

wtorek, 10 grudnia 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 poniżej 44 EUR/MWh, głównie za sprawą taniejącego węgla (-6% na spot i -4% na 1Y FWD) i gazu. Notowania uprawnień do emisji nieznacznie odbiły do 25 EUR/t. Na polskim rynku ceny w 1Y FWD spadły do 240 PLN/MWh, co ograniczyło CDS elektrowni zintegrowanej pionowo do 144 PLN/MWh. Końcówka roku nie wpłynie już istotnie na średnią w kontraktacji, ale należy śledzić te negatywne trendy.

#### Rynek paliwowy

Modelowa marża rafineryjna nadal jest pod dużą presją i obecne odczyty wskazują na zaledwie 0,5 USD/Bbl, głównie za sprawą słabej rentowności na HSFO, ale również znacznego spadku cracków benzynowych i braku oczekiwanych wzrostów na dieslu (wysokie zapasy ARA). Wsparciem jest dyferencjał Ural/Brent na poziomie 2 USD/Bbl. Bardzo niekorzystnie wygląda też sytuacja w petrochemii, gdzie kolejny tydzień z rządu obserwujemy spadki marż na większości kategorii produktowych. Na rynku gazu również nie ma póki co oznak odbicia, gdyż sezon grzewczy wciąż na dobre się nie zaczął. Poziom napełnienia magazynów co prawda sezonowo spada, ale wciąż znajduje się znacznie powyżej odczytów z ubiegłego roku (92% vs 79%).

#### Rynek metali

Import netto miedzi do Chin wzrósł r/r drugi miesiąc z rządu (w IX;X). Komentatorzy wskazują na wzrost aktywności producentów w Chinach. Ceny miedzi w reakcji przebiły poziom 6000 USD/t. Obecnie oczekiwania analityków (konsensus) na 2020 wynoszą 5800 USD/t więc wkrótce analitycy mogą zacząć rewidować swoje prognozy w górę. W ubiegłym tygodniu monitorowane zapasy miedzi spadły o 5% t/t (LME -5% t/t, SHP -6% t/t). Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych netto na miedzi wynosi -38 tys. sztuk vs. -39 tys. sztuk tydzień wcześniej.

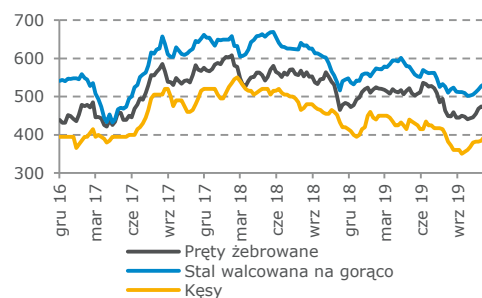
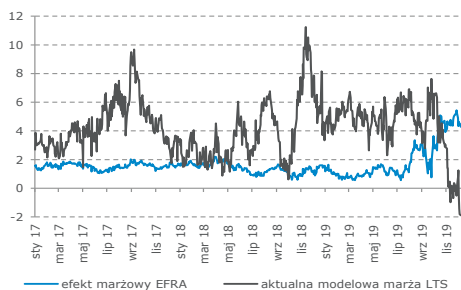
#### Rynek agro

Ceny cukru wzrosły na światowych rynkach do poziomu najwyższego od 9-ciu miesięcy w związku z problemami produkcyjnymi w USA, Indiach i Brazylii. Inwestorzy zamykają krótkie pozycje na cukrze. Pozytywnie dla Astarta.

#### Rynek węgla koksowego

Ceny węgla koksowego wahają się między 138-146 USD/t na rynku zamorskim i 177 USD/t w Chinach. Treaderzy spekulują o zniesieniu ograniczeń importowych na węgiel koksujący do Chin na początku 2020 roku. Argus zwraca uwagę na spadki eksportu węgla koksowego z Ameryki Północnej. W ostatnim czasie ogłoszono bankructwa firmy wydobywczych odpowiadających łącznie za 4 mln ton wydobycia.

#### Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

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

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-1,8%	-3%
Chemia	-0,8%	-1,2%
Energia	-2,7%	-1,6%
Paliwa	-8,8%	-2,1%
Spożywczy	-1,0%	-1,3%
Surowce	+5,5%	-1,2%
Ukraina	-0,6%	-1,5%

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

#### Efekt EFRA w Lotosie a bieżące marże

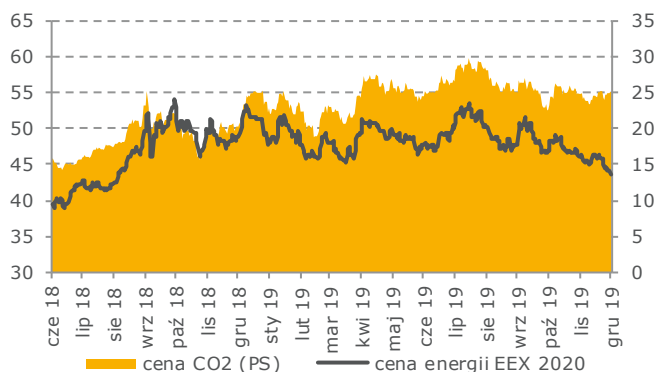
Załamanie cracków HSFO w ostatnich miesiącach znacząco zmieniło teoretyczną wartość dodaną z instalacji DCU w Lotosie. Dodatkowa marża z tego projektu kalkulowana na notowaniach spot to obecnie ponad 4 USD/Bbl. Nie można jednak w prognozach EBITDA na przyszły rok abstrahować od jednoczesnego załamania marży na aktualnej strukturze produkcji Lotosu, która znosi z nawiązką efekt kokera.

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

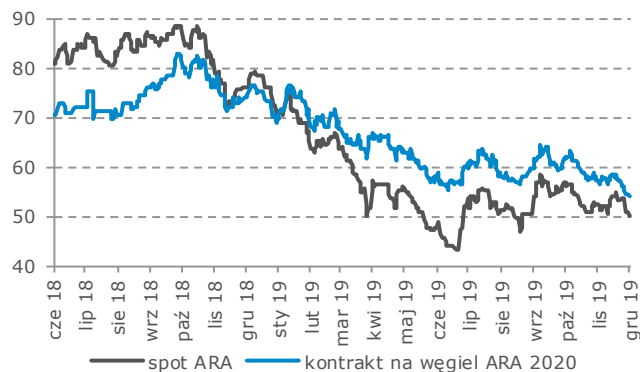
Ceny stali w Chinach kolejny tydzień z rządu zanotowały wzrosty (najwyżej od połowy X'19). Zapasy stali w Chinach w ubiegłym tygodniu spadły do poziomu 7,1 mln sztuk (minimum za ostatnie 5 lat w tym okresie wynosi 7,2 mln ton). Obok spadających zapasów i odbijających cen warto zwrócić uwagę na odbicie wskaźników PMI w sektorze stalowym w Chinach. Pozytywne dla spółek stalowych i JSW.

## Energetyka

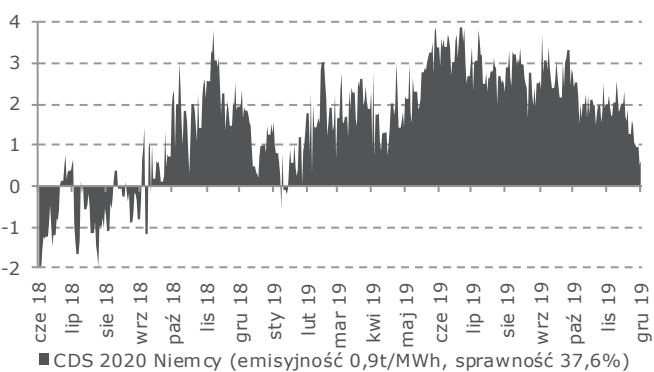
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



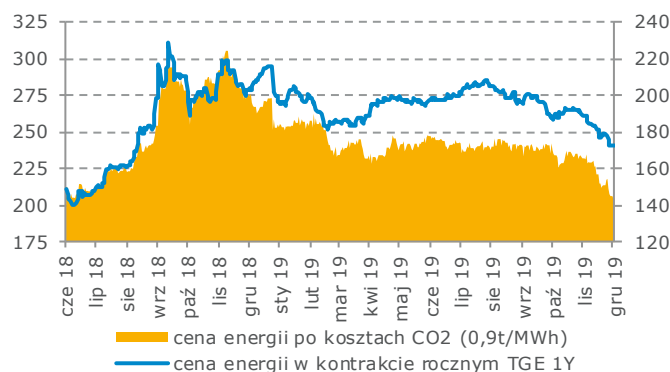
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



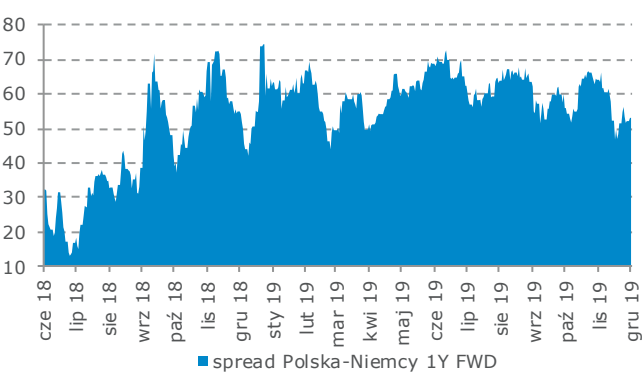
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



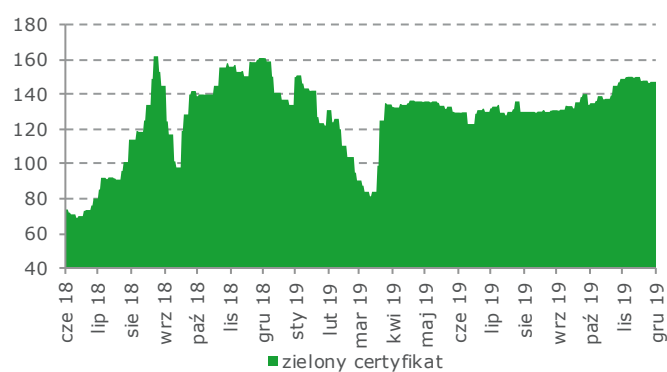
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



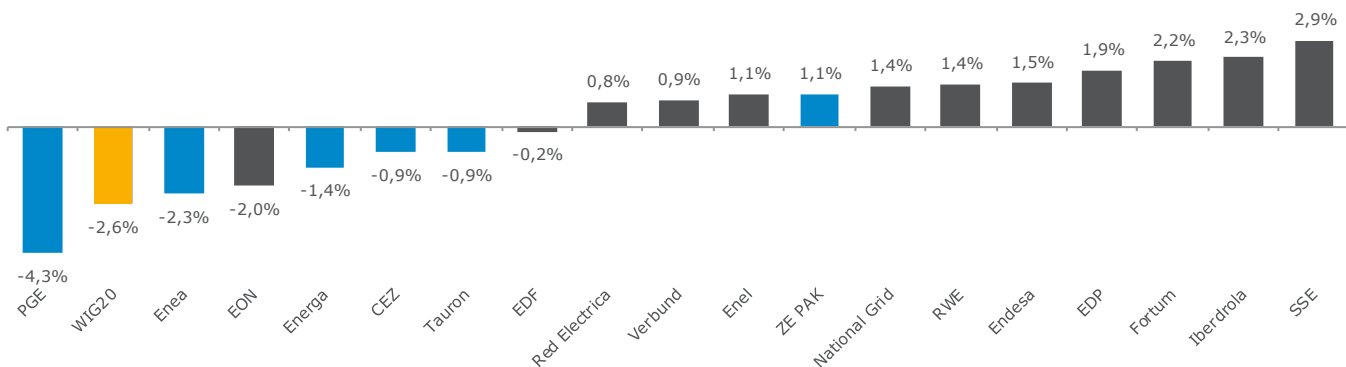
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



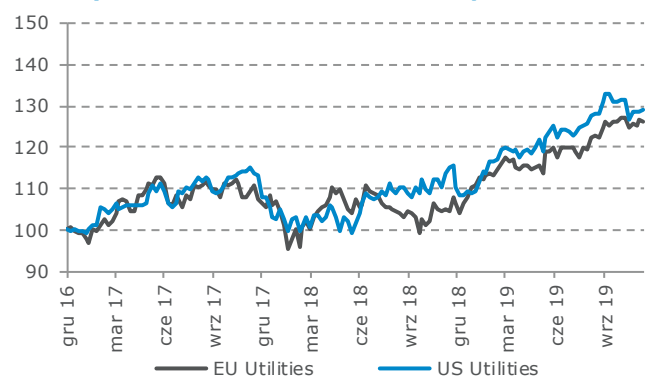
Tygodniowy performance spółek energetycznych



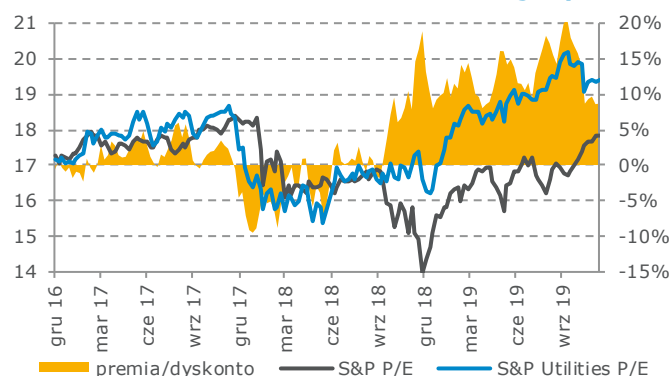
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

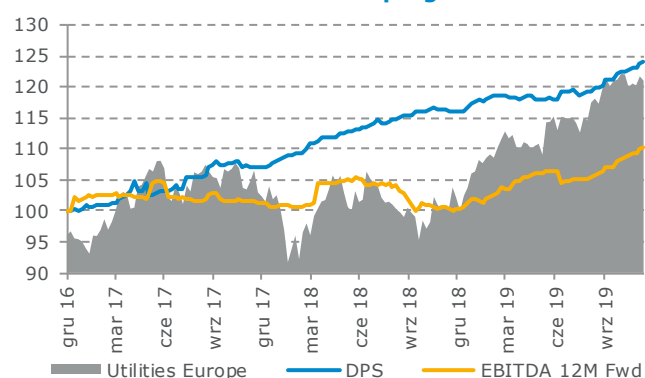
**Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities**



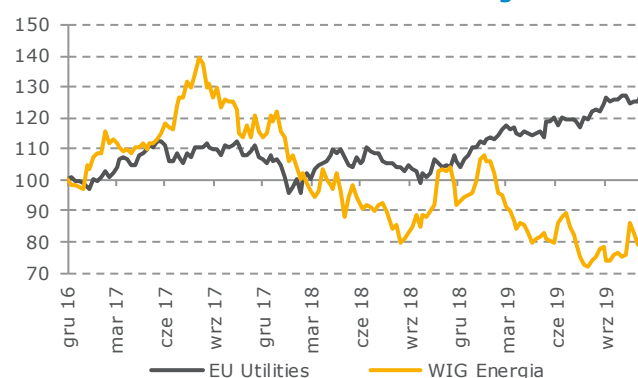
**Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku**



