

piątek, 13 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Polwax: kupuj (podtrzymana)

PWX PW; PWX.WA | Chemia, Polska

Projekt Future staje się terażniejszą

Ubiegłoroczny zwrot z akcji Polwaxu, uwzględniając wypłaconą dywidendę, przekroczył 18% i wyraźnie zdystansował benchmark rynkowy. Jednym z katalizatorów była na pewno sprzedaż pakietu akcji przez fundusz Krokus, gdyż spekulacje o potencjalnej podaży od tego akcjonariusza stanowiły wcześniej istotne obciążenie dla kursu Spółki. Już po zmianach właścicielskich WZA zatwierdziło realizację projektu Future, który zdecydowaliśmy się uwzględnić w naszych prognozach i wycenie. Stąd, mimo tylko nieznacznych korekt prognoz na najbliższe lata, podnosimy naszą wycenę do 25,95 PLN/akcję. W krótkim terminie ta inwestycja może co prawda negatywnie odbić się na polityce dywidendowej Spółki, ale sowite wypłaty powrócą od 2020 r., gdyż szacowany FCF yield po uruchomieniu instalacji może docelowo sięgać 19%. W tym kontekście podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Zwracamy ponadto, uwagę, że w tym roku Spółka powinna operować w bardziej sprzyjającym otoczeniu makro, co pozwoli na poprawę rentowności.

Otoczenie makro zmienia się na korzyść

W 2016 presja na ceny gaczy parafinowych (rosnący import świec z Chin obniżył zapotrzebowanie na surowiec w Europie, a jednocześnie wzrosła jego podaż wraz z atrakcyjnymi marżami na bazach olejowych) stanowiła istotne obciążenie dla rentowności w segmencie świecowym (oczekiwania obniżek ze strony klientów i mało elastyczny indeksowany do benchmarku ICIS kontrakt na dostawy z Lotosu). Obecnie obserwujemy już stabilizację cen na europejskim rynku parafin i oczekujemy powrotu długoterminowej korelacji z notowaniami ropy. W takim otoczeniu długoterminowa umowa z rafinerią znów stanowić będzie przewagę konkurencyjną. Dobrą informacją są również drożące substytuty wykorzystywane w masach zniczowych.

Projekt Future dodaje około 2 PLN/akcję...

Przyjęliśmy, że dodatkowe przychody z instalacji odolejania od roku 2020 sięgną niecałe 100 mln PLN (wzrost o 30% vs. przez Zarząd 30-40%), a marża EBITDA sięgnie 15,2% (wobec niecałych 12% w latach 2014-16, ale ma to uzasadnienie w portfelu sprzedażowym), co implikuje wzrost zysku na tym poziomie o około 42% (Zarząd podaje bardziej optymistyczny przedział 50-60%). Wartość dodana z tego projektu w takim scenariuszu sięga około 2,0 PLN/akcję. Zwracamy uwagę, że próg rentowności jest osiągany przy EBITDA 12 mln PLN (wzrost zysku Spółki o 35%).

...ale dywidendy w najbliższych latach będą niższe

W związku z wysokimi nakładami inwestycyjnymi oczekujemy ekspansji bilansu Spółki. Zagregowany ujemny FCF w latach 2017-19 może wynieść -40 mln PLN (średnioroczny CFO ponad 30 mln PLN pomniejszony o łączny CAPEX rzędu 130 mln PLN). Biorąc pod uwagę restrykcje w zakresie wypłaty dywidendy nałożone na Spółkę w umowie kredytowej (brak wypłaty >2,5x dług netto/EBITDA i niższy jej poziom w przedziale 2,0-2,5x), w najbliższych 3 latach oczekujemy wyraźnie niższego DPS. Powrót do wysokich stóp dywidendy będzie możliwy od roku 2020 (średnioroczny FCF w okresie 2020/22 szacujemy na 25 mln PLN, co implikuje FCF/EV rzędu 11%).

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	258,2	280,7	309,1	310,8	314,2
EBITDA	30,8	34,2	34,6	35,7	36,0
marża EBITDA	11,9%	12,2%	11,2%	11,5%	11,5%
EBIT	27,7	30,0	29,9	31,0	31,3
Zysk netto	22,4	23,8	23,5	24,5	24,0
DPS	0,99	1,22	1,06	0,68	0,48
P/E	7,5	7,1	7,3	7,0	7,1
P/CE	6,6	6,0	6,1	5,9	5,9
P/BV	2,6	2,2	1,9	1,6	1,4
EV/EBITDA	6,7	5,8	5,9	5,9	6,8
DYield	6,0%	7,3%	6,4%	4,1%	2,9%

Cena bieżąca	16,60 PLN
Cena docelowa	25,95 PLN
Kapitalizacja	171,0 mln PLN
Free float	145,1 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,43 mln PLN

