

wtorek, 21 stycznia 2020 | 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 43 EUR/MWh, co jest głównie pochodną niższych notowań surowców energetycznych, zarówno węgla jak i gazu. Jeśli chodzi o ceny uprawnień do emisji, to w tym tygodniu akurat były wspierające, gdyż zamknęły się na poziomie 25 EUR/t. Notowania spółek energetycznych w Europie, pomimo spadków cen w kontraktach rocznych, wyznaczyły w tym tygodniu nowe maksima z uwagi na ogłoszenie rządowych rekompensat za odejście od węgla. W Polsce cena energii na 2021 utrzymała się na poziomie 253 PLN/MWh, pomimo niższego popytu obniżającego load factor elektrowni.

Rynek paliwowy

Marża rafineryjna wciąż oscyluje wokół 2 USD/Bbl, a głównym jej obciążeniem są obecnie cracki na benzynie (wysokie zapasy w USA i niski import z Europy) oraz na dieslu. Wsparciem dla sektora jest dyferencjał Ural/Brent, który w ostatnich dniach porusza się w przedziale 1,5-1,9 USD/Bbl. Po wielu tygodniach słabości warto odnotować odbicie marż modelowych na olefinach (efekt wzrostu cen etylenu oraz benzenu), aczkolwiek na polimerach nadal utrzymują się minimalne odczyty. Na rynku gazu pogoda wciąż dołuje ceny, które zbliżają się na kontrakcie 1M FWD do ubiegłorocznych minimów (11 UER/MWh). Pewną nadzieję daje jednak przyspieszenie spadku zapasów w UE.

Rynek metali

Wartość nowych kredytów w Chinach wzrosła w grudniu o 5% r/r do poziomu 1140 mld CNY (drugi miesiąc wzrostu). Mimo obserwowanego zamykania pozycji krótkich przez inwestorów spekulacyjnych na miedzi konsensus prognoz analityków na metalu na latach 2020-2022 nie wzrósł. Czy oznacza to wyczerpanie się potencjału wzrostu na miedzi (patrz strona 9)?

Ceny cynku kontynuują odbicie w związku z bardzo niskimi monitorowanymi zapasami metalu. To pozytywna informacja dla Stalprodukt, który zakładając dotychczasową korelację z cenami cynku powinien dalej wzrosnąć do 240-250 PLN/akcja (patrz strona 13).

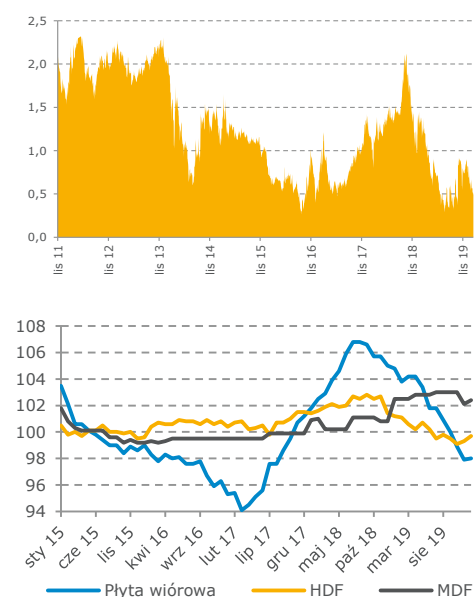
Rynek agro

Spadające ceny gazu ziemnego pozytywnie przekładają się na marże na nawozach saletrzanym. Niestety w przypadku Grupy Azoty negatywnie na sentyment przekłada się widomo jedynie porównywalnych/lekko rosnących wyników w 4Q'19 mimo bardzo dobrego otoczenia dla Spółki ([nasza prognoza na 4Q'19](#)).

Rynek węgla koksowego

Na rynku w Chinach w ostatnim tygodniu obserwowany był wyraźny wzrost zapasów stali do 9,3 mln ton (8,0 mln ton tydzień wcześniej). Prawdopodobnie związane jest to z wyłączeniami mocy w przemyśle przed rozpoczęciem Chińskiego Nowego Roku (patrz strona 12). Ceny węgla koksującego odreagowały do poziomu ponad 150 USD/t. Przez wewnętrzne problemy na tle odbijających cen węgla koksowego słabo radzi sobie JSW.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

Przewaga koszt. rafinerii na gazie US/UE

Po ostatnich spadkach cen gazu na rynku europejskim ponownie zawęża się przewaga kosztowa rafinerii amerykańskich nad europejskimi. Aktualnie wynosi ona około 0,5 USD/Bbl, podczas gdy jeszcze na przełomie roku było to 0,8-0,9 USD/Bbl. Średni poziom tego parametru w 2019 wynosił 0,7 USD/Bbl. Niskie ceny gazu nadal są jednak problemem w petrochemii, gdzie crackery naftowe są mniej konkurencyjne od etanowych.

Indeks cen płyty w Niemczech

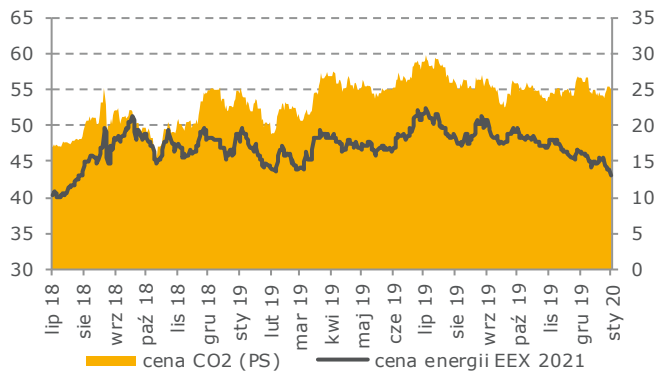
Według niemieckiego urzędu statystycznego ceny płyty drewnopochodnej wyhamowały spadki w XII'19. Niestety wciąż za wcześnie mówić o wyraźnej zmianie trendu. Naszym zdaniem otoczenie wciąż pozostaje bardzo trudne dla Forte, a ostatnie pozytywne zapowiedzi zarządu o odbiciu cen płyty na rynku mogą okazać się przedwczesne i zbyt optymistyczne w kontekście wyników za 4Q'19 i 1Q'20.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

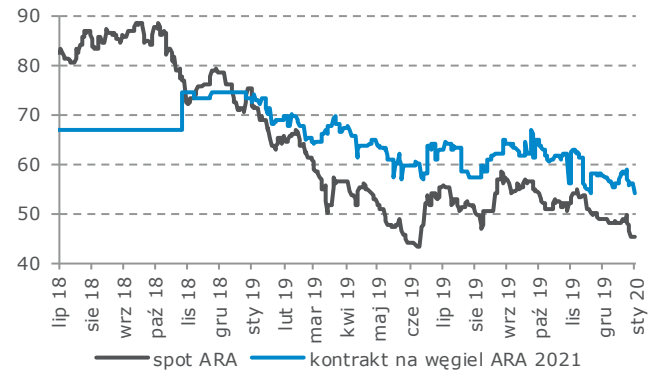
Spółka	1W	YTD
OMV	-5,2%	-4%
JSW	-4,7%	+1%
IMC	-3,2%	+8%
Tupras	-3,1%	-4%
Grupa Azoty	-3,0%	-1%
PGNiG	-2,9%	-2%
Astarta	-2,9%	+17%
MOL	-2,8%	-5%
Kernel	-2,8%	+6%
LW Bogdanka	-2,3%	-2%
Tauron	-2,2%	-4%
Alumetal	-1,4%	+7%
PCC Rokita	-1,1%	+8%
PKN Orlen	-0,7%	-0%
PGE	-0,3%	-4%
Kęty	-0,3%	+3%
CEZ	+0,0%	+2%
Kruszwica	+0,0%	+9%
KGHM	+0,4%	+5%
Lotos	+0,6%	+3%
ZA Puławy	+0,6%	+4%
Enea	+0,9%	-4%
ZCh Police	+1,0%	+1%
Tarczyński	+1,4%	-7%
Ciech	+1,4%	-7%
Boryszew	+1,6%	+3%
Energa	+3,4%	+8%
ZE PAK	+3,6%	+3%
Orzeł Biały	+4,5%	+6%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,3%	+2%
Chemia	-1,1%	-3%
Energia	+0,4%	-1%
Paliwa	-0,8%	-0%
Spożywczy	-1,6%	+6%
Surowce	-0,1%	+5%
Ukraina	-2,5%	+7%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+1,8%	+4%
Oil & Gas E&P	+0,2%	+1%
Refining EU	-0,5%	+0%
Refining US	-4,1%	-5%
Agri & Food	+2,7%	+2%
Kauczuki	-0,5%	-3%
Nawozy	+0,8%	-2%
Chemicals EU	-0,0%	-3%
Industrials EU	+2,0%	+2%
Petchem World	+2,5%	-0%
Utilities EU	+5,3%	+7%
Utilities US	+3,7%	+3%

Energetyka

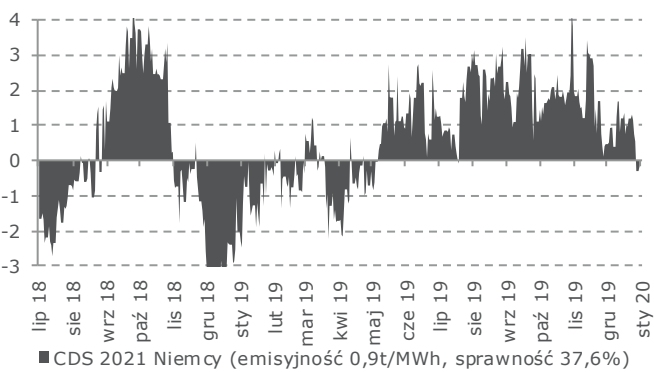
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



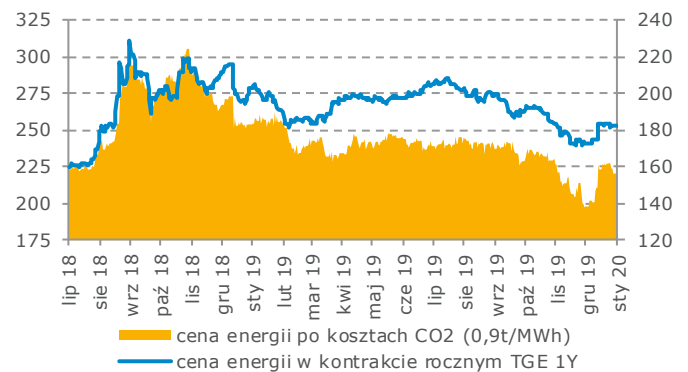
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



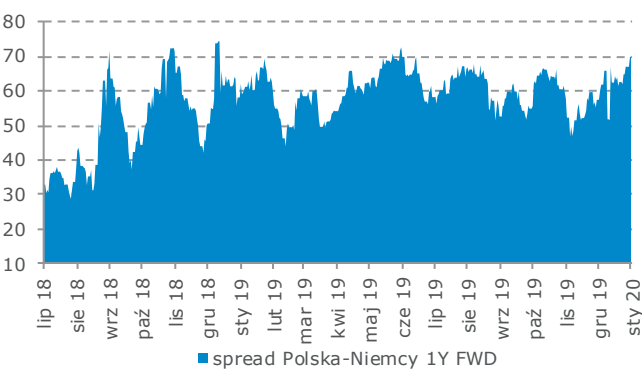
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



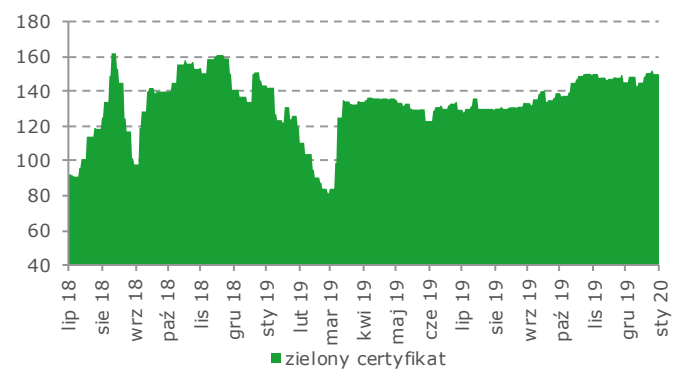
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



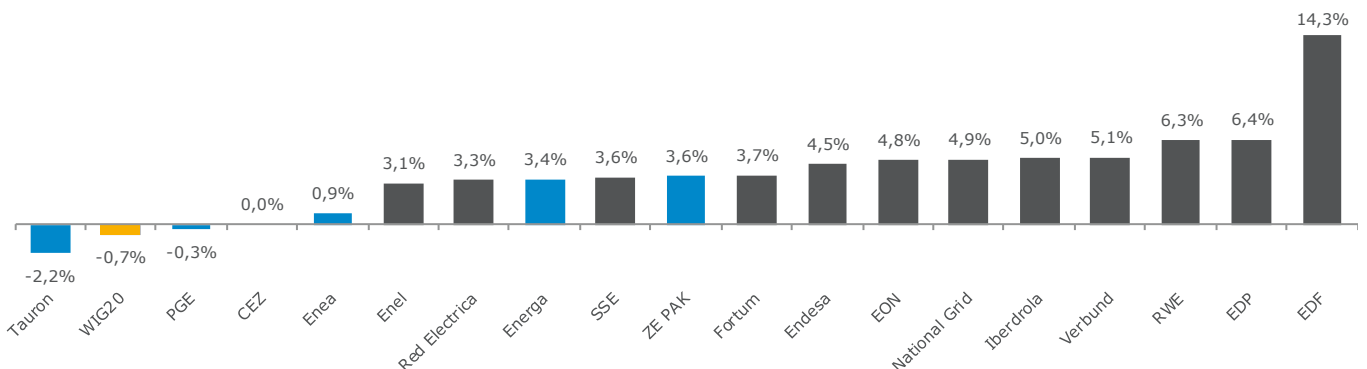
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



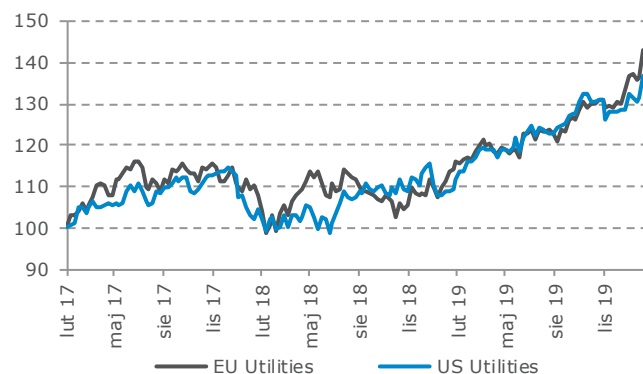
Tygodniowy performance spółek energetycznych



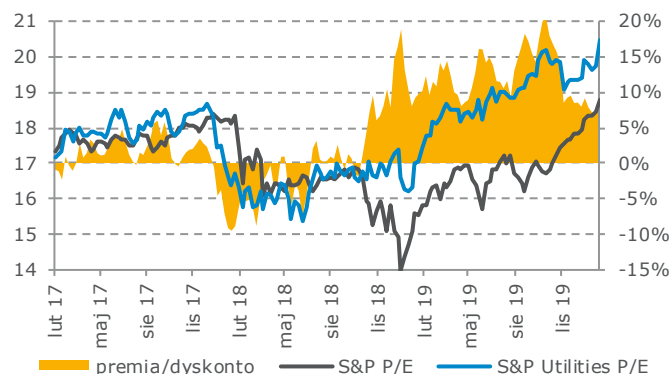
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

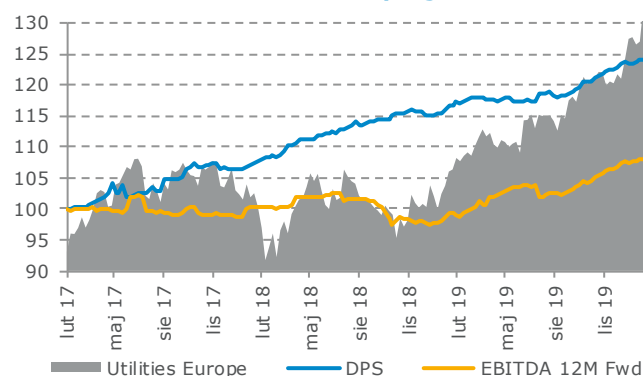
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



