wtorek, 28 sierpnia 2018 | opracowanie cykliczne

# Espresso surowcowe

## Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

### Rynek energetyczny

Ceny energii na rynku niemieckim przekroczyły 50 EUR/MWh napędzane przede wszystkim ciągle rosnącymi notowaniami $CO_2$ (już ponad 21 EUR/t). W Polsce kontrakt roczny również przekroczył kolejną barierę na poziomie 250 PLN/MWh, a co ważne dla lokalnych wytwórców spread po kosztach emisji nadal się rozszerza. Mocno drożeją także zielone certyfikaty, co powinno w końcu przełożyć się na notowania Energi (kwestia wyceny roszczeń farm wiatrowych i rentowności posiadanej floty OZE, która przecież korzysta też bardzo mocno na rosnących cenach energii).

### Rynek paliwowy

Po dwóch tygodniach lepszych odczytów marże rafineryjne skorygowały się do poziomu 6 USD/Bbl głównie z uwagi na rosnącą cenę ropy (spadki zapasów, brak dodatkowej podaży z OPEC, spadek liczby wiertni w USA), ale również na wygasanie problemów logistycznych w Europie związanych z niskim stanem rzek. Warto zwrócić uwagę na wyraźną presję na marżach na HSFO i utrzymujący się niski poziom dyferencjału Ural/Brent (efekt mniejszej podaży ropy ciężkiej w regionie – plany załadunkowe w Primorsku na wrzesień najniższe od lutego i –27% r/r). Pozytywną informacją dla sektora jest odbicie na marżach petrochemicznych, ale nadal problemem jest drożejący gaz (od początku kwartału już +10%).

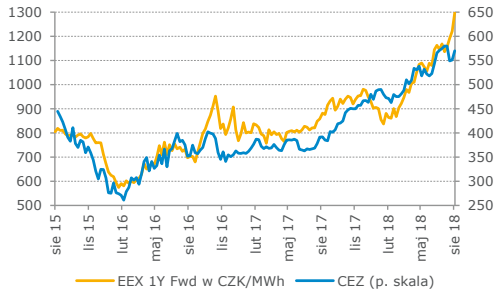
### Rynek metali

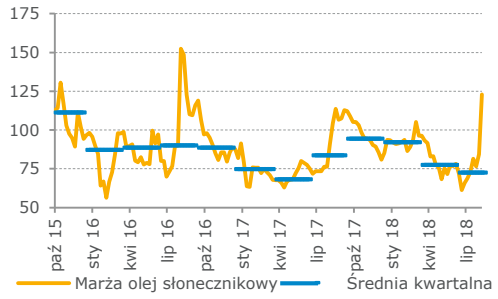
Od kilku dni odbijają ceny miedzi, co można tłumaczyć nieoczekiwanymi przestojami w niektórych kopalniach na świecie (Andida 200 tys. ton rocznie, Las Bambas 380 tys. ton rocznie, Antucoya 80 tys. ton rocznie).
Import netto miedzi do Chin w VII'18 wzrósł o 12,2% r/r. Był to jednocześnie czwarty miesiąc z rzędu kiedy fizyczne dostawy surowca do Chin wyraźnie rosły w ujęciu r/r.

### Rynek stali

Ceny produktów stalowych w Chinach od tygodnia znajdują się w korekcie. Uczestnicy rynku komentują, że do spadków przyczyniły się prawdopodobnie nowe cła na linii USA-Chiny.
Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że różnica między węglem koksującym, a koksem wzrosła w ubiegłym tygodniu do 146 USD/t. oznacza to rekordowy poziom od kiedy śledzimy powyższy spread (pozytywnie dla JSW; patrz strona 11).
Ceny złomu stalowego spadły od szczytu o 18% (w samym VII'18 -9%), w efekcie marża producentów elektrycznych na produkcji pręta żebrowanego wzrosła w VII'18 o 30% do najwyższego od wielu lat poziomu (pozytywnie dla Cognor; patrz strona 10).

### Wykres tygodnia




Źródło: Bloomberg

### CEZ został w tyle za cenami energii

Historyczna korelacja energii z notowaniami CEZ jest bardzo wysoka, dlatego zwracamy uwagę na ostatnie rozejście się tych parametrów. Oczywiście ze względu na hedging, aktualne wysokie ceny zostaną odzwierciedlone w wynikach CEZ dopiero po 2020, ale potencjalna skala wpływu na EBITDA robi wrażenie (~10 mld CZK). Pozostaje tylko pytanie jak w tych warunkach potoczą się losy projektu atomowego.

### Marże na tłoczeniu słonecznika

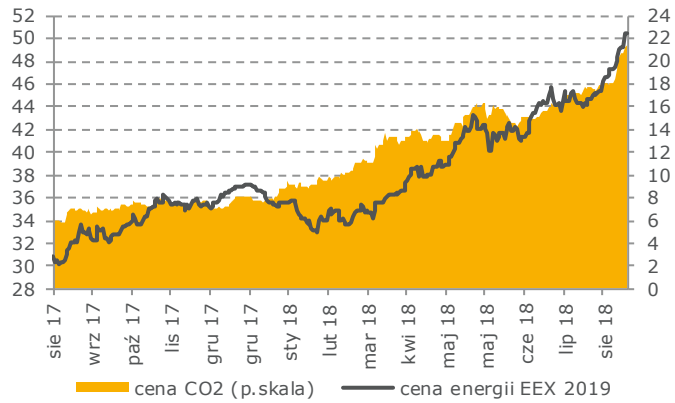
Ceny słonecznika w tygodniu na Ukrainie spadły o 10%. Ceny oleju słonecznikowego wzrosły w samym VII o 6%. W efekcie marże na tłoczeniu oleju słonecznikowego wzrosły do poziomu 122,9 USD/t, co oznacza najwyższy poziom od września 2016 roku. Informacja jest jednoznacznie pozytywna dla Kernela. O możliwym wzroście marży w kolejnym sezonie pisaliśmy w raporcie na Kernel 23.07.2018.

### Zwrot tygodniowy oraz YTD

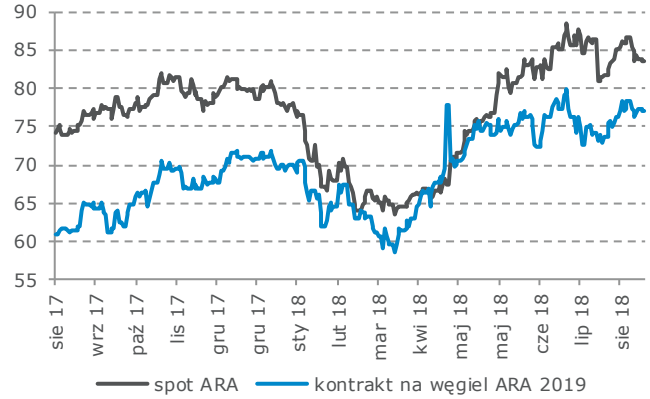
| Spółka | 1W | YTD |
|---|---|---|
| ZE PAK | -1,5% | -36% |
| Tauron | -1,4% | -33% |
| Astarta | -1,2% | -37% |
| IMC | -0,8% | -5% |
| ZCh Police | -0,8% | -11% |
| Energa | -0,8% | -34% |
| Orzeł Biały | -0,8% | +4% |
| Impexmetal | -0,8% | -8% |
| Tupras | -0,7% | +11% |
| Kernel | -0,6% | +9% |
| Enea | -0,6% | -24% |
| ZA Puławy | -0,5% | -31% |
| Unipetrol | -0,3% | +1% |
| LW Bogdanka | -0,2% | -11% |
| Tarczyński | +0,0% | +21% |
| PKN Orlen | +1,6% | -3% |
| CEZ | +3,4% | +22% |
| Kęty | +3,5% | +2% |
| PGNiG | +3,5% | -11% |
| MOL | +4,3% | -1% |
| PGE | +4,8% | -25% |
| OMV | +5,4% | -11% |
| Lotos | +5,8% | +22% |
| Grupa Azoty | +6,9% | -43% |
| JSW | +7,4% | -16% |
| Boryszew | +8,2% | -24% |
| KGHM | +10,0% | -17% |
| **Indeksy WIG** | **1W** | **YTD** |
| WIG | +4,6% | -4% |
| Chemia | +3,0% | -26% |
| Energia | +2,3% | -25% |
| Paliwa | +2,8% | -2% |
| Spożywczy | -0,5% | -3% |
| Surowce | +9,0% | -16% |
| Ukraina | -0,9% | -11% |
| **Indeksy sektor** | **1W** | **YTD** |
| Górnictwo | +2,7% | -1% |
| Oil & Gas E&P | +3,3% | +8% |
| Refining EU | +6,2% | +13% |
| Refining US | +5,4% | +29% |
| Agri & Food | -0,2% | +1% |
| Kauczuki | +2,5% | -4% |
| Nawozy | +3,2% | +13% |
| Chemicals EU | +3,7% | +1% |
| Industrials EU | +1,1% | +3% |
| Petchem World | +2,2% | +6% |
| Utilities EU | -0,4% | +4% |
| Utilities US | -1,7% | +4% |

# Energetyka

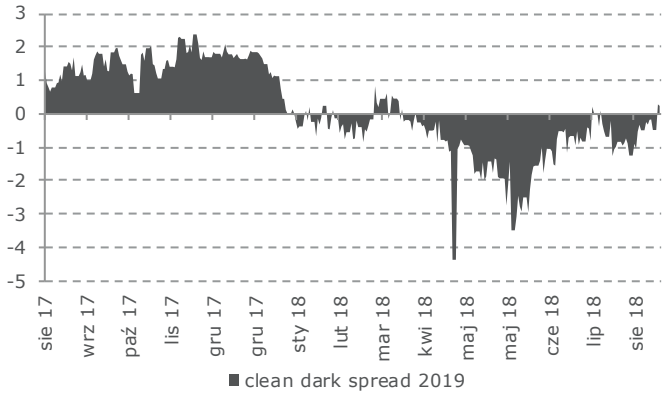
## Cena energii (EUR/MWh) i cena $CO_2$ (EUR/t)




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



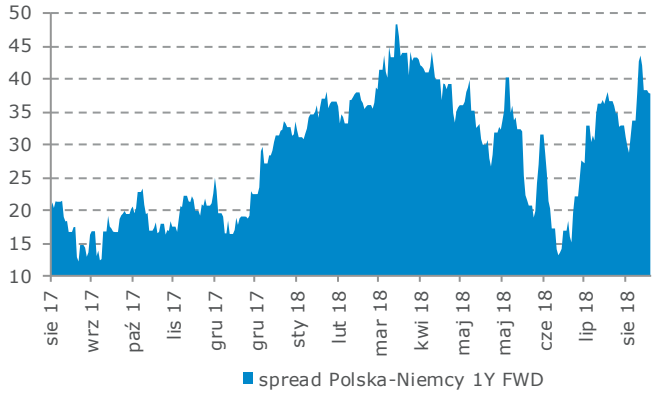

## Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



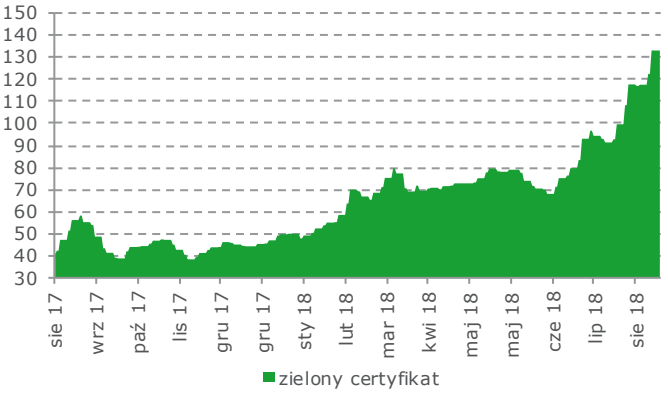

## Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



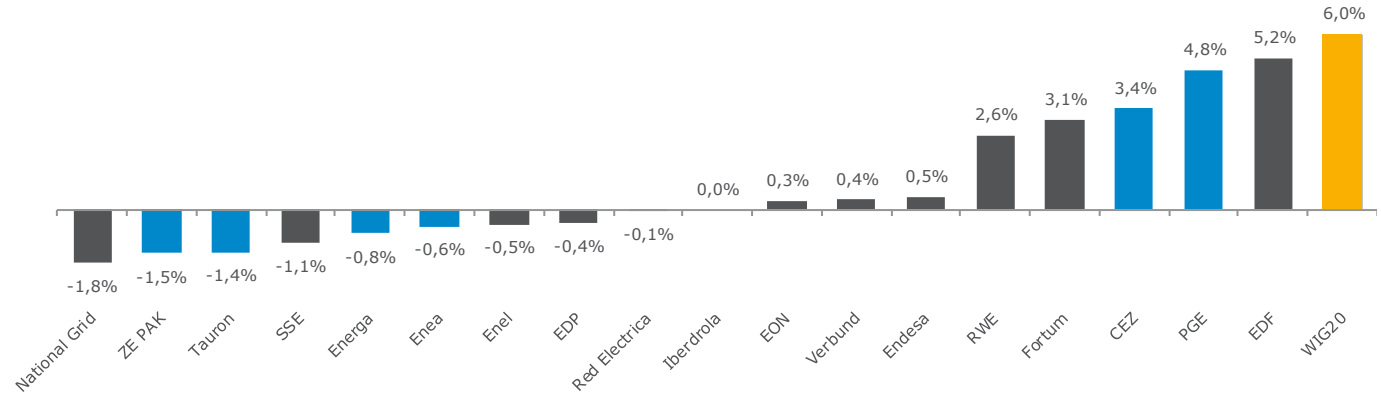

## Spread w cenach energii (PLN/MWh)




## Zielony certyfikat (PLN/MWh)



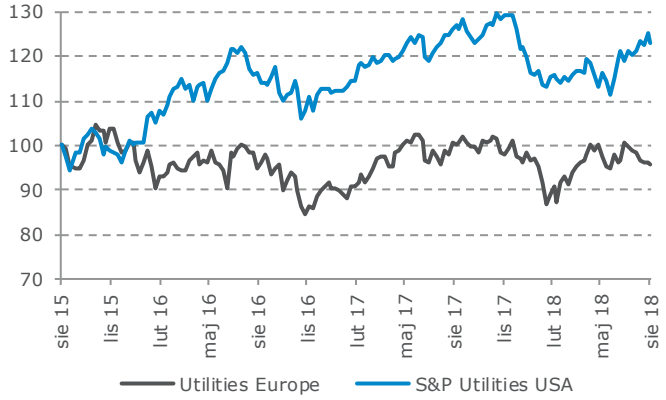

## Tygodniowy performance spółek energetycznych



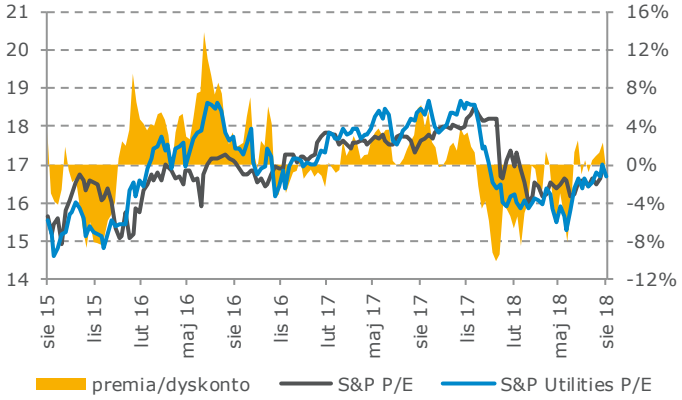

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

# Energetyka

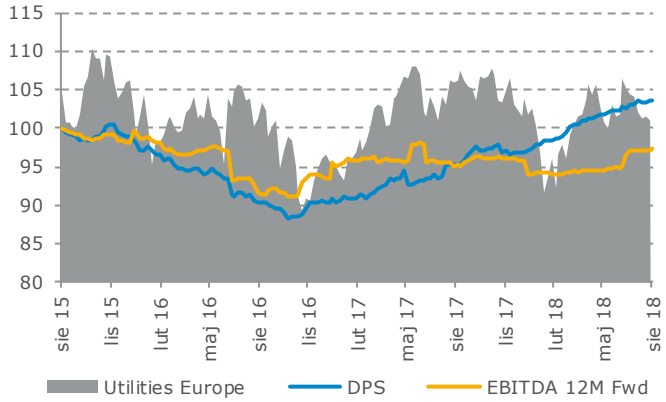
### Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