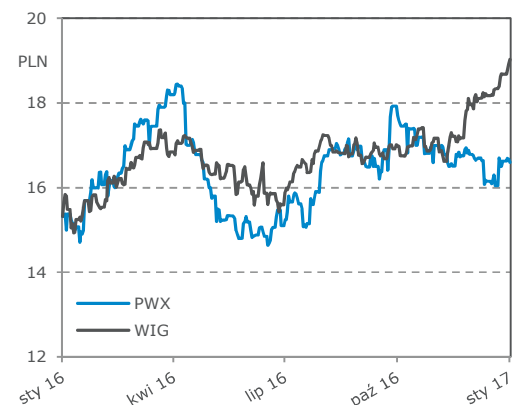
Struktura akcjonariatu*

Dominik Tomczyk	11,70%
NN OFE	9,74%
TFI PZU	7,36%
AVIVA OFE	6,89%
Aviva Investors	6,87%
TFI Trigon	6,45%
Pozostali	50,99%

Profil spółki

Polwax jest jednym z dwóch głównych producentów parafin w Polsce, a jego udział w rynku europejskim można szacować na około 5%. Do roku 2011 Spółka funkcjonowała w strukturach Grupy Lotos pod nazwą Lotos Parafiny. W 2012 roku w wyniku wykupu menedżerskiego zmieniła się struktura akcjonariatu i nazwa Spółki. Polwax posiada dwa zakłady produkcji parafin zlokalizowane w Jaśle i Czechowicach-Dziedzicach oraz fabrykę do produkcji zniczy i świec. Odbiorcami produktów obok segmentu świecowo-zniczowego są firmy z przemysłu metalowego, chemicznego, budowlanego, spożywczego czy też papierniczego.

Kurs akcji PWX na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Polwax	25,95	23,24	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Polwax	16,60	25,95	+56,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
EBITDA	-0,9%	+1,3%	+2,8%
Zysk netto	-4,1%	-0,7%	-1,7%

Analitik:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl

Wyniki 9M'2016 i perspektywy na kolejne lata

Po 9M'2016 Polwax wygenerował niecałe 24 mln PLN EBITDA przy przychodach rzędu 208 mln PLN. Spółka zwiększyła sprzedaż o ponad 16%, a wzrosty były wygenerowane zarówno w obszarze świecowo-zniczowym jak i produktach dedykowanych do przemysłu. W pierwszej kategorii było to pochodną przesunięcia części dostaw do sieci Biedronka z 4Q na 3Q oraz wyższej sprzedaży do producentów świec. Analiza danych wolumenowych (-1% r/r) i średniej ceny w okresie (+19%) jest więc ze względu na zmianę struktury przychodów utrudniona (w 3Q'16 znicze gotowe stanowiły 33% sprzedaży vs. 22% w 3Q'15, co oznacza różnicę r/r o 13 mln PLN). Jeśli chodzi o segment wyrobów dedykowanych do przemysłu to przychody wzrosły r/r o 12%, czemu sprzyjało zarówno zwiększenie wolumenów (+3%) jak i podwyżki cen (+12%). W tym wypadku również mieliśmy do czynienia ze zmianami w koszyku produktowym, gdyż z jednej strony notowano wzmożony popyt na impregnaty do drewna, a z drugiej słabiej prezentowała się kategoria, która była główną siłą napędową sprzedaży w roku 2015, a więc antyzbrylacze do nawozów. Spadkowe tendencje zanotowano również w przypadku klejów Hotmelt.

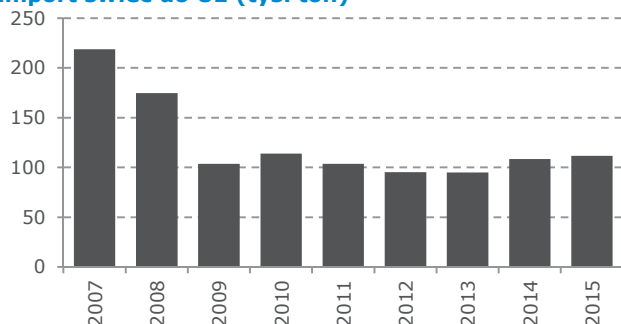
Wyniki kwartalne Polwax

(mln PLN)	9M'16	9M'15	r/r
Przychody	207,7	179,6	16%
segment zniczowy	157,4	134,2	17%
segment przemysłowy	44,7	39,8	12%
Zysk brutto	37,5	35,4	6%
marża brutto	18,0%	19,7%	-
Koszty ogólne	17,3	15,0	15%
EBIT	20,5	20,7	-1%
EBITDA	23,9	23,8	0%
Działalność finansowa	-0,5	-0,7	-
Zysk netto	16,1	16,1	0%

Źródło: Polwax

Na poziomie przychodów Spółce udało się więc ostatecznie wypracować lepsze rezultaty r/r, ale jednocześnie pojawiła się duża presja na realizowane marże. Rentowność brutto ze sprzedaży spadła o prawie 2 punkty procentowe do 18%. Głównym powodem tego pogorszenia były negatywne tendencje na rynku parafiny, które miały swoje dwa kluczowe źródła. Po pierwsze w sierpniu 2015 roku Komisja Europejska zdecydowała o zniesieniu ceł antydumpingowych na import świec, które obowiązywały od 2009 roku, co zaowocowało podażą konkurencyjnych produktów chińskich i zmniejszeniem produkcji w Europie, a co za tym idzie spadkiem zapotrzebowania na gacz parafinowy na rynku lokalnym.