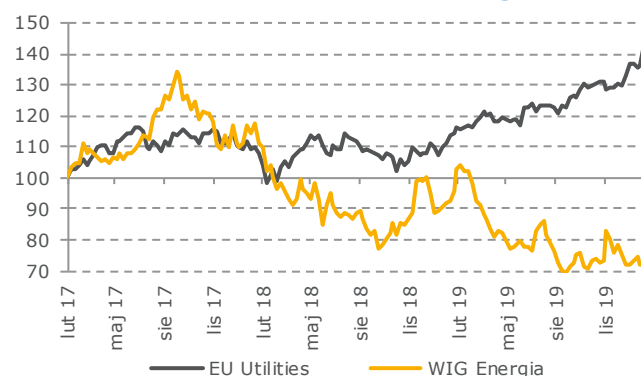
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



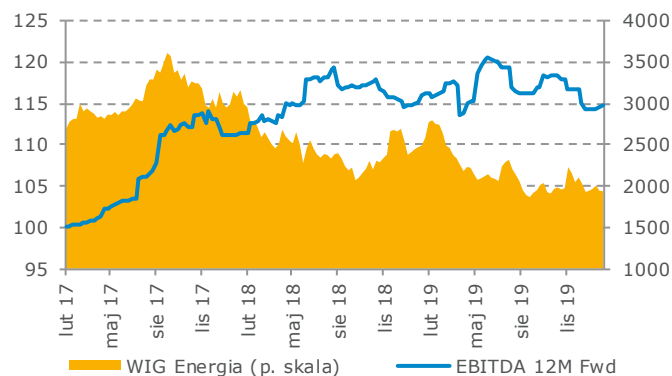
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



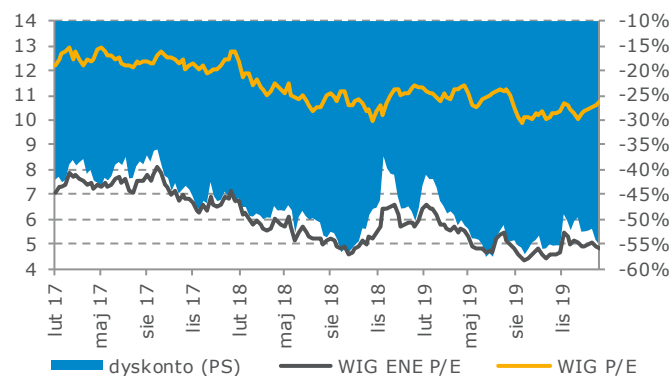
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



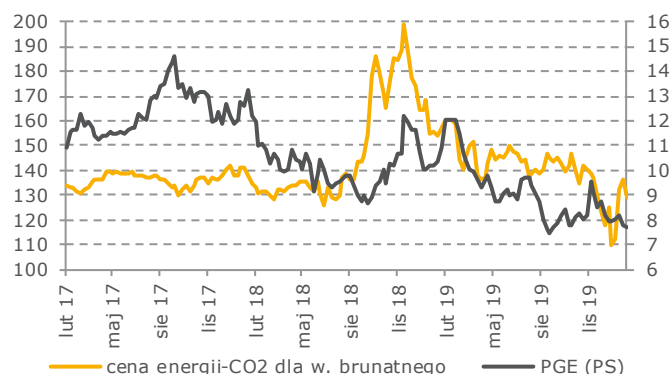
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



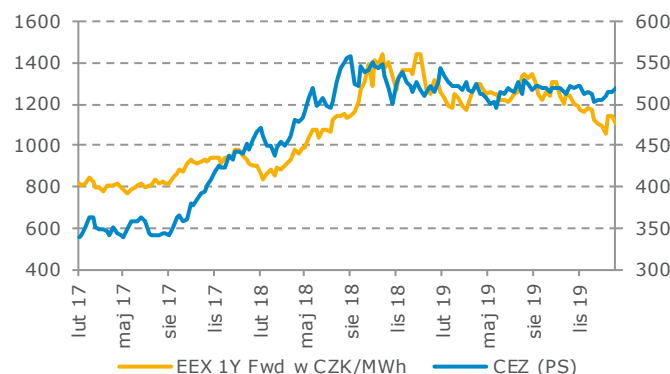
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



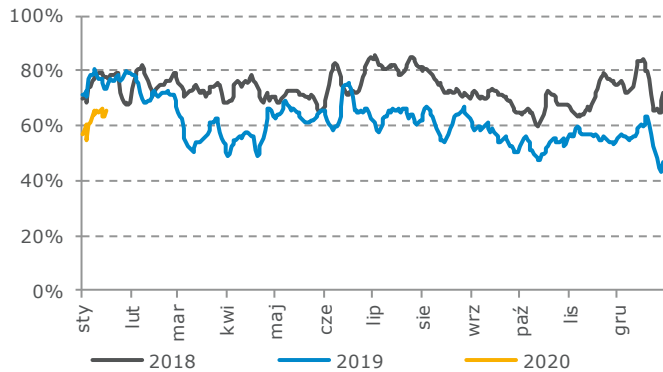
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



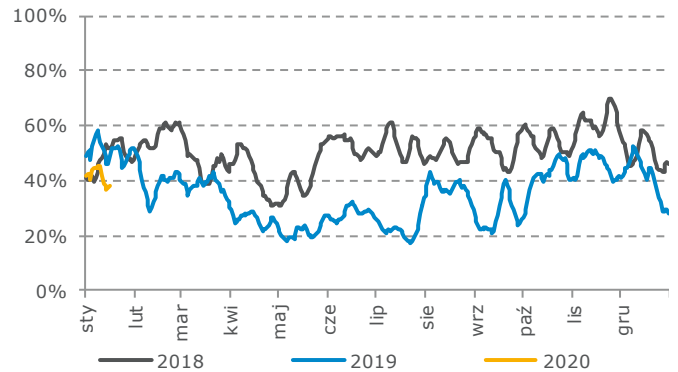
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

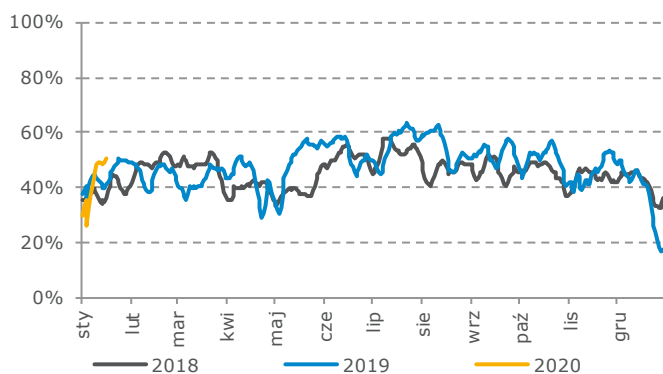
Load factor elektrowni Bełchatów



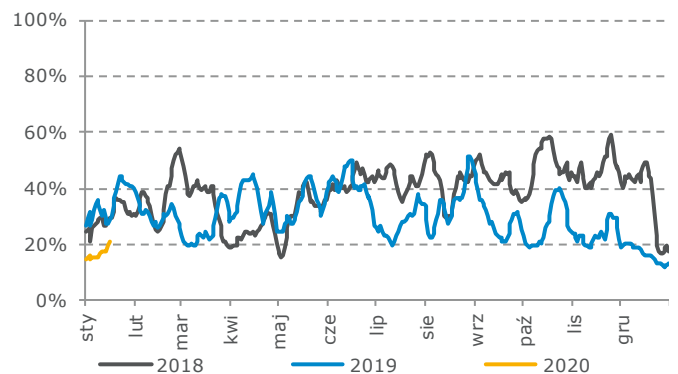
Load factor elektrowni Turów



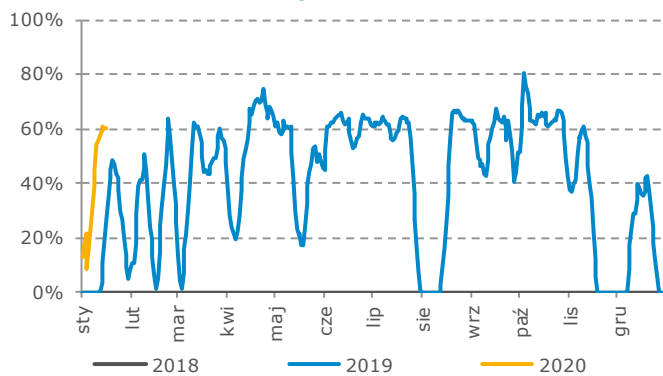
Load factor elektrowni Koźienice



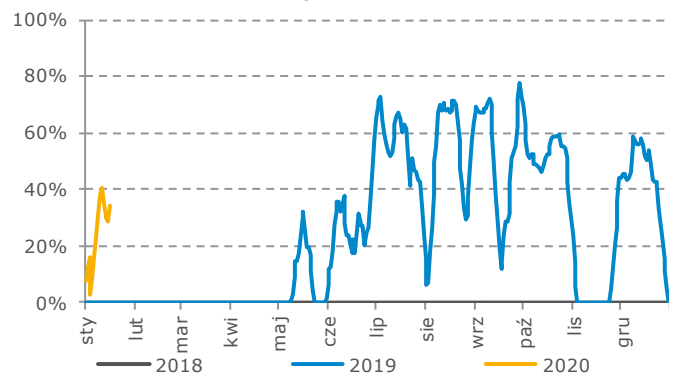
Load factor elektrowni Jaworzno



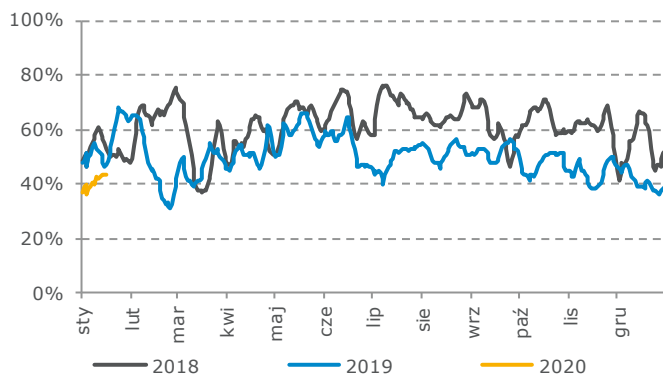
Load factor elektrowni Opole B5



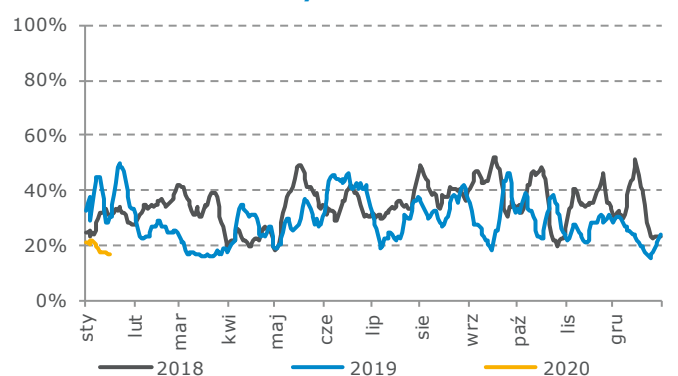
Load factor elektrowni Opole B6



Load factor elektrowni Połaniec



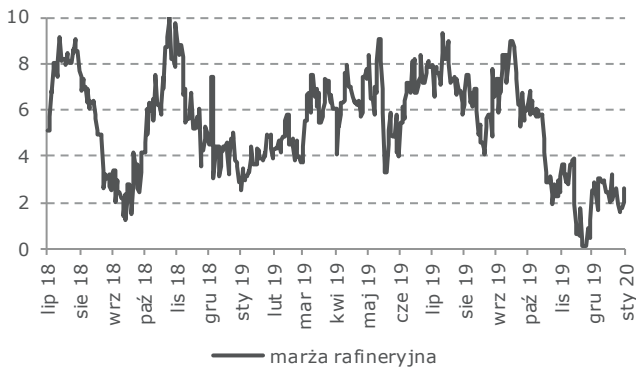
Load factor elektrowni Rybnik



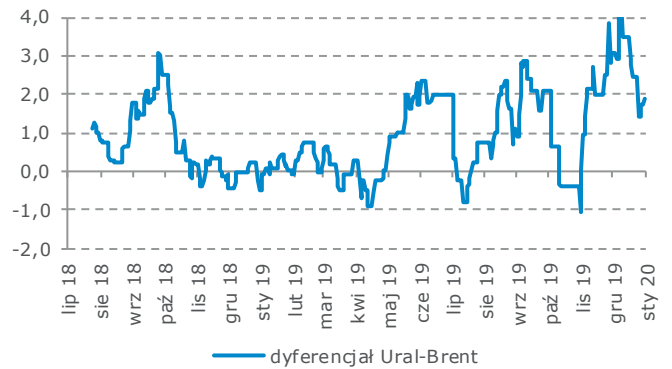
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

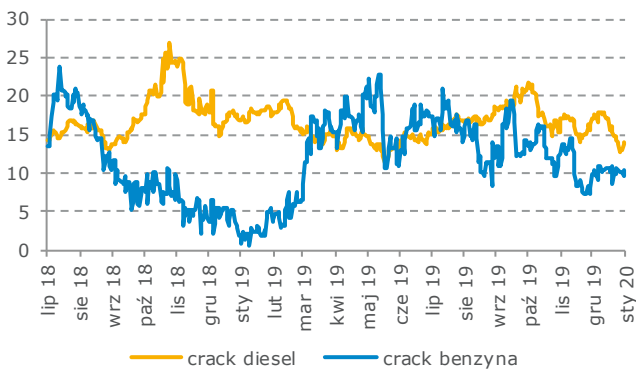
Marża rafinerijna (USD/Bbl)



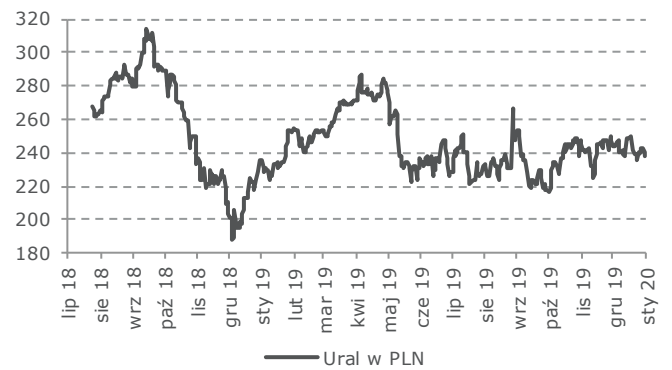
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



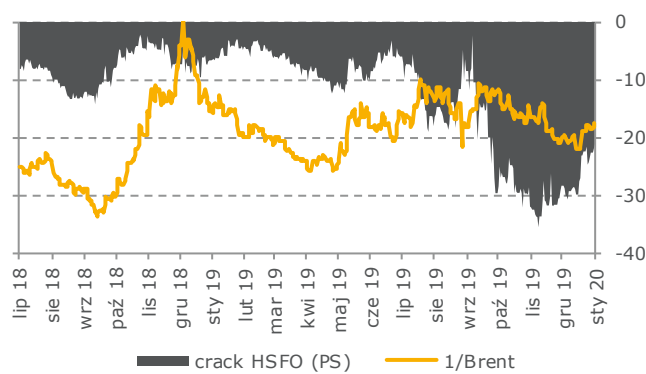
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



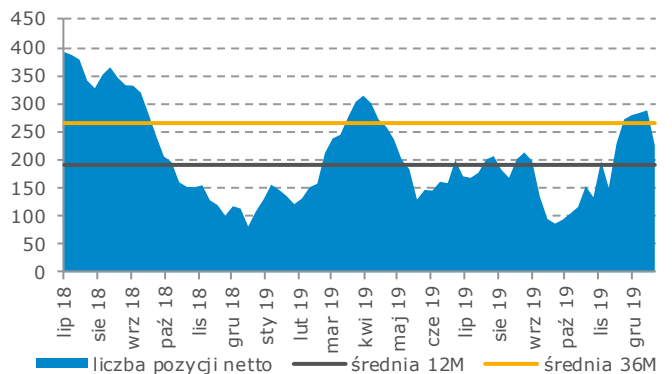
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



