

wtorek, 27 sierpnia 2019 | opracowanie cykliczne

## Espresso surowcowe

### Komentarz z rynków surowcowych

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

#### Rynek energetyczny

Na rynku niemieckim ceny energii spadły już poniżej 48 EUR/MWh, głównie za sprawą korekty na CO<sub>2</sub> i braku odwrócenia tendencji na notowaniach węgla i gazu. W Polsce kontrakt roczny również nieco się obniżył (do 273 PLN/MWh), co ograniczyło modelową marżę elektrowni węglowej zintegrowanej pionowo o 4 PLN/MWh. Ceny zielonych certyfikatów utrzymują się w okolicach 130 PLN/MWh. Nadal mocne pozostają indeksy spółek energetycznych w USA i Europie, szczególnie na tle słabszego szerokiego rynku.

#### Rynek paliwowy

Marże rafineryjne nieco odbiły po ubiegłotygodniowych spadkach i obecnie oscylują wokół 6 USD/Bbl. Nadal słabo wyglądają cracki na HSFO, aczkolwiek ostatnie spadki cen ropy trochę poprawiły sytuację. Niewiele zmienił się dyferencjał Ural/Brent, ale ponownie rozszerzył się spread Brent/WTI (z 3 USD do 5 USD). Marże petrochemiczne były stabilne po wzrostach w ubiegłych tygodniach, które tak jak pisaliśmy były spowodowane kumulacją przestojów 3 dużych crackerów w Europie. Wciąż nie widać zmiany trendu na europejskim rynku gazu, który na rynku spotowym kosztuje 10,6 EUR/MWh.

#### Rynek metali

W VII'19 import netto miedzi do Chin był praktycznie na porównywalnym r/r poziomie (-1,2% r/r). W ubiegłym tygodniu inwestorzy zamykali pozycje krótkie na miedzi (spadek z 54 tys. sztuk do 49 tys. sztuk) w oczekiwaniu na spotkanie w Jackson Hole. Na rynku w Chinach lekko odbija premia producencka na miedzi. Ceny samej miedzi znajdują się blisko średnioterminowych minimów. Wyraźnie odbijają ceny złota i srebra (pozytywnie dla KGHM, AngloGold, Gold Fields, Fresnillo, Polymetal, Polyus).

#### Rynek agro

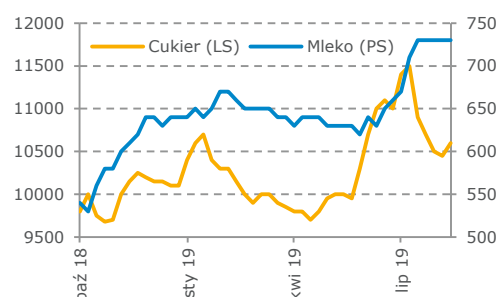
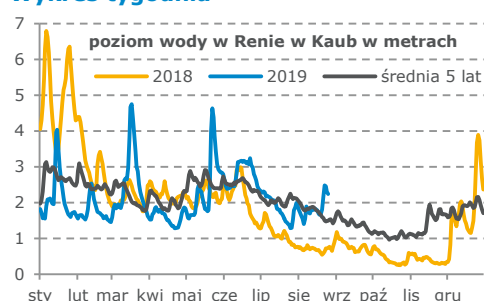
Ceny pszenicy i kukurydzy pozostają pod presją (negatywnie dla Kernel, Grupa Azoty). Na rynku obserwowane są dalsze spadki cen nawozów wieloskładnikowych i fosforowych (negatywnie dla Grupy Azoty). Wciąż na relatywnie wysokim poziomie, przy niskich cenach gazu, utrzymują się marże na produkcji nawozów saletranych.

#### Rynek węgla koksowego

Ceny węgla koksowego zeszły w okolice 150 USD/t. Na rynku w Chinach pojawiło się kilka pozytywnych czynników dla przemysłu stalowego. Nieznacznie spadły zapasy koksu w chińskich portach (z 5,0 do 4,8 mln ton) oraz zapasy stali (z 12,7 do 12,3 mln ton).

Ceny prętów żebrowanych w Chinach wyraźnie zanurkowały w ubiegłym tygodniu negatywnie dla Cognor). W ślad za niższymi cenami spadły marże dla producentów elektrycznych. Wciąż obserwujemy poprawę marży wielkopieczowych producentów stali (BOF). Ma to miejsce w reakcji na niższe ceny rudy żelaza i węgla koksowego. Poprawa marży następuje mimo presji na ceny produktów końcowych (pozytywnie dla voestalpine, ArcelorMittal).

#### Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

#### Poziom Renu już nie straszy

Poziom wody w Renie podniósł się już nie tylko powyżej średniej, ale jest praktycznie najwyższy od 5 lat jak na tę porę roku. Oznacza to, że nie ma co liczyć na powtórzenie napiętej sytuacji na europejskim rynku diesla z końcówki 2018 roku, kiedy to mocno rozszerzyły się zarówno premie lądowe, jak i marże detaliczne na stacjach w regionie.

#### Ceny mleka i cukru na Ukrainie (UAH/t)

W oczekiwaniu na słabe zbiory buraka cukrowego ceny cukru utrzymują się na wysokich poziomach (z premią do cen na rynkach światowych). Dodatkowo, ceny mleka wyraźnie odbiły w ostatnim czasie i są na najwyższym poziomie od 2016 roku (praktycznie nowy rekord). Wysokie ceny mleka i cukru to pozytywna informacja dla Astarty.

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

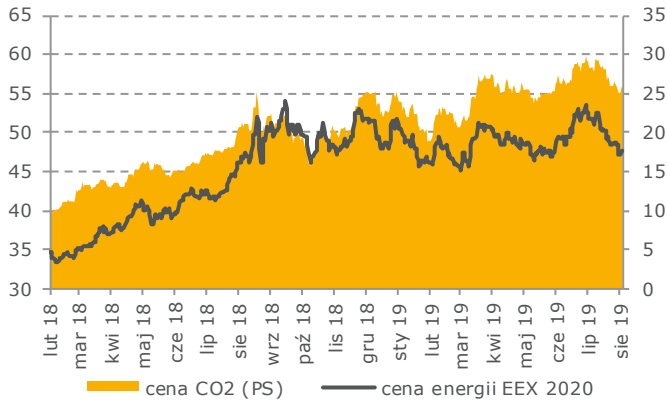
Spółka	1W	YTD
PCC Rokita	-15,9%	-27%
JSW	-11,1%	-54%
KGHM	-5,3%	-17%
Energa	-4,2%	-28%
PGE	-4,1%	-26%
Tauron	-3,9%	-34%
Kernel	-3,9%	-8%
PGNiG	-3,6%	-31%
LW Bogdanka	-3,0%	-30%
ZA Puławy	-2,7%	+28%
MOL	-2,7%	-2%
Orzeł Biały	-2,4%	-4%
Tarczyński	-1,8%	-8%
Enea	-1,3%	-19%
CEZ	-1,1%	+1%
Boryszew	-1,0%	-6%
Kęty	-1,0%	-2%
Astarta	-0,9%	+0%
PKN Orlen	-0,3%	-14%
Impexmetal	-0,2%	+35%
Kruszwica	+0,0%	+15%
OMV	+0,3%	+23%
Grupa Azoty	+0,4%	+20%
Ciech	+0,6%	-21%
ZE PAK	+0,7%	+8%
Lotos	+1,9%	-9%
ZCh Police	+2,9%	+4%
IMC	+3,6%	+35%
Tupras	+6,2%	+29%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,2%	-3%
Chemia	-0,4%	-0%
Energia	-3,3%	-24%
Paliwa	-0,4%	-16%
Spożywczy	-2,4%	-7%
Surowce	-6,1%	-26%
Ukraina	-1,2%	-3%

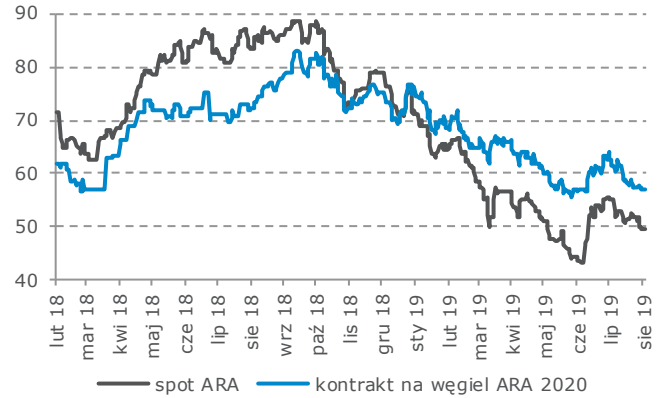
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-2,1%	+5%
Oil & Gas E&P	-4,7%	-7%
Refining EU	-1,7%	+0%
Refining US	-4,1%	-3%
Agri & Food	-0,9%	+35%
Kauczuki	-0,6%	-1%
Nawozy	-3,2%	+2%
Chemicals EU	-0,2%	+8%
Industrials EU	-0,4%	+17%
Petchem World	-5,2%	-13%
Utilities EU	-1,1%	+19%
Utilities US	+0,7%	+19%

## Energetyka

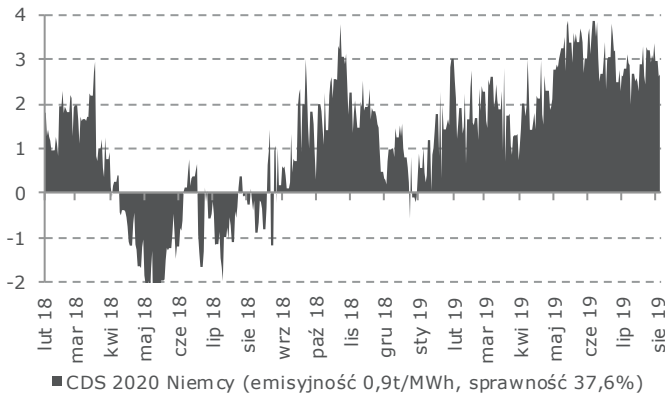
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



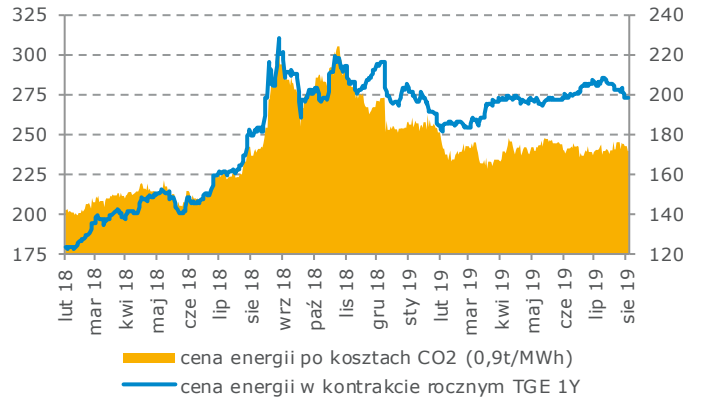
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



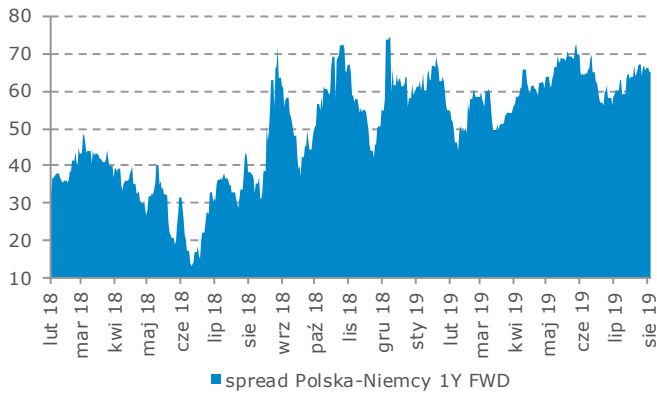
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



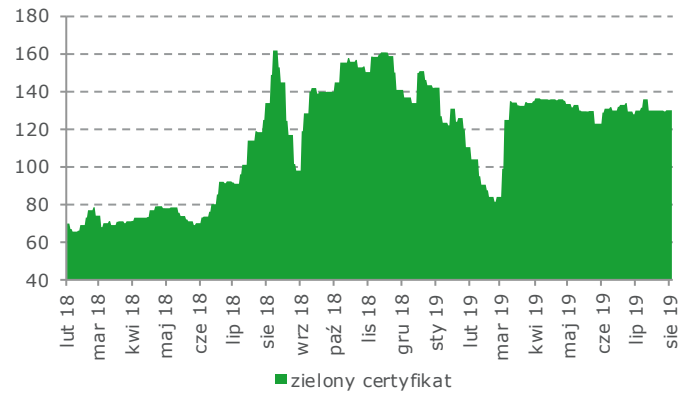
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



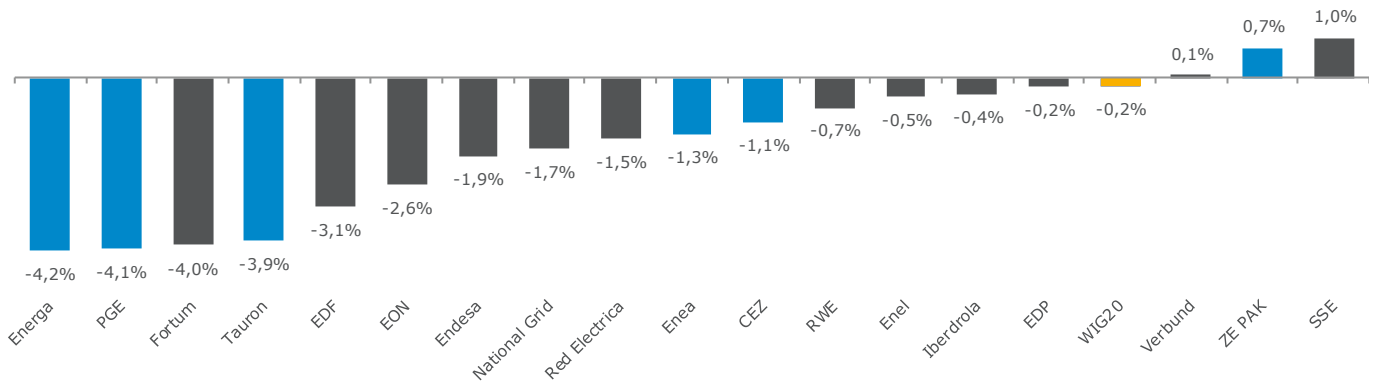
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



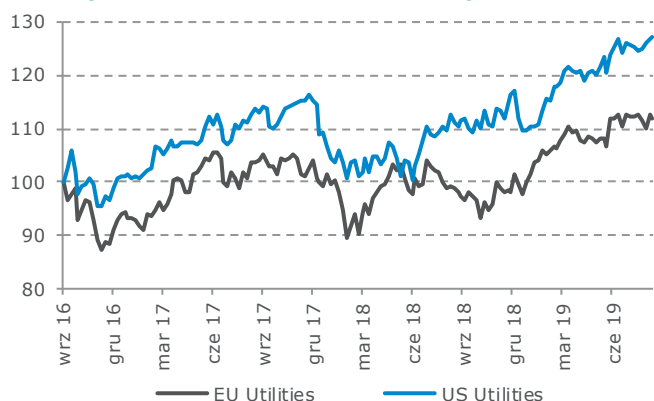
Tygodniowy performance spółek energetycznych