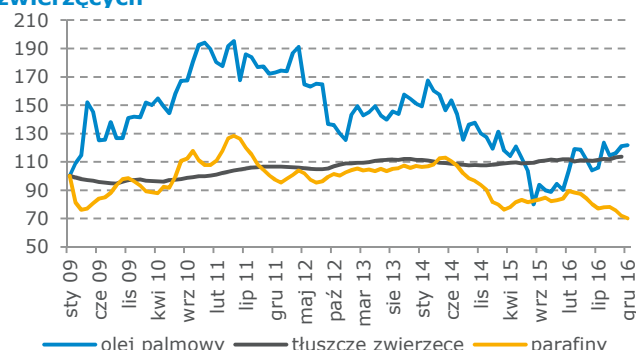
Import świec do UE (tys. ton)



Źródło: ECA, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Jednocześnie pojawiła się większa podaż surowca wynikająca z bardzo korzystnych marż na bazach olejowych (wzrost rentowności na produktach ciężkich w rafinerii w związku ze spadkiem cen ropy), w procesie produkcji, których gacz jest odpadem. W kontekście zwiększenia dostępności surowca i spadku cen spotowych dodatkowym obciążeniem dla Polwaxu był fakt, że około 60-80% surowca kupuje na bazie umowy długoterminowej z Grupą Lotos. Przypominamy, że kontrakt ten bazuje na benchmarkowych notowaniach ICIS, które wolniej odzwierciedlały zmiany rynkowe. W takich okolicznościach Spółka dostosowując swoje cenniki do oczekiwań klientów musiała rezygnować z części marży. Artykuły publikowane na ICIS.com wskazują jednak, że pod koniec roku benchmarkowa cena parafin w Europie spadła o około 30 EUR/t, co powinno wesprzeć marżę Polwaxu poprzez obniżenie kosztów zakupu surowca z rafinerii w Gdańsku.

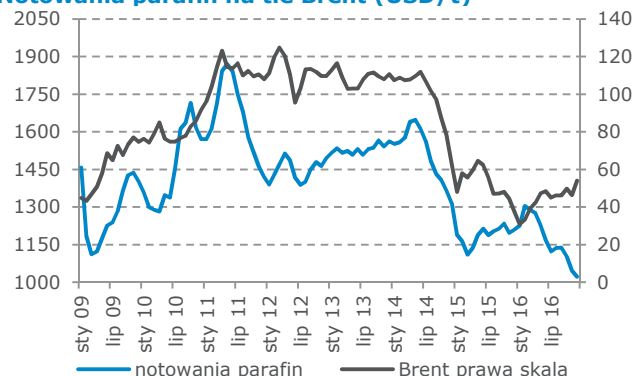
Indeks cenowy parafin, oleju palmowego i tłuszczu zwierzęcych



Źródło: Bloomberg, ICIS.com, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Według analityków ICIS pojawiają się obecnie symptomy stabilizacji na rynku parafinowym, a w Chinach odnotowano nawet podwyżki cen. Naszym zdaniem wzrostowe tendencje są bardzo prawdopodobne z uwagi na wyższe ceny ropy. Poniższy wykres wskazuje co prawda, że w ostatnim roku korelacja pomiędzy mieszanką Brent, a parafinami została zerwana (powody opisaliśmy powyżej), ale w obliczu oczekiwanej dużej presji na rentowność produktów ciężkich należy spodziewać się ograniczenia podaży gaczy parafinowych z strony rafinerii. W takim otoczeniu znów posiadana umowa długoterminowa zabezpieczająca dostawy kluczowego surowca stanie się źródłem przewagi konkurencyjnej Polwaxu. Dodatkowo Spółka może księgować oportunistyczne zyski na zapasach (efekt LIFO). Warto w tym miejscu również podkreślić, że wzrosty na rynku surowcowym praktycznie zminimalizowały presję ze strony substitutów wykorzystywanych w przemyśle zniczowym (tłuszcz zwierzęce, olej palmowy), co także powinno wspierać scenariusz odbudowy marży brutto.

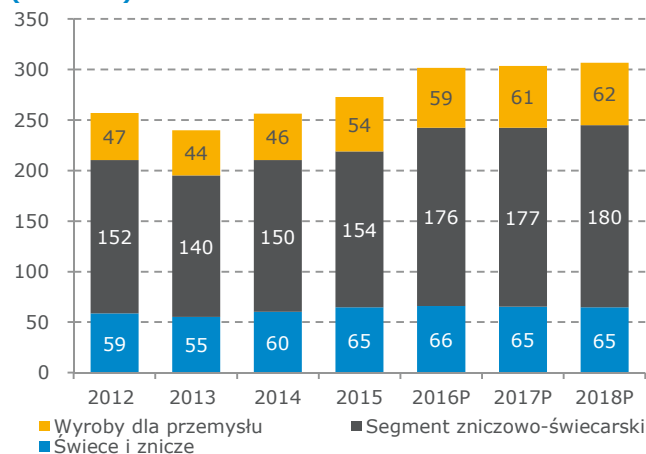
Notowania parafin na tle Brent (USD/t)



Źródło: Bloomberg, ICIS.com, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Biorąc te elementy pod uwagę zakładamy, że w tym roku rentowność brutto na sprzedaży poprawi się o 0,5 punktu procentowego, co przy podobnym poziomie przychodów (wyższe ceny, ale nieco niższy wolumen z uwagi na wysokie zatowarowanie rynku na koniec roku) pozwoli tylko na nieznaczną poprawę na poziomie EBITDA.