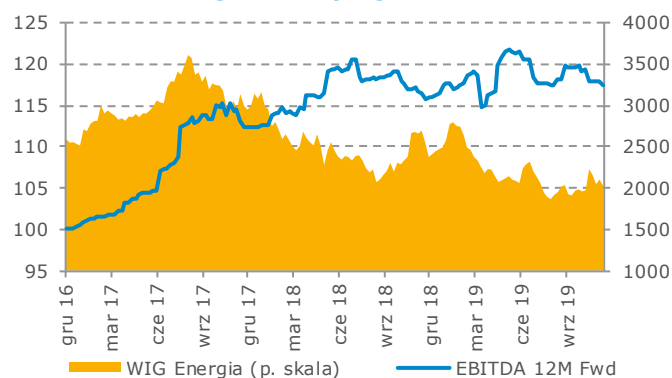
**Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA**



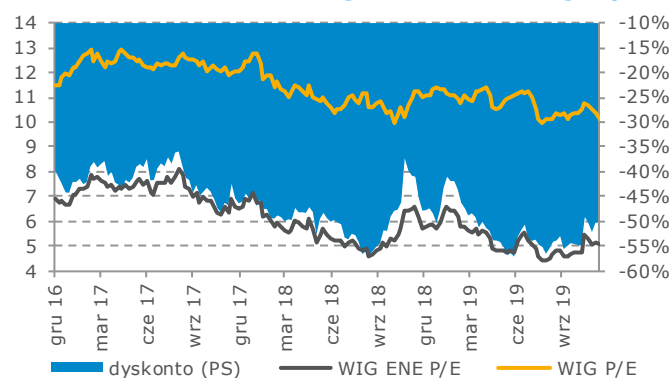
**Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia**



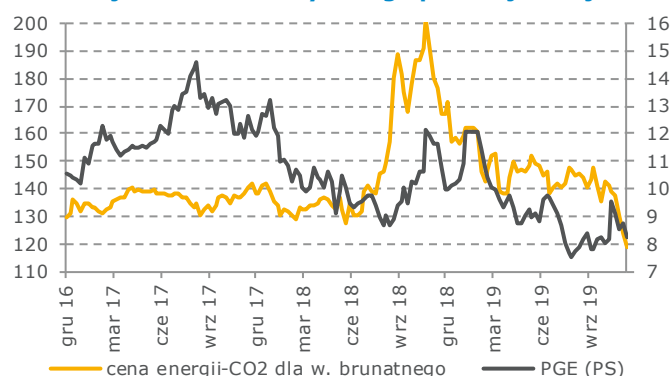
**Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd**



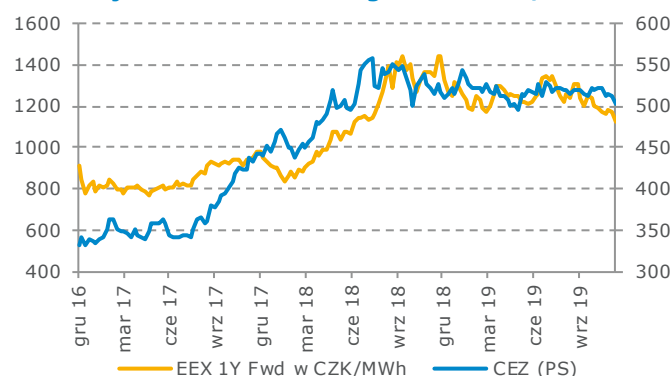
**Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku**



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



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

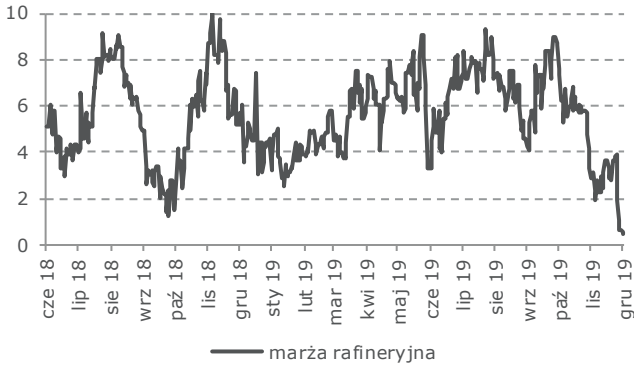


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

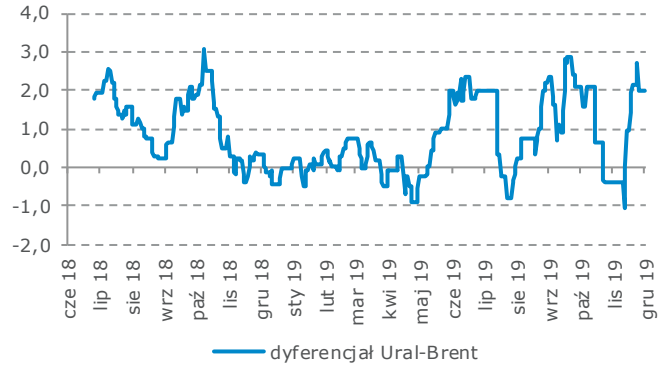


## Paliwa

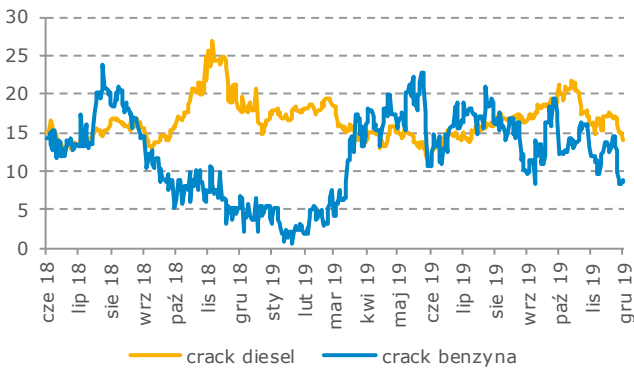
### Marża rafinerijna (USD/Bbl)



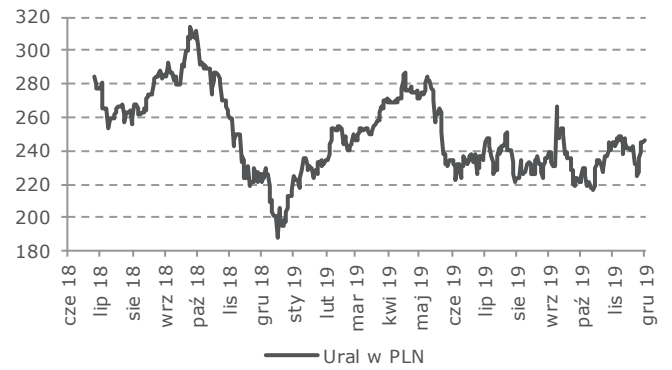
### Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



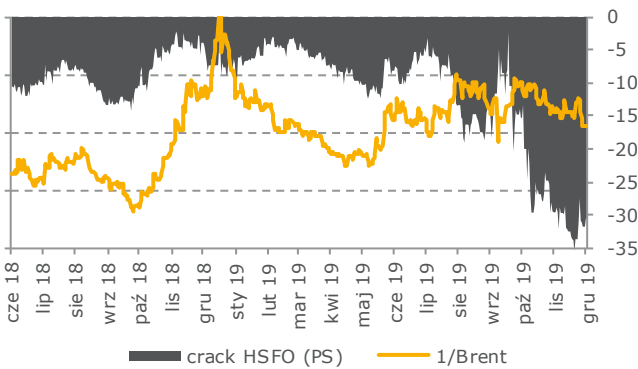
### Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



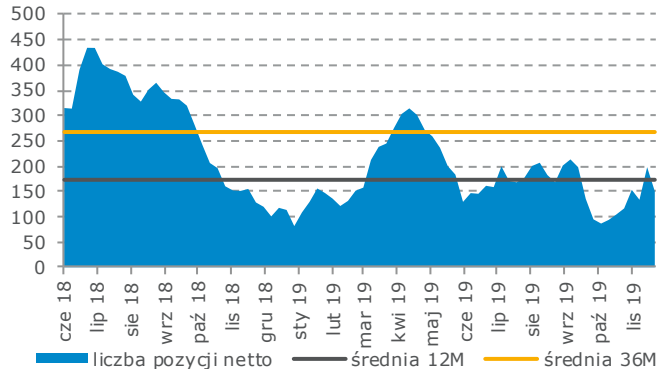
### Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



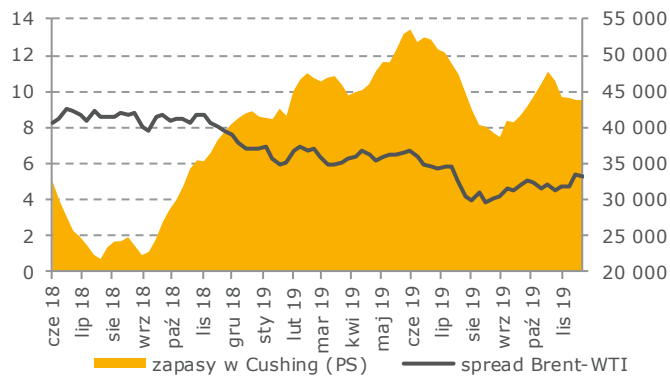
### Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



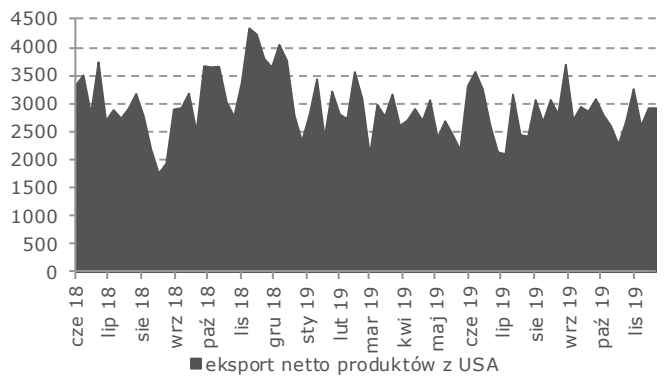
### Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



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



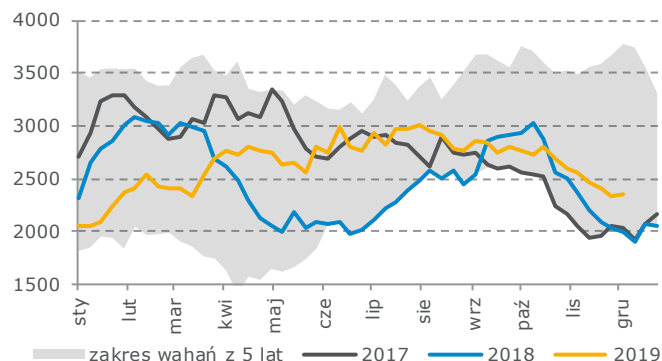
### Eksport netto paliw z USA



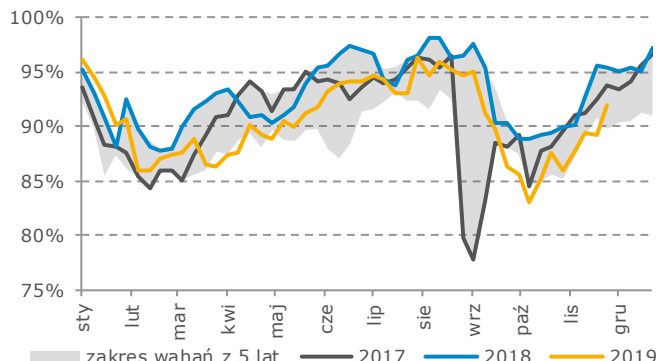
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

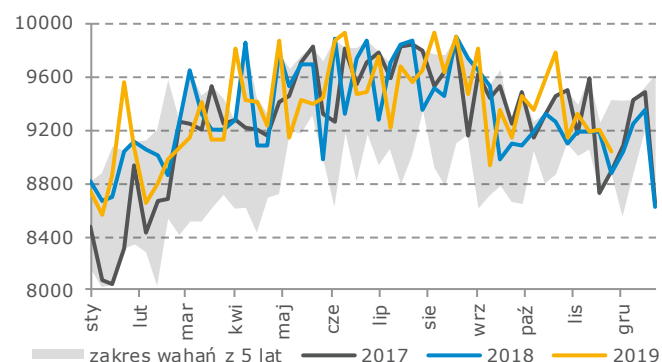
### Zapasy diesla w portach ARA



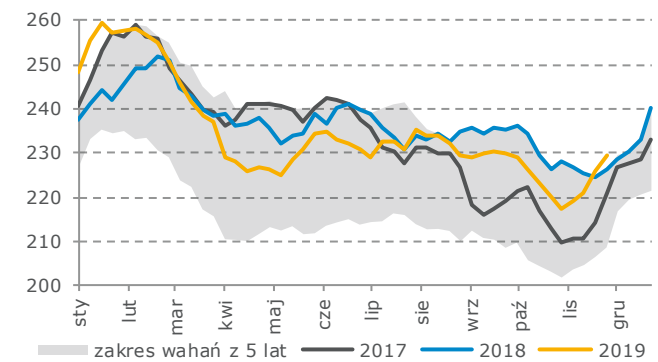
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



### Popyt na benzynę w USA



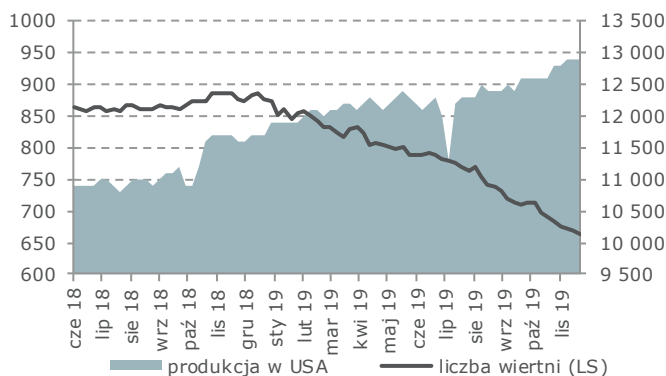
### Zapasy benzyny w USA



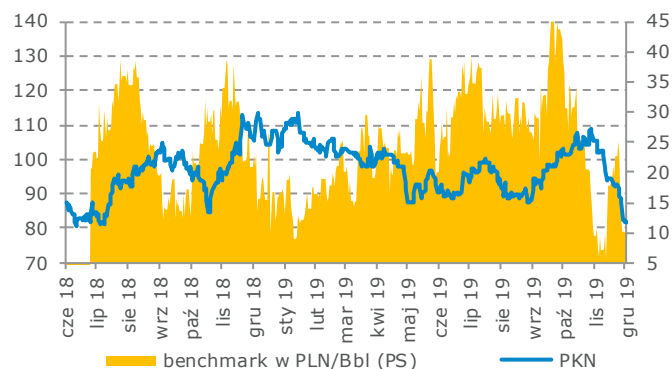
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



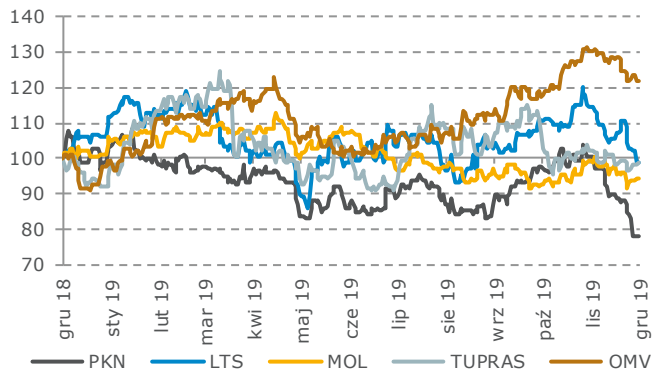
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