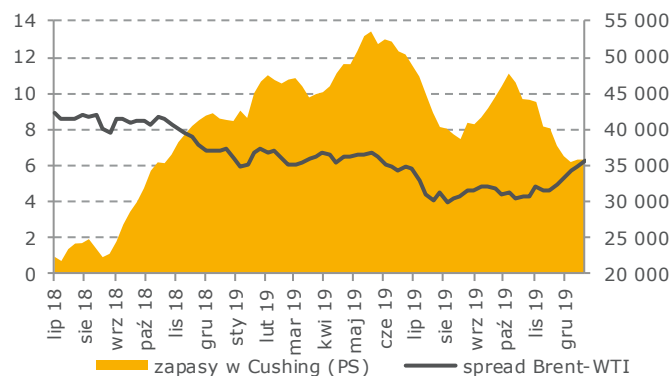
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



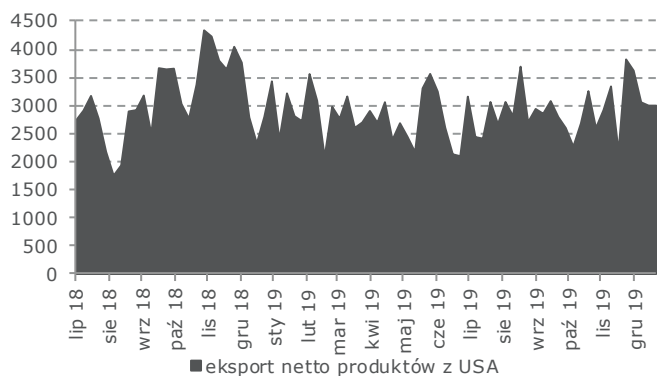
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



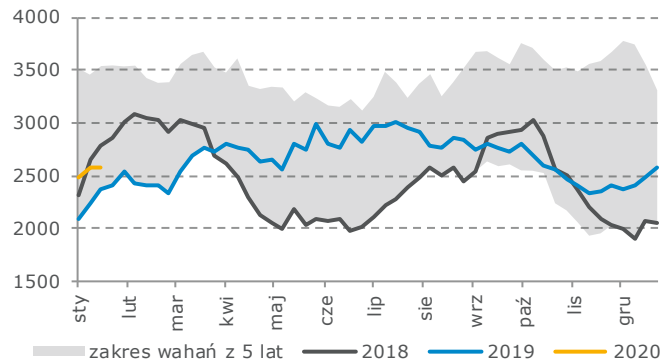
Eksport netto paliw z USA



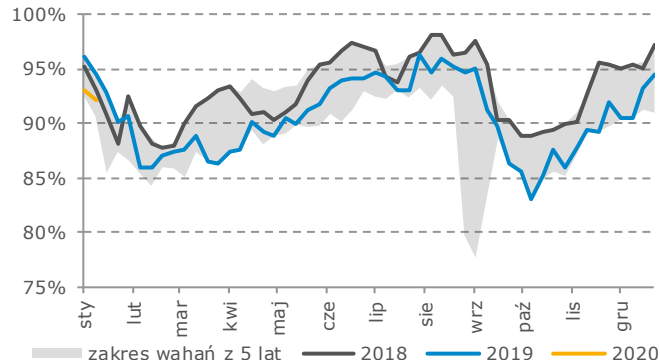
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

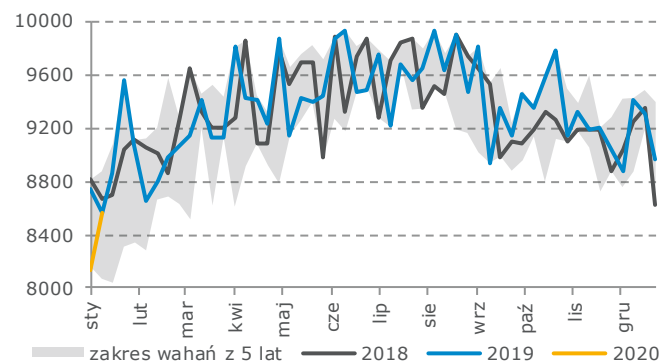
Zapasy diesla w portach ARA



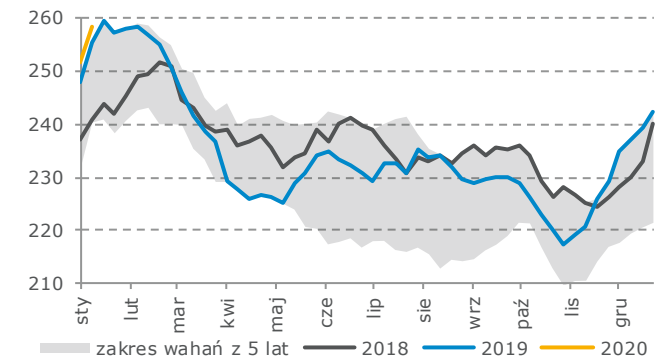
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



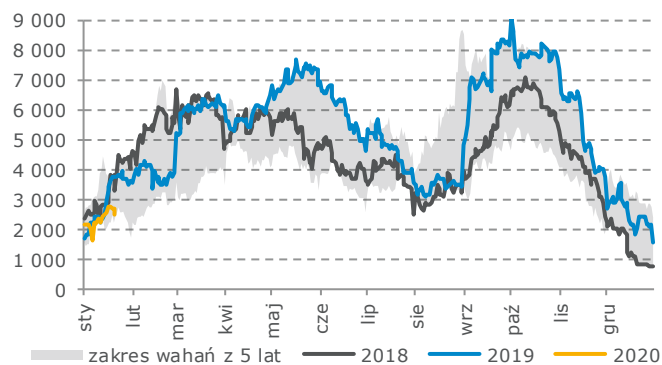
Popyt na benzynę w USA



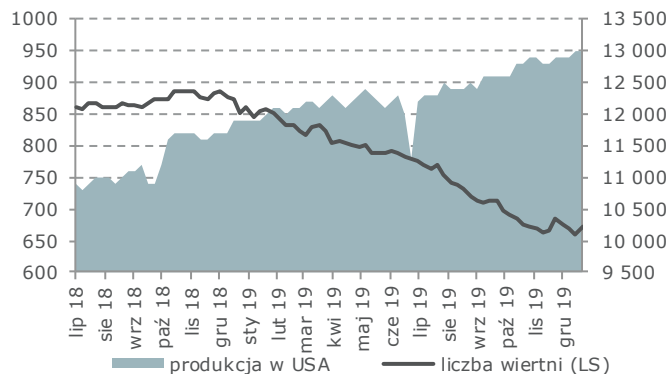
Zapasy benzyny w USA



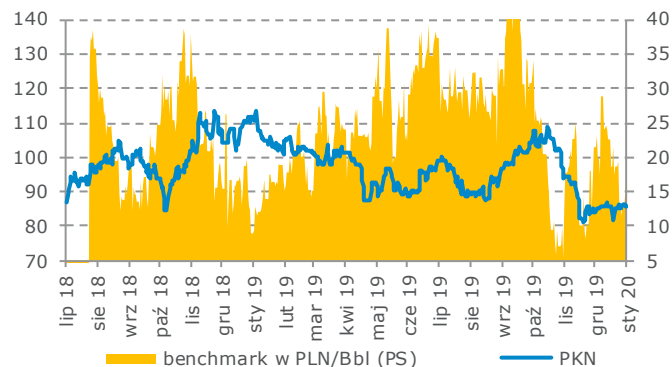
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



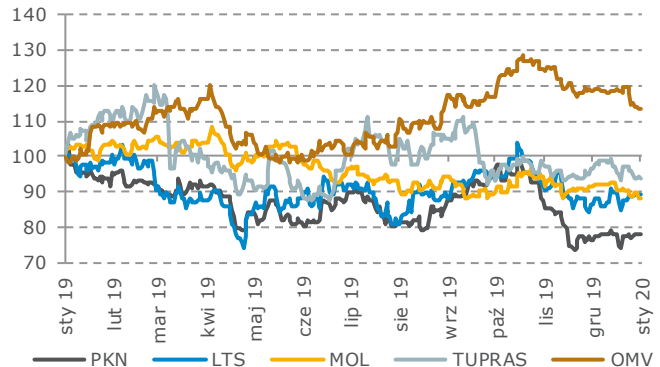
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



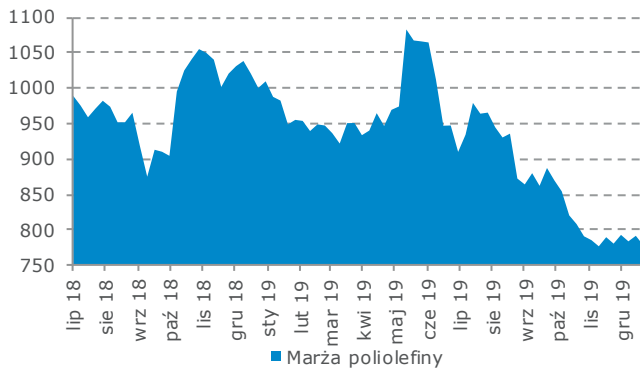
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



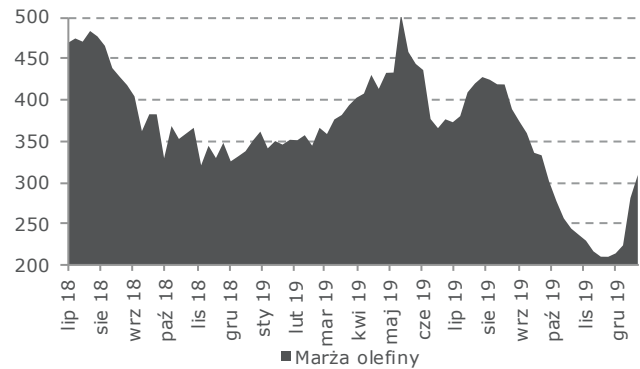
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

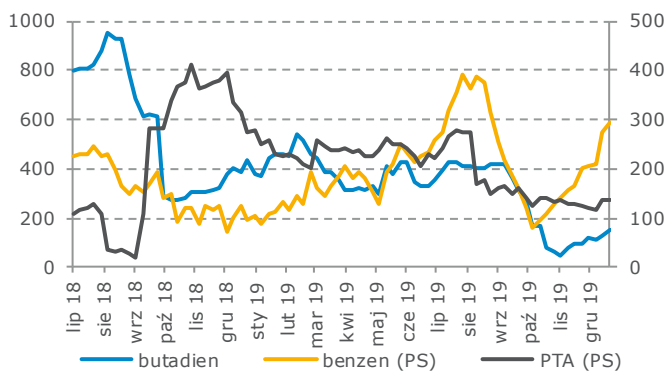
Marża petrochemiczna poliolefiny



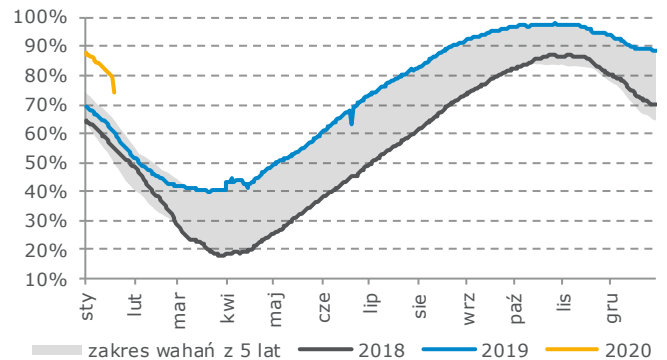
Marża petrochemiczna olefiny



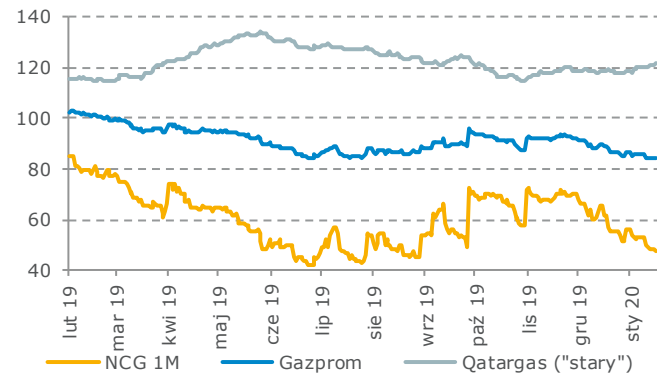
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



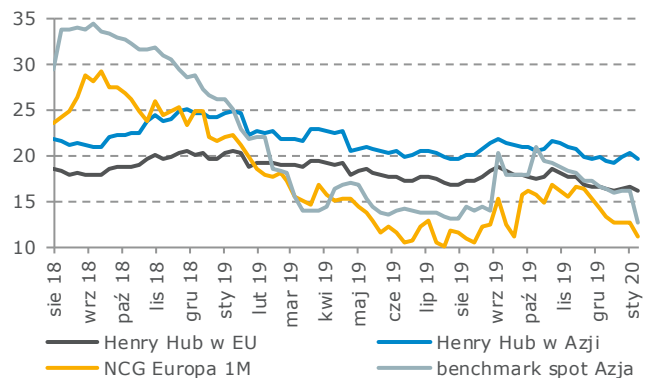
Napełnienie magazynów gazu w UE



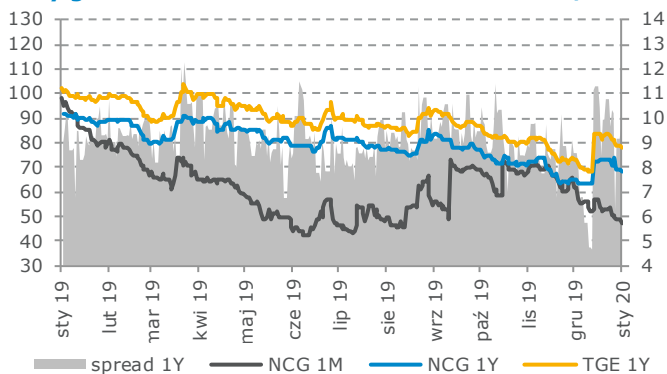
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



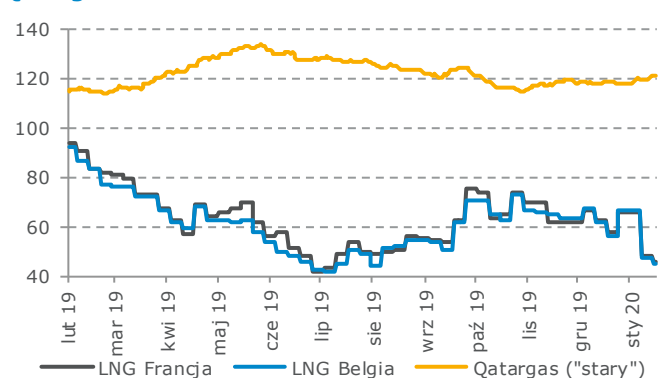
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



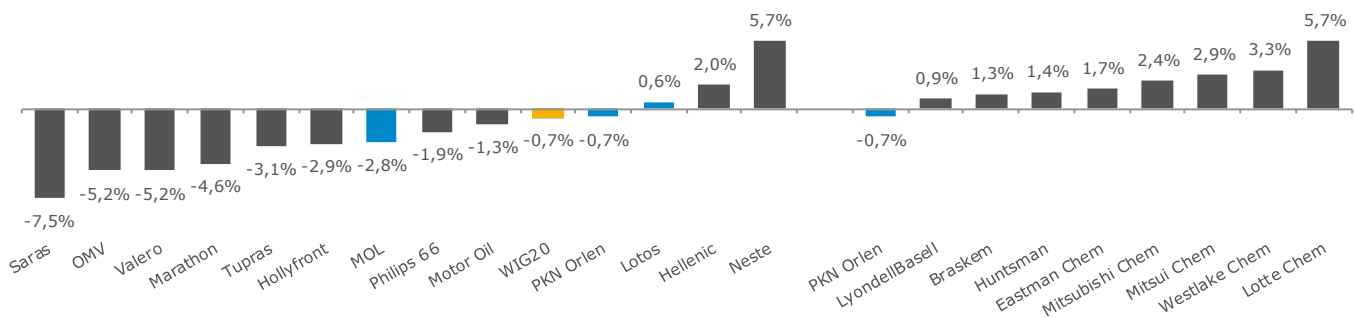
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