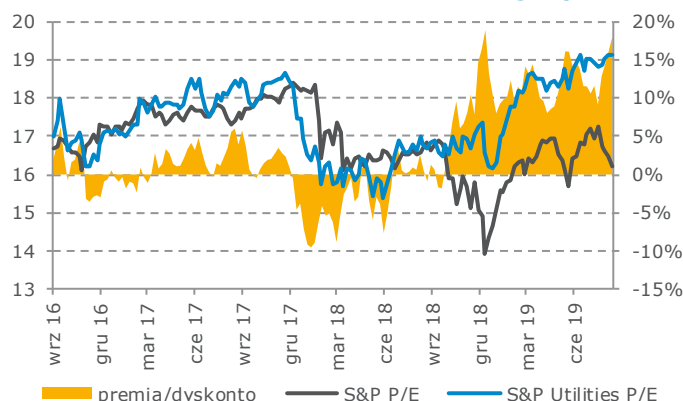
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

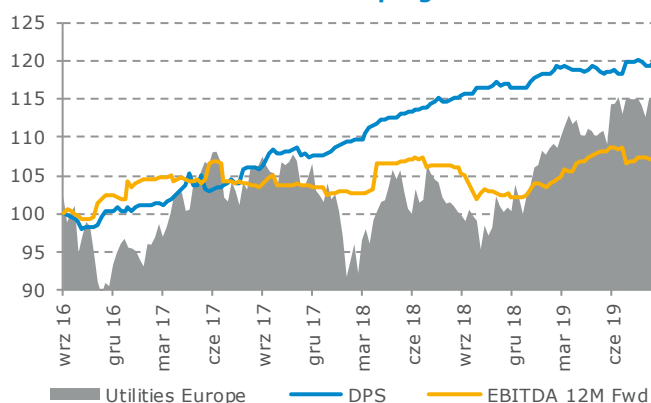
### Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



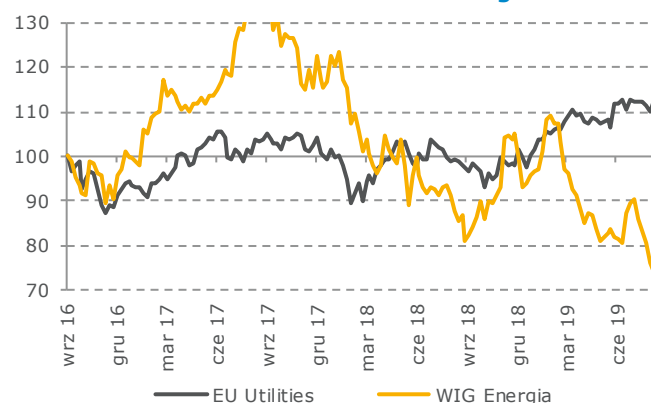
### Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



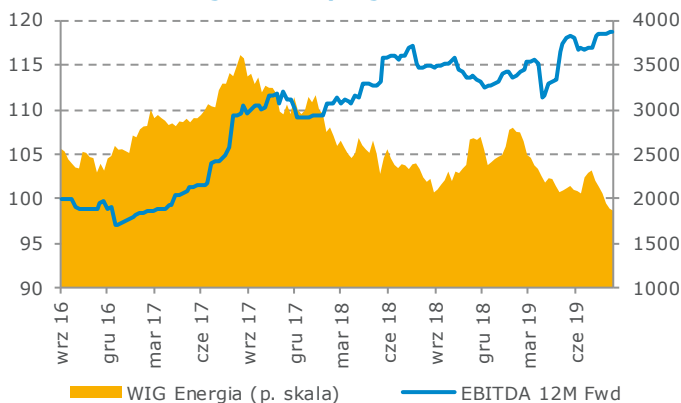
### Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



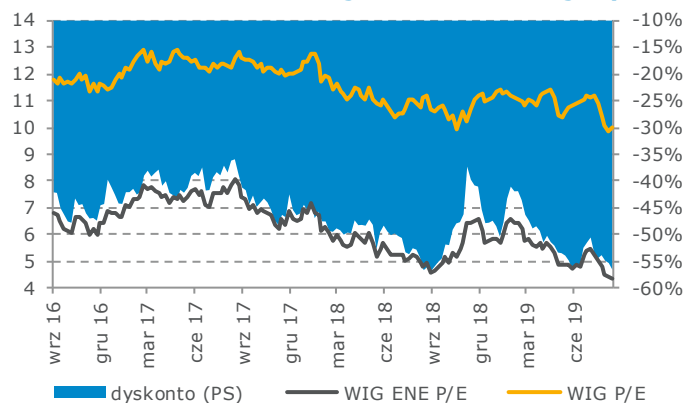
### Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



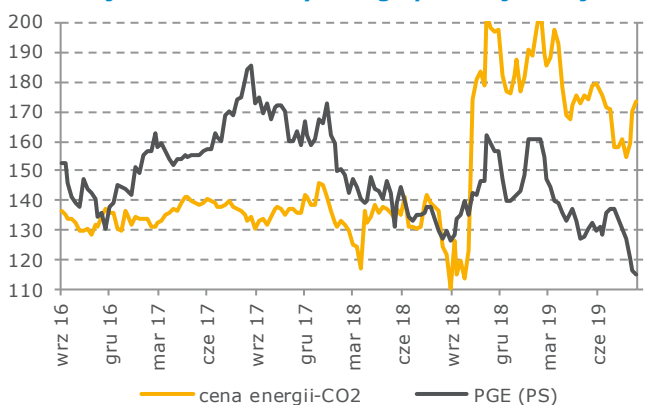
### Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



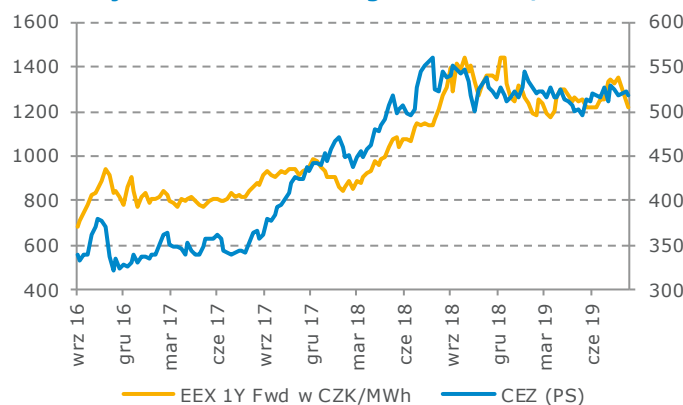
### Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



### Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO<sub>2</sub>



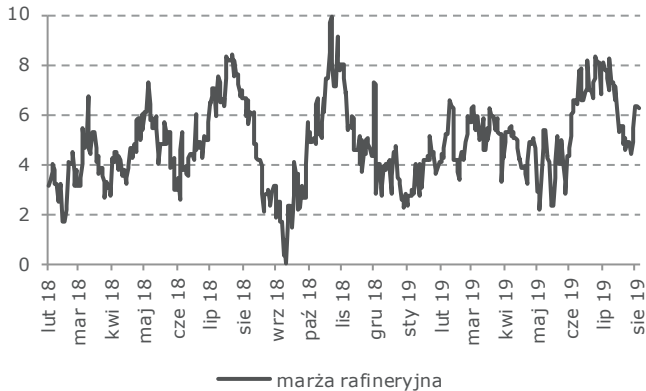
### Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



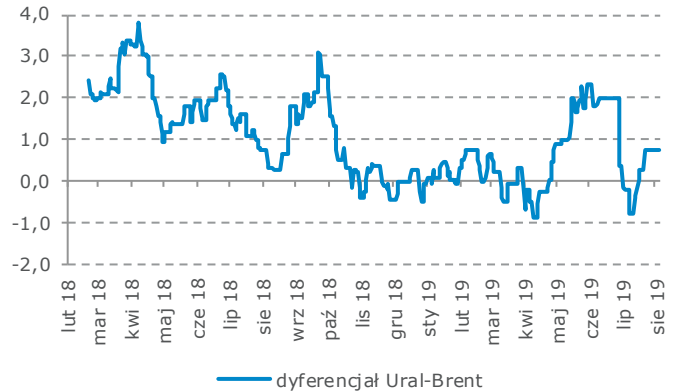
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

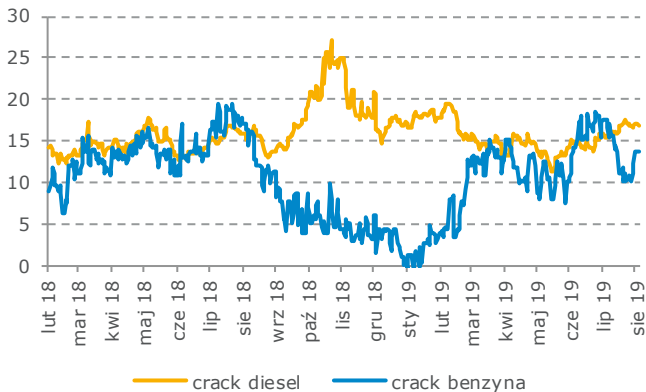
Marża rafinerijna (USD/Bbl)



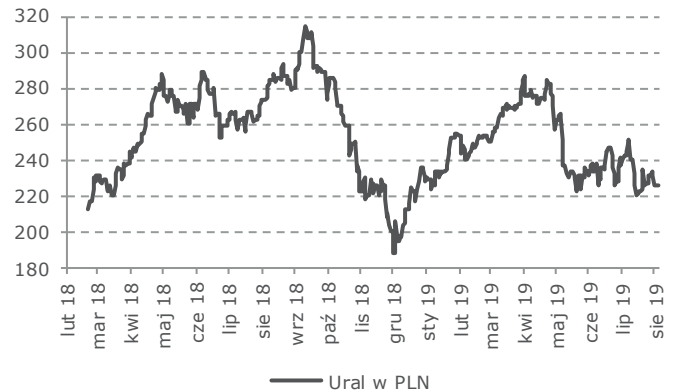
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



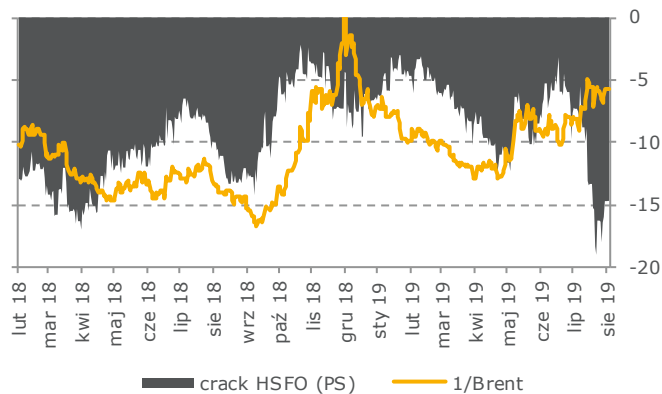
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



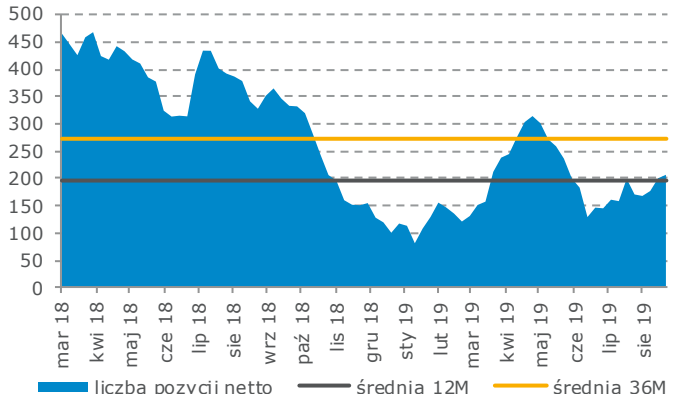
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



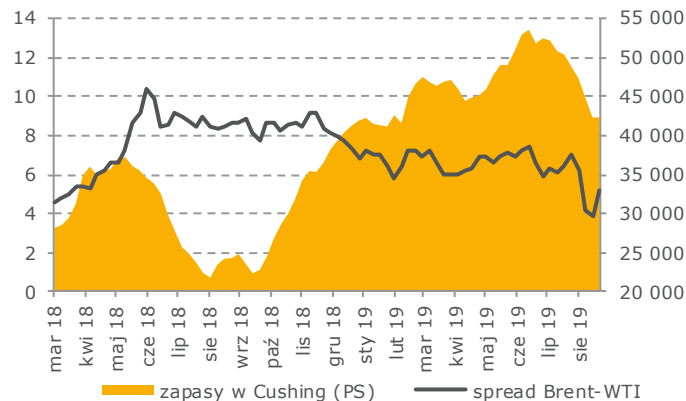
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



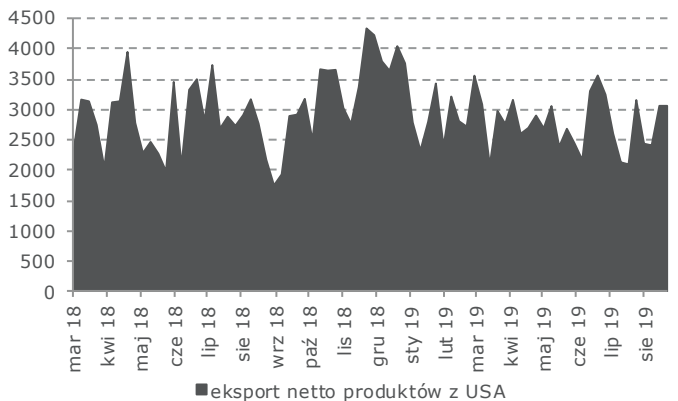
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



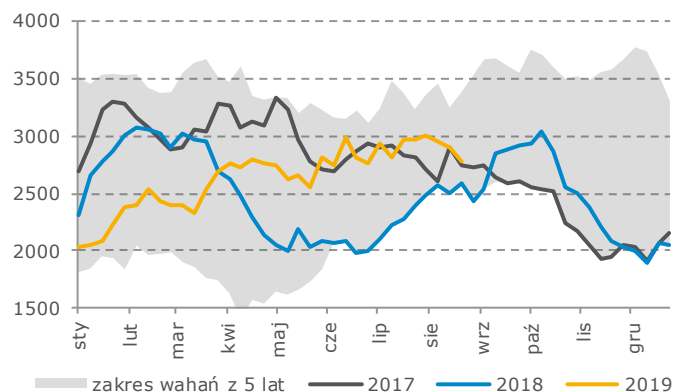
Eksport netto paliw z USA



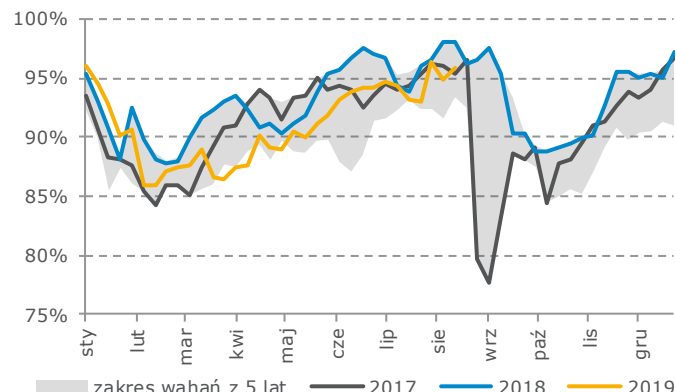
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