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



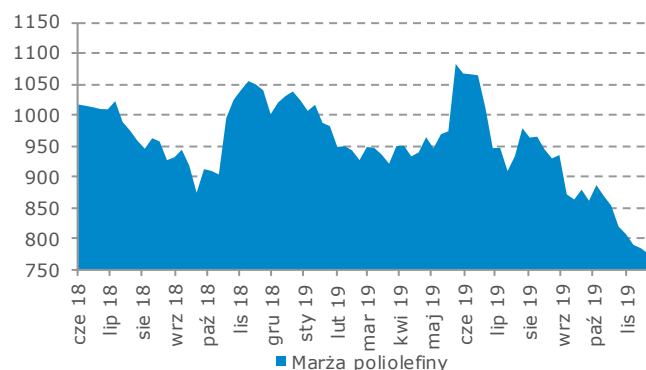
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



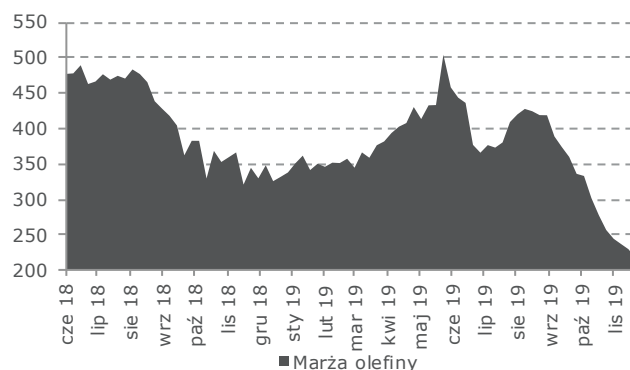
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

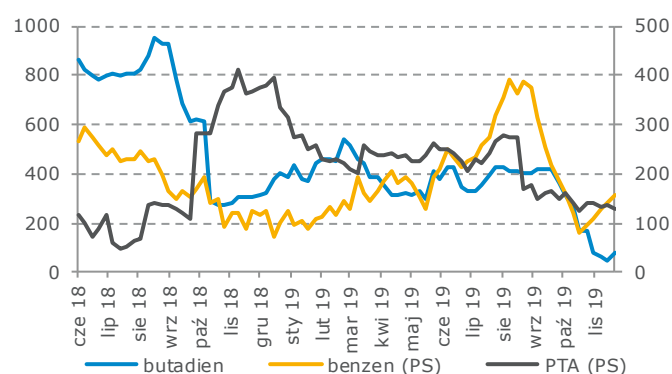
### Marża petrochemiczna poliolefiny



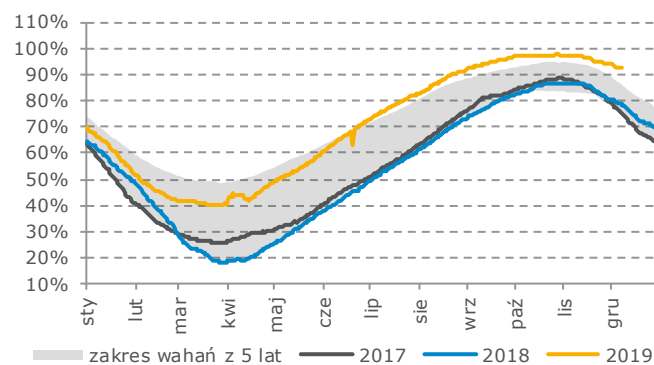
### Marża petrochemiczna olefiny



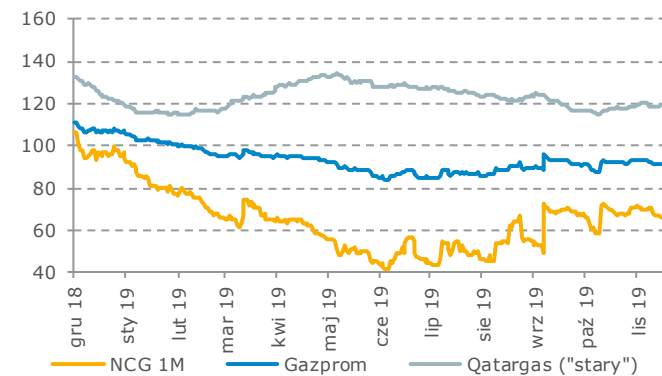
### Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



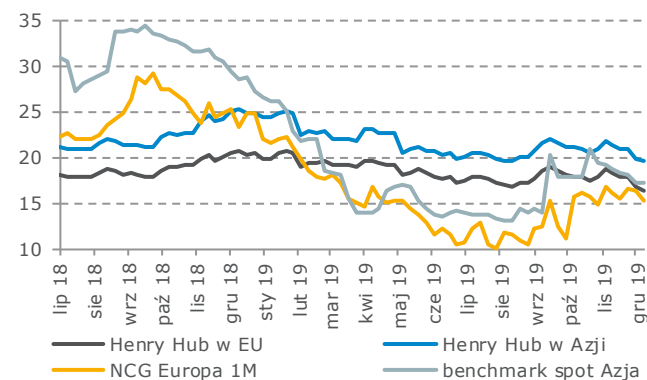
### Napełnienie magazynów gazu w UE



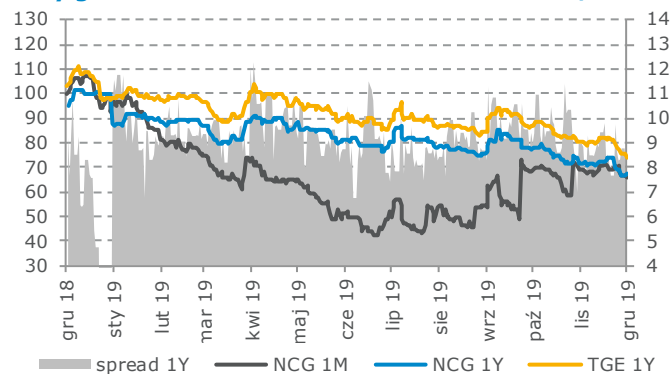
### Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



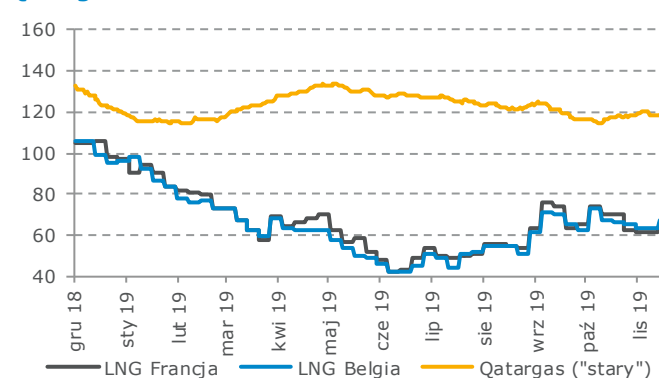
### Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



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



### Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas

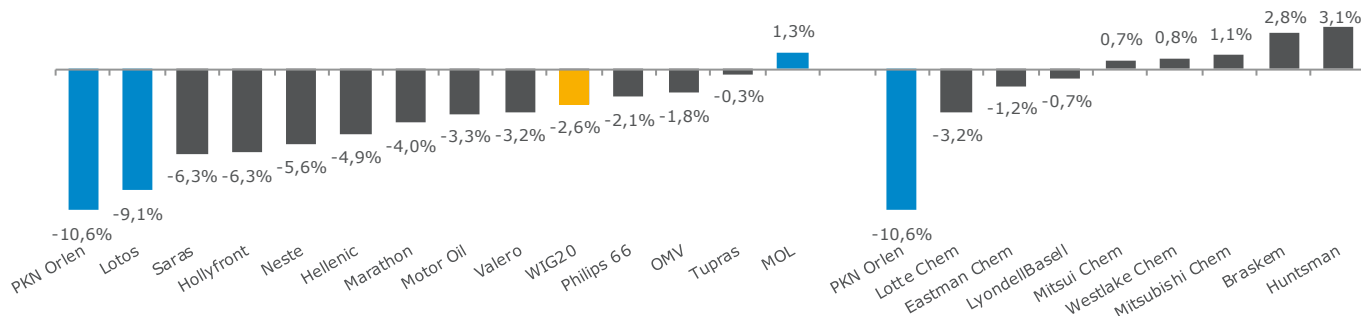


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

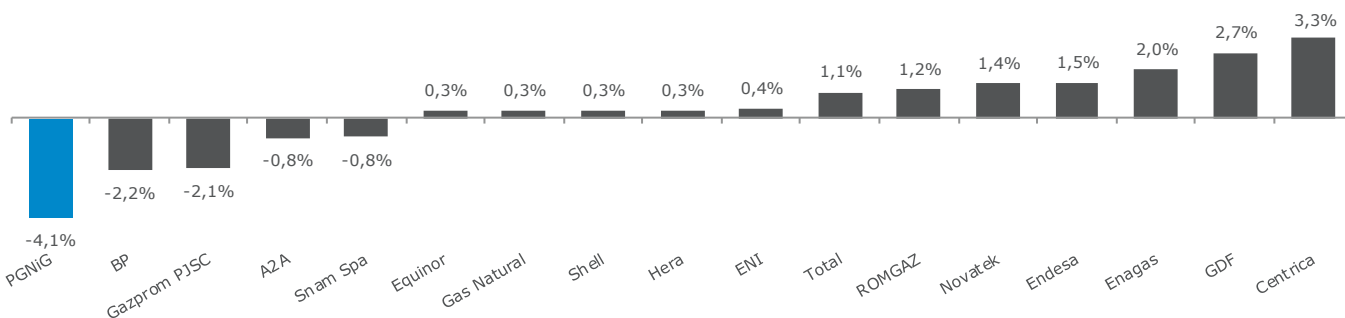


## Tygodniowy performance

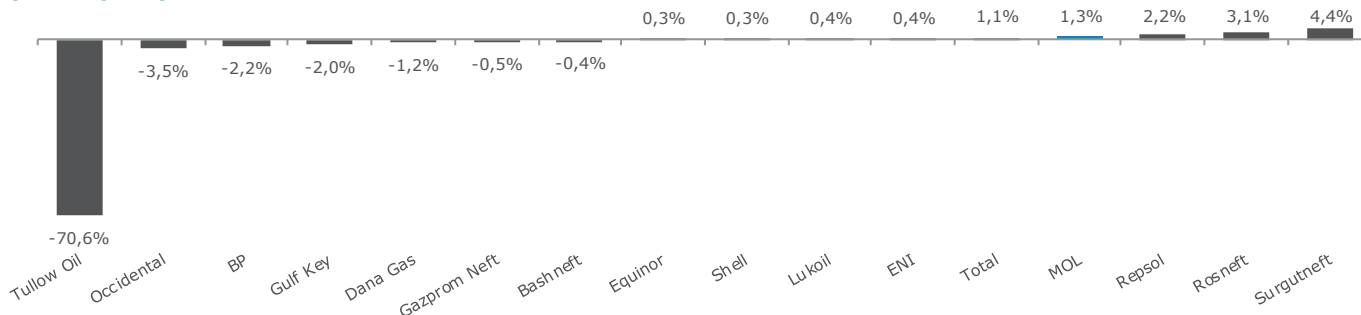
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



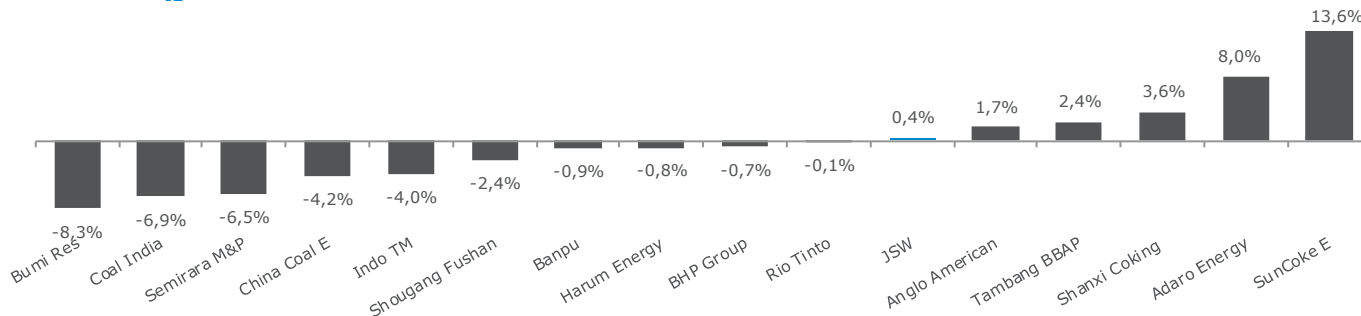
### Spółki gazowe



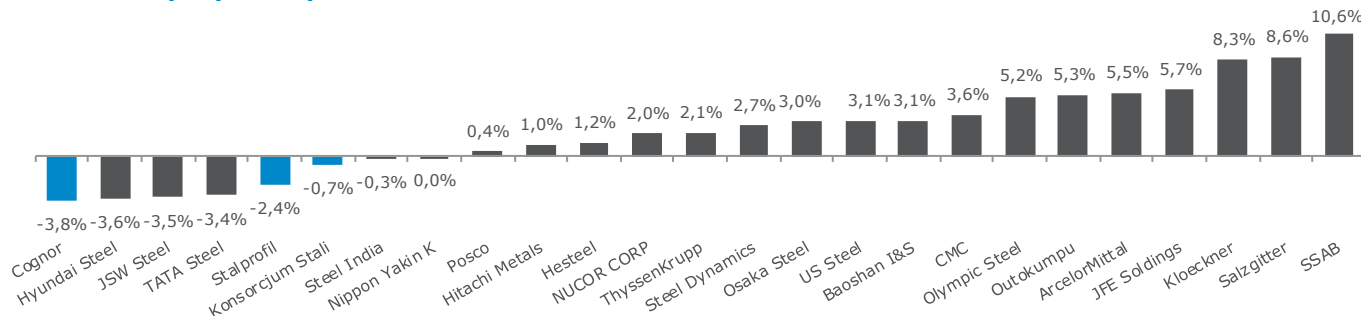
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



### Producenci i dystrybutorzy stali



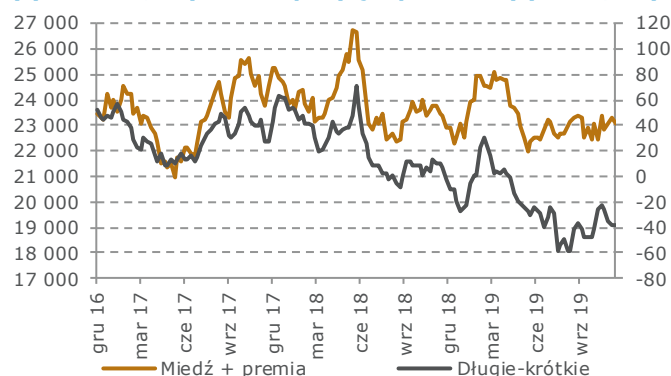
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

