

wtorek, 1 października 2019 | opracowanie cykliczne

## Espresso surowcowe

### Komentarz z rynków surowcowych

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

#### Rynek energetyczny

Ceny energii na rynku niemieckim spadły w okolice 48 EUR/MWh, zarówno z uwagi na kontynuację korekty na uprawnieniach do emisji (już poniżej 25 EUR/t), jak i powrót spadków na węglu i gazie. Tańsze CO<sub>2</sub> powinno pomagać WIG-Energia, szczególnie że w krótkim terminie wpływa na odbudowę modelowego spreadu elektrowni zintegrowanych pionowo (kontrakt roczny na TGE utrzymuje się na 270 PLN/MWh). Przypominamy w tym miejscu o naszym komentarzu specjalnym wskazującym na nieracjonalną dysproporcję w notowaniach uprawnień i gazu (parytet „fuel switching price”).

#### Rynek paliwowy

Ubiegły tydzień był mocny dla marż rafineryjnych, gdyż ceny paliw z opóźnieniem odzwierciedlały spadki cen surowca. Ostatnie dni przyniosły już jednak korektę benchmarku, głównie za sprawą pogorszenia cracków na HSFO, których nie kompensują wyższe marże na dieslu (powrót ryzyka niskich stanów wody na Renie). Pozytywną informacją dla regionalnych rafinerii jest wzrost dyferencjału Ural/Brent w okolice 3 USD/Bbl. Słabo wygląda sytuacja w petrochemii (szerzej o tym poniżej). Ostatni tydzień nie był też udany na rynku gazu w Europie, gdyż ceny 1M FWD wróciły poniżej 12 EUR/MWh razem z dalszym zwiększeniem napełnienia magazynów do 97%.

#### Rynek metali

Import netto miedzi do Chin w sierpniu spadł o 6% r/r i był to 6-sy miesiąc spadku r/r. W ubiegłym tygodniu dynamicznie spadały monitorowane zapasy miedzi na rynkach (-9% t/t z czego najwięcej na LME -7% t/t i SHP -17% t/t). Rośnie premia hutnicza na miedzi (patrz strony 8-9). Wyraźna korekta na cenach metali szlachetnych nie pomaga Grupie KGHM.

#### Rynek agro

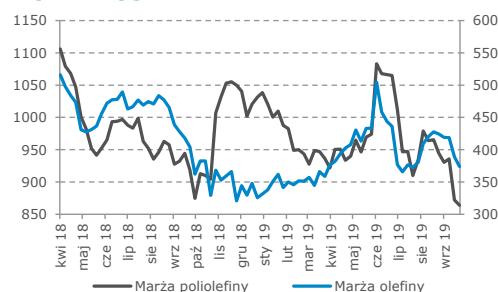
Obserwowane w drugiej połowie września spadki cen saletry amonowej przyspieszyły. Obecnie za tonę nawozu płaci się 175 USD/t vs. 225 USD/t w okresie wakacyjnym). Mimo niskich cen gazu marże na produkcji saletry znajdują się pod presją (patrz strona 14, negatywnie dla Grupy Azoty).

#### Rynek węgla koksowego

Zapasy stali w Chinach w ubiegłym tygodniu spadły po raz kolejny do 10,5 mln ton (najniżej od połowy sierpnia – 12,7 mln ton). Zapasy koksu w portach chińskich przestały spadać (obecnie 4,7 mln ton). Może to być wynikiem wysokiego importu węgla koksowego do Chin w sierpniu – najwyższy w 2-3 ostatnich latach (patrz strona 11). Ceny węgla koksowego wahają się między 135-145 USD/t. JSW może być największym beneficjentem osłabienia PLN do USD mimo spadków cen węgla.

Zapasy węgla kamiennego na przykopalnianych zwałowiskach w lipcu wzrosły do 4,5 mln ton (negatywnie dla FMF, JSW, LWB). Od początku roku spadł import węgla do Polski (poniżej 1,5 mln ton miesięcznie).

#### Wykres tygodnia



#### Petrochemia pod coraz większą presją

Ceny petrochemikaliów spadają szybciej niż nafta, co prowadzi do coraz większej kompresji marż modelowych, praktycznie na wszystkich kategoriach (ostatnio do tego trendu dołączyły aromaty). Nie bez znaczenia są też ostatnie komunikaty z fabryk w Arabii Saudyjskiej o przywróceniu pełnych dostaw surowca po ostatnich atakach dronów. Rynek coraz bardziej obawia się też zaplanowanych na końcówkę roku uruchomień nowych mocy.

#### Ceny cukru na świecie (USD/t)

Ceny cukru na świecie wyraźnie odbiły w połowie września. Przyczyną są nadchodzące informacje z Indii, gdzie produkcja w bieżącym roku może być najniższa od trzech lat. Dodatkowo, zbiory buraka cukrowego w UE spadną w 2019 roku do najniższego poziomu w ostatnich kilku latach. Ryzykiem dla zbiorów w Europie są obecnie obserwowane silne opady deszczu w okresie zbiorów. Pozytywnie dla Astarty i Sudzucker.

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Astarta	-10,3%	-13%
JSW	-9,6%	-66%
PCC Rokita	-8,1%	-35%
LW Bogdanka	-7,0%	-28%
Ciech	-4,3%	-24%
Enea	-3,8%	-13%
PGNiG	-3,4%	-31%
MOL	-3,0%	-2%
Tauron	-2,9%	-29%
PGE	-2,8%	-20%
Orzeł Biały	-2,0%	-7%
Energa	-1,8%	-28%
IMC	-1,6%	+30%
Grupa Azoty	-1,1%	+8%
ZE PAK	-0,8%	-5%
Boryszew	-0,7%	-6%
Impexmetal	-0,2%	+35%
OMV	-0,1%	+34%
ZCh Police	+0,7%	+6%
ZA Puławy	+0,7%	+29%
Kęty	+1,0%	-3%
Kernel	+1,1%	-9%
Kruszwica	+1,6%	+21%
CEZ	+1,7%	+2%
KGHM	+1,7%	-10%
PKN Orlen	+2,0%	-6%
Lotos	+2,4%	+4%
Tarczyński	+6,3%	-3%
Tupras	+6,3%	+38%

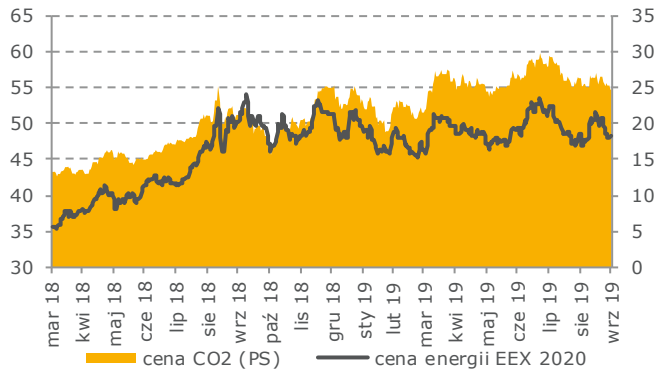
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+0,8%	-1%
Chemia	-2,4%	-7%
Energia	-2,6%	-19%
Paliwa	+1,0%	-9%
Spożywczy	-0,3%	-8%
Surowce	+0,2%	-23%
Ukraina	-3,4%	-9%

Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,4%	+14%
Oil & Gas E&P	-5,5%	+1%
Refining EU	+1,0%	+4%
Refining US	+2,3%	+14%
Agri & Food	+1,0%	+35%
Kauczuki	+0,4%	+10%
Nawozy	-0,1%	+6%
Chemicals EU	+0,3%	+14%
Industrials EU	+1,0%	+25%
Petchem World	-0,5%	+2%
Utilities EU	+2,1%	+27%
Utilities US	+1,2%	+25%

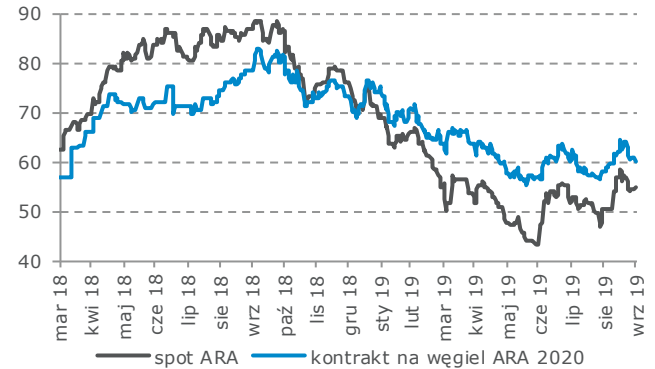


## Energetyka

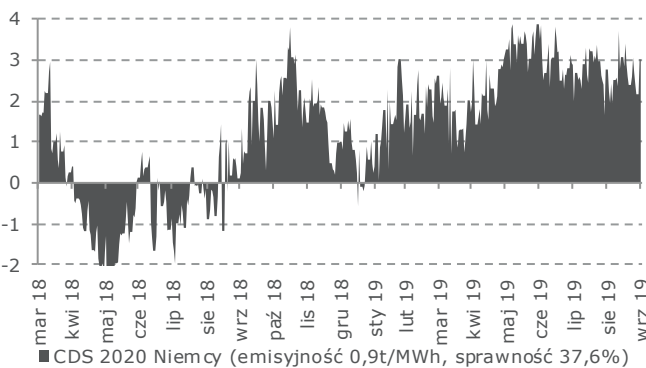
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



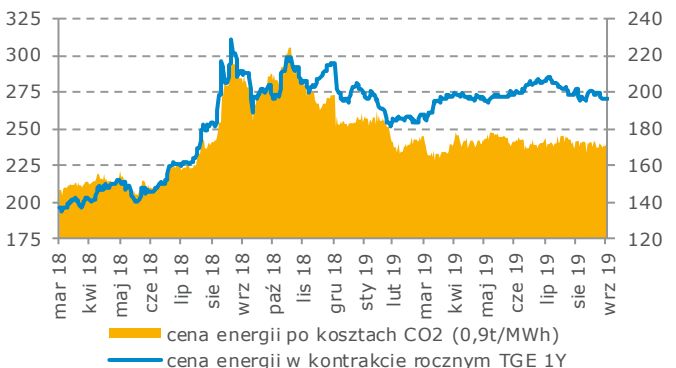
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



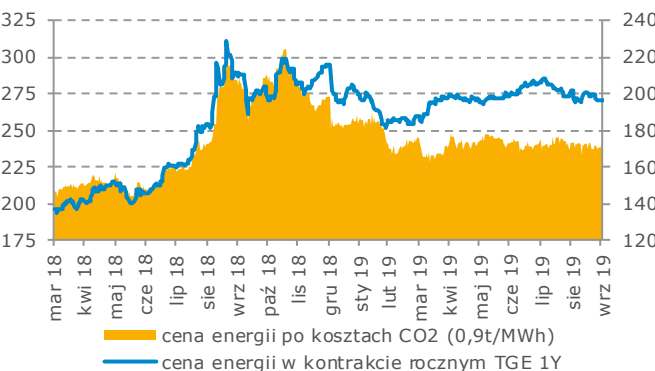
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



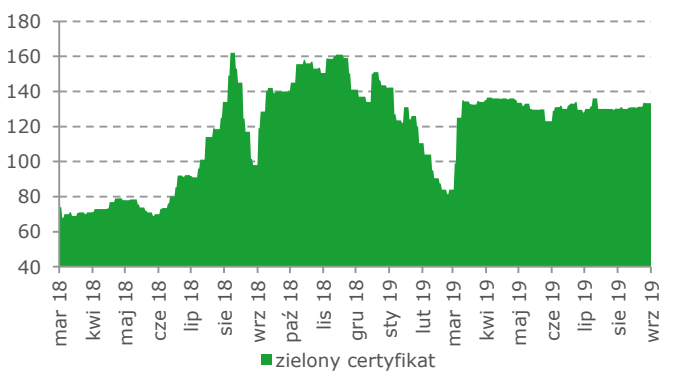
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



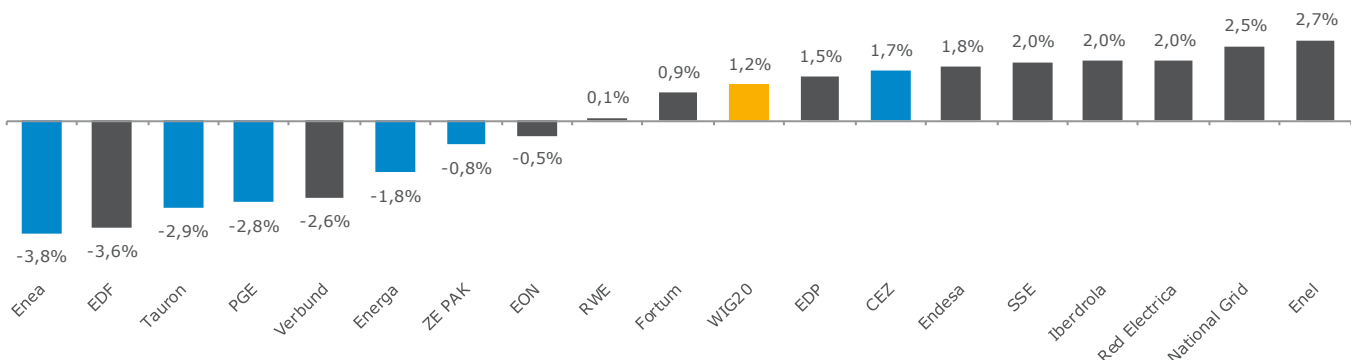
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



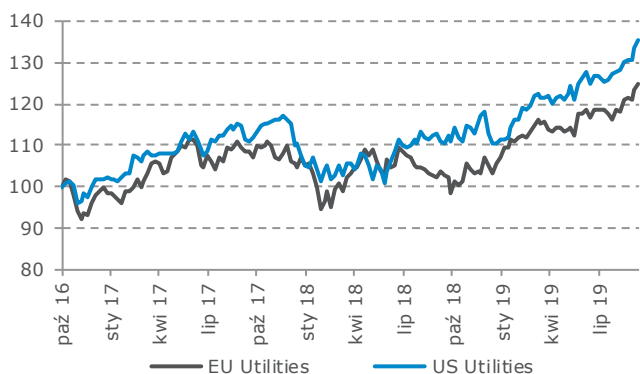
Tygodniowy performance spółek energetycznych



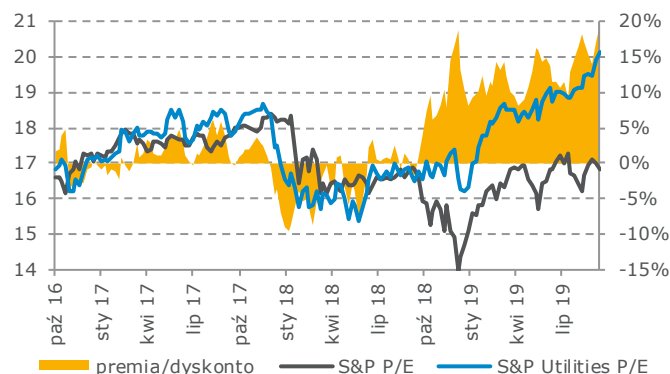
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

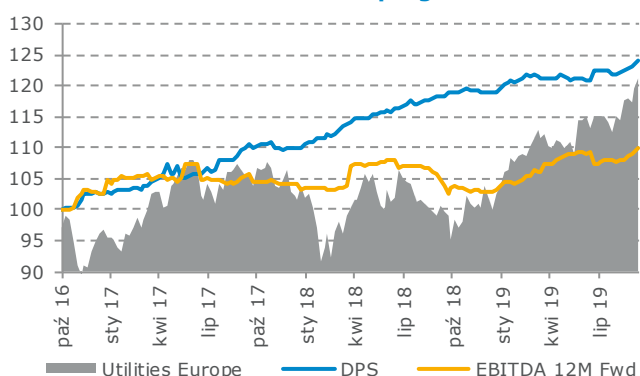
**Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities**



