

wtorek, 4 lutego 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 kontynuują spadki i kontrakt roczny oscyluje już wokół 40 EUR/MWh, co jest pochodną korekty na CO<sub>2</sub> (23 EUR/t) i węgla (-5% vs poprzedni tydzień). Spadki benchmarku na razie nie zdołały zepsuć bardzo dobrego sentymentu na indeksie sektorowym, który YTD wzrósł już 9%. W Polsce ceny energii zareagowały na korektę uprawnień i roczny kontrakt spadł do 246 PLN/MWh, ale nie zmienia to istotnie CDS dla elektrowni zintegrowanej pionowo. Warto zwrócić uwagę na krajowe ceny węgla, które implikują spread do 1Y FWD ARA na poziomie 3 PLN/GJ, co jest granicą opłacalności importu.

#### Rynek paliwowy

Marża rafinerijna utrzymywała się przez cały tydzień na 2 USD/Bbl, ale na wczorajszej przecenie ropy (-3 USD) odbiła powyżej 4 USD. Nie przywiązywalibyśmy się jednak do tego 1-dniowego odczytu, gdyż nadal obserwujemy presję podażową przy słabszym popycie (pogoda, wirus, JET). Dyferencjał Ural/Brent spadł w ostatnich dniach do 1 USD/Bbl. W petrochemii nie obserwowaliśmy istotnych zmian. Nadal negatywne nastroje utrzymują się na rynku gazu, a napełnienie magazynów w UE wynosi 71% (51% rok temu). W kontekście koronawirusa zwracamy uwagę, że udział Chin w globalnej konsumpcji ropy/gazu wynosi 14%/7% vs udział w produkcji 4%/4%.

#### Rynek sody

Źródła rynkowe mówią o kilkuprocentowych wzrostach cen sody w Europie w kontraktach na 2020 rok (pozytywnie dla Ciech). Dodatkowo producenci oparli o metodę Solveya korzystając na niższych cenach węgla koksującego i gazu ziemnego. Pozytywnie dla Ciech.

#### Rynek metali

Czasowe wyłączenia mocy przetwórczych w Chinach z powodu koronawirusa zwiększają ryzyko spadku popytu na główne metale w 1Q'20. Naszym zdaniem najbardziej niekorzystnie wygląda sytuacja na miedzi, gdzie Chiny odpowiadają za 50% światowej konsumpcji i mają udział w produkcji na poziomie jedynie 9%. Tak duża dysproporcja zwiększa ryzyko wzrostu zapasów w krótkim terminie i spadku cen. Już obecnie obserwujemy wzrost monitorowanych zapasów na światowych giełdach. Duże dysproporcje pomiędzy konsumpcją i produkcją mają miejsce również w przypadku aluminium (Chiny konsumują 67% i produkują 54%) i cynku (Chiny konsumują 45% i produkują 34%).

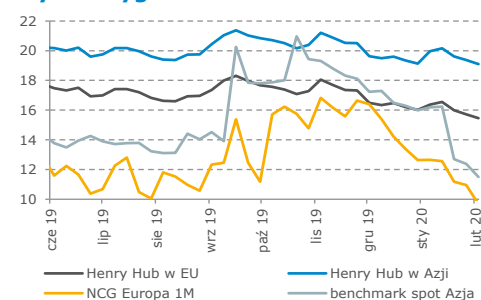
#### Rynek agro

Spadające ceny gazu pozytywnie przekładają się na marże na produkcji nawozów saletranych (pozytywnie dla Grupy Azoty). Dodatkowo warto zwrócić uwagę na odbicie cen DAP. Na rynku pojawiają się pierwsze informacje o wyłączeniach mocy w zakresie soli potasowych, co może mieć pozytywny wpływ na notowania nawozów wieloskładnikowych. Ceny cukru na światowych rynkach wzrosły do 0,15 USD/lb (najwyżej od 2017 roku). Ceny rosną w obawie o spadki produkcji w Indiach i Brazylii (największy światowi producenci), a agencje informacyjne donoszą o oczekiwanym deficycie cukru w 2020 roku (pozytywnie dla Astarta, SuedZucker).

#### Rynek węgla koksowego

Czasowy przestój zakładów produkcyjnych i budownictwa ma negatywny wpływ na poziom zapasów stali w Chinach. W obawie o spadek popytu wyraźna korekta cen ma miejsce w przypadku rudy żelaza, ale mniejsze spadki dotyczą również węgla koksującego. Chiny odpowiadają za 60% światowej konsumpcji węgla koksowego, z czego produkują jedynie 45%. Podobnie jak w przypadku metali w krótkim terminie istnieje ryzyko nagromadzenia zapasów węgla (np. w Australii) i korekty cen.

#### Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

#### Ceny gazu w EU najniższe na świecie

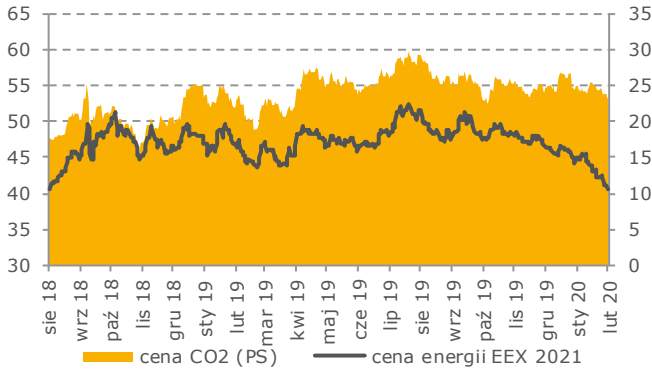
Ceny gazu na rynku europejskim w kontraktach miesięcznych spadły już poniżej 10 EUR/MWh i po uwzględnieniu kosztów logistyki oraz skraplania są wyraźnie niższe od benchmarku z rynku amerykańskiego (15 EUR/MWh). Ewidentnie więc ostatnia przecena jaką obserwujemy nie wynika z presji importowej, ale z ogromnej nadpodaży na lokalnym rynku związanej z niskim popytem (pogoda) i wysokimi stanami zapasów.

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

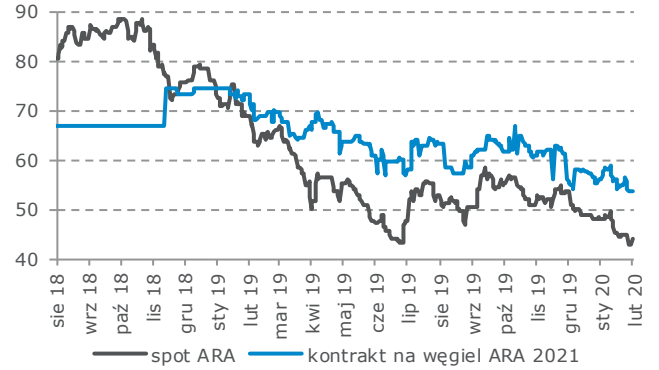
Spółka	1W	YTD
PKN Orlen	-11,6%	-15%
Lotos	-10,9%	-11%
LW Bogdanka	-9,9%	-14%
PGNiG	-7,8%	-18%
PGE	-6,0%	-16%
Grupa Azoty	-4,7%	-14%
OMV	-4,3%	-12%
Energa	-4,2%	+1%
Boryszew	-4,0%	+4%
MOL	-3,5%	-13%
IMC	-3,4%	+2%
Tupras	-3,2%	-12%
ZE PAK	-2,9%	-4%
CEZ	-2,5%	-1%
Kernel	-2,5%	+4%
Tauron	-2,2%	-10%
Astarta	-2,1%	+3%
Enea	-1,6%	-9%
ZCh Police	-1,0%	-3%
Orzeł Biały	-0,9%	+1%
KGHM	-0,6%	-3%
PCC Rokita	+0,0%	+4%
Kruszwica	+2,3%	+11%
JSW	+2,7%	-8%
ZA Puławy	+2,9%	+3%
Ciech	+3,5%	+1%
Alumetal	+4,7%	+11%
Tarczyński	+5,4%	-3%
Kęty	+6,1%	+6%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,5%	-2%
Chemia	-1,0%	-7%
Energia	-3,9%	-10%
Paliwa	-10,6%	-15%
Spożywczy	-0,6%	+5%
Surowce	-0,6%	-4%
Ukraina	-0,1%	+5%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,8%	-8%
Oil & Gas E&P	-5,0%	-12%
Refining EU	-5,6%	-9%
Refining US	-5,1%	-16%
Agri & Food	-0,7%	+2%
Kauczuki	-2,2%	-10%
Nawozy	+2,0%	-8%
Chemicals EU	+0,8%	-4%
Industrials EU	-0,6%	-0%
Petchem World	-3,5%	-10%
Utilities EU	+0,9%	+9%
Utilities US	+1,5%	+7%

## Energetyka

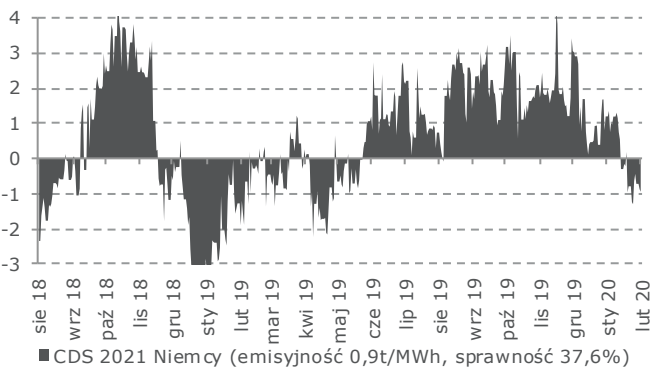
**Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)**



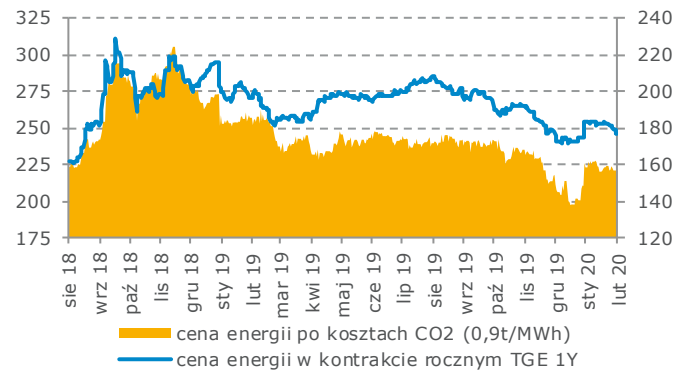
**Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)**