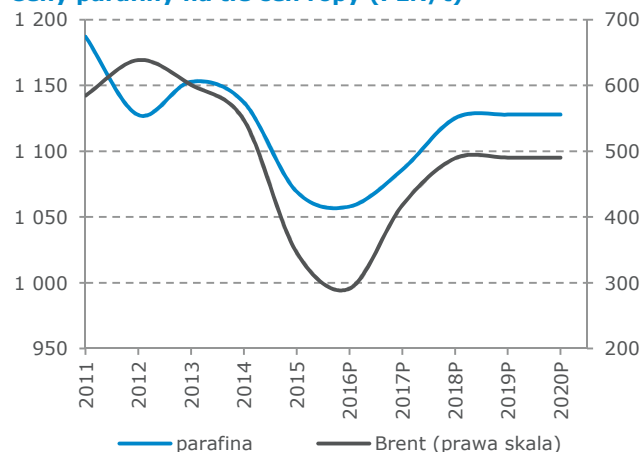
Prognozy sprzedaży według grup produktowych (mln PLN)



Źródło: Polwax, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

W kolejnych latach do czasu uruchomienia nowej instalacji odolejowania rozpuszczalnikowego (planowanej na rok 2020) nie oczekujemy istotnych zmian na poziomie przychodów, gdyż Spółka pracuje blisko optymalnego poziomu wykorzystania mocy. Wolumeny powinny co prawda jeszcze trochę rosnąć (podnieśliśmy nasze dotychczasowe prognozy średnio o 8% z uwagi na lepsze wykonanie 2016 roku), ale zwracamy uwagę, że nowe produkty dedykowane do przemysłu w części przypadków zastępują „stare” pozycje w ofercie (ograniczeniem jest ciąg produkcyjny i możliwość przerobu wszystkich frakcji w ramach kupowanego surowca). W prognozach uwzględniamy korelację cen parafiny z ropą Brent, ale zakładane przez nas wzrosty notowań surowca w latach 2018-19 są częściowo neutralizowane przez zakładane umocnienie złotego. W tym kontekście w średnim terminie wyniki operacyjne Polwaxu powinny być stabilne, ale na poziomie zysku netto oczekujemy niewielkich spadków w związku ze wzrostem kosztów finansowania związanych z kredytem inwestycyjnym na projekt Future.

Ceny parafiny na tle cen ropy (PLN/t)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Projekt Future w wariacie konserwatywnym

Zarząd Polwax, następnie WZA podjęli odpowiednie decyzje korporacyjne, które otwierają drogę rozpoczęcia realizacji inwestycji strategicznej polegającej na budowie i uruchomieniu Instalacji Odolejania Rozpuszczalnikowego zlokalizowanej w zakładzie produkcyjnym Spółki w Czechowicach-Dziedzicach o mocach 30 tys. ton. Przypominamy, że szacowany łączny koszt inwestycji wynosi 123,6 mln PLN (8 mln PLN już zostało wydane). Będzie ona finansowana ze środków własnych oraz kredytu. Przewidywany okres jej zakończenia to grudzień 2019 roku. Spółka podpisała także umowę kredytową z ING na 68 mln PLN i 6,5 mln EUR, którego termin spłaty przypada na wrzesień 2026 roku. Według wstępnych szacunków Zarządu inwestycja ma pozwolić na zwiększenie przychodów od 2020 roku o 30-40% (wzrost udziału wyżej marżowych produktów dedykowanych do przemysłu z 19% do 50%) i poprawę EBITDA o 50-60%. Spółka deklaruje, że wstępne badanie rynku wskazało, że gdyby instalacja była gotowa dzisiaj to natychmiast jej obłożenie sięgnęłoby 70% z uwagi na duże zainteresowanie klientów.

Analiza wrażliwości NPV projektu Future (w przeliczeniu na akcję Polwax) w zależności od przyrostu przychodów i marży EBITDA

	Marża EBITDA				
	14,2%	14,7%	15,2%	15,7%	16,2%
Przychody +20%	-2,8	-2,5	-2,3	-2,0	-1,8
Przychody +25%	-1,0	-0,7	-0,4	-0,1	0,2
Przychody +30%	1,2	1,6	2,0	2,4	2,8
Przychody +35%	2,5	2,9	3,3	3,8	4,2
Przychody +40%	4,2	4,7	5,2	5,7	6,2