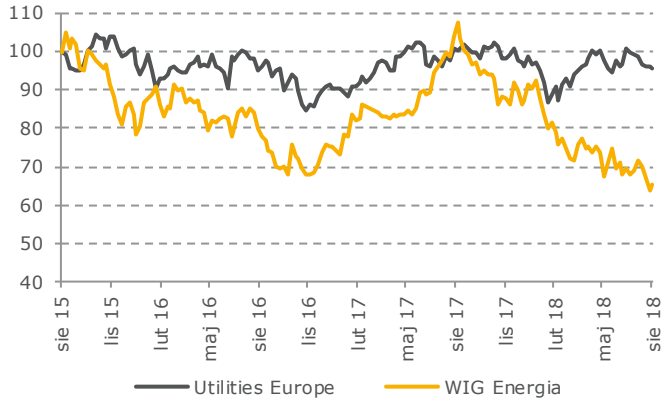

### Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



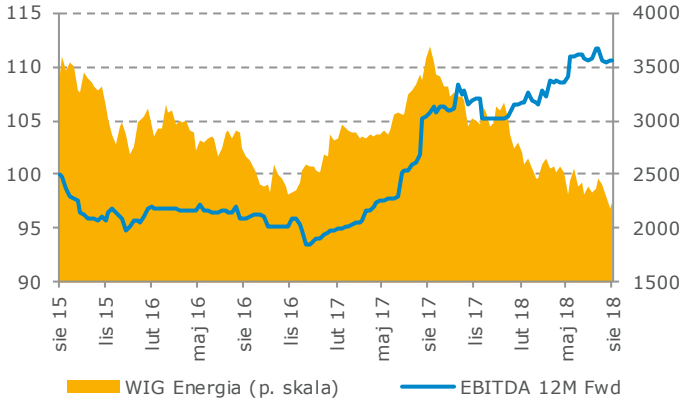

### Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



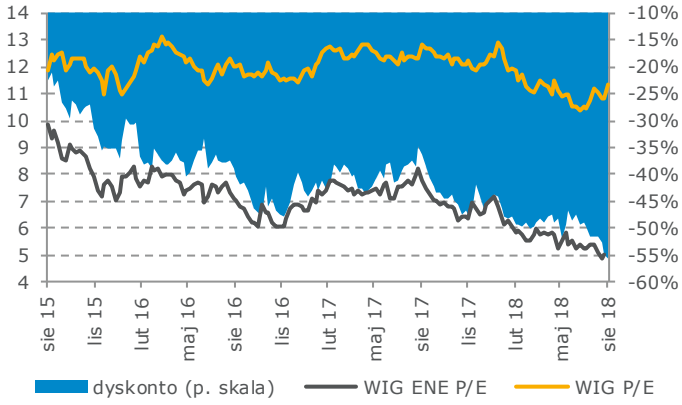

### Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



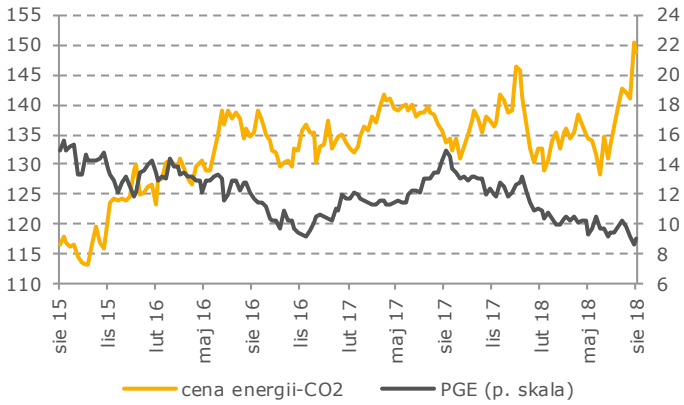

### Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



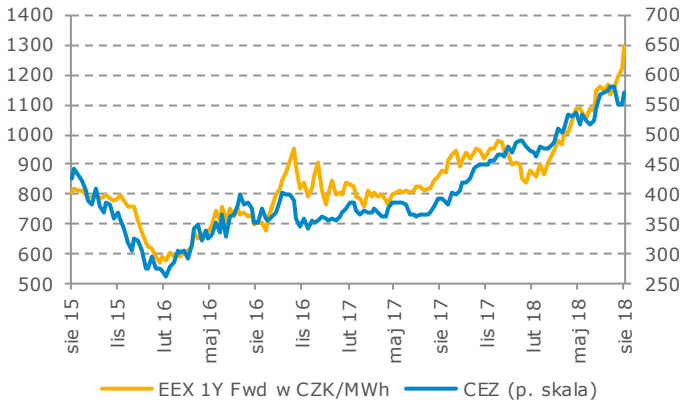

### Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku




### Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o $CO_2$



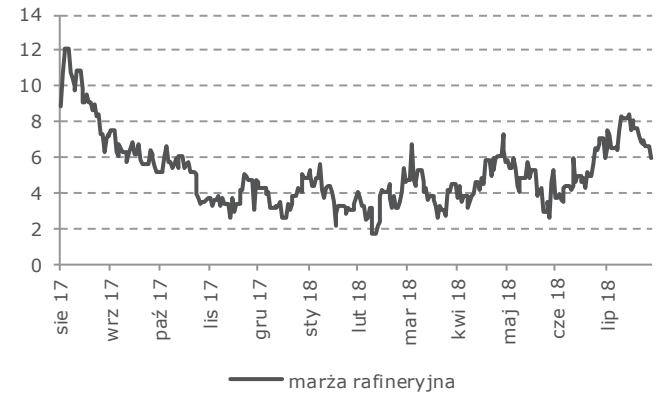

### Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



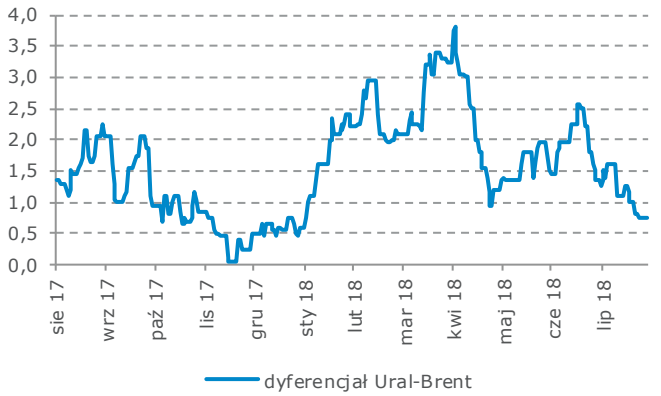

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

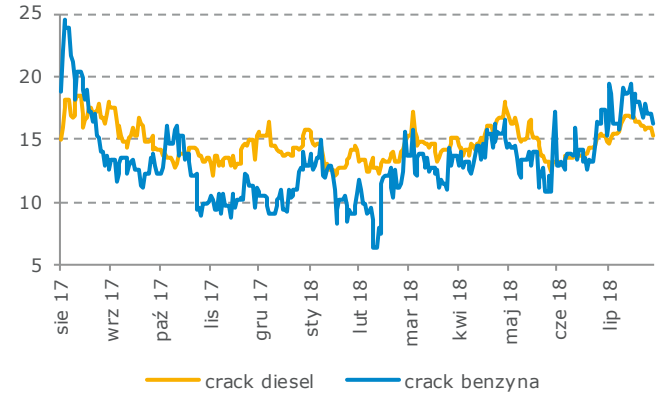
### Marża rafineryjna (USD/Bbl)