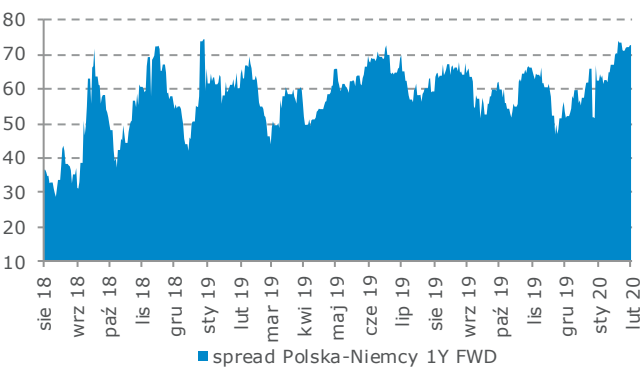
**Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)**



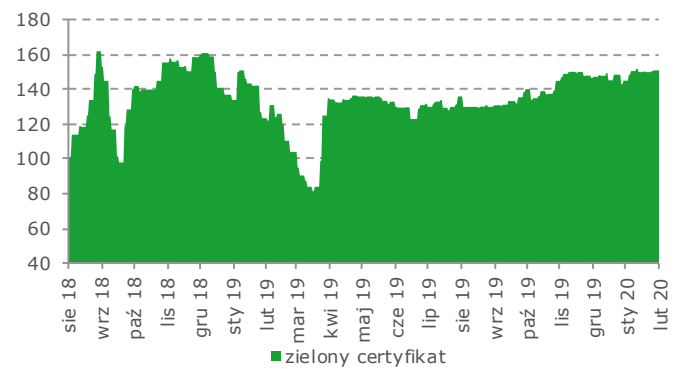
**Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)**



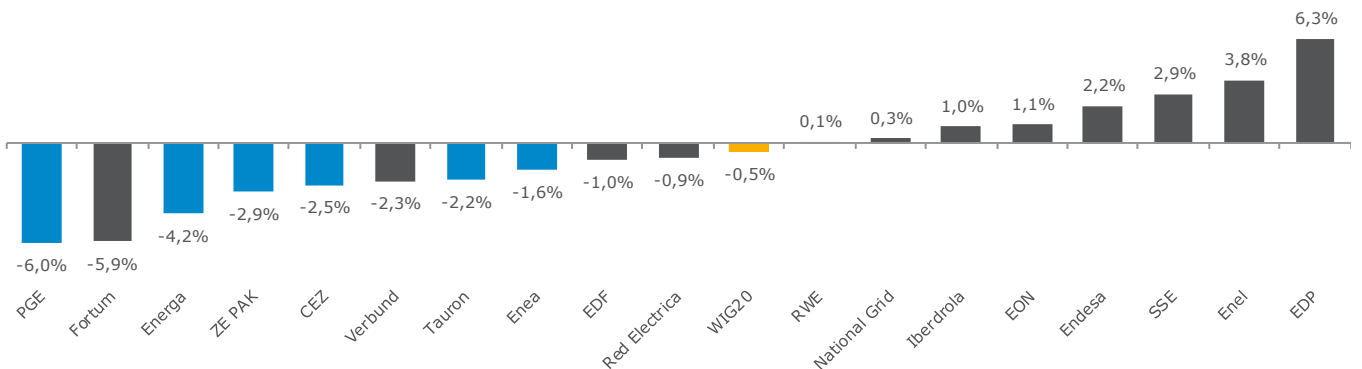
**Spread w cenach energii (PLN/MWh)**



**Zielony certyfikat (PLN/MWh)**



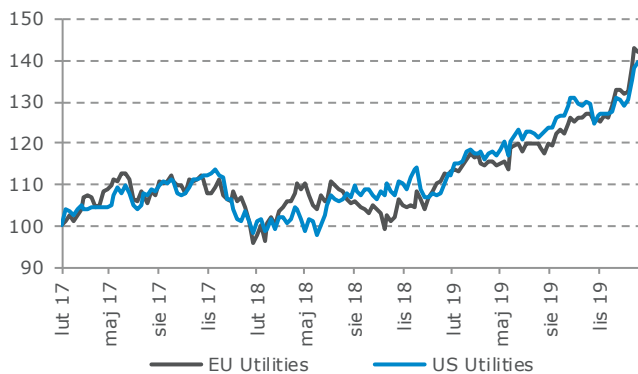
**Tygodniowy performance spółek energetycznych**



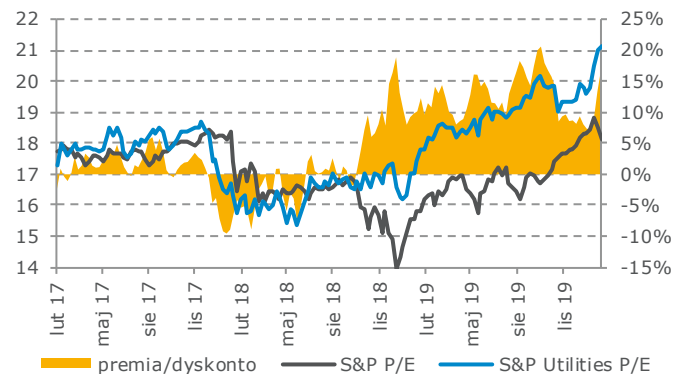
Źródło: Bloomberg, mBank

## Energetyka

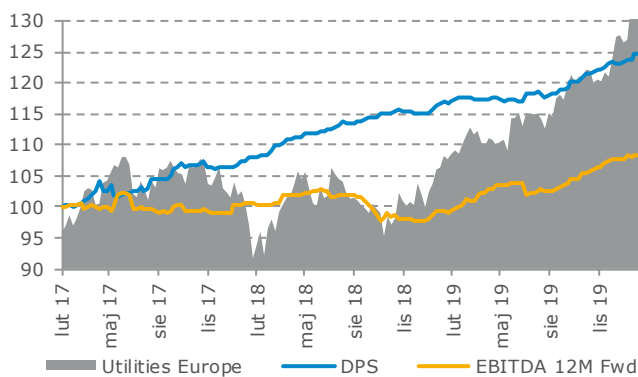
**Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities**



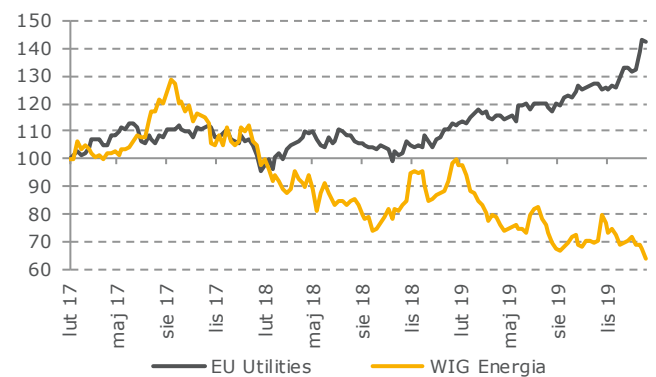
**Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku**



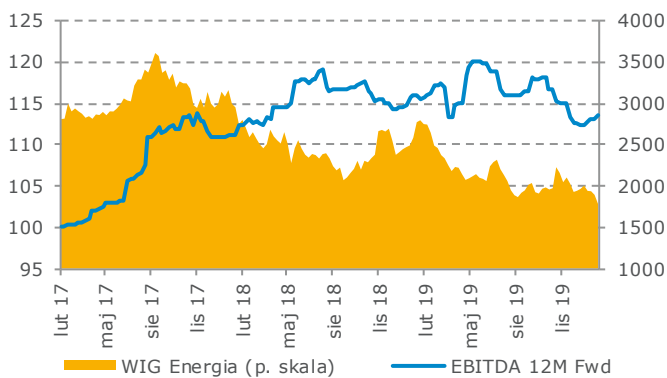
**Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA**



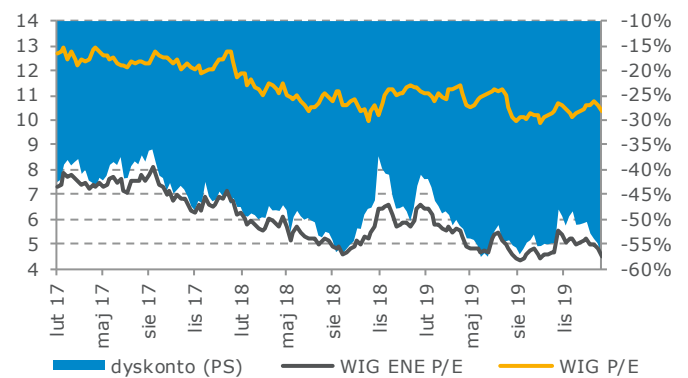
**Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia**



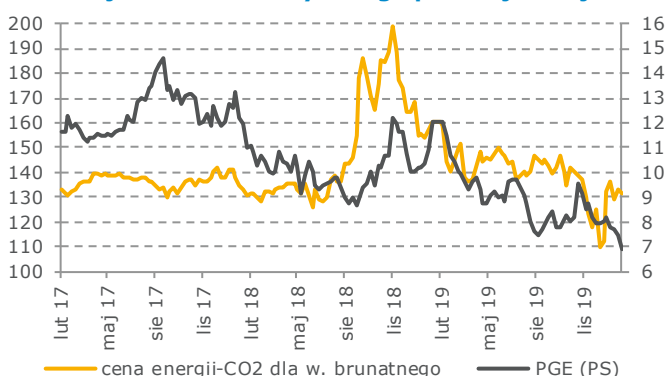
**Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd**