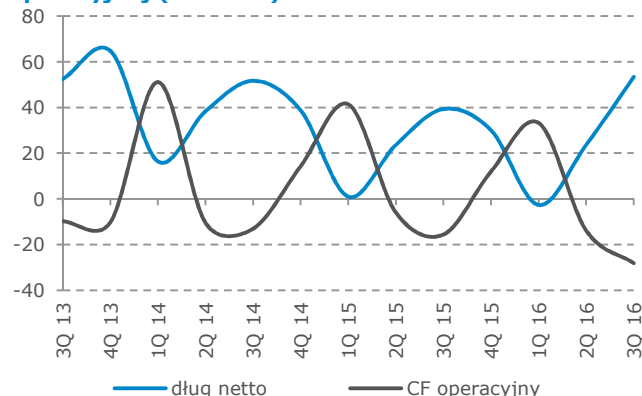
Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

W związku z finalną decyzją o realizacji projektu Future zdecydowaliśmy się uwzględnić go w naszym modelu wyceny. Poruszając się w ramach przedziałów projekcji Zarządu przyjęliśmy, że dodatkowe przychody z tej instalacji od roku 2020 sięgną niecałe 100 mln PLN (wzrost o 30%), a marża EBITDA sięgnie 15,2% (wobec niecałych 12% w latach 2014-16), co implikuje wzrost zysku na tym poziomie o około 42% (Zarząd podał tutaj bardziej optymistyczny przedział 50-60%). Naszym zdaniem uzasadnione jest założenie wyższej rentowności w stosunku do obecnego portfela sprzedażowego z uwagi na koncentrację na produktach dedykowanych do przemysłu. Implikowana wartość dodana z tego projektu w takim scenariuszu sięga około 2,0 PLN/akcję. W powyższej tabeli przedstawiliśmy analizę wrażliwości NPV na poziom przychodów i rentowności. Zwracamy uwagę, że projekt osiąga próg rentowności przy zysku EBITDA 12 mln PLN (wzrost zysku Spółki o 35%).

Dług netto i potencjał dywidendowy

Dług netto Polwaxu na koniec września wyniósł 53,3 mln PLN i był niższy od stanu na koniec 2015 roku o 23 mln PLN. Obok wypłaconej dywidendy (-10,8 mln PLN) źródłem tego zwiększenia był przede wszystkim sezonowy efekt wzrostu należności związany z realizacją kontraktu do sieci Biedronka, dla których termin płatności jest wydłużony do 90 dni (wypływ gotówki z tego tytułu był większy niż w 3Q'15 z uwagi na przesunięcie części dostaw z 4Q - około 13 mln PLN). W 4Q część tych faktur powinna zostać już opłacona, a dodatkowo Spółka zapewne skorzysta z usługi faktoringu i dlatego oczekujemy, że na koniec grudnia dług netto spadnie do około 35 mln PLN (1,0x EBITDA). Przypominamy, że standardowo w końcówce roku Polwax obniża stany zapasów, co również ma związek z realizacją dostaw dla Jeronimo Martins (do momentu dostaw do sieci, znicze znajdują się na bilansie Spółki).

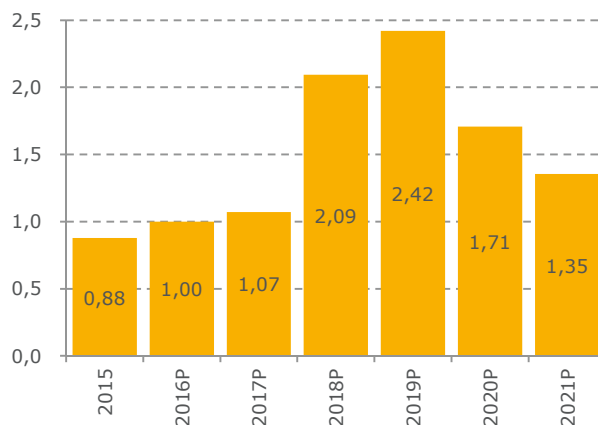
Dług netto na tle przepływów z działalności operacyjnej (mln PLN)



Źródło: Polwax, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

W kolejnych latach kluczowym czynnikiem wpływającym na poziom przepływów netto będą wydatki na projekt Future, które łącznie sięgną w okresie 2017-19 około 115 mln PLN. Przyjeliśmy, że najtrudniejszy pod tym względem będzie rok 2018, w którym płatności sięgną 60 mln PLN (25 mln PLN w 2017 i 30 mln PLN w 2019 roku), ale Spółka finalny harmonogram poda zapewne dopiero po podpisaniu umowy z wykonawcą inwestycji. W tym czasie średnioroczne przepływy z działalności operacyjnej powinny sięgać około 30 mln PLN. Zagregowany ujemny FCF w latach 2017-19, przy uwzględnieniu organicznych wydatków inwestycyjnych na poziomie 5 mln PLN rocznie, powinien więc wynieść -40 mln PLN. Przypominamy, że aktualna polityka dywidendowa Spółki zakłada wypłatę 30-50% zysku netto w formie dywidendy, ale jednocześnie podpisana umowa kredytowa na finansowanie projektu Future wprowadza restrykcje dotyczące wypłaty w sytuacji, gdy wskaźnik dług netto/EBITDA znajduje się powyżej 2,0x (w przedziale 2,0-2,5 przewidziano wypłatę w ograniczonym zakresie, a powyżej 2,5x byłaby ona wstrzymana).