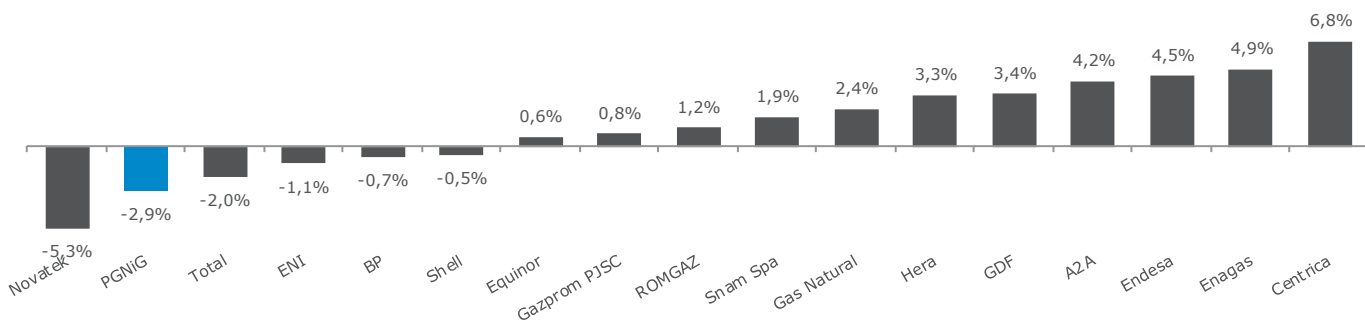
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

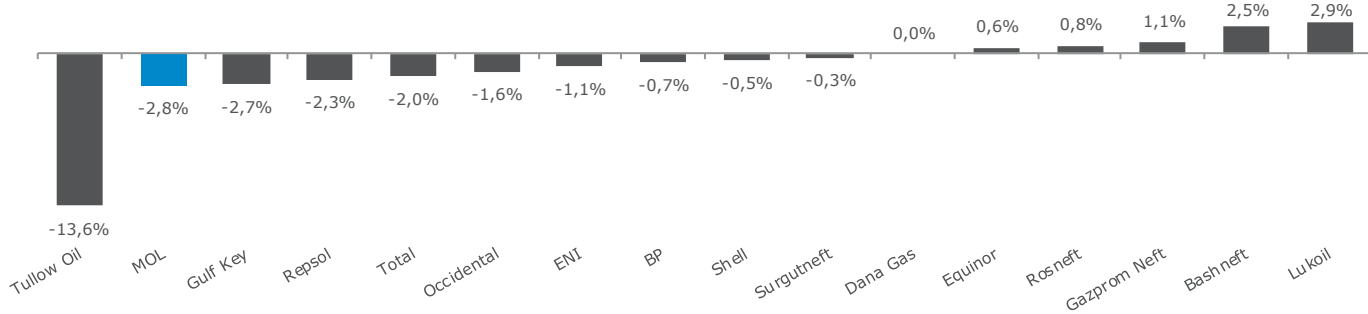
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



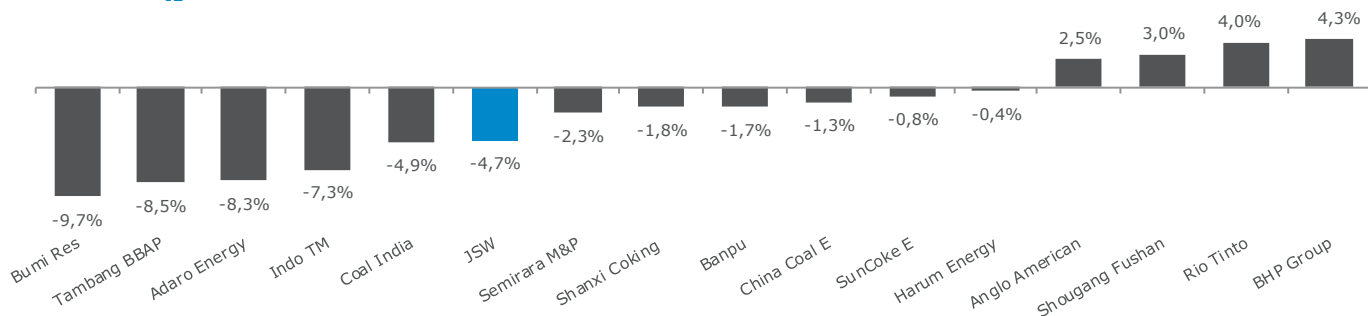
Spółki gazowe



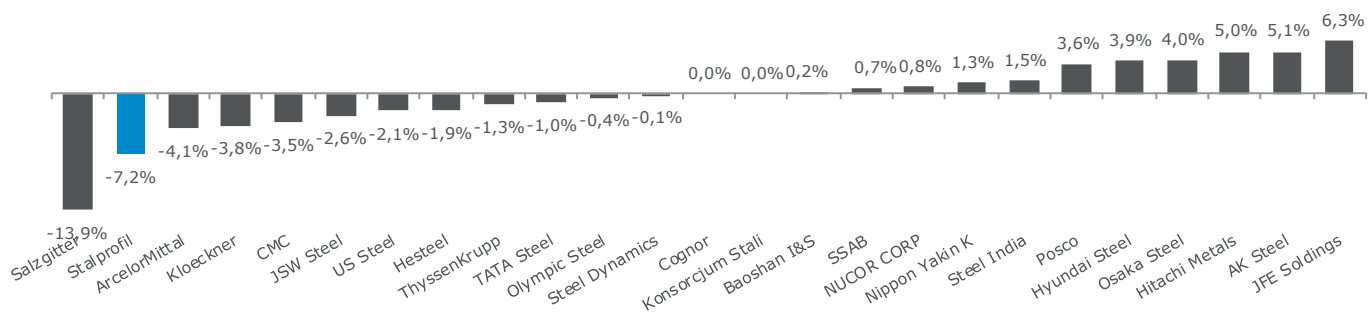
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



Producenci i dystrybutorzy stali



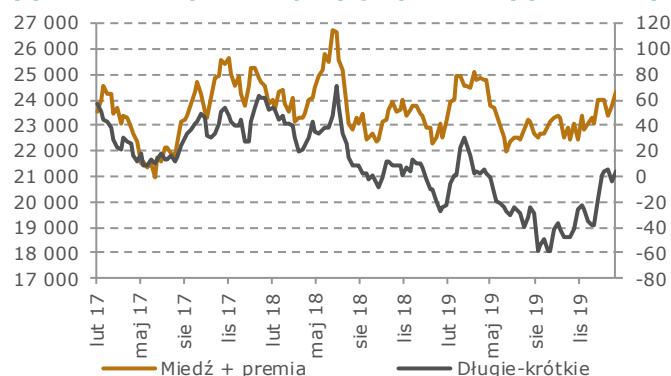
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



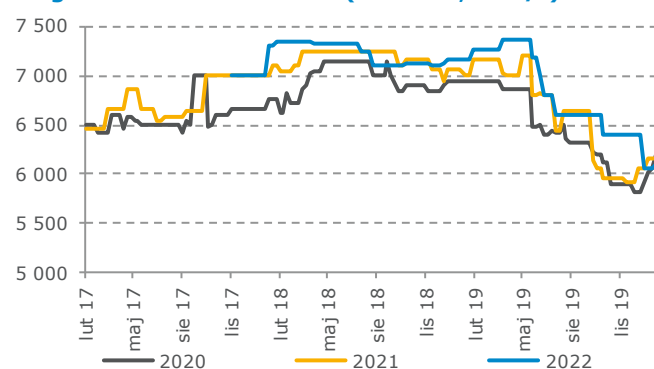
Cena miedzi + wartość premii producentkiej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



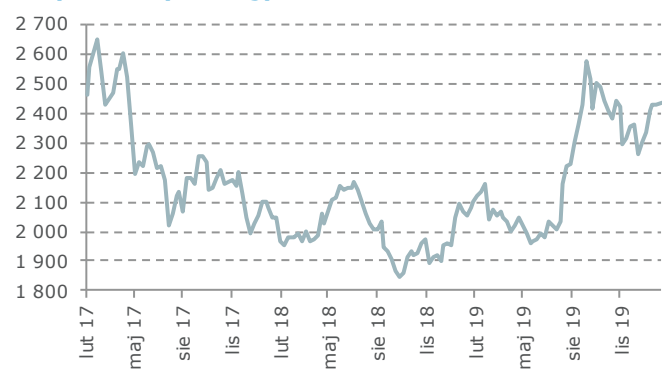
Wartości premii producentkiej dla miedzi (PLN/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



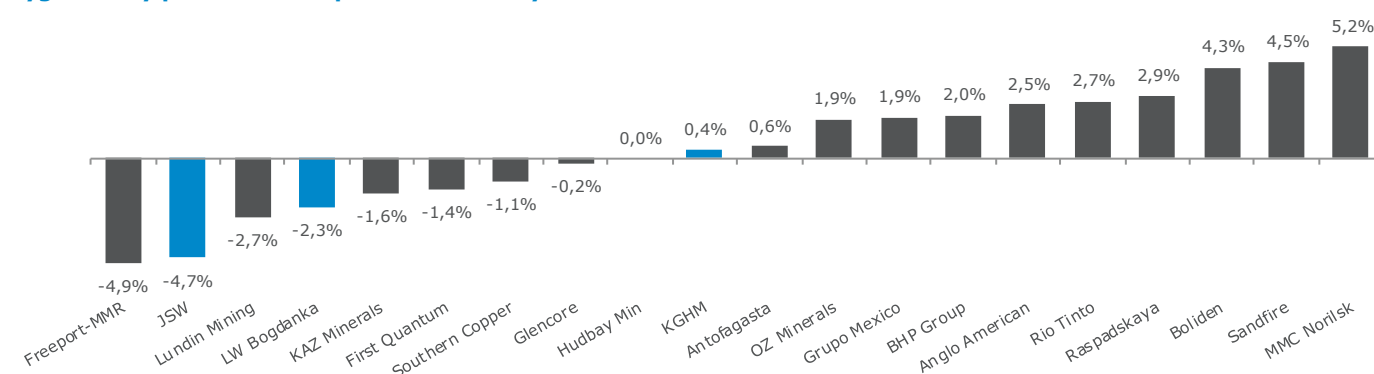
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



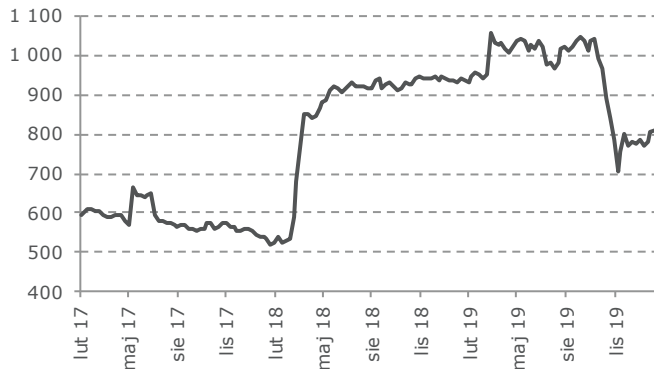
Tygodniowy performance spółek surowcowych



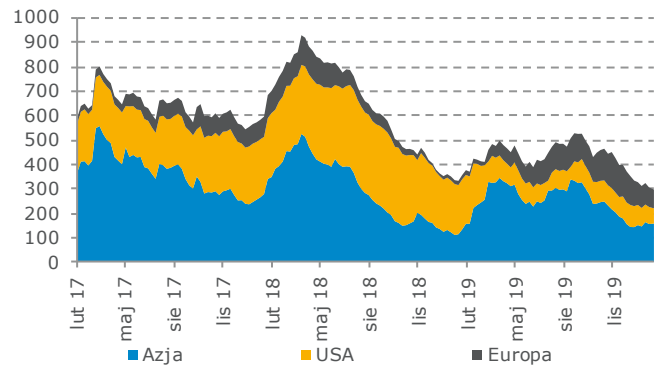
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

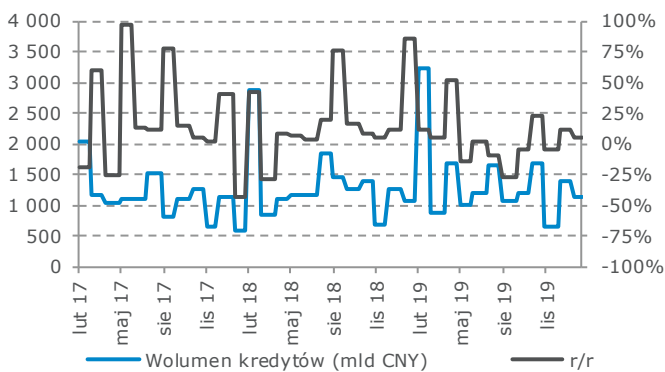
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



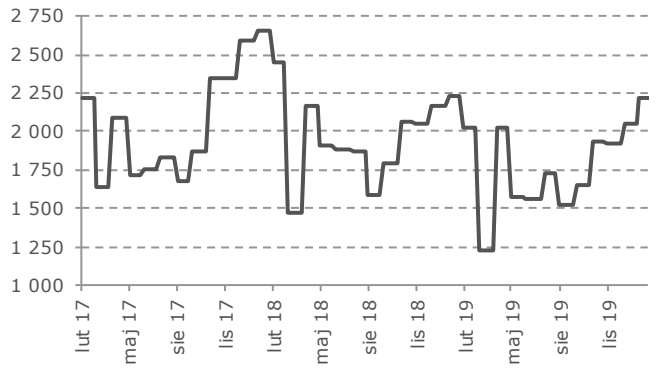
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



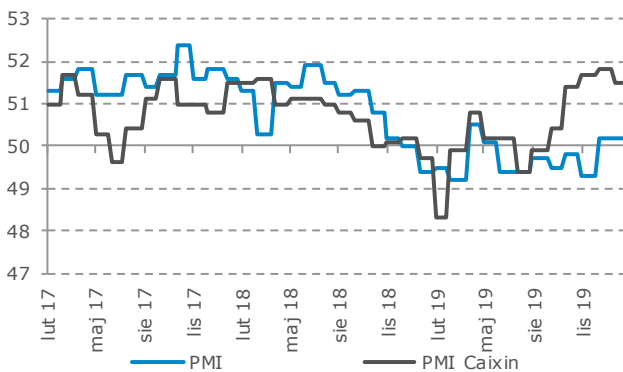
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



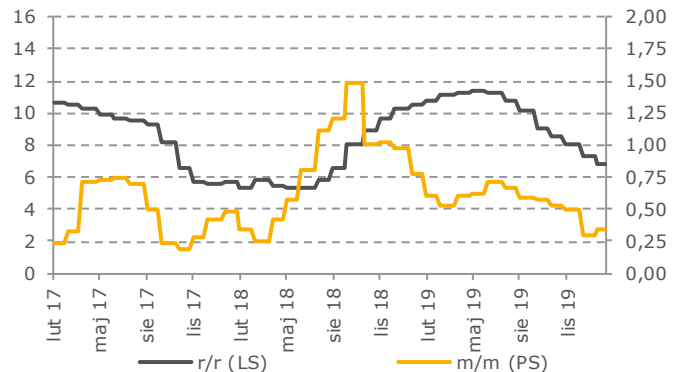
Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



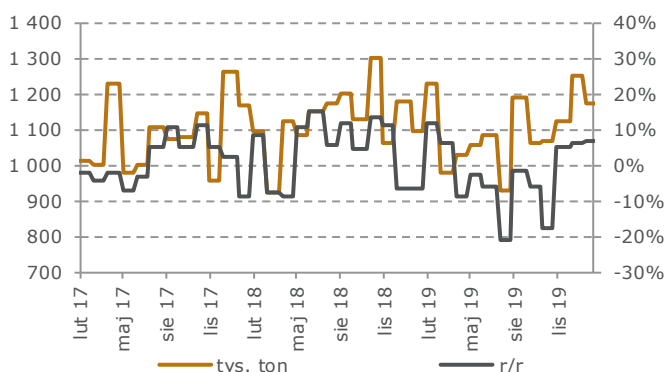
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



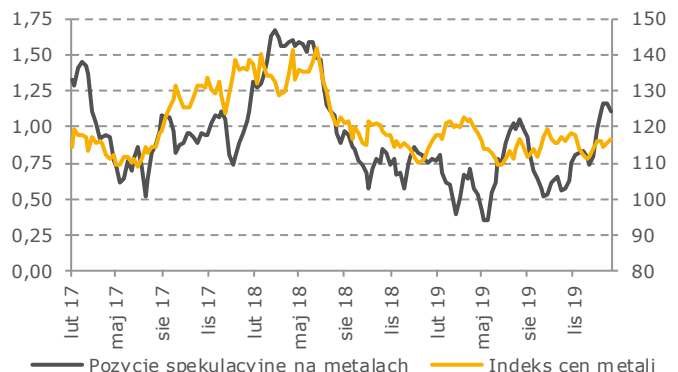
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



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



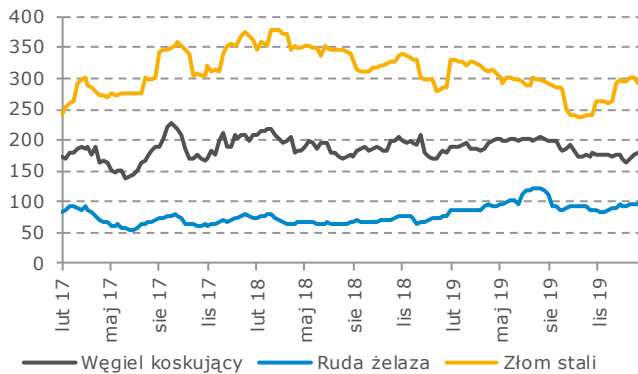
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



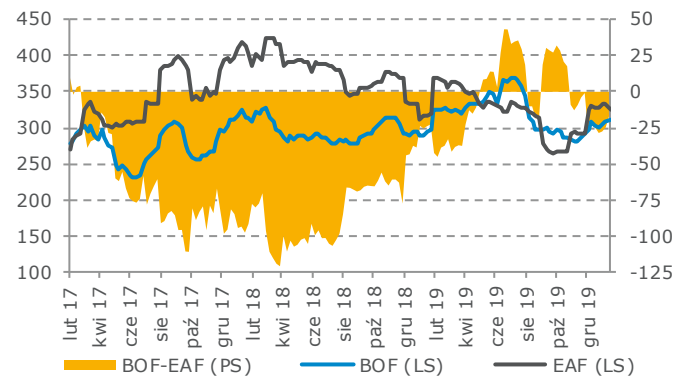
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

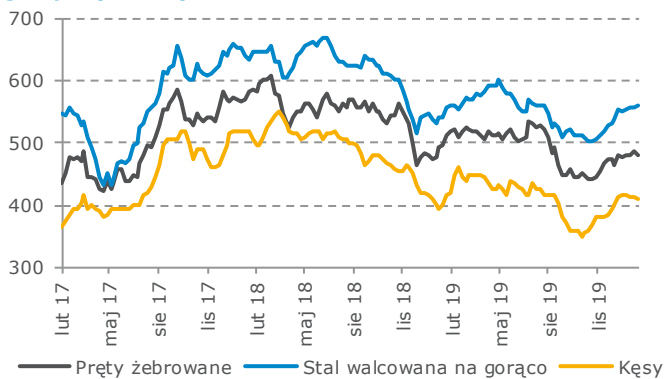
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



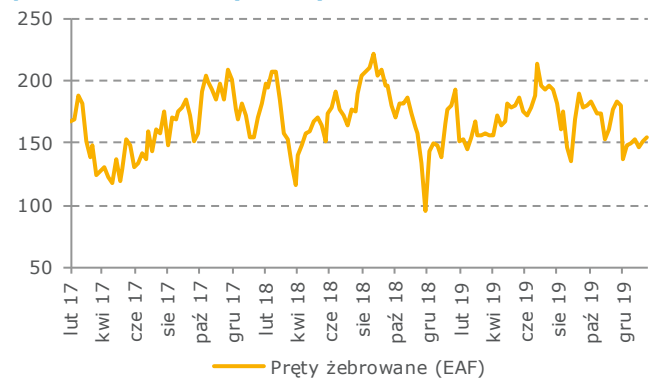
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



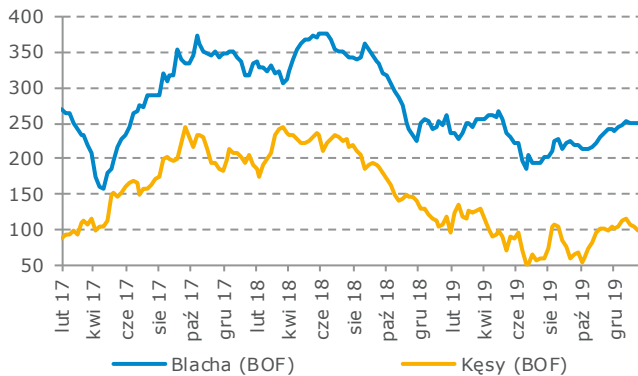
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



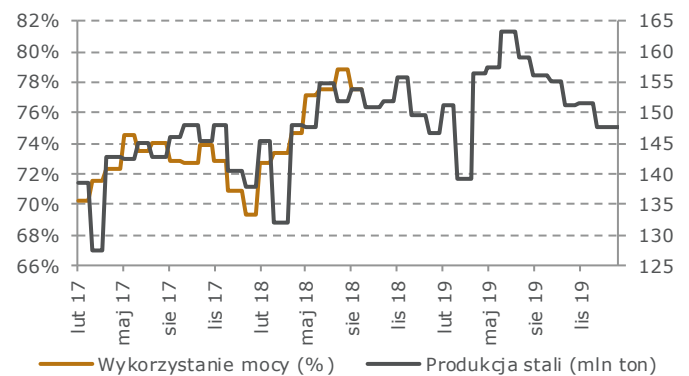
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



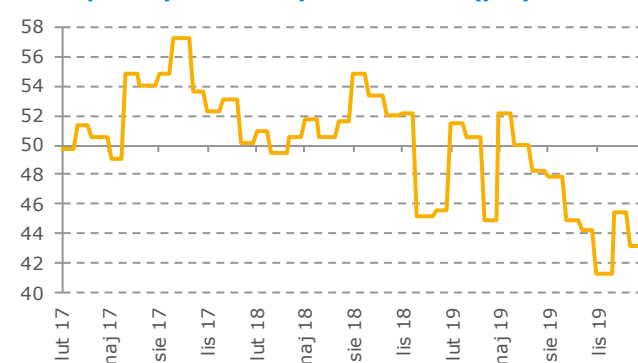
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



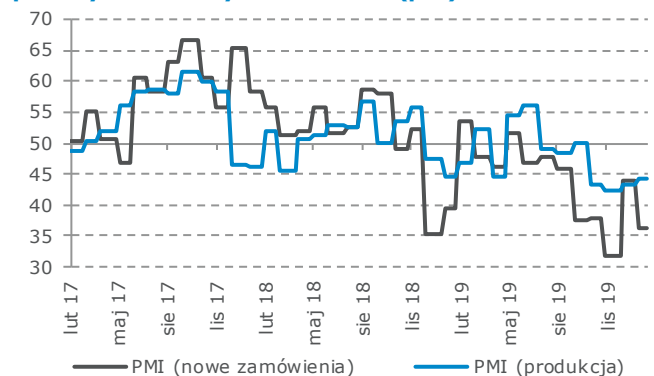
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



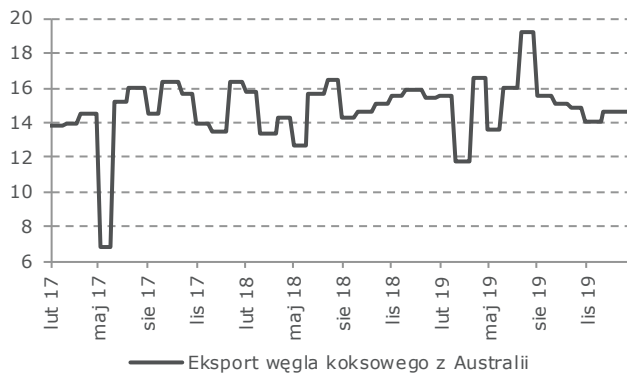
PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



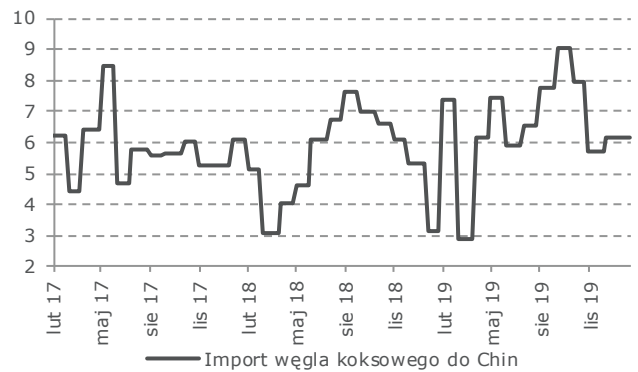
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

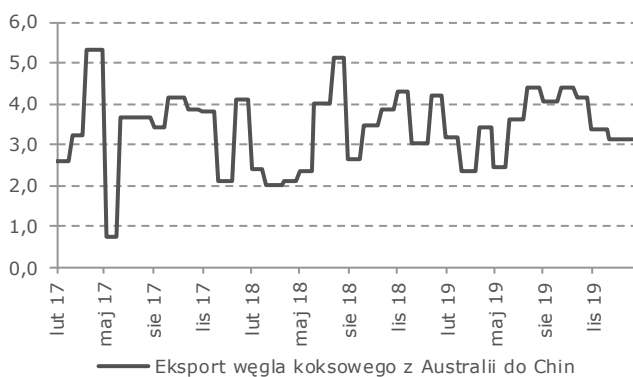
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



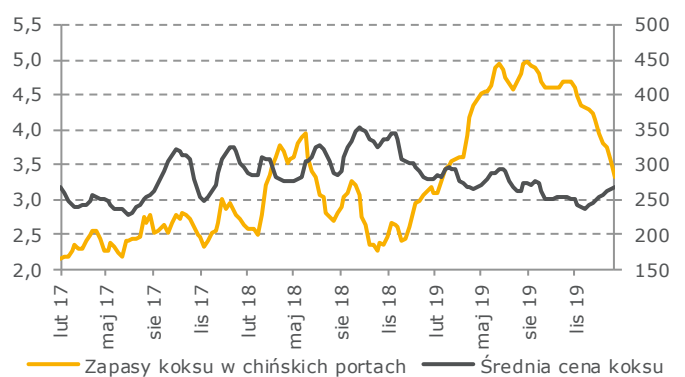
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



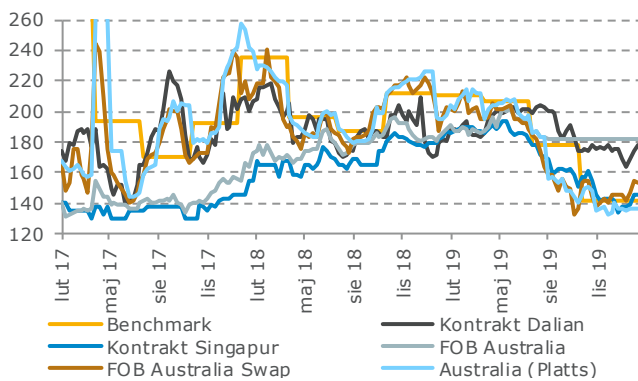
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



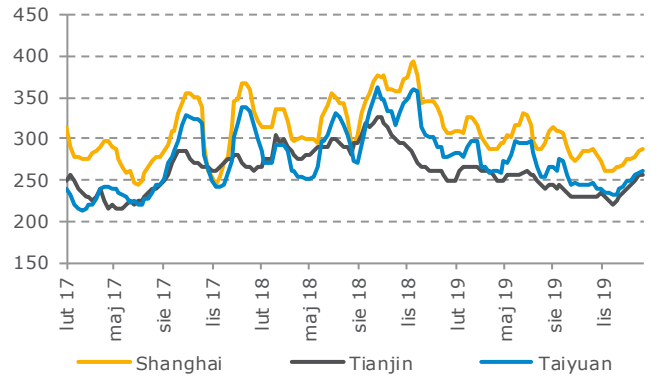
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



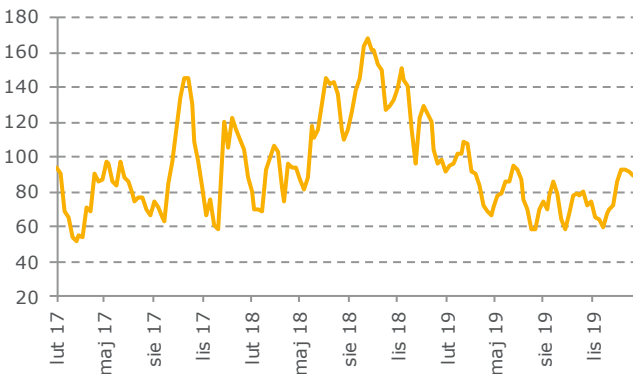
Ceny węgla koksowego (USD/t)



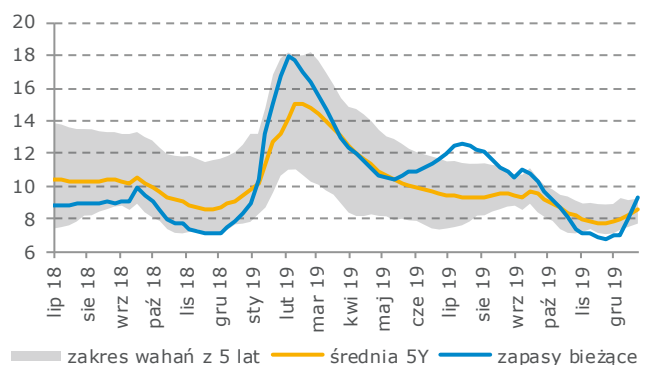
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



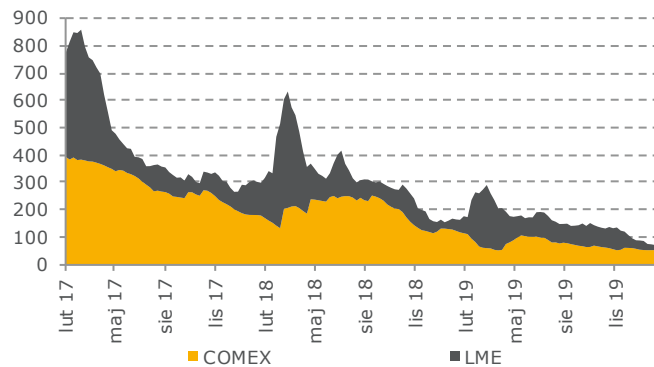
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



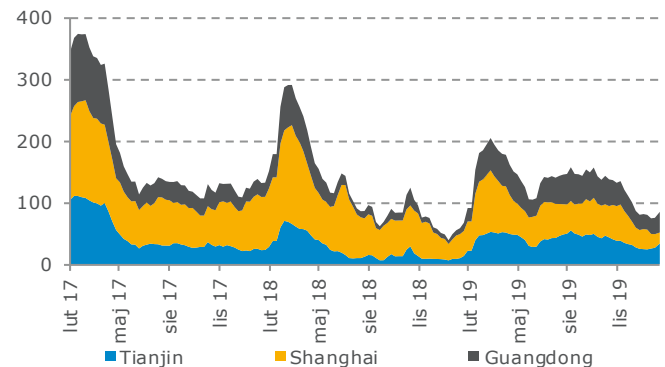
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

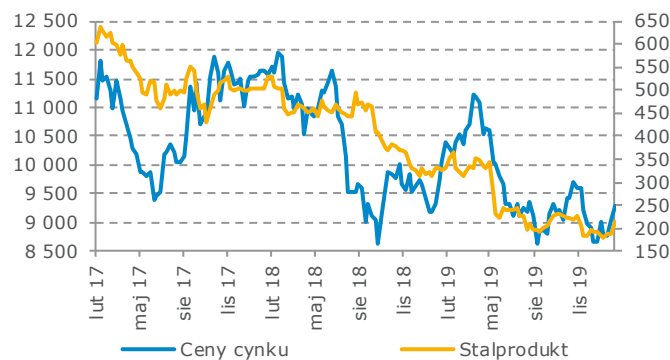
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



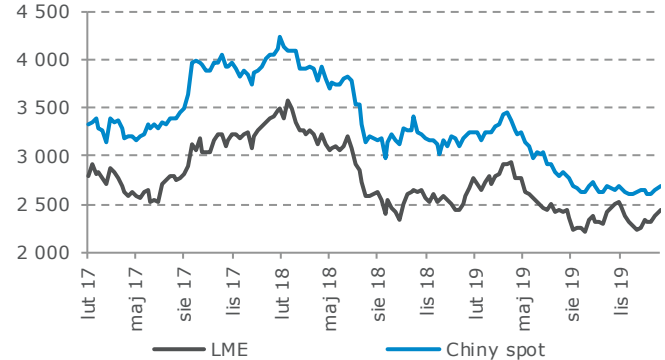
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



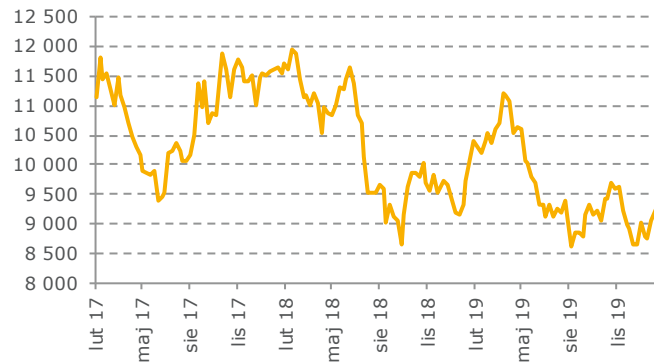
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



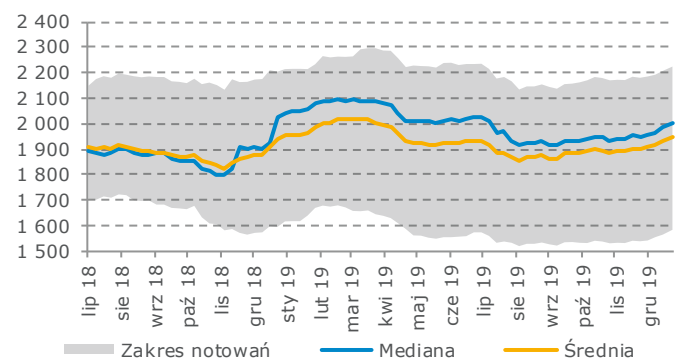
Ceny cynku (USD/t)



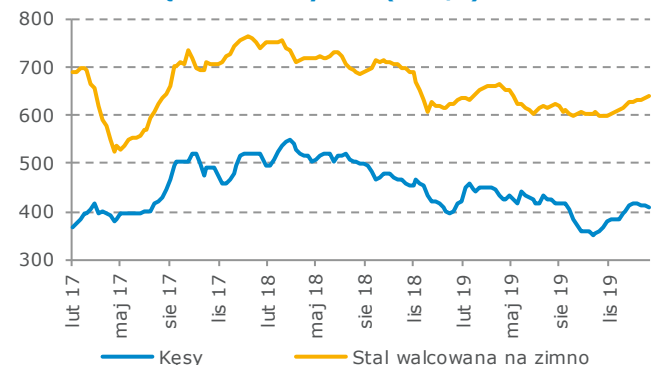
Ceny cynku (PLN/t)



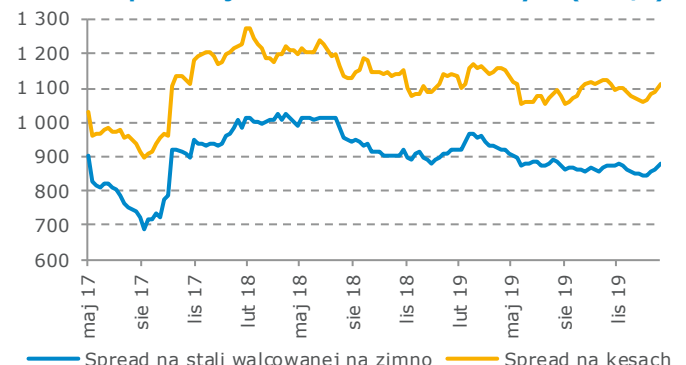
Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



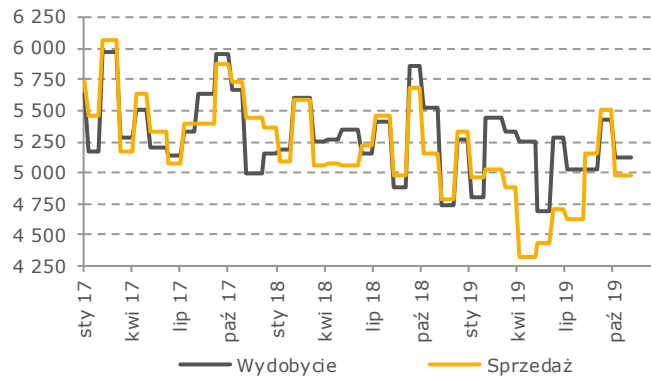
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



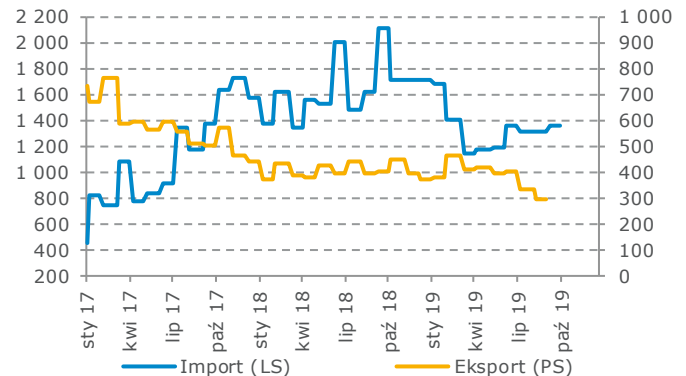
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

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



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



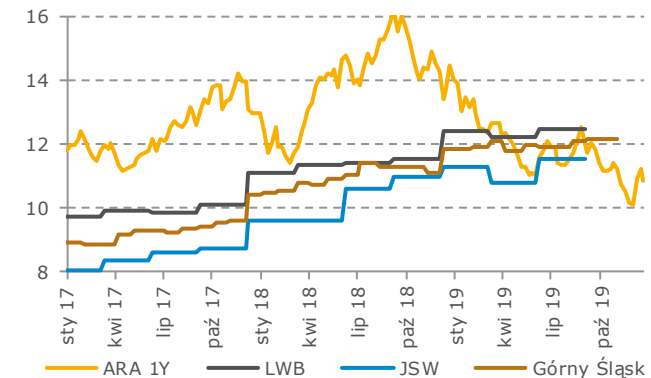
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



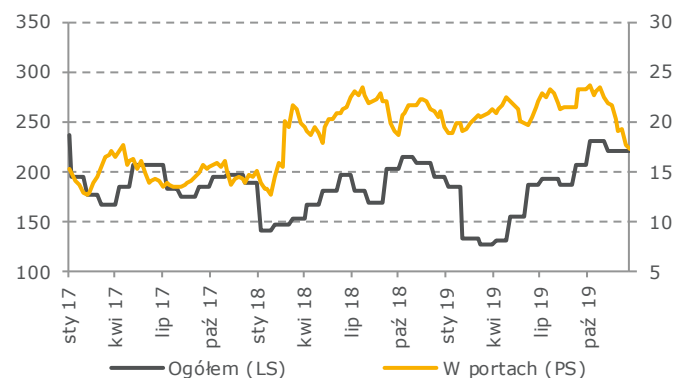
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



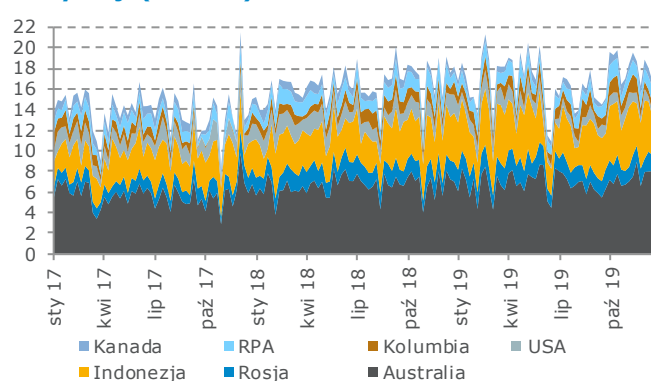
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



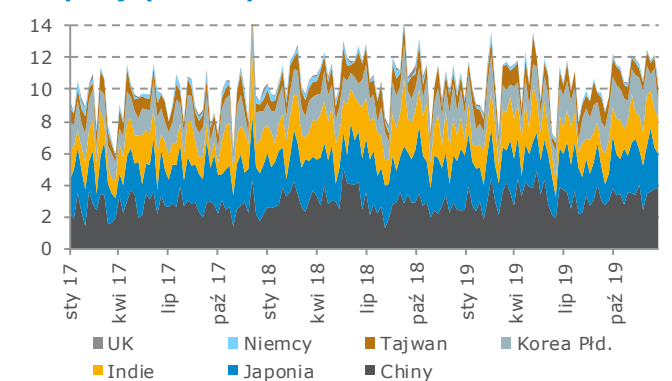
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



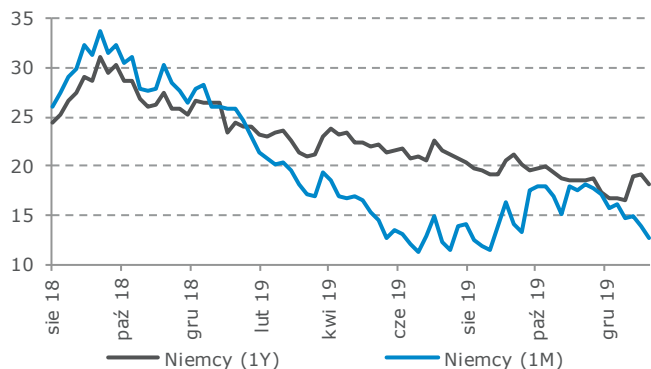
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



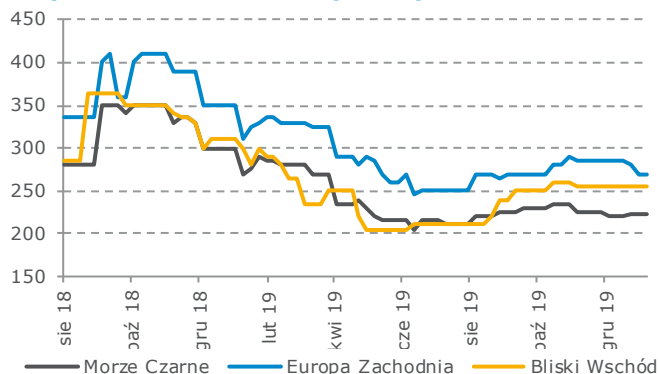
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

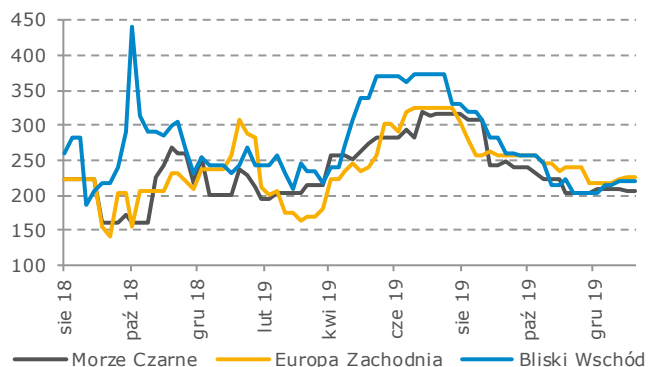
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



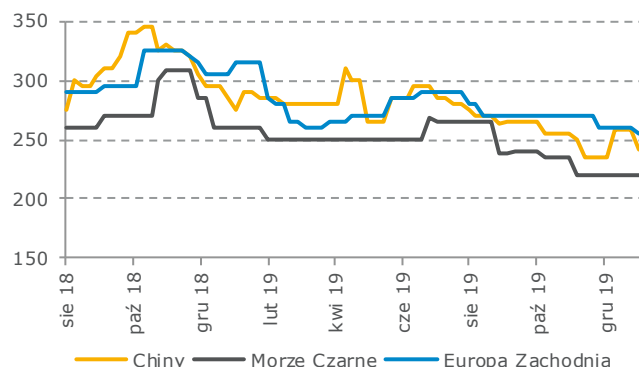
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



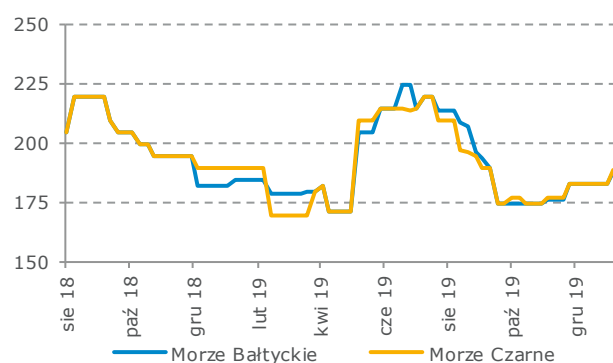
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



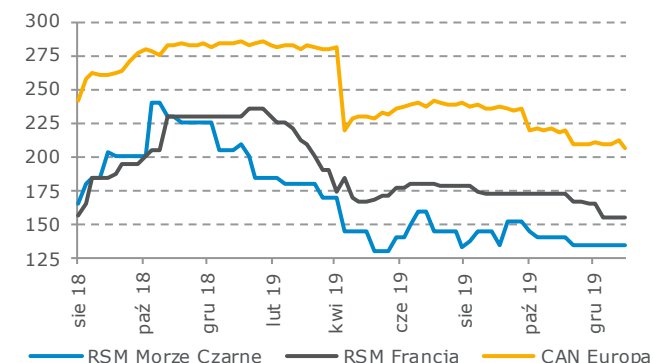
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



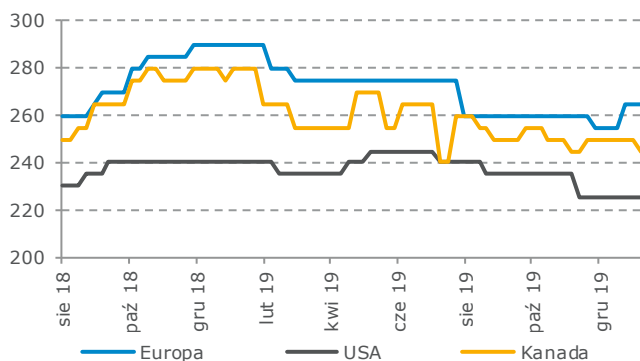
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



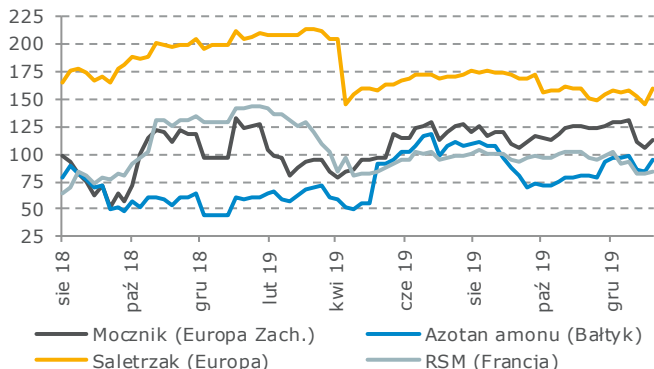
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



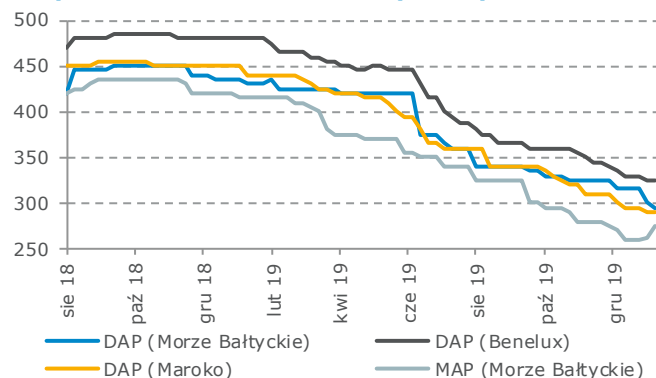
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



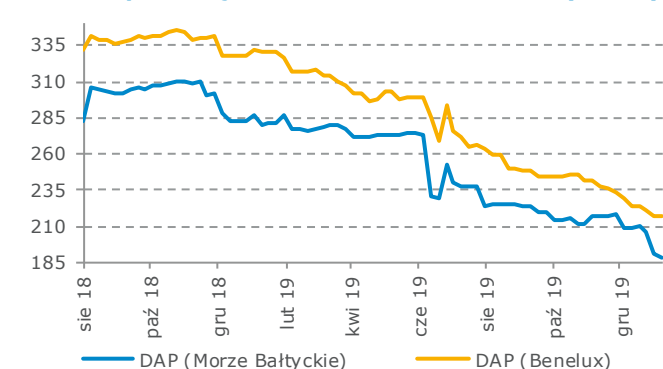
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