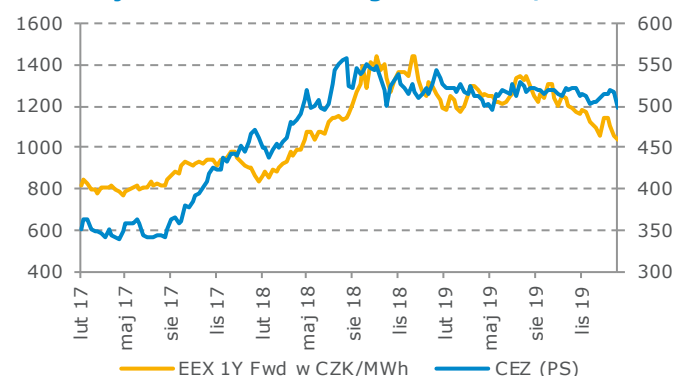
**Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku**



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



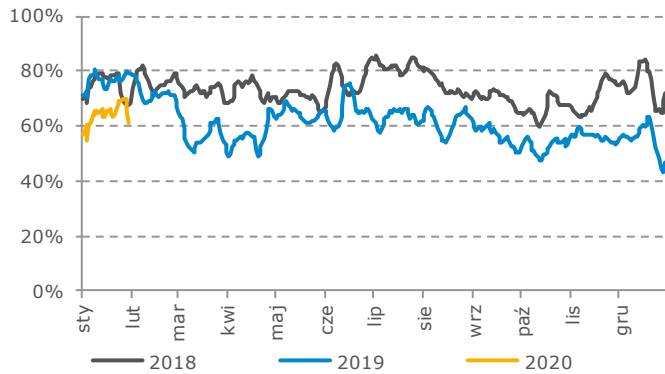
**Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh**



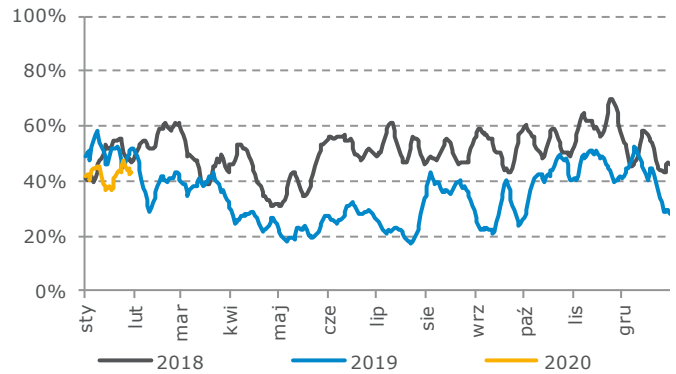
Źródło: Bloomberg, mBank

## Energetyka

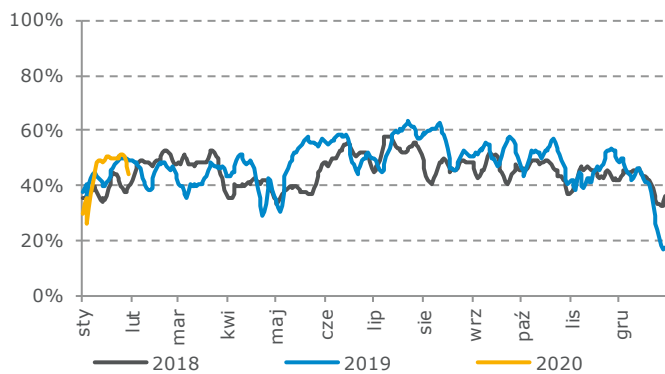
**Load factor elektrowni Bełchatów**



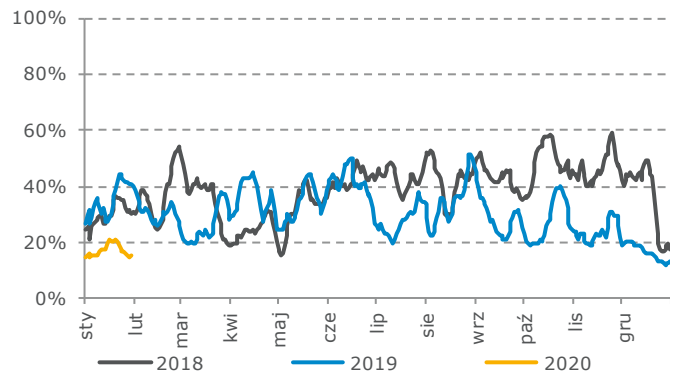
**Load factor elektrowni Turów**



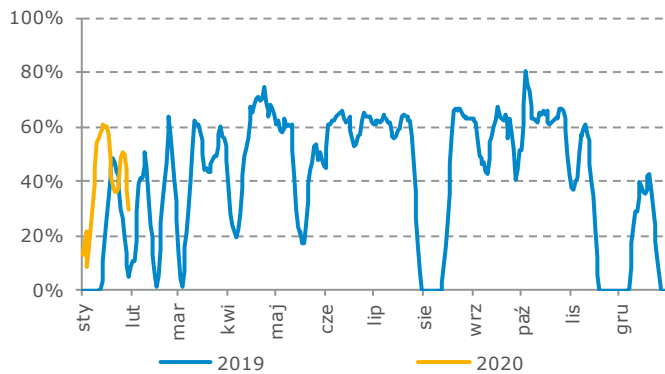
**Load factor elektrowni Koźienice**



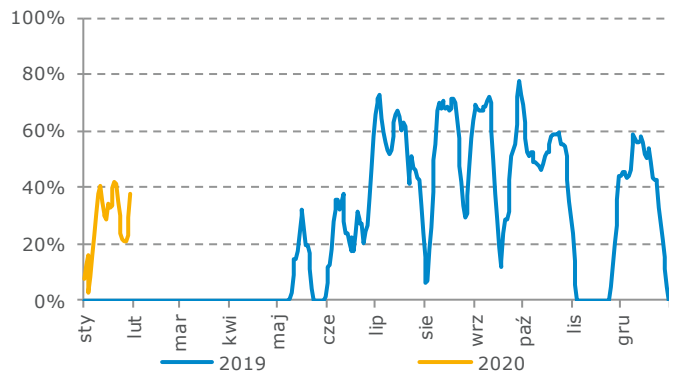
**Load factor elektrowni Jaworzno**



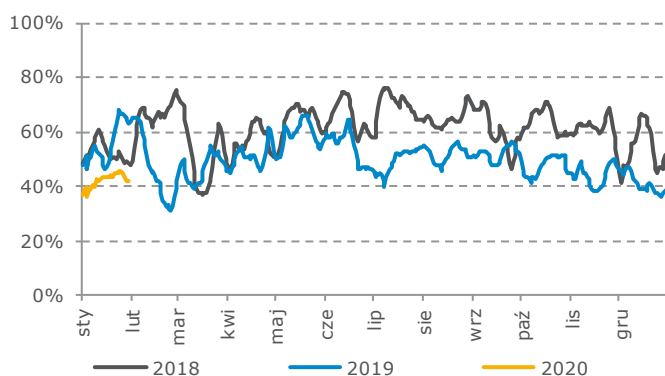
**Load factor elektrowni Opole B5**



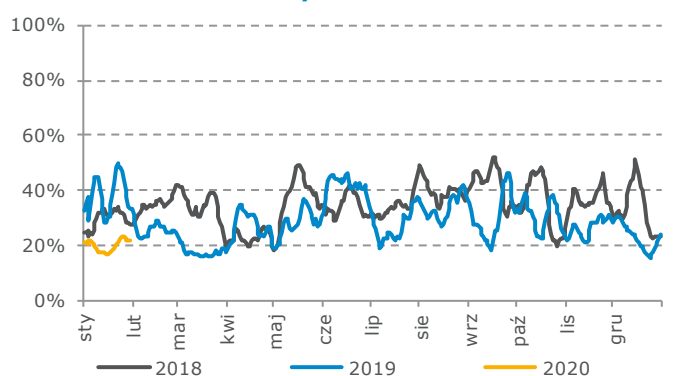
**Load factor elektrowni Opole B6**



**Load factor elektrowni Połaniec**



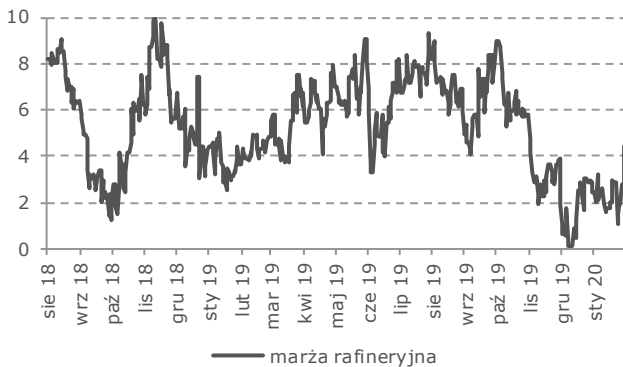
**Load factor elektrowni Rybnik**



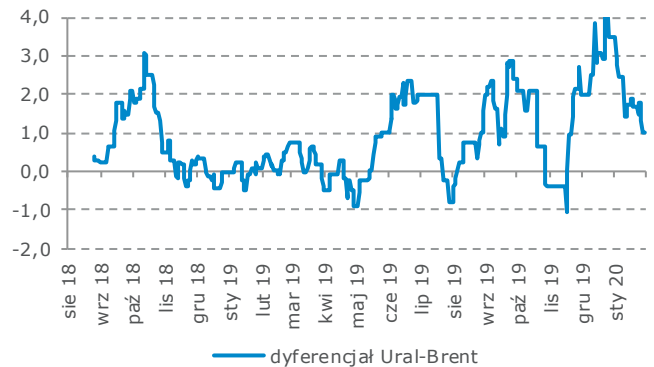
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

## Paliwa

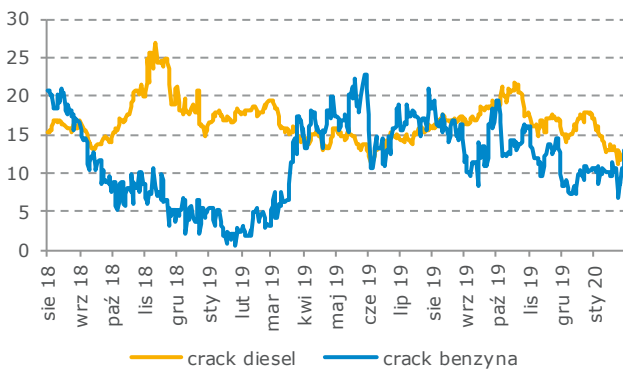
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



