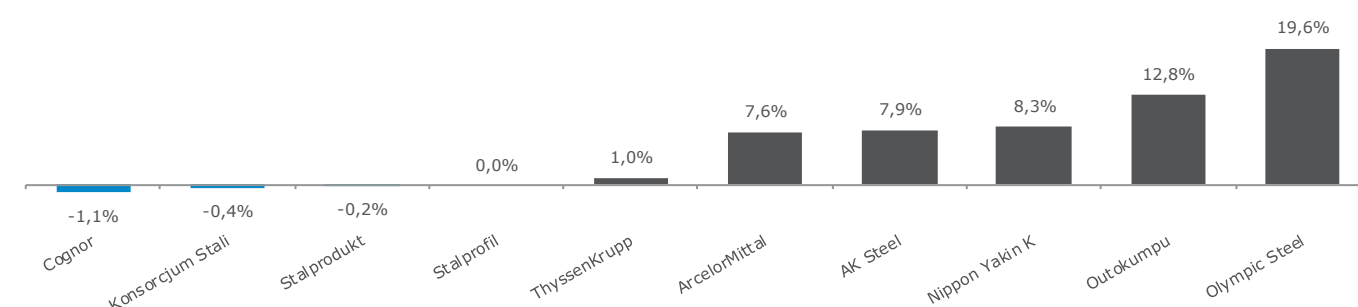
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



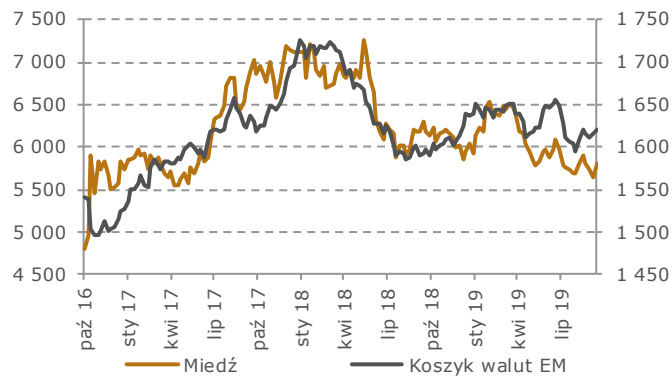
### Producenci i dystrybutorzy stali



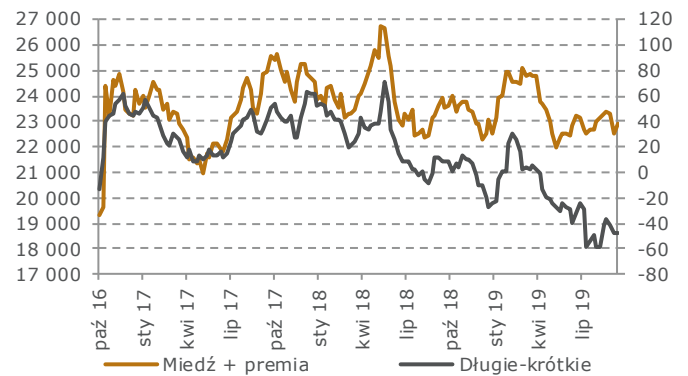
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

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



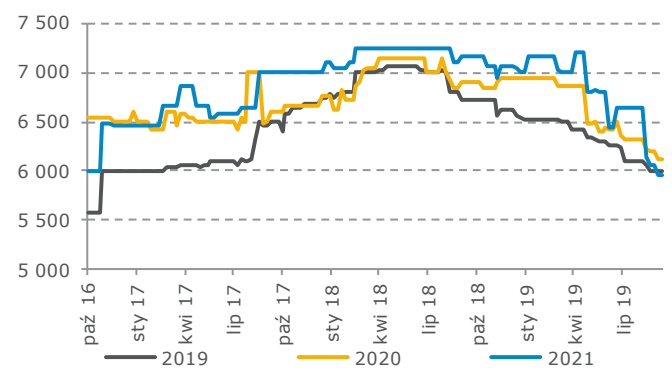
**Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)**



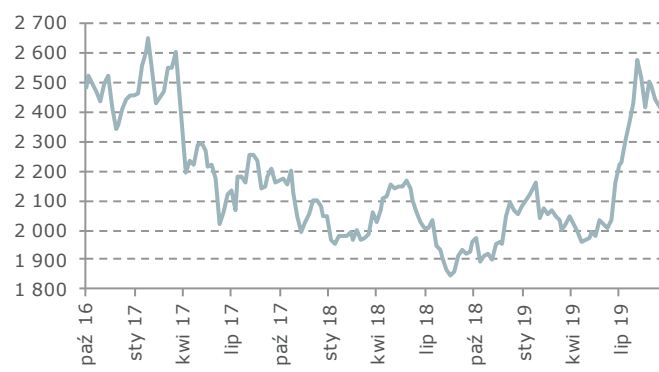
**Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)**



**Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)**



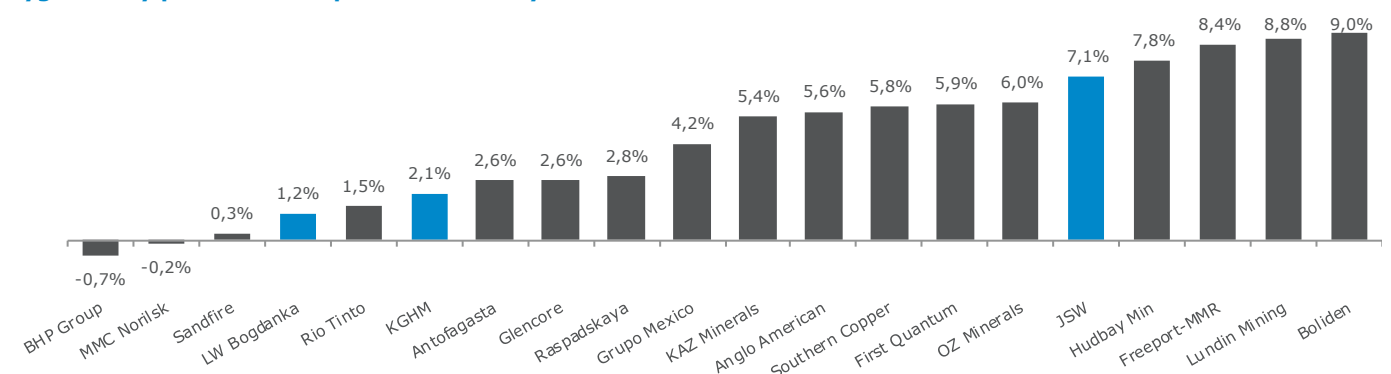
**Ceny srebra (PLN/kg)**



**Ceny złota (PLN/oz)**



## Tygodniowy performance spółek surowcowych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

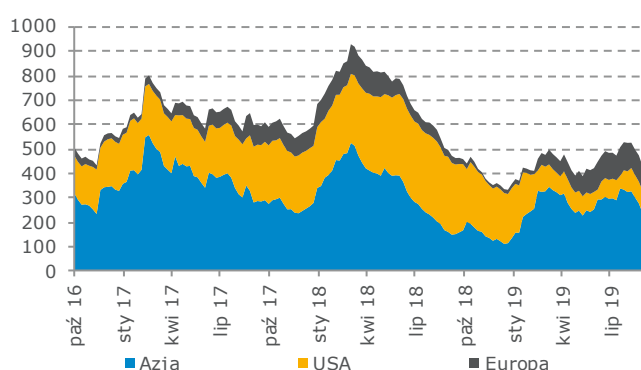


## Surowce (miedź)

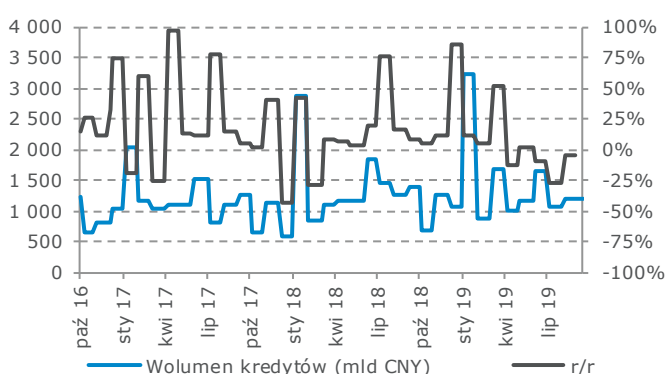
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