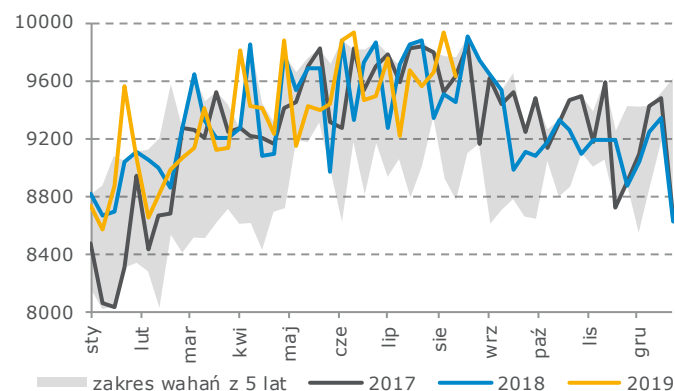
### Zapasy diesla w portach ARA



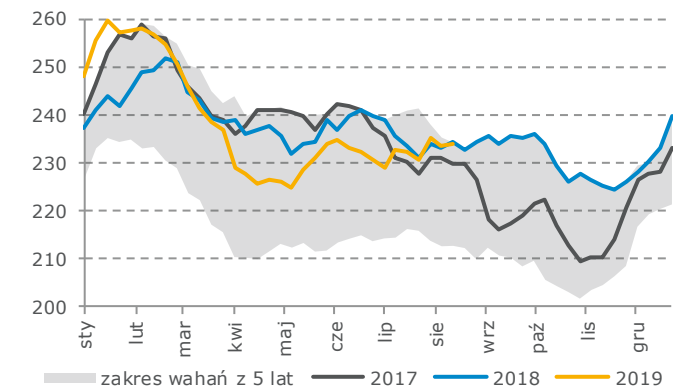
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



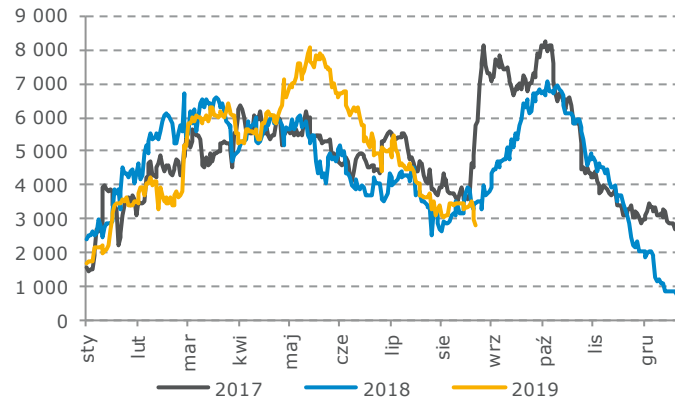
### Popyt na benzynę w USA



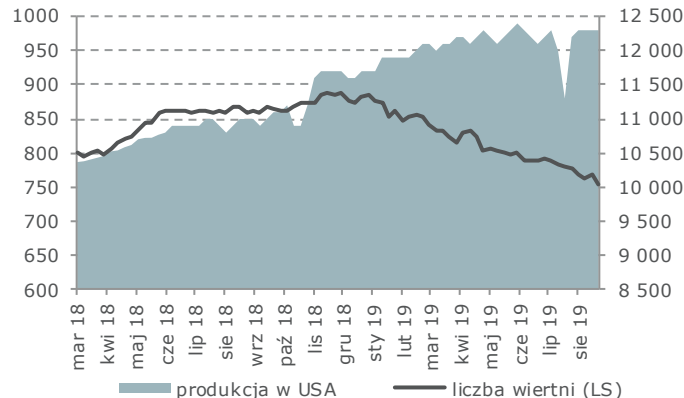
### Zapasy benzyny w USA



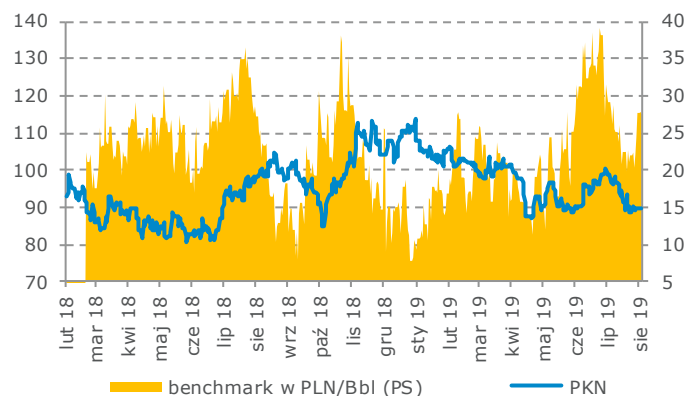
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



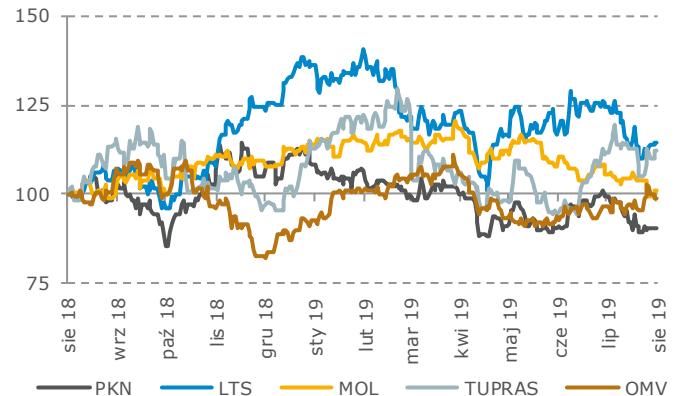
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



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



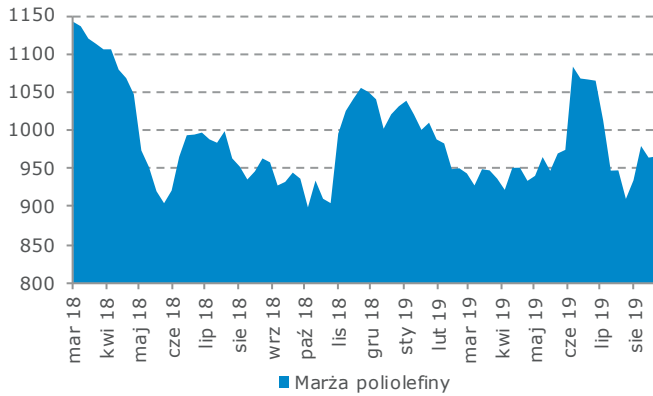
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



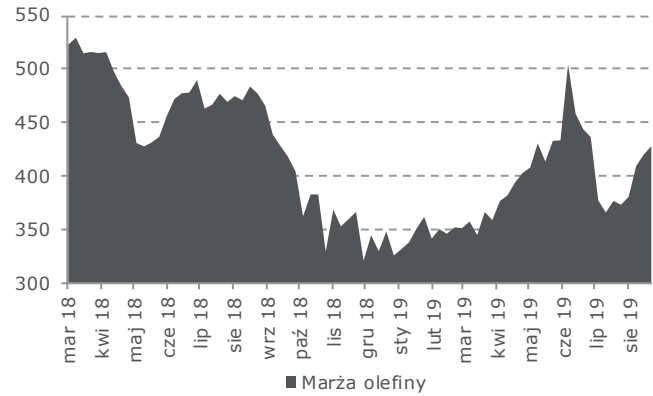
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

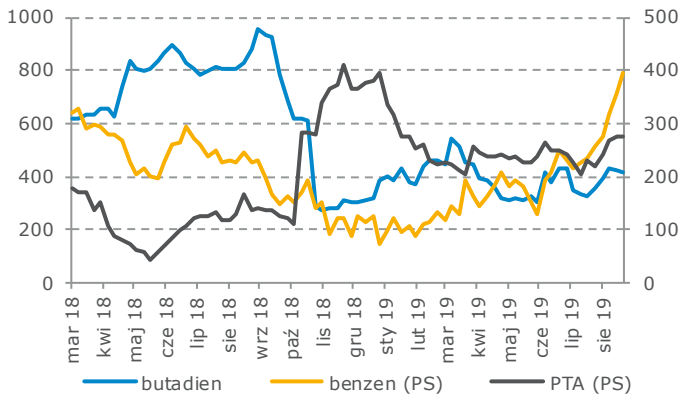
Marża petrochemiczna poliolefiny



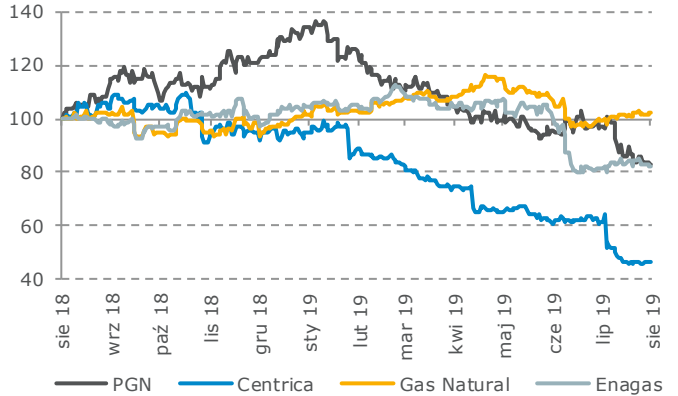
Marża petrochemiczna olefiny



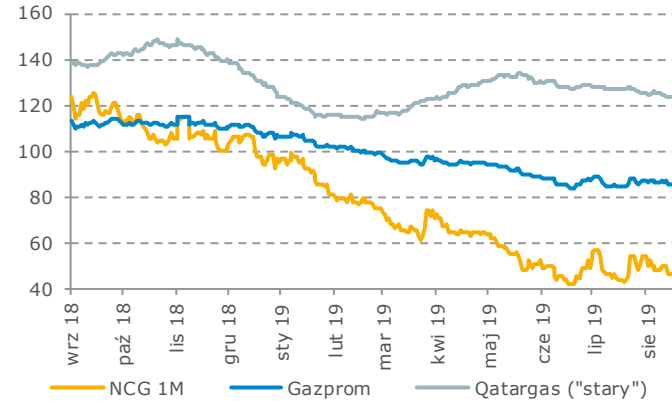
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



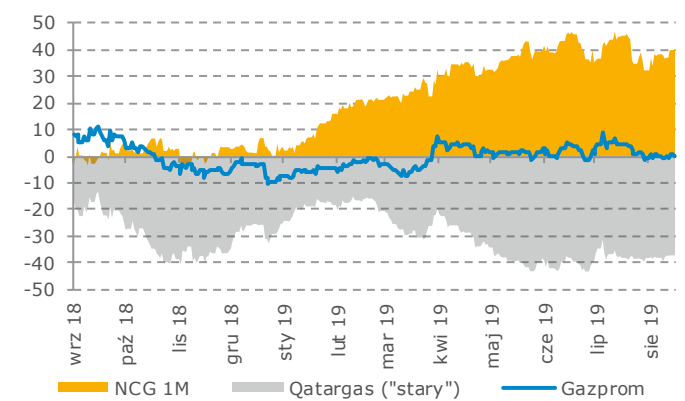
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



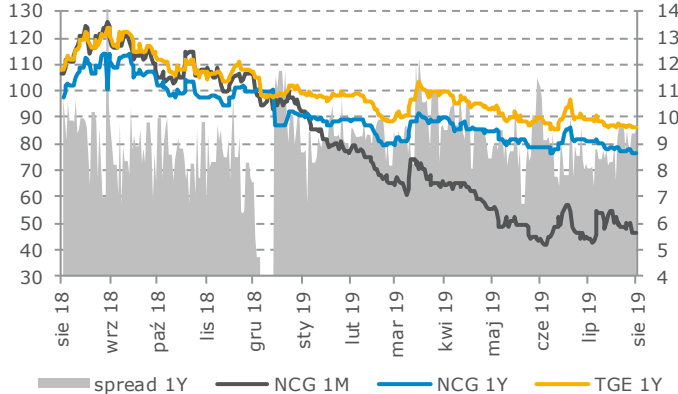
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



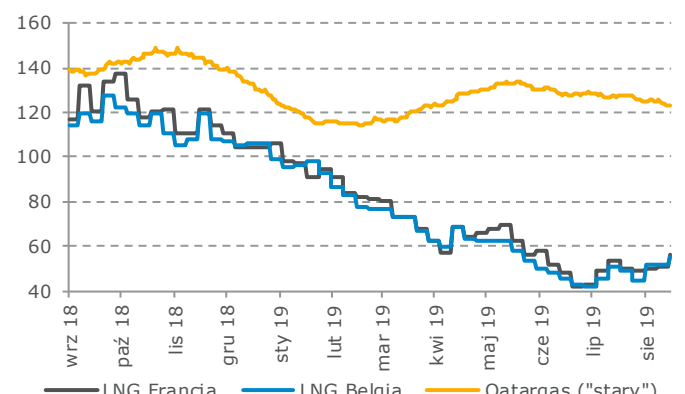
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



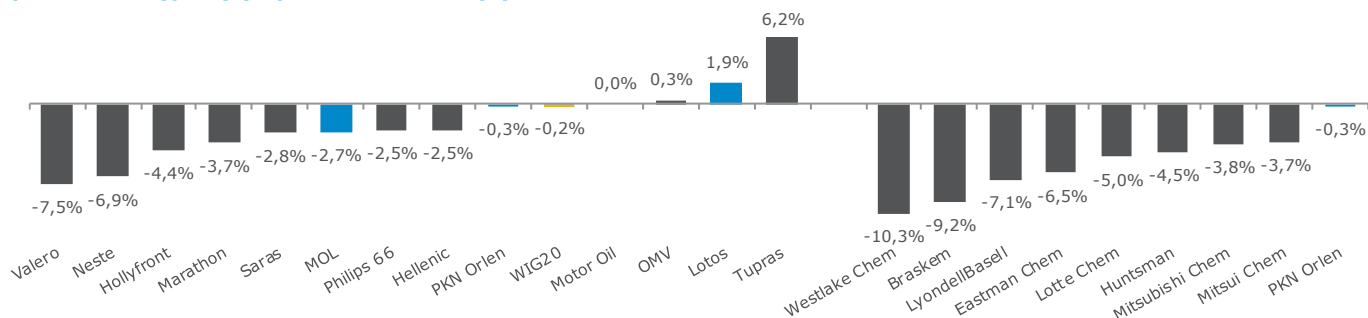
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



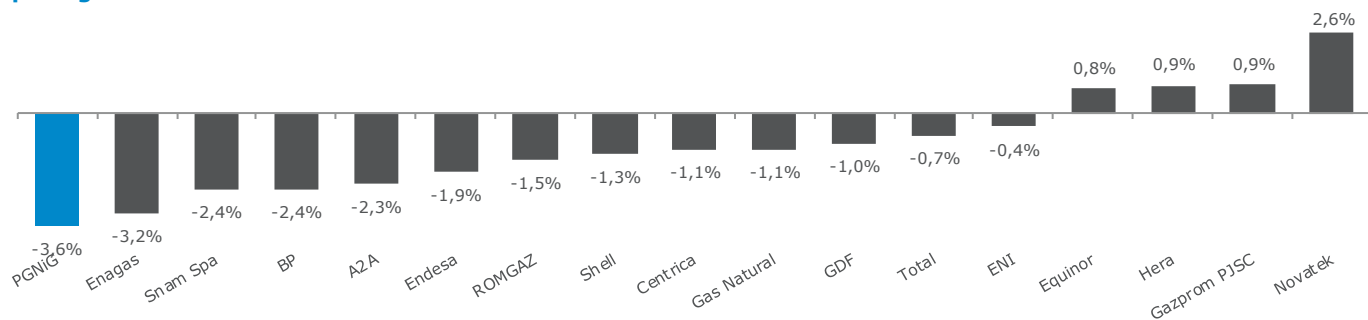
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Tygodniowy performance