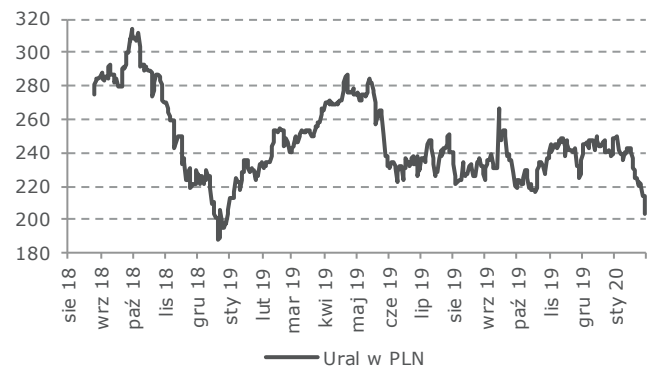
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



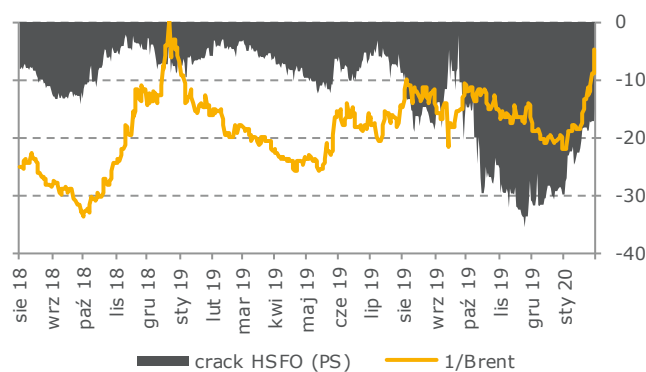
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



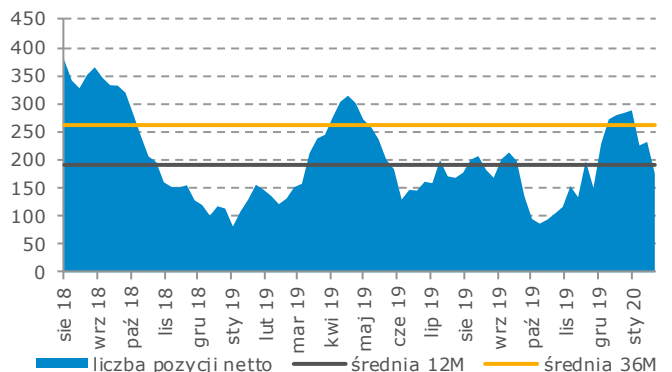
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



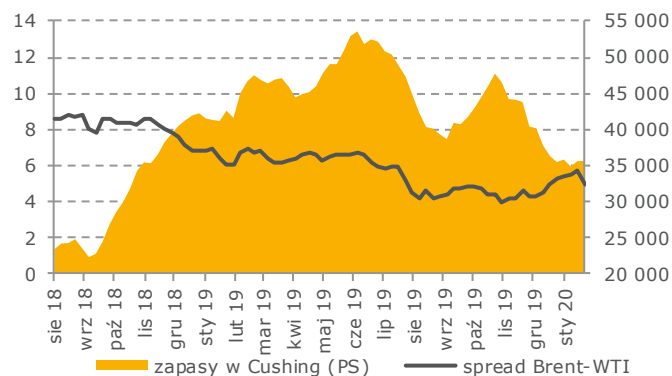
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



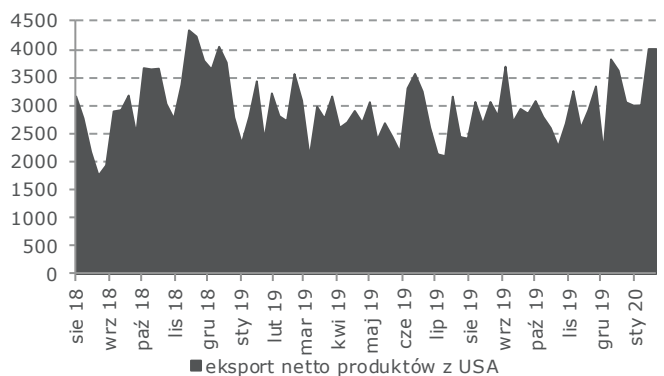
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



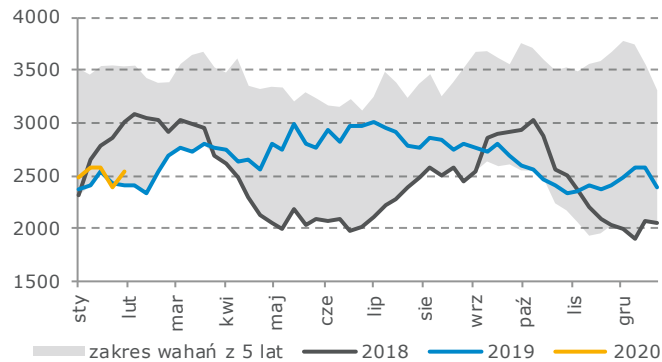
Eksport netto paliw z USA



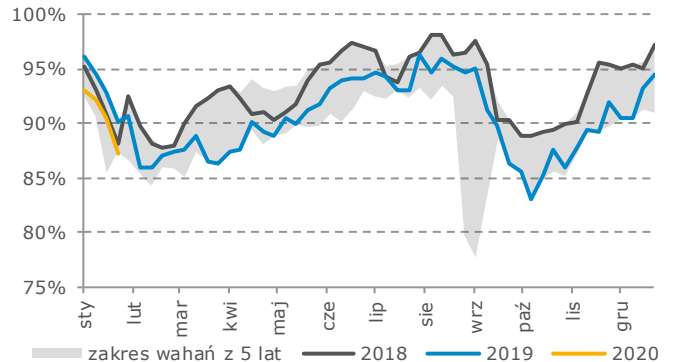
Źródło: Bloomberg, mBank

## Paliwa

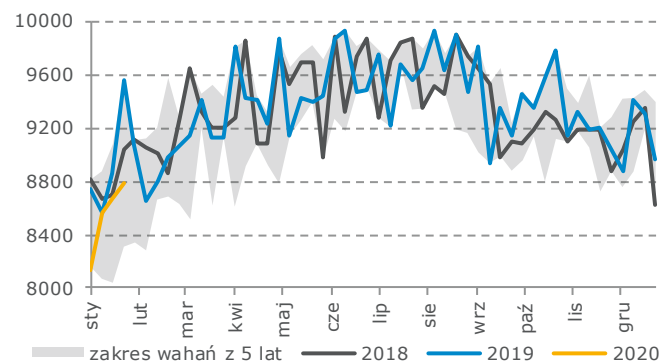
**Zapasy diesla w portach ARA**



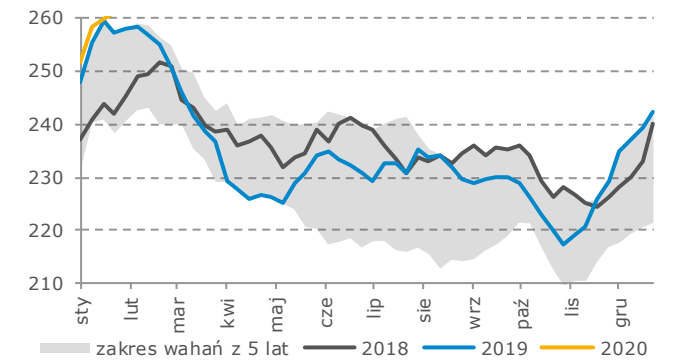
**Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA**



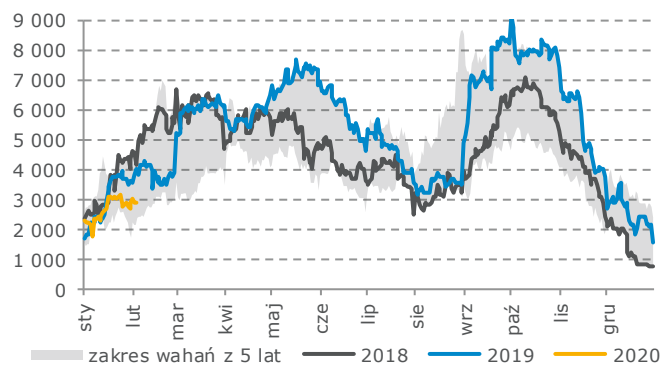
**Popyt na benzynę w USA**



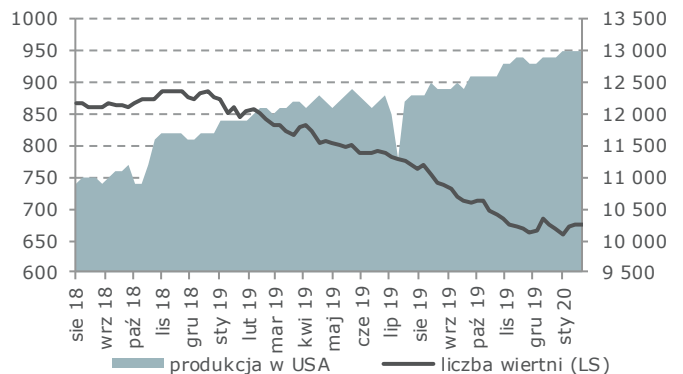
**Zapasy benzyny w USA**



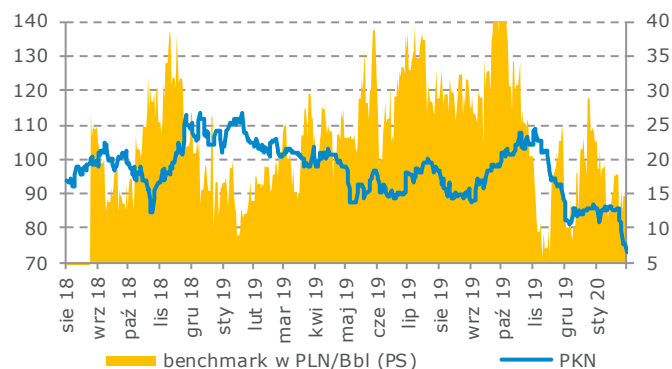
**Globalne przestoje remontowe w rafineriach**