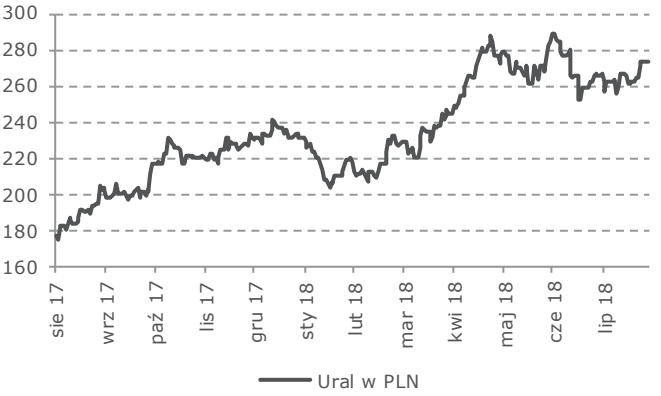

### Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



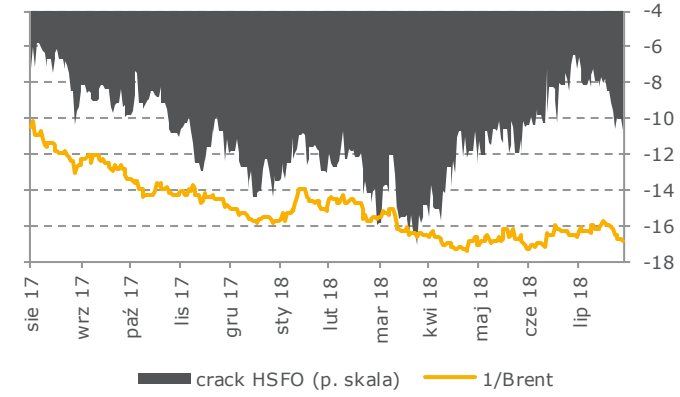

### Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



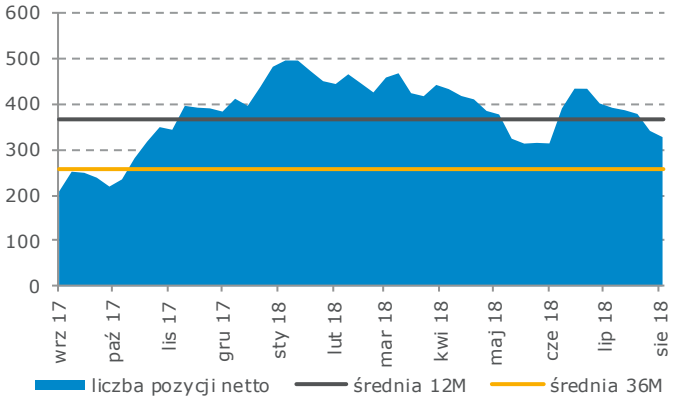

### Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



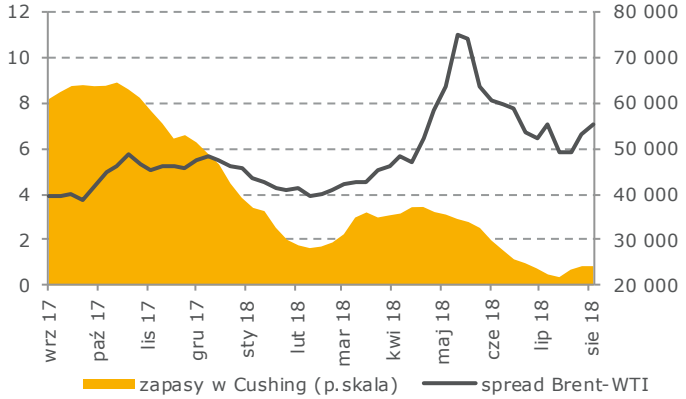

### Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



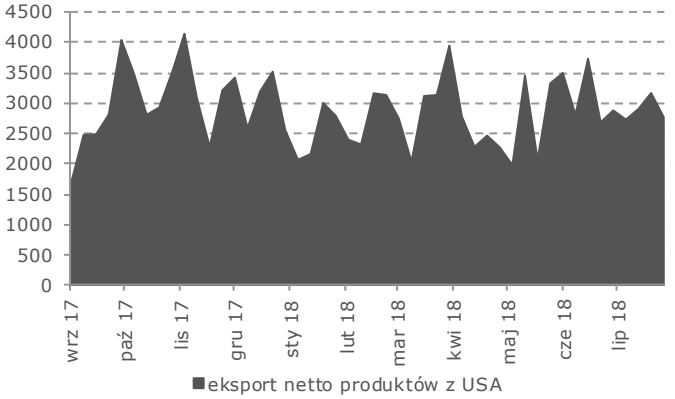

### Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC




### Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



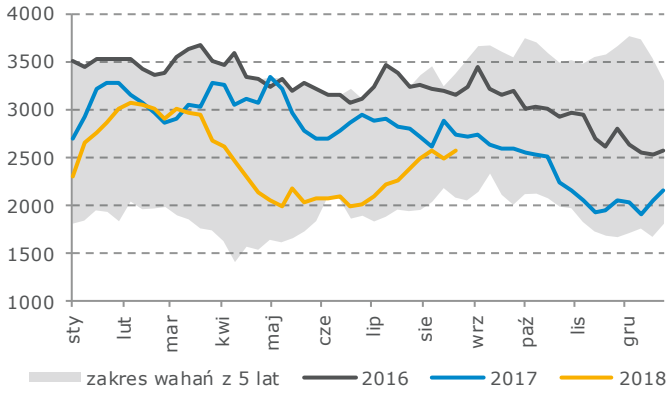

### Eksport netto paliw z USA



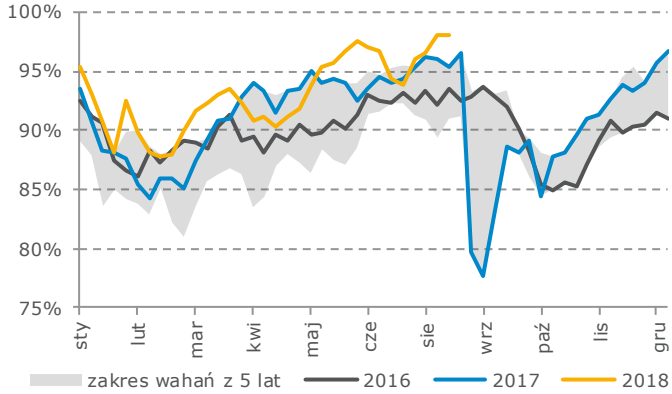

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

# Paliwa

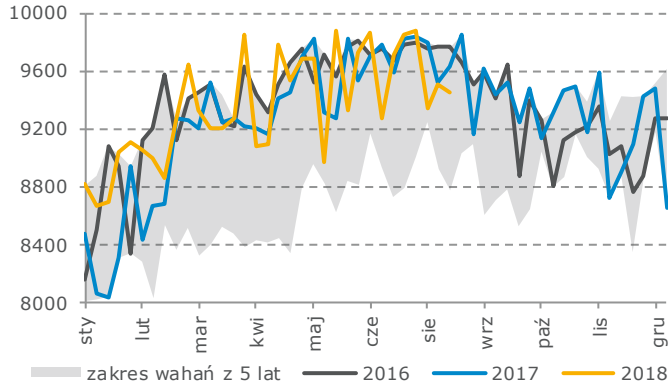
## Zapasy diesla w portach ARA



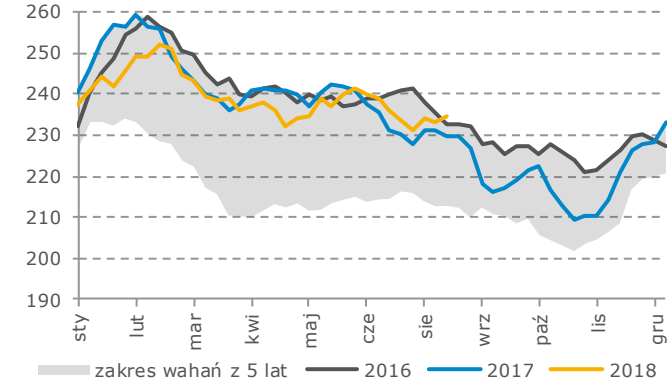

## Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



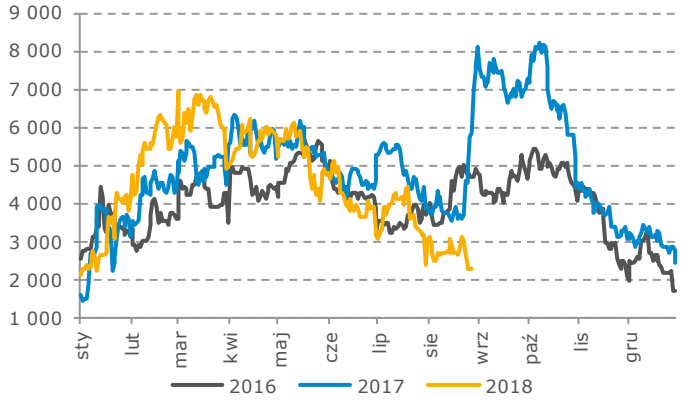

## Popyt na benzynę w USA



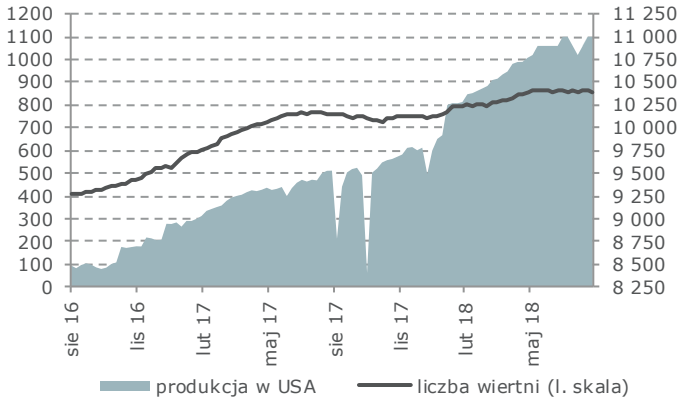

## Zapasy benzyny w USA



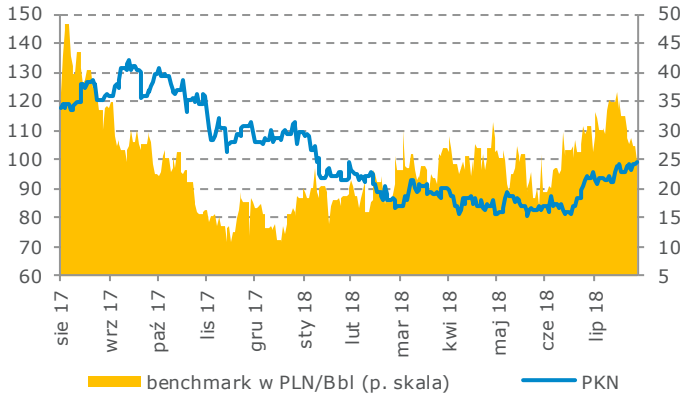

## Globalne przestoje remontowe w rafineriach



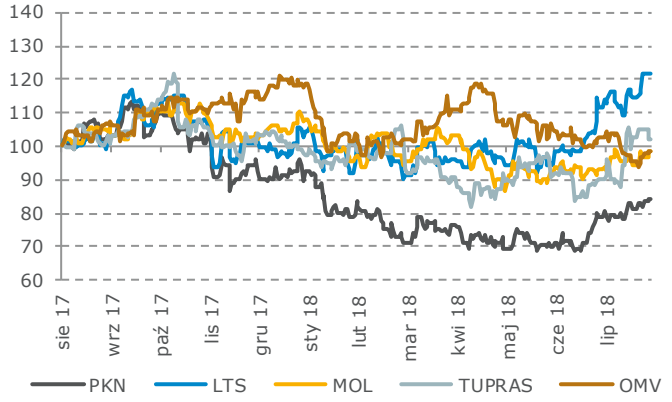

## Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni




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



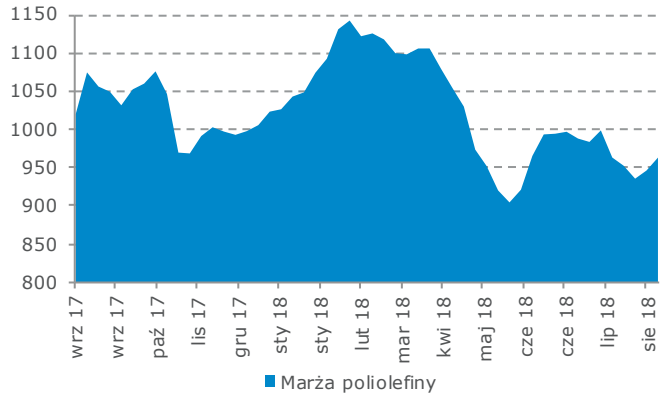

## Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



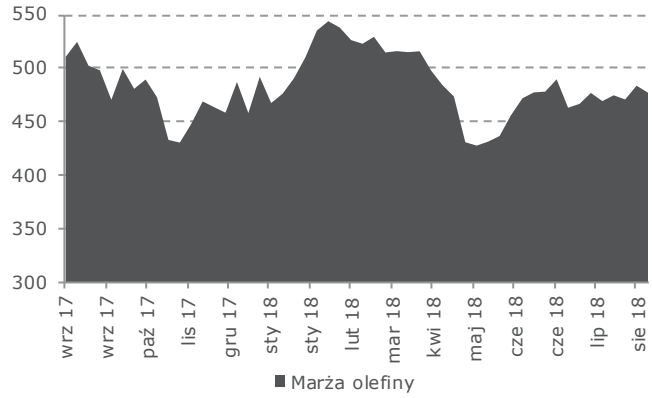

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

# Petrochemia/Gaz

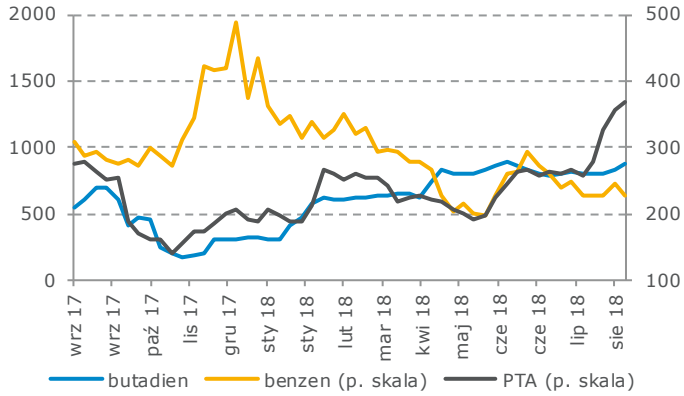
## Marża petrochemiczna poliolefiny



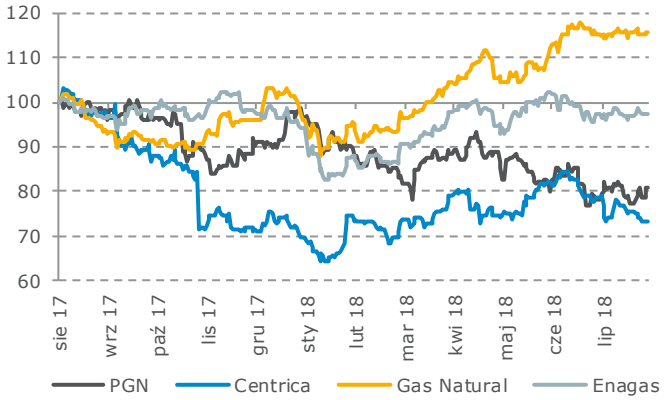

## Marża petrochemiczna olefiny



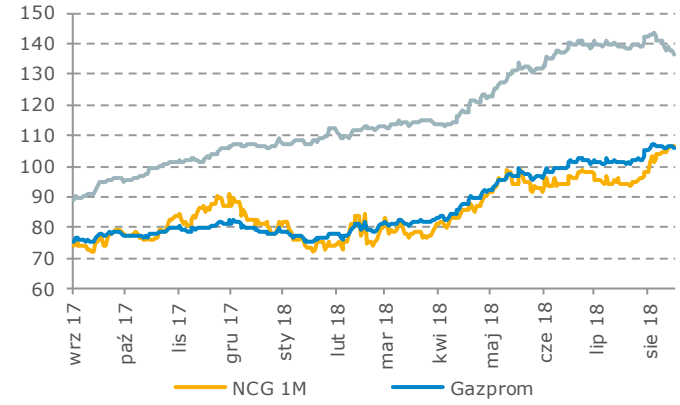

## Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



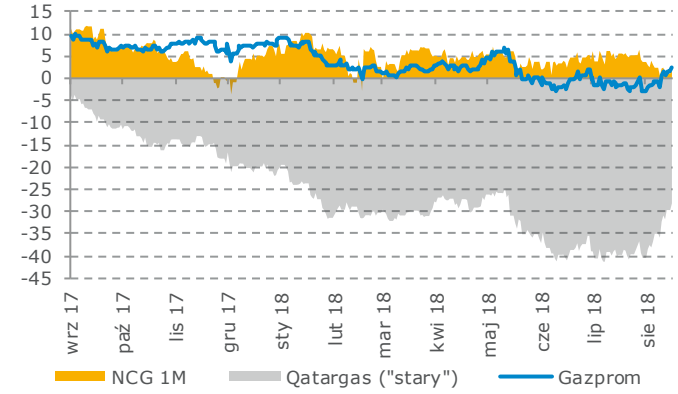

## Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



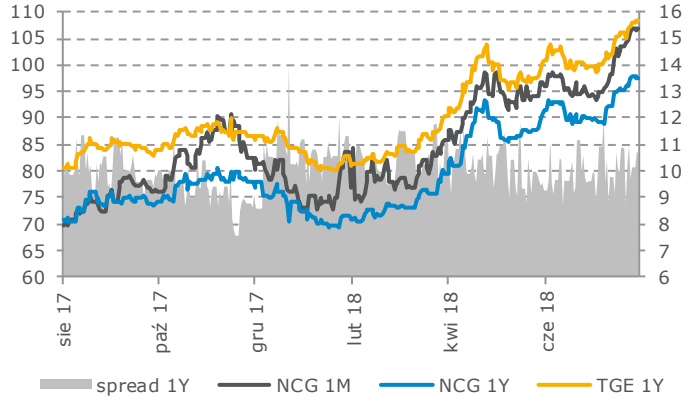

## Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



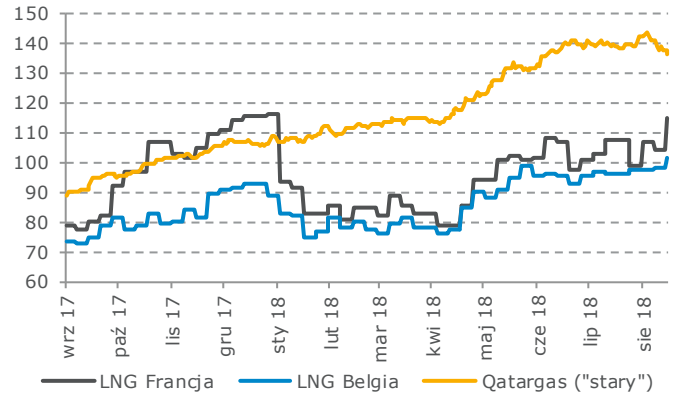

## Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh




## Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



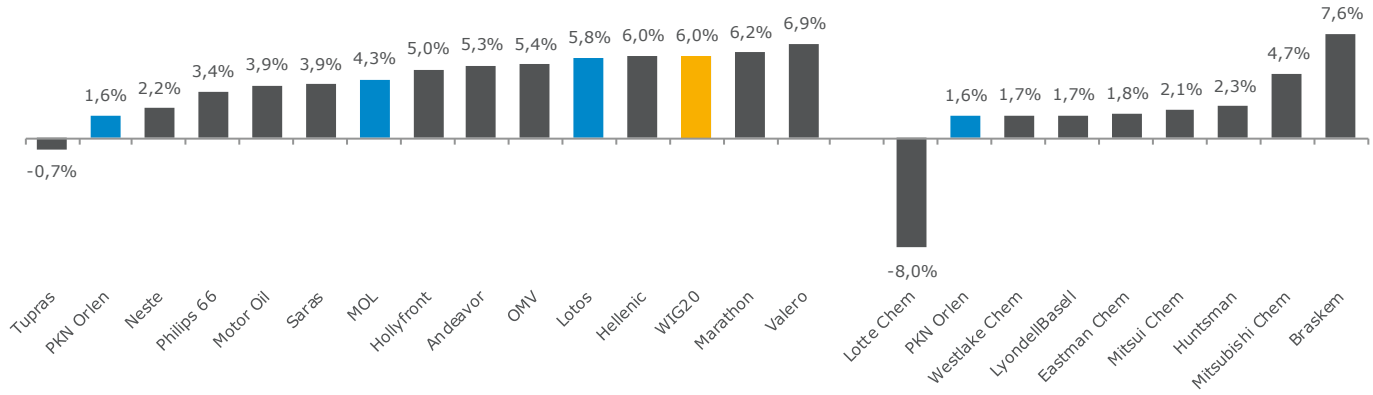

## Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



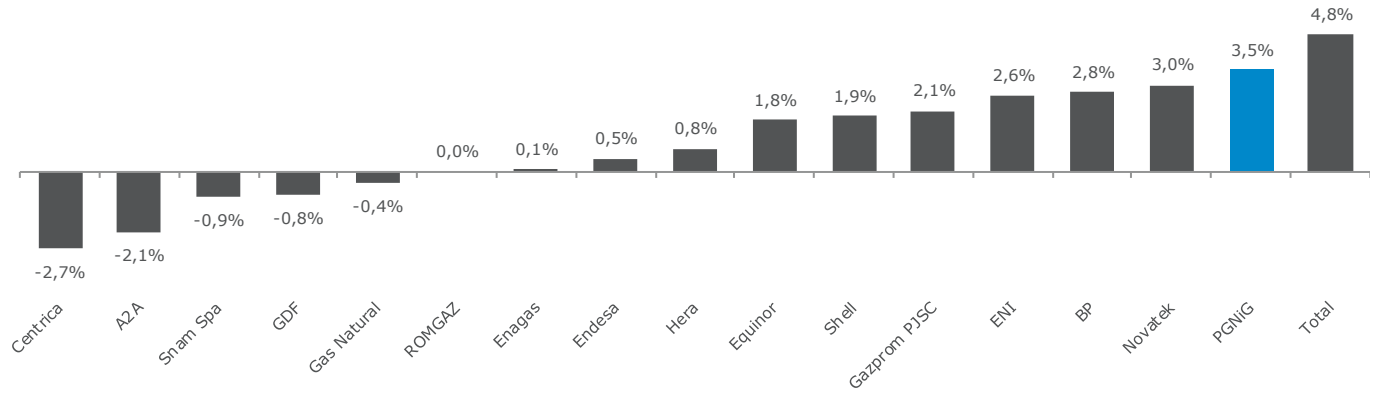

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

# Tygodniowy performance

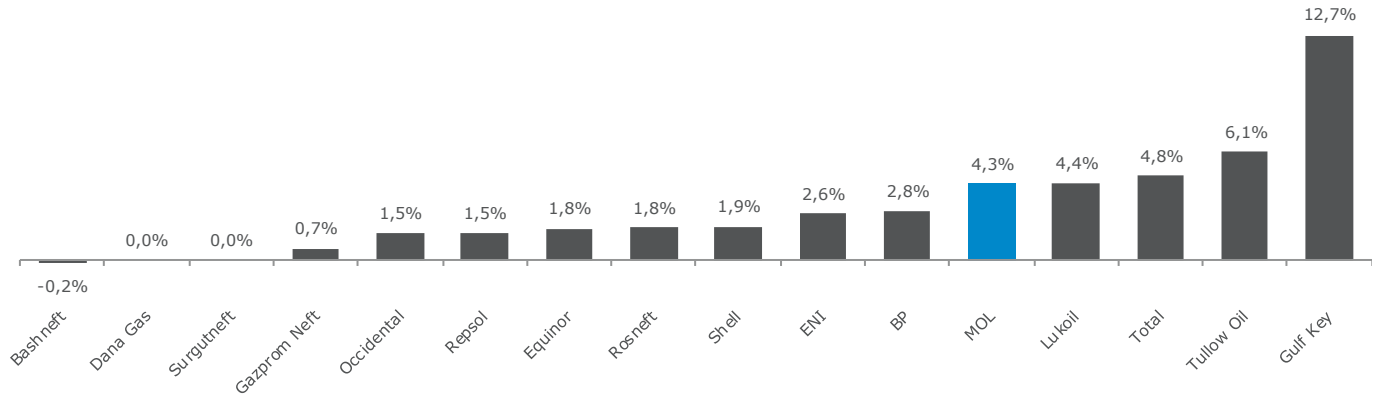
## Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