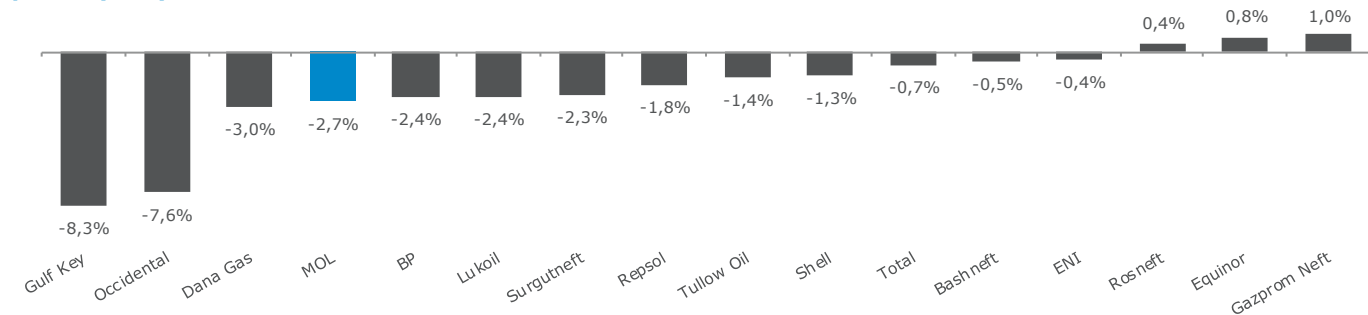
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



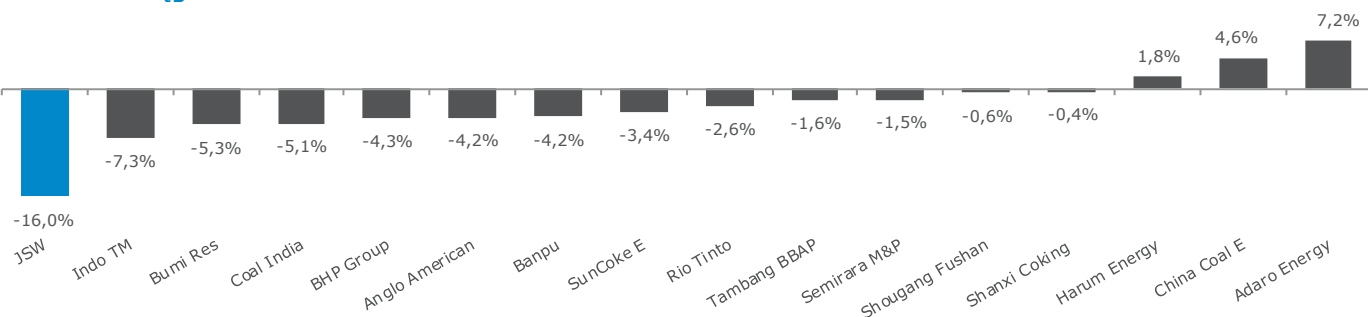
### Spółki gazowe



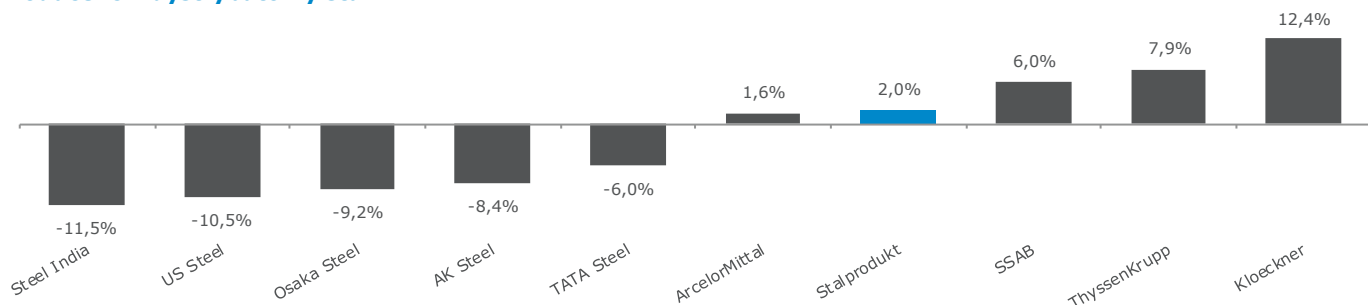
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



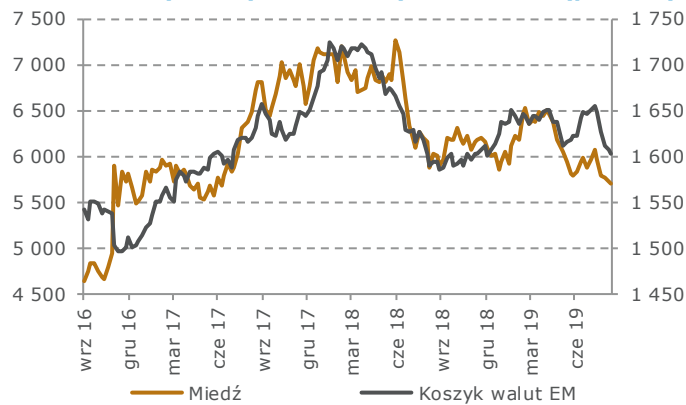
### Producenci i dystrybutorzy stali



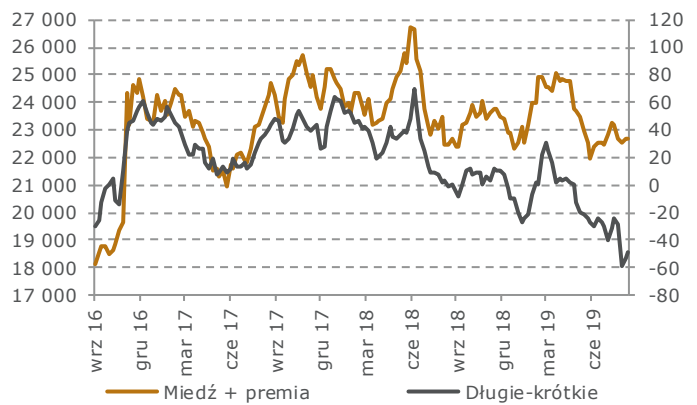
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

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



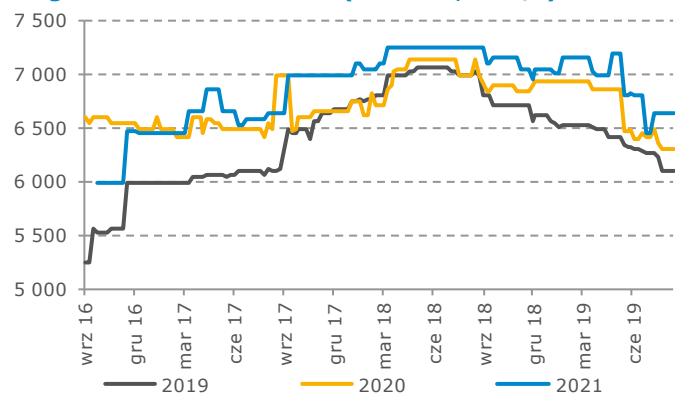
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



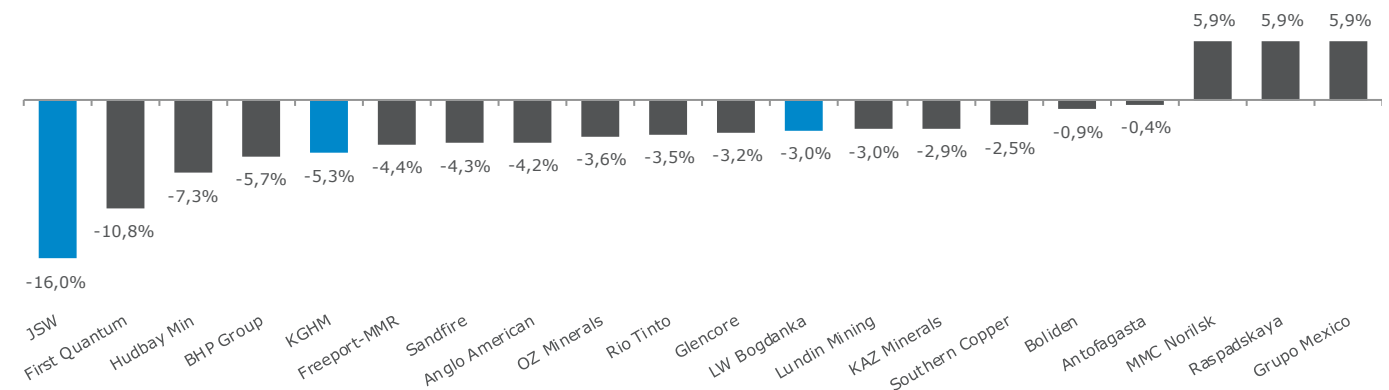
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



## Tygodniowy performance spółek surowcowych

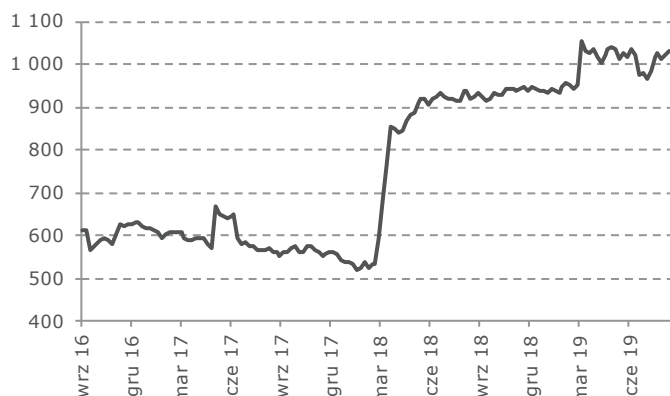


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

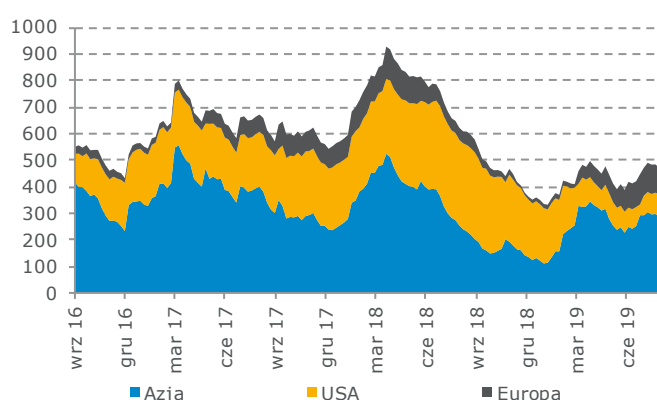


## Surowce (miedź)

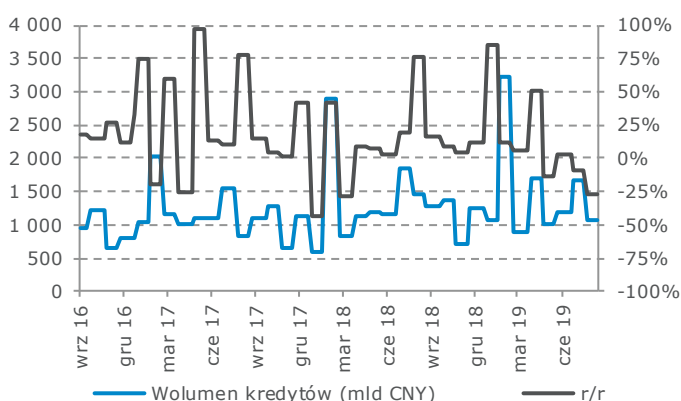
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



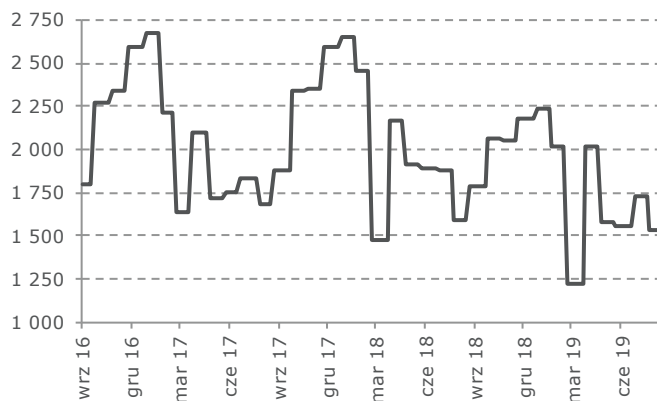
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



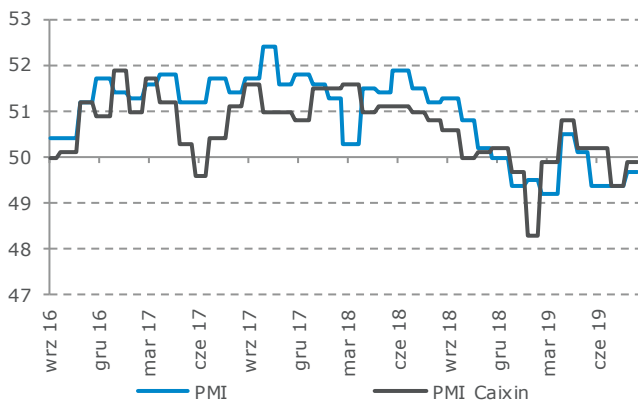
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



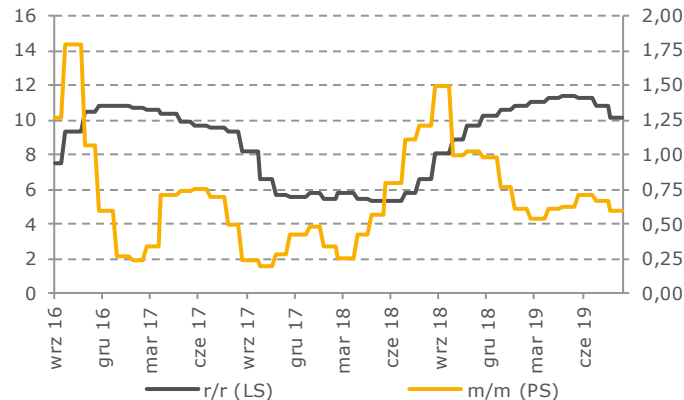
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



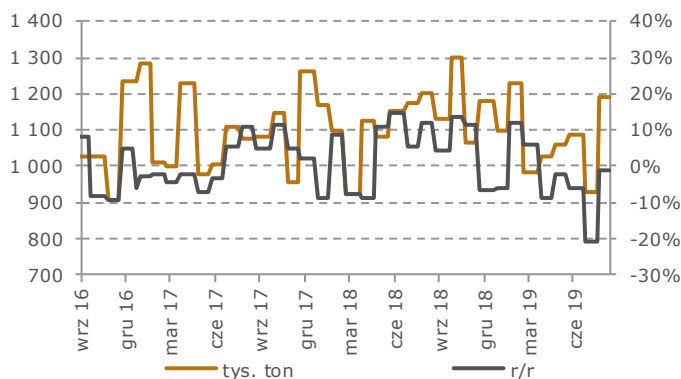
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



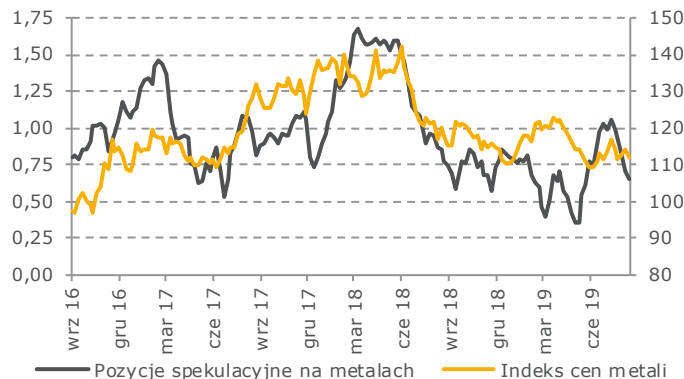
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



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



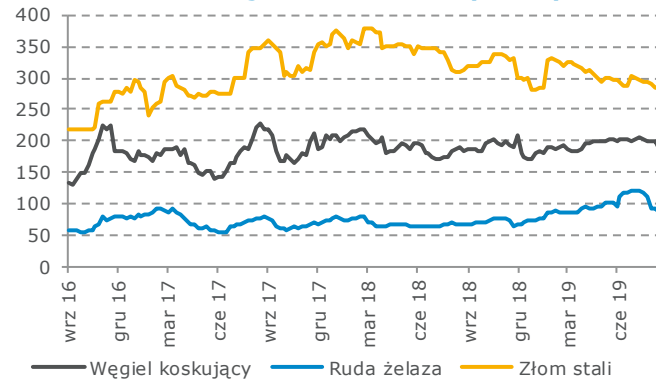
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



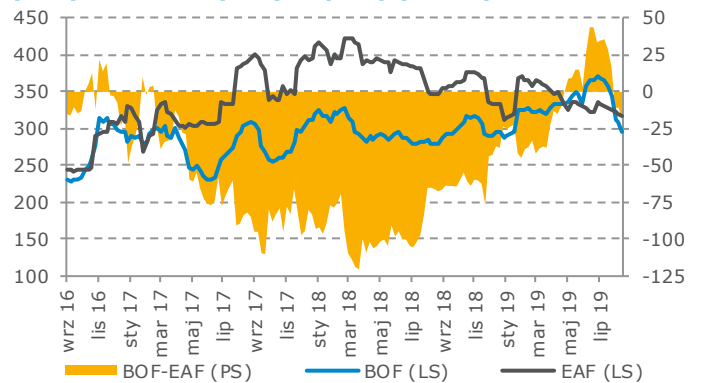
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

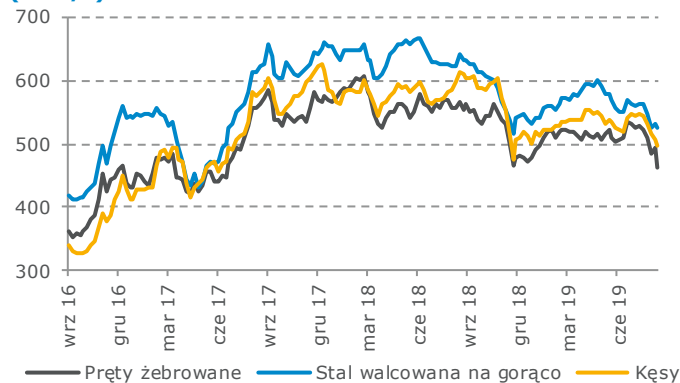
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



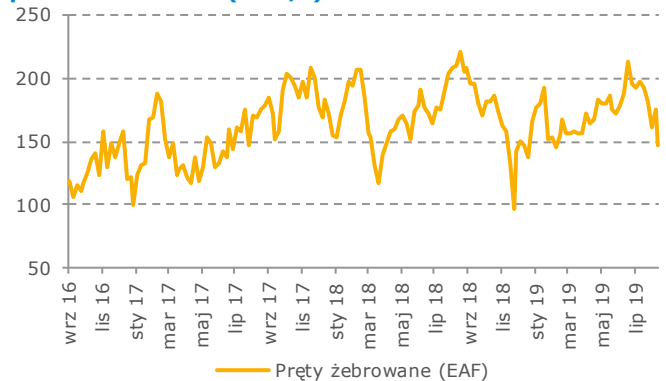
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



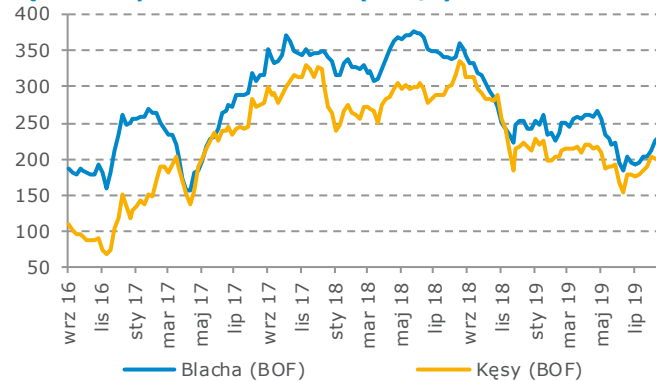
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



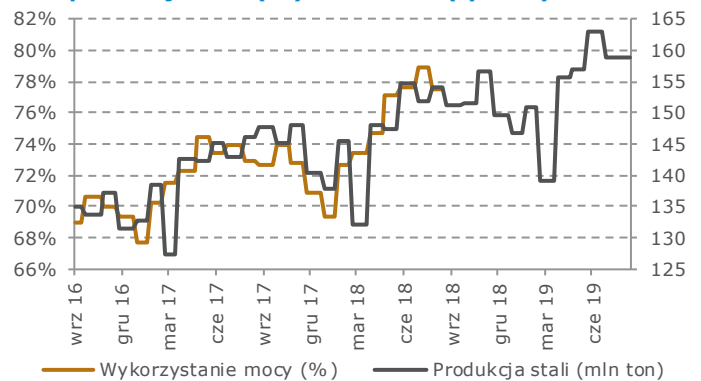
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



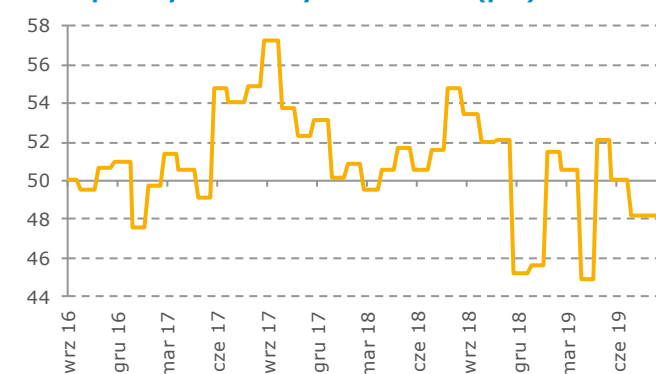
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



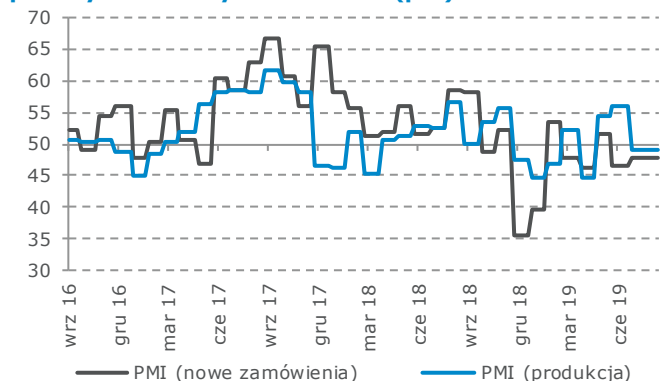
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



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

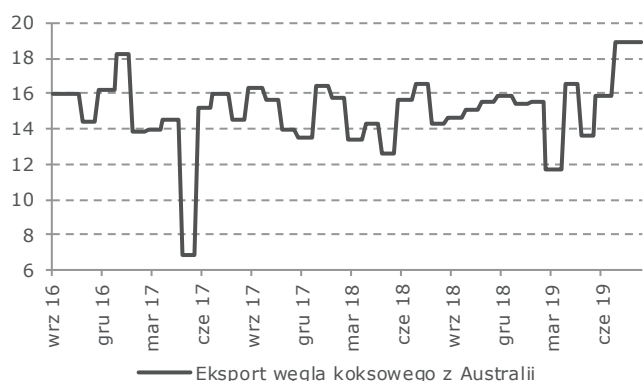


**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**

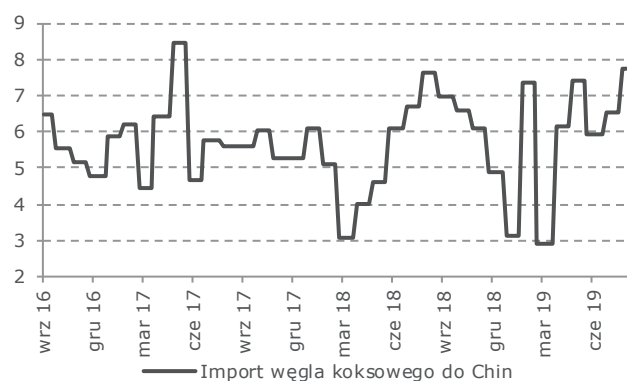


## Surowce (stal)

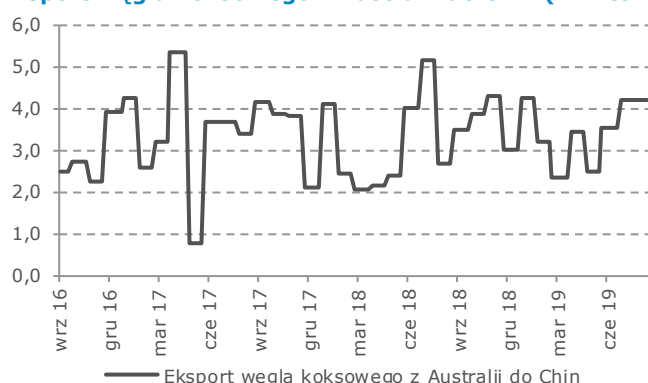
**Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)**



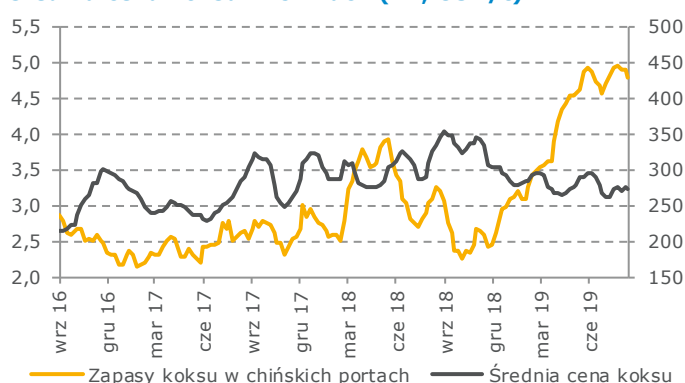
**Import węgla koksowego do Chin (mln ton)**



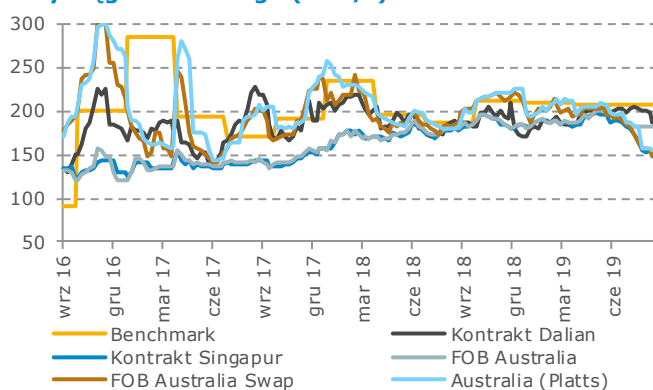
**Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)**



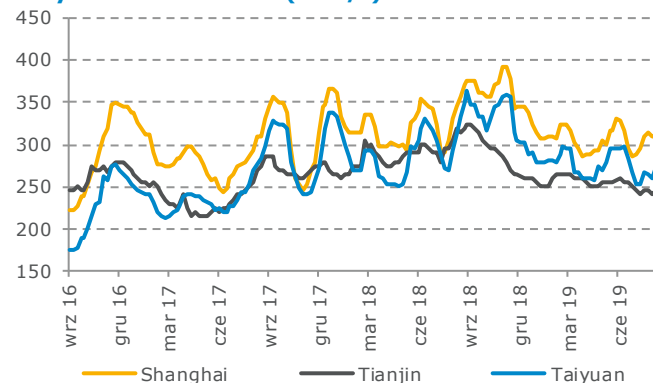
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



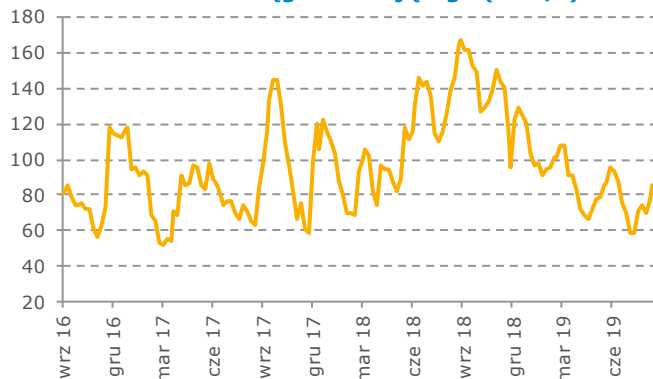
**Ceny węgla koksowego (USD/t)**



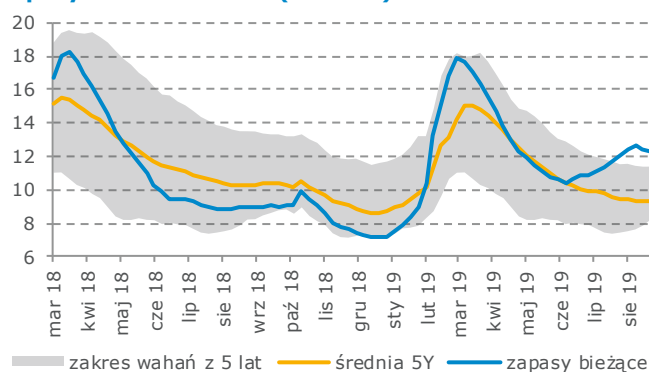
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



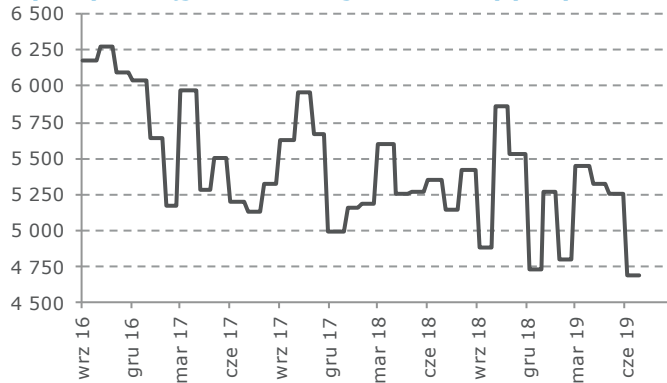
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



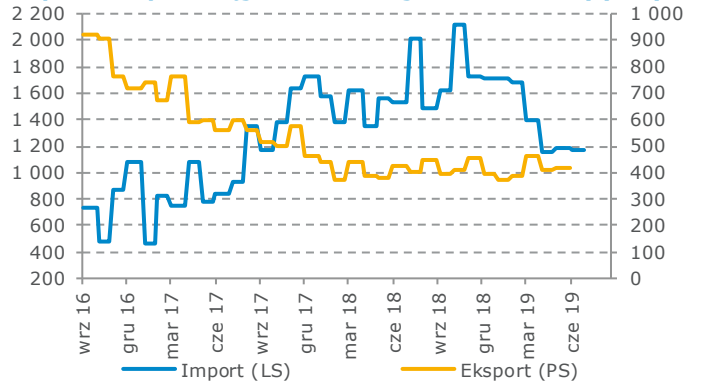
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

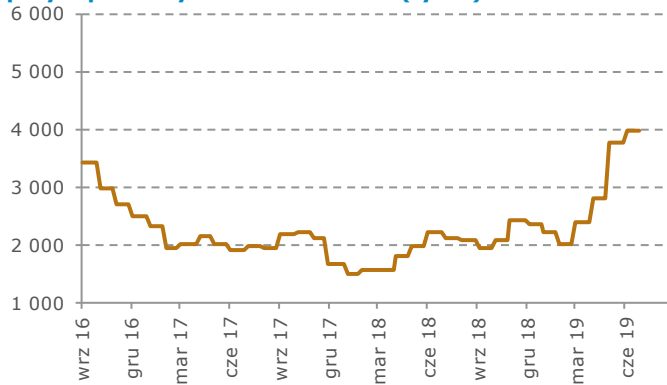
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



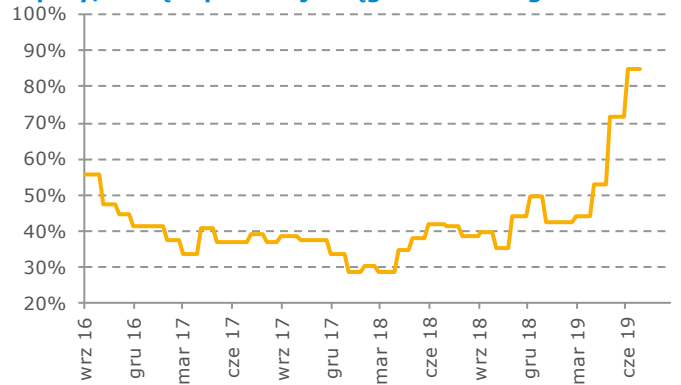
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



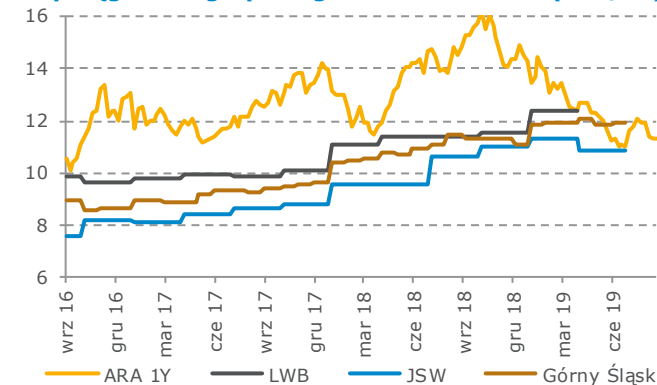
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



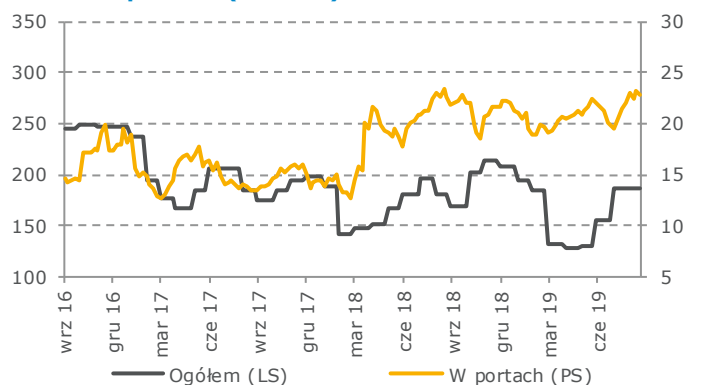
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



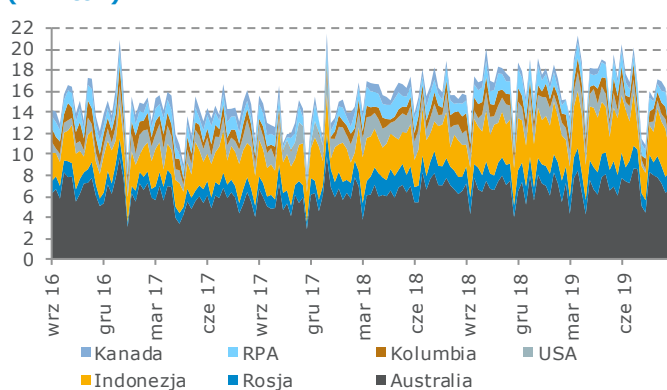
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



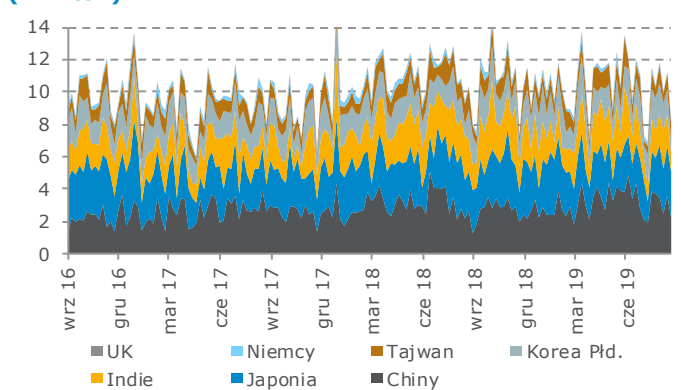
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



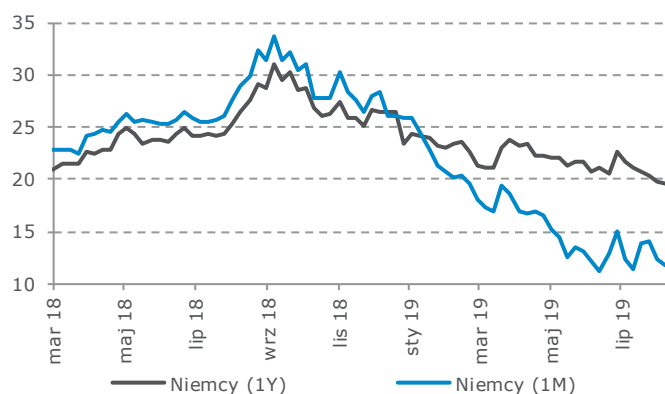
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



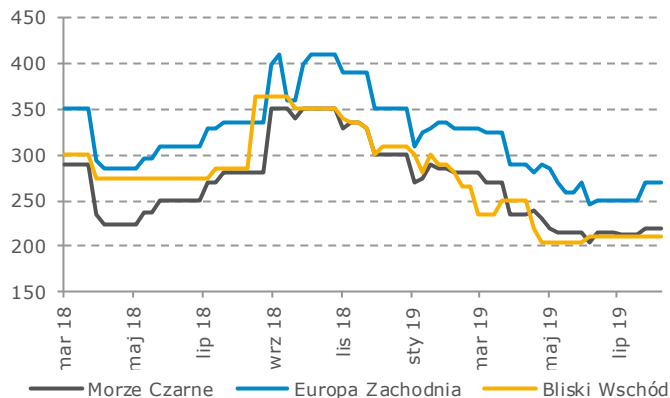
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

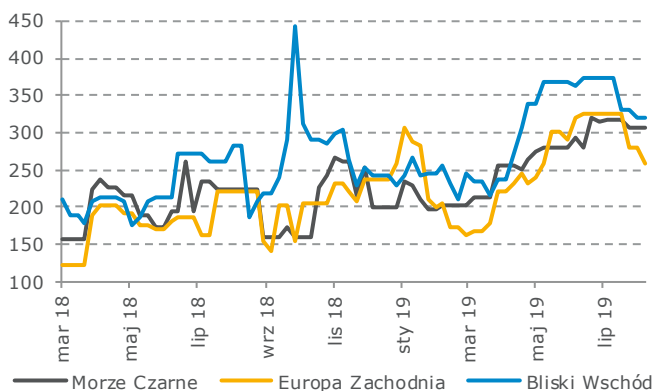
### Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



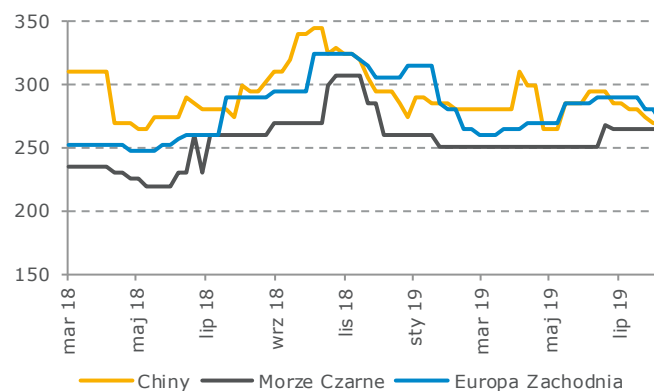
### Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



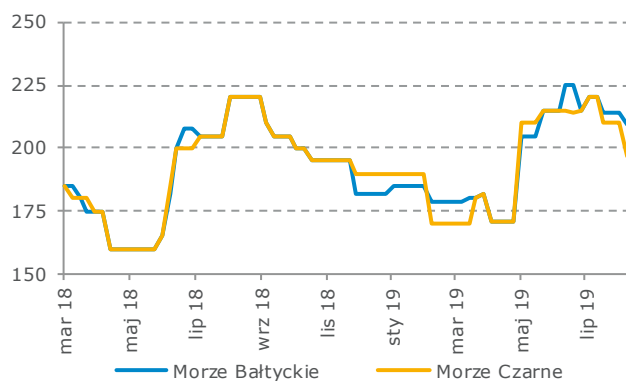
### Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



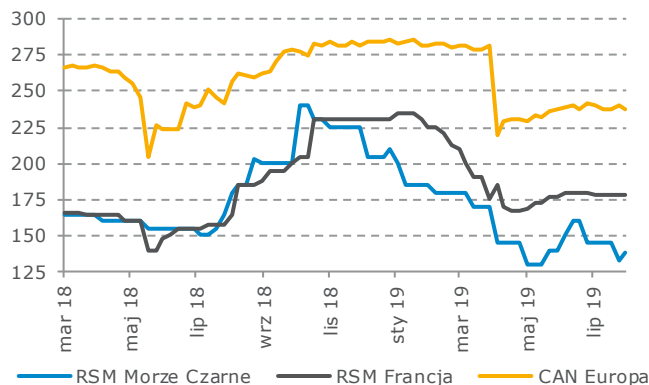
### Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



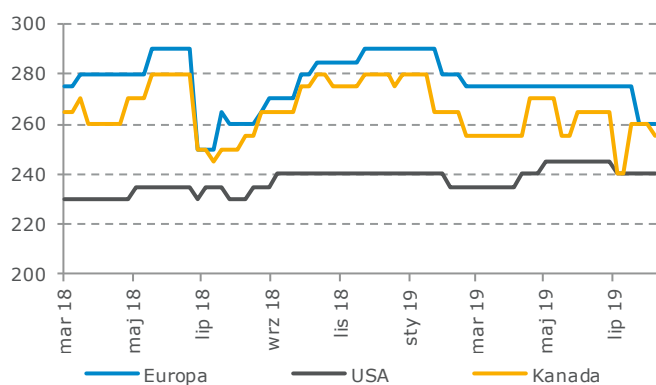
### Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



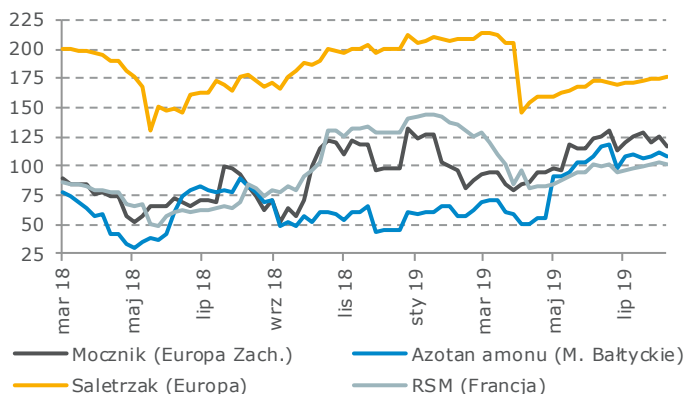
### Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



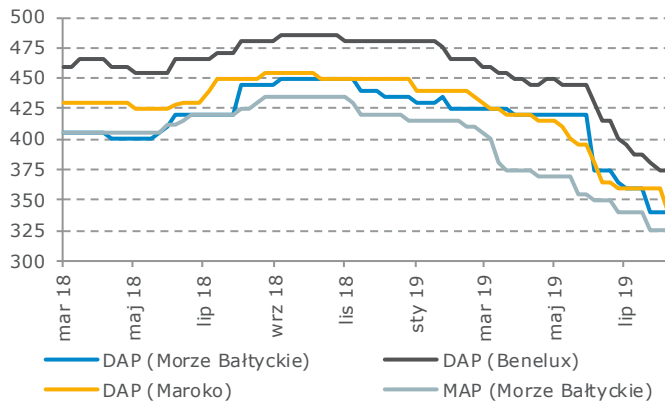
### Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



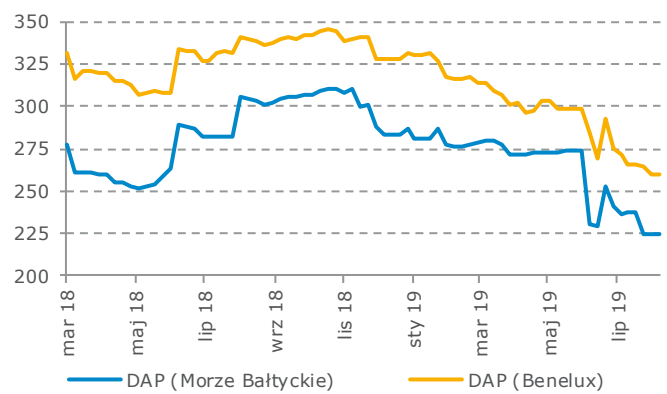
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

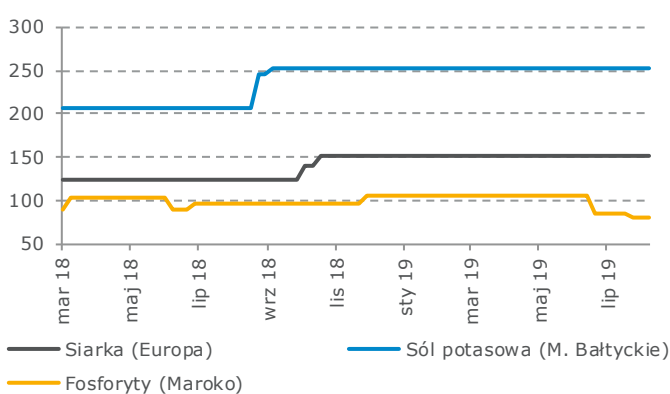
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



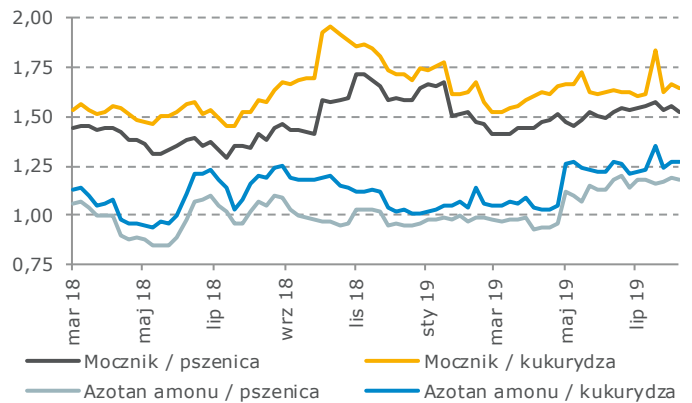
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



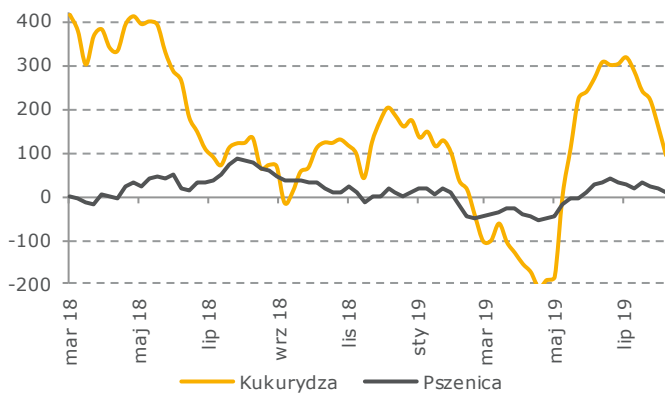
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



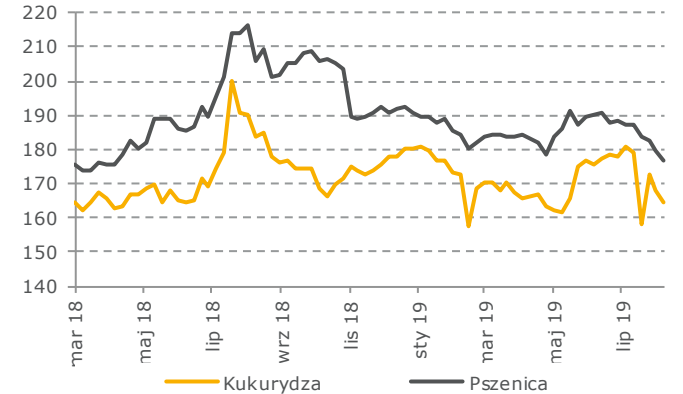
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



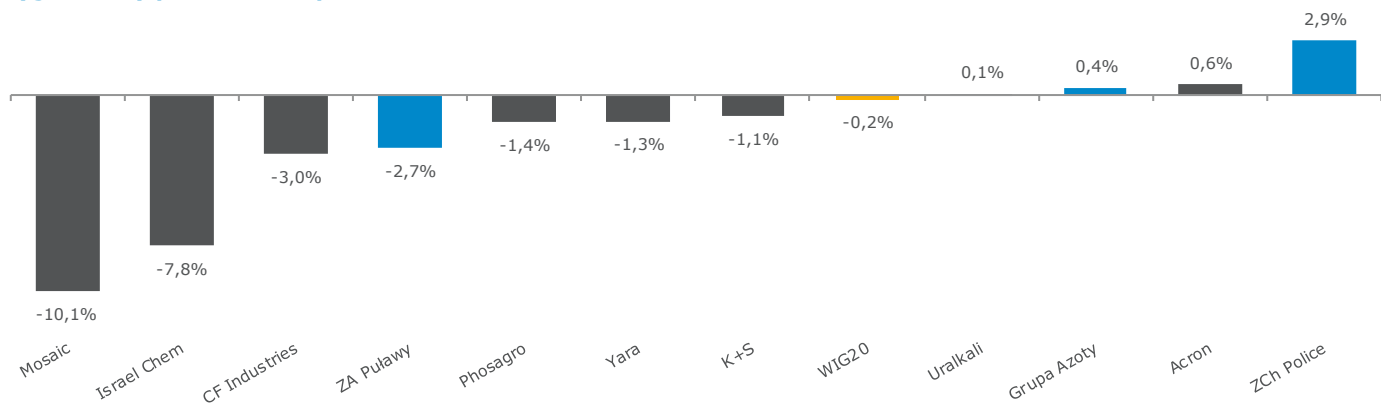
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



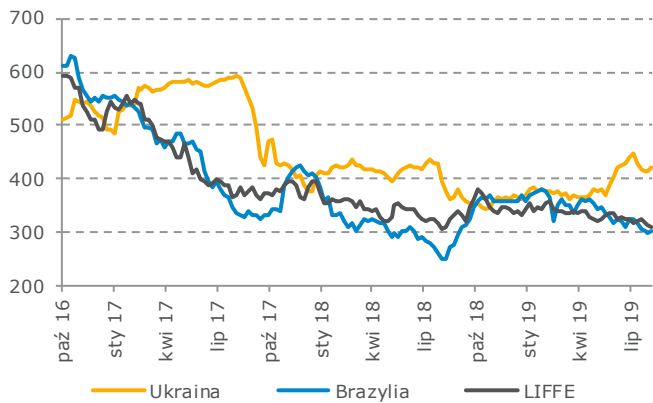
Tygodniowy performance producentów nawozów



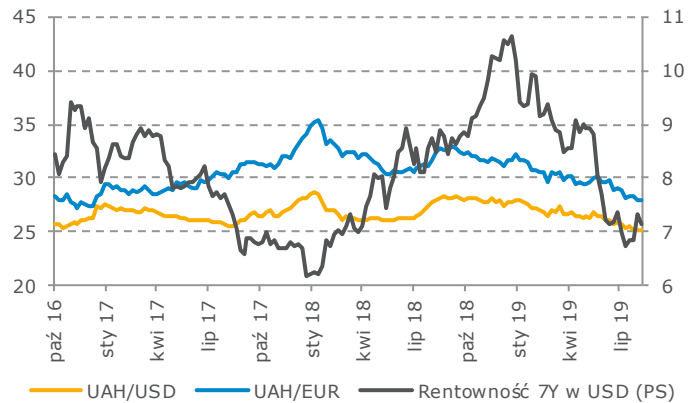
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

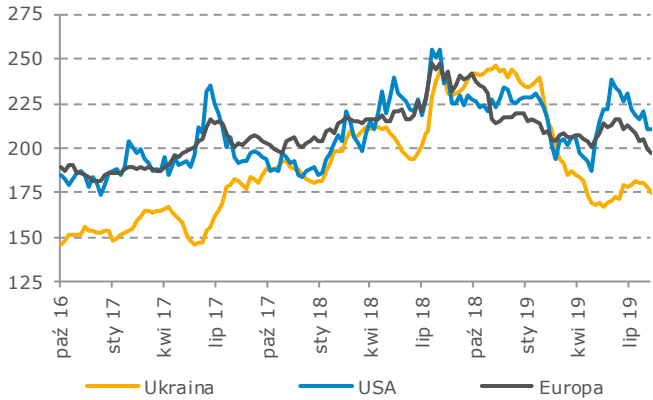
Cena cukru (USD/Mt)



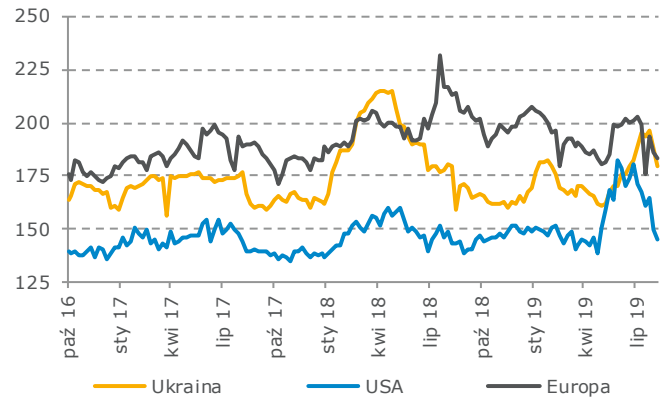
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



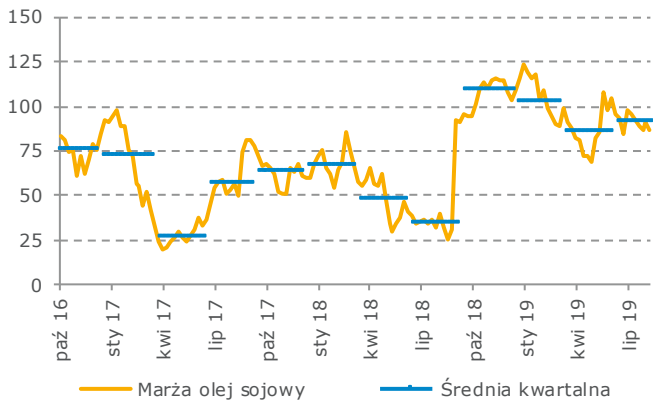
Cena pszenicy (USD/Mt)



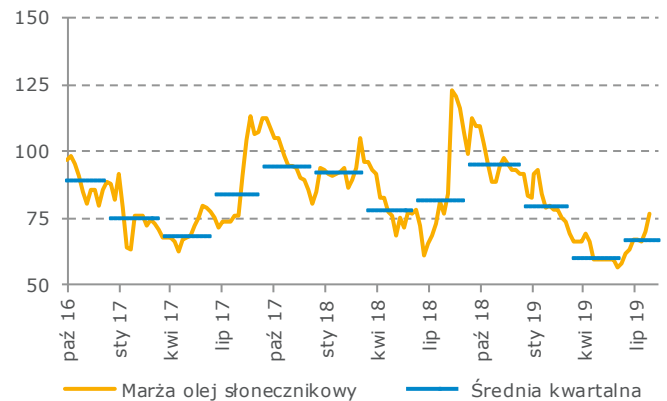
Cena kukurydzy (USD/Mt)



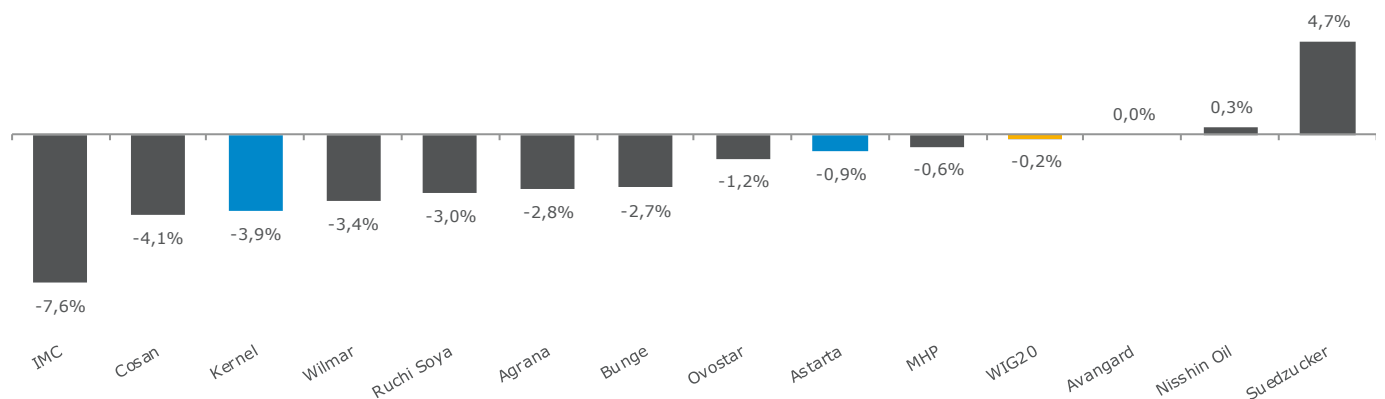
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



## Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

**Wycena spółek energetycznych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	515,0	7,4	6,8	6,7	2,1	1,9	1,8	15,4	13,3	13,4	29%	28%	27%	4,7%	5,9%	6,7%
Enea	8,1	3,1	2,9	2,7	0,6	0,6	0,6	3,0	2,8	2,3	20%	19%	22%	0,0%	0,0%	3,6%
Energa	6,4	3,7	4,0	4,3	0,7	0,7	0,8	3,6	4,1	4,0	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	7,4	3,0	3,1	2,3	0,6	0,6	0,5	4,5	5,0	3,5	21%	18%	22%	0,0%	5,6%	5,0%
Tauron	1,4	4,0	3,6	3,1	0,7	0,6	0,6	2,3	2,2	1,8	17%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	8,1	1,9	2,0	1,6	0,2	0,2	0,2	4,1	4,9	2,2	12%	12%	15%	9,9%	9,9%	14,9%
EDF	10,5	4,4	4,0	3,9	1,0	1,0	0,9	15,1	11,9	10,8	23%	24%	24%	3,2%	4,0%	4,2%
EDP	3,4	8,9	8,4	8,1	2,1	2,0	1,9	15,3	13,8	12,9	24%	24%	23%	5,7%	5,8%	6,0%
Endesa	23,1	8,1	8,0	7,9	1,4	1,4	1,4	16,0	15,8	15,4	18%	18%	18%	6,2%	6,3%	5,4%
Enel	6,3	7,6	7,3	7,0	1,7	1,7	1,6	13,5	12,4	11,8	22%	23%	23%	5,2%	5,6%	5,9%
EON	8,2	5,3	3,9	3,8	0,8	0,4	0,4	12,0	12,2	11,3	16%	10%	10%	5,6%	6,0%	6,3%
Fortum	19,9	13,5	12,6	12,0	4,1	4,0	3,9	14,3	13,5	12,4	31%	32%	32%	5,5%	5,6%	5,5%
Iberdola	9,3	9,9	9,3	8,8	2,6	2,5	2,4	17,6	16,6	15,8	26%	27%	28%	4,0%	4,3%	4,5%
National Grid	8,5	12,6	10,5	10,0	3,8	3,6	3,5	19,1	14,6	13,8	30%	34%	35%	5,5%	5,7%	5,9%
Red Electrica	17,6	9,0	9,2	9,2	7,1	7,1	7,1	13,3	14,1	14,4	78%	77%	77%	6,0%	5,8%	5,7%
RWE	25,3	11,6	6,8	5,8	1,4	1,0	0,9	22,6	14,7	10,9	12%	15%	16%	3,2%	3,6%	4,2%
SSE	11,2	9,3	10,0	9,3	0,8	1,3	1,3	8,2	12,3	10,9	9%	13%	14%	8,7%	7,1%	7,3%
Verbund	54,2	17,6	14,8	14,0	6,4	5,8	5,6	33,3	26,1	24,6	36%	39%	40%	1,3%	1,7%	1,9%
<b>Mediana</b>		<b>7,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>13,9</b>	<b>12,9</b>	<b>11,6</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,4%</b>

**Wycena spółek rafineryjnych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	80,68	6,4	5,3	4,6	0,7	0,6	0,5	12,3	11,3	10,3	10%	11%	12%	3,7%	2,4%	2,6%
MOL	2886,00	4,3	4,1	3,7	0,6	0,6	0,5	10,4	9,2	8,0	15%	15%	15%	4,9%	5,2%	5,5%
PKN Orlen	89,86	5,1	5,4	5,2	0,4	0,4	0,4	8,5	10,1	10,3	9%	8%	7%	3,9%	3,3%	3,3%
Hellenic Petroleum	9,11	6,6	5,3	5,6	0,5	0,5	0,5	11,3	7,0	7,2	7%	9%	9%	5,6%	6,3%	6,2%
HollyFrontier	43,88	5,5	5,5	5,8	0,6	0,6	0,6	8,9	8,3	9,2	10%	11%	10%	3,0%	3,1%	3,2%
Marathon Petroleum	46,04	7,3	5,5	5,5	0,5	0,5	0,5	10,2	6,0	6,4	7%	9%	9%	4,6%	5,2%	5,7%
Motor Oil	21,20	5,0	4,4	4,9	0,3	0,3	0,3	7,7	6,6	7,5	6%	7%	7%	6,4%	6,8%	7,0%
Neste Oil	28,39	11,0	10,1	9,6	1,4	1,5	1,4	17,2	15,2	14,5	13%	15%	14%	3,1%	3,4%	3,6%
OMV	45,34	4,0	3,7	3,6	1,0	1,0	1,0	8,7	7,8	7,6	25%	26%	27%	4,2%	4,7%	5,1%
Phillips 66	96,31	7,9	6,8	7,2	0,5	0,5	0,5	12,2	9,3	9,9	7%	7%	7%	3,6%	3,9%	4,2%
Saras	1,38	3,5	2,2	3,0	0,1	0,1	0,1	13,6	4,7	8,0	4%	6%	4%	4,3%	10,0%	6,8%
Tesoro	153,50	8,1	7,0	8,2	0,7	0,7	-	12,3	9,6	14,1	9%	10%	-	1,7%	1,8%	1,6%
Tupras	134,70	6,7	4,7	4,4	0,4	0,4	0,4	10,8	5,8	5,4	7%	8%	8%	8,7%	14,9%	15,8%
Valero Energy	73,71	7,3	5,1	5,5	0,4	0,4	0,4	13,9	7,6	8,1	5%	7%	7%	4,9%	5,3%	5,6%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>11,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,3%</b>

**Wycena spółek petrochemicznych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI PETROCHEMICZNE</b>																
PKN Orlen	89,86	5,1	5,4	5,2	0,4	0,4	0,4	8,5	10,1	10,3	9%	8%	7%	3,9%	3,3%	3,3%
Axiall	56,42	7,0	6,1	5,8	1,2	1,2	1,1	14,8	9,9	9,4	18%	19%	19%	1,8%	1,9%	2,0%
Braskem	26,34	5,8	5,5	4,8	0,9	0,9	0,8	14,3	11,3	9,6	16%	16%	17%	5,4%	2,5%	3,6%
Eastman Chemical	62,22	7,1	6,7	6,5	1,6	1,5	1,5	8,1	7,2	6,5	22%	22%	23%	3,8%	4,1%	4,5%
Huntsman Corp	18,89	6,1	5,6	5,4	0,8	0,8	0,8	8,3	6,9	6,2	13%	14%	15%	3,5%	3,7%	3,9%
Lotte Chemicals	217 000	4,3	3,8	3,5	0,6	0,5	0,5	6,5	5,4	5,2	13%	14%	15%	4,6%	5,0%	5,2%
LyondellBasell	69,55	5,6	4,9	5,0	0,9	0,9	0,9	6,8	5,6	5,5	17%	18%	18%	6,1%	6,5%	6,8%
Mitsubishi Chemical	702,40	7,2	6,6	6,4	0,9	0,9	0,8	5,9	6,6	6,3	12%	13%	13%	5,7%	5,7%	5,8%
Mitsui Chemicals	2209,00	6,5	6,3	6,0	0,6	0,6	0,6	5,7	6,6	6,1	10%	10%	10%	4,5%	4,5%	4,8%
Westlake Chemical	56,42	7,0	6,1	5,8	1,2	1,2	1,1	14,8	9,9	9,4	18%	19%	19%	1,8%	1,9%	2,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,4</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,2%</b>

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



## Wycena spółek gazowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	4,65	4,4	3,3	2,8	0,8	0,7	0,6	11,2	7,7	6,4	18%	22%	22%	2,4%	3,6%	5,2%
A2A	1,56	7,1	6,6	6,3	1,3	1,3	1,2	15,1	13,0	12,4	18%	19%	19%	5,0%	5,1%	5,3%
BG Group	22,67	5,2	4,8	4,5	0,8	0,8	0,8	11,4	9,4	8,8	16%	17%	18%	6,8%	6,9%	7,1%
BP	4,88	4,6	4,3	4,3	0,6	0,6	0,6	11,4	8,7	9,4	14%	15%	15%	6,8%	7,0%	7,2%
Centrica	0,66	4,2	4,0	4,3	0,3	0,3	0,3	9,0	6,7	6,6	7%	8%	7%	8,2%	8,9%	8,5%
Enagas	19,76	9,3	9,1	10,0	7,4	7,5	8,2	11,1	10,4	11,2	80%	83%	82%	8,1%	8,3%	8,3%
Endesa	23,09	8,1	8,0	7,9	1,4	1,4	1,4	16,0	15,8	15,4	18%	18%	18%	6,2%	6,3%	5,4%
Engie	13,50	6,5	6,2	5,9	1,0	1,0	0,9	13,0	11,7	10,6	15%	16%	16%	5,8%	6,2%	6,7%
Eni	13,22	3,4	3,2	3,1	0,8	0,8	0,9	11,9	9,8	9,2	24%	25%	28%	6,5%	6,6%	6,8%
Equinor	149,90	2,7	2,3	2,2	1,0	0,9	0,8	10,1	8,6	8,0	36%	37%	39%	6,3%	6,6%	6,9%
Gas Natural SDG	23,65	9,2	8,8	8,7	1,6	1,6	1,6	16,9	15,8	14,9	17%	18%	18%	5,8%	6,1%	6,4%
Gazprom	228,90	3,7	3,6	3,4	1,1	1,0	1,0	3,5	3,7	3,4	28%	28%	28%	7,3%	8,2%	10,7%
Hera	3,53	7,8	7,5	7,3	1,3	1,2	1,2	17,4	17,1	16,9	17%	16%	17%	2,9%	3,1%	3,1%
NovaTek	192,50	11,8	11,4	11,5	4,4	4,2	3,9	8,1	7,1	6,0	37%	37%	34%	4,3%	5,1%	5,6%
ROMGAZ	33,15	5,1	4,9	4,6	2,5	2,3	2,2	9,6	8,7	8,1	48%	47%	47%	9,8%	10,7%	11,6%
Shell	25,02	5,2	4,8	4,5	0,8	0,8	0,8	11,4	9,4	8,8	16%	17%	18%	6,8%	6,8%	7,0%
Snam	4,43	12,3	12,1	11,7	10,0	9,7	9,5	13,9	13,7	13,1	81%	81%	81%	5,5%	5,7%	5,9%
Total	43,84	4,7	4,3	4,2	0,8	0,8	0,8	9,8	8,5	8,3	17%	19%	19%	6,0%	6,2%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>11,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,7%</b>

## Wycena spółek wydobywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI WYDOBYWCZE</b>																
MOL	2886,00	4,8	4,3	4,4	0,7	0,6	0,6	7,8	6,5	6,7	14%	15%	14%	4,4%	4,6%	5,1%
Bashneft	1822,50	1,9	1,7	1,6	0,5	0,4	0,4	2,8	2,4	2,2	24%	25%	25%	14,1%	12,5%	13,5%
BP	4,88	4,6	4,3	4,3	0,6	0,6	0,6	11,4	8,7	9,4	14%	15%	15%	6,8%	7,0%	7,2%
Dana Gas	0,98	8,1	7,9	5,9	4,7	4,6	3,7	29,7	21,3	12,7	58%	58%	64%	5,8%	5,8%	6,3%
Eni	13,22	3,4	3,2	3,1	0,8	0,8	0,9	11,9	9,8	9,2	24%	25%	28%	6,5%	6,6%	6,8%
Equinor	149,90	2,7	2,3	2,2	1,0	0,9	0,8	10,1	8,6	8,0	36%	37%	39%	6,3%	6,6%	6,9%
Gazprom Neft	419,60	4,1	4,2	4,0	1,0	1,0	1,0	4,7	5,0	4,8	25%	24%	25%	8,1%	8,8%	9,8%
Gulf Keystone	2,33	3,3	2,1	1,6	1,9	1,4	1,1	11,5	6,3	4,2	59%	65%	67%	7,7%	5,6%	7,4%
Lukoil	5115,00	3,5	3,4	3,3	0,5	0,5	0,5	5,9	5,6	5,5	15%	16%	16%	5,2%	5,6%	6,1%
Occidental Petroleum	42,13	4,9	3,3	3,2	2,4	1,7	1,7	14,2	15,2	12,5	48%	51%	52%	7,4%	7,5%	7,7%
Repsol	12,60	4,3	3,8	3,8	0,6	0,6	0,6	7,8	6,5	6,6	15%	16%	16%	7,7%	8,0%	8,1%
Rosneft Oil	405,70	3,9	3,7	3,4	0,9	0,9	0,9	6,3	4,9	4,6	24%	25%	25%	6,8%	9,3%	10,8%
Shell	25,02	5,2	4,8	4,5	0,8	0,8	0,8	11,4	9,4	8,8	16%	17%	18%	6,8%	6,8%	7,0%
Surgutneftegas	31,27	-	-	-	-	-	-	4,4	3,4	3,5	-	-	-	12,8%	7,7%	6,9%
Total	43,84	4,7	4,3	4,2	0,8	0,8	0,8	9,8	8,5	8,3	17%	19%	19%	6,0%	6,2%	6,4%
Tullow Oil	2,07	5,1	5,0	5,0	3,9	3,6	3,7	13,3	10,9	10,4	75%	73%	73%	2,9%	2,9%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>10,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,0%</b>

## Wycena spółek surowcowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>GÓRNICTWO I METALE</b>																
JSW	29,38	0,4	0,9	1,3	0,1	0,1	0,2	3,3	8,6	20,2	23%	17%	15%	5,8%	6,1%	5,8%
KGHM	73,76	3,7	4,3	3,7	0,9	0,9	0,8	6,4	9,1	7,7	23%	20%	21%	0,0%	2,0%	3,3%
LW Bogdanka*	35,20	1,5	1,5	1,5	0,5	0,5	0,5	4,5	5,4	5,7	35%	33%	32%	2,1%	5,8%	6,3%
Anglo American	16,67	3,4	3,7	3,9	1,2	1,2	1,2	6,7	7,3	8,0	36%	34%	32%	5,9%	5,6%	5,6%
Antofagasta	8,12	5,0	5,0	4,6	2,4	2,4	2,3	16,0	16,0	13,4	49%	48%	50%	3,0%	2,9%	3,7%
BHP Group	16,80	6,0	5,0	5,6	3,0	2,7	2,9	13,6	9,4	10,6	51%	55%	52%	6,1%	7,6%	6,8%
Freeport-McMoRan	8,84	10,0	7,1	4,4	1,9	1,8	1,5	58,5	14,4	6,2	19%	26%	35%	2,3%	3,2%	4,1%
Glencore	2,26	5,7	5,1	4,7	0,3	0,3	0,3	13,0	9,8	7,7	6%	6%	7%	6,6%	6,7%	7,7%
Grupo Mexico	42,94	4,9	4,5	4,1	2,3	2,1	2,0	9,1	8,4	7,9	46%	46%	47%	6,2%	6,6%	10,0%
Kazakhmys	3,96	4,1	4,0	3,9	2,2	2,1	2,1	4,8	4,7	4,3	54%	53%	53%	2,0%	2,4%	2,3%
Rio Tinto	39,25	4,2	4,7	5,3	2,1	2,2	2,3	7,4	8,3	10,0	49%	47%	44%	9,1%	7,8%	6,4%
Southern CC	29,53	7,9	7,4	7,1	4,0	3,8	3,6	13,8	12,8	12,3	51%	51%	50%	5,1%	5,2%	5,3%
<b>Mediana</b>		<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,9</b>	<b>8,0</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	300,00	8,3	7,9	7,8	1,3	1,2	1,2	11,6	11,0	10,7	16%	15%	15%	8,0%	6,9%	7,7%
Alcoa	17,17	3,6	3,4	3,2	0,6	0,6	0,5	-	11,5	9,6	16%	17%	17%	-	0,1%	0,2%
Constellium	11,25	6,4	5,8	5,3	0,6	0,6	0,6	13,4	8,0	6,4	9%	10%	11%	-	-	-
Kaiser Aluminum	86,76	7,4	6,8	6,7	1,0	1,0	1,0	12,4	11,0	10,0	14%	15%	14%	2,8%	2,8%	2,9%
Norsk Hydro	27,03	6,3	4,4	4,0	0,5	0,5	0,4	26,1	10,7	8,7	8%	11%	11%	4,6%	5,1%	5,6%
Rusal	3,07	9,4	7,8	7,0	1,3	1,3	1,2	4,9	4,0	3,6	14%	17%	17%	1,9%	4,9%	5,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>12,4</b>	<b>10,8</b>	<b>9,2</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,4%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
Grupa Azoty	37,50	4,4	7,1	8,3	0,6	0,6	0,7	6,7	17,0	17,2	13%	9%	9%	0,0%	0,0%	1,8%
ZA Police*	14,10	4,6	3,7	3,7	1,0	0,9	0,9	1,7	1,2	1,2	21%	24%	24%	58,9%	63,8%	70,9%
Acron	4770,00	7,9	7,3	7,2	2,6	2,4	2,3	9,3	8,7	8,7	33%	33%	31%	6,8%	6,9%	7,4%
CF Industries	47,24	9,7	8,8	8,3	3,6	3,5	3,4	19,8	16,1	13,8	38%	39%	41%	2,5%	2,6%	2,6%
Israel Chemicals	15,65	6,6	6,3	6,2	1,5	1,4	1,4	10,6	9,8	9,5	23%	23%	22%	4,8%	5,0%	5,2%
K+S	14,06	7,4	6,5	6,0	1,4	1,3	1,3	12,4	9,4	8,1	19%	21%	22%	3,0%	4,1%	4,8%
Phosagro	2480,00	6,0	5,6	5,3	1,9	1,8	1,7	11,1	11,7	9,2	31%	32%	32%	4,5%	5,0%	5,7%
The Mosaic Company	17,96	6,5	5,4	4,9	1,2	1,2	1,1	14,4	9,0	7,1	19%	22%	23%	1,1%	1,2%	1,6%
Yara International	369,00	7,1	6,1	5,8	1,1	1,0	1,0	12,5	10,2	9,3	16%	17%	18%	3,3%	5,0%	5,6%
<b>Mediana</b>		<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>11,1</b>	<b>9,8</b>	<b>9,2</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>3,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,2%</b>

**Wycena spółek spożywczych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI SPOŻYWCZE</b>																
Astarta*	23,10	5,1	4,0	3,5	0,9	0,8	0,7	-	3,3	2,9	18%	21%	21%	-	-	-
Kemel	44,20	5,0	5,8	5,2	0,4	0,4	0,4	5,0	8,8	8,1	9%	7%	7%	2,0%	2,1%	6,0%
Agrana Beteiligungs	16,22	10,0	8,3	7,2	0,6	0,6	0,6	39,6	18,0	13,0	6%	7%	8%	6,2%	6,2%	6,2%
Bunge Limited	53,51	9,8	9,2	8,6	0,4	0,3	0,3	17,6	13,9	11,9	4%	4%	4%	3,7%	4,0%	4,5%
Cosan	47,55	5,0	4,5	4,2	0,4	0,4	0,4	12,2	10,4	10,1	8%	9%	9%	3,7%	4,9%	4,0%
MHP	9,78	5,3	4,9	4,3	1,4	1,3	1,4	5,8	4,3	4,0	26%	26%	31%	7,7%	7,7%	7,7%
Nisshin Oilio	3040,00	7,7	8,0	7,5	0,4	0,5	0,4	11,5	14,0	13,1	6%	6%	6%	2,6%	2,6%	2,6%
Suedzucker	15,78	-	12,7	7,5	0,8	0,8	0,8	-	-	16,3	-	6%	10%	1,3%	1,3%	1,9%
Wilmar Int.	3,69	13,9	12,6	12,0	0,8	0,7	0,7	14,5	12,7	11,8	6%	6%	6%	2,8%	3,0%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>8,0</b>	<b>7,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>12,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,8</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,2%</b>

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

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

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

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

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

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

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

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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

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

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

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

**Silne i słabe strony 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.

## Dom Maklerski mBanku

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

### Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Tomasz Galanciak  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

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

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

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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