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



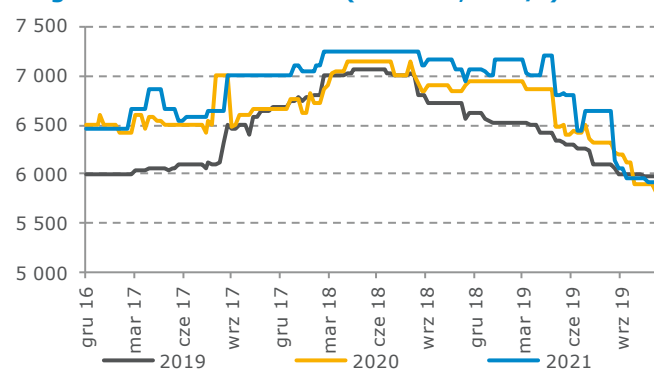
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



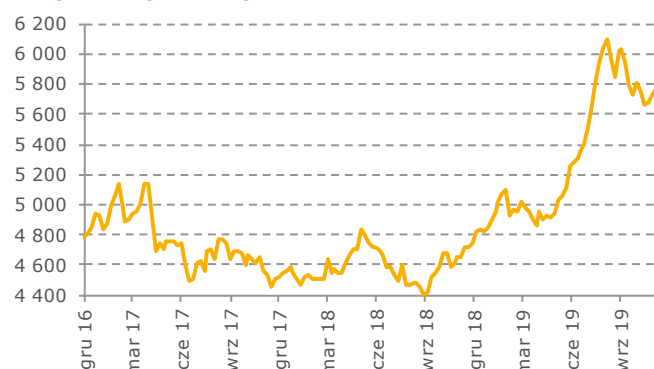
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



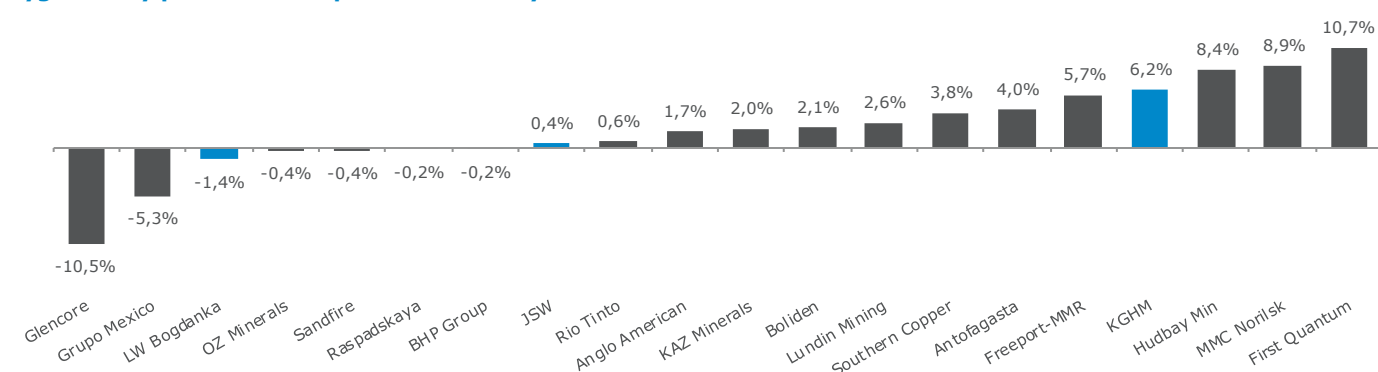
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



## Tygodniowy performance spółek surowcowych

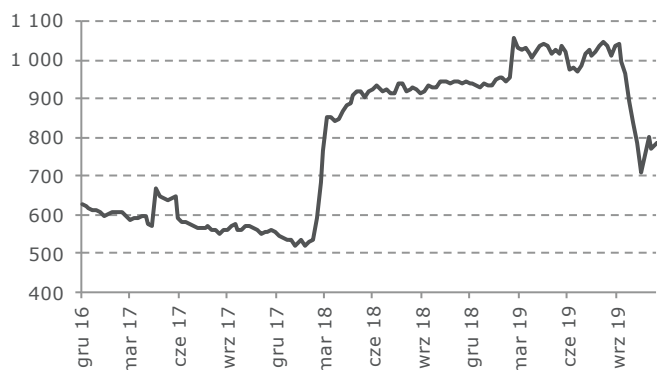


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

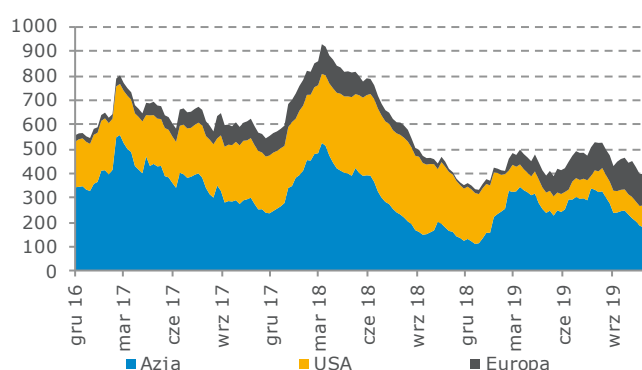


## Surowce (miedź)

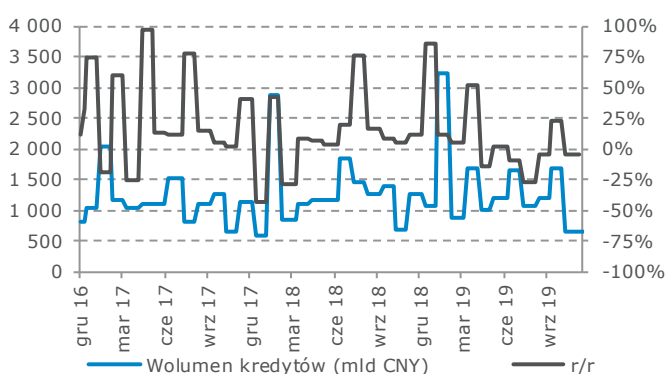
### Ceny molibdenu (PLN/10kg)



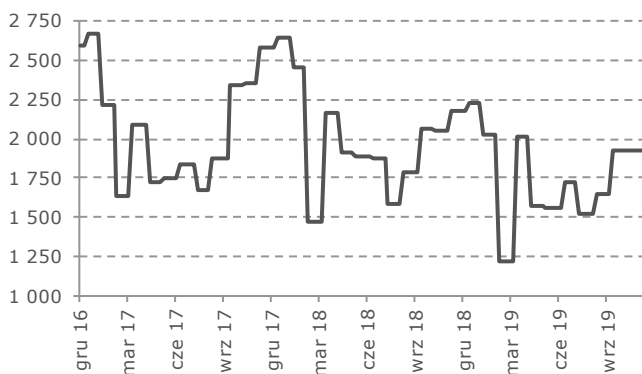
### Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



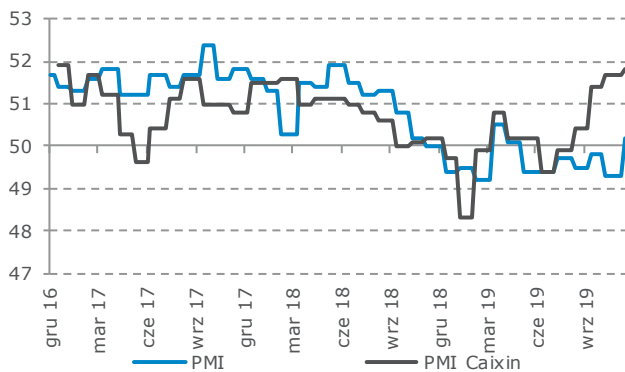
### Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



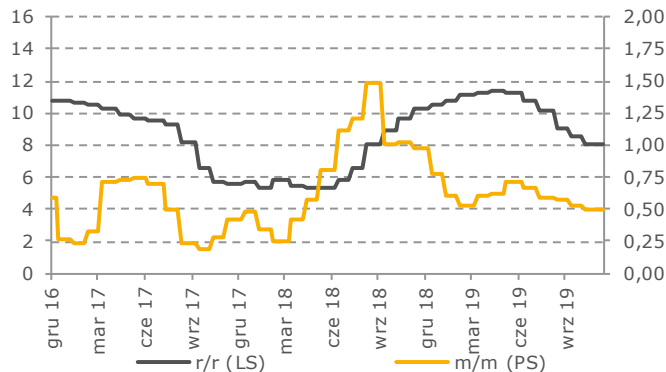
### Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



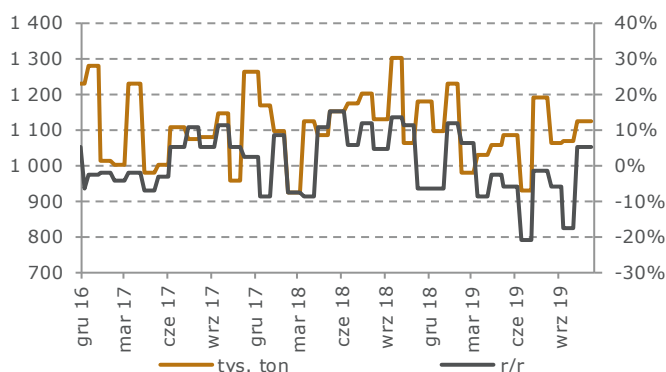
### Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



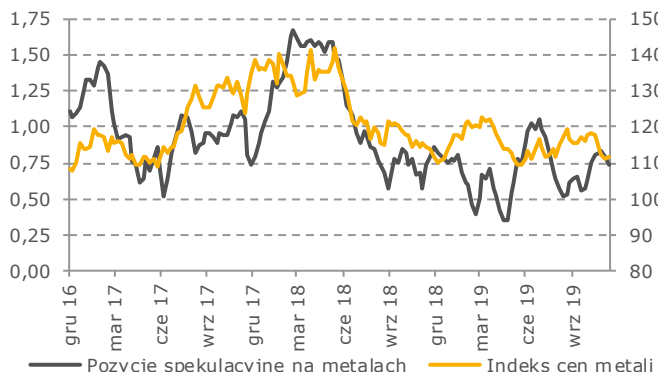
### Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



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



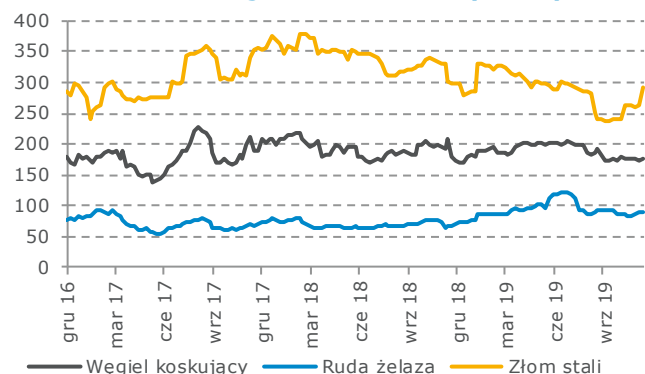
### Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



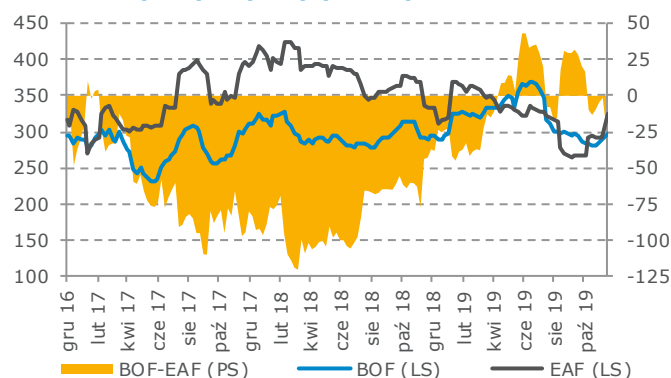
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

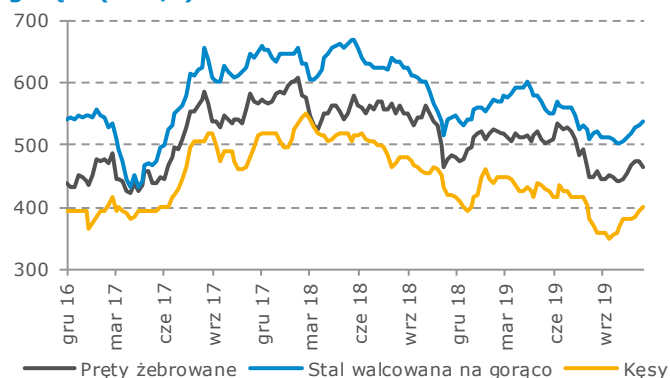
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



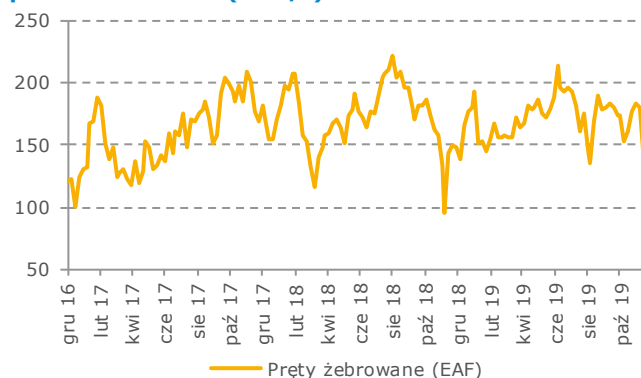
**Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



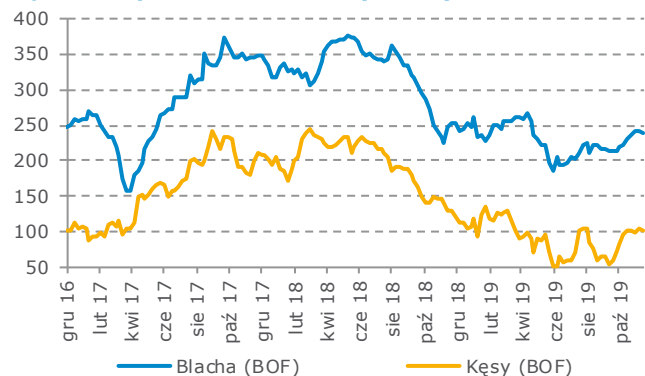
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



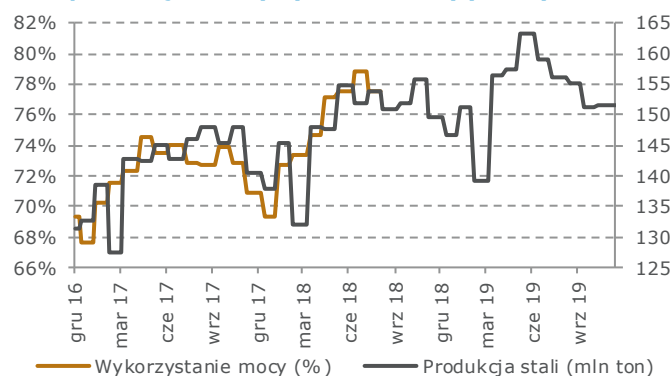
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



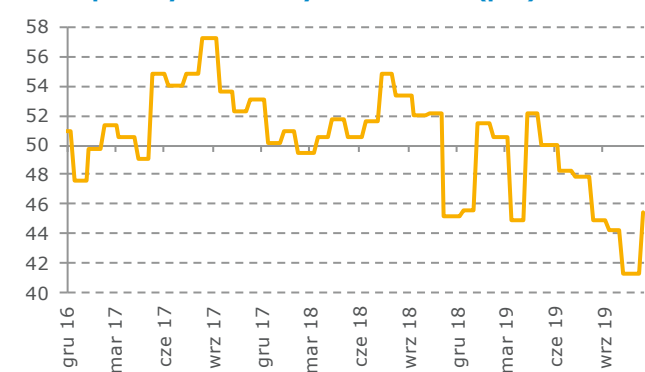
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



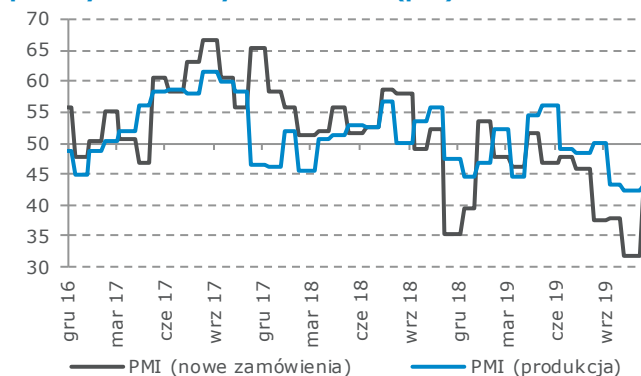
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



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



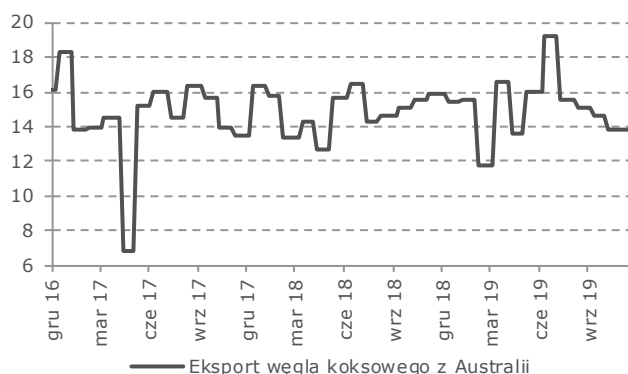
**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**



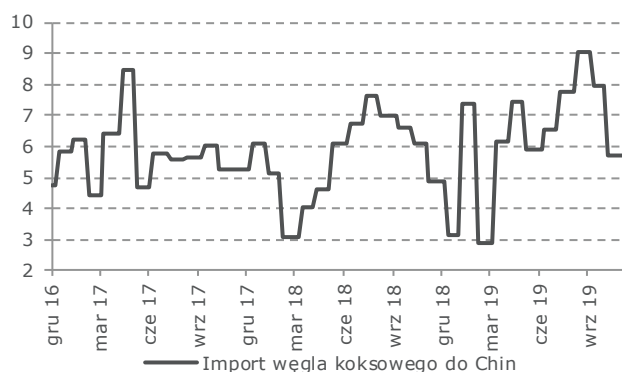
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

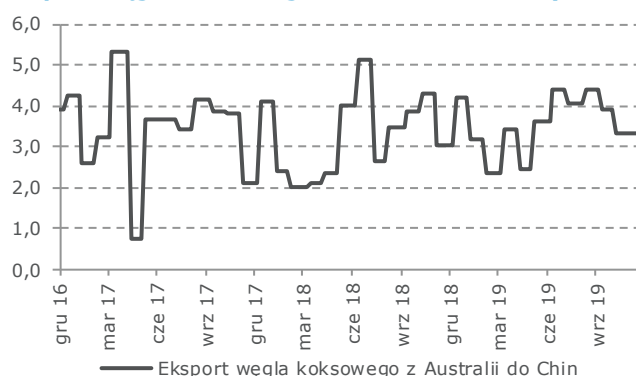
**Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)**



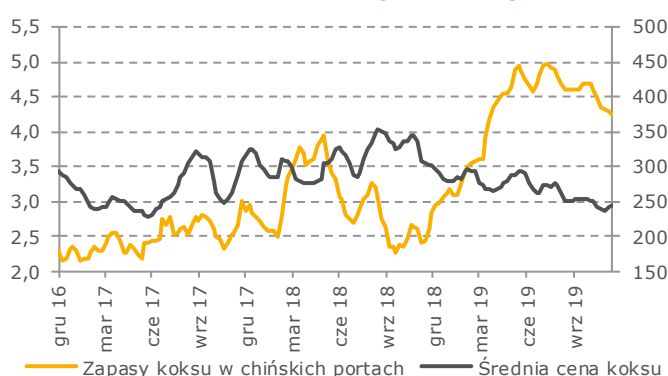
**Import węgla koksowego do Chin (mln ton)**



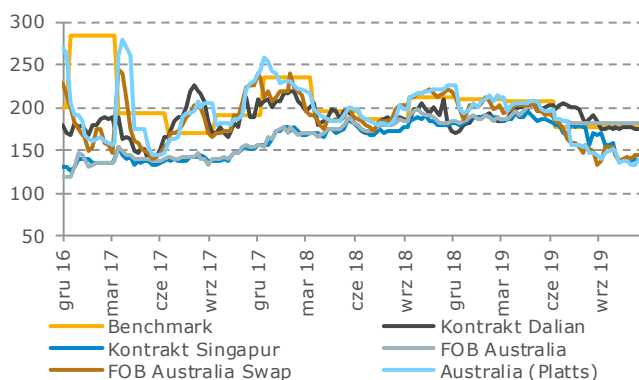
**Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)**



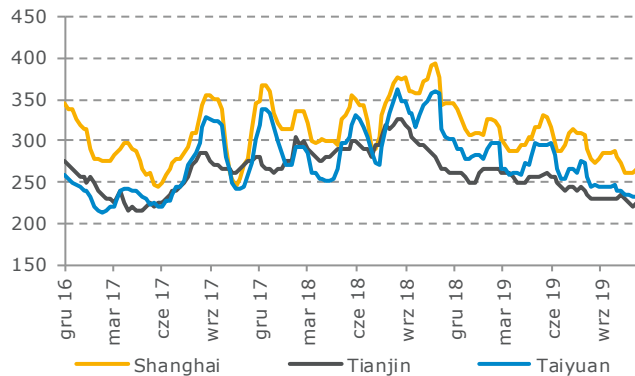
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



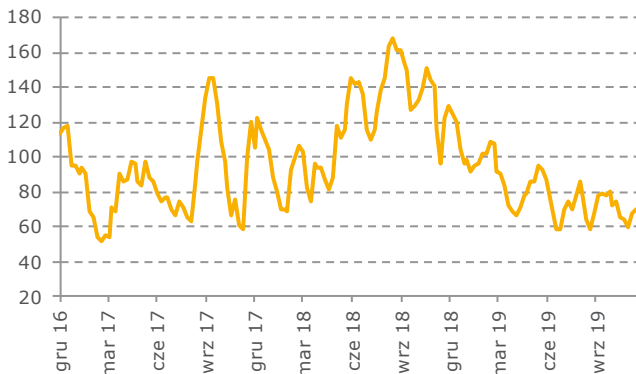
**Ceny węgla koksowego (USD/t)**



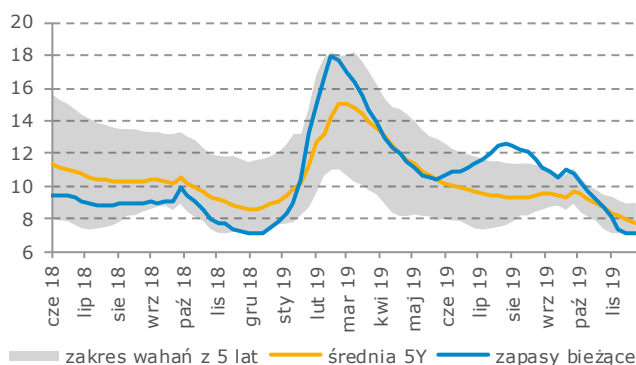
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



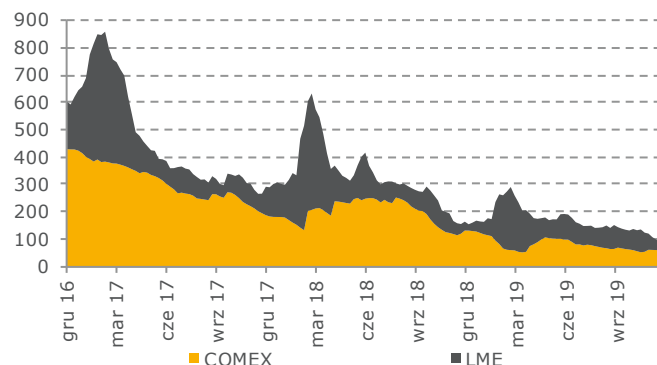
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



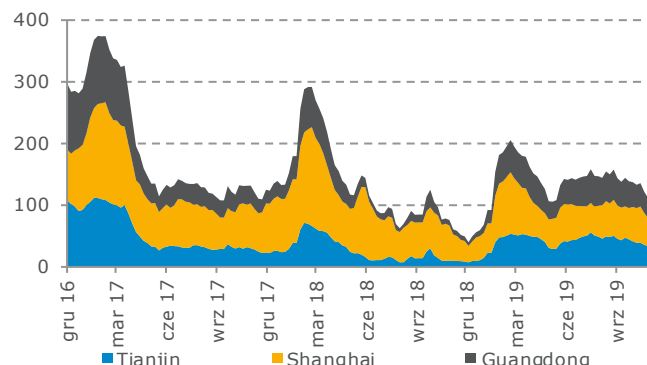
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

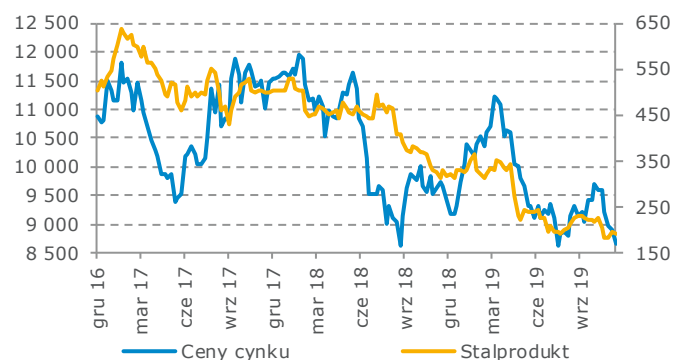
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



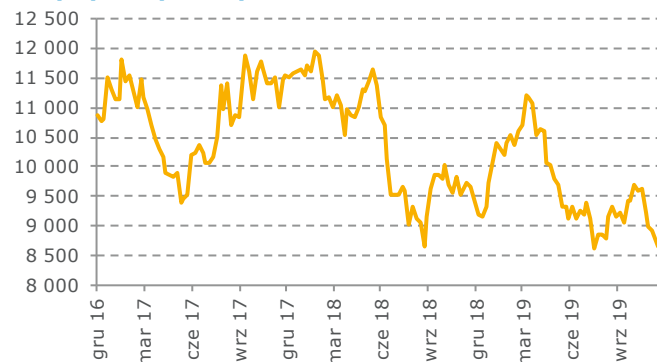
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



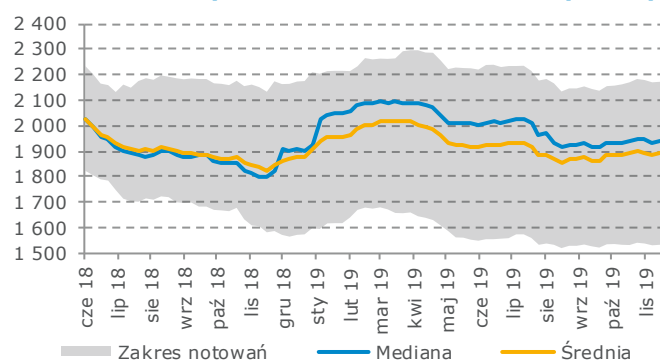
Ceny cynku (USD/t)



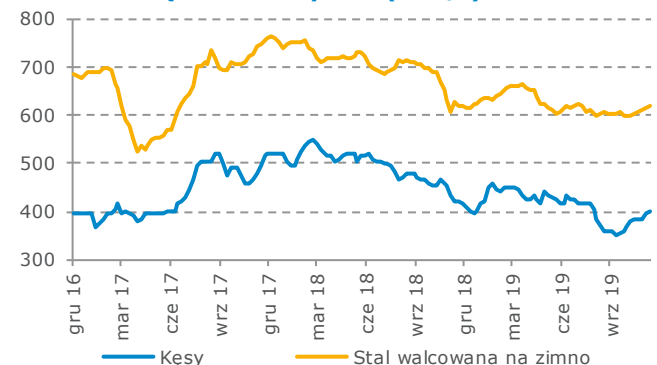
Ceny cynku (PLN/t)



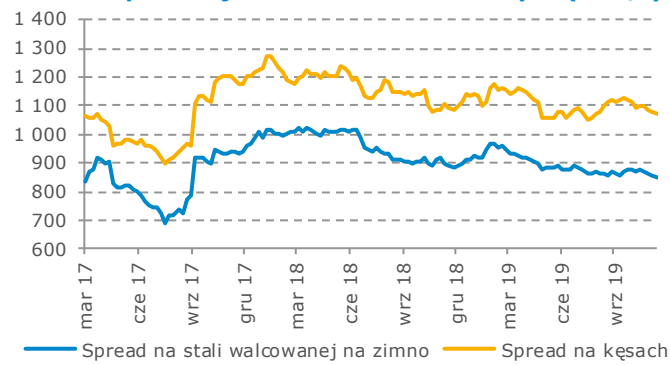
Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



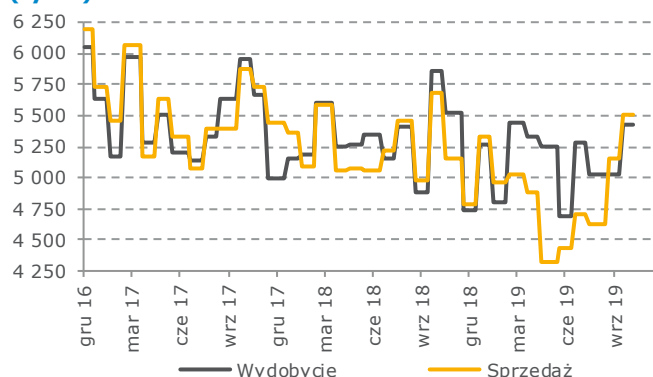
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



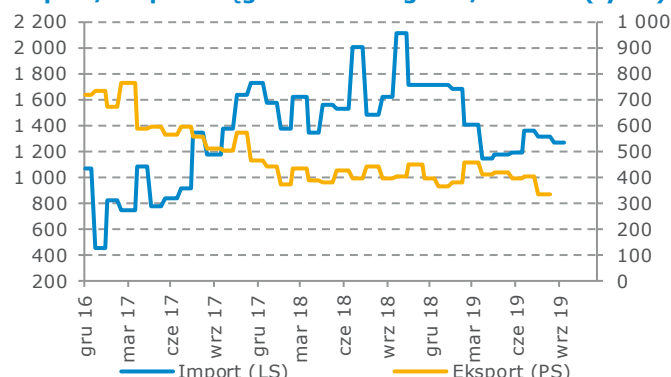
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Węgiel energetyczny

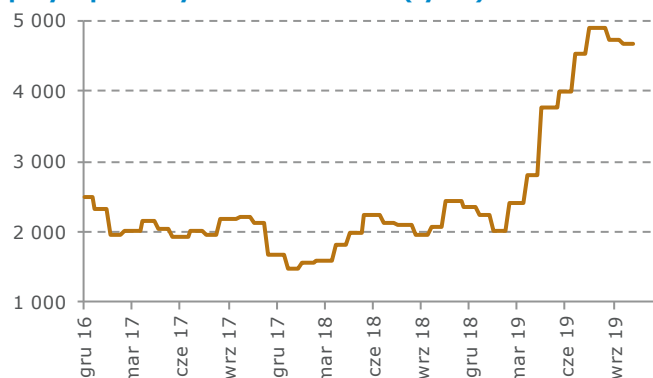
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



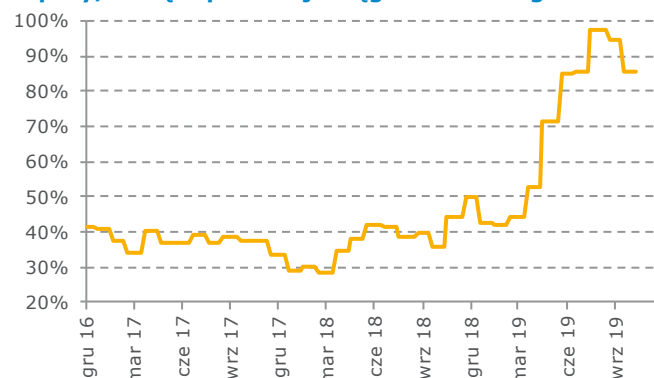
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



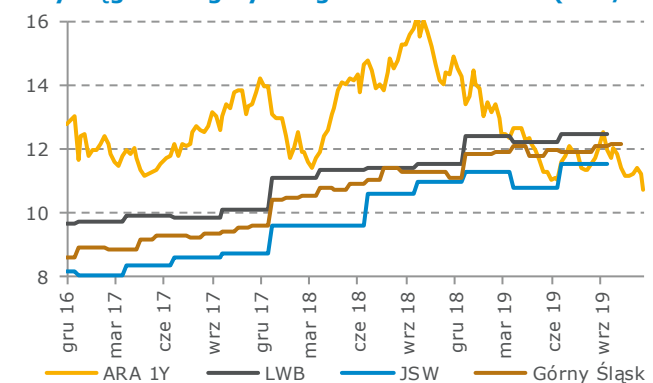
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



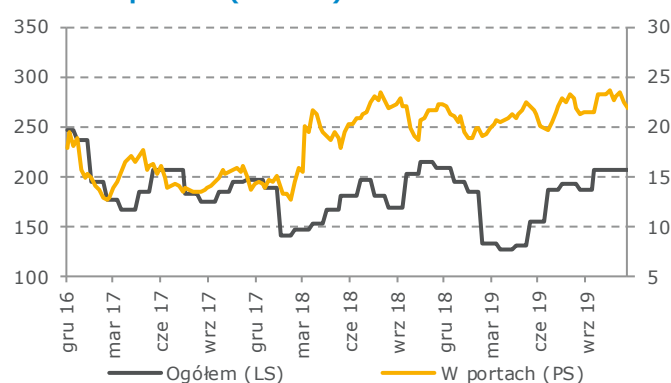
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



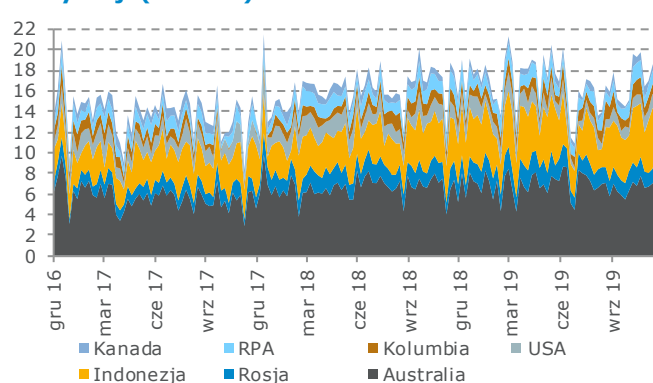
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



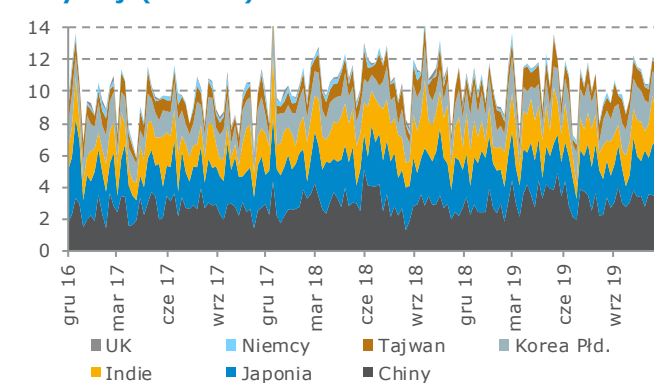
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



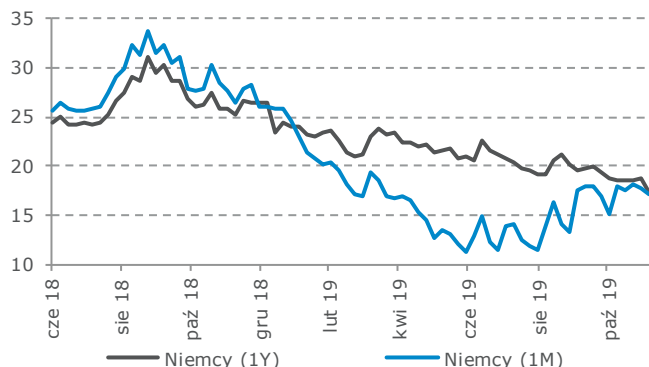
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



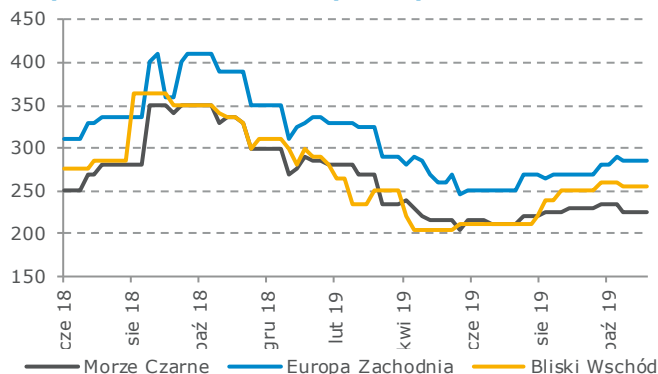
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

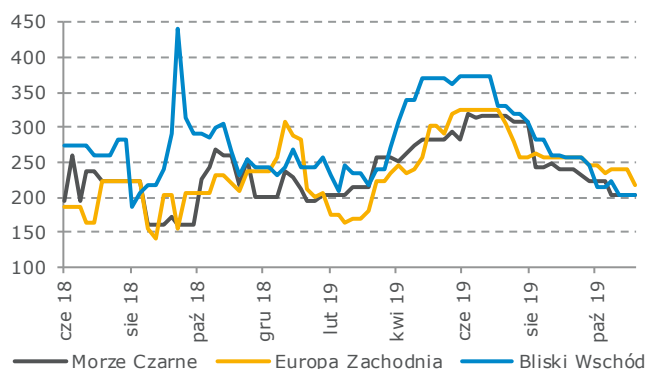
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



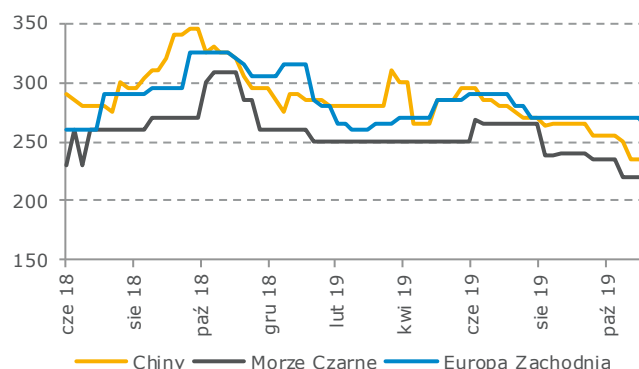
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



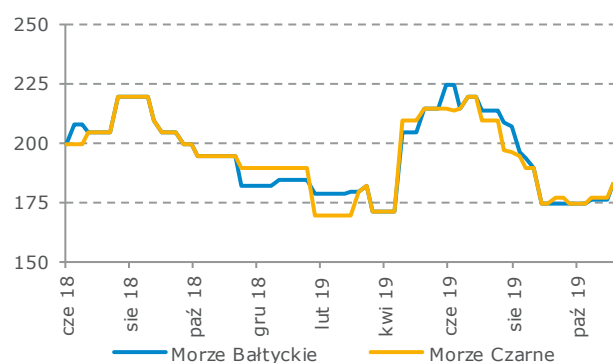
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



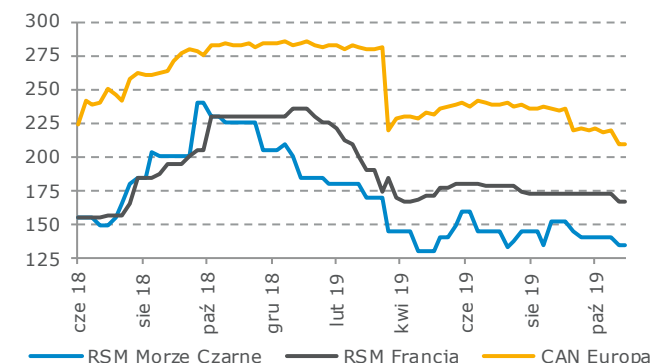
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



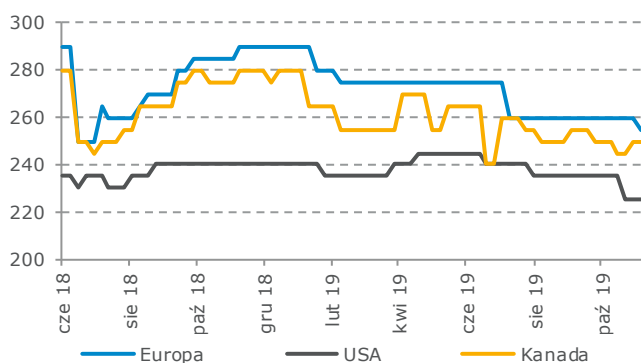
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



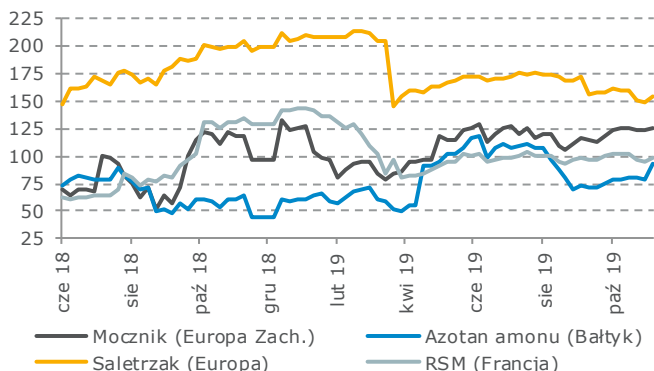
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)

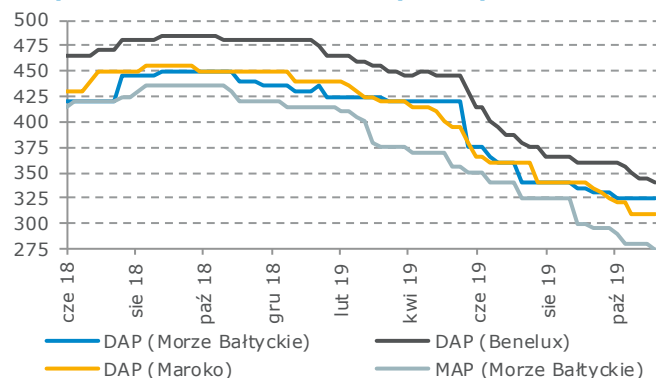


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

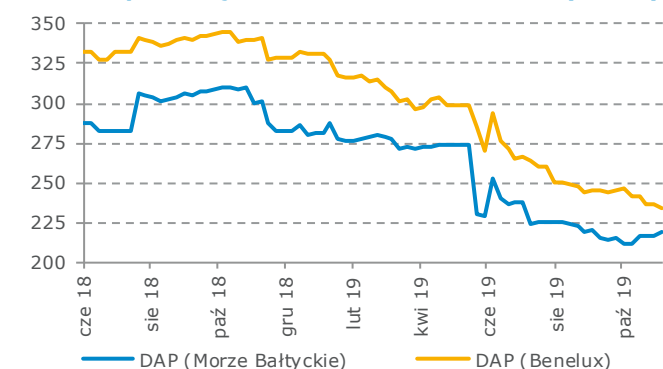


## Nawozy

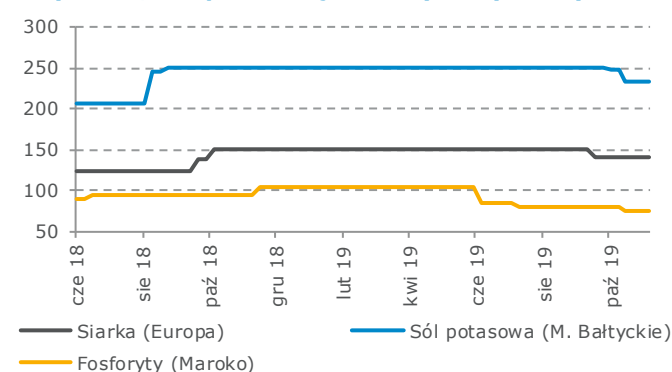
**Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



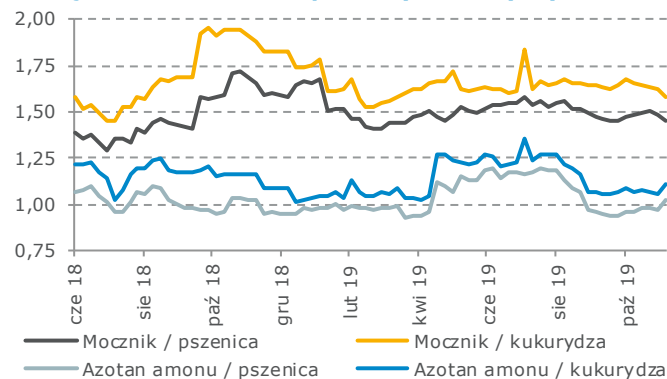
**Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



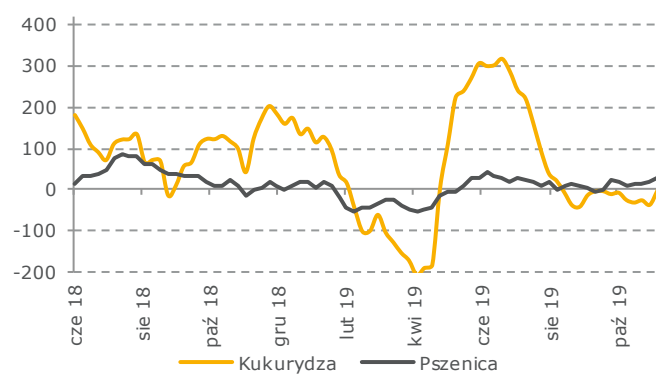
**Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)**



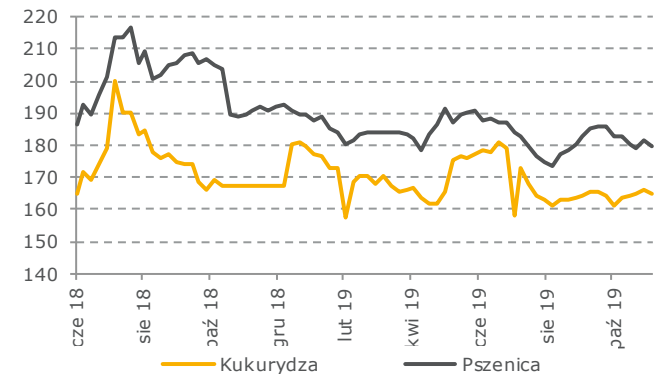
**Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy**



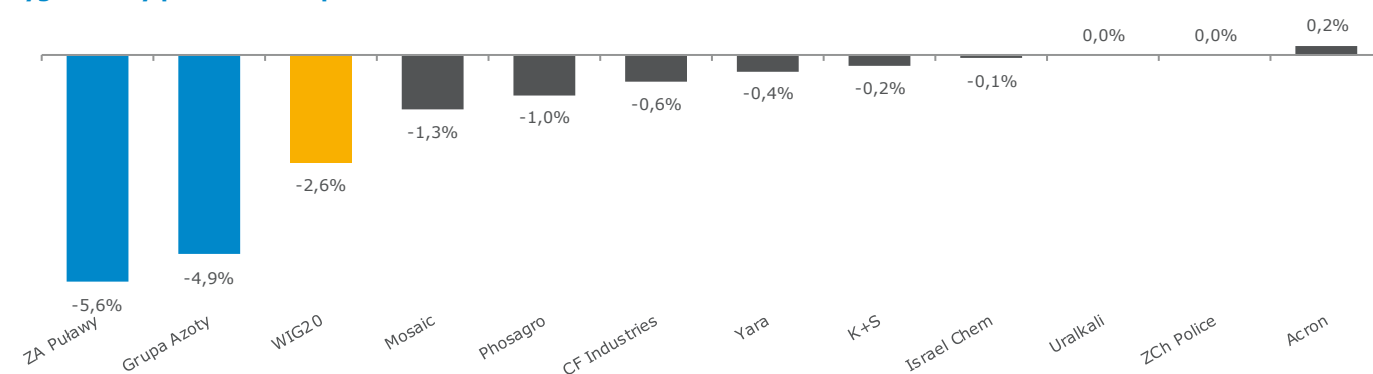
**Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT**



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



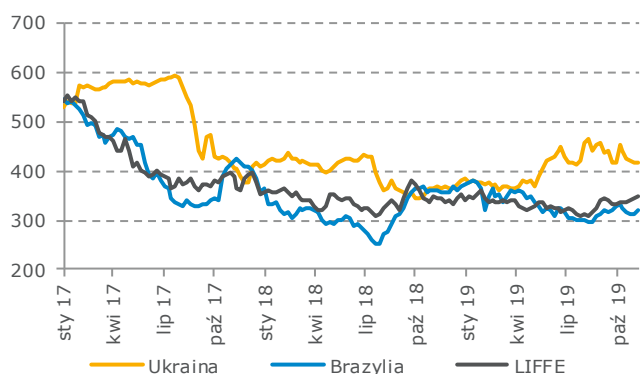
**Tygodniowy performance producentów nawozów**



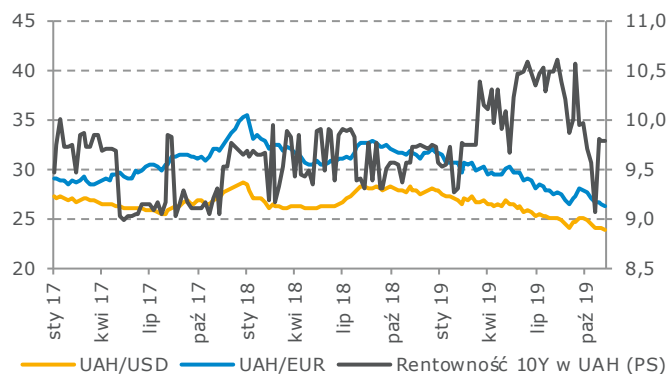
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

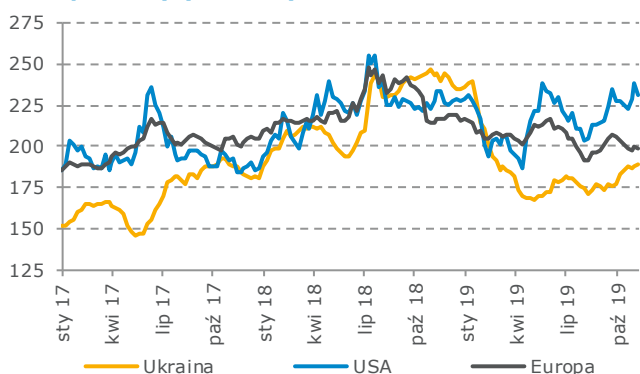
### Cena cukru (USD/Mt)



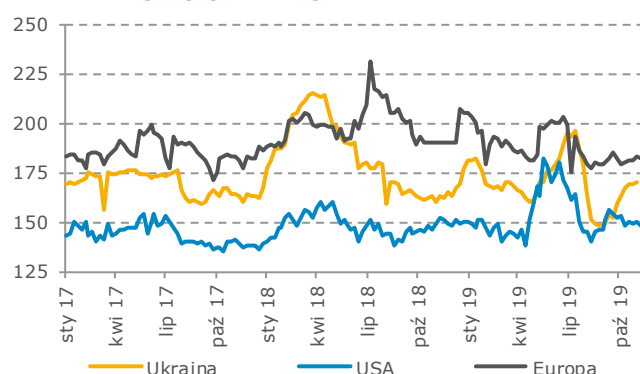
### Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



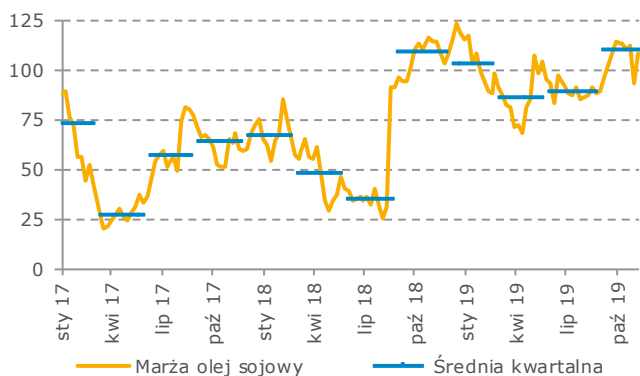
### Cena pszenicy (USD/Mt)



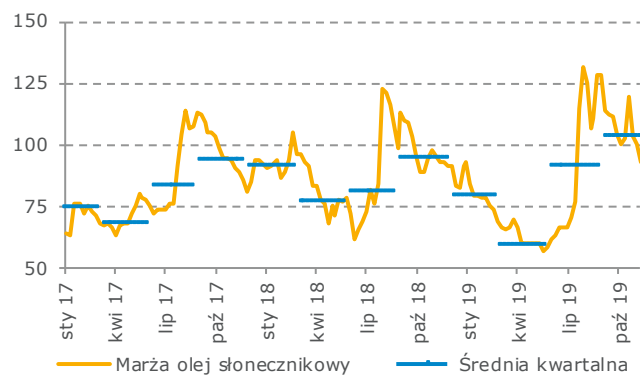
### Cena kukurydzy (USD/Mt)



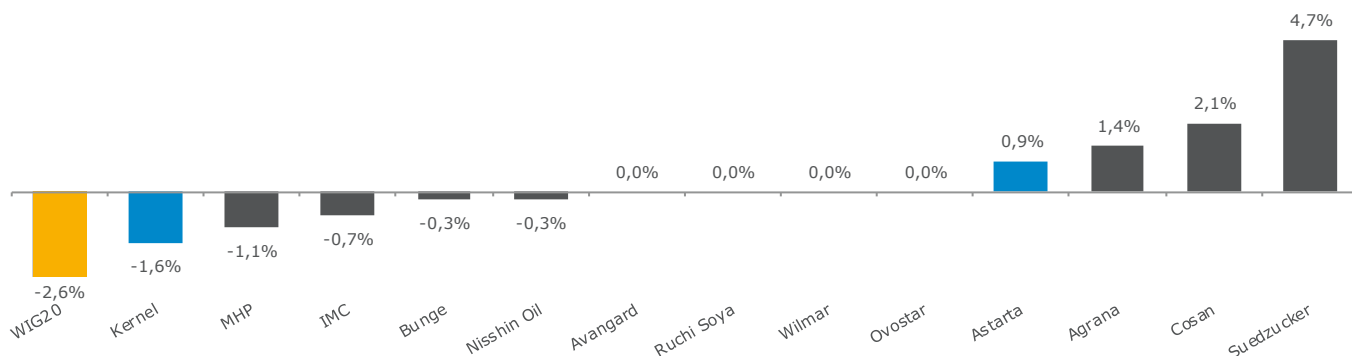
### Marża modelowa na soi (USD/Mt)



### Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



## Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Wycena spółek energetycznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	505,0	7,3	6,8	6,6	2,1	1,9	1,8	15,1	13,1	13,2	29%	28%	27%	4,8%	6,0%	6,9%
Enea	8,7	3,3	3,2	2,9	0,7	0,6	0,6	3,7	3,6	2,8	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	2,8%
Energia	7,1	3,6	4,2	4,5	0,7	0,7	0,8	5,5	5,3	4,8	19%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	8,2	3,3	3,8	3,0	0,7	0,7	0,6	5,5	7,1	4,7	21%	17%	21%	0,0%	4,6%	3,5%
Tauron	1,7	4,2	3,8	3,3	0,7	0,7	0,6	3,3	2,7	2,2	18%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,4	0,8	0,9	0,7	0,1	0,1	0,1	4,3	4,7	2,2	11%	11%	15%	-	6,0%	6,8%
EDF	9,4	4,1	3,8	3,7	1,0	0,9	0,9	13,6	11,6	11,5	23%	24%	25%	3,4%	4,0%	4,1%
EDP	3,7	9,1	8,7	8,4	2,0	1,9	1,9	16,7	15,4	14,3	22%	22%	23%	5,2%	5,3%	5,5%
Endesa	24,3	8,5	8,4	8,1	1,6	1,5	1,5	16,6	16,1	15,3	18%	18%	19%	6,0%	6,2%	5,4%
Enel	6,7	7,8	7,5	7,2	1,7	1,7	1,7	14,1	12,8	12,0	22%	23%	23%	4,9%	5,5%	5,9%
EON	9,1	10,0	7,6	7,2	1,4	0,9	0,8	13,8	14,4	13,1	14%	11%	11%	5,0%	5,3%	5,5%
Fortum	21,4	14,3	10,9	10,0	4,3	2,0	1,4	15,0	13,8	12,7	30%	19%	14%	5,1%	5,2%	5,2%
Iberdola	8,8	10,6	10,0	9,5	2,8	2,7	2,6	16,7	15,5	14,8	27%	27%	28%	4,3%	4,6%	4,8%
National Grid	8,9	13,2	11,0	10,4	3,9	3,8	3,7	20,0	15,3	14,4	30%	34%	35%	5,2%	5,5%	5,6%
Red Electrica	17,5	9,5	9,3	9,4	7,4	7,3	7,3	13,2	14,0	14,2	78%	78%	78%	6,0%	5,9%	5,8%
RWE	25,9	7,7	5,0	4,3	1,2	0,8	0,8	16,9	15,1	11,2	15%	17%	18%	3,1%	3,6%	4,2%
SSE	13,2	10,7	12,1	11,1	0,9	3,3	3,2	9,6	15,4	13,4	9%	27%	29%	7,4%	6,1%	6,2%
Verbund	45,6	15,0	12,7	12,0	5,3	4,7	4,5	28,3	22,6	21,2	35%	37%	38%	1,6%	2,0%	2,5%
<b>Mediana</b>		<b>8,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>13,9</b>	<b>13,9</b>	<b>12,9</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,3%</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	82,00	6,3	4,9	4,8	0,6	0,6	0,6	13,3	9,5	10,6	10%	12%	12%	3,7%	3,7%	3,7%
MOL	2892,00	4,4	4,8	4,4	0,6	0,7	0,7	9,6	8,7	8,1	13%	15%	15%	4,9%	5,2%	5,4%
PKN Orlen	81,78	4,4	4,8	5,3	0,4	0,4	0,4	7,3	9,1	11,3	9%	8%	7%	4,3%	4,3%	4,3%
Hellenic Petroleum	8,20	6,8	5,4	5,5	0,5	0,5	0,5	11,6	6,9	7,3	7%	9%	8%	5,6%	5,9%	6,0%
HollyFrontier	49,41	5,8	5,9	6,4	0,6	0,6	0,6	9,7	9,6	10,5	11%	10%	9%	2,7%	2,8%	3,0%
Marathon Petroleum	58,43	7,7	6,1	6,4	0,6	0,6	0,6	13,1	7,9	9,3	8%	9%	9%	3,6%	4,0%	4,5%
Motor Oil	20,40	5,2	4,5	4,8	0,3	0,3	0,3	8,2	6,5	7,3	6%	7%	7%	6,4%	6,6%	6,9%
Neste Oil	28,46	10,7	10,3	9,4	1,4	1,5	1,4	18,1	15,8	14,2	13%	15%	15%	3,0%	3,3%	3,7%
OMV	50,44	4,6	4,4	4,3	1,2	1,2	1,2	9,2	8,9	8,5	25%	26%	27%	3,9%	4,3%	4,6%
Phillips 66	111,96	8,5	7,4	7,3	0,6	0,6	0,6	12,5	10,6	10,3	7%	8%	8%	3,1%	3,4%	3,7%
Saras	1,45	3,7	2,6	3,3	0,2	0,2	0,1	13,3	4,7	7,9	4%	6%	5%	4,6%	8,4%	6,3%
Tupras	122,60	7,9	4,7	5,0	0,4	0,4	0,4	15,7	6,3	5,9	5%	8%	8%	6,1%	13,4%	14,5%
Valero Energy	92,52	8,8	6,1	6,6	0,4	0,4	0,4	18,5	9,5	10,5	5%	7%	6%	3,9%	4,2%	4,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>12,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,3%</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	81,78	4,4	4,8	5,3	0,4	0,4	0,4	7,3	9,1	11,3	9%	8%	7%	4,3%	4,3%	4,3%
Axiall	68,87	7,9	7,2	6,8	1,4	1,4	1,3	18,1	14,5	12,9	18%	19%	20%	1,5%	1,5%	1,6%
Braskem	29,04	7,1	6,5	5,7	1,0	1,0	0,9	41,8	36,3	20,4	14%	15%	16%	2,0%	0,9%	1,1%
Eastman Chemical	77,41	8,3	7,9	7,6	1,8	1,8	1,7	10,8	9,8	8,7	22%	22%	22%	3,1%	3,4%	3,8%
Huntsman Corp	23,32	8,6	8,6	7,8	1,0	1,1	1,1	13,8	12,1	10,2	12%	13%	14%	2,8%	2,9%	3,0%
Lotte Chemicals	212 000	4,6	4,4	4,0	0,6	0,6	0,5	7,8	6,9	6,3	12%	13%	13%	4,1%	4,3%	4,6%
LyondellBasell	92,02	7,4	6,8	6,5	1,3	1,2	1,2	9,0	7,9	7,4	17%	18%	18%	4,6%	4,9%	5,0%
Mitsubishi Chemical	827,10	7,4	7,1	6,8	0,9	0,9	0,9	6,9	8,5	8,5	12%	13%	13%	4,8%	4,7%	4,8%
Mitsui Chemicals	2669,00	6,8	7,4	6,8	0,7	0,7	0,7	6,9	11,7	9,1	10%	9%	10%	3,7%	3,7%	3,8%
Westlake Chemical	68,87	7,9	7,2	6,8	1,4	1,4	1,3	18,1	14,5	12,9	18%	19%	20%	1,5%	1,5%	1,6%
<b>Mediana</b>		<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>9,9</b>	<b>10,7</b>	<b>9,6</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,8%</b>