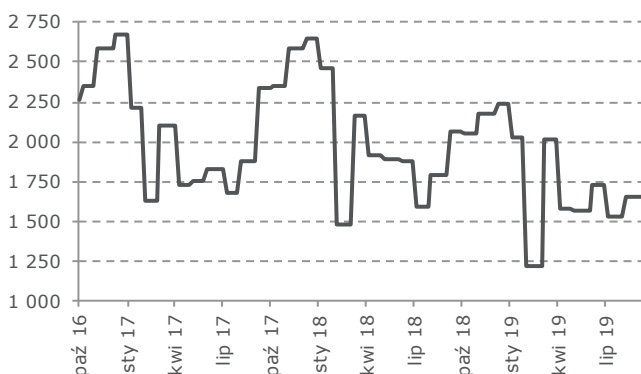
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



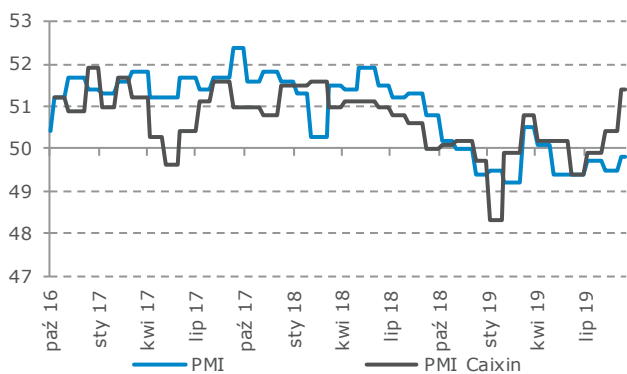
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



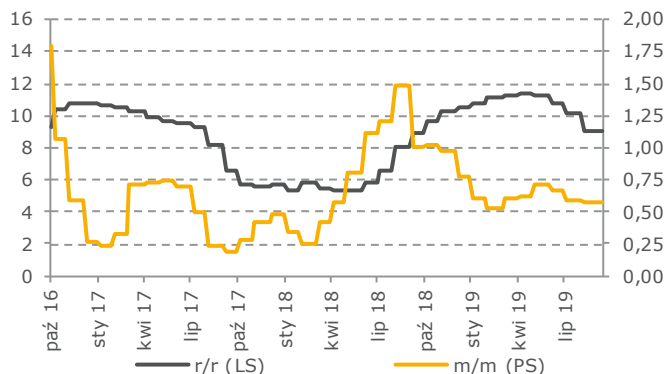
Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



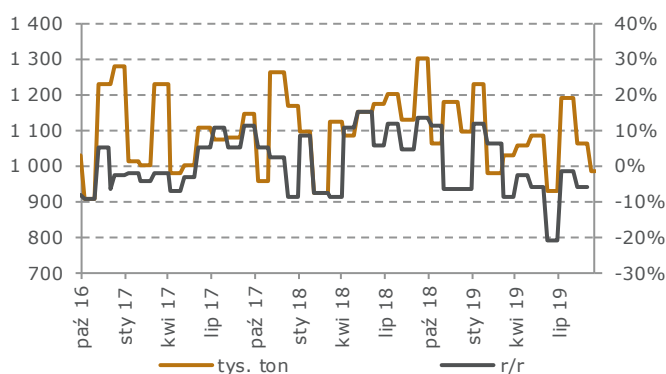
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



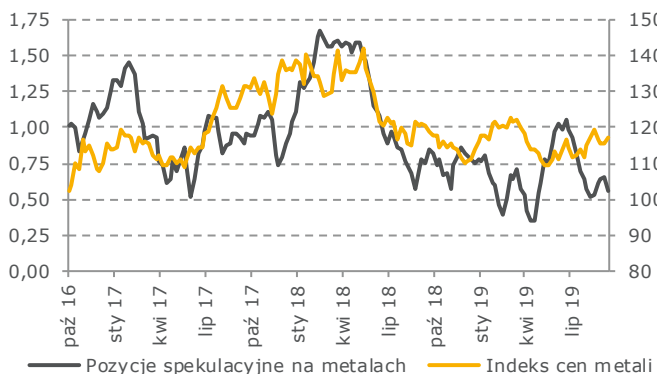
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



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



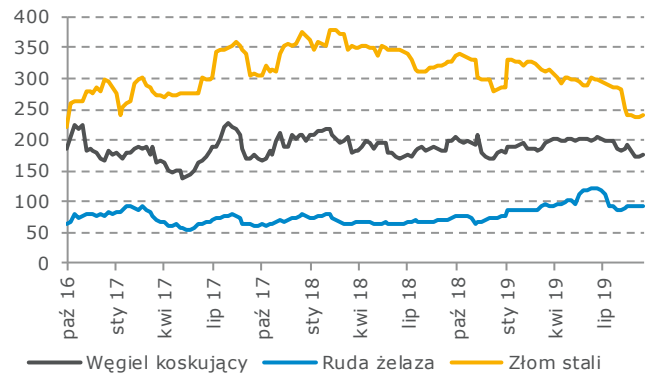
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



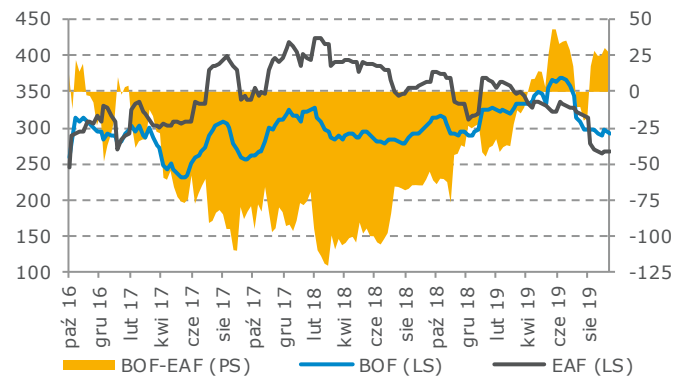
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

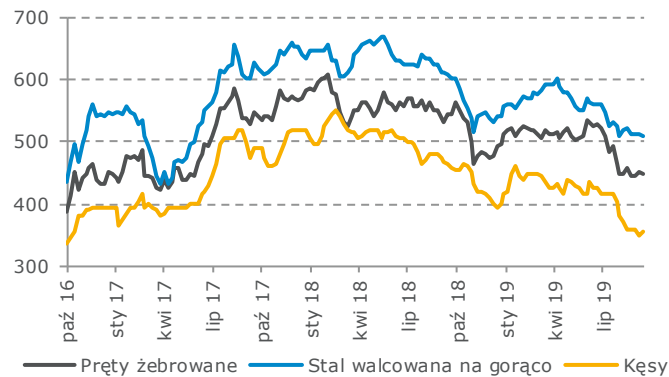
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



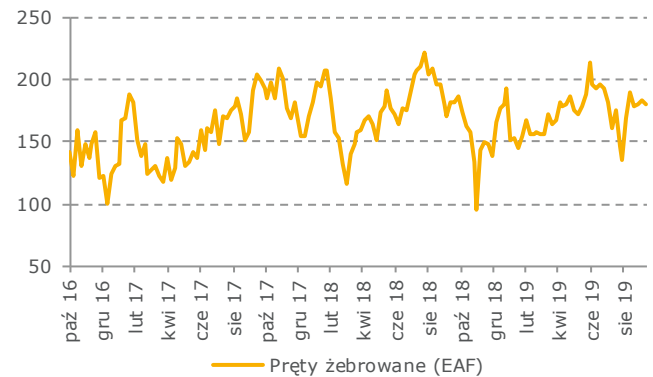
**Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



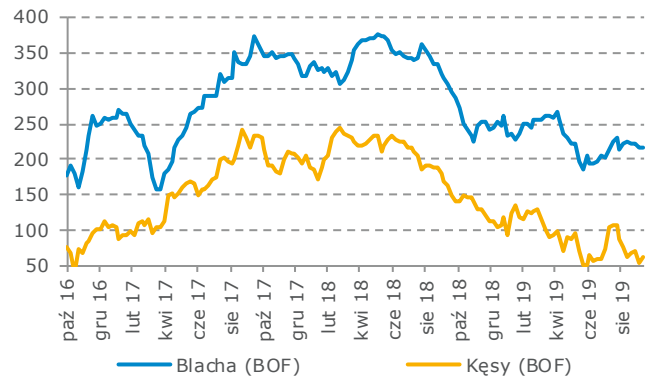
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



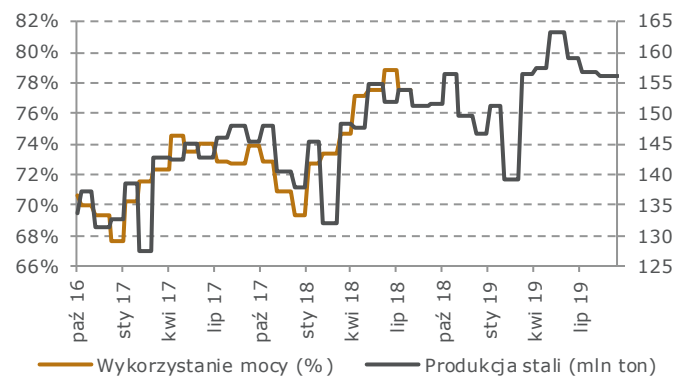
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