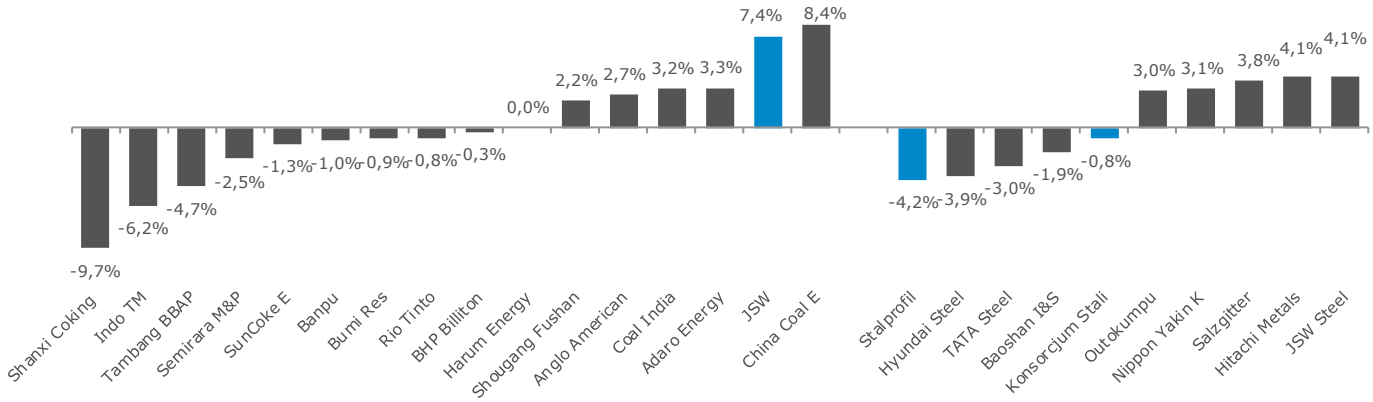

## Spółki gazowe




## Spółki wydobywcze



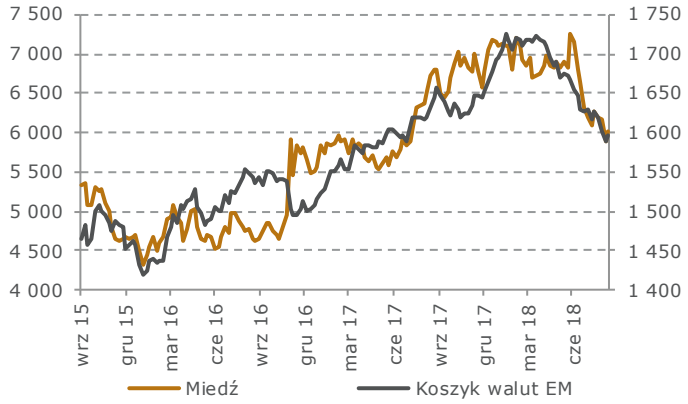

## Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



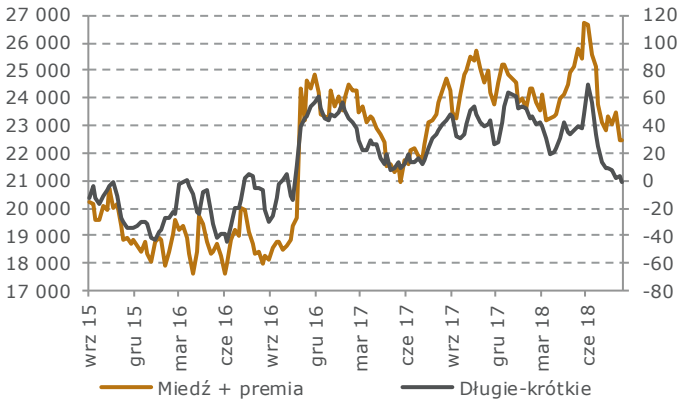

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

# Surowce (miedź)

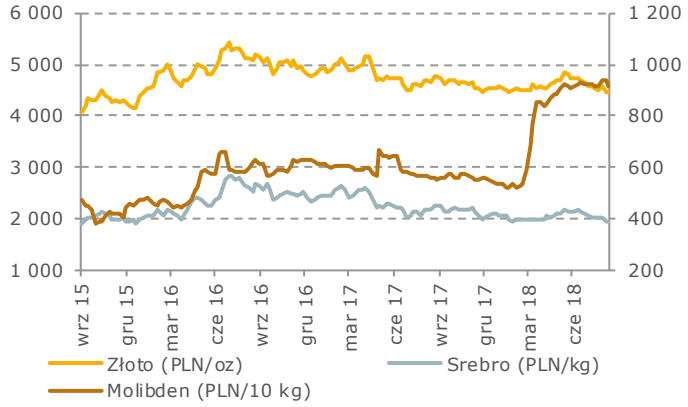
## Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)




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



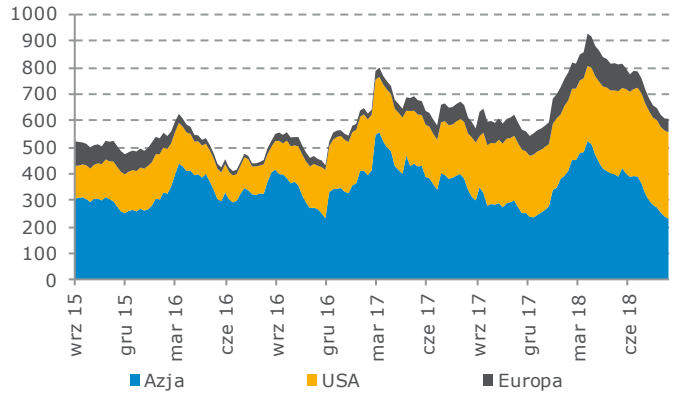

## Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



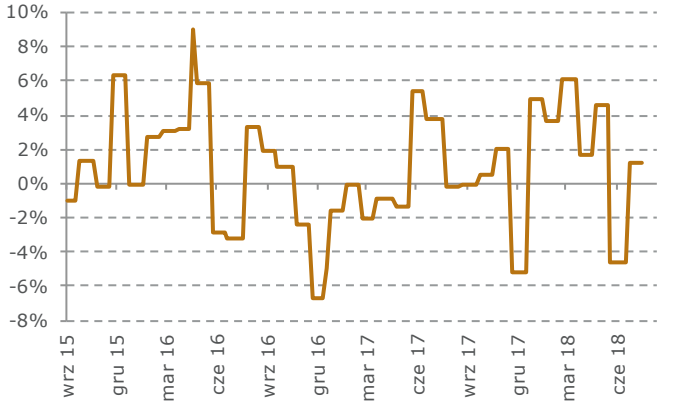

## Wartości premii producenckiej dla miedzi (PLN/t)



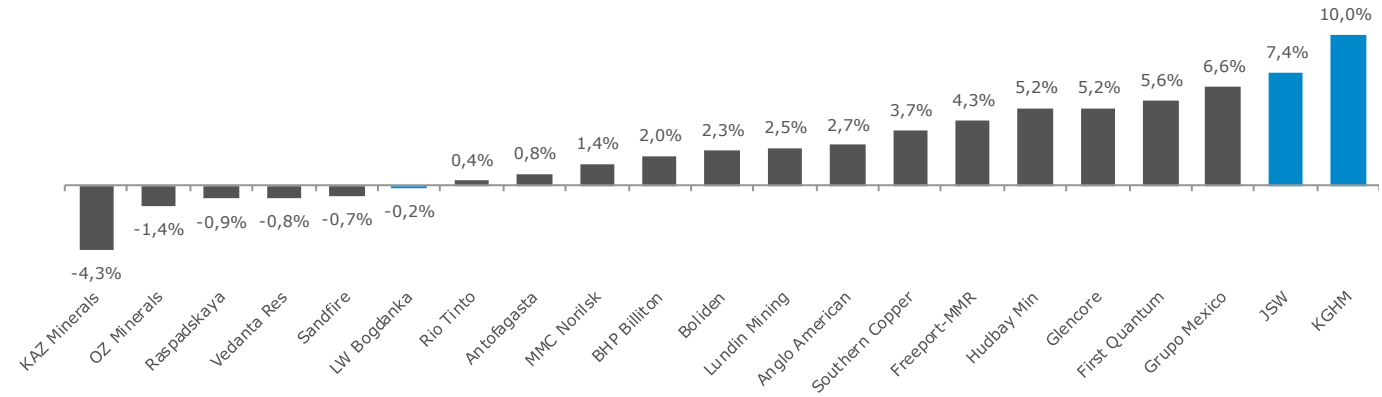

## Zapasy miedzi na świecie (tys. t)




## Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



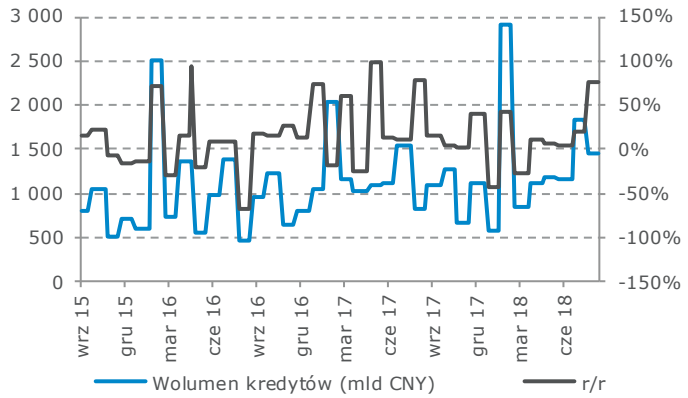

## Tygodniowy performance spółek surowcowych



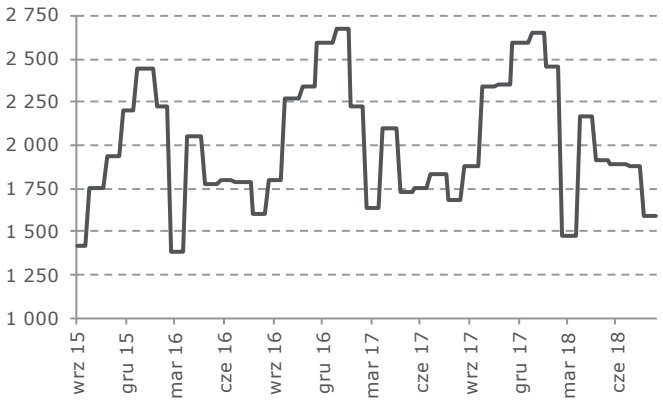

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

# Surowce (miedź)

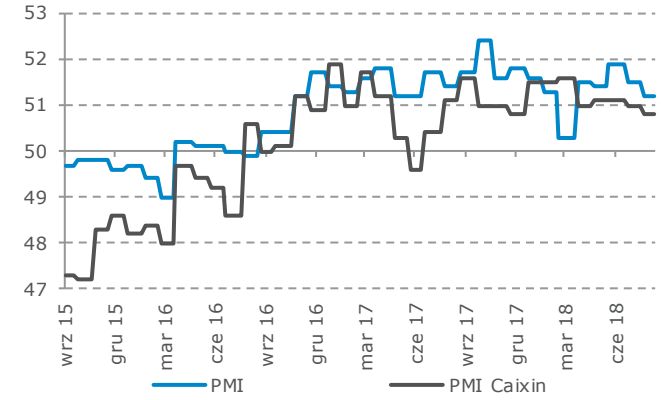
### Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



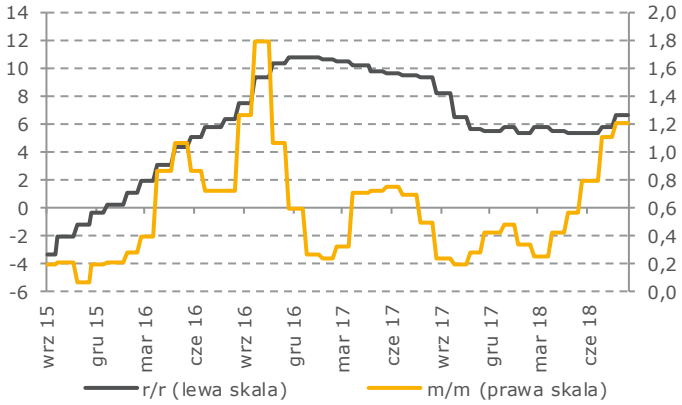

### Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



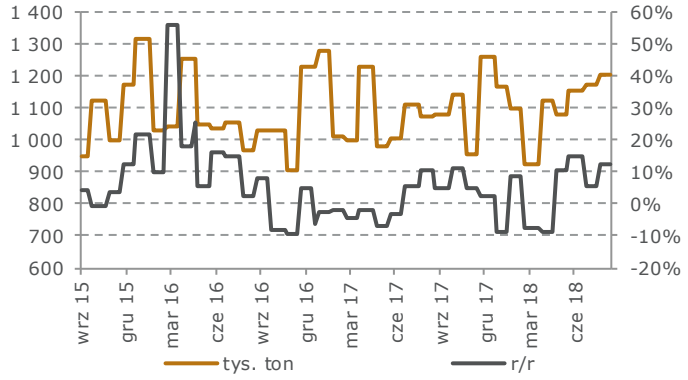

### Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



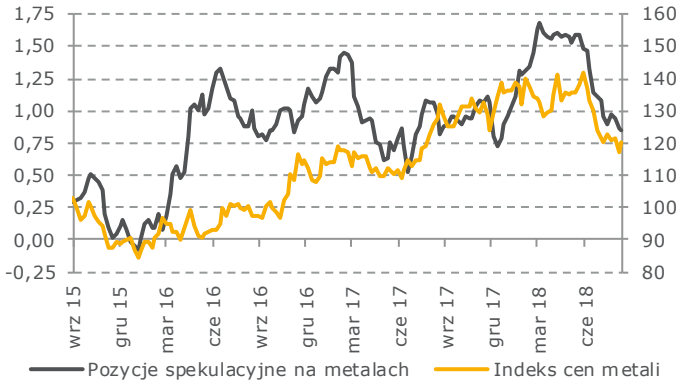

### Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



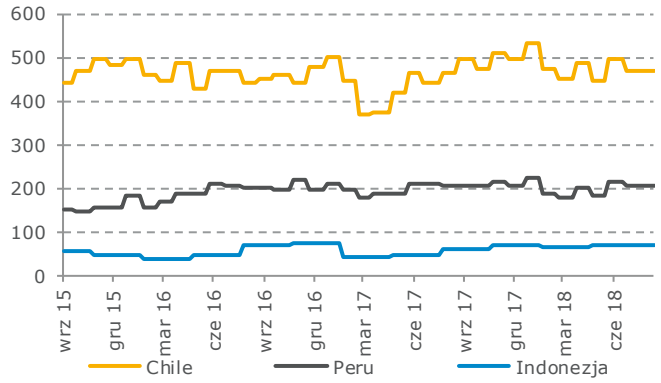

### Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



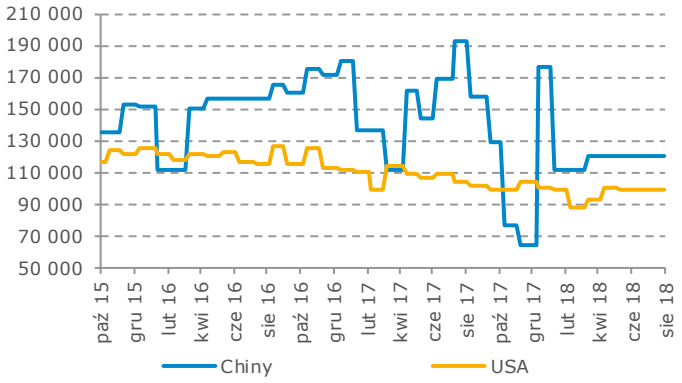

### Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)




### Produkcja koncentratu miedzi w Chile, Indonezji i Peru (tys. ton)



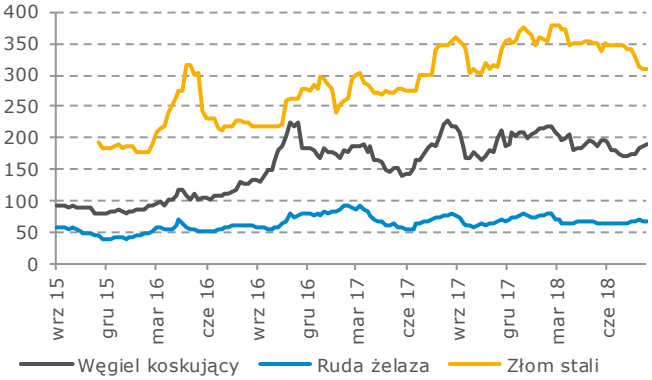

### Produkcja koncentratu miedzi w Chinach i USA (tys. ton)



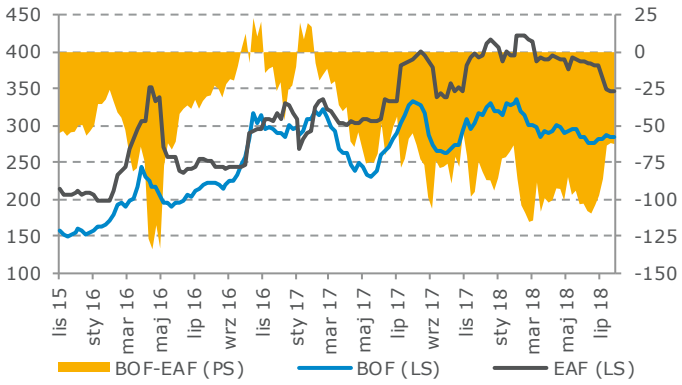

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

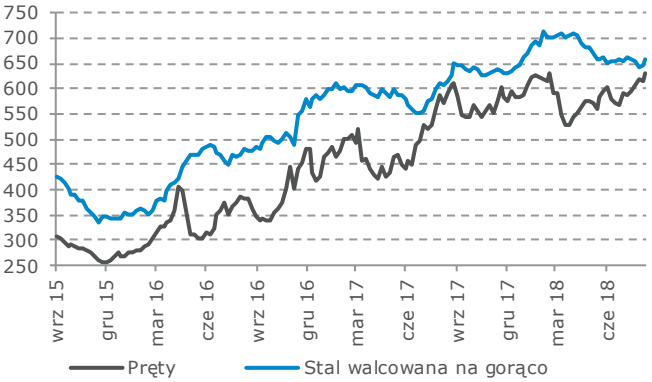
### Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