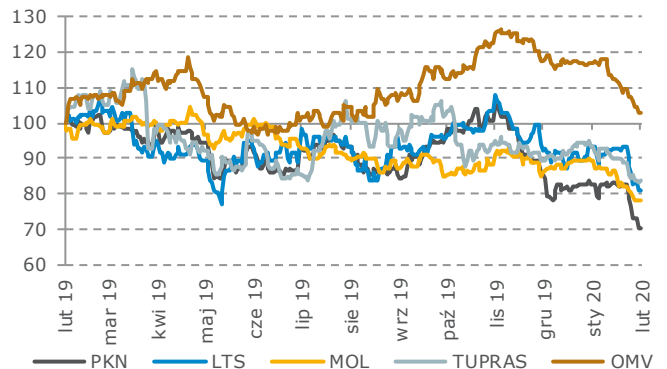
**Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni**



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



**Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych**

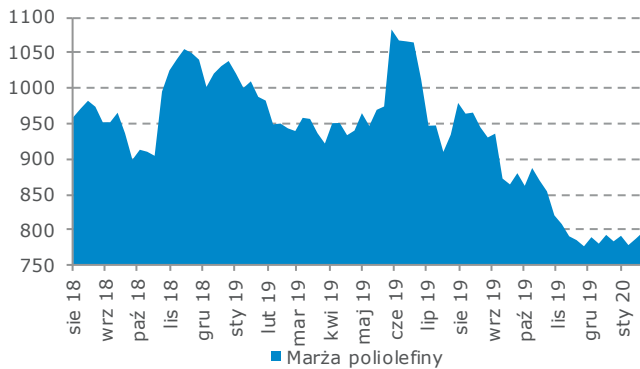


Źródło: Bloomberg, mBank

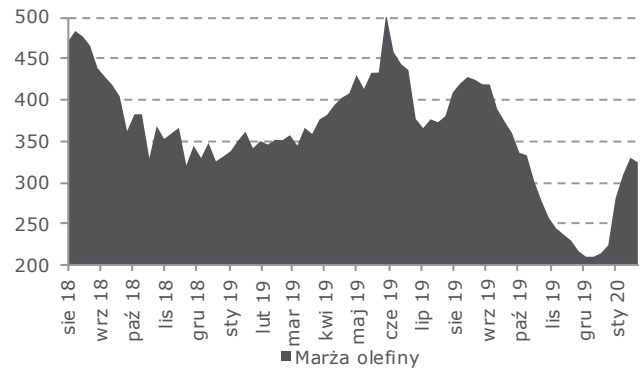


## Petrochemia/Gaz

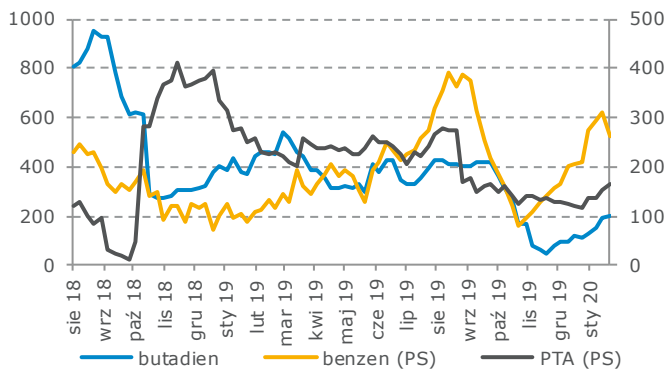
### Marża petrochemiczna poliolefiny



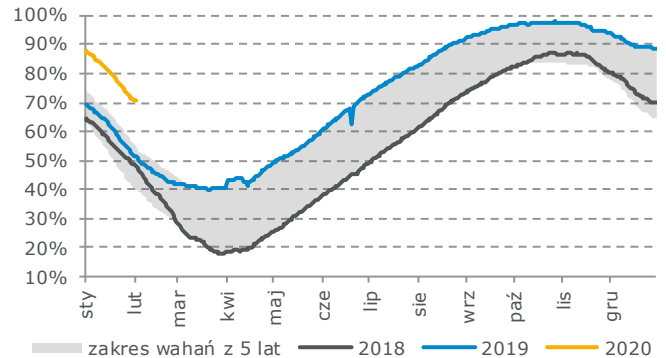
### Marża petrochemiczna olefiny



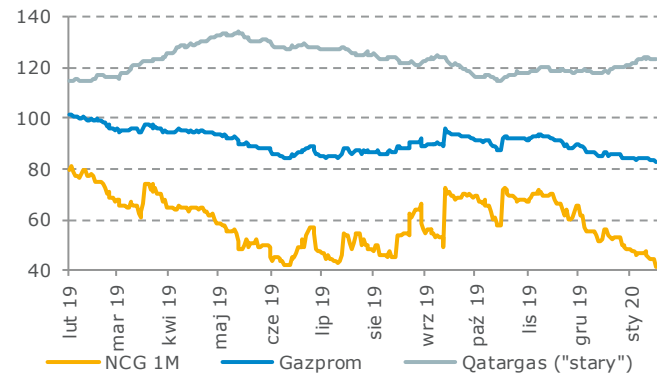
### Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/£)



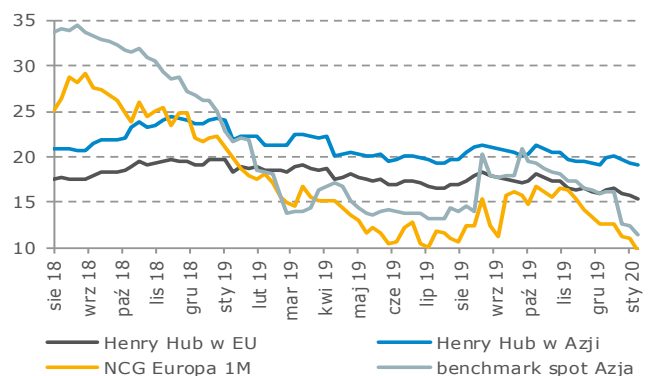
### Napełnienie magazynów gazu w UE



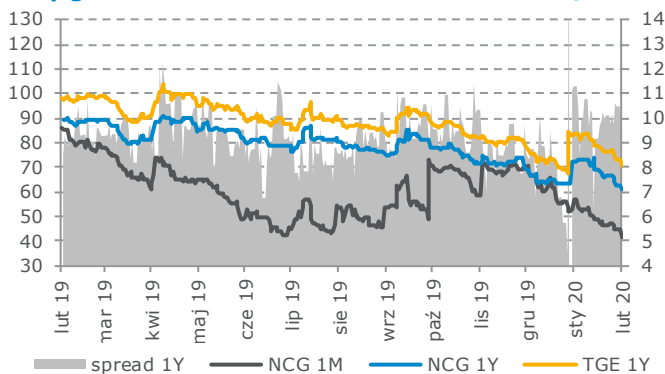
### Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



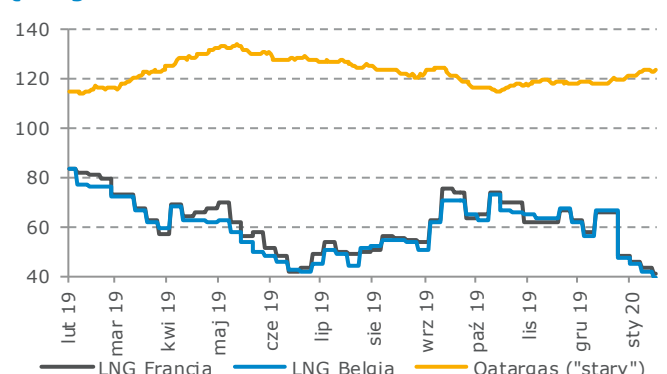
### Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



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



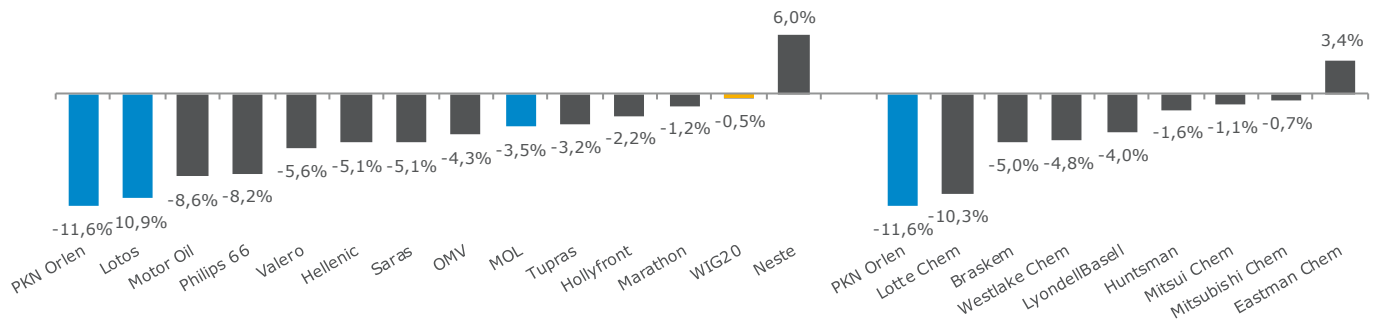
### Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



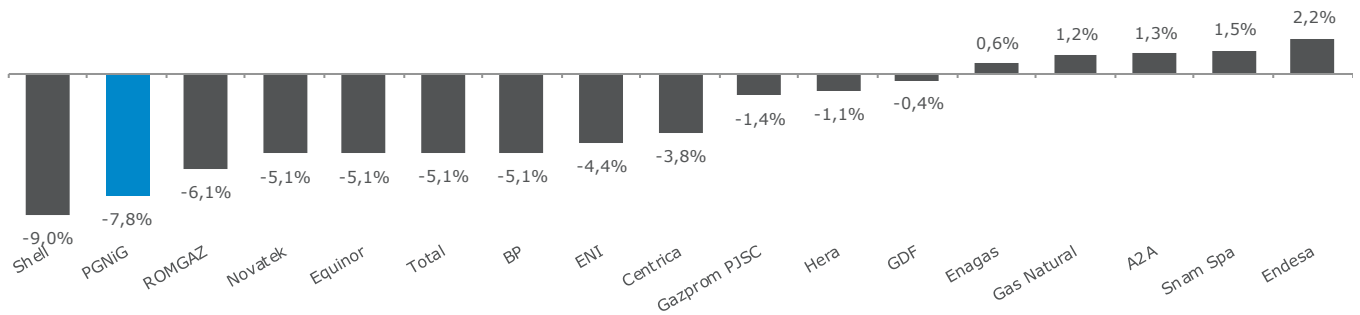
Źródło: Bloomberg, mBank

## Tygodniowy performance

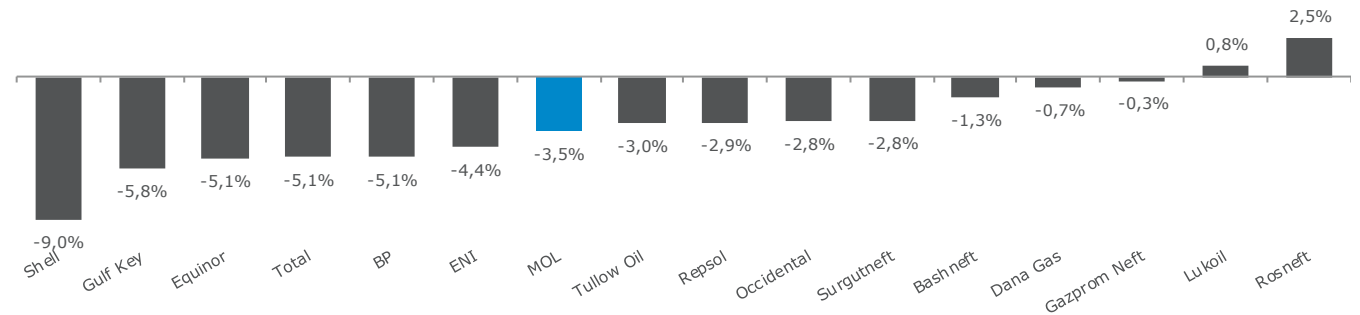
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



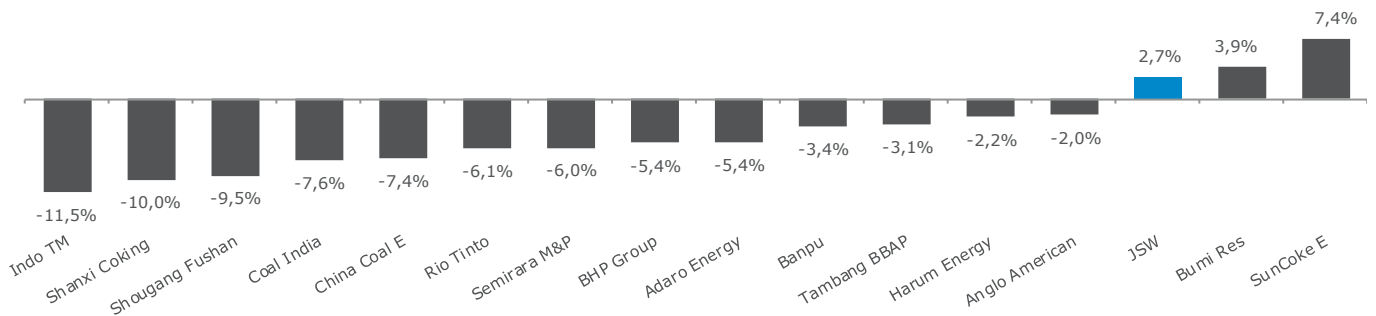
### Spółki gazowe



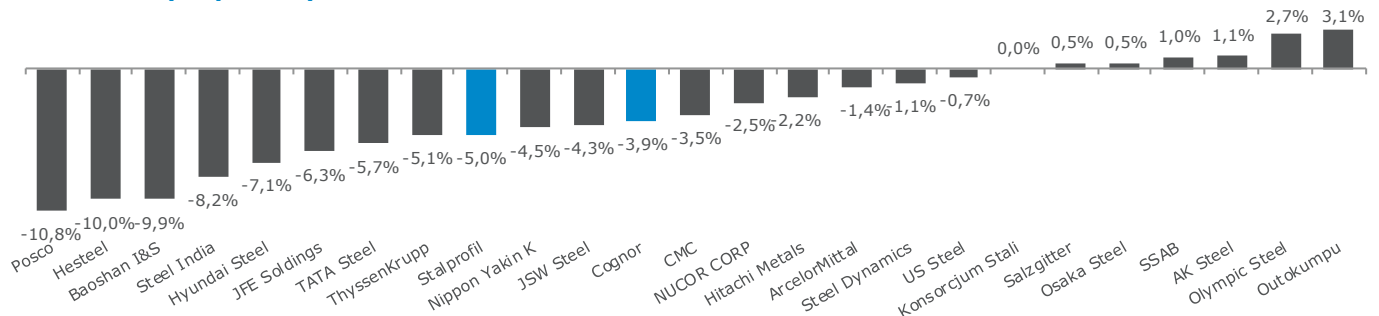
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



### Producenci i dystrybutorzy stali

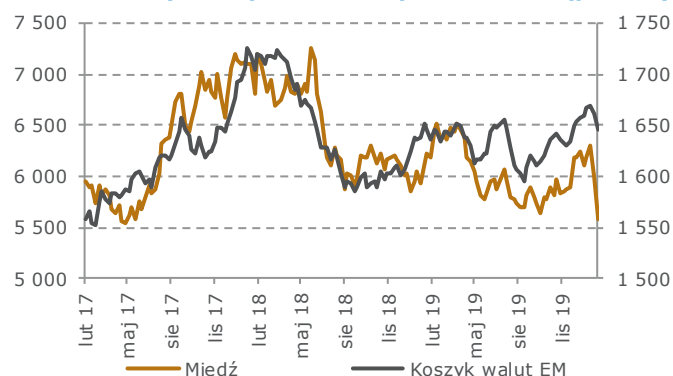


Źródło: Bloomberg, mBank

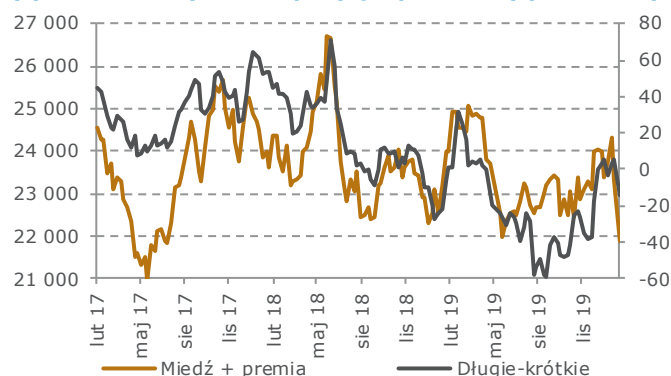


## Surowce (miedź)

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



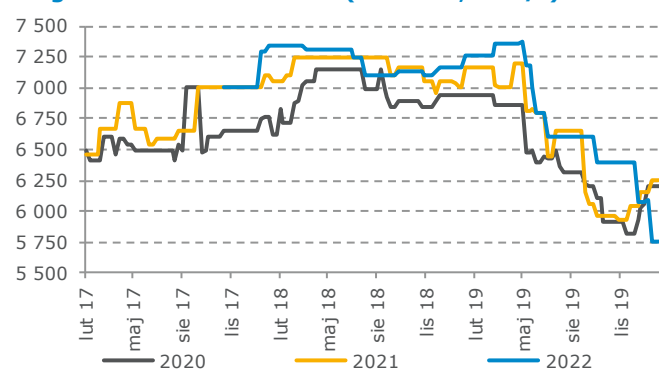
Cena miedzi + wartość premii producentkiej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



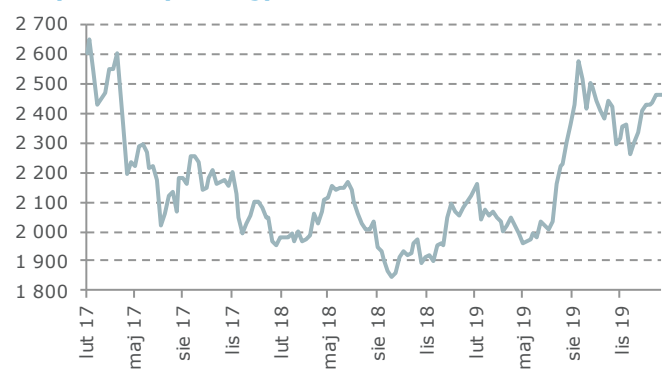
Wartości premii producentkiej dla miedzi (PLN/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



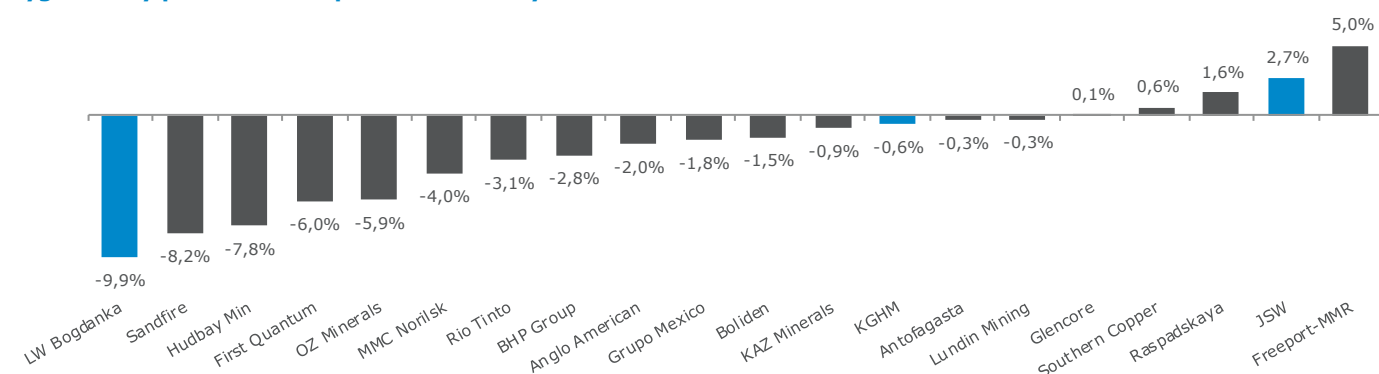
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



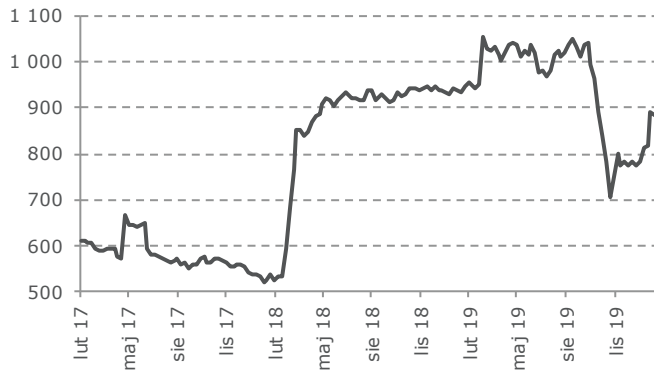
Tygodniowy performance spółek surowcowych



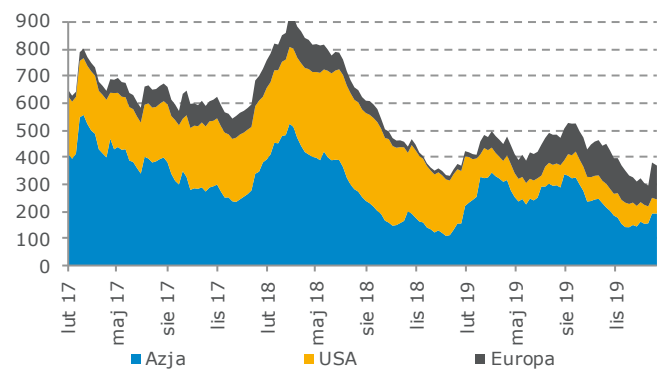
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (miedź)

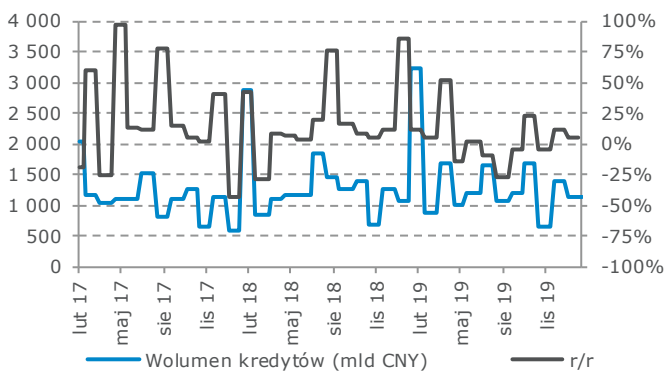
**Ceny molibdenu (PLN/10kg)**



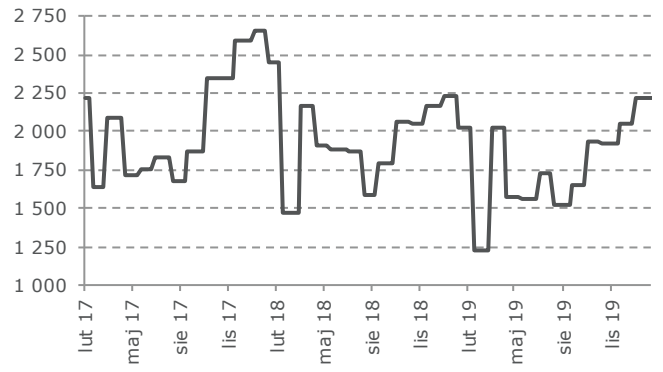
**Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)**



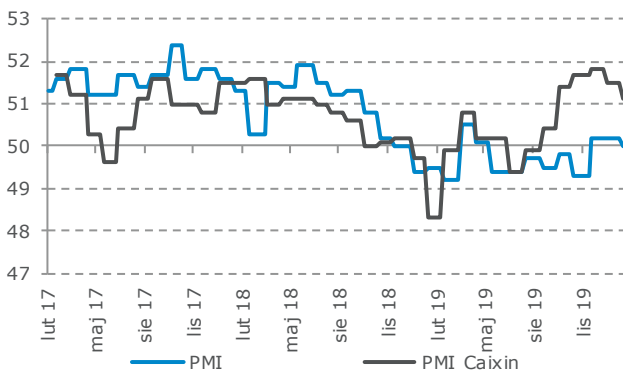
**Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)**



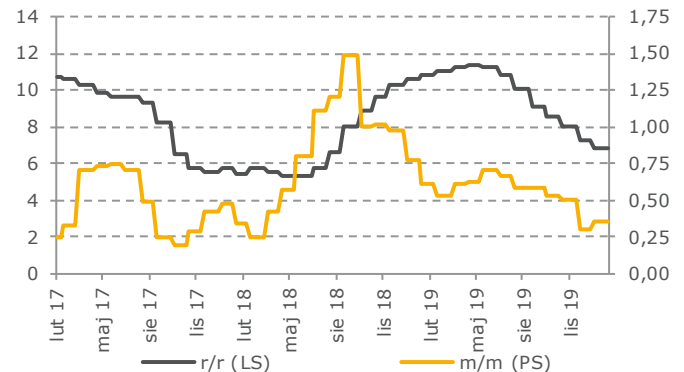
**Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)**



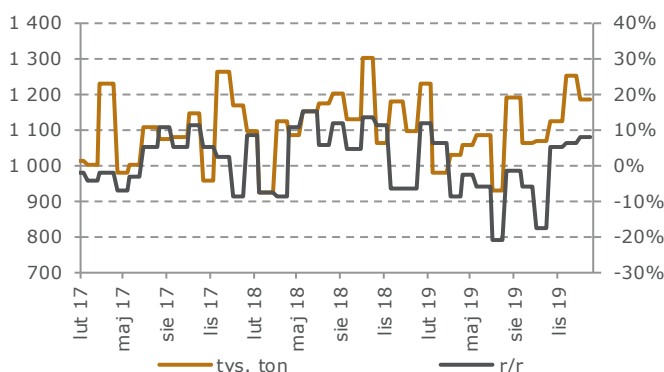
**Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)**



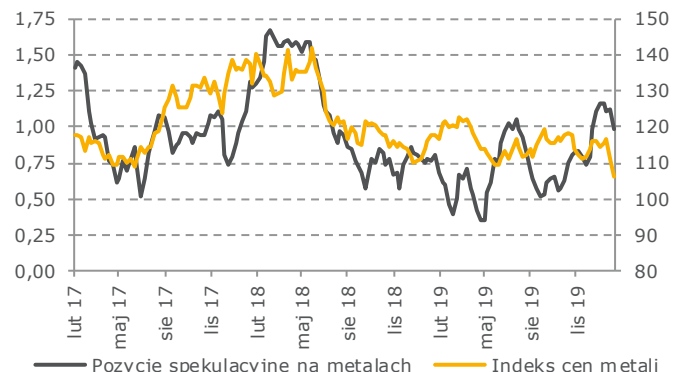
**Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)**



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



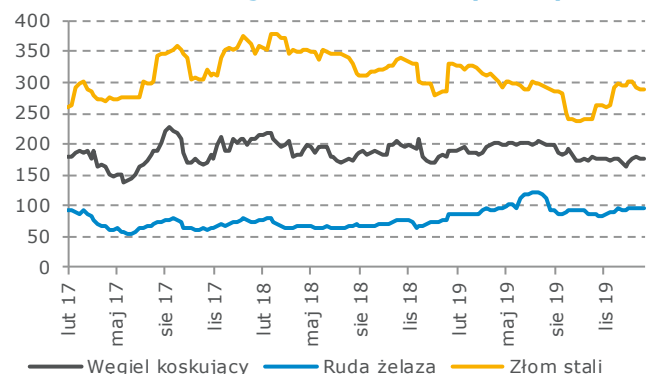
**Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)**



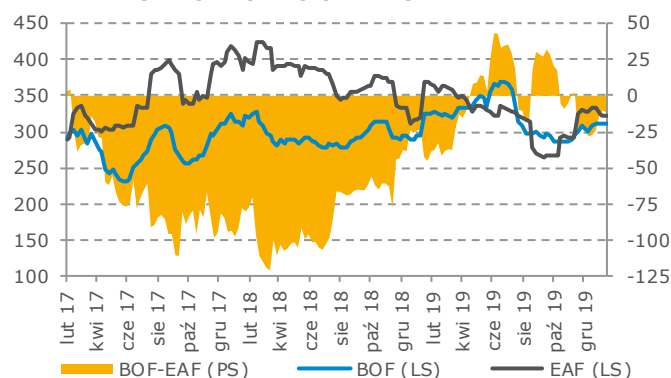
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (stal)

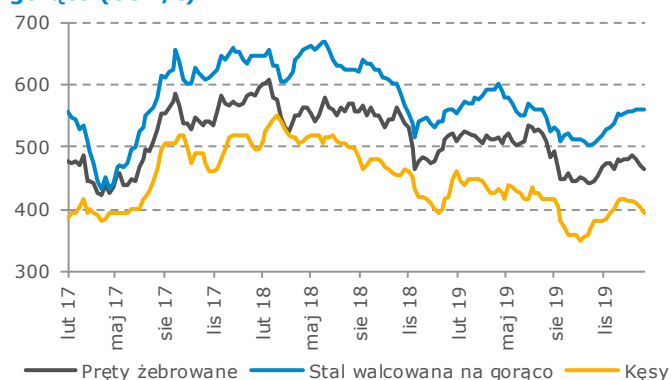
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



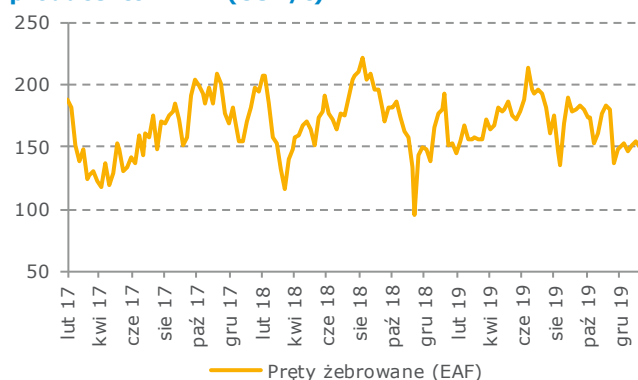
**Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



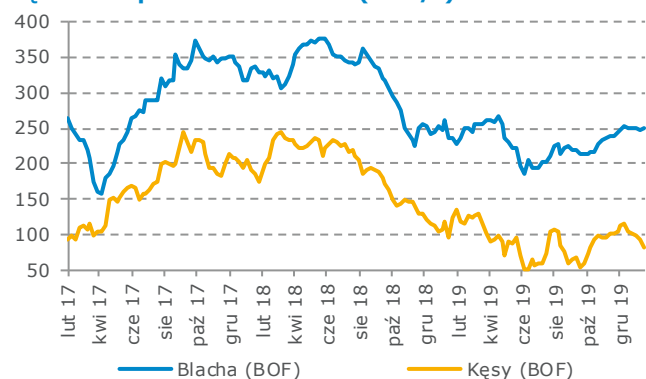
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



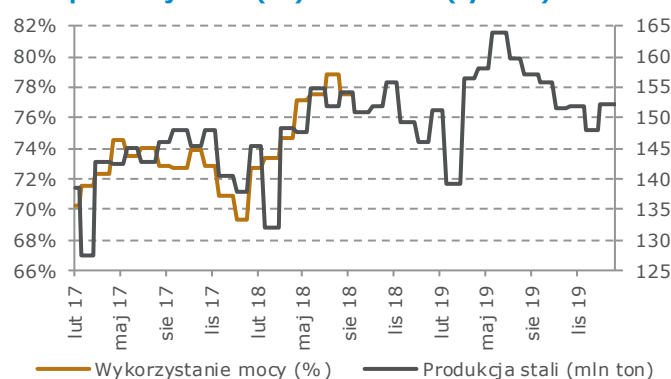
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



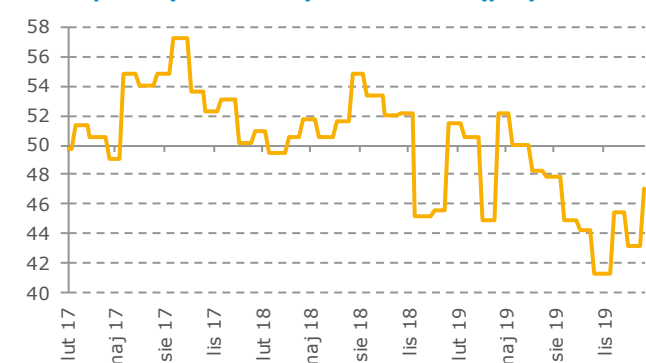
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



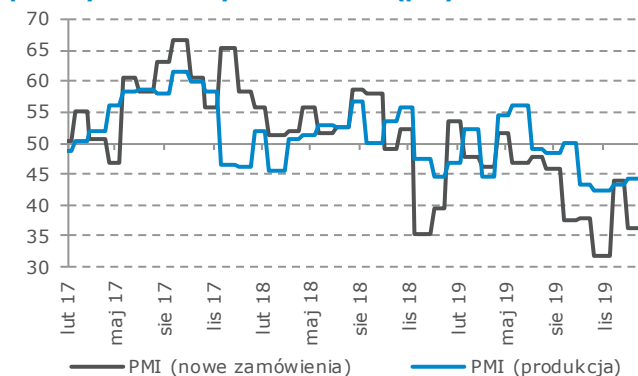
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



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



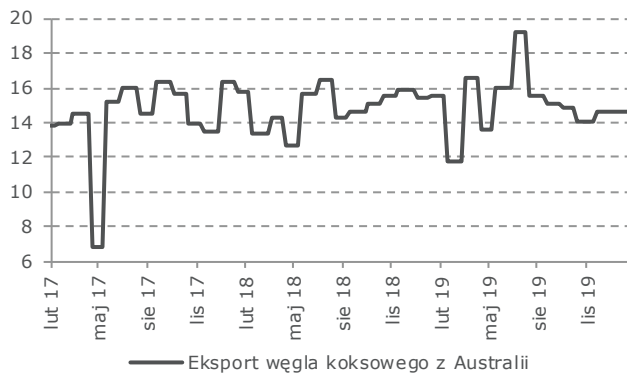
**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**



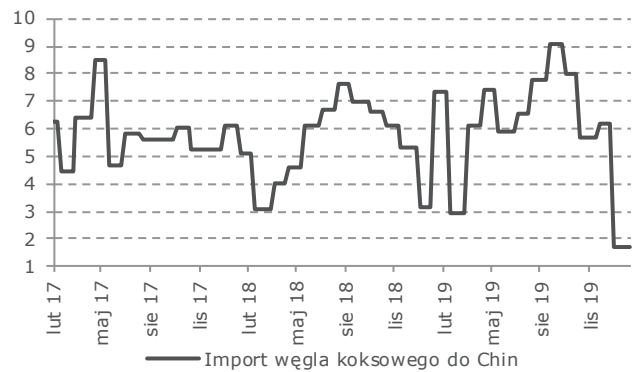
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (stal)

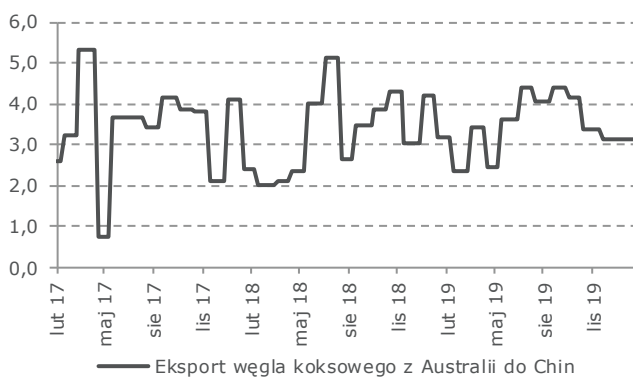
**Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)**



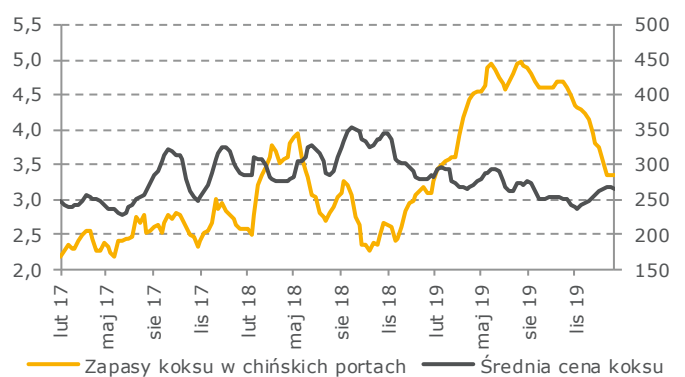
**Import węgla koksowego do Chin (mln ton)**



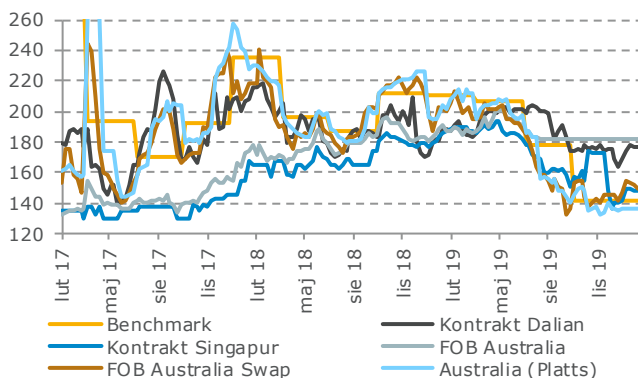
**Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)**



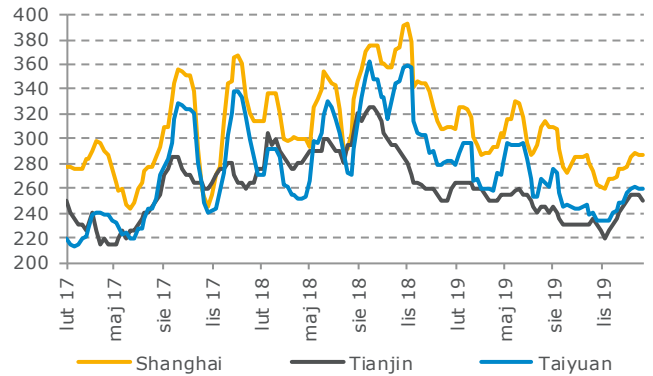
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



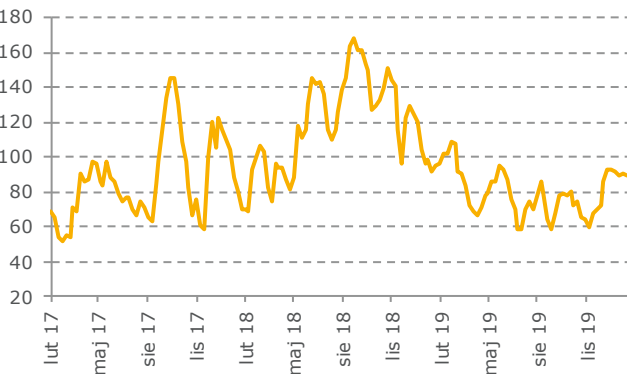
**Ceny węgla koksowego (USD/t)**



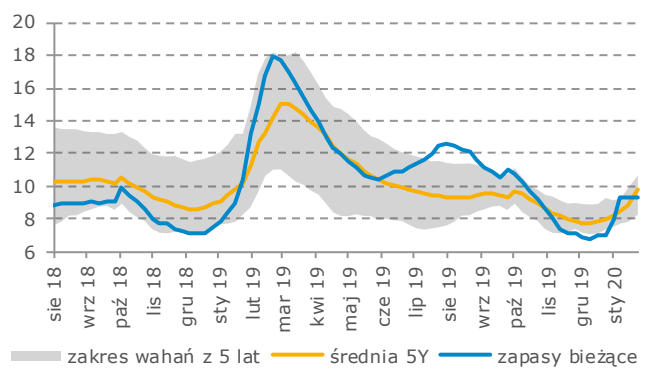
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