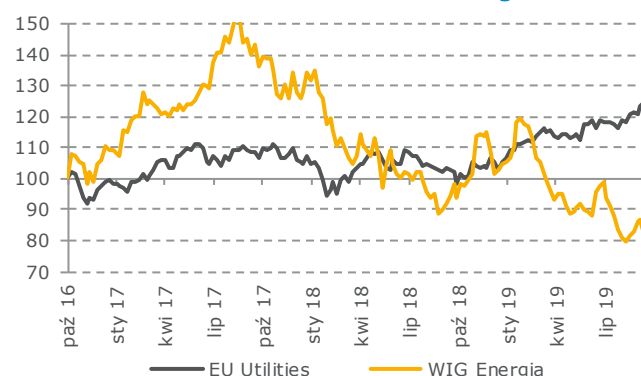
**Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku**



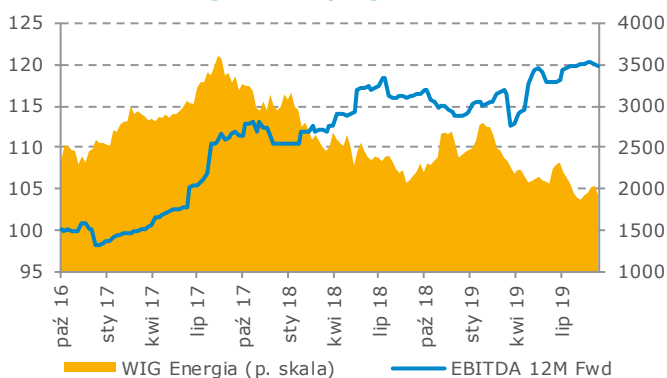
**Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA**



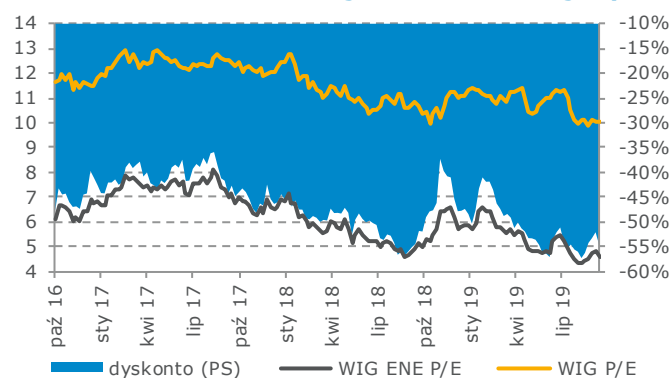
**Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia**



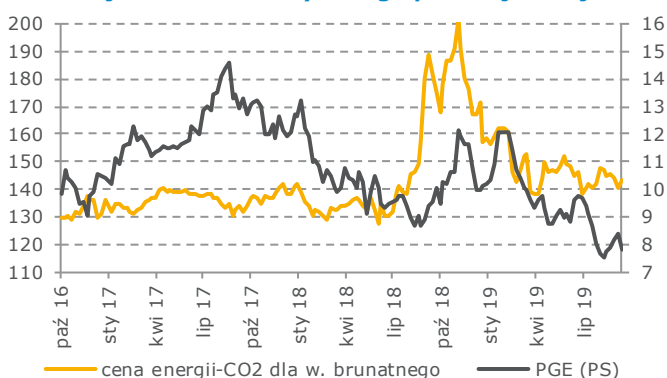
**Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd**



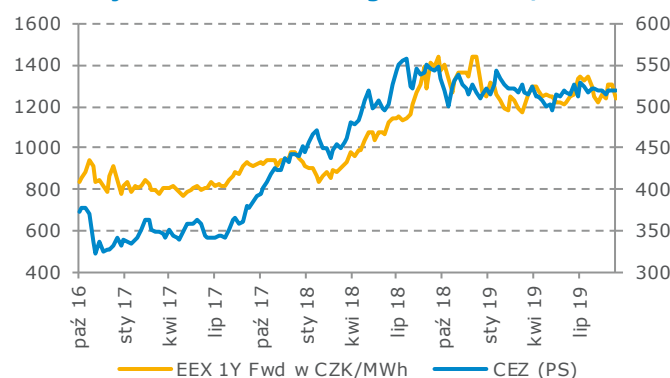
**Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku**



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



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

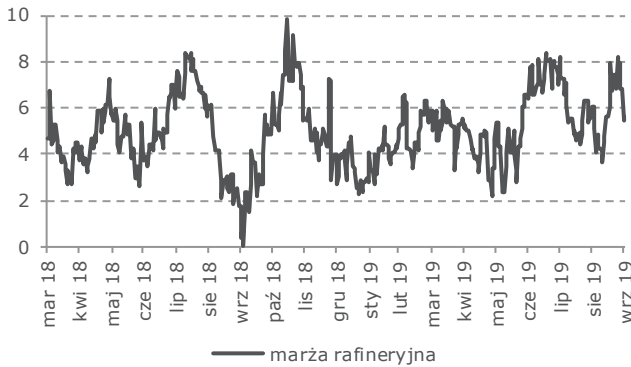


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

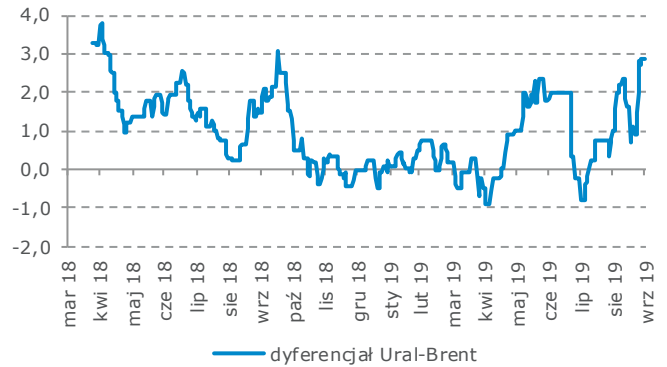


## Paliwa

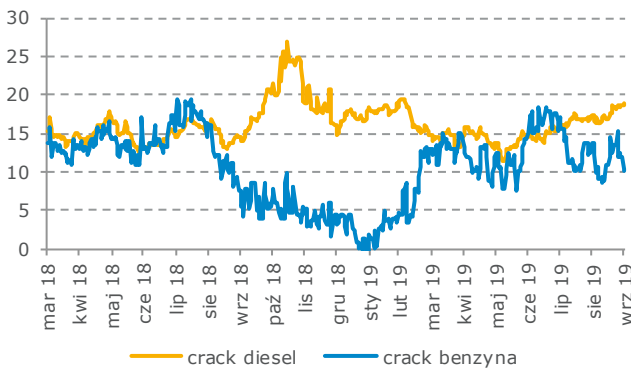
### Marża rafineryjna (USD/Bbl)



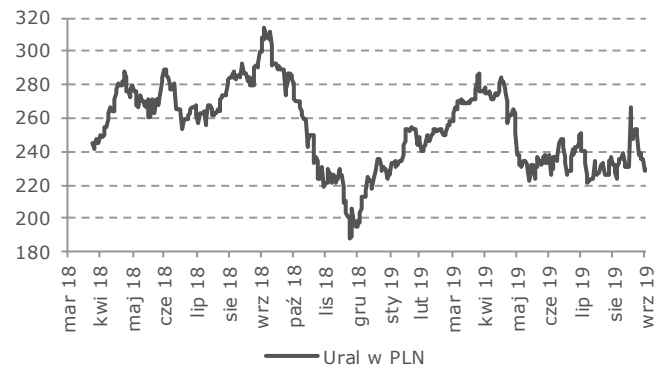
### Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



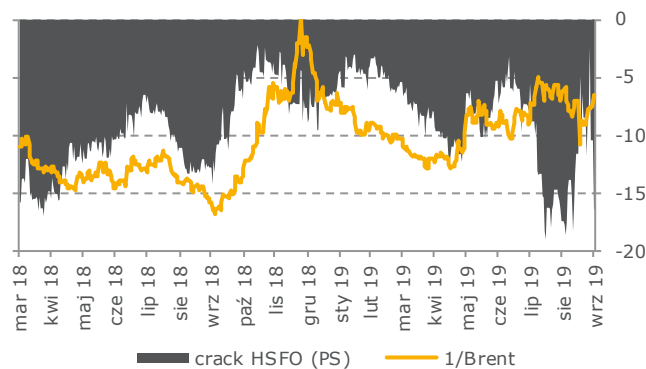
### Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



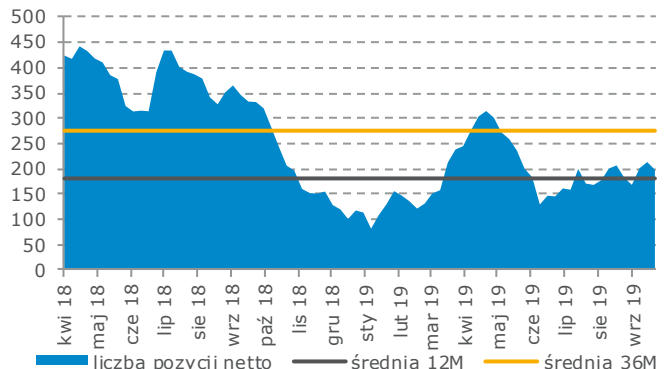
### Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



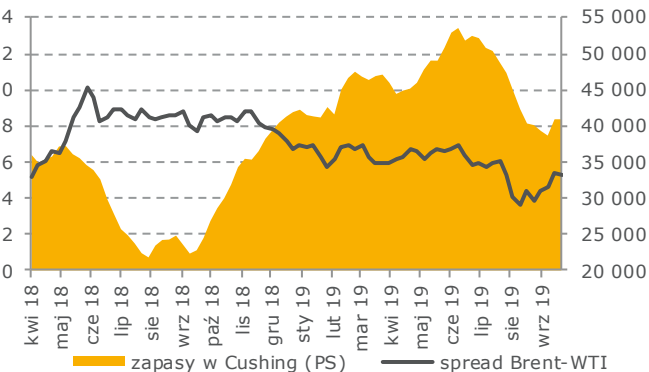
### Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



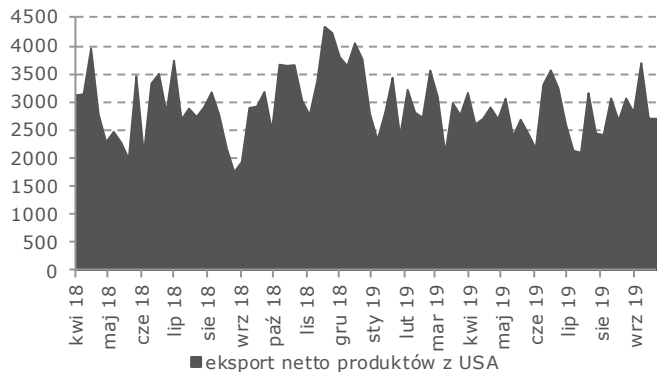
### Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



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



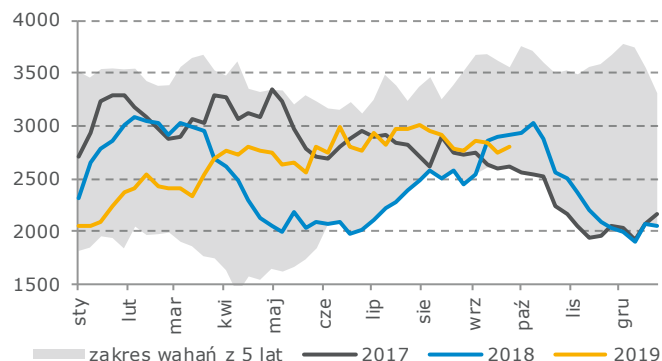
### Eksport netto paliw z USA



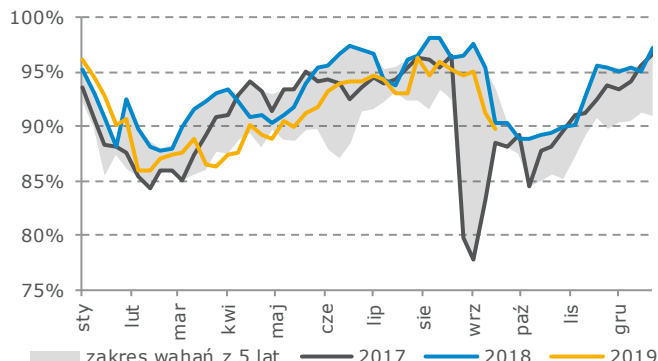
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

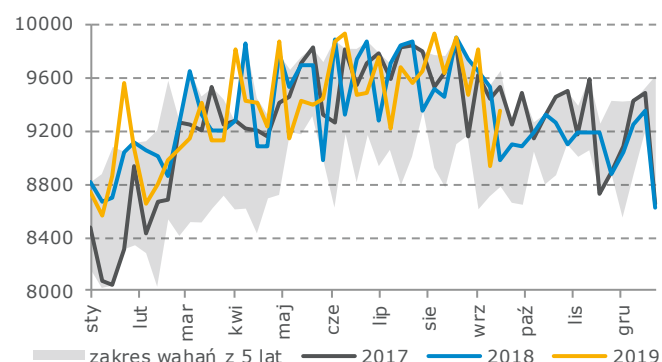
### Zapasy diesla w portach ARA



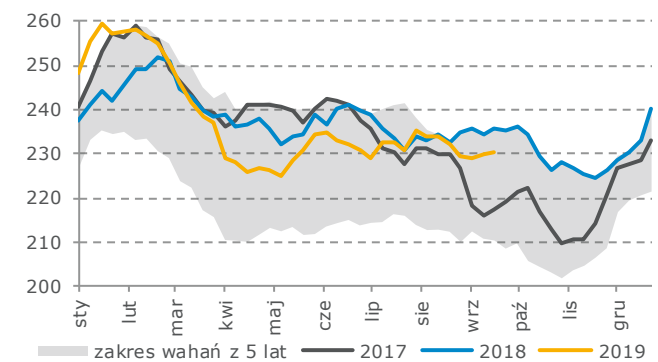
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



### Popyt na benzynę w USA



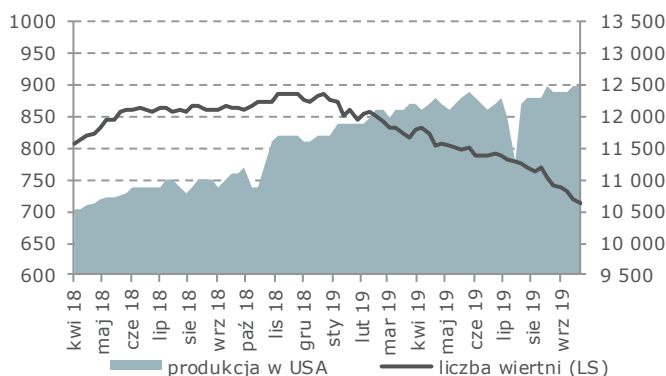
### Zapasy benzyny w USA



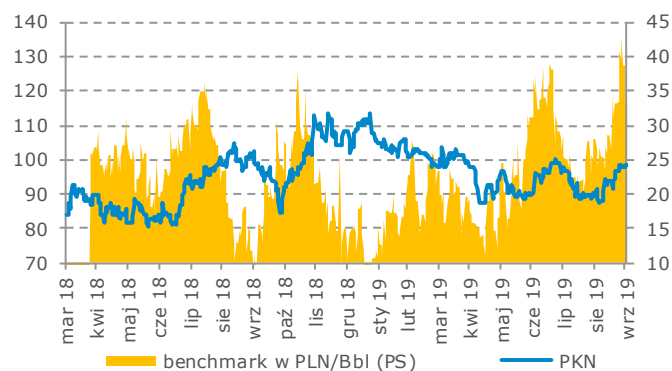
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



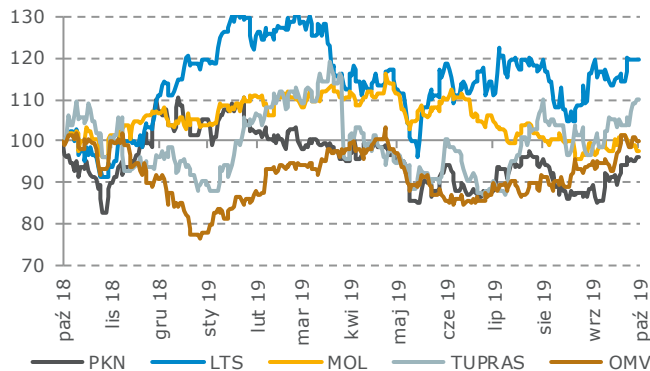
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



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



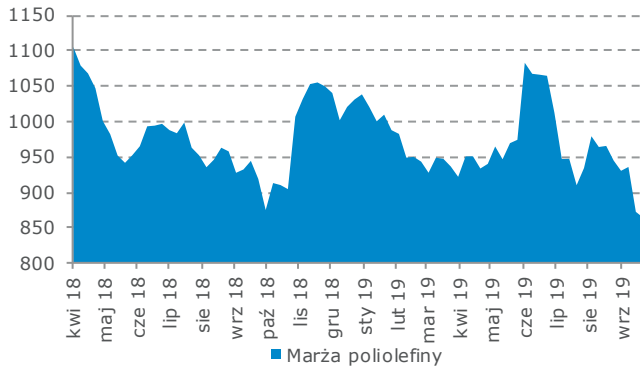
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



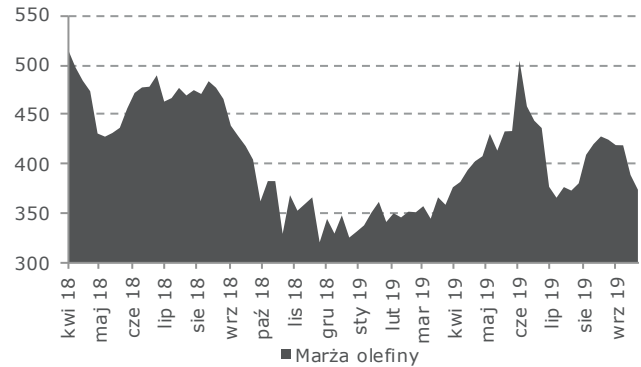
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

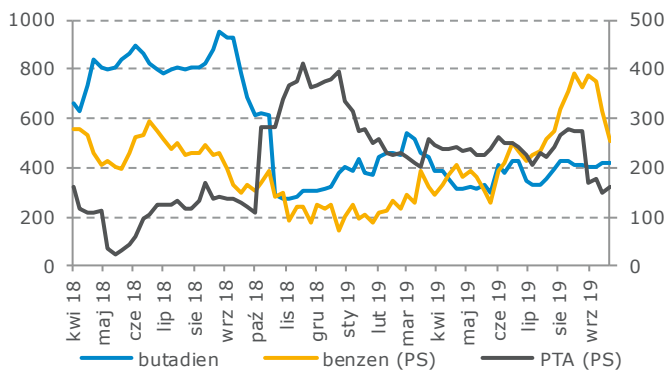
Marża petrochemiczna poliolefiny



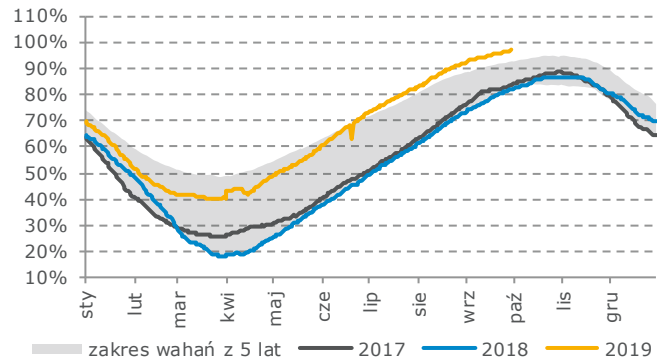
Marża petrochemiczna olefiny



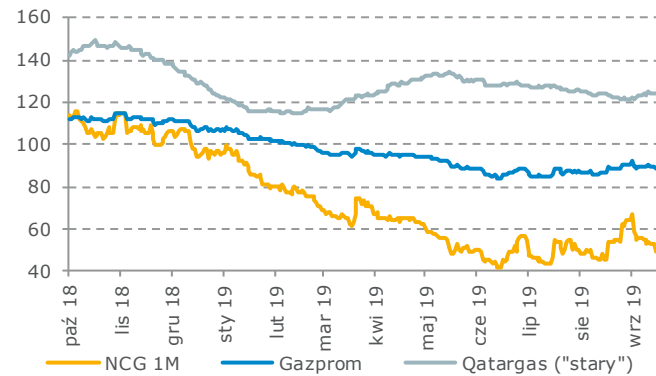
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



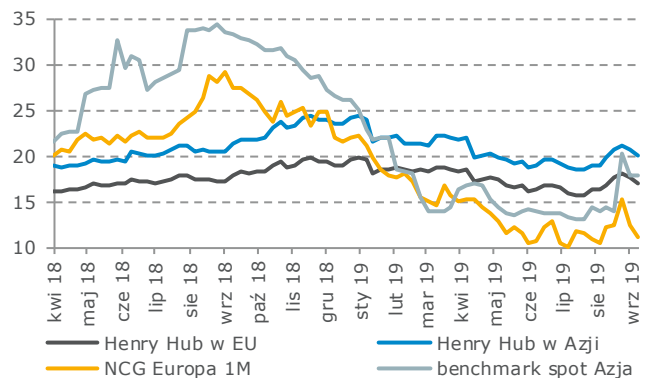
Napełnienie magazynów gazu w UE



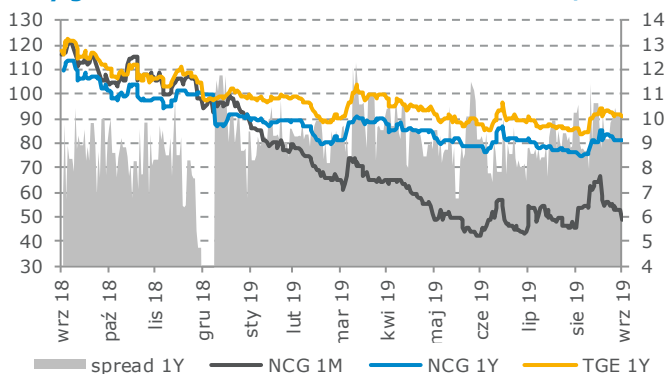
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



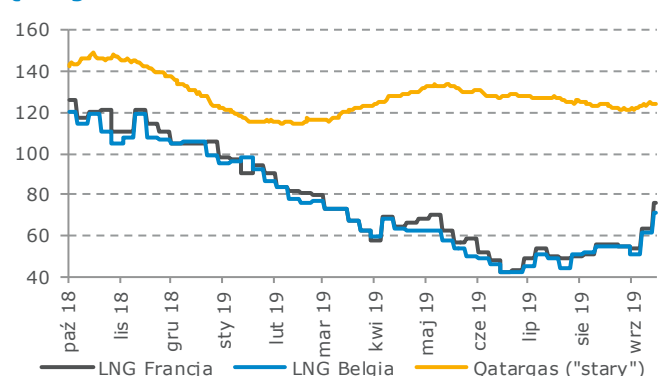
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas

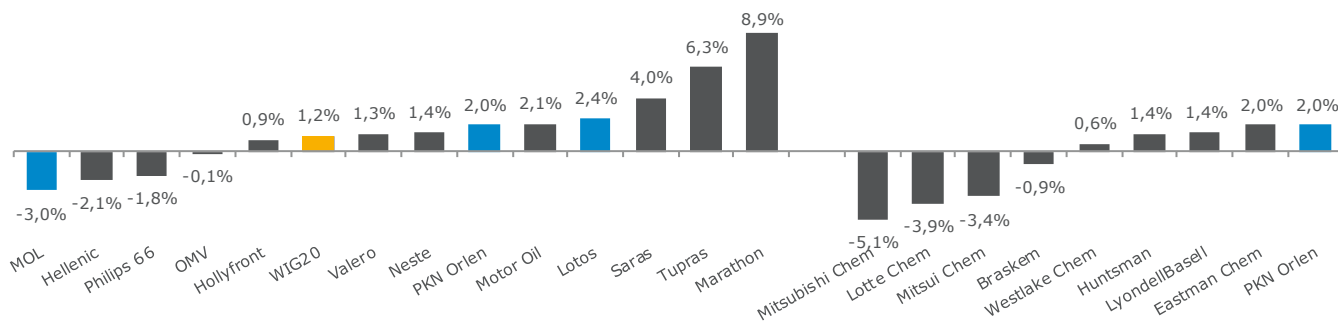


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

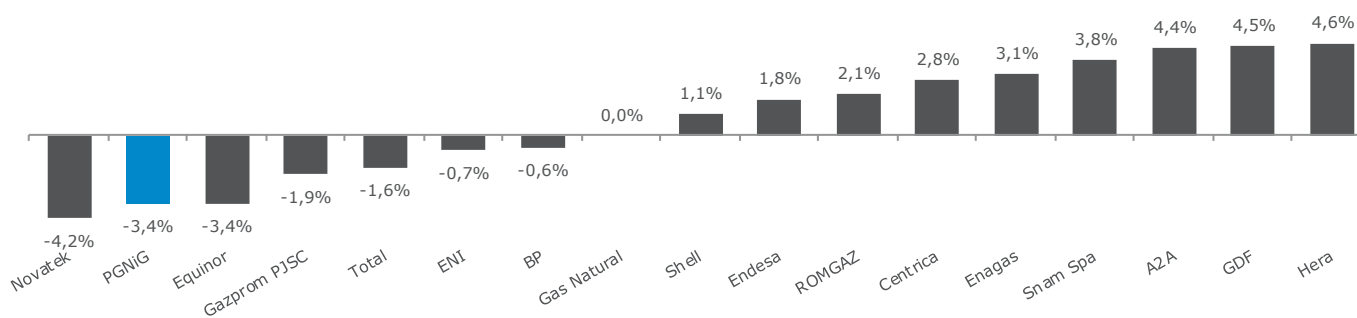


## Tygodniowy performance

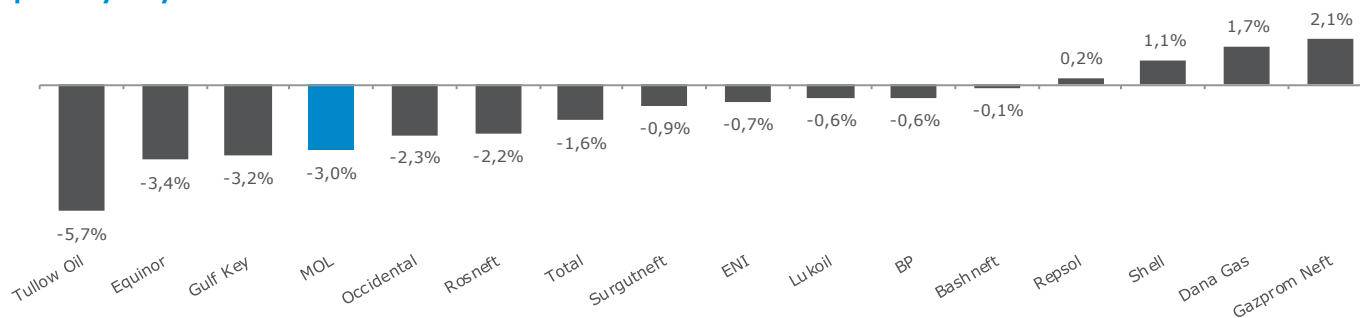
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



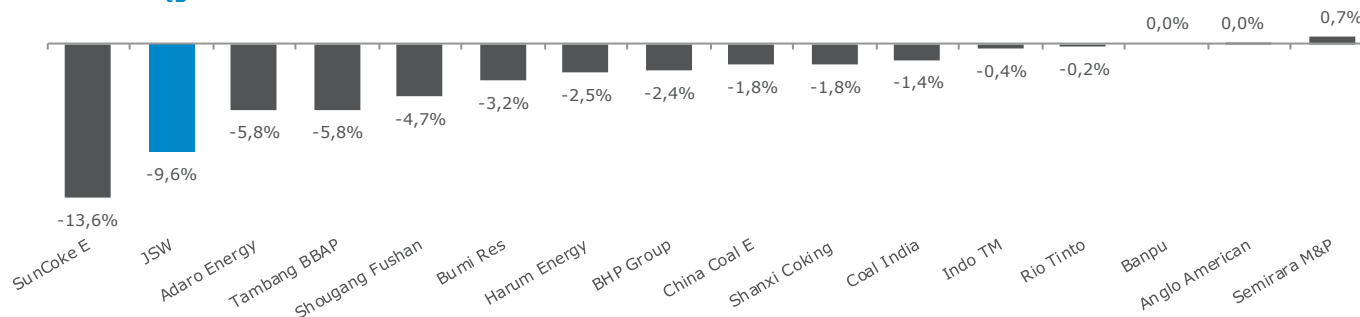
### Spółki gazowe



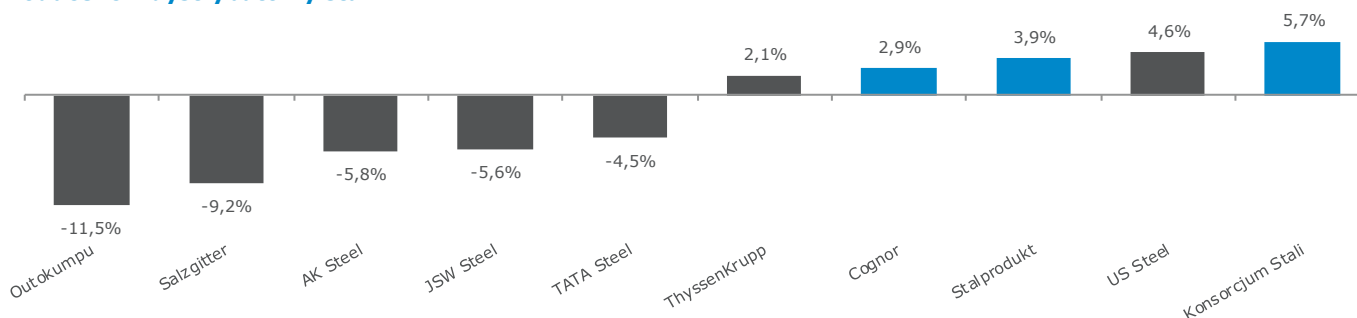
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



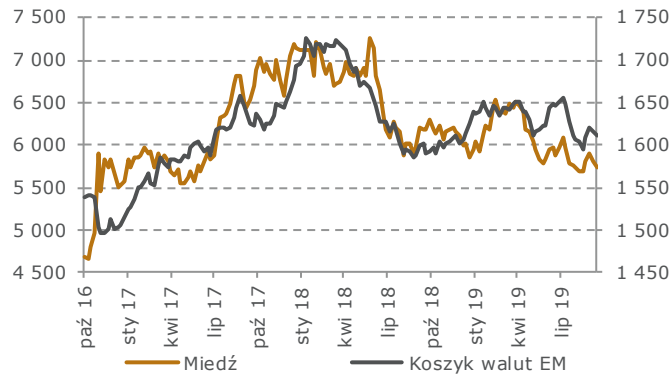
### Producenci i dystrybutorzy stali



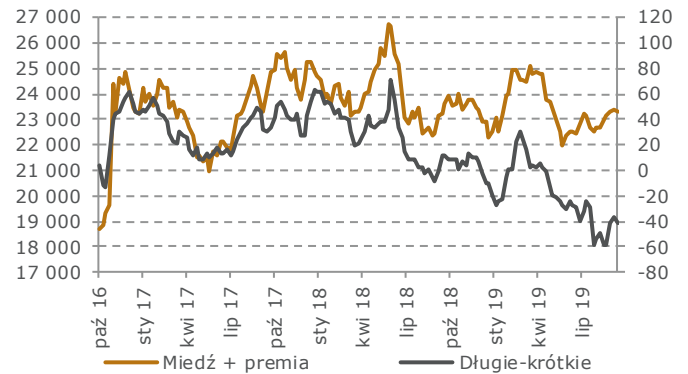
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

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



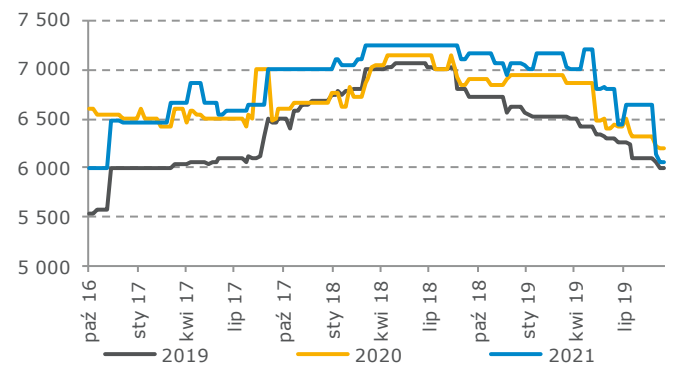
Cena miedzi + wartość premii producentkiej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



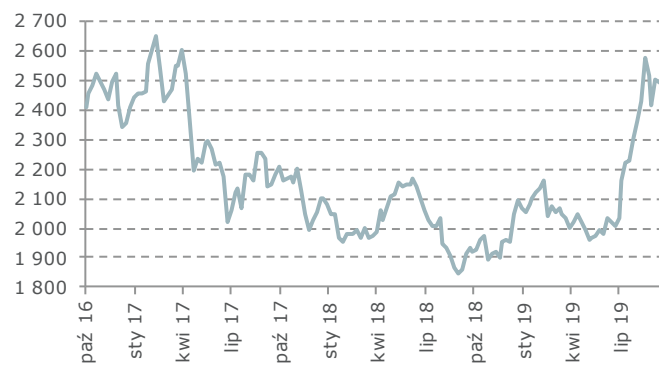
Wartości premii producentkiej dla miedzi (PLN/t)



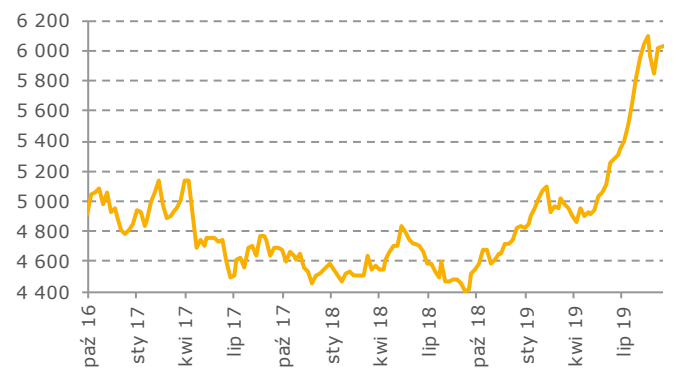
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



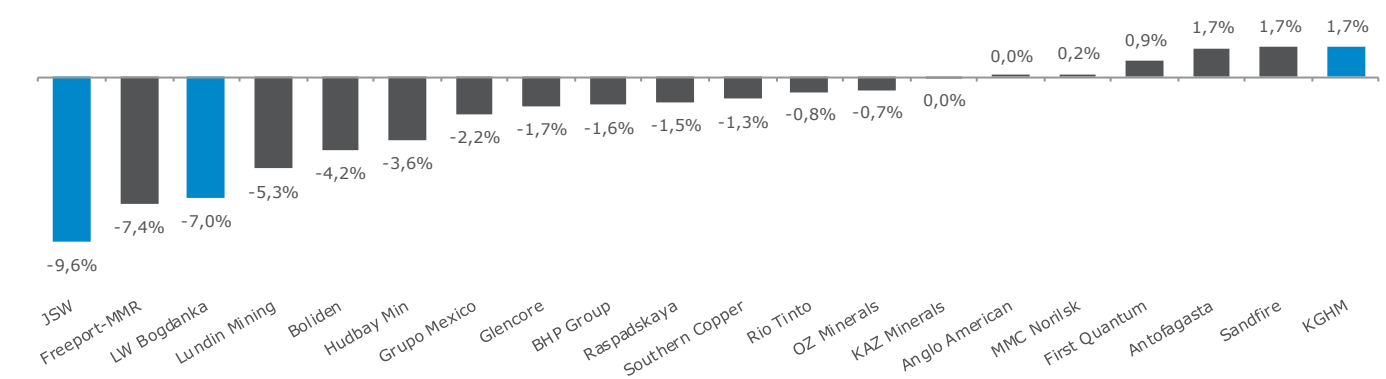
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



Tygodniowy performance spółek surowcowych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

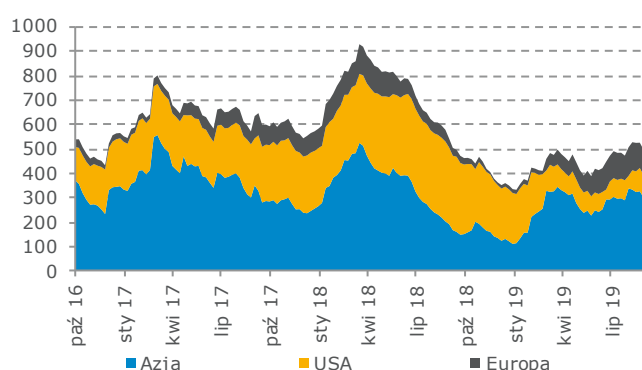


## Surowce (miedź)

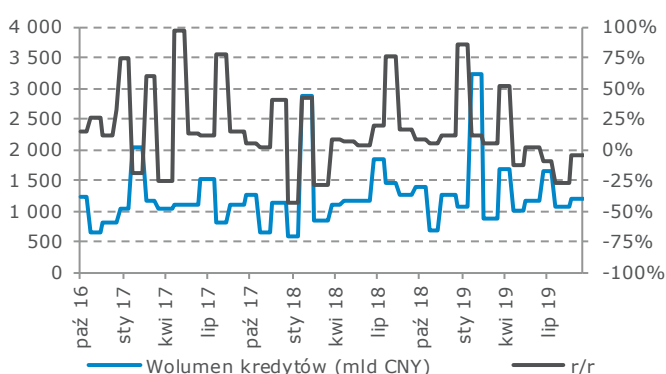
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



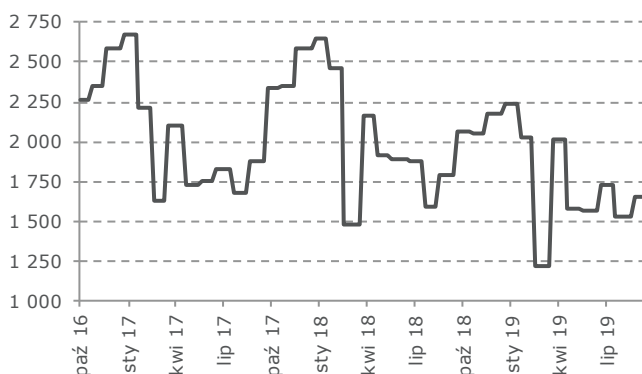
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



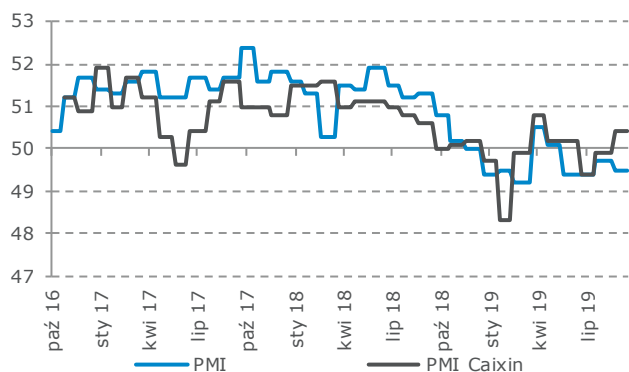
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



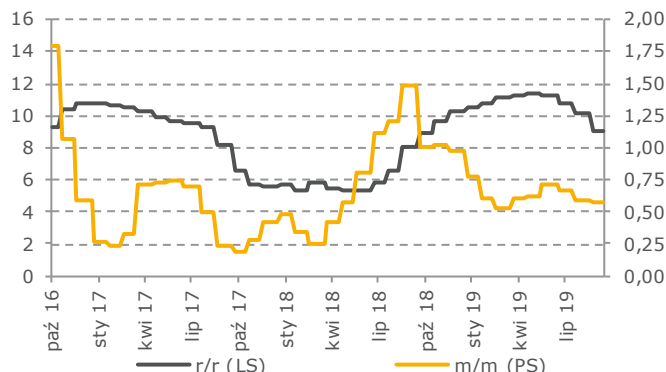
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



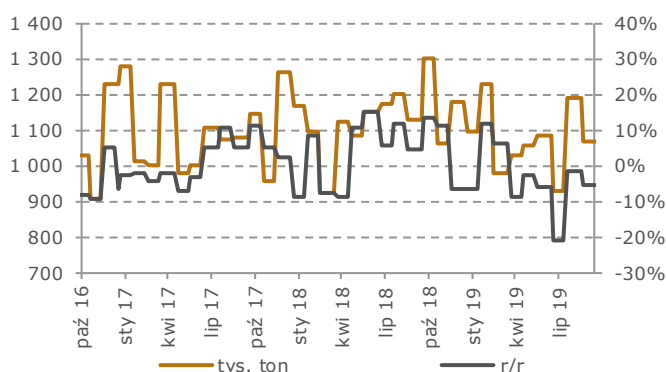
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



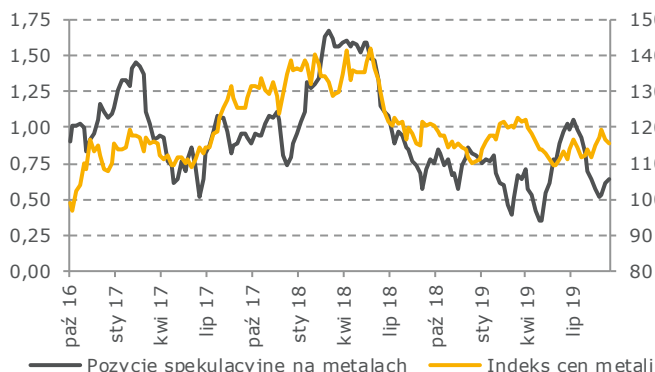
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



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



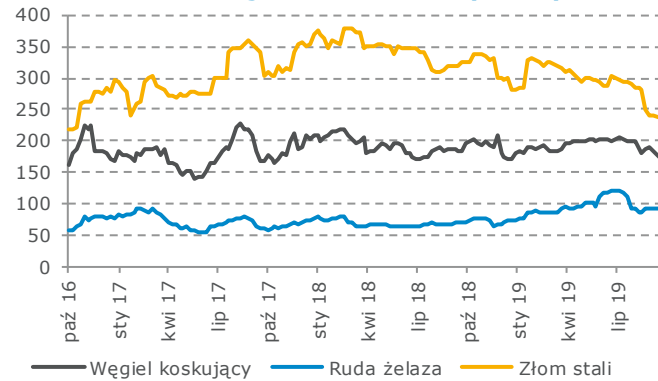
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



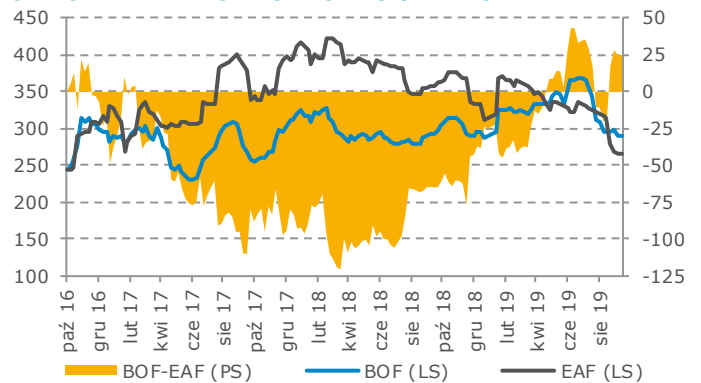
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

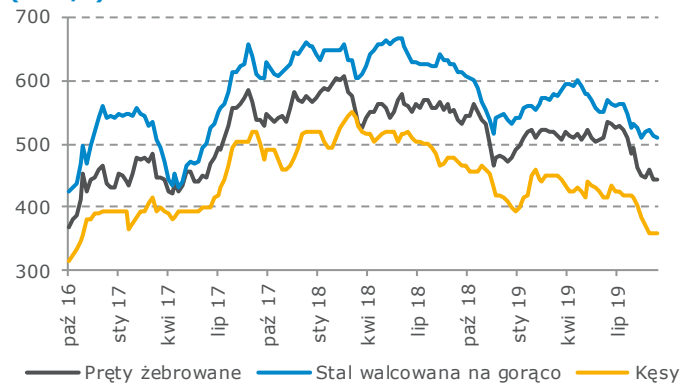
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



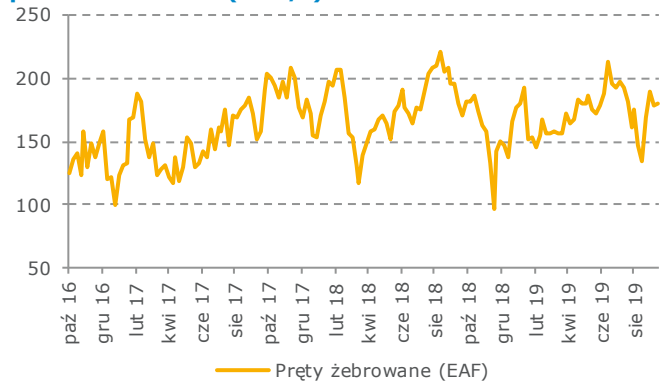
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



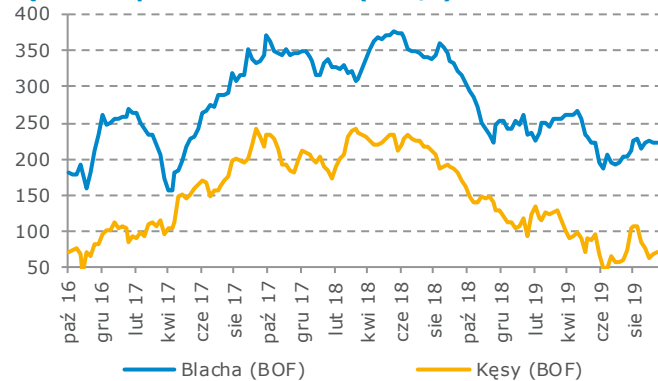
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



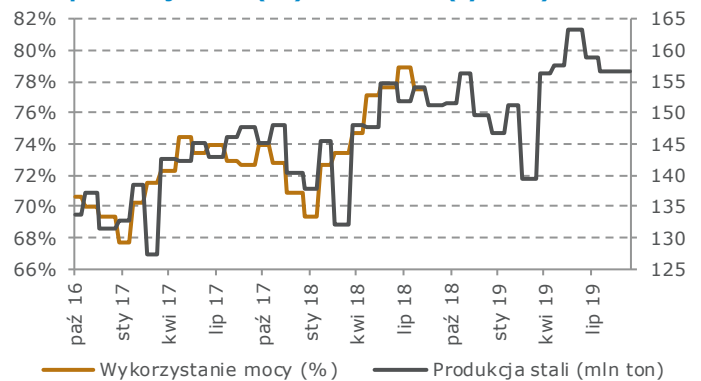
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



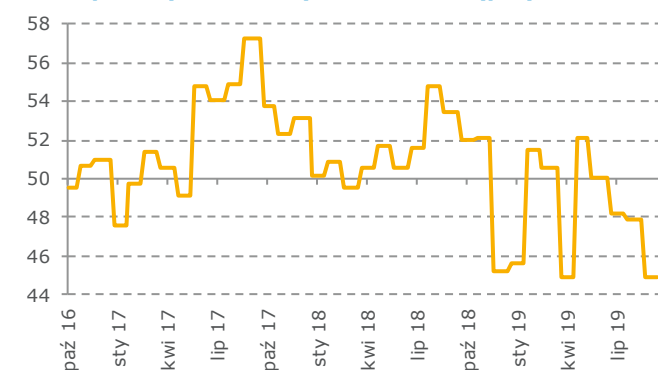
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



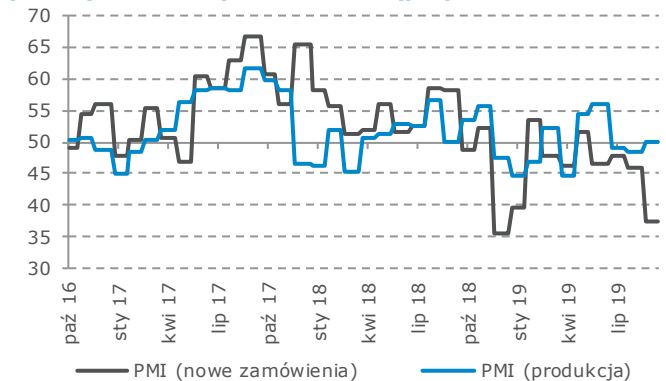
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



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

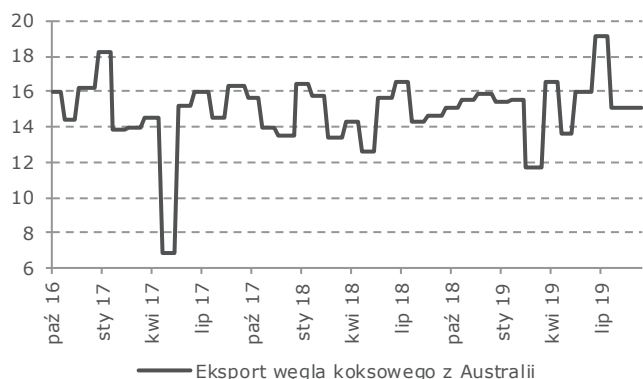


**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**

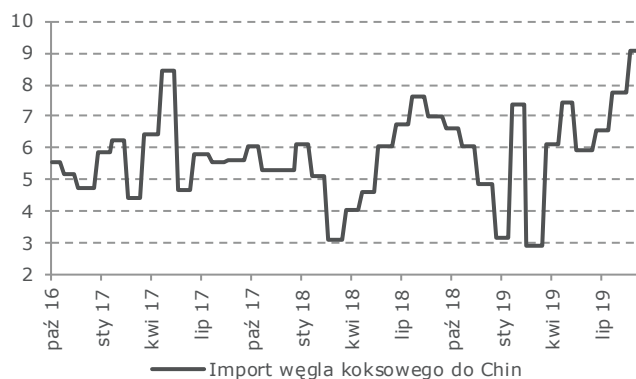


## Surowce (stal)

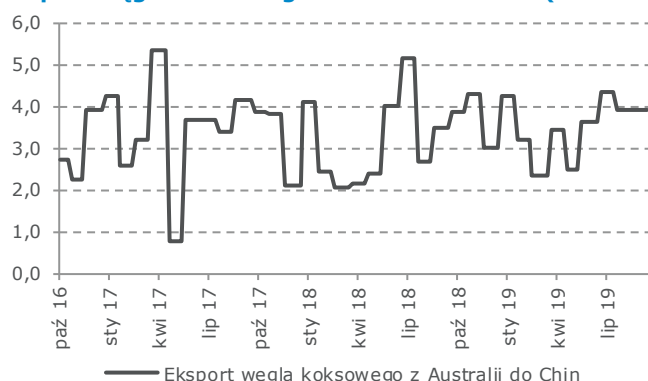
**Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)**



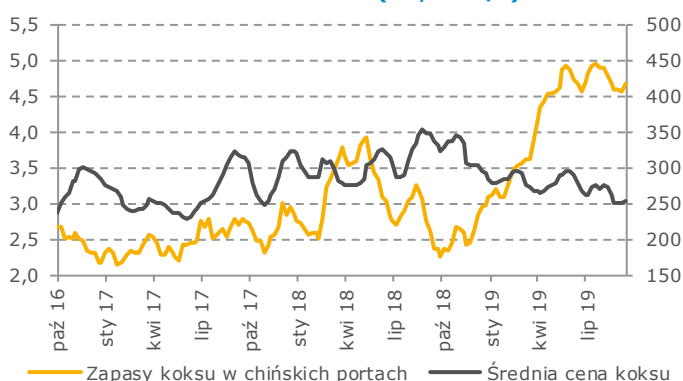
**Import węgla koksowego do Chin (mln ton)**



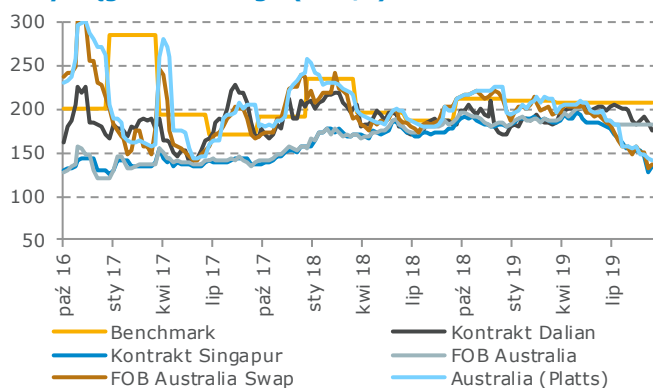
**Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)**



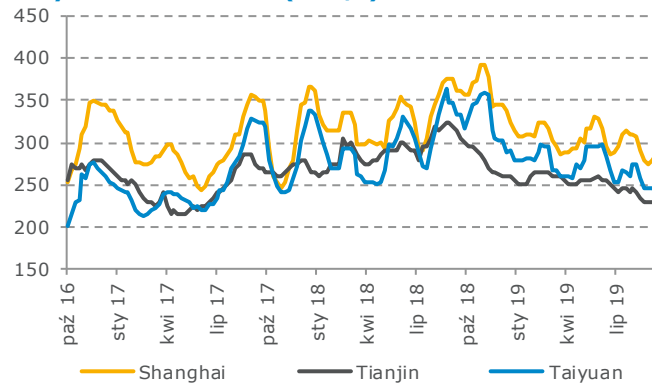
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



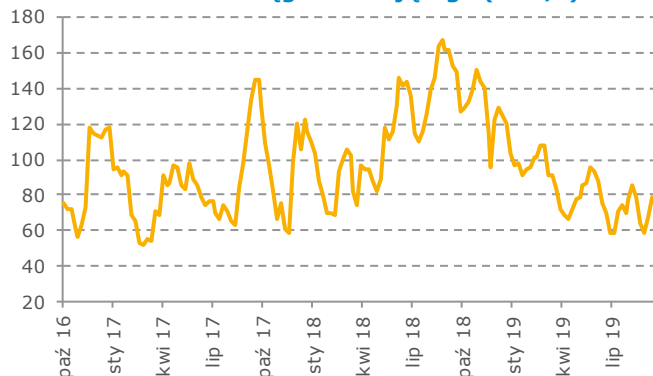
**Ceny węgla koksowego (USD/t)**



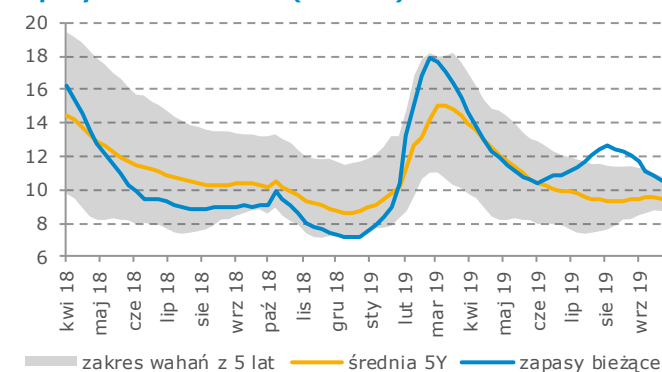
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



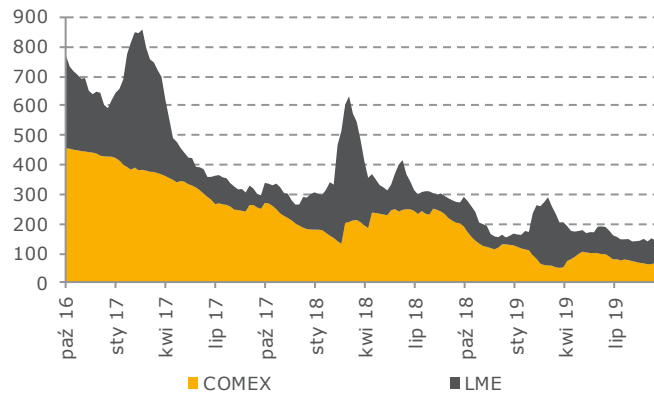
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



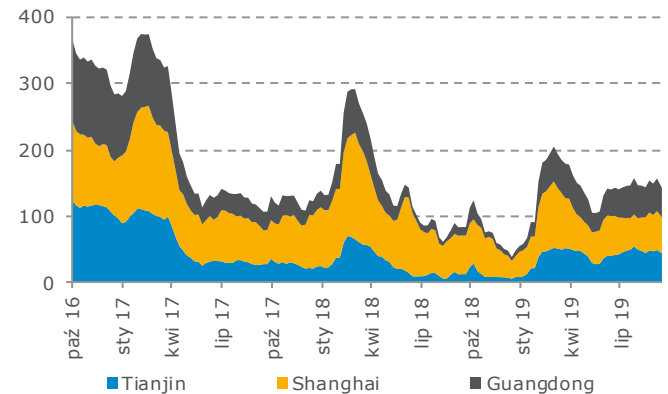
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

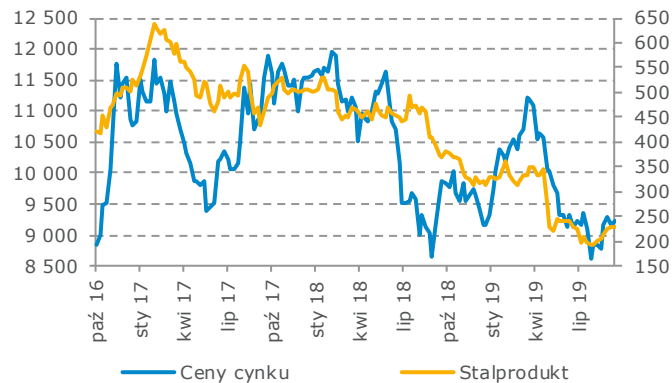
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



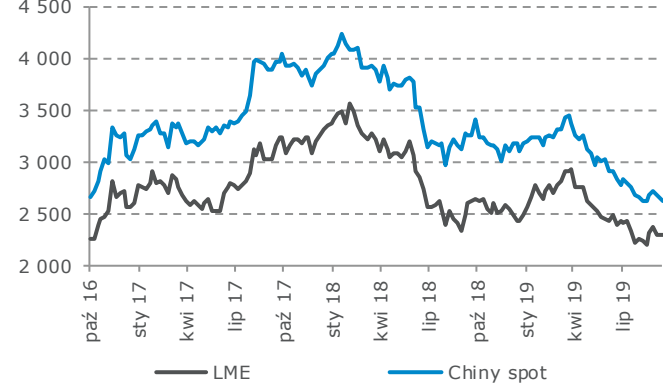
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



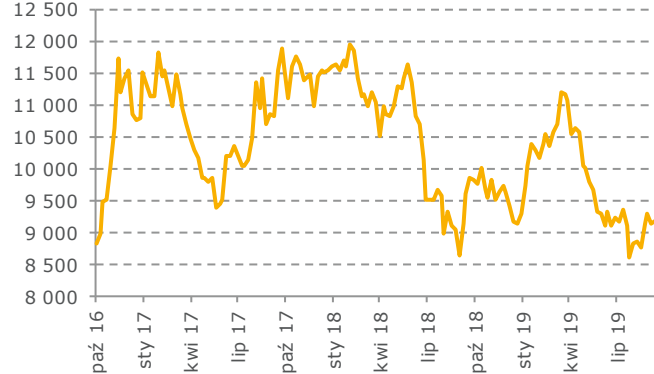
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



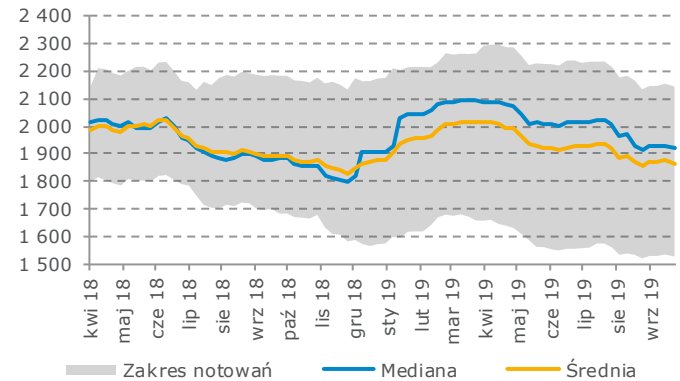
Ceny cynku (USD/t)



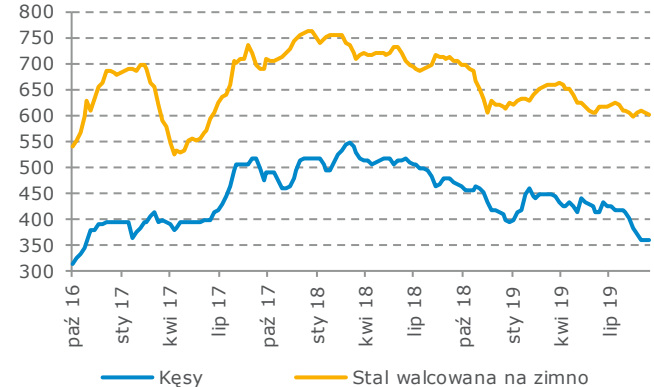
Ceny cynku (PLN/t)



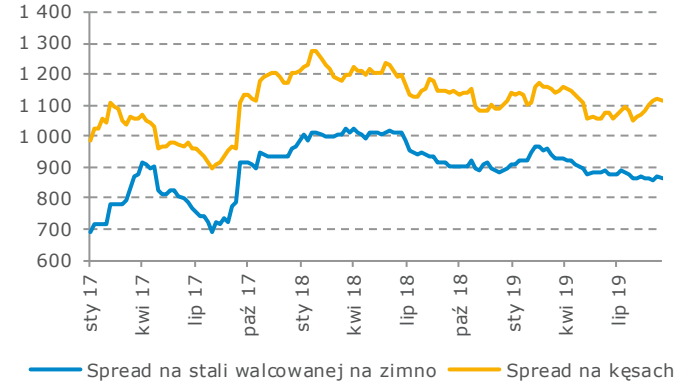
Notowania blachy elektrotechnicz. w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



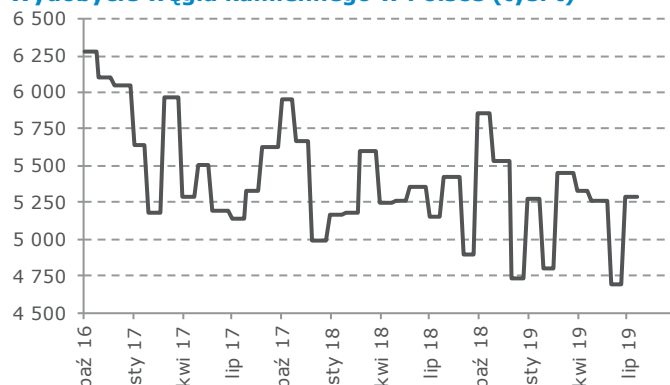
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



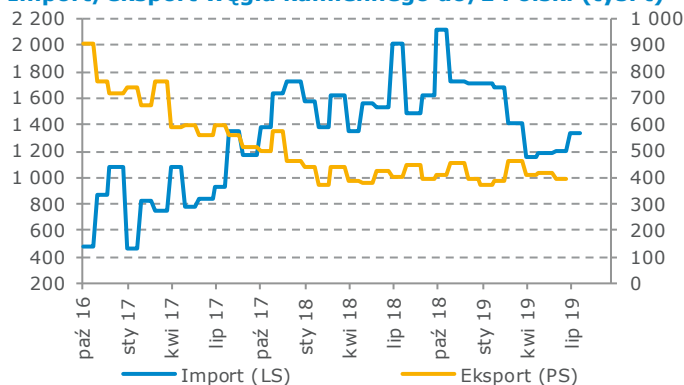
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



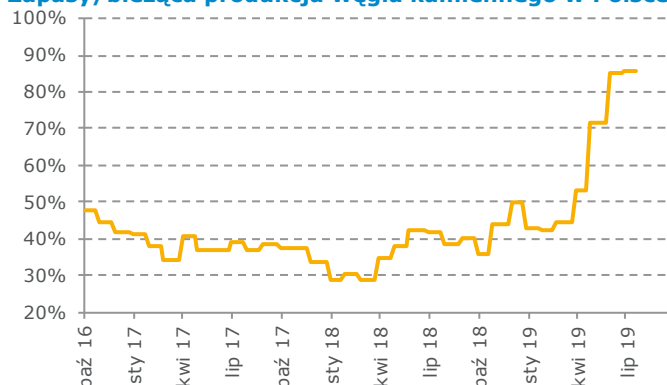
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



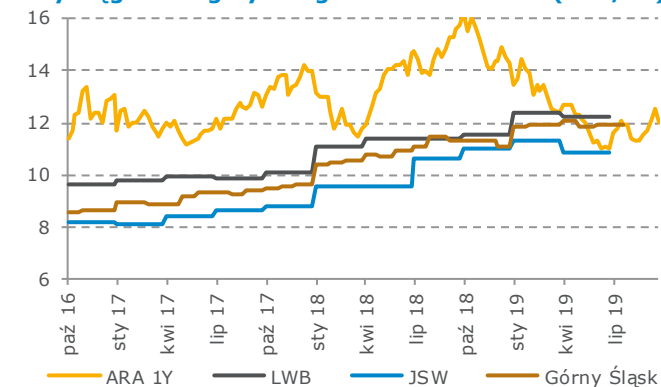
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



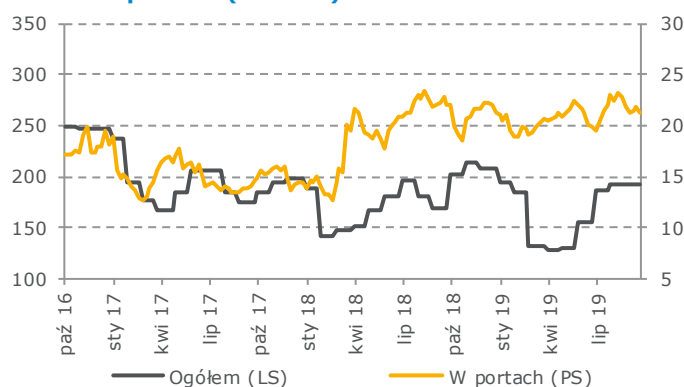
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



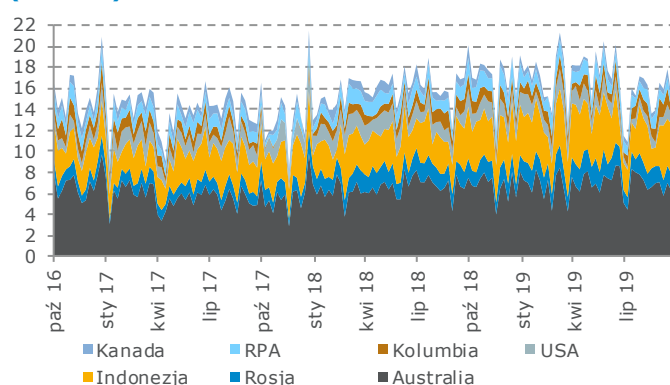
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



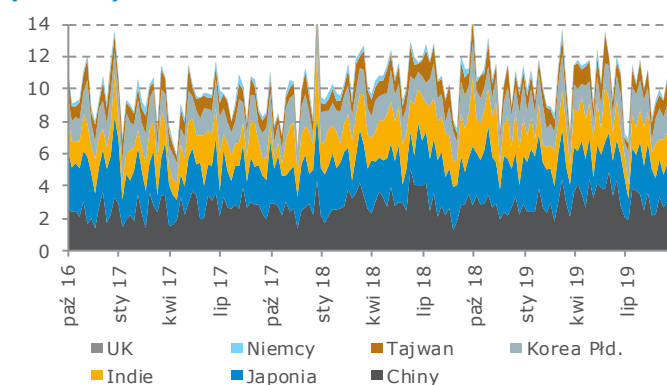
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



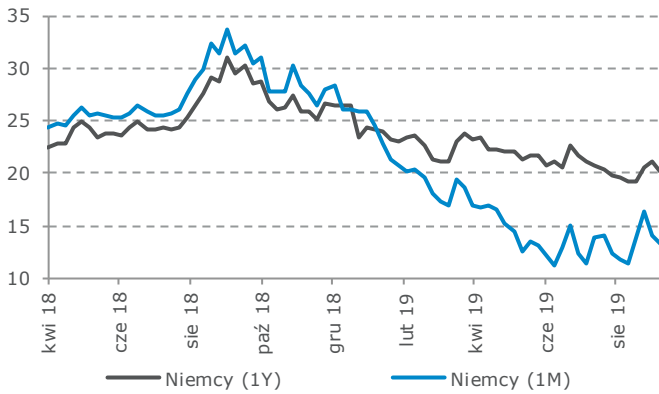
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



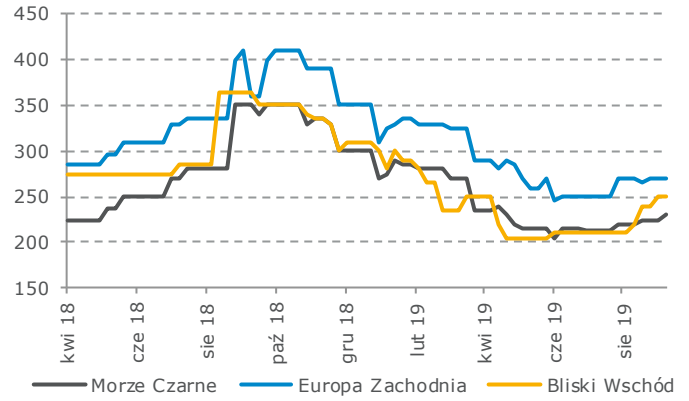
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

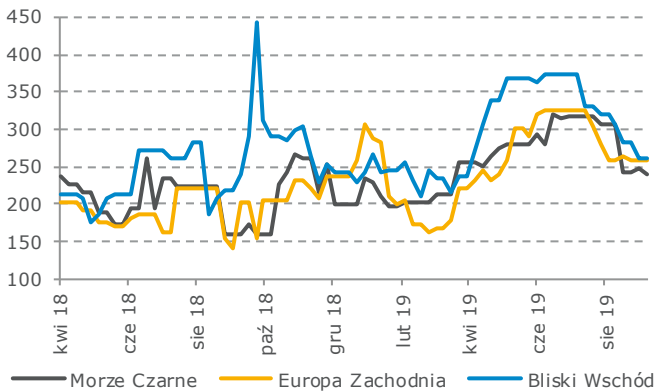
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



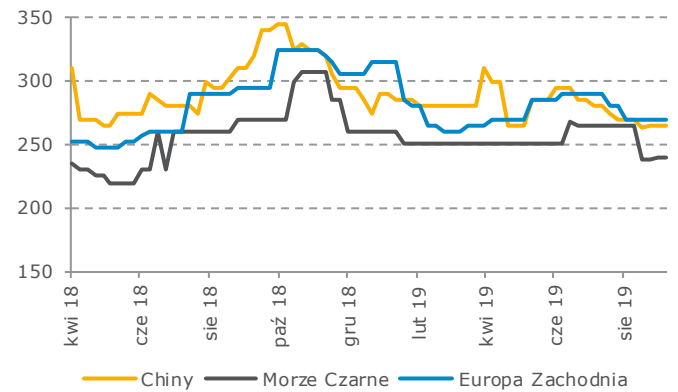
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



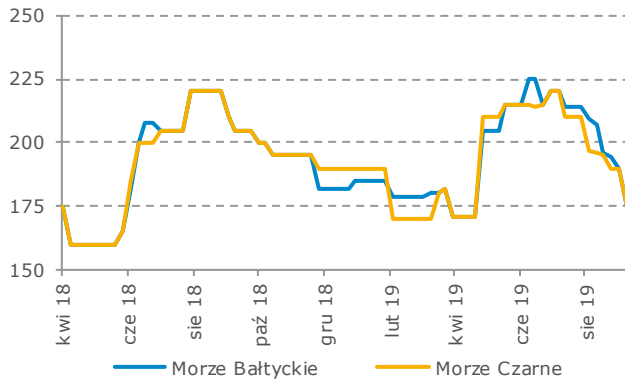
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



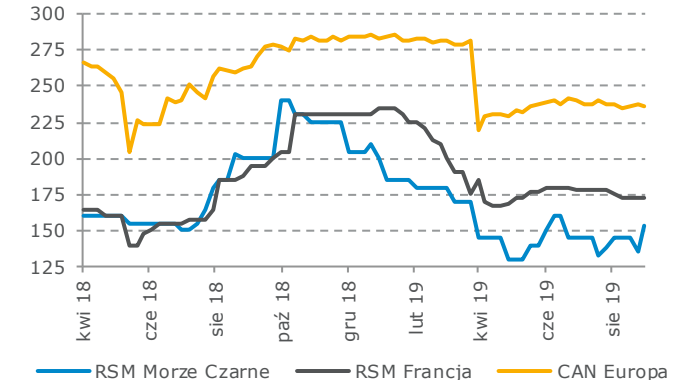
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



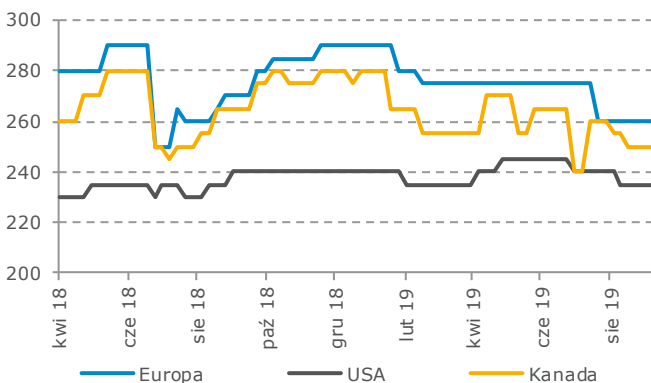
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



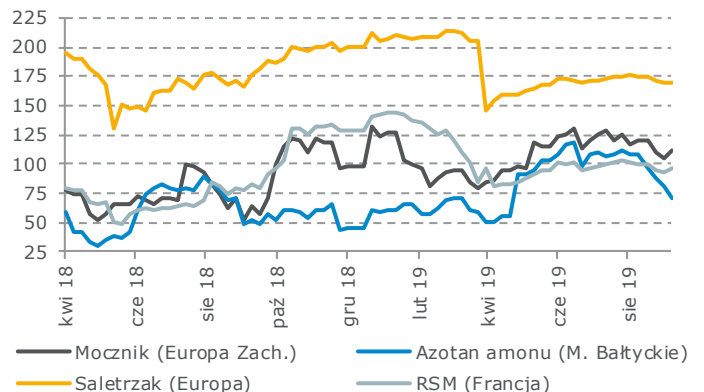
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)

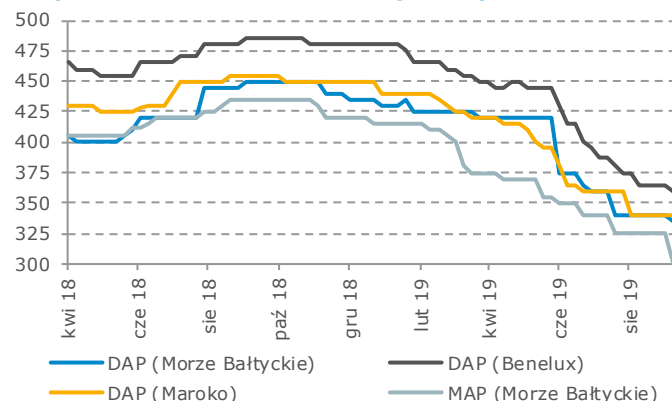


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

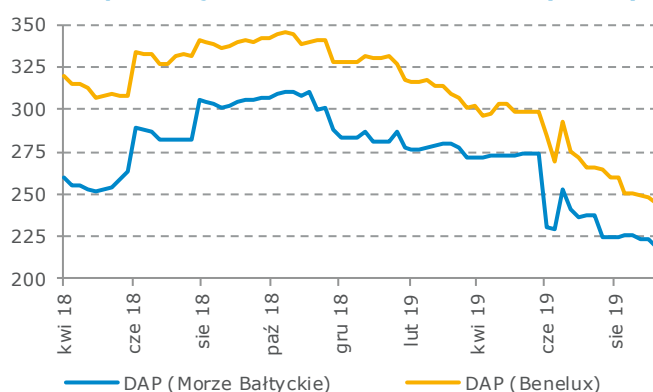


## Nawozy

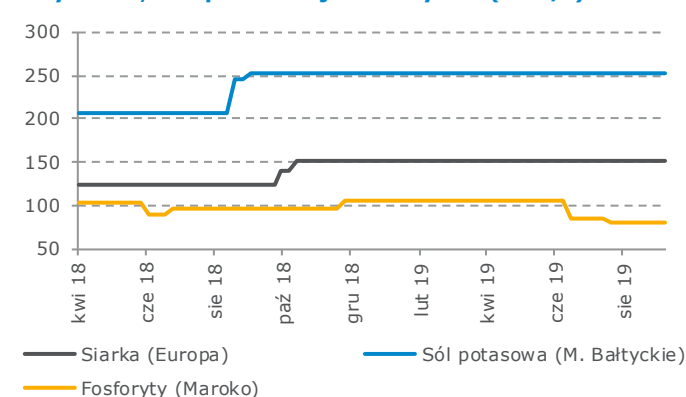
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



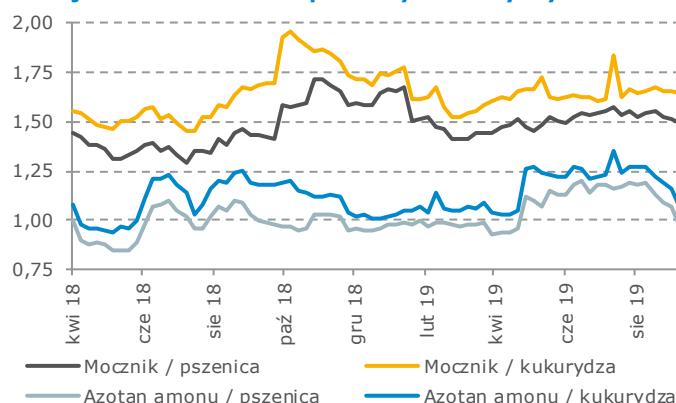
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



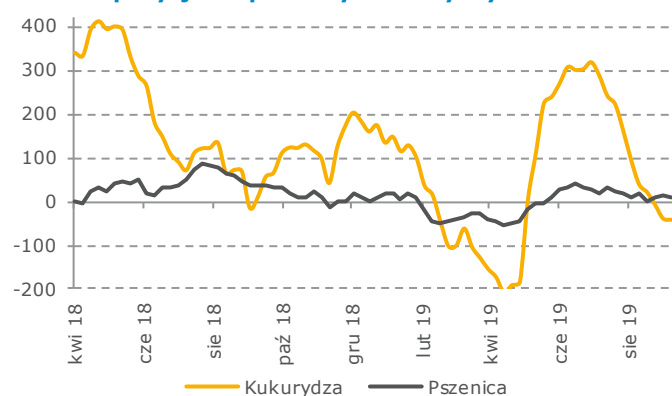
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



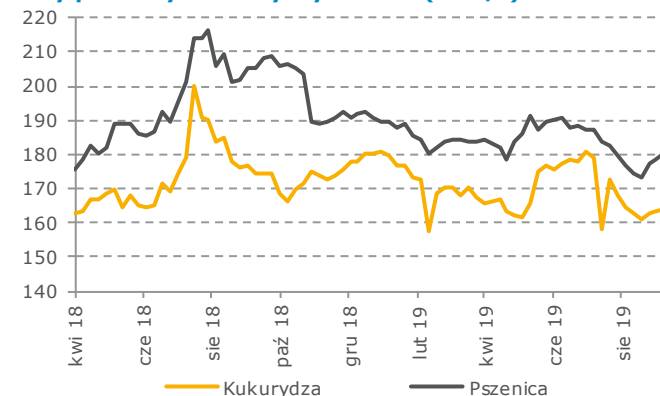
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



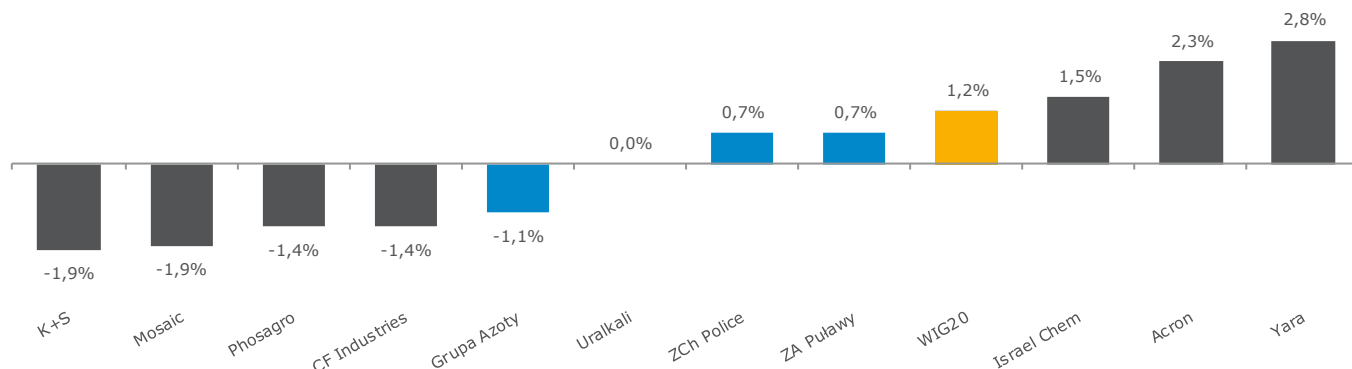
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



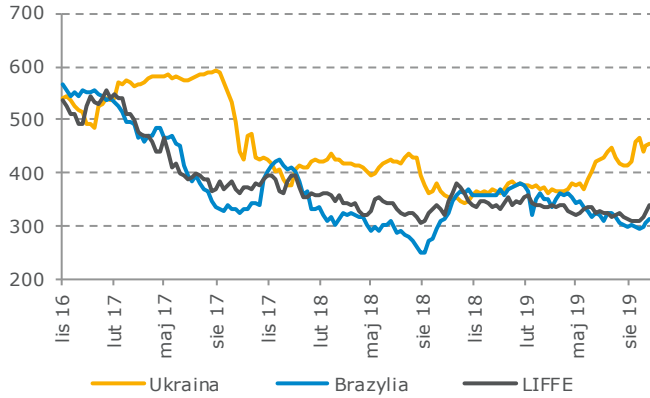
Tygodniowy performance producentów nawozów



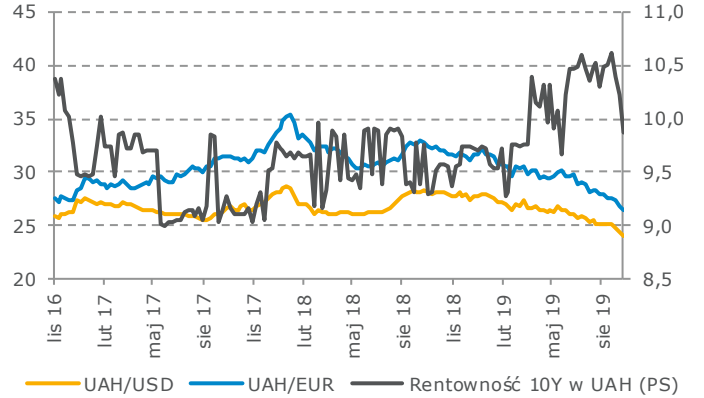
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

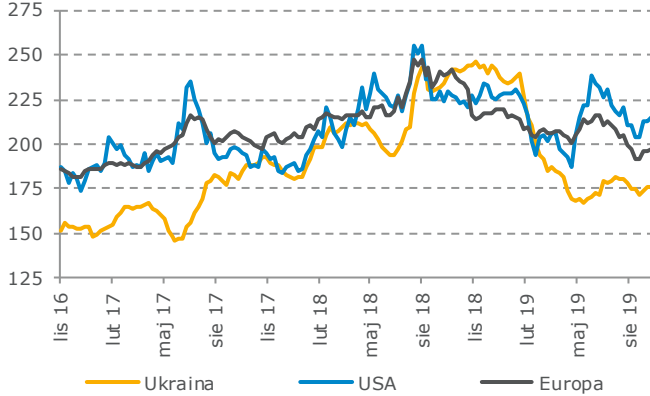
Cena cukru (USD/Mt)



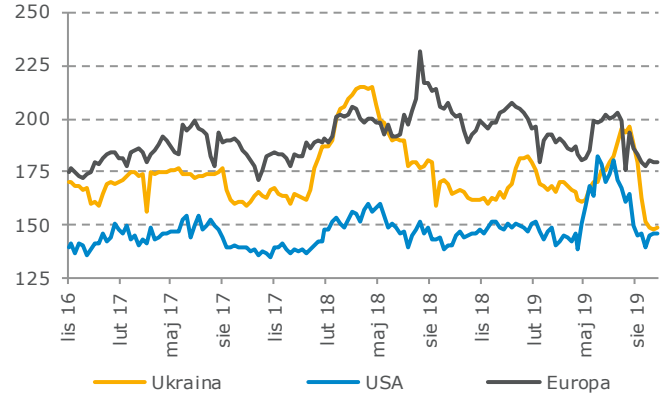
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



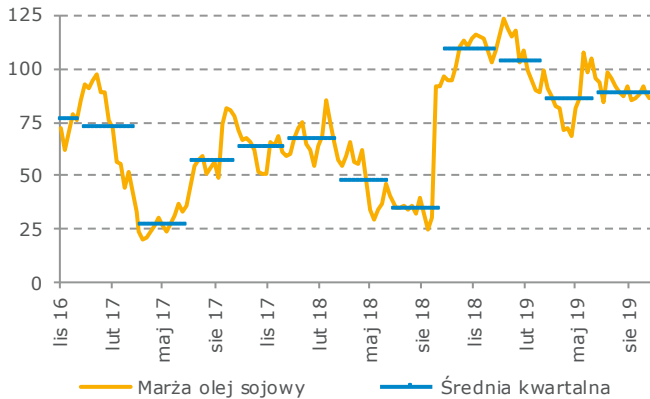
Cena pszenicy (USD/Mt)



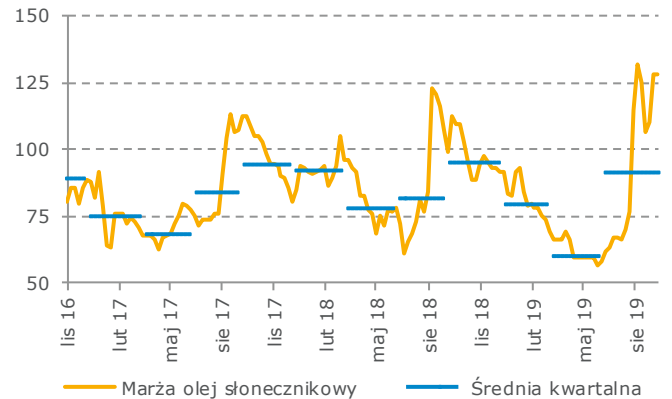
Cena kukurydzy (USD/Mt)



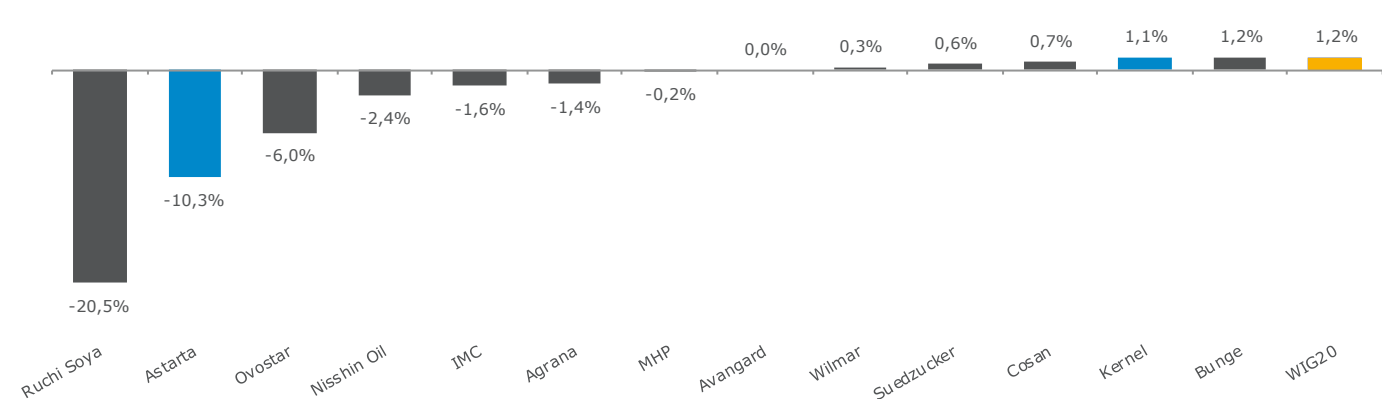
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Wycena spółek energetycznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	522,5	7,5	6,9	6,8	2,1	1,9	1,8	15,6	13,5	13,6	29%	28%	27%	4,6%	5,8%	6,6%
Enea	8,6	3,2	3,0	2,7	0,7	0,6	0,6	3,2	3,0	2,4	20%	19%	22%	0,0%	0,0%	3,4%
Energia	6,4	3,7	4,0	4,3	0,7	0,7	0,8	3,6	4,0	4,0	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	8,0	3,1	3,3	2,4	0,7	0,6	0,5	4,9	5,5	3,8	21%	18%	22%	0,0%	5,1%	4,6%
Tauron	1,5	4,0	3,6	3,2	0,7	0,6	0,6	2,4	2,3	2,0	17%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,2	1,8	1,9	1,3	0,2	0,2	0,2	4,0	4,7	1,8	11%	11%	16%	5,6%	9,0%	11,2%
EDF	10,3	4,3	4,0	3,8	1,0	1,0	0,9	15,2	11,9	11,4	23%	24%	24%	3,2%	3,9%	4,1%
EDP	3,6	9,1	8,7	8,3	2,0	2,0	2,0	16,1	14,7	13,6	22%	23%	23%	5,4%	5,5%	5,7%
Endesa	24,1	8,4	8,3	8,2	1,5	1,5	1,5	16,8	16,5	16,2	18%	18%	18%	5,9%	6,0%	5,1%
Enel	6,9	7,9	7,6	7,3	1,8	1,7	1,7	14,6	13,4	12,6	22%	23%	23%	4,8%	5,2%	5,6%
EON	8,9	6,4	4,8	4,8	1,0	0,5	0,5	13,0	13,8	12,9	16%	11%	10%	5,2%	5,4%	5,5%
Fortum	21,7	14,5	13,4	12,9	4,4	4,3	4,2	15,4	14,7	13,6	31%	32%	32%	5,1%	5,1%	5,1%
Iberdola	9,5	9,9	9,3	8,8	2,6	2,5	2,4	18,1	17,0	16,3	26%	27%	28%	3,9%	4,2%	4,4%
National Grid	8,8	12,8	10,7	10,2	3,8	3,7	3,6	19,8	15,1	14,3	30%	34%	35%	5,3%	5,5%	5,7%
Red Electrica	18,6	9,4	9,5	9,6	7,4	7,4	7,4	14,1	15,0	15,4	78%	78%	77%	5,7%	5,5%	5,4%
RWE	28,6	12,9	7,0	6,1	1,6	1,1	1,0	26,3	16,5	12,4	12%	16%	17%	2,8%	3,2%	3,7%
SSE	12,5	10,0	11,0	10,2	0,9	3,1	3,0	9,0	14,2	12,3	9%	28%	29%	7,8%	6,4%	6,6%
Verbund	50,2	16,4	14,0	13,2	5,8	5,2	5,0	30,8	24,6	23,1	36%	37%	38%	1,4%	1,8%	2,2%
<b>Mediana</b>		<b>8,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>14,9</b>	<b>14,0</b>	<b>12,8</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,1%</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	88,56	6,9	5,8	5,0	0,7	0,7	0,6	13,5	12,4	11,3	10%	11%	12%	3,4%	2,2%	2,4%
MOL	2890,00	4,3	4,1	3,7	0,6	0,6	0,5	10,4	9,2	8,0	15%	15%	15%	4,9%	5,2%	5,5%
PKN Orlen	98,70	5,5	5,8	5,6	0,5	0,5	0,4	9,4	11,1	11,3	9%	8%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	8,36	6,4	4,9	5,2	0,5	0,5	0,4	11,1	6,3	6,5	7%	9%	8%	5,4%	7,0%	6,8%
HollyFrontier	53,64	6,5	6,4	6,9	0,7	0,7	0,7	11,1	10,4	11,5	10%	10%	10%	2,5%	2,6%	2,6%
Marathon Petroleum	60,75	8,3	6,4	6,7	0,6	0,6	0,6	14,5	8,1	8,9	7%	9%	8%	3,5%	3,9%	4,3%
Motor Oil	21,42	4,9	4,2	4,7	0,3	0,3	0,3	8,2	6,5	7,6	6%	7%	7%	6,3%	6,6%	6,7%
Neste Oil	30,37	11,8	10,8	10,3	1,5	1,6	1,5	18,6	16,4	15,5	13%	15%	15%	2,8%	3,2%	3,4%
OMV	49,24	4,3	4,0	3,9	1,1	1,1	1,1	9,3	8,6	8,0	25%	26%	27%	4,0%	4,4%	4,8%
Phillips 66	102,40	8,3	7,1	7,4	0,6	0,5	0,5	13,1	9,9	10,2	7%	7%	7%	3,4%	3,7%	4,0%
Saras	1,57	4,0	2,5	3,4	0,2	0,2	0,1	15,1	5,4	8,9	4%	6%	4%	4,3%	8,8%	5,9%
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	143,50	7,6	5,1	5,3	0,5	0,4	0,4	13,9	6,5	6,3	6%	8%	8%	7,2%	13,2%	13,6%
Valero Energy	85,24	8,4	5,8	6,4	0,4	0,4	0,4	17,1	8,9	9,9	5%	7%	7%	4,2%	4,6%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>12,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,4</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,5%</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	98,70	5,5	5,8	5,6	0,5	0,5	0,4	9,4	11,1	11,3	9%	8%	7%	3,5%	3,0%	3,0%
Axiall	65,52	7,8	6,9	6,6	1,4	1,3	1,3	17,2	12,5	11,7	18%	19%	19%	1,5%	1,6%	1,7%
Braskem	32,52	6,6	6,0	5,3	1,0	1,0	0,9	19,6	17,9	11,9	15%	16%	17%	3,7%	1,9%	3,0%
Eastman Chemical	73,83	7,8	7,5	7,2	1,7	1,7	1,6	9,6	8,6	7,8	22%	23%	23%	3,2%	3,5%	3,8%
Huntsman Corp	23,26	7,3	6,7	6,1	1,0	0,9	0,9	10,4	8,7	7,5	13%	14%	14%	2,9%	3,0%	3,2%
Lotte Chemicals	236 000	4,6	4,2	3,9	0,6	0,6	0,5	7,3	6,3	5,9	13%	14%	14%	4,2%	4,6%	4,7%
LyondellBasell	89,47	6,7	6,2	6,1	1,1	1,1	1,1	8,7	7,6	7,3	17%	18%	17%	4,8%	5,1%	5,4%
Mitsubishi Chemical	770,10	7,4	6,9	6,6	0,9	0,9	0,9	6,5	7,3	7,0	12%	13%	13%	5,2%	5,2%	5,3%
Mitsui Chemicals	2416,00	6,8	6,7	6,3	0,7	0,7	0,6	6,3	7,2	6,8	10%	10%	10%	4,1%	4,2%	4,4%
Westlake Chemical	65,52	7,8	6,9	6,6	1,4	1,3	1,3	17,2	12,5	11,7	18%	19%	19%	1,5%	1,6%	1,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>	<b>7,7</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,5%</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	4,70	4,4	3,4	2,8	0,8	0,7	0,6	11,3	7,8	6,5	18%	22%	22%	2,3%	3,5%	5,1%
A2A	1,68	7,4	6,9	6,7	1,4	1,3	1,3	16,3	14,0	13,3	18%	19%	19%	4,6%	4,8%	4,9%
BG Group	23,84	5,5	5,1	4,9	0,9	0,9	0,8	12,3	10,2	9,3	16%	17%	17%	6,4%	6,5%	6,7%
BP	5,16	4,9	4,6	4,6	0,7	0,7	0,7	12,1	10,9	10,1	14%	14%	14%	6,5%	6,6%	6,8%
Centrica	0,74	4,5	4,3	4,7	0,3	0,3	0,3	10,7	7,8	7,4	7%	7%	7%	6,8%	6,9%	6,9%
Enagas	21,26	9,7	9,5	10,4	7,8	7,9	8,5	12,0	11,1	12,2	80%	83%	82%	7,5%	7,8%	7,7%
Endesa	24,14	8,4	8,3	8,2	1,5	1,5	1,5	16,8	16,5	16,2	18%	18%	18%	5,9%	6,0%	5,1%
Engie	14,98	6,9	6,5	6,2	1,1	1,0	1,0	14,5	12,9	11,7	15%	16%	16%	5,2%	5,6%	6,0%
Eni	14,03	3,6	3,4	3,2	0,9	0,9	0,9	12,9	10,7	9,8	24%	25%	28%	6,1%	6,2%	6,4%
Equinor	173,05	3,1	2,7	2,5	1,1	1,0	0,9	11,8	10,2	9,3	35%	36%	37%	5,5%	5,8%	6,1%
Gas Natural SDG	24,34	9,3	8,9	8,8	1,5	1,5	1,6	17,7	16,1	15,3	17%	17%	18%	5,6%	5,9%	6,2%
Gazprom	225,90	3,4	3,4	3,2	1,0	0,9	0,9	3,5	3,8	3,6	28%	28%	28%	7,3%	8,1%	10,6%
Hera	3,77	8,1	7,7	7,5	1,4	1,3	1,2	18,5	17,9	17,8	17%	17%	17%	2,7%	2,9%	3,0%
NovaTek	202,80	12,1	11,9	12,4	4,6	4,4	4,1	9,0	12,8	11,7	38%	37%	33%	2,2%	2,7%	3,0%
ROMGAZ	36,95	5,7	5,6	5,2	2,8	2,6	2,5	10,3	9,9	9,1	50%	47%	48%	9,2%	9,5%	10,3%
Shell	26,90	5,5	5,1	4,9	0,9	0,9	0,8	12,3	10,2	9,3	16%	17%	17%	6,4%	6,5%	6,7%
Snam	4,63	12,6	12,4	12,0	10,2	10,0	9,7	14,5	14,3	13,7	81%	81%	81%	5,2%	5,4%	5,7%
Total	47,89	5,0	4,6	4,4	0,9	0,9	0,8	10,7	9,4	9,0	18%	19%	19%	5,6%	5,8%	6,1%
<b>Mediana</b>		<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>12,2</b>	<b>10,8</b>	<b>9,9</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,1%</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	2890,00	4,8	4,4	4,4	0,7	0,7	0,6	7,7	6,7	6,9	14%	15%	14%	4,5%	4,7%	5,2%
Bashneft	1835,00	1,9	1,7	1,6	0,5	0,4	0,4	2,8	2,4	2,2	24%	25%	25%	14,0%	12,4%	13,4%
BP	5,16	4,9	4,6	4,6	0,7	0,7	0,7	12,1	10,9	10,1	14%	14%	14%	6,5%	6,6%	6,8%
Dana Gas	0,96	7,3	6,8	-	3,6	3,3	3,2	25,8	13,1	13,1	49%	49%	-	6,2%	6,2%	7,3%
Eni	14,03	3,6	3,4	3,2	0,9	0,9	0,9	12,9	10,7	9,8	24%	25%	28%	6,1%	6,2%	6,4%
Equinor	173,05	3,1	2,7	2,5	1,1	1,0	0,9	11,8	10,2	9,3	35%	36%	37%	5,5%	5,8%	6,1%
Gazprom Neft	423,75	4,1	4,1	3,9	1,1	1,0	1,0	4,8	5,0	4,8	25%	25%	25%	7,9%	8,8%	10,0%
Gulf Keystone	2,29	3,2	2,1	1,6	1,9	1,4	1,1	12,1	7,1	4,8	59%	66%	69%	7,2%	4,8%	5,6%
Lukoil	5387,50	3,4	3,4	3,3	0,5	0,5	0,5	6,2	6,1	6,0	15%	16%	16%	5,0%	5,3%	5,8%
Occidental Petroleum	44,47	5,1	3,4	3,2	2,4	1,8	1,8	16,1	18,4	14,2	48%	52%	54%	7,0%	7,1%	7,3%
Repsol	14,34	4,6	4,2	4,2	0,7	0,7	0,7	9,0	7,5	7,4	15%	16%	16%	6,7%	7,0%	7,1%
Rosneft Oil	419,30	4,0	3,8	3,5	1,0	0,9	0,9	6,5	5,2	4,9	24%	25%	25%	6,8%	8,8%	10,1%
Shell	26,90	5,5	5,1	4,9	0,9	0,9	0,8	12,3	10,2	9,3	16%	17%	17%	6,4%	6,5%	6,7%
Surgutneftegas	37,46	-	-	-	-	-	-	5,1	4,1	3,9	-	-	-	11,4%	6,7%	4,9%
Total	47,89	5,0	4,6	4,4	0,9	0,9	0,8	10,7	9,4	9,0	18%	19%	19%	5,6%	5,8%	6,1%
Tullow Oil	2,14	5,3	5,2	5,1	4,0	3,7	3,7	15,5	11,9	11,5	76%	72%	73%	2,8%	2,9%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>11,3</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,5%</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	21,78	0,3	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	3,7	-	18,9	19%	12%	16%	7,9%	0,0%	0,0%
KGHM	80,00	3,9	4,6	4,0	0,9	0,9	0,8	6,9	9,9	8,4	23%	20%	21%	0,0%	1,9%	3,0%
LW Bogdanka*	36,00	1,3	1,4	1,5	0,5	0,5	0,5	4,3	5,1	6,3	35%	33%	31%	2,9%	5,9%	6,2%
Anglo American	18,71	3,8	4,0	4,3	1,3	1,4	1,3	7,6	8,4	9,1	36%	34%	31%	5,2%	4,9%	5,0%
Antofagasta	8,99	5,5	5,5	5,0	2,7	2,7	2,5	18,0	18,6	15,2	49%	48%	50%	2,6%	2,5%	3,3%
BHP Group	17,32	6,2	5,3	5,8	3,1	2,9	3,0	14,0	10,1	11,2	50%	54%	51%	5,9%	6,9%	6,4%
Freeport-McMoRan	9,57	10,5	7,6	4,5	2,0	1,9	1,6	73,1	16,3	6,7	19%	25%	35%	2,1%	3,1%	3,8%
Glencore	2,45	6,0	5,4	4,9	0,3	0,3	0,3	14,9	11,2	8,7	6%	6%	7%	6,0%	6,0%	6,9%
Grupo Mexico	46,14	5,2	4,8	4,4	2,4	2,2	2,1	9,9	9,2	8,6	46%	46%	47%	5,7%	6,1%	9,3%
Kazakhmys	4,33	4,3	4,3	4,1	2,3	2,3	2,2	5,5	5,4	4,9	54%	52%	53%	1,6%	1,7%	1,5%
Rio Tinto	42,09	4,6	5,1	5,8	2,3	2,4	2,5	8,1	9,2	11,1	49%	47%	44%	8,5%	7,2%	5,9%
Southern CC	34,13	8,9	8,6	8,3	4,5	4,3	4,1	16,3	15,6	15,1	50%	50%	49%	4,5%	4,4%	4,2%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>9,0</b>	<b>9,9</b>	<b>8,9</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	297,00	8,2	7,8	7,7	1,3	1,2	1,2	11,5	10,9	10,6	16%	15%	15%	8,1%	7,0%	7,4%
Alcoa	20,07	4,2	3,9	3,5	0,6	0,6	0,6	-	15,8	11,3	15%	16%	17%	-	0,1%	0,2%
Constellium	12,71	6,8	6,1	5,7	0,6	0,6	0,6	15,5	9,3	7,4	10%	10%	11%	-	-	-
Kaiser Aluminum	98,97	8,2	7,7	7,5	1,2	1,1	1,1	14,0	12,6	11,4	14%	15%	14%	2,4%	2,5%	2,6%
Norsk Hydro	32,00	7,4	5,1	4,5	0,6	0,5	0,5	31,9	12,9	10,1	8%	11%	11%	3,9%	4,2%	4,6%
Rusal	3,45	13,0	10,7	7,9	1,4	1,4	1,3	5,3	4,3	4,0	11%	13%	17%	2,1%	4,7%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>14,0</b>	<b>11,7</b>	<b>10,3</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,6%</b>

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

## Wycena spółek nawozowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
Grupa Azoty	33,82	4,2	7,3	8,5	0,5	0,6	0,7	6,1	20,9	20,7	13%	9%	8%	0,0%	0,0%	1,4%
ZA Police*	14,30	4,9	4,0	4,0	1,0	1,0	1,0	1,7	1,2	1,2	21%	24%	24%	58,1%	62,9%	69,9%
Acron	5030,00	7,8	7,1	7,1	2,6	2,4	2,2	9,5	9,0	9,3	33%	33%	31%	6,6%	7,0%	7,6%
CF Industries	49,20	10,1	9,2	8,7	3,7	3,6	3,5	20,8	17,1	15,3	37%	39%	40%	2,4%	2,5%	2,5%
Israel Chemicals	17,26	7,1	6,9	6,7	1,6	1,6	1,5	11,8	10,9	10,6	23%	23%	22%	4,3%	4,5%	4,7%
K+S	12,66	7,6	6,7	6,0	1,3	1,3	1,2	13,2	9,8	8,0	18%	19%	21%	2,8%	4,0%	4,8%
Phosagro	2486,00	5,8	5,4	5,3	1,8	1,7	1,7	10,1	10,0	10,3	31%	32%	32%	6,2%	4,9%	4,6%
The Mosaic Company	20,50	7,4	6,1	5,5	1,4	1,3	1,2	18,3	11,2	8,6	18%	21%	23%	0,9%	1,1%	1,4%
Yara International	391,80	7,3	6,3	6,0	1,2	1,1	1,1	13,3	10,7	9,9	16%	17%	18%	4,5%	6,0%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>11,8</b>	<b>10,7</b>	<b>9,9</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,7%</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*	20,00	4,5	3,2	3,3	0,8	0,8	0,7	-	3,7	2,3	17%	24%	21%	-	-	4,0%
Kemel	44,00	5,0	5,7	5,1	0,4	0,4	0,3	5,0	8,7	8,1	9%	7%	7%	2,0%	2,1%	6,0%
Agrana Beteiligungs	16,94	10,3	8,5	7,4	0,6	0,6	0,6	41,3	18,8	13,6	6%	7%	8%	5,9%	5,9%	5,9%
Bunge Limited	56,62	10,1	9,5	8,9	0,4	0,3	0,3	18,7	14,7	12,6	4%	4%	4%	3,5%	3,8%	4,2%
Cosan	53,20	5,5	5,0	4,7	0,4	0,4	0,4	13,6	11,5	10,9	8%	8%	9%	3,5%	4,2%	4,7%
MHP	8,76	5,3	5,0	4,5	1,2	1,2	1,1	9,0	5,6	4,8	24%	23%	24%	8,6%	8,6%	8,6%
Nisshin Oilio	3390,00	8,3	7,8	7,4	0,5	0,5	0,5	12,8	13,1	12,6	6%	6%	6%	2,4%	2,4%	2,4%
Suedzucker	14,11	-	11,8	7,4	0,8	0,8	0,7	-	-	18,4	-	6%	10%	1,4%	1,4%	1,9%
Wilmar Int.	3,73	14,1	12,8	12,1	0,8	0,7	0,7	14,8	13,0	12,1	6%	6%	6%	2,7%	2,9%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>13,6</b>	<b>12,2</b>	<b>12,1</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,4%</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/analiza\\_i\\_rynek/analiza\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_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, NWAi Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projrzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplup, 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, NWAi Dom Maklerski, Orbis, Pfeleiderer 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/analiza\\_i\\_rynek/analiza\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_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 Kliszczyk  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliscz@mbank.pl](mailto:kamil.kliscz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

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

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

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

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