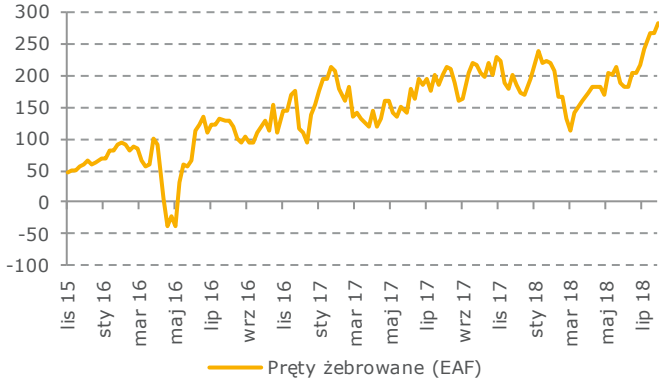

### Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



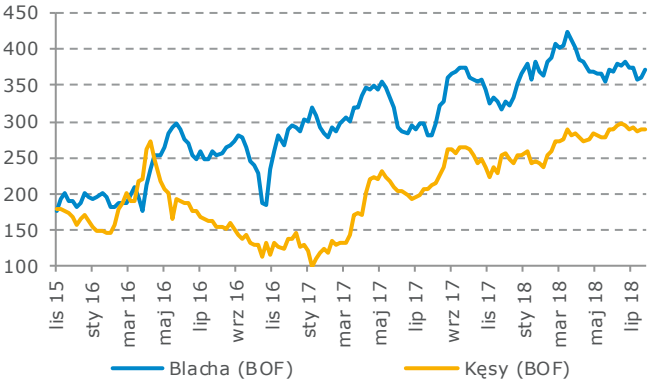

### Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



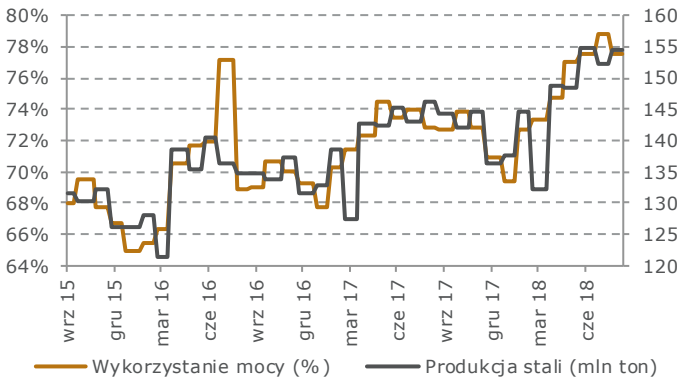

### Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



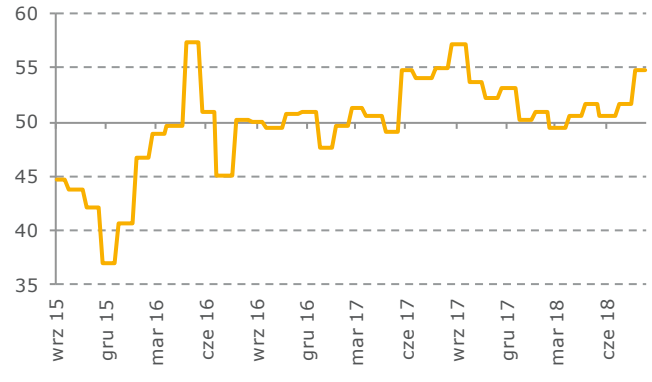

### Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



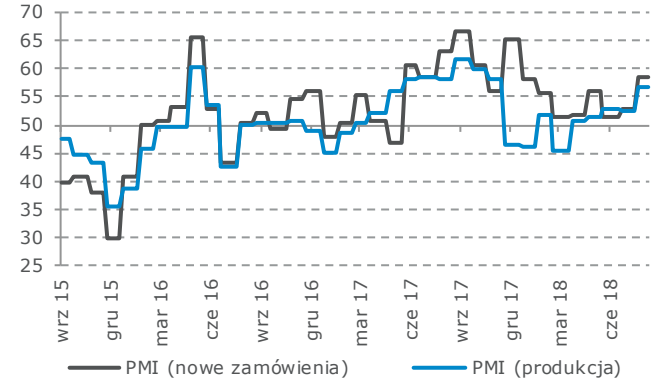

### Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)




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



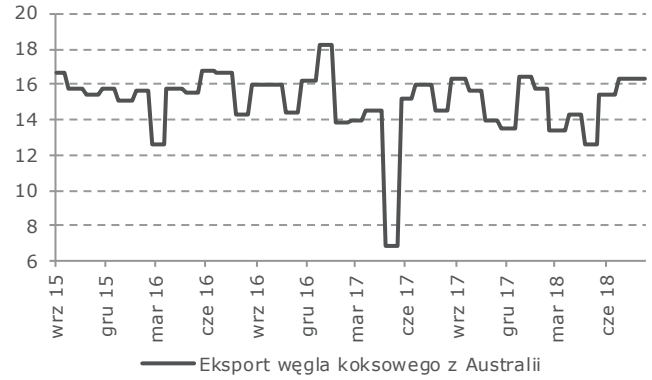

### PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



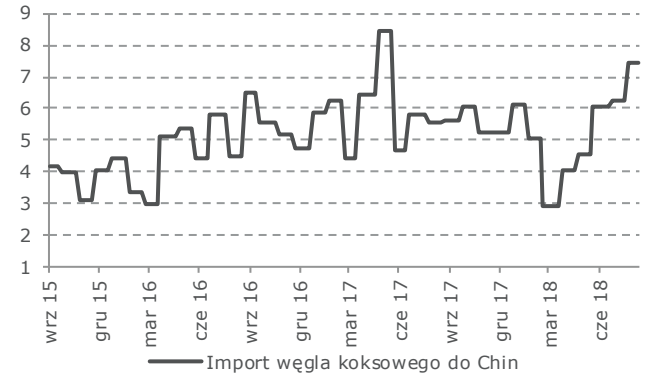

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

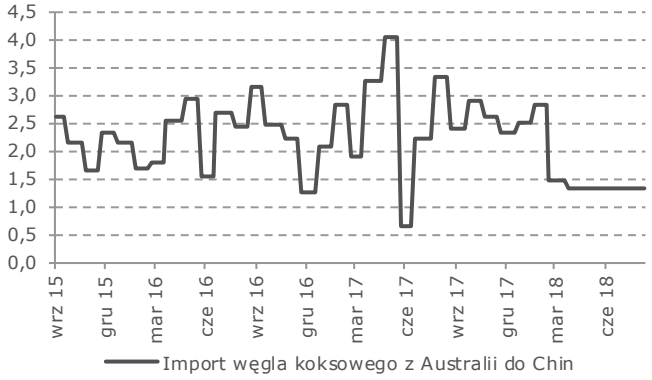
### Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



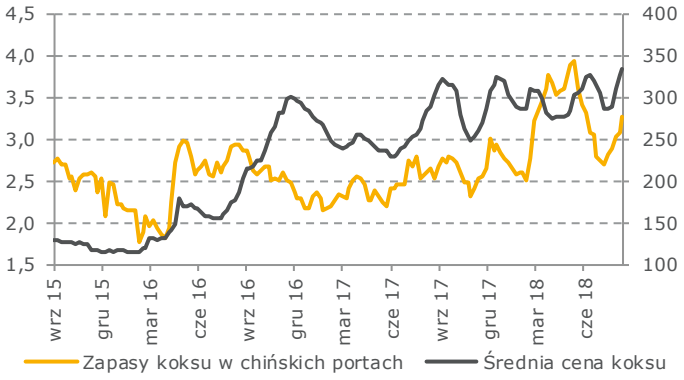

### Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



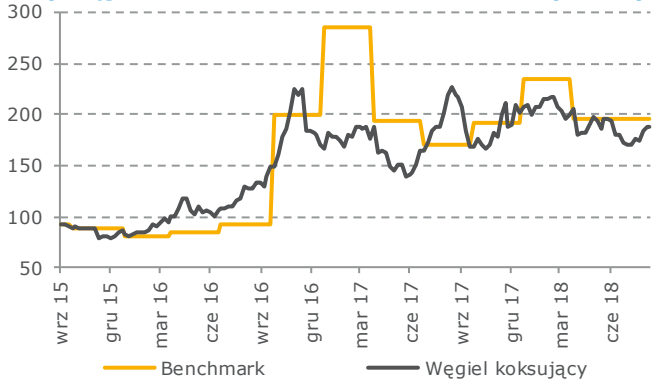

### Import węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



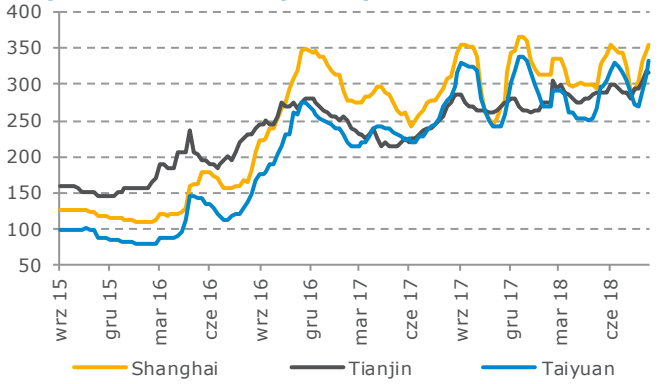

### Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



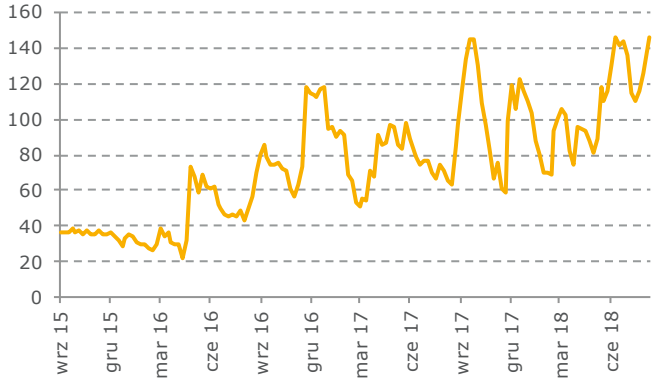

### Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



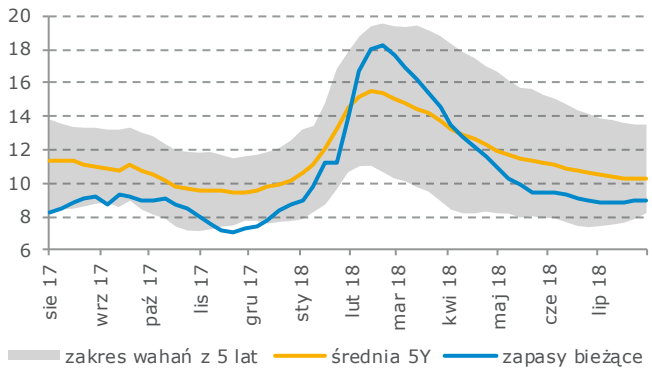

### Ceny koksu w Chinach (USD/t)




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



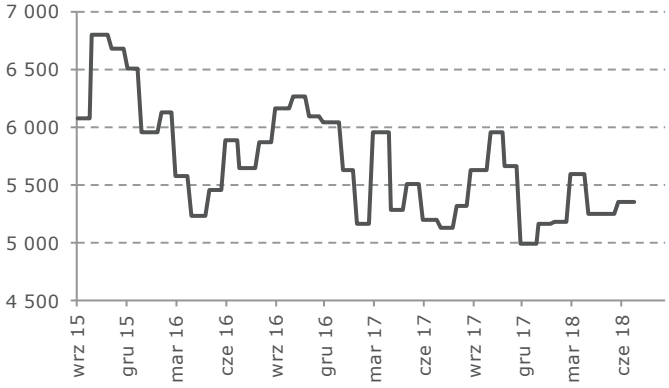

### Zapasy stali w Chinach (mln ton)



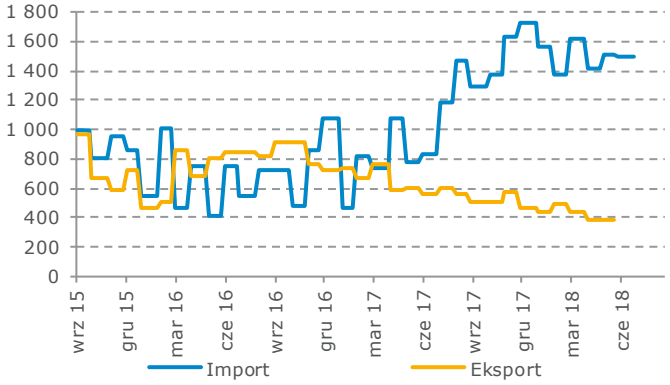

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

# Węgiel energetyczny

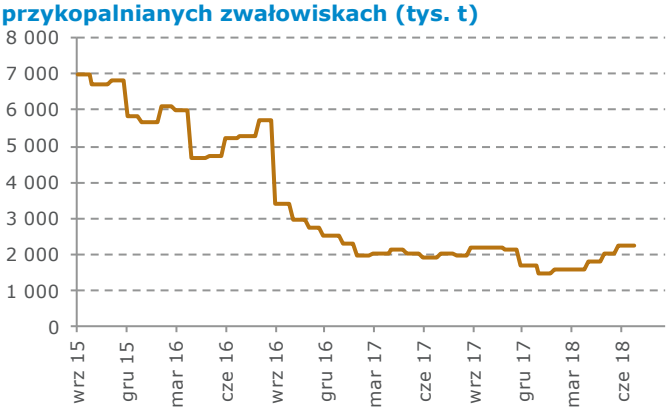
### Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



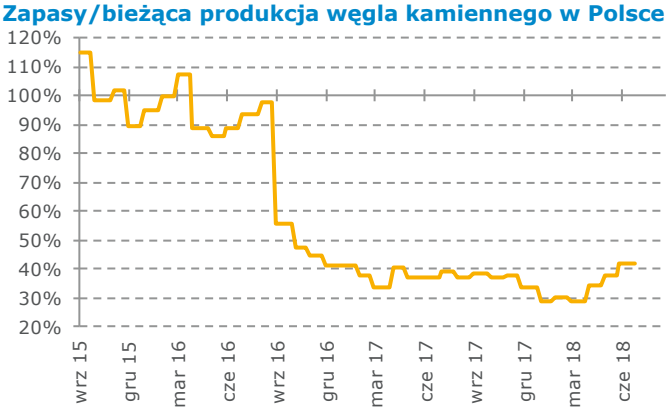

### Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



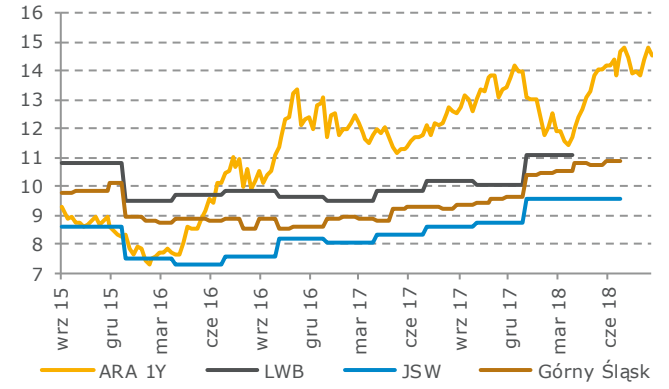

### Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



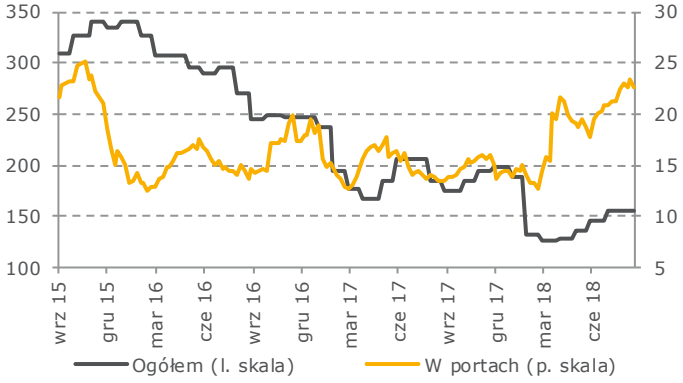

### Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



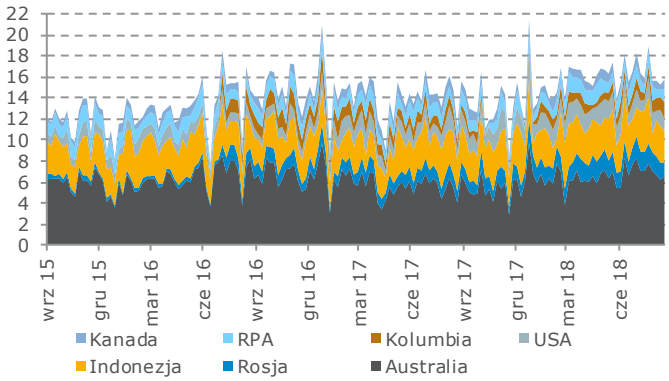

### Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



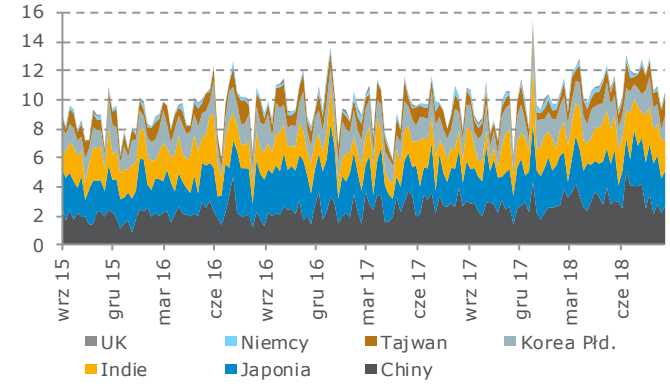

### Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)




### Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



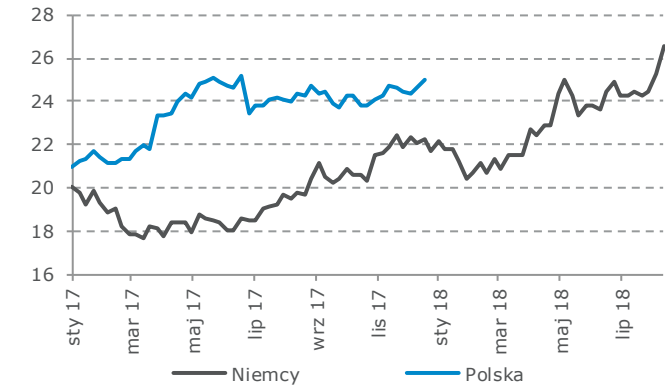

### Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



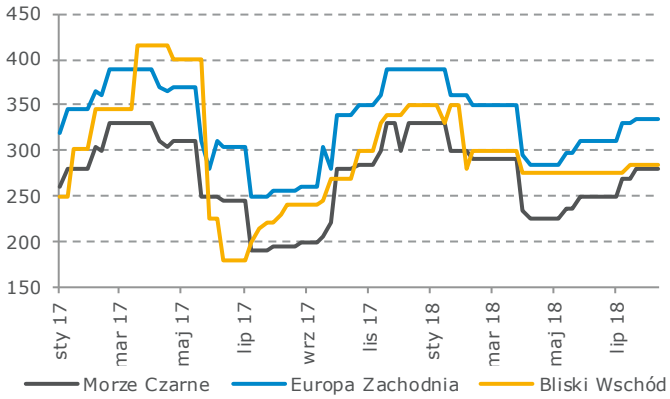

Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

# Nawozy

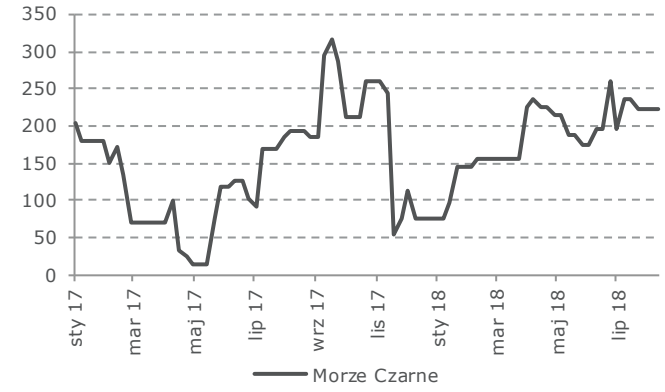
### Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



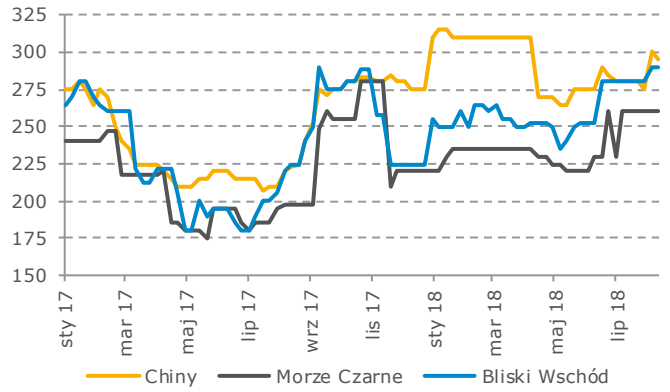

### Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



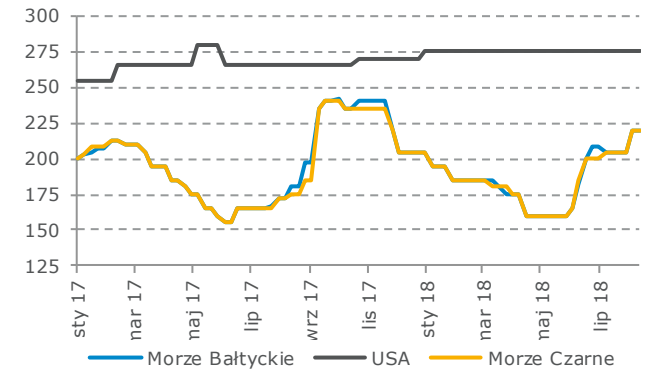

### Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



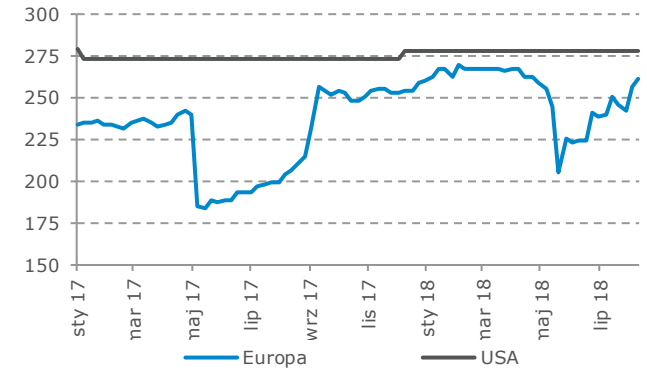

### Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



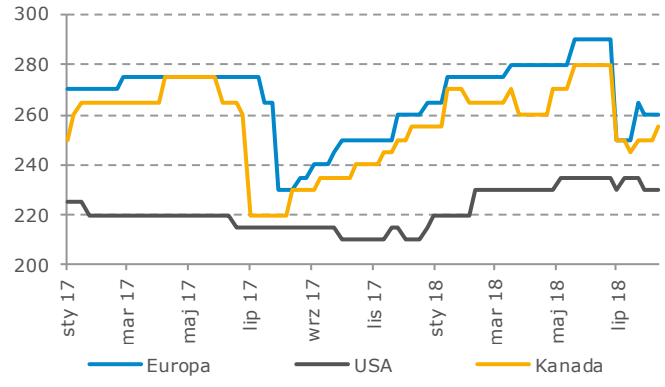

### Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



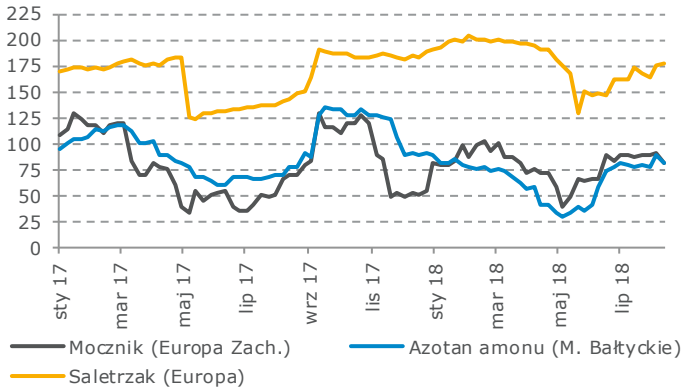

### Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)




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



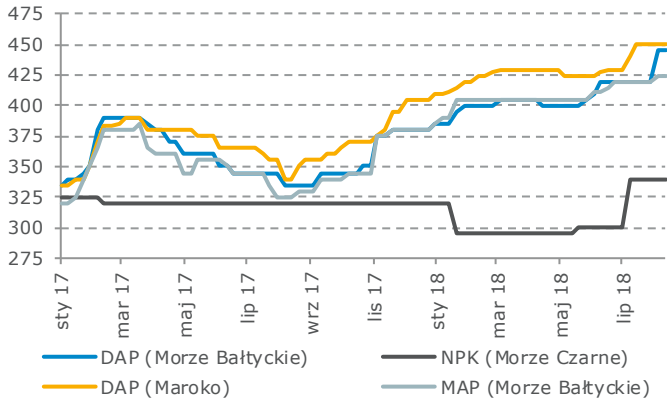

### Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



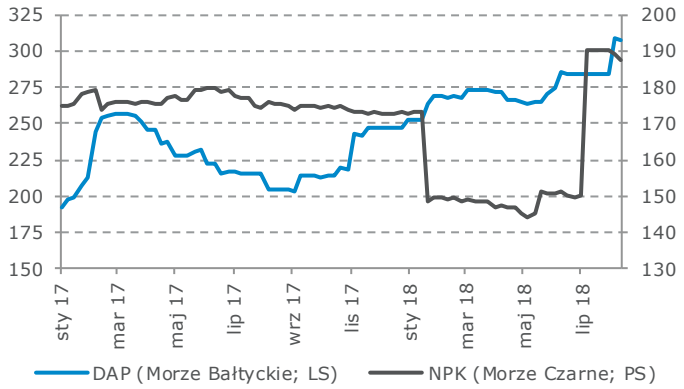

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

# Nawozy

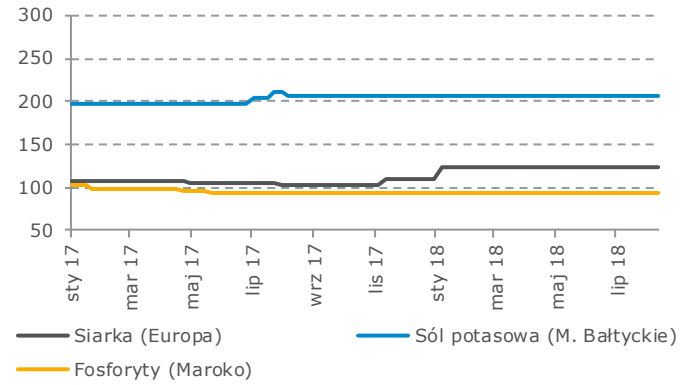
## Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



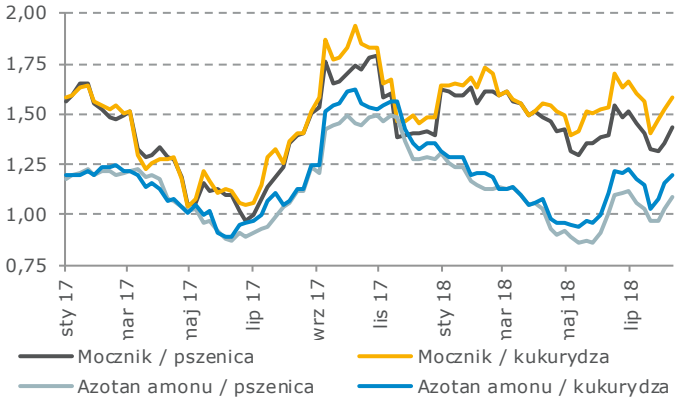

## Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



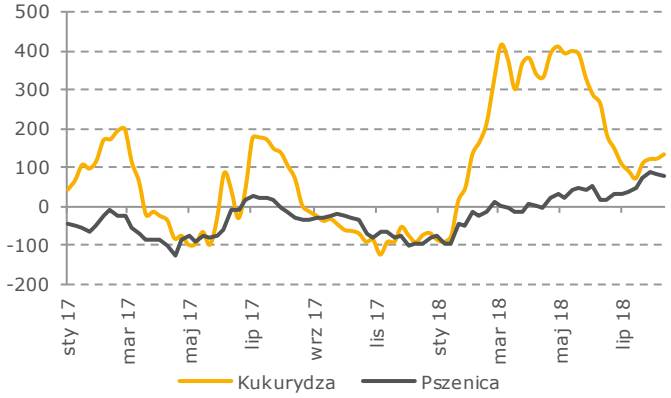

## Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



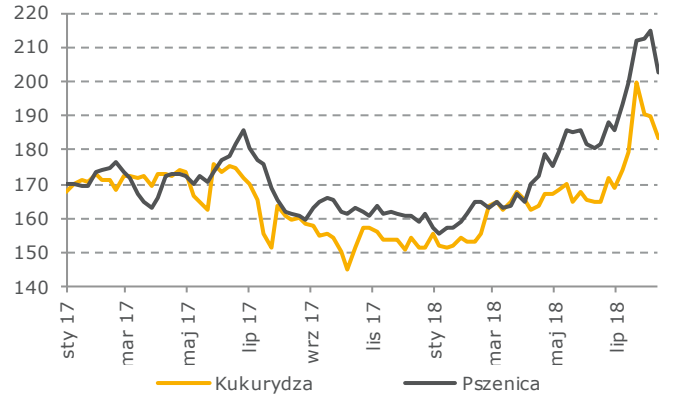

## Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



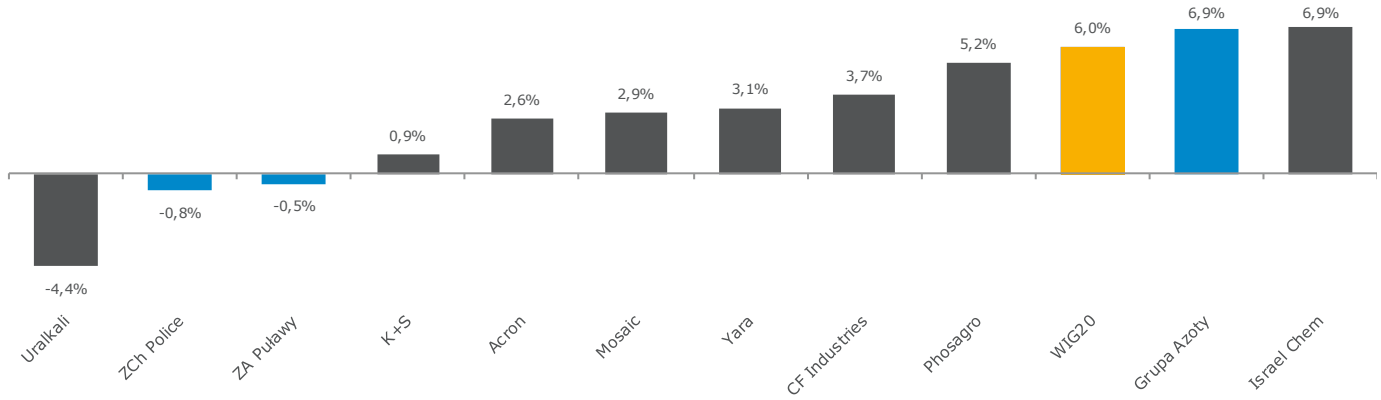

## Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT




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



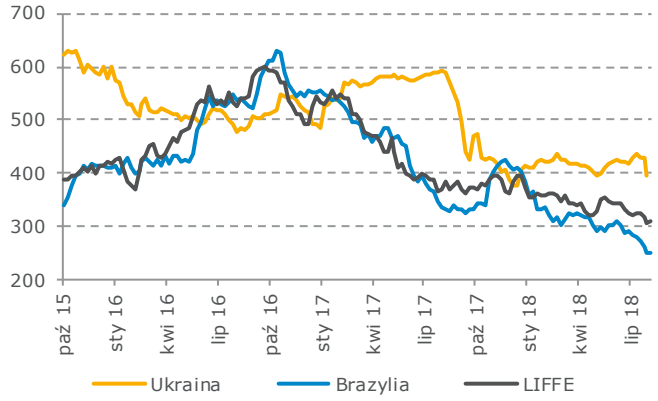

## Tygodniowy performance producentów nawozów



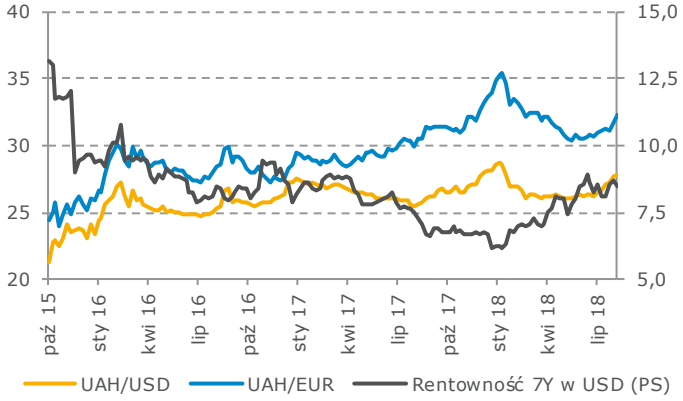

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

# Rynek spożywczy

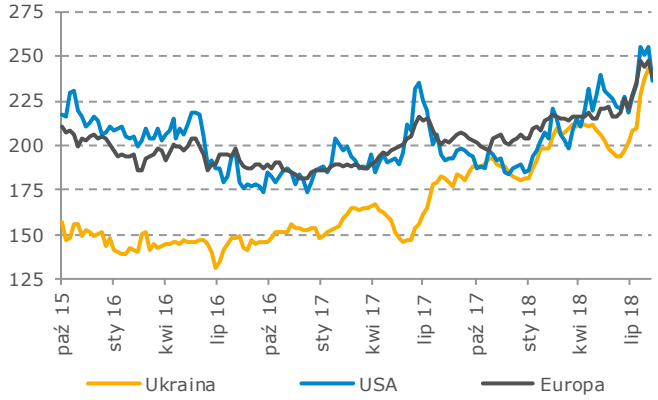
## Cena cukru (USD/Mt)