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

**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	4,32	4,7	3,6	3,2	0,7	0,6	0,6	13,0	8,5	7,5	14%	17%	18%	2,6%	3,1%	4,7%
AZA	1,62	7,2	6,9	6,6	1,3	1,3	1,3	14,7	14,2	13,4	19%	19%	19%	4,9%	4,9%	5,2%
BG Group	21,77	5,5	5,1	4,8	0,9	0,9	0,9	12,7	10,7	9,6	16%	17%	18%	6,6%	6,6%	6,7%
BP	4,71	5,1	4,8	4,7	0,7	0,7	0,6	12,6	11,4	10,8	13%	14%	14%	6,6%	6,7%	7,0%
Centrica	0,81	4,7	4,5	4,8	0,3	0,3	0,3	11,3	8,5	8,2	7%	8%	7%	6,2%	6,3%	6,3%
Enagas	22,50	9,8	9,7	10,2	8,0	8,2	8,7	12,4	11,8	12,2	82%	84%	85%	7,1%	7,5%	7,5%
Endesa	24,28	8,5	8,4	8,1	1,6	1,5	1,5	16,6	16,1	15,3	18%	18%	19%	6,0%	6,2%	5,4%
Engie	14,44	6,7	6,4	6,0	1,1	1,0	1,0	14,0	12,5	11,3	16%	16%	16%	5,4%	5,8%	6,3%
Eni	13,63	3,9	3,8	3,5	1,0	0,9	0,9	14,1	11,5	10,3	24%	25%	26%	6,3%	6,5%	6,6%
Equinor	170,25	3,1	2,8	2,6	1,1	1,0	1,0	12,4	10,5	9,5	34%	36%	37%	5,6%	5,9%	6,2%
Gas Natural SDG	22,96	9,1	8,7	8,6	1,5	1,5	1,5	16,9	15,3	14,6	17%	17%	18%	6,0%	6,3%	6,6%
Gazprom	248,70	4,2	4,1	3,9	1,2	1,1	1,1	4,3	4,7	4,3	27%	28%	28%	6,2%	6,9%	9,5%
Hera	3,85	8,1	7,7	7,5	1,4	1,3	1,2	18,4	18,1	17,4	17%	17%	16%	2,7%	2,9%	3,0%
NovaTek	199,40	12,6	12,2	12,5	4,5	4,4	4,0	8,6	13,4	11,9	36%	37%	32%	2,2%	2,9%	3,1%
ROMGAZ	38,40	5,5	5,7	5,4	2,6	2,7	2,6	9,8	10,4	9,8	48%	48%	49%	8,7%	8,3%	9,2%
Shell	25,95	5,4	5,1	4,8	0,9	0,9	0,8	12,7	10,7	9,7	16%	17%	18%	6,6%	6,6%	6,7%
Snam	4,31	12,3	12,1	11,7	10,0	9,8	9,5	13,3	13,1	12,6	81%	81%	81%	5,6%	5,8%	6,1%
Total	47,59	5,2	4,8	4,6	0,9	0,9	0,8	11,6	10,2	9,8	17%	18%	18%	5,6%	5,9%	6,3%
<b>Mediana</b>		<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>12,7</b>	<b>11,4</b>	<b>10,5</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</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	2892,00	5,0	4,5	4,3	0,7	0,7	0,6	8,0	6,8	6,8	13%	15%	14%	4,4%	4,8%	5,2%
Bashneft	1912,50	2,0	2,0	1,7	0,5	0,5	0,4	3,0	2,9	2,4	24%	24%	25%	11,2%	11,0%	12,0%
BP	4,71	5,1	4,8	4,7	0,7	0,7	0,6	12,6	11,4	10,8	13%	14%	14%	6,6%	6,7%	7,0%
Dana Gas	0,92	6,7	6,0	-	3,4	3,2	3,0	12,6	12,6	12,6	51%	53%	-	6,4%	6,4%	7,6%
Eni	13,63	3,9	3,8	3,5	1,0	0,9	0,9	14,1	11,5	10,3	24%	25%	26%	6,3%	6,5%	6,6%
Equinor	170,25	3,1	2,8	2,6	1,1	1,0	1,0	12,4	10,5	9,5	34%	36%	37%	5,6%	5,9%	6,2%
Gazprom Neft	419,10	4,2	4,2	3,9	1,1	1,0	1,0	5,0	5,2	4,8	25%	25%	25%	8,3%	9,3%	10,7%
Gulf Keystone	1,98	2,8	1,8	1,3	1,6	1,2	0,9	11,5	6,5	4,7	59%	66%	70%	7,6%	5,5%	6,7%
Lukoil	6182,00	3,8	4,0	3,8	0,6	0,6	0,6	6,7	7,0	7,0	16%	16%	16%	6,6%	10,4%	10,2%
Occidental Petroleum	37,34	9,8	7,5	6,9	4,6	3,8	3,5	21,6	42,2	19,7	47%	51%	50%	8,3%	8,5%	8,6%
Repsol	14,46	4,7	4,2	4,2	0,7	0,7	0,7	9,4	7,7	7,7	15%	16%	16%	6,7%	7,0%	7,1%
Rosneft Oil	449,00	4,2	4,2	3,9	1,0	1,0	1,0	6,5	5,9	5,4	24%	25%	25%	7,1%	8,1%	9,4%
Shell	25,95	5,4	5,1	4,8	0,9	0,9	0,8	12,7	10,7	9,7	16%	17%	18%	6,6%	6,6%	6,7%
Surgutneftegas	37,17	-	-	-	-	-	-	5,0	4,4	3,7	-	-	-	9,4%	6,3%	3,7%
Total	47,59	5,2	4,8	4,6	0,9	0,9	0,8	11,6	10,2	9,8	17%	18%	18%	5,6%	5,9%	6,3%
Tullow Oil	0,40	3,8	3,9	3,8	2,8	2,8	2,7	3,4	3,4	3,4	75%	71%	71%	14,0%	14,5%	15,5%
<b>Mediana</b>		<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>10,5</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,1%</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	20,52	0,4	2,2	2,2	0,1	0,2	0,3	3,4	-	-	22%	9%	12%	8,3%	0,0%	0,0%
KGHM	93,36	4,7	5,1	5,4	1,1	1,1	1,1	9,2	9,7	11,4	24%	22%	20%	0,0%	1,6%	3,1%
LW Bogdanka*	35,50	1,2	1,3	1,5	0,4	0,4	0,5	4,1	4,9	6,9	36%	33%	30%	3,1%	6,2%	5,7%
Anglo American	20,78	4,4	4,7	4,9	1,5	1,6	1,5	9,3	10,3	11,1	35%	33%	31%	4,2%	3,9%	3,9%
Antofagasta	9,05	5,9	6,0	5,6	2,9	2,9	2,8	20,2	20,7	17,7	49%	49%	50%	2,3%	2,2%	2,8%
BHP Group	17,15	6,1	5,9	6,3	3,1	3,1	3,2	13,8	11,2	12,5	50%	52%	50%	6,0%	6,3%	5,8%
Freeport-McMoRan	12,10	14,1	8,8	5,5	2,3	2,2	1,8	100+	22,8	9,2	17%	25%	34%	1,7%	2,5%	2,9%
Glencore	2,19	6,6	5,7	5,2	0,3	0,4	0,3	17,5	11,5	9,1	5%	6%	7%	6,2%	5,5%	6,1%
Grupo Mexico	49,45	5,7	5,4	5,1	2,6	2,5	2,3	11,6	10,5	10,2	46%	45%	46%	5,8%	5,6%	8,8%
Kazakhmys	4,96	4,9	5,0	4,8	2,7	2,7	2,6	6,6	6,6	6,1	55%	53%	53%	1,5%	1,6%	1,3%
Rio Tinto	42,57	5,0	5,7	6,4	2,4	2,6	2,7	8,8	10,2	12,4	48%	45%	43%	8,1%	6,6%	5,3%
Southern CC	39,38	10,3	9,9	9,4	5,1	4,8	4,6	19,7	18,9	17,7	49%	48%	49%	4,0%	3,7%	3,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>	<b>11,1</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>38%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	341,50	8,0	8,7	8,9	1,3	1,3	1,3	11,6	13,3	13,8	16%	15%	15%	7,0%	6,9%	5,6%
Alcoa	20,25	4,1	4,1	3,7	0,6	0,6	0,6	-	23,9	15,9	16%	16%	16%	-	0,1%	0,3%
Constellium	14,45	7,1	6,5	6,0	0,7	0,7	0,7	31,6	13,2	9,7	10%	10%	11%	-	-	-
Kaiser Aluminum	111,73	9,2	8,2	8,2	1,3	1,3	1,3	17,1	14,3	13,7	14%	15%	15%	2,1%	2,3%	2,3%
Norsk Hydro	31,99	7,5	5,3	4,5	0,6	0,5	0,5	35,6	14,5	10,3	8%	10%	12%	3,8%	3,9%	4,4%
Rusal	3,42	13,4	10,3	8,5	1,4	1,4	1,3	5,2	4,0	3,7	10%	13%	15%	1,7%	4,3%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>17,1</b>	<b>13,8</b>	<b>12,0</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,4%</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	29,50	4,1	6,6	8,2	0,6	0,7	0,8	6,0	24,3	100+	14%	10%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	10,20	7,5	5,2	5,1	0,5	0,5	0,5	30,9	15,2	15,7	7%	10%	10%	-	-	-
Acron	4980,00	8,6	7,5	7,2	2,6	2,4	2,2	10,1	8,3	8,2	31%	32%	30%	6,5%	6,6%	6,9%
CF Industries	45,40	9,8	9,3	8,8	3,6	3,5	3,4	20,9	17,4	14,9	36%	38%	38%	2,6%	2,7%	2,7%
Israel Chemicals	15,84	6,6	6,5	6,3	1,5	1,5	1,4	11,0	10,4	9,9	23%	23%	22%	4,6%	4,7%	4,9%
K+S	10,37	8,3	7,0	6,2	1,3	1,2	1,2	18,5	11,1	8,1	16%	18%	19%	2,8%	3,8%	4,7%
Phosagro	2375,00	5,6	5,7	5,5	1,7	1,8	1,7	7,9	9,4	9,5	31%	31%	31%	5,8%	4,5%	4,4%
The Mosaic Company	18,74	8,0	6,4	5,5	1,3	1,2	1,2	35,4	13,6	9,0	16%	19%	21%	1,2%	1,2%	1,4%
Yara International	344,70	6,8	6,0	5,6	1,1	1,0	1,0	12,2	10,3	9,1	16%	17%	17%	3,3%	4,8%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>12,2</b>	<b>11,1</b>	<b>9,3</b>	<b>16%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,6%</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*	15,95	5,4	3,5	3,7	0,8	0,8	0,7	-	2,9	1,9	15%	21%	19%	-	-	3,7%
Kemel	40,85	4,5	6,4	5,9	0,4	0,5	0,4	5,0	8,0	7,8	9%	8%	7%	2,2%	2,3%	2,2%
Agrana Beteiligungs	18,70	11,0	9,1	8,6	0,7	0,7	0,7	45,6	24,9	19,9	6%	7%	8%	5,3%	5,3%	5,3%
Bunge Limited	53,40	10,2	9,8	9,0	0,3	0,3	0,3	18,5	15,2	12,5	3%	3%	4%	3,8%	4,1%	4,5%
Cosan	65,86	5,7	5,6	5,2	0,5	0,5	0,5	14,0	13,6	13,1	9%	9%	9%	2,2%	2,9%	3,6%
MHP	8,84	5,3	5,0	4,6	1,2	1,2	1,1	6,1	6,5	4,9	23%	23%	24%	8,5%	8,5%	8,5%
Nissin Oillio	3910,00	9,0	8,5	8,1	0,5	0,5	0,5	14,8	15,2	14,5	6%	6%	6%	2,0%	2,0%	2,0%
Suedzucker	14,28	-	11,6	7,1	0,7	0,7	0,7	-	-	17,0	-	6%	10%	1,4%	1,4%	1,9%
Wilmar Int.	4,10	14,3	13,2	12,5	0,8	0,8	0,7	16,3	14,5	13,6	6%	6%	6%	2,4%	2,6%	2,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>14,8</b>	<b>14,0</b>	<b>13,1</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,6%</b>

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

## Wybrane surowcowe ETF (Exchange Traded Funds) dostępne w detalicznej ofercie Domu Maklerskiego mBanku

Surowiec	Nazwa instrumentu (nazwa w serwisie mdm.pl)	Rynek	Kod ISIN	Ticker
<b>Produkty rolne</b>				
Cukier	WISDOMTREE SUGAR (OD7R GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJ85	OD7R:GR
Kakao	WISDOMTREE 2X DAILY LONG COCOA (4RUP GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0V9ZE9	4RUP:GR
Kawa	WISDOMTREE COFFEE (OD7B GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJT2	OD7B:GR
Pszemica	WISDOMTREE WHEAT (OD7S GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJ93	OD7S:GR
<b>Metale</b>				
Miedź	WISDOMTREE COPPER (OD7C GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJU0	OD7C:GR
Nikiel	WISDOMTREE NICKEL (OD7M GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJ44	OD7M:GR
Platyna	WISDOMTREE PHYSICAL PLATINUM	DEU-XETRA	DE000A0N62D7	VZLA:GR
Srebro	WISDOMTREE PHYSICAL SILVER (VZLC GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0N62F2	VZLC:GR
	WISDOMTREE 2X DAILY LONG SILVER (4RUE GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0V9Y57	4RUE:GR
Złoto	XETRA GOLD (4GLD GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0S9GB0	4GLD:GR
	WISDOMTREE PHYSICAL GOLD (VZLD GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0N62G0	VZLD:GR
	XTRACKERS PHYSICAL GOLD ETC EUR (XAD5 GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A1E0HR8	XAD5:GR
	DB-X PHYSICAL GOLD EURO HEDGED ETC (XAD1 GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A1EK0G3	XAD1:GR
	WISDOMTREE 2X DAILY LONG GOLD (4RT8 GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0V9YZ7	4RT8:GR
	ISHARES PHYSICAL GOLD (SGLN LN ETF)	GBR-LSE	IE00B4ND3602	SGLN:LN
<b>Paliwa</b>				
Ropa Brent	WISDOMTREE BRENT CRUDE (OOEA GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A1N49P6	OOEA:GR
Ropa Crude	WISDOMTREE WTI CRUDE OIL (OD7F GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJX4	OD7F:GR
	WISDOMTREE 1X DAILY SHORT WTI CRUDE OIL (9GA7 GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0V9XY2	9GA7:GR
	WISDOMTREE 2X DAILY LONG WTI CRUDE OIL (4RT6 GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A2BDEB6	4RT6:GR

Źródło: Dom Maklerski mBanku

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, 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 abonamentową 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 branż 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.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@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)

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

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

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