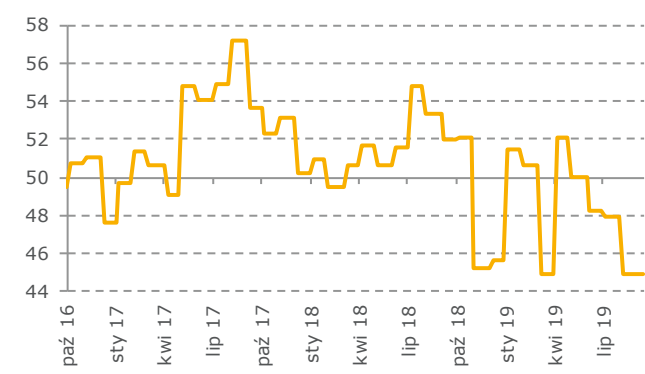
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



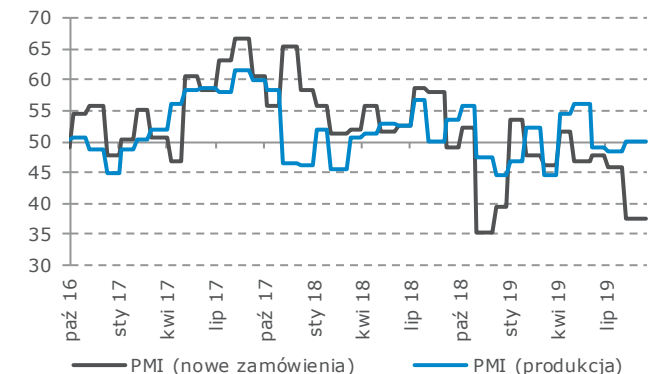
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



**PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**



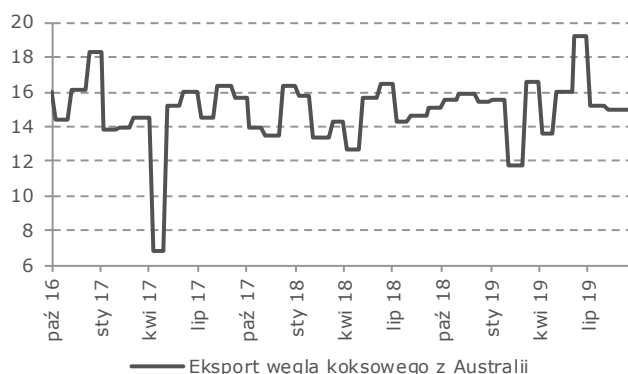
**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**



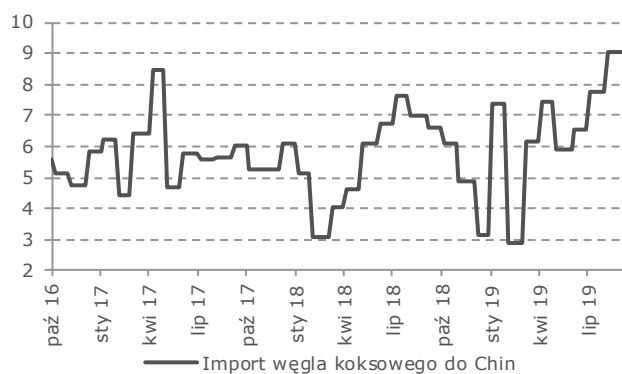
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

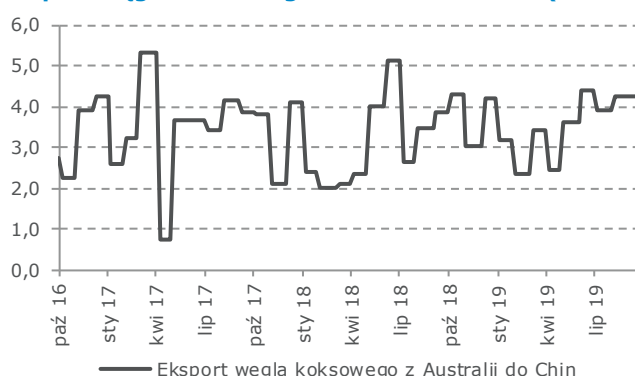
**Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)**



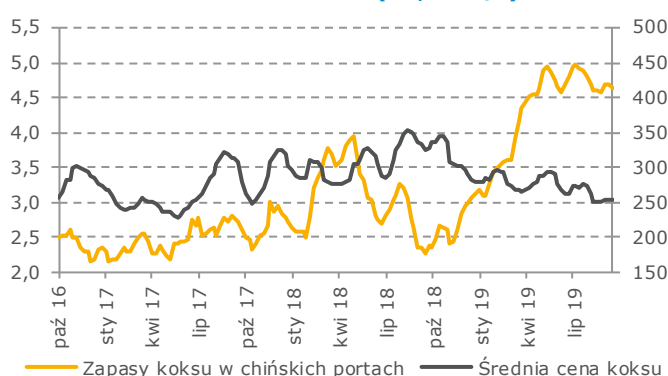
**Import węgla koksowego do Chin (mln ton)**



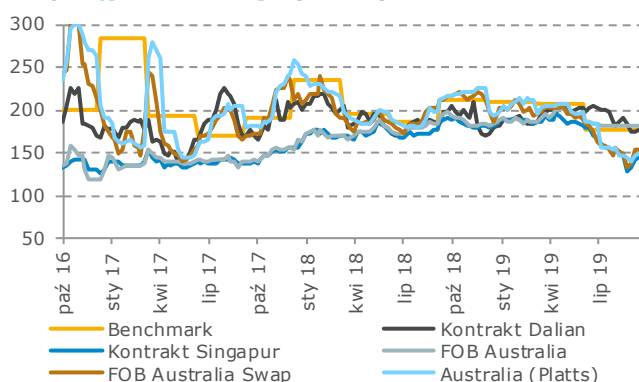
**Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)**



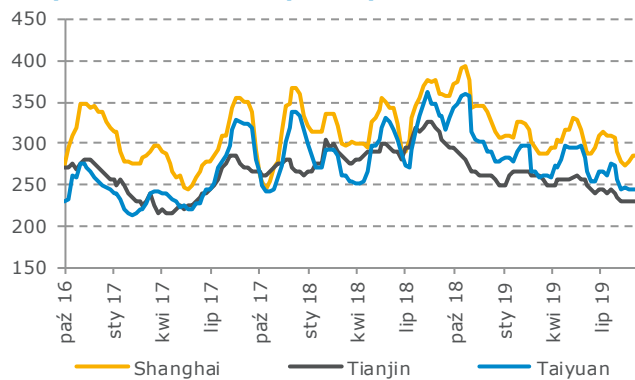
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



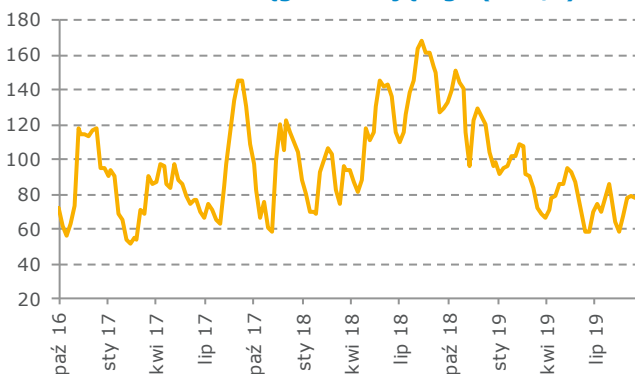
**Ceny węgla koksowego (USD/t)**



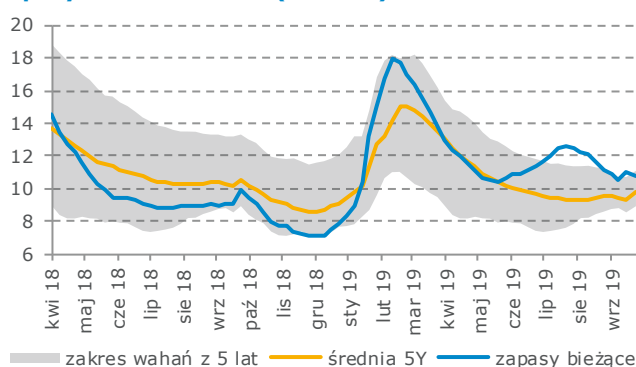
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



**Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)**



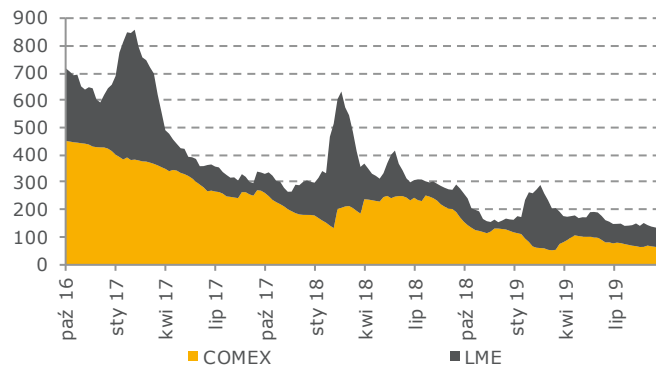
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



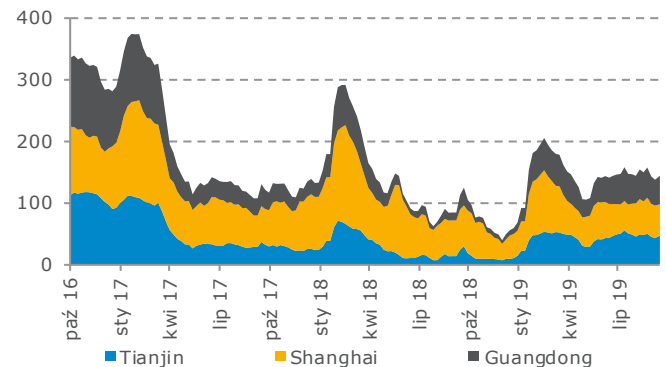
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

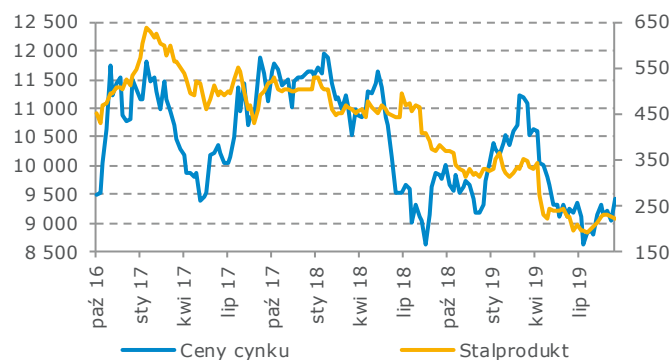
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



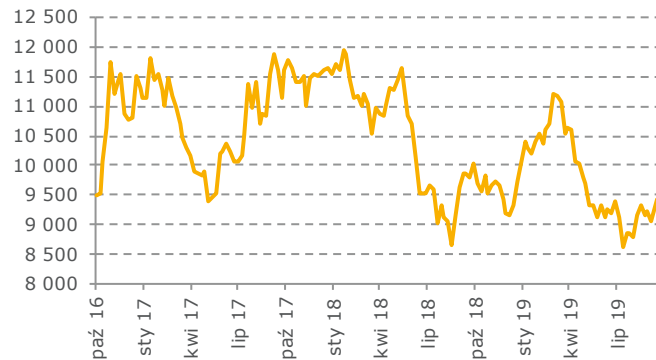
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



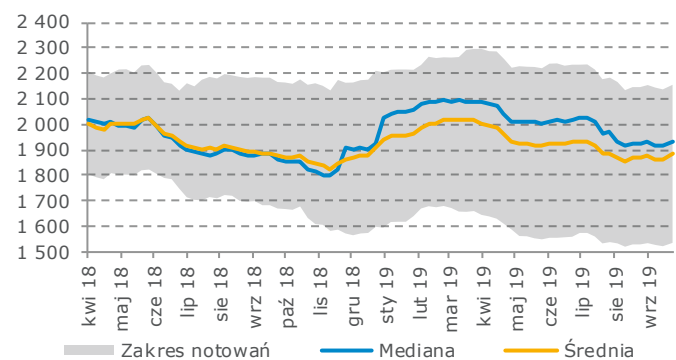
Ceny cynku (USD/t)



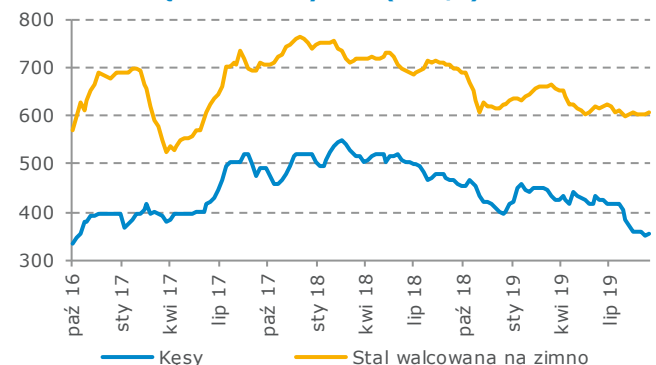
Ceny cynku (PLN/t)



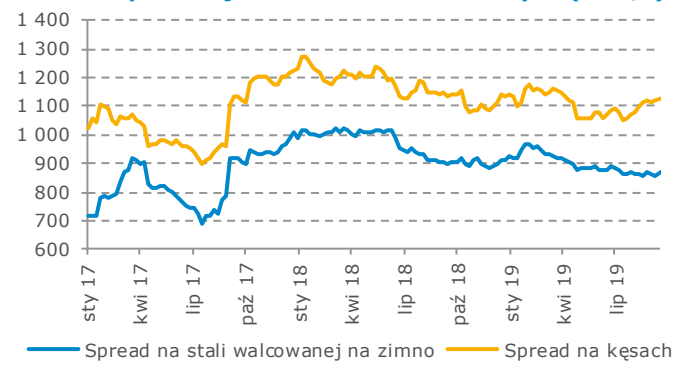
Notowania blachy elektrotechnicz. w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



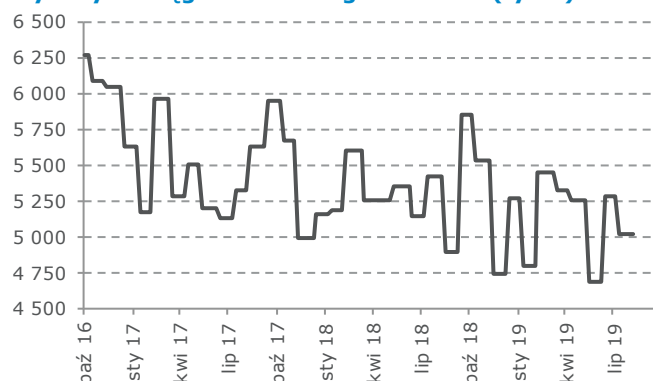
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



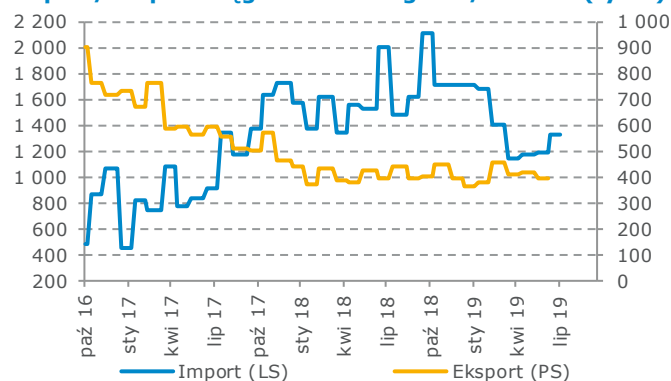
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



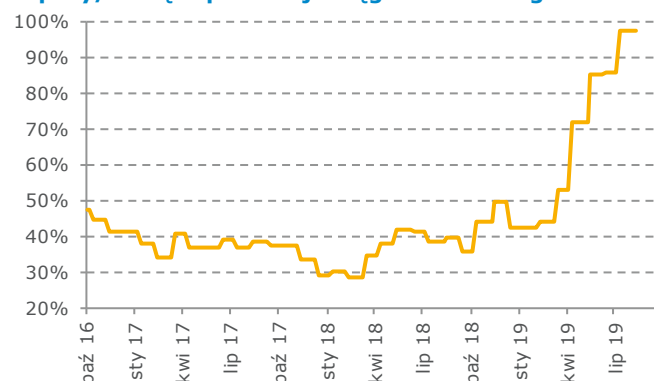
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



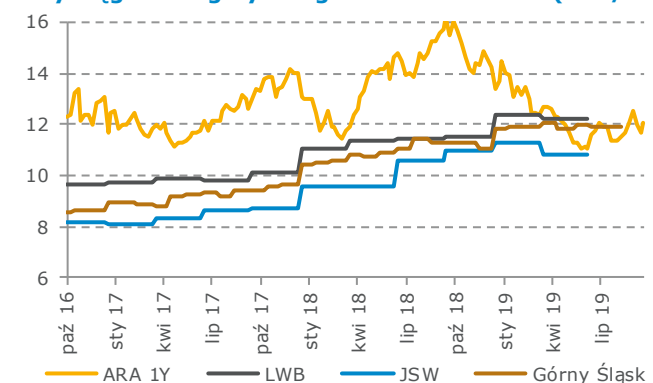
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



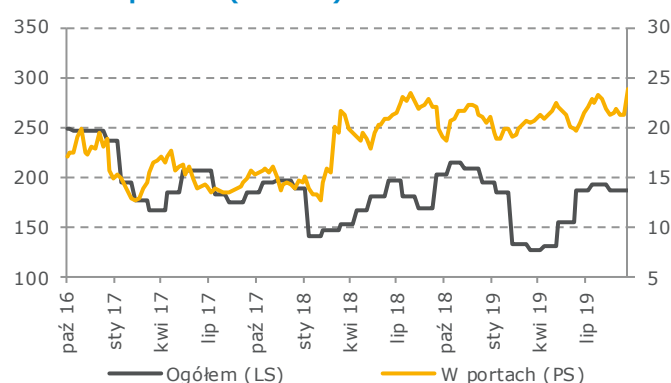
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



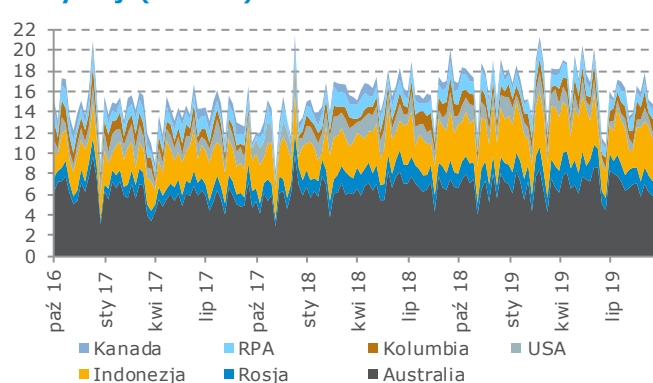
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



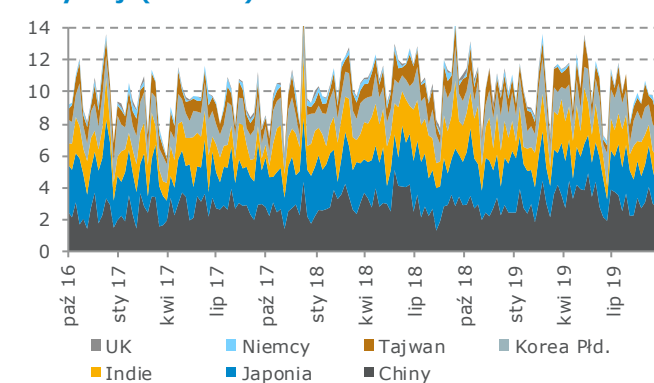
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



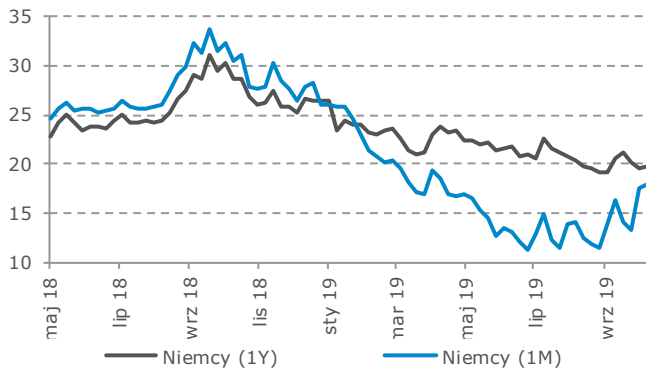
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



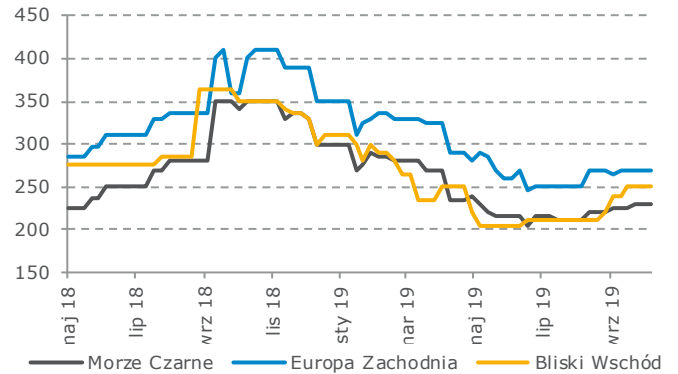
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

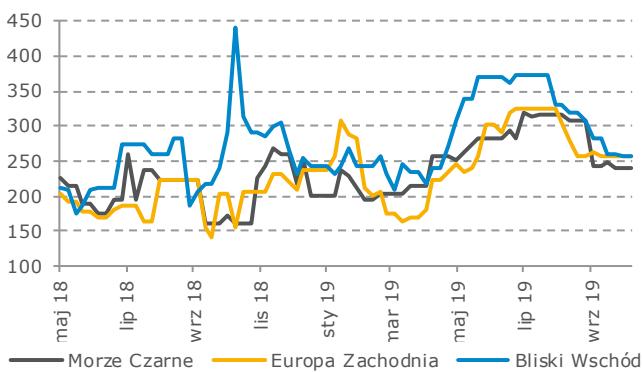
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



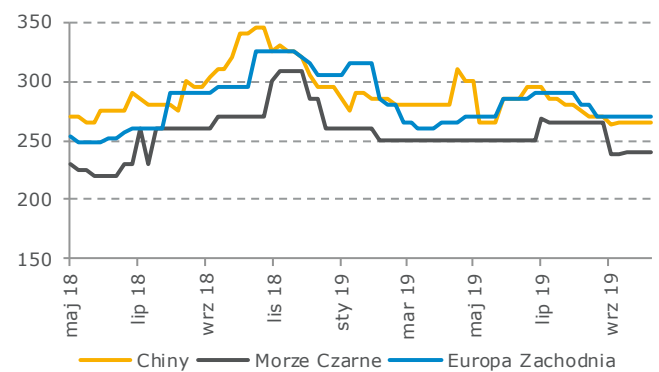
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



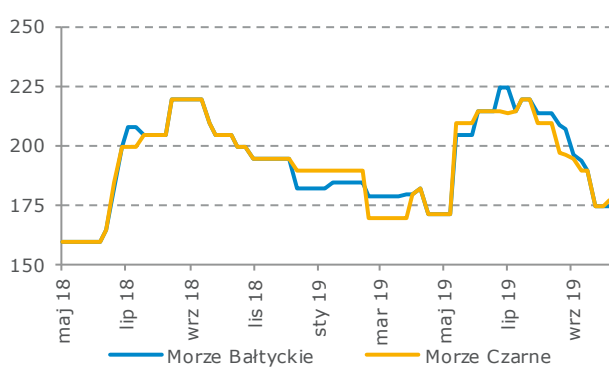
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



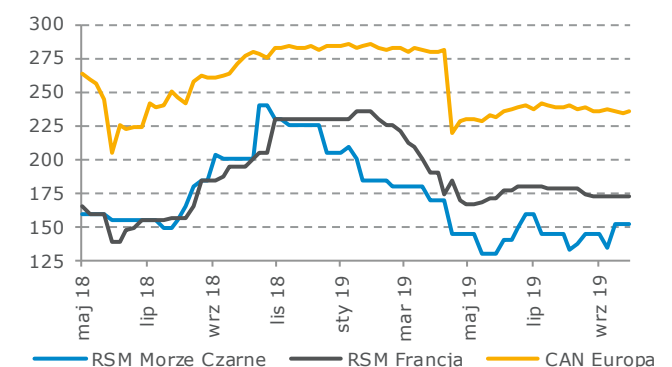
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



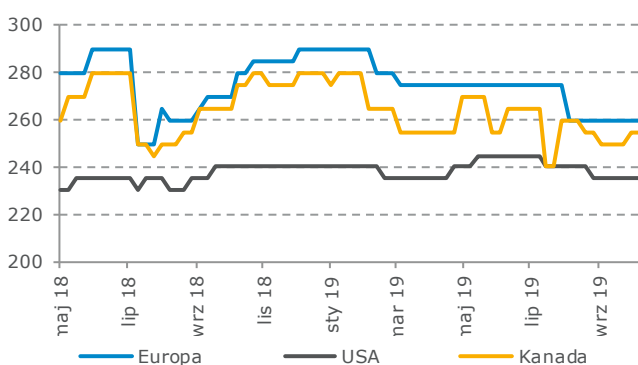
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