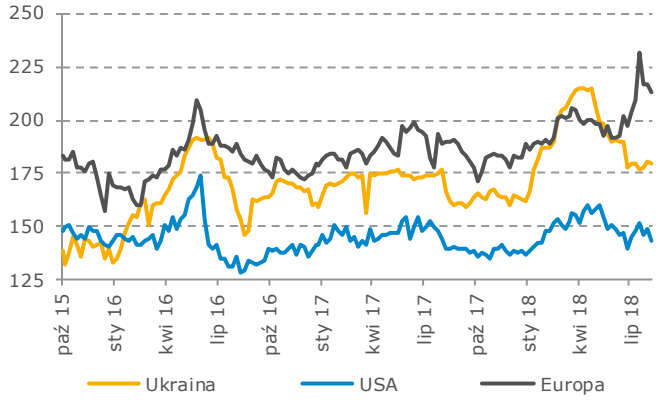

## Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



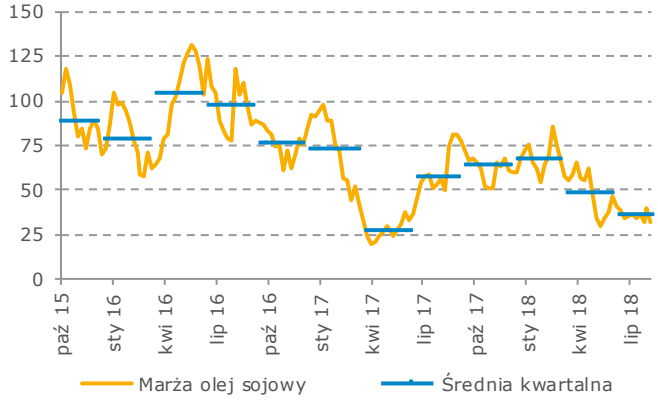

## Cena pszenicy (USD/Mt)



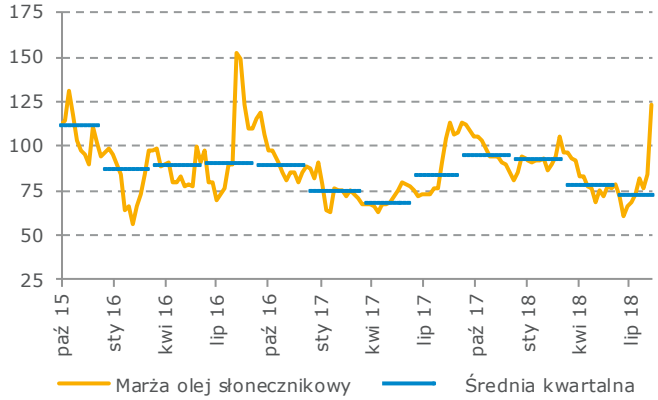

## Cena kukurydzy (USD/Mt)



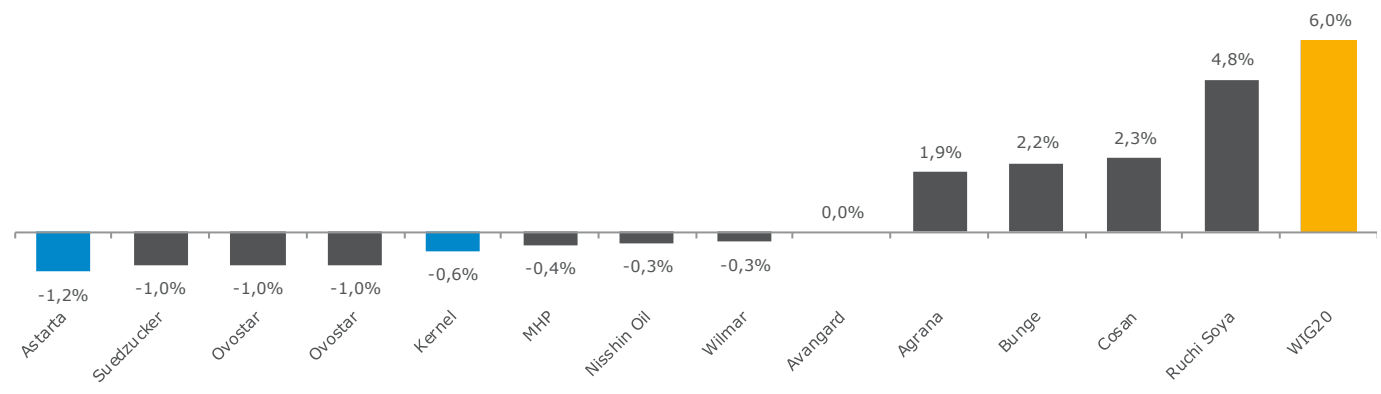

## Marża modelowa na soi (USD/Mt)




## Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)




## Tygodniowy performance spółek spożywczych




Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Wycena spółek energetycznych (2018-08-27)

| | | EV/EBITDA | | | EV/S | | | P/E | | | marża EBITDA | | | DY | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Cena | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| **SPÓŁKI ENERGETYCZNE** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CEZ | 570,0 | 8,6 | 8,4 | 7,8 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 21,5 | 20,0 | 17,8 | 26% | 25% | 26% | 5,8% | 4,6% | 5,0% |
| Enea | 8,7 | 3,9 | 3,3 | 3,7 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 4,2 | 3,2 | 4,1 | 23% | 23% | 21% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Energa | 8,5 | 3,3 | 3,2 | 3,3 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 4,4 | 4,2 | 4,3 | 20% | 19% | 19% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| PGE | 9,0 | 3,5 | 3,3 | 3,1 | 1,0 | 0,8 | 0,7 | 5,5 | 5,4 | 5,8 | 29% | 25% | 24% | 0,0% | 0,0% | 4,6% |
| Tauron | 2,0 | 3,8 | 4,3 | 3,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 2,7 | 3,4 | 3,2 | 20% | 18% | 19% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| ZE PAK* | 8,6 | 2,4 | 1,9 | 2,1 | 0,4 | 0,3 | 0,4 | 7,1 | 3,1 | 3,4 | 15% | 18% | 17% | 14,0% | 14,0% | 14,0% |
| EDF | 14,1 | 5,1 | 4,8 | 4,5 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 22,5 | 17,9 | 14,9 | 22% | 22% | 23% | 2,2% | 2,7% | 3,4% |
| EDP | 3,4 | 9,1 | 8,6 | 8,4 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 15,5 | 14,5 | 13,9 | 25% | 26% | 25% | 5,7% | 5,7% | 5,7% |
| Endesa | 19,6 | 7,5 | 7,3 | 7,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 14,5 | 14,2 | 13,8 | 17% | 17% | 17% | 7,0% | 7,1% | 7,3% |
| Enel | 4,4 | 6,7 | 6,4 | 6,2 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 10,9 | 9,7 | 9,1 | 21% | 22% | 22% | 6,4% | 7,2% | 7,7% |
| EON | 9,5 | 5,4 | 5,0 | 4,3 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 14,6 | 13,5 | 12,5 | 12% | 12% | 11% | 4,5% | 5,1% | 5,6% |
| Fortum | 21,8 | 14,7 | 14,8 | 13,7 | 4,7 | 4,7 | 4,6 | 23,3 | 18,2 | 16,1 | 32% | 31% | 33% | 5,1% | 5,1% | 5,0% |
| Iberdola | 6,5 | 8,9 | 8,4 | 7,9 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 13,9 | 13,0 | 12,3 | 25% | 26% | 27% | 5,2% | 5,4% | 5,7% |
| National Grid | 8,1 | 10,2 | 10,4 | 9,7 | 3,4 | 3,3 | 3,2 | 7,9 | 14,3 | 13,5 | 33% | 32% | 33% | 5,5% | 5,8% | 6,0% |
| Red Electrica | 18,2 | 9,8 | 9,5 | 9,7 | 7,5 | 7,3 | 7,4 | 13,9 | 13,4 | 13,8 | 77% | 77% | 77% | 5,4% | 5,7% | 5,9% |
| RWE | 21,7 | 2,7 | 2,7 | 3,7 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 14,5 | 13,2 | 10,9 | 12% | 12% | 11% | 3,2% | 3,8% | 4,4% |
| SSE | 12,5 | 9,8 | 8,8 | 8,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 15,4 | 10,7 | 10,8 | 7% | 8% | 8% | 7,6% | 7,7% | 7,0% |
| Verbund | 34,3 | 16,0 | 13,9 | 12,5 | 5,1 | 4,6 | 4,3 | 32,4 | 25,5 | 20,8 | 32% | 33% | 34% | 1,4% | 1,9% | 2,3% |
| **Mediana** | | **7,1** | **6,9** | **6,7** | **1,2** | **1,2** | **1,2** | **14,2** | **13,3** | **12,4** | **22%** | **23%** | **23%** | **5,1%** | **5,1%** | **5,3%** |

## Wycena spółek rafineryjnych (2018-08-27)

| | | EV/EBITDA | | | EV/S | | | P/E | | | marża EBITDA | | | DY | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Cena | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| **SPÓŁKI RAFINERYJNE** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Lotos | 70,38 | 6,5 | 6,4 | 5,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 16,0 | 13,0 | 13,2 | 9% | 9% | 10% | 1,4% | 1,9% | 2,3% |
| MOL | 2858,00 | 4,4 | 4,4 | 4,4 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 9,4 | 9,5 | 9,2 | 13% | 12% | 12% | 4,5% | 3,9% | 4,1% |
| PKN Orlen | 99,20 | 6,9 | 7,9 | 7,0 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 11,8 | 14,5 | 13,3 | 7% | 5% | 6% | 3,0% | 3,0% | 2,4% |
| Hellenic Petroleum | 7,23 | 6,0 | 6,1 | 6,1 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 7,4 | 7,9 | 8,0 | 8% | 8% | 8% | 5,2% | 5,6% | 6,3% |
| HollyFrontier | 73,89 | 7,6 | 6,4 | 7,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 13,9 | 10,0 | 10,9 | 12% | 14% | 13% | 1,8% | 1,9% | 1,9% |
| Marathon Petroleum | 83,68 | 7,7 | 6,2 | 4,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 16,9 | 11,8 | 8,5 | 8% | 10% | 14% | 2,2% | 2,4% | 2,7% |
| Motor Oil | 20,30 | 5,2 | 5,3 | 4,7 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 9,4 | 9,9 | 8,9 | 6% | 6% | 7% | 6,1% | 6,3% | 7,0% |
| Neste Oil | 74,76 | 12,1 | 11,3 | 10,8 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 19,0 | 17,9 | 17,0 | 11% | 11% | 12% | 2,7% | 2,8% | 3,0% |
| OMV | 45,82 | 4,4 | 4,1 | 4,1 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 9,0 | 8,2 | 8,1 | 21% | 22% | 22% | 3,6% | 3,9% | 4,2% |
| Phillips 66 | 120,03 | 9,4 | 8,4 | 7,3 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 15,2 | 12,2 | 9,9 | 6% | 7% | 9% | 2,6% | 2,8% | 3,0% |
| Saras | 2,22 | 5,5 | 4,7 | 3,9 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 17,8 | 12,4 | 9,0 | 4% | 5% | 6% | 3,6% | 4,2% | 5,4% |
| Tesoro | 155,38 | 9,8 | 8,1 | 7,2 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 17,5 | 12,7 | 10,4 | 8% | 8% | 10% | 1,6% | 1,7% | 1,8% |
| Tupras | 120,00 | 7,1 | 6,6 | 5,7 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 9,1 | 7,8 | 6,7 | 8% | 7% | 8% | 8,3% | 9,8% | 12,0% |
| Valero Energy | 121,21 | 9,2 | 7,1 | 5,7 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 18,4 | 12,0 | 8,9 | 6% | 7% | 8% | 2,6% | 2,9% | 3,1% |
| **Mediana** | | **7,0** | **6,4** | **5,7** | **0,6** | **0,5** | **0,5** | **14,6** | **11,9** | **9,1** | **8%** | **8%** | **9%** | **2,9%** | **2,9%** | **3,0%** |

## Wycena spółek petrochemicznych (2018-08-27)

| | | EV/EBITDA | | | EV/S | | | P/E | | | marża EBITDA | | | DY | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Cena | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| **SPÓŁKI PETROCHEMICZNE** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PKN Orlen | 99,20 | 6,9 | 7,9 | 7,0 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 11,8 | 14,5 | 13,3 | 7% | 5% | 6% | 3,0% | 3,0% | 2,4% |
| Axiall | 97,98 | 6,6 | 6,5 | 6,1 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 11,0 | 10,4 | 9,5 | 27% | 27% | 27% | 0,9% | 0,9% | 1,0% |
| Braskem | 59,31 | 6,4 | 7,1 | 7,2 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 13,8 | 16,6 | 21,3 | 20% | 18% | 18% | 3,1% | 2,4% | 3,4% |
| Eastman Chemical | 99,87 | 8,9 | 8,5 | 8,1 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 11,6 | 10,7 | 9,7 | 23% | 23% | 23% | 2,2% | 2,3% | 2,5% |
| Huntsman Corp | 32,72 | 7,3 | 7,2 | 6,8 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 9,6 | 9,4 | 8,5 | 16% | 16% | 16% | 2,0% | 2,1% | 2,1% |
| LyondellBasell | 115,95 | 7,0 | 7,1 | 6,8 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 9,9 | 10,1 | 9,6 | 19% | 18% | 19% | 3,4% | 3,6% | 3,8% |
| Mitsubishi Chemical | 993,90 | 6,4 | 5,7 | 5,8 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 6,8 | 6,8 | 7,0 | 14% | 15% | 14% | 3,2% | 3,6% | 3,8% |
| Mitsui Chemicals | 2867,00 | 7,0 | 6,5 | 6,2 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 8,0 | 6,8 | 6,6 | 11% | 11% | 11% | 3,1% | 3,5% | 3,8% |
| Westlake Chemical | 97,98 | 6,6 | 6,5 | 6,1 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 11,0 | 10,4 | 9,5 | 27% | 27% | 27% | 0,9% | 0,9% | 1,0% |
| **Mediana** | | **6,9** | **7,1** | **6,8** | **1,3** | **1,3** | **1,3** | **11,0** | **10,4** | **9,5** | **19%** | **18%** | **18%** | **3,0%** | **2,4%** | **2,5%** |