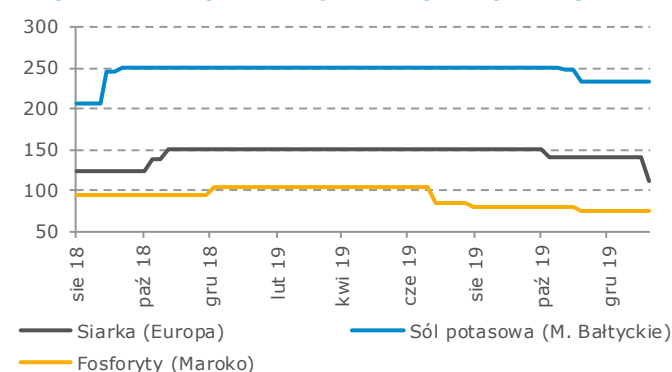
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



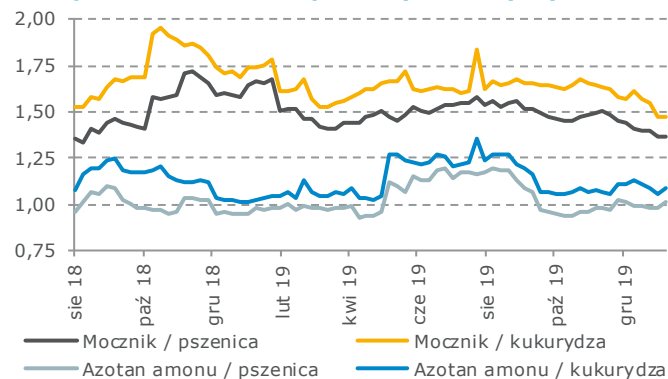
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



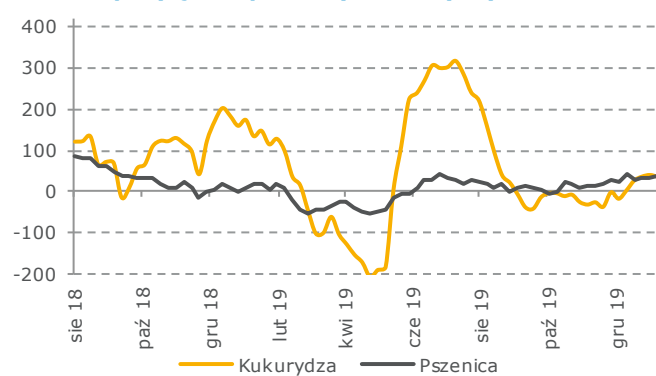
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



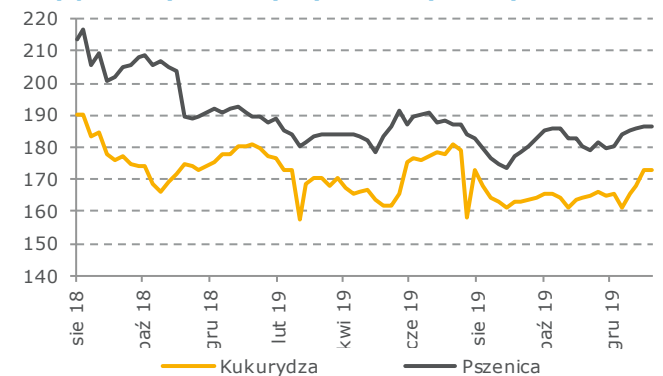
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



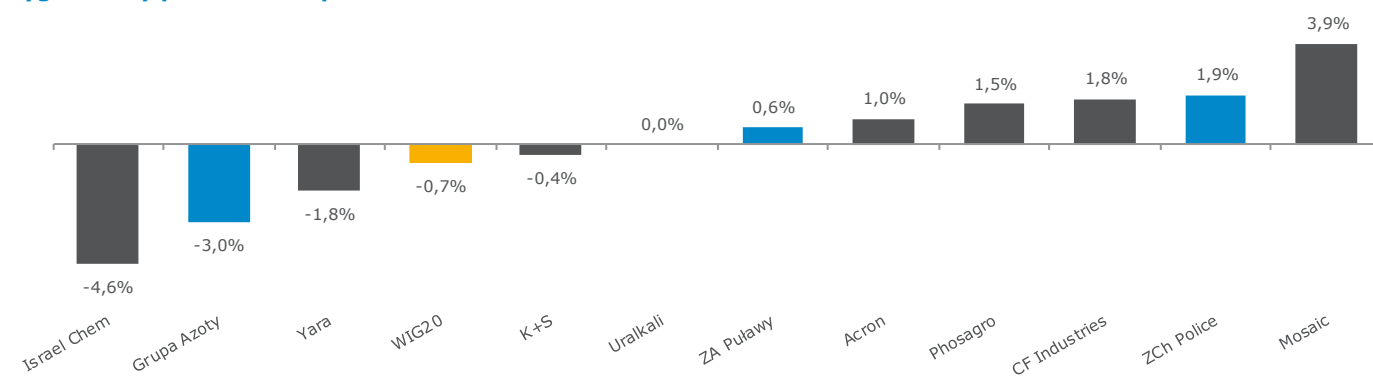
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



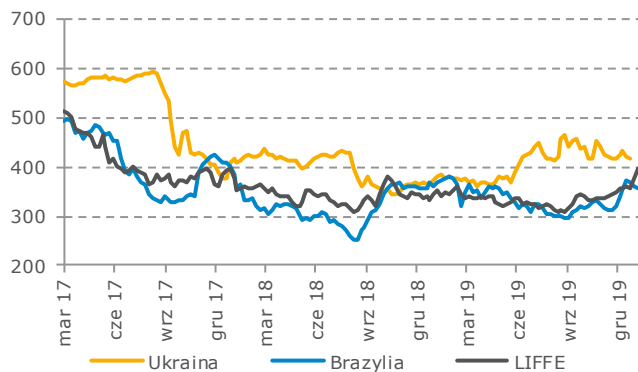
Tygodniowy performance producentów nawozów



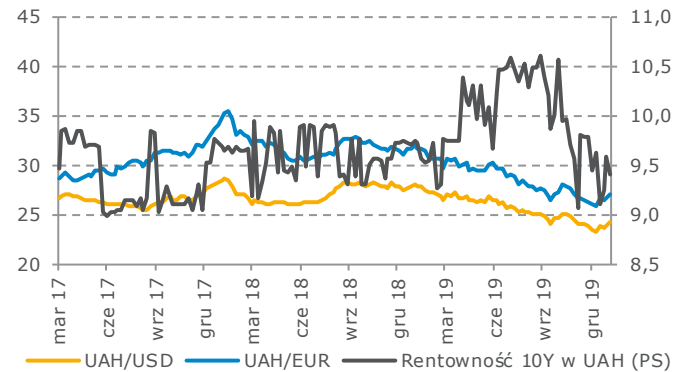
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

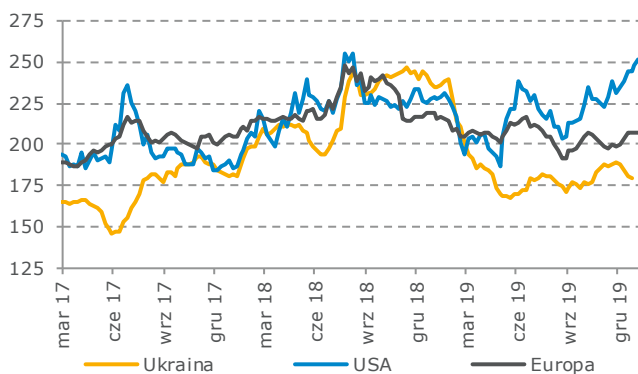
Cena cukru (USD/Mt)



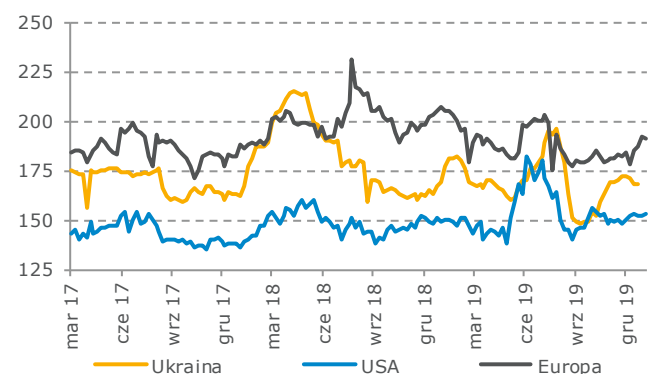
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



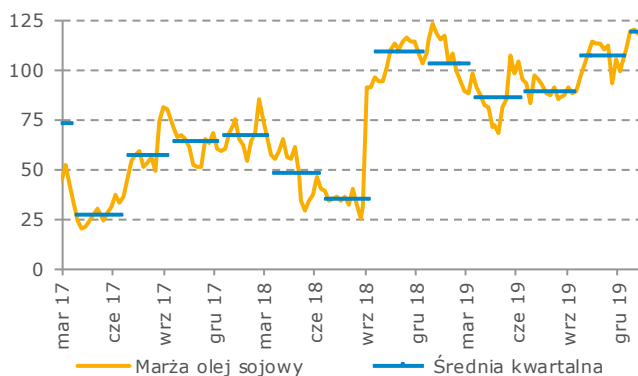
Cena pszenicy (USD/Mt)



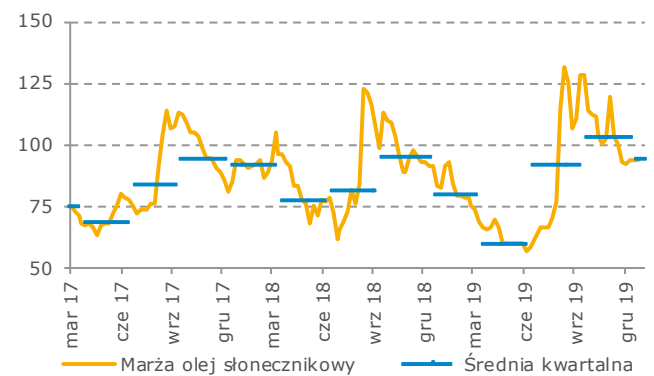
Cena kukurydzy (USD/Mt)



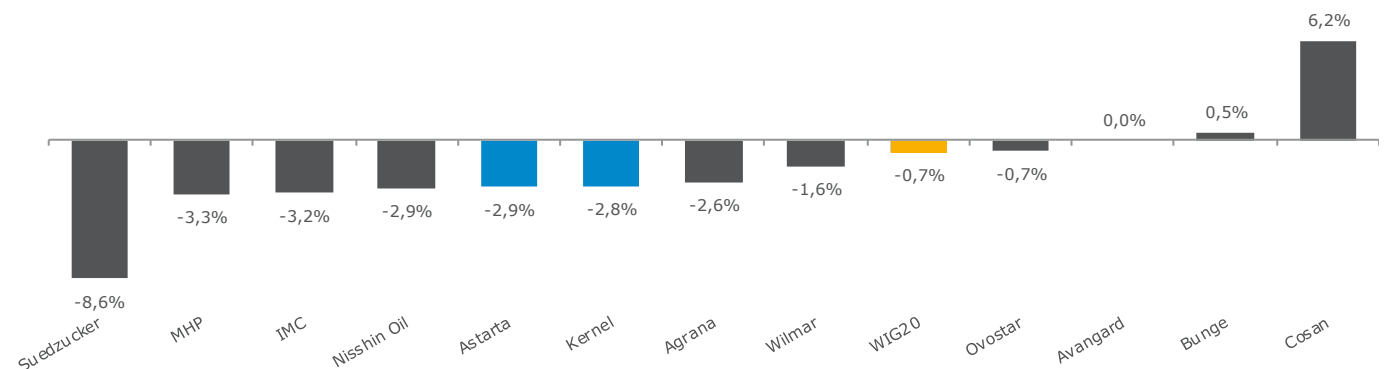
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, mBank

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
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	520,0	7,4	6,9	6,8	2,1	1,9	1,8	15,5	13,5	13,6	29%	28%	27%	4,6%	5,8%	6,7%
Enea	7,6	3,1	3,1	2,8	0,6	0,6	0,6	3,2	3,1	2,4	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	3,2%
Energa	7,7	3,7	4,3	4,6	0,7	0,7	0,8	6,0	5,7	5,2	19%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	7,7	3,2	3,6	2,9	0,7	0,6	0,6	5,1	6,6	4,4	21%	17%	21%	0,0%	4,9%	3,8%
Tauron	1,6	4,1	3,8	3,3	0,7	0,6	0,6	3,1	2,5	2,0	18%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	8,0	0,8	1,0	0,9	0,1	0,1	0,1	4,3	4,5	3,5	12%	9%	11%	-	5,0%	7,5%
EDF	11,3	4,6	4,2	4,1	1,1	1,0	1,0	16,7	14,1	13,8	23%	24%	25%	2,8%	3,3%	3,5%
EDP	4,1	9,6	9,3	9,0	2,1	2,1	2,0	19,3	17,8	16,6	22%	22%	23%	4,6%	4,6%	4,8%
Endesa	24,6	8,6	8,4	8,1	1,6	1,6	1,6	16,9	16,1	15,3	19%	19%	19%	5,9%	6,2%	5,4%
Enel	7,6	8,3	8,0	7,6	1,9	1,8	1,8	16,0	14,6	13,7	23%	23%	24%	4,3%	4,8%	5,2%
EON	10,2	10,4	8,0	7,7	1,6	0,9	0,9	15,5	15,4	14,2	15%	12%	11%	4,5%	4,7%	5,0%
Fortum	22,4	14,8	11,5	12,5	4,5	1,9	4,0	15,5	14,4	14,0	30%	16%	32%	4,9%	4,9%	4,9%
Iberdola	9,5	11,2	10,4	9,9	3,0	2,8	2,8	17,8	16,7	15,9	27%	27%	28%	4,0%	4,3%	4,5%
National Grid	9,9	14,0	11,8	11,2	4,2	4,0	3,9	22,1	17,0	16,1	30%	34%	35%	4,7%	4,9%	5,1%
Red Electrica	17,9	9,6	9,5	9,5	7,5	7,4	7,4	13,6	14,5	14,6	78%	78%	78%	5,9%	5,7%	5,7%
RWE	31,2	9,0	6,1	5,3	1,4	1,1	1,1	18,5	18,8	13,9	16%	19%	21%	2,6%	2,9%	3,5%
SSE	15,0	11,5	13,1	12,0	1,0	3,1	3,1	10,8	17,5	15,3	9%	24%	26%	6,5%	5,3%	5,5%
Verbund	46,8	15,4	13,1	12,4	5,4	4,9	4,8	29,2	23,6	22,1	35%	38%	38%	1,5%	2,0%	2,2%
Mediana		8,8	8,0	7,7	1,6	1,7	1,7	15,5	14,6	13,9	21%	20%	23%	4,3%	4,8%	4,9%

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
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	85,80	6,5	5,1	5,0	0,6	0,6	0,6	13,9	9,9	11,1	10%	12%	12%	3,5%	3,5%	3,5%
MOL	2802,00	4,3	4,7	4,3	0,6	0,7	0,7	9,3	8,5	7,8	13%	15%	15%	5,1%	5,3%	5,6%
PKN Orlen	85,74	4,6	5,0	5,5	0,4	0,4	0,4	7,6	9,6	11,9	9%	8%	7%	4,1%	4,1%	4,1%
Hellenic Petroleum	8,50	7,1	5,6	5,8	0,5	0,5	0,5	12,4	7,3	7,7	7%	9%	8%	5,4%	5,5%	5,7%
HollyFrontier	46,92	5,6	6,0	6,5	0,6	0,6	0,6	9,6	9,8	10,7	11%	10%	9%	2,9%	3,0%	3,2%
Marathon Petroleum	56,89	8,4	6,4	6,9	0,6	0,6	0,6	13,5	8,0	9,4	7%	9%	8%	3,7%	4,1%	4,6%
Motor Oil	20,50	5,5	4,6	4,9	0,3	0,3	0,3	9,0	6,6	7,5	5%	7%	7%	6,3%	6,7%	6,9%
Neste Oil	34,30	12,0	12,1	11,0	1,7	1,8	1,7	19,3	18,2	16,3	14%	15%	16%	2,6%	2,8%	3,2%
OMV	48,08	4,6	4,4	4,3	1,1	1,2	1,1	9,1	8,8	8,2	25%	26%	26%	4,0%	4,4%	4,8%
Phillips 66	103,31	8,5	7,2	7,3	0,6	0,6	0,5	12,6	10,1	9,8	7%	8%	7%	3,4%	3,7%	4,0%
Saras	1,36	3,7	2,4	3,2	0,1	0,2	0,1	14,2	5,2	7,7	4%	6%	5%	4,9%	8,8%	6,8%
Tupras	121,60	8,5	5,1	5,1	0,4	0,4	0,4	18,4	6,7	6,3	5%	8%	7%	5,8%	12,7%	14,1%
Valero Energy	91,22	8,7	5,9	6,4	0,4	0,4	0,4	18,4	9,4	10,3	5%	7%	6%	4,0%	4,3%	4,6%
Mediana		6,5	5,1	5,5	0,6	0,6	0,5	12,6	8,8	9,4	7%	9%	8%	4,0%	4,3%	4,6%

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
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	85,74	4,6	5,0	5,5	0,4	0,4	0,4	7,6	9,6	11,9	9%	8%	7%	4,1%	4,1%	4,1%
Axiall	71,19	8,1	7,6	7,1	1,5	1,4	1,4	19,0	16,3	14,4	18%	19%	20%	1,4%	1,5%	1,6%
Braskem	34,43	8,3	8,3	7,2	1,1	1,1	1,0	-	94,8	49,0	14%	13%	14%	1,3%	0,7%	0,3%
Eastman Chemical	77,45	8,4	8,1	7,7	1,8	1,8	1,7	11,0	10,0	8,9	22%	22%	22%	3,2%	3,4%	3,7%
Huntsman Corp	23,35	8,6	8,8	8,1	1,0	1,1	1,1	13,7	12,4	10,4	12%	13%	13%	2,8%	2,9%	3,0%
Lotte Chemicals	221 500	4,9	5,1	4,6	0,6	0,6	0,6	8,9	8,5	7,5	12%	12%	13%	3,5%	3,6%	3,9%
LyondellBasell	92,00	7,5	7,0	6,6	1,3	1,2	1,2	9,2	8,2	7,6	17%	17%	18%	4,6%	4,9%	5,0%
Mitsubishi Chemical	830,60	7,4	7,2	6,8	0,9	0,9	0,9	7,0	9,0	9,0	12%	13%	14%	4,8%	4,8%	4,7%
Mitsui Chemicals	2655,00	6,8	7,5	6,9	0,7	0,7	0,7	6,9	13,0	9,5	10%	9%	10%	3,8%	3,8%	3,9%
Westlake Chemical	71,19	8,1	7,6	7,1	1,5	1,4	1,4	19,0	16,3	14,4	18%	19%	20%	1,4%	1,5%	1,6%
Mediana		7,8	7,5	7,0	1,1	1,1	1,1	9,2	11,2	10,0	13%	13%	14%	3,3%	3,5%	3,8%

Źródło: mBank 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
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	4,22	4,6	3,6	3,1	0,6	0,6	0,6	12,7	8,3	7,3	14%	17%	18%	2,6%	3,2%	4,8%
A2A	1,79	7,7	7,4	7,0	1,4	1,4	1,3	16,3	15,8	14,8	19%	19%	19%	4,4%	4,5%	4,7%
BG Group	22,42	5,6	5,2	5,0	0,9	0,9	0,9	13,5	11,3	10,3	16%	17%	17%	6,4%	6,5%	6,6%
BP	4,94	5,3	4,9	4,9	0,7	0,7	0,7	13,6	11,9	11,3	13%	14%	14%	6,3%	6,5%	6,7%
Centrica	0,94	5,0	4,9	5,2	0,4	0,4	0,4	13,2	9,8	9,4	7%	7%	7%	5,3%	5,5%	5,6%
Enagas	24,00	10,7	10,7	11,1	8,9	9,1	9,7	13,2	12,8	13,0	83%	85%	87%	6,7%	7,0%	7,1%
Endesa	24,64	8,6	8,4	8,1	1,6	1,6	1,6	16,9	16,1	15,3	19%	19%	19%	5,9%	6,2%	5,4%
Engie	15,30	6,9	6,5	6,2	1,1	1,0	1,0	14,8	13,3	12,0	16%	16%	16%	5,1%	5,4%	5,9%
Eni	13,88	4,0	3,8	3,6	1,0	0,9	0,9	14,9	11,8	10,5	24%	25%	26%	6,2%	6,3%	6,5%
Equinor	182,00	3,4	3,0	2,8	1,2	1,1	1,0	14,0	11,7	10,5	35%	36%	37%	5,0%	5,4%	5,7%
Gas Natural SDG	23,03	9,2	8,8	8,6	1,5	1,5	1,5	17,0	15,8	14,8	17%	17%	18%	6,0%	6,3%	6,6%
Gazprom	253,50	4,2	4,2	3,8	1,1	1,1	1,1	4,5	5,3	4,8	27%	27%	28%	6,1%	7,1%	9,9%
Hera	3,99	8,3	7,9	7,7	1,3	1,2	1,2	18,4	18,5	17,8	16%	16%	16%	2,5%	2,7%	2,8%
NovaTek	201,80	14,9	12,3	11,6	4,5	4,3	4,0	4,3	13,3	12,0	30%	35%	34%	2,3%	2,9%	3,2%
ROMGAZ	37,30	5,3	5,5	5,2	2,5	2,6	2,6	9,5	10,1	9,5	48%	48%	49%	8,9%	8,5%	9,4%
Shell	26,35	5,5	5,1	5,0	0,9	0,9	0,8	13,5	11,3	10,4	16%	17%	17%	6,4%	6,5%	6,6%
Snam	4,85	13,2	13,0	12,6	10,7	10,5	10,2	15,0	14,8	14,1	81%	81%	81%	5,0%	5,2%	5,4%
Total	48,57	5,4	4,8	4,6	0,9	0,9	0,8	12,3	10,5	10,1	16%	18%	18%	5,4%	5,8%	6,1%
Mediana		5,5	5,3	5,2	1,2	1,1	1,1	13,5	11,9	10,9	18%	18%	19%	5,6%	6,0%	6,0%

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
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	2802,00	4,9	4,5	4,2	0,7	0,7	0,6	8,0	7,2	6,8	13%	15%	15%	4,6%	4,9%	5,4%
Bashneft	2095,00	2,2	2,1	1,9	0,5	0,5	0,5	3,2	3,2	2,6	24%	24%	25%	10,3%	10,1%	11,0%
BP	4,94	5,3	4,9	4,9	0,7	0,7	0,7	13,6	11,9	11,3	13%	14%	14%	6,3%	6,5%	6,7%
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	13,88	4,0	3,8	3,6	1,0	0,9	0,9	14,9	11,8	10,5	24%	25%	26%	6,2%	6,3%	6,5%
Equinor	182,00	3,4	3,0	2,8	1,2	1,1	1,0	14,0	11,7	10,5	35%	36%	37%	5,0%	5,4%	5,7%
Gazprom Neft	470,00	4,6	4,7	4,4	1,2	1,2	1,1	5,6	5,8	5,4	25%	25%	25%	7,6%	8,4%	9,4%
Gulf Keystone	1,98	2,7	1,7	1,3	1,6	1,1	0,9	11,5	6,3	3,7	59%	66%	69%	7,6%	5,5%	6,7%
Lukoil	6717,00	4,1	4,2	4,1	0,6	0,7	0,7	7,2	7,4	7,4	16%	16%	16%	6,4%	10,7%	10,5%
Occidental Petroleum	45,83	10,5	8,3	7,9	4,9	4,2	4,0	24,3	48,3	25,7	47%	51%	51%	6,8%	6,9%	7,0%
Repsol	13,92	4,7	4,2	4,3	0,7	0,7	0,7	9,4	7,5	7,5	14%	16%	16%	6,9%	7,3%	7,4%
Rosneft Oil	484,85	4,5	4,4	4,0	1,1	1,1	1,0	7,0	6,2	5,6	24%	25%	26%	6,6%	7,5%	8,8%
Shell	26,35	5,5	5,1	5,0	0,9	0,9	0,8	13,5	11,3	10,4	16%	17%	17%	6,4%	6,5%	6,6%
Surgutneftegas	36,96	-	-	-	-	-	-	6,0	4,3	4,3	-	-	-	4,3%	7,0%	5,4%
Total	48,57	5,4	4,8	4,6	0,9	0,9	0,8	12,3	10,5	10,1	16%	18%	18%	5,4%	5,8%	6,1%
Tullow Oil	0,54	3,0	3,7	3,9	2,2	2,5	2,6	5,2	8,3	9,8	73%	68%	67%	5,9%	3,7%	4,6%
Mediana		4,6	4,4	4,2	1,0	0,9	0,9	10,5	7,9	8,7	24%	25%	25%	6,4%	6,5%	6,7%

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
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	21,64	0,5	2,4	2,3	0,1	0,2	0,3	3,6	-	-	22%	9%	12%	7,9%	0,0%	0,0%
KGHM	100,40	5,0	5,4	5,7	1,2	1,2	1,1	9,9	10,5	12,3	24%	22%	20%	0,0%	1,5%	2,9%
LW Bogdanka*	34,00	1,2	1,2	1,4	0,4	0,4	0,4	3,9	4,9	6,3	36%	33%	31%	2,6%	6,2%	6,3%
Anglo American	22,41	4,7	4,7	5,1	1,6	1,6	1,6	10,4	10,9	12,0	35%	34%	32%	3,8%	3,7%	3,5%
Antofagasta	9,76	6,3	6,1	5,8	3,1	3,1	2,9	21,9	21,1	19,0	49%	50%	50%	2,1%	2,3%	2,9%
BHP Group	18,41	6,6	6,2	6,7	3,3	3,3	3,4	14,9	12,1	13,6	50%	53%	51%	5,6%	5,7%	5,2%
Freeport-McMoRan	12,87	14,2	8,9	5,4	2,4	2,3	1,9	-	24,6	9,8	17%	26%	35%	1,6%	2,3%	2,6%
Glencore	2,42	6,9	6,3	5,7	0,4	0,4	0,4	18,6	14,2	11,1	5%	6%	6%	5,9%	5,1%	5,2%
Grupo Mexico	58,02	6,5	6,2	5,9	3,0	2,9	2,7	14,4	13,2	12,8	46%	46%	46%	5,2%	5,0%	7,3%
Kazakhmys	5,55	5,2	5,2	5,0	2,8	2,7	2,6	7,4	7,1	6,9	54%	53%	52%	1,3%	1,5%	1,3%
Rio Tinto	46,77	5,5	6,1	6,8	2,7	2,8	3,0	9,7	10,8	13,4	48%	46%	43%	7,4%	6,1%	5,0%
Southern CC	43,93	11,1	10,5	10,1	5,5	5,3	5,1	21,8	20,1	19,1	50%	50%	50%	3,7%	3,7%	3,6%
Mediana		5,9	6,1	5,7	2,6	2,5	2,3	10,4	12,1	12,3	41%	40%	39%	3,7%	3,7%	3,6%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	356,00	8,3	9,0	9,2	1,3	1,4	1,4	12,1	13,9	14,4	16%	15%	15%	6,7%	6,6%	5,4%
Alcoa	17,69	10,7	4,2	3,6	0,6	0,6	0,6	-	100+	23,7	5%	14%	16%	-	-	-
Constellium	12,59	6,6	6,2	5,7	0,6	0,6	0,6	28,0	11,9	8,4	10%	10%	11%	-	-	-
Kaiser Aluminum	104,94	8,7	8,1	7,9	1,2	1,2	1,2	15,5	14,0	13,2	14%	15%	15%	2,3%	2,4%	2,4%
Norsk Hydro	32,26	7,5	5,4	4,6	0,6	0,6	0,5	34,5	14,9	10,6	8%	10%	12%	3,7%	4,0%	4,5%
Rusal	4,87	16,3	14,5	12,3	1,7	1,7	1,6	7,6	5,8	5,5	10%	12%	13%	1,4%	3,2%	3,9%
Mediana		8,5	7,1	6,8	0,9	0,9	0,9	15,5	13,9	11,9	10%	13%	14%	3,0%	3,6%	4,2%

Źródło: mBank dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

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
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	29,00	4,0	6,5	8,2	0,6	0,7	0,8	5,9	23,9	100+	14%	10%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	10,60	10,7	7,5	7,2	0,8	0,7	0,7	32,1	15,8	16,3	7%	10%	10%	-	-	-
Acron	4756,00	8,7	7,6	7,2	2,7	2,4	2,2	9,6	7,9	7,8	31%	32%	30%	6,8%	6,9%	7,2%
CF Industries	46,14	10,1	9,6	9,2	3,6	3,6	3,5	21,8	18,4	15,5	36%	37%	38%	2,6%	2,6%	2,7%
Israel Chemicals	15,46	6,6	6,6	6,3	1,5	1,5	1,4	11,2	10,9	10,2	23%	22%	22%	4,6%	4,5%	4,8%
K+S	10,31	8,2	7,1	6,2	1,3	1,2	1,2	20,9	12,8	8,6	16%	17%	19%	2,5%	3,5%	4,4%
Phosagro	2490,00	5,8	6,2	5,7	1,8	1,8	1,7	9,1	11,5	10,1	31%	30%	31%	5,7%	4,2%	3,8%
The Mosaic Company	21,87	9,0	7,7	6,5	1,4	1,4	1,3	49,5	20,0	13,1	16%	18%	21%	0,9%	1,0%	1,2%
Yara International	343,50	7,0	6,2	5,8	1,1	1,0	1,0	13,1	11,0	9,6	16%	17%	17%	3,1%	4,5%	5,4%
Mediana		8,2	7,1	6,5	1,4	1,4	1,3	13,1	12,8	10,1	16%	18%	21%	2,9%	3,8%	4,1%

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
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	18,65	6,5	4,0	3,9	0,9	0,8	0,7	-	3,3	2,8	13%	20%	19%	-	-	4,7%
Kemel	48,10	5,0	6,9	6,4	0,4	0,5	0,5	5,8	9,4	9,2	9%	8%	7%	1,8%	1,9%	1,9%
Agrana Beteiligungs	18,80	11,0	-	-	0,7	-	-	45,9	-	-	6%	-	-	5,3%	-	-
Bunge Limited	56,06	10,5	10,0	9,2	0,4	0,4	0,3	19,5	15,7	12,8	3%	4%	4%	3,6%	3,9%	4,3%
Cosan	79,56	6,6	6,5	6,0	0,6	0,5	0,5	16,2	15,9	14,8	9%	8%	9%	1,9%	2,0%	2,6%
MHP	8,80	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	3785,00	8,8	8,4	8,1	0,5	0,5	0,5	14,3	14,4	13,9	6%	6%	6%	2,1%	2,1%	2,1%
Suedzucker	14,64	-	11,7	7,3	0,8	0,8	0,8	-	-	14,4	-	7%	10%	1,4%	1,5%	2,1%
Wilmar Int.	4,28	14,7	13,6	12,8	0,9	0,8	0,7	17,2	15,3	13,9	6%	6%	6%	2,5%	2,6%	2,8%
Mediana		7,7	7,7	6,9	0,7	0,7	0,6	16,2	14,4	13,3	7%	7%	8%	2,3%	2,1%	2,7%

Źródło: mBank dla spółek polskich, Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

Wybrane surowcowe ETF (Exchange Traded Funds) dostępne w detalicznej ofercie Biura maklerskiego mBanku

Surowiec	Nazwa instrumentu (nazwa w serwisie mdm.pl)	Rynek	Kod ISIN	Ticker
Produkty rolne				
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
Metale				
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
Paliwa				
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: mBank

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 Biura 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 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 sporządzanie 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

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 Biuro maklerskie 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, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeleiderer 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, NWA1 Dom Maklerski, Orbis, Pfeleiderer Group, Prime Car Management, Primetech.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura 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 Biura 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

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 Biurze 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 Biura 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 wiążącą 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.

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

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

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

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

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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