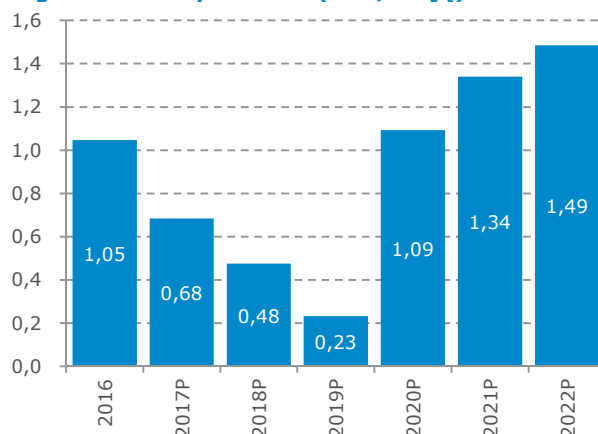
Wskaźnik długu netto w relacji do EBITDA



Źródło: Polwax, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Naszym zdaniem uwzględniając te warunki bankowe realna jest wypłata 30% zysku z roku 2016 (DPS rzędu 0,68 PLN i Dyield na poziomie 4,1%) i 20% w roku kolejnym (Dyiel 2,9%). W 2019 roku oczekujemy symbolicznej dywidendy (10% zysku 2019) i powrót do wysokich wypłat od roku 2020 (po oddaniu instalacji odolejania potencjał dywidendowy szacujemy na około 13-15 mln PLN czyli 8% Dyield).

Prognozowana dywidenda (PLN/akcję)



Źródło: Polwax, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wycena

Wartość spółki Polwax szacujemy na podstawie modelu DCF oraz metody porównawczej. Cenę docelową akcji Polwax szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na 25,95 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	22,53
Wycena DCF	50%	26,13
cena wynikowa		24,33
cena docelowa za 9 m-cy		25,95

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec 2016 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2015 powiększony o wypłaconą dywidendę.
- W modelu uwzględniamy przedstawione poniżej założenia makroekonomiczne.
- W roku 2025 amortyzacja jest wyższa niż CAPEX, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 8,3 mln PLN.
- Przepływy pieniężne korygujemy o wielkość odsetek od należności uzyskiwanych od Jeronimo Martins, które traktujemy jako przepływ operacyjny.
- Przy obliczaniu FCFTV do wartości rezydualnej przyjmujemy poziom sprzedaży oraz marżę EBITDA z roku 2025.
- Po roku 2025 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%, a współczynnik beta na poziomie 1,1.

Dodatkowe założenia

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
USD/PLN	3,77	3,94	4,11	4,05	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
EUR/PLN	4,18	4,37	4,33	4,25	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
cena ropy Brent (USD/Bbl)	52,3	44,0	60,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	58,4	59,0	58,5	58,5	58,8	79,0	84,0	84,4	84,8	85,2	85,7
segment zniczowo-świecarski	42,8	43,0	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5
segment przemysłowy	15,6	16,0	16,0	16,0	16,3	36,5	41,5	41,9	42,3	42,7	43,2

Model DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025+
Przychody ze sprzedaży	309	311	314	310	388	408	409	411	412	414	411
zmiana	10,1%	0,6%	1,1%	-1,2%	25,2%	4,9%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,0%
EBITDA	34,6	35,7	36,0	35,1	46,3	49,9	48,9	48,9	48,9	48,9	48,5
marża EBITDA	11,2%	11,5%	11,5%	11,3%	11,9%	12,2%	11,9%	11,9%	11,9%	11,8%	11,8%
Amortyzacja	4,7	4,6	4,7	4,7	9,6	9,9	10,2	10,5	10,3	10,1	8,3
EBIT	29,9	31,0	31,3	30,4	36,7	40,0	38,7	38,4	38,6	38,7	40,2
marża EBIT	9,7%	10,0%	10,0%	9,8%	9,5%	9,8%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,8%
Opodatkowanie EBIT	5,7	5,9	6,0	5,8	7,0	7,6	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
NOPLAT	24,2	25,1	25,4	24,6	29,8	32,4	31,4	31,1	31,3	31,4	32,6
CAPEX	-4,8	-29,8	-64,9	-34,8	-7,8	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,3	-8,3
Kapitał obrotowy	-17,1	4,1	3,7	0,6	-12,4	-7,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Odsetki od należności JM	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
FCF	7,9	4,9	-30,2	-4,1	19,9	28,1	34,0	34,0	33,9	33,8	33,2
WACC	8,0%	8,0%	7,6%	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%	8,6%	8,6%	8,6%
współczynnik dyskonta	100%	92,6%	86,0%	79,9%	74,2%	68,7%	63,5%	58,6%	53,9%	49,7%	49,7%
PV FCF	7,9	4,6	-26,0	-3,3	14,8	19,3	21,6	19,9	18,3	16,8	
WACC	8,0%	8,0%	7,6%	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%	8,6%	8,6%	8,6%
Koszt długu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Premia za ryzyko	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	27,8%	26,3%	37,4%	36,7%	32,7%	27,4%	20,9%	16,4%	11,9%	11,9%	10,0%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

Wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%
Wartość rezydualna (TV)	435,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	216,2
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	93,8
Wartość firmy (EV)	310
Dług netto	40,8
Wartość firmy	269,2
Liczba akcji (mln)	10,3
Wartość firmy na akcję (PLN)	26,1
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,7%
Cena docelowa (PLN)	27,9
EV/EBITDA('17) dla wyceny DCF	8,6
P/E('17) dla wyceny DCF	11,0
Udział TV w EV	70%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	23,2	25,3	27,9	31,3	35,8
WACC +0,5 p.p.	24,2	26,5	29,4	33,4	38,8
WACC	25,3	27,9	31,3	35,8	42,4
WACC -0,5 p.p.	26,5	29,4	33,4	38,8	46,9
WACC -1,0 p.p.	27,9	31,3	35,8	42,4	52,6

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2016-2018 (z uwagi na zakończenie roku obniżyliśmy wagę dla 2016). Grupa porównawcza jest dość zróżnicowana z uwagi na fakt, że znaczna część konkurentów to spółki niepubliczne (w szczególności podmioty zależne ogromnych koncernów). W ramach wyselekcjonowanych spółek znalazły się więc zarówno producenci koncentrujący się na produktach parafinowych czy olejach bazowych (niemiecki H&R,

egipska Alexandria Mineral Oils, amerykański Calumet Specialty Products i japońskie Moresco), jak i Sasol (największy światowy producent parafiny, która jednak ma niewielki udział w całkowitej sprzedaży koncernu) czy Fuchs Petrolub (producent specjalistycznych olejów i lubrykantów, głównie do segmentu motoryzacyjnego i przemysłowego). Uwzględniliśmy również Ciech, aby pojawił się lokalny punkt odniesienia z szeroko rozumianej branży chemicznej.

Analiza porównawcza

				P/E				EV/EBITDA		
	Cena	2015	2016P	2017P	2018P		2015	2016P	2017P	2018P
ALEXANDRIA MINERAL OILS	79,7	-	18,8	9,4	7,7	-	13,0	6,1	4,8	
CALUMET SPECIALTY PRODUCTS	4,4	2,1	-	-	-	6,6	12,7	8,8	8,6	
CIECH	63,1	9,7	6,8	12,0	12,7	6,6	5,5	7,0	7,0	
FUCHS PETROLUB	37,5	21,6	20,8	19,9	19,1	13,8	13,1	12,6	12,1	
H&R AG	15,2	22,2	13,8	13,9	13,4	8,5	6,8	6,7	6,5	
MORESCO	1 670,0	11,5	9,8	-	-	6,6	5,9	-	-	
SASOL	41 885	8,4	10,4	11,0	9,5	5,6	6,4	5,8	5,0	
Maksimum		22,2	20,8	19,9	19,1	13,8	13,1	12,6	12,1	
Minimum		2,1	6,8	9,4	7,7	5,6	5,5	5,8	4,8	
Mediana		10,6	12,1	12,0	12,7	6,6	6,8	6,8	6,7	
POLWAX	16,60	7,2	7,3	7,0	7,1	5,9	5,9	5,9	6,8	
(premia / dyskonto)		-32%	-40%	-42%	-44%	-11%	-12%	-14%	2%	
Implikowana wycena										
Mediana		10,6	12,1	12,0	12,7	6,6	6,8	6,8	6,7	
Waga wskaźnika				50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	10,0%	45,0%	45,0%	0,0%	10,0%	45,0%	45,0%	
Wartość firmy na akcję (PLN)										
	22,5									

Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	258,2	280,7	309,1	310,8	314,2	310,3	388,5
zmiana	7,1%	8,7%	10,1%	0,6%	1,1%	-1,2%	25,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	46,9	51,5	53,7	55,5	56,3	55,6	64,0
marża	18,2%	18,4%	17,4%	17,9%	17,9%	17,9%	16,5%
Koszty sprzedaży	7,2	7,8	9,3	9,3	9,4	9,3	10,9
Koszty ogólnego zarządu	13,3	14,4	14,8	15,2	15,6	16,0	16,4
Pozostała działalność operacyjna	1,2	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	27,7	30,0	29,9	31,0	31,3	30,4	36,7
zmiana	11,3%	8,3%	-0,4%	3,8%	1,0%	-3,1%	21,0%
marża EBIT	10,7%	10,7%	9,7%	10,0%	10,0%	9,8%	9,5%
Wynik na działalności finansowej	0,1	-0,4	-0,5	-0,8	-1,7	-2,6	-2,7
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Zysk brutto	27,8	29,6	29,3	30,2	29,7	27,8	34,1
Podatek dochodowy	5,4	5,7	5,9	5,7	5,6	5,3	6,5
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Zysk netto	22,4	23,8	23,5	24,5	24,0	22,5	27,6
zmiana	12,2%	6,4%	-1,6%	4,3%	-1,9%	-6,3%	22,6%
marża	8,7%	8,5%	7,6%	7,9%	7,6%	7,3%	7,1%
Amortyzacja	3,1	4,3	4,7	4,6	4,7	4,7	9,6
EBITDA	30,8	34,2	34,6	35,7	36,0	35,1	46,3
zmiana	11,7%	11,3%	0,9%	3,2%	1,1%	-2,7%	32,1%
marża EBITDA	11,9%	12,2%	11,2%	11,5%	11,5%	11,3%	11,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,1	10,2	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
EPS	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,2	2,7
CEPS	2,5	2,8	2,7	2,8	2,8	2,6	3,6
ROAE	31,5%	28,6%	23,9%	21,0%	17,6%	14,6%	16,1%
ROAA	17,3%	16,4%	14,2%	12,0%	9,7%	8,4%	9,9%