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

## Wycena spółek gazowych (2018-08-27)

| | | EV/EBITDA | | | EV/S | | | P/E | | | marża EBITDA | | | DY | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Cena | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| **SPÓŁKI GAZOWE** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PGNiG | 5,60 | 3,8 | 3,2 | 2,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 7,7 | 6,6 | 6,7 | 22% | 22% | 23% | 0,0% | 5,2% | 6,1% |
| A2A | 1,53 | 6,7 | 6,5 | 6,3 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 12,1 | 12,5 | 12,0 | 20% | 20% | 21% | 4,4% | 4,8% | 5,1% |
| BG Group | 25,64 | 5,7 | 5,2 | 5,3 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 12,8 | 10,9 | 10,6 | 16% | 17% | 17% | 5,7% | 5,8% | 5,8% |
| BP | 5,64 | 5,1 | 4,7 | 4,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 13,8 | 12,5 | 11,8 | 12% | 13% | 14% | 5,5% | 5,6% | 5,8% |
| Centrica | 1,42 | 5,1 | 5,1 | 5,1 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 11,0 | 11,1 | 10,7 | 9% | 8% | 8% | 8,5% | 8,0% | 7,8% |
| Enagas | 23,96 | 10,4 | 10,6 | 10,5 | 8,0 | 8,2 | 8,1 | 13,0 | 13,6 | 12,5 | 77% | 77% | 78% | 6,4% | 6,7% | 7,0% |
| Endesa | 19,62 | 7,5 | 7,3 | 7,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 14,5 | 14,2 | 13,8 | 17% | 17% | 17% | 7,0% | 7,1% | 7,3% |
| Engie | 13,03 | 6,1 | 5,8 | 5,6 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 13,1 | 11,8 | 11,0 | 15% | 15% | 16% | 5,8% | 6,1% | 6,5% |
| Eni | 16,43 | 3,7 | 3,5 | 3,4 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 13,9 | 12,1 | 12,1 | 25% | 26% | 27% | 5,1% | 5,2% | 5,3% |
| Equinor | 217,90 | 3,4 | 3,2 | 3,0 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 13,5 | 12,5 | 12,0 | 37% | 39% | 39% | 3,5% | 3,6% | 3,8% |
| Gas Natural SDG | 23,19 | 9,0 | 8,5 | 8,2 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 26,1 | 16,7 | 15,6 | 18% | 18% | 19% | 5,3% | 5,8% | 5,9% |
| Gazprom | 144,52 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 3,1 | 3,2 | 3,1 | 27% | 27% | 27% | 6,3% | 7,1% | 7,6% |
| Hera | 2,76 | 7,0 | 7,0 | 6,9 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 15,4 | 15,6 | 15,1 | 18% | 17% | 18% | 3,6% | 3,7% | 3,8% |
| NovaTek | 157,00 | 12,9 | 12,8 | 12,3 | 4,6 | 4,4 | 4,2 | 12,9 | 11,6 | 11,0 | 36% | 35% | 34% | 1,7% | 2,0% | 2,3% |
| ROMGAZ | 32,60 | 3,6 | 3,4 | 3,1 | 2,1 | 1,9 | 1,7 | 7,7 | 7,2 | 6,6 | 58% | 56% | 53% | 11,7% | 12,4% | 13,1% |
| Shell | 28,32 | 5,7 | 5,3 | 5,3 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 12,6 | 10,7 | 10,4 | 16% | 17% | 17% | 5,7% | 5,7% | 5,8% |
| Snam | 3,66 | 11,6 | 11,5 | 11,3 | 9,5 | 9,3 | 9,2 | 12,7 | 12,5 | 12,1 | 81% | 81% | 81% | 6,0% | 6,2% | 6,3% |
| Total | 55,42 | 5,9 | 5,4 | 5,4 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 12,1 | 10,9 | 10,8 | 18% | 20% | 20% | 4,6% | 4,8% | 5,0% |
| **Mediana** | | **5,8** | **5,3** | **5,3** | **1,2** | **1,1** | **1,1** | **12,8** | **11,9** | **11,4** | **19%** | **20%** | **20%** | **5,6%** | **5,8%** | **5,9%** |

## Wycena spółek wydobywczych (2018-08-27)

| | | EV/EBITDA | | | EV/S | | | P/E | | | marża EBITDA | | | DY | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Cena | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| **SPÓŁKI WYDOBYWCZE** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| MOL | 2858,00 | 4,8 | 4,6 | 4,6 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 8,2 | 7,9 | 7,1 | 14% | 14% | 14% | 3,7% | 3,7% | 4,1% |
| Bashneft | 1964,00 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 3,2 | 3,0 | 3,1 | 24% | 25% | 24% | 12,3% | 17,9% | 17,0% |
| BP | 5,64 | 5,1 | 4,7 | 4,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 13,8 | 12,5 | 11,8 | 12% | 13% | 14% | 5,5% | 5,6% | 5,8% |
| Dana Gas | 1,13 | 8,9 | 8,3 | - | 4,5 | 4,2 | - | 30,5 | - | - | 51% | 51% | - | 6,2% | 8,0% | - |
| Eni | 16,43 | 3,7 | 3,5 | 3,4 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 13,9 | 12,1 | 12,1 | 25% | 26% | 27% | 5,1% | 5,2% | 5,3% |
| Equinor | 217,90 | 3,4 | 3,2 | 3,0 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 13,5 | 12,5 | 12,0 | 37% | 39% | 39% | 3,5% | 3,6% | 3,8% |
| Gazprom Neft | 338,50 | 4,1 | 4,2 | 3,9 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 4,7 | 4,6 | 4,4 | 24% | 22% | 23% | 6,2% | 7,5% | 8,8% |
| Gulf Keystone | 2,97 | 5,6 | 4,4 | 2,6 | 3,9 | 3,2 | 2,1 | 14,3 | 8,8 | 4,7 | 69% | 73% | 81% | - | - | - |
| Lukoil | 4577,00 | 3,7 | 3,8 | 3,8 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 5,6 | 5,7 | 5,5 | 15% | 15% | 15% | 5,3% | 5,6% | 6,0% |
| Occidental Petroleum | 80,21 | 7,2 | 6,6 | 6,8 | 4,2 | 3,8 | 3,8 | 16,4 | 14,8 | 16,5 | 57% | 57% | 56% | 3,9% | 3,9% | 4,0% |
| Repsol | 16,55 | 4,7 | 4,5 | 4,3 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 10,0 | 9,3 | 8,7 | 14% | 15% | 15% | 5,5% | 5,8% | 6,0% |
| Rosneft Oil | 434,75 | 4,7 | 4,4 | 4,1 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 8,2 | 6,7 | 5,9 | 23% | 24% | 24% | 5,6% | 6,9% | 8,4% |
| Shell | 28,32 | 5,7 | 5,3 | 5,3 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 12,6 | 10,7 | 10,4 | 16% | 17% | 17% | 5,7% | 5,7% | 5,8% |
| Surgutneftegas | 35,92 | - | - | - | - | - | - | 4,1 | 4,5 | 4,6 | - | - | - | 6,0% | 6,4% | 6,8% |
| Total | 55,42 | 5,9 | 5,4 | 5,4 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 12,1 | 10,9 | 10,8 | 18% | 20% | 20% | 4,6% | 4,8% | 5,0% |
| Tullow Oil | 2,29 | 5,1 | 4,9 | 5,0 | 3,8 | 3,7 | 3,8 | 10,0 | 8,7 | 10,6 | 75% | 76% | 75% | 0,1% | 0,6% | 0,4% |
| **Mediana** | | **4,8** | **4,5** | **4,2** | **1,0** | **0,9** | **0,9** | **11,1** | **8,8** | **8,7** | **24%** | **24%** | **23%** | **5,5%** | **5,6%** | **5,8%** |

## Wycena spółek surowcowych (2018-08-27)

| | | EV/EBITDA | | | EV/S | | | P/E | | | marża EBITDA | | | DY | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Cena | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| **GÓRNICTWO I METALE** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| JSW | 80,90 | 2,6 | 2,8 | 3,5 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 4,9 | 6,0 | 8,8 | 34% | 31% | 27% | 0,0% | 8,1% | 8,4% |
| KGHM | 92,18 | 4,4 | 3,3 | 3,0 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 7,5 | 5,9 | 5,9 | 25% | 27% | 26% | 0,0% | 3,3% | 5,9% |
| LW Bogdanka* | 59,90 | 3,6 | 3,0 | 2,8 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 15,8 | 9,5 | 8,7 | 30% | 34% | 34% | 1,9% | 2,8% | 4,4% |
| Anglo American | 15,75 | 4,1 | 4,3 | 4,6 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 9,0 | 9,7 | 10,7 | 32% | 31% | 28% | 5,0% | 4,8% | 4,7% |
| Antofagasta | 8,34 | 5,3 | 4,5 | 4,4 | 2,7 | 2,4 | 2,4 | 15,0 | 12,2 | 11,9 | 51% | 54% | 55% | 3,2% | 3,6% | 3,6% |
| BHP Billiton | 16,61 | 6,2 | 6,1 | 6,4 | 3,2 | 3,2 | 3,3 | 32,3 | 12,8 | 14,1 | 51% | 52% | 51% | 2,9% | 6,6% | 5,2% |
| Freeport-McMoRan | 14,73 | 4,3 | 6,2 | 5,0 | 1,7 | 2,1 | 1,9 | 7,9 | 12,8 | 9,1 | 39% | 33% | 38% | 1,2% | 1,9% | 3,4% |
| Glencore | 3,21 | 5,1 | 4,9 | 5,0 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 8,8 | 8,7 | 8,9 | 8% | 8% | 8% | 5,2% | 5,6% | 6,1% |
| Grupo Mexico | 56,50 | 6,2 | 5,6 | 5,4 | 3,0 | 2,7 | 2,6 | 11,6 | 10,0 | 9,5 | 48% | 48% | 48% | 3,7% | 4,6% | 5,2% |
| Kazakhmys | 4,58 | 3,6 | 3,5 | 3,4 | 2,1 | 2,0 | 1,9 | 5,1 | 4,4 | 4,6 | 57% | 57% | 56% | 1,4% | 1,3% | 1,3% |
| Rio Tinto | 37,19 | 5,4 | 5,9 | 5,9 | 2,4 | 2,5 | 2,5 | 10,3 | 11,8 | 12,0 | 45% | 43% | 43% | 5,8% | 5,6% | 5,5% |
| Southern CC | 45,38 | 10,2 | 9,1 | 9,0 | 5,2 | 4,7 | 4,7 | 18,6 | 16,4 | 16,1 | 51% | 52% | 53% | 3,8% | 3,2% | 3,3% |
| **Mediana** | | **4,7** | **4,7** | **4,8** | **1,9** | **2,0** | **1,9** | **9,7** | **9,9** | **9,3** | **42%** | **38%** | **41%** | **3,1%** | **4,1%** | **5,0%** |
| **SPÓŁKI SUROWCOWE** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Grupa Kęty | 388,00 | 9,5 | 9,3 | 9,1 | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 13,5 | 13,6 | 13,3 | 15% | 16% | 16% | 6,2% | 5,9% | 5,9% |
| Alcoa | 43,87 | 3,7 | 4,2 | 4,7 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 10,7 | 11,2 | 11,7 | 22% | 20% | 18% | 0,1% | 0,3% | 0,5% |
| Constellium | 12,15 | 7,0 | 6,5 | 6,2 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 16,3 | 8,8 | 7,5 | 9% | 9% | 9% | - | - | - |
| Kaiser Aluminum | 110,02 | 9,5 | 8,5 | 8,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 17,2 | 14,5 | 14,1 | 13% | 14% | 14% | 2,0% | 2,1% | 2,2% |
| Norsk Hydro | 47,16 | 6,0 | 4,9 | 4,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 13,2 | 10,1 | 9,5 | 11% | 13% | 14% | 3,6% | 4,1% | 4,6% |
| Rusal | 2,13 | 4,8 | - | - | 1,1 | 1,1 | - | 4,6 | 3,8 | 3,5 | 22% | - | - | 7,7% | 7,4% | 4,1% |
| **Mediana** | | **6,5** | **6,5** | **6,2** | **0,9** | **1,0** | **0,9** | **13,3** | **10,6** | **10,6** | **14%** | **14%** | **14%** | **3,6%** | **4,1%** | **4,1%** |

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

## Wycena spółek nawozowych (2018-08-27)

| | | EV/EBITDA | | | EV/S | | | P/E | | | marża EBITDA | | | DY | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Cena | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| **SPÓŁKI NAWOZOWE** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Grupa Azoty | 38,38 | 4,9 | 5,6 | 6,1 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 12,4 | 14,3 | 13,5 | 11% | 11% | 11% | 3,1% | 2,4% | 2,1% |
| ZA Police* | 18,00 | 9,4 | 7,0 | 5,6 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 27,7 | 14,6 | 9,8 | 8% | 10% | 12% | 2,9% | 2,8% | 2,8% |
| ZCh Puławy* | 103,50 | 4,0 | 3,1 | 2,8 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 12,3 | 8,3 | 7,4 | 11% | 14% | 15% | 5,7% | 7,7% | 7,7% |
| Acron | 4618,00 | 8,9 | 8,3 | 7,8 | 2,8 | 2,6 | 2,5 | 11,3 | 10,2 | 9,5 | 32% | 32% | 32% | 6,6% | 7,0% | 7,1% |
| CF Industries | 50,63 | 12,8 | 10,9 | 10,2 | 4,2 | 3,9 | 3,8 | 40,8 | 24,2 | 19,7 | 33% | 35% | 37% | 2,4% | 2,4% | 2,4% |
| Israel Chemicals | 20,55 | 7,5 | 8,3 | 7,8 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 16,4 | 14,9 | 13,7 | 23% | 20% | 20% | 3,2% | 6,0% | 6,5% |
| K+S | 19,36 | 9,2 | 7,3 | 6,7 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 20,9 | 12,2 | 10,0 | 18% | 21% | 23% | 2,5% | 3,6% | 4,1% |
| Phosagro | 2470,00 | 6,2 | 6,1 | 5,8 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 10,2 | 10,3 | 9,3 | 32% | 31% | 31% | 4,6% | 5,0% | 5,1% |
| The Mosaic Company | 30,62 | 8,5 | 7,6 | 7,3 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 18,4 | 14,7 | 13,0 | 20% | 21% | 22% | 0,3% | 0,3% | 0,7% |
| Uralkali | 81,25 | 4,8 | 4,9 | - | 2,5 | 2,6 | - | 4,1 | 4,4 | - | 53% | 53% | - | - | - | - |
| Yara International | 385,00 | 90,8 | 67,1 | 54,8 | 10,5 | 10,1 | 9,1 | 100+ | 100+ | 100+ | 12% | 15% | 17% | 0,2% | 0,4% | 0,5% |
| **Mediana** | | **8,5** | **7,3** | **7,0** | **1,7** | **1,7** | **1,6** | **14,4** | **13,3** | **10,0** | **20%** | **21%** | **21%** | **3,0%** | **3,2%** | **3,4%** |

## Wycena spółek spożywczych (2018-08-27)

| | | EV/EBITDA | | | EV/S | | | P/E | | | marża EBITDA | | | DY | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Cena | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| **SPÓŁKI SPOŻYWCZE** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Astarta* | 32,20 | 5,0 | 4,1 | - | 1,0 | 0,9 | - | 5,1 | 7,9 | - | 19% | 23% | - | - | - | - |
| IMC* | 11,90 | 3,4 | - | - | 1,3 | 1,3 | - | 3,9 | - | - | 39% | - | - | 7,1% | - | - |
| Kernel | 50,90 | 6,9 | 5,3 | 4,2 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 16,2 | 7,3 | 4,9 | 10% | 11% | 10% | 1,7% | 1,8% | 5,6% |
| Ovostar* | 97,00 | 4,8 | - | - | 1,4 | 1,3 | - | 5,6 | - | - | 29% | - | - | - | - | - |
| Agrana Beteiligungs | 21,60 | 6,6 | 7,6 | 7,2 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 9,6 | 13,9 | 12,9 | 10% | 8% | 9% | 5,2% | 5,0% | 5,2% |
| Bunge Limited | 64,70 | 9,2 | 9,0 | 8,9 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 12,3 | 11,6 | 11,1 | 4% | 4% | 4% | 3,0% | 3,2% | 3,5% |
| Cosan | 36,94 | 4,7 | 4,2 | 3,8 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 11,6 | 10,0 | 8,3 | 9% | 9% | 9% | 4,7% | 5,1% | 6,2% |
| MHP | 12,45 | 5,4 | 5,0 | 4,4 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 5,3 | 4,7 | 4,0 | 32% | 31% | 31% | 6,0% | 6,2% | 6,5% |
| Nisshin Oillio | 3025,00 | 9,9 | 8,5 | 8,0 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 14,8 | 15,2 | 14,3 | 5% | 5% | 5% | 2,0% | 2,0% | 2,1% |
| Suedzucker | 11,96 | 6,3 | 10,1 | 8,3 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 12,0 | 68,3 | 26,6 | 11% | 7% | 8% | 3,8% | 2,0% | 2,4% |
| Wilmar Int. | 3,22 | 14,4 | 13,6 | 13,2 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 13,2 | 13,0 | 12,0 | 5% | 5% | 5% | 3,3% | 3,3% | 3,4% |
| **Mediana** | | **6,3** | **7,6** | **7,6** | **0,7** | **0,7** | **0,5** | **11,6** | **11,6** | **11,5** | **10%** | **8%** | **9%** | **3,8%** | **3,3%** | **4,3%** |

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

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**
**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
**S** – przychody ze sprzedaży
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży
**DY** – stopa dywidendy

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Dom Maklerski mBanku jest **publikacją handlową**, została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.), nie stanowi porady inwestycyjnej, nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem publikacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Dom Maklerski mBanku nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakakolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

Niniejsza publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja jest przedstawiona wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowana lub przekazywana osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszej publikacji lub jej części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszej publikacji wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

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

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

**Dom Maklerski mBanku**
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

## Departament Analiz

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

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

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

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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