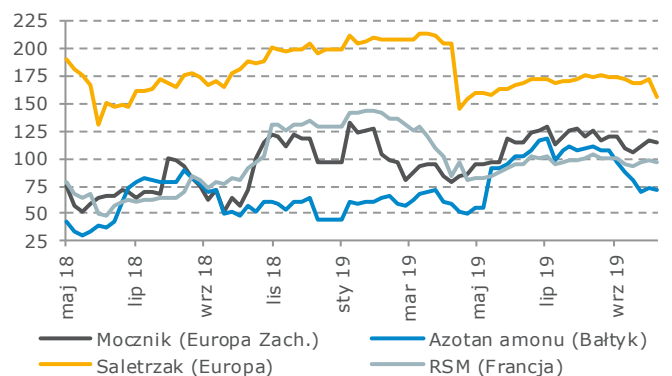
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



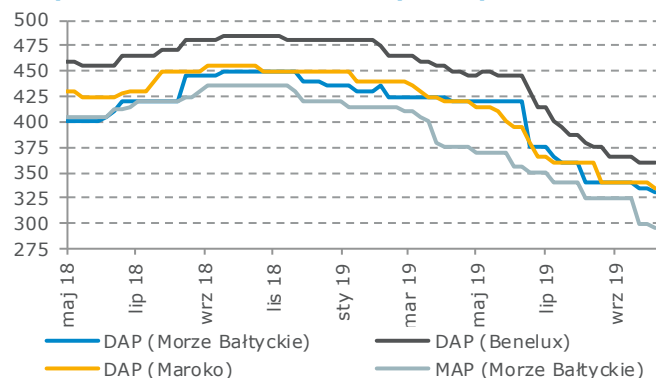
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



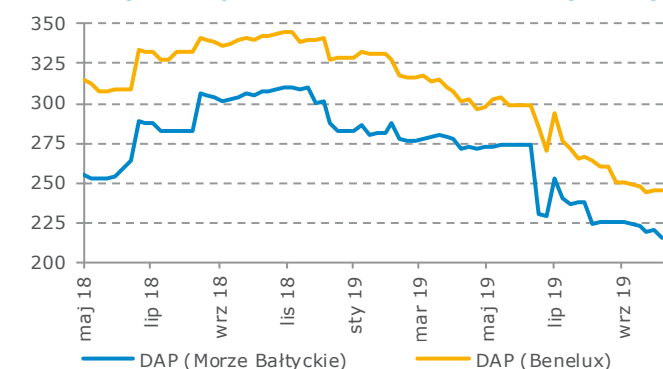
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

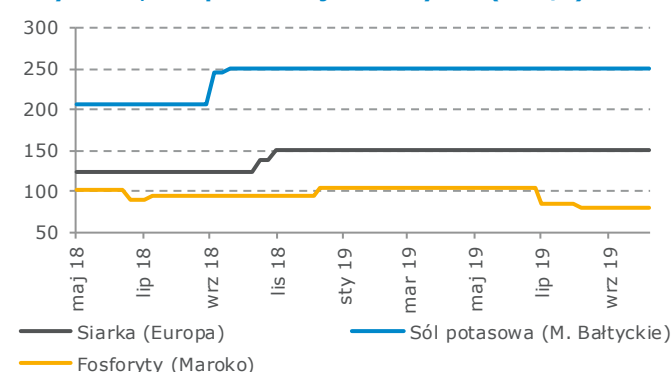
**Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



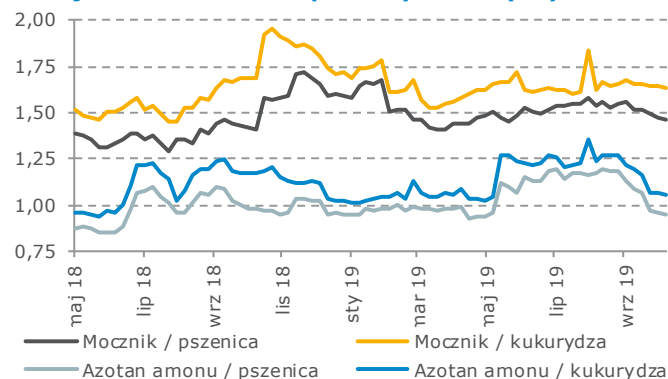
**Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



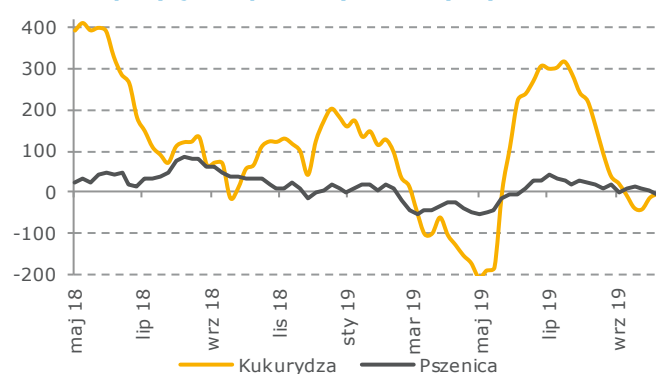
**Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)**



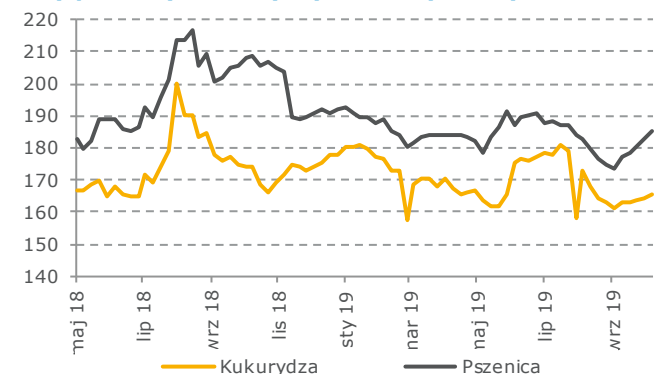
**Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy**



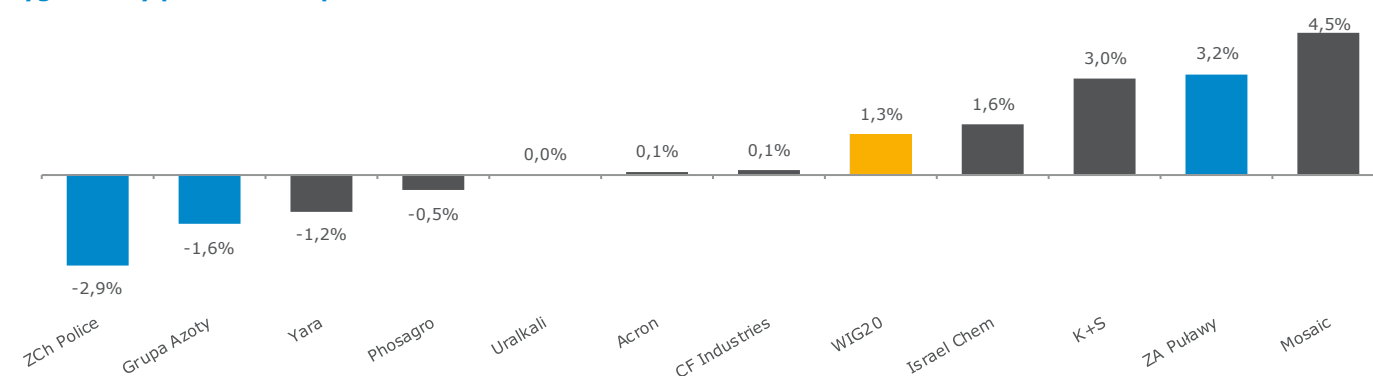
**Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT**



**Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)**



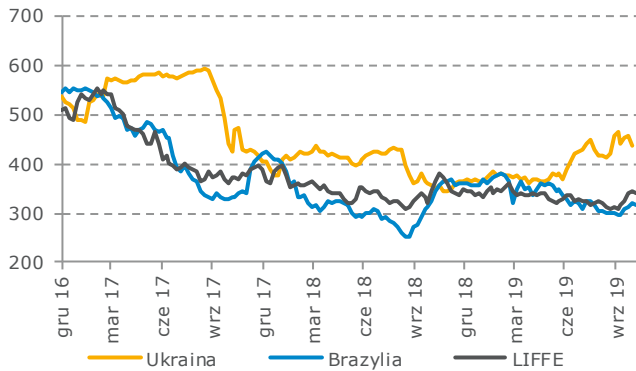
**Tygodniowy performance producentów nawozów**



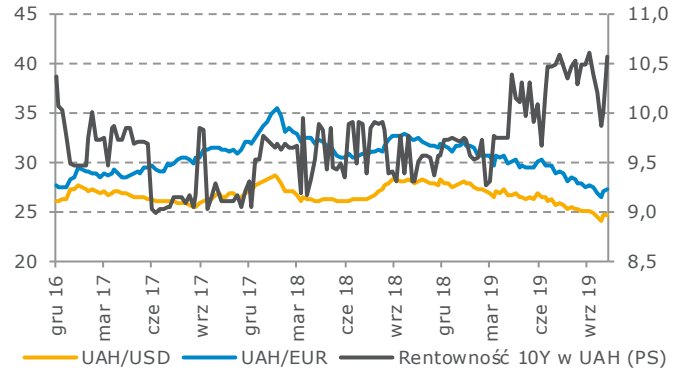
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

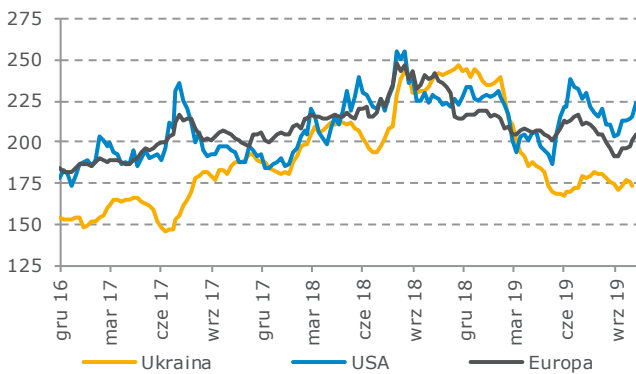
**Cena cukru (USD/Mt)**



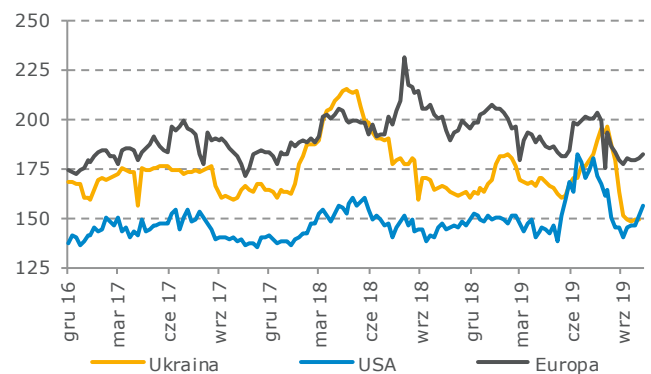
**Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y**



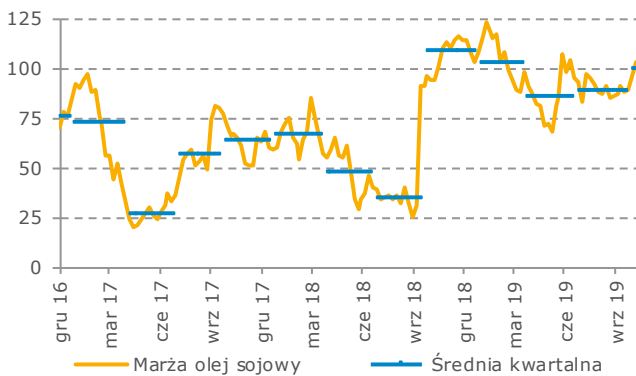
**Cena pszenicy (USD/Mt)**



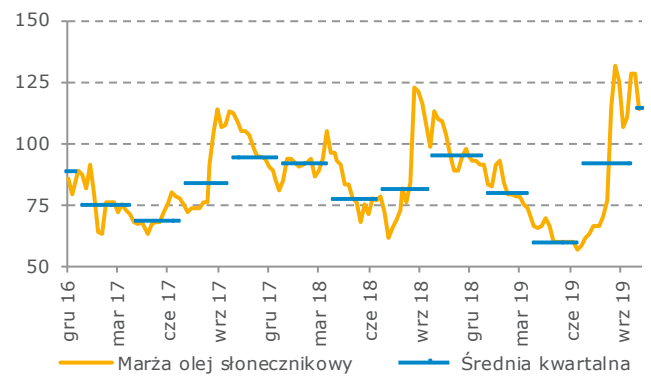
**Cena kukurydzy (USD/Mt)**



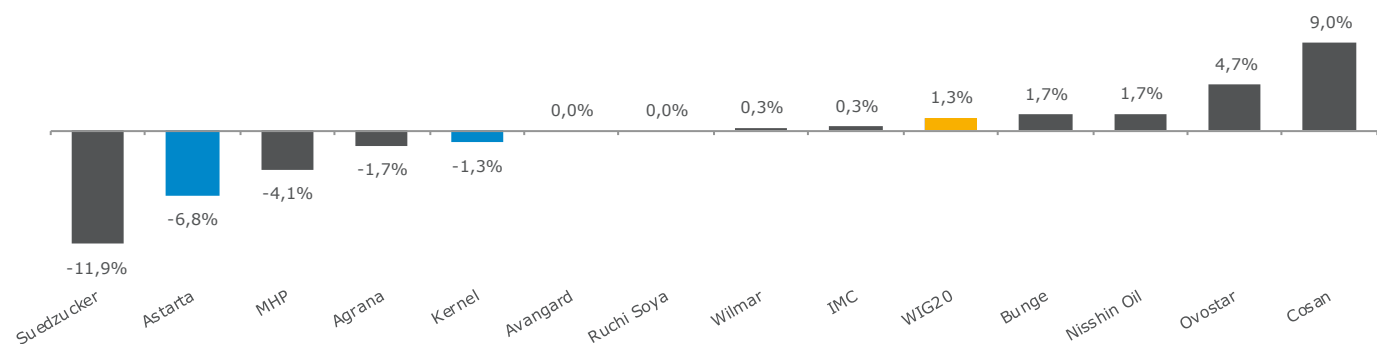
**Marża modelowa na soi (USD/Mt)**



**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
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	514,5	7,4	6,8	6,7	2,1	1,9	1,8	15,3	13,3	13,4	29%	28%	27%	4,7%	5,9%	6,8%
Enea	8,2	3,2	3,0	2,7	0,6	0,6	0,6	3,1	2,8	2,3	20%	19%	22%	0,0%	0,0%	3,5%
Energia	6,1	3,6	4,0	4,2	0,7	0,7	0,7	3,4	3,9	3,8	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	8,0	3,2	3,3	2,4	0,7	0,6	0,5	4,9	5,5	3,8	21%	18%	22%	0,0%	5,1%	4,5%
Tauron	1,7	4,1	3,7	3,2	0,7	0,6	0,6	2,6	2,5	2,1	17%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	6,7	1,7	1,8	1,3	0,2	0,2	0,2	3,8	4,4	1,7	11%	11%	16%	5,9%	9,6%	11,9%
EDF	9,4	4,2	3,8	3,7	1,0	0,9	0,9	14,0	11,3	10,7	23%	24%	24%	3,5%	4,1%	4,4%
EDP	3,6	9,1	8,7	8,4	2,0	2,0	2,0	16,3	14,8	13,7	22%	23%	23%	5,3%	5,4%	5,6%
Endesa	23,4	8,2	8,1	8,0	1,5	1,5	1,4	16,3	16,0	15,6	18%	18%	18%	6,1%	6,2%	5,2%
Enel	6,8	7,9	7,5	7,2	1,8	1,7	1,7	14,4	13,2	12,5	22%	23%	23%	4,9%	5,3%	5,7%
EON	8,9	6,3	4,6	4,5	1,0	0,5	0,5	13,1	14,3	13,0	16%	11%	10%	5,2%	5,4%	5,5%
Fortum	21,2	14,0	13,0	11,5	4,4	4,2	4,1	14,9	14,2	12,8	31%	32%	36%	5,2%	5,2%	5,3%
Iberdola	9,3	9,7	9,1	8,7	2,6	2,5	2,4	17,5	16,4	15,6	27%	27%	28%	4,1%	4,3%	4,6%
National Grid	8,8	12,8	10,7	10,2	3,8	3,7	3,6	19,8	15,1	14,3	30%	34%	35%	5,3%	5,5%	5,7%
Red Electrica	18,1	9,3	9,4	9,4	7,2	7,3	7,3	13,7	14,6	15,0	78%	77%	77%	5,8%	5,7%	5,5%
RWE	27,2	11,9	6,7	5,7	1,5	1,1	1,0	23,6	15,6	11,6	13%	16%	17%	2,9%	3,5%	4,1%
SSE	12,8	10,1	11,2	10,4	0,9	3,1	3,0	9,3	14,5	12,7	9%	28%	29%	7,6%	6,2%	6,4%
Verbund	48,4	15,8	13,3	12,6	5,8	5,2	5,0	29,6	23,1	21,6	36%	39%	40%	1,5%	2,0%	2,5%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>14,2</b>	<b>14,2</b>	<b>12,7</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,2%</b>

## 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
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	92,20	7,1	6,0	5,2	0,7	0,7	0,6	14,0	12,9	11,8	10%	11%	12%	3,3%	2,1%	2,3%
MOL	2890,00	4,3	4,1	3,7	0,6	0,6	0,5	10,4	9,2	8,0	15%	15%	15%	4,9%	5,2%	5,5%
PKN Orlen	101,10	5,6	5,9	5,8	0,5	0,5	0,4	9,6	11,3	11,5	9%	8%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	8,30	6,3	4,9	5,2	0,5	0,4	0,4	10,8	6,4	6,7	7%	9%	8%	6,0%	6,8%	6,7%
HollyFrontier	53,67	6,5	6,4	6,8	0,7	0,7	0,7	11,1	10,4	11,4	10%	10%	10%	2,5%	2,6%	2,6%
Marathon Petroleum	63,14	8,5	6,5	6,8	0,6	0,6	0,6	15,4	8,4	9,2	7%	9%	9%	3,4%	3,8%	4,2%
Motor Oil	21,14	4,8	4,2	4,7	0,3	0,3	0,3	8,1	6,5	7,5	6%	7%	7%	6,4%	6,7%	6,8%
Neste Oil	28,80	11,2	10,2	9,8	1,5	1,5	1,4	17,6	15,5	14,8	13%	15%	15%	3,0%	3,4%	3,6%
OMV	49,40	4,3	4,1	3,9	1,1	1,1	1,1	9,3	8,7	8,1	25%	26%	27%	4,0%	4,4%	4,8%
Phillips 66	106,65	8,5	7,3	7,7	0,6	0,5	0,6	13,4	10,3	10,6	7%	7%	7%	3,3%	3,6%	3,8%
Saras	1,65	4,1	2,6	3,6	0,2	0,2	0,2	15,4	5,6	9,1	4%	6%	4%	4,1%	8,4%	5,6%
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	121,70	6,9	4,5	4,7	0,4	0,4	0,4	11,8	5,5	5,3	6%	8%	8%	8,3%	15,4%	16,1%
Valero Energy	88,53	8,7	6,0	6,5	0,4	0,4	0,4	18,4	9,3	10,1	5%	7%	7%	4,1%	4,4%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>12,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,4%</b>

## 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
<b>SPÓŁKI PETROCHEMICZNE</b>																
PKN Orlen	101,10	5,6	5,9	5,8	0,5	0,5	0,4	9,6	11,3	11,5	9%	8%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Axiall	62,34	7,6	6,8	6,5	1,3	1,2	1,2	16,9	12,7	12,0	18%	18%	19%	1,6%	1,7%	1,8%
Braskem	29,33	6,1	5,7	5,1	1,0	0,9	0,9	19,7	24,4	24,4	16%	16%	17%	4,4%	1,2%	3,3%
Eastman Chemical	72,29	7,7	7,4	7,1	1,7	1,7	1,6	9,5	8,5	7,7	22%	23%	23%	3,3%	3,6%	3,9%
Huntsman Corp	22,70	8,0	8,2	7,9	1,0	1,1	1,0	12,1	10,8	9,3	13%	13%	13%	2,9%	3,0%	3,1%
Lotte Chemicals	246 500	4,9	4,4	4,1	0,6	0,6	0,6	8,0	6,8	6,3	13%	14%	14%	4,0%	4,3%	4,4%
LyondellBasell	87,37	6,6	6,1	6,0	1,1	1,1	1,1	8,5	7,4	7,1	17%	18%	17%	4,9%	5,2%	5,5%
Mitsubishi Chemical	812,50	7,5	7,0	6,7	0,9	0,9	0,9	6,8	7,8	7,5	12%	13%	13%	4,9%	4,9%	5,0%
Mitsui Chemicals	2452,00	6,8	6,7	6,4	0,7	0,7	0,7	6,4	7,5	7,0	10%	10%	10%	4,1%	4,1%	4,3%
Westlake Chemical	62,34	7,6	6,8	6,5	1,3	1,2	1,2	16,9	12,7	12,0	18%	18%	19%	1,6%	1,7%	1,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>9,5</b>	<b>9,6</b>	<b>8,5</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,6%</b>

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



## Wycena spółek nawozowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
Grupa Azoty	31,08	4,2	7,8	9,0	0,5	0,6	0,7	6,2	32,6	30,6	12%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,9%
ZA Police*	13,60	4,7	3,8	3,8	1,0	0,9	0,9	1,6	1,2	1,2	21%	24%	24%	61,1%	66,2%	73,5%
Acron	5032,00	7,8	7,1	7,1	2,5	2,4	2,2	9,5	9,0	9,3	33%	33%	31%	6,6%	7,0%	7,6%
CF Industries	48,97	10,1	9,2	8,8	3,7	3,6	3,5	20,5	17,0	15,3	37%	39%	40%	2,5%	2,5%	2,5%
Israel Chemicals	16,09	6,7	6,5	6,4	1,5	1,5	1,4	10,9	10,0	9,7	23%	23%	22%	4,7%	4,9%	5,2%
K+S	12,66	7,8	6,9	6,2	1,3	1,3	1,2	14,0	10,5	8,6	17%	19%	20%	2,7%	3,7%	4,4%
Phosagro	2487,00	5,9	5,5	5,2	1,8	1,7	1,6	9,0	9,0	8,8	31%	31%	31%	7,3%	6,1%	6,2%
The Mosaic Company	20,06	7,6	6,2	5,5	1,4	1,3	1,2	19,1	11,4	8,6	18%	21%	22%	1,0%	1,1%	1,4%
Yara International	383,60	7,1	6,2	5,8	1,2	1,1	1,0	12,9	10,4	9,5	16%	17%	18%	4,6%	6,1%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>10,9</b>	<b>10,4</b>	<b>9,3</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,8%</b>

## 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
<b>SPÓŁKI SPOŻYWCZE</b>																
Astarta*	17,15	4,4	3,1	3,2	0,8	0,7	0,7	-	3,2	2,0	17%	23%	21%	-	-	4,6%
Kemel	41,45	4,5	5,6	5,0	0,4	0,4	0,4	5,0	7,8	7,0	9%	7%	7%	2,1%	2,3%	3,1%
Agrana Beteiligungs	16,60	10,1	8,4	7,9	0,6	0,6	0,6	40,5	22,1	17,7	6%	7%	8%	6,0%	6,0%	6,0%
Bunge Limited	56,55	10,3	9,6	8,9	0,4	0,4	0,3	19,1	15,0	12,8	4%	4%	4%	3,5%	3,8%	4,2%
Cosan	56,14	5,4	5,1	4,7	0,5	0,4	0,4	13,5	11,9	11,5	9%	8%	9%	3,1%	3,5%	4,2%
MHP	8,42	5,2	4,9	4,5	1,2	1,1	1,1	5,8	6,2	4,7	23%	23%	24%	8,9%	8,9%	8,9%
Nisshin Oilio	3540,00	8,5	8,0	7,6	0,5	0,5	0,5	13,4	13,7	13,1	6%	6%	6%	2,3%	2,3%	2,3%
Suedzucker	12,49	-	10,7	6,5	0,7	0,7	0,7	-	-	13,9	-	6%	10%	1,6%	1,6%	2,3%
Wilmar Int.	3,64	14,1	12,8	12,1	0,8	0,7	0,7	14,6	12,8	11,9	6%	6%	6%	2,7%	2,9%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>8,0</b>	<b>6,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>13,5</b>	<b>12,4</b>	<b>11,9</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,2%</b>

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)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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 niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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 niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponex.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primatech, Prochem, Projrzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiac Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Polenergia, Prime Car Management, Primatech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

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

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

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

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.

#### Silne i słabe strony metody wyceny stosowanych w rekomendacjach:

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Dom Maklerski mBanku**

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

**Departament Analiz**

Kamil Kliszczyk  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliscz@mbank.pl](mailto:kamil.kliscz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Joanna Łukasik  
+48 22 697 48 82  
[joanna.lukasik@mbank.pl](mailto:joanna.lukasik@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)