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	124,0	135,6	154,5	175,7	232,3	261,6	276,7
Majątek trwały	34,5	45,1	45,1	70,3	130,5	160,6	158,8
Rzeczowe aktywa trwałe	32,7	43,0	43,2	67,7	126,2	155,5	153,9
Wartości niematerialne i prawne	0,6	0,5	0,4	1,0	2,7	3,5	3,3
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Majątek obrotowy	89,5	90,5	109,4	105,4	101,9	101,0	117,9
Zapasy	38,6	31,5	38,6	38,9	39,3	38,8	48,6
Należności krótkoterminowe	50,4	57,1	68,5	64,3	60,3	60,0	66,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	0,2	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
PASYWA	124,0	135,6	154,5	175,7	232,3	261,6	276,7
Kapitał własny	65,4	77,0	89,7	107,2	126,3	146,4	162,7
Kapitał akcyjny	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe kapitały własne	64,9	76,5	89,2	106,6	125,8	145,9	162,2
Zobowiązania długoterminowe	7,8	4,9	10,5	11,1	16,7	18,2	17,4
Pożyczki i kredyty	4,7	0,0	5,6	6,1	11,8	13,2	12,5
Pozostałe	3,2	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Zobowiązania krótkoterminowe	50,7	51,8	52,5	55,7	87,5	95,2	94,8
Pożyczki i kredyty	34,3	31,7	31,0	34,1	65,7	73,6	69,2
Zobowiązania handlowe	12,3	14,3	15,8	15,9	16,0	15,8	19,8
Pozostałe	4,0	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Dług	39,0	31,7	36,6	40,2	77,5	86,9	81,7
Dług netto	38,7	30,1	34,6	38,2	75,5	84,9	79,2
(Dług netto / Kapitał własny)	59,2%	39,0%	38,5%	35,7%	59,8%	58,0%	48,6%
(Dług netto / EBITDA)	1,3	0,9	1,0	1,1	2,1	2,4	1,7
BVPS	6,5	7,6	8,7	10,4	12,3	14,2	15,8

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy operacyjne	41,8	31,7	11,0	33,2	32,5	27,8	24,8
Zysk netto	22,4	23,8	23,5	24,5	24,0	22,5	27,6
Amortyzacja	3,1	4,3	4,7	4,6	4,7	4,7	9,6
Kapitał obrotowy	14,8	2,9	-17,1	4,1	3,7	0,6	-12,4
Pozostałe	1,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-4,3	-9,6	-4,8	-29,8	-64,9	-34,8	-7,8
CAPEX	-5,0	-9,6	-4,8	-29,8	-64,9	-34,8	-7,8
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Pozostałe	0,7	0,0	0,0	0,0	-1,0	-2,0	-3,0
Przepływy finansowe	-39,7	-20,6	-5,9	-3,4	32,4	7,0	-16,5
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-28,3	-7,5	4,8	3,6	37,3	9,4	-5,2
Dywidenda (buy-back)	-10,0	-12,3	-10,8	-7,0	-4,9	-2,4	-11,2
Pozostałe	-1,4	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2,2	1,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,5
Środki pieniężne na koniec okresu	0,2	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5
DPS (PLN)	0,99	1,22	1,06	0,68	0,48	0,23	1,09
FCF	35,2	21,8	6,8	4,2	-29,7	-2,4	22,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,9%	3,4%	1,6%	9,6%	20,6%	11,2%	2,0%

Wskaźniki rynkowe

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
P/E	7,5	7,1	7,3	7,0	7,1	7,6	6,2
P/CE	6,6	6,0	6,1	5,9	5,9	6,3	4,6
P/BV	2,6	2,2	1,9	1,6	1,4	1,2	1,1
P/S	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,4
FCF/EV	17,1%	11,0%	3,3%	2,0%	-12,1%	-0,9%	9,1%
EV/EBITDA	6,7	5,8	5,9	5,9	6,8	7,3	5,4
EV/EBIT	7,4	6,6	6,9	6,7	7,9	8,4	6,8
EV/S	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,6
DYield	6,0%	7,3%	6,4%	4,1%	2,9%	1,4%	6,6%
Cena (PLN)	16,60						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,1	10,2	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
MC (mln PLN)	167,4	168,7	171,0	171,0	171,0	171,0	171,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	206,1	198,8	205,6	209,2	246,5	255,9	250,1

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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – 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.

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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

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 wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 13 stycznia 2017 o godzinie 8:37.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 stycznia 2017 o godzinie 8:37,

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Powielanie, 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.

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.

Silne i słabe strony metod 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.

Rekomendacje dotyczące spółki Polwax wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	15,70
WIG w dniu rekomendacji	44 294,89

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

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

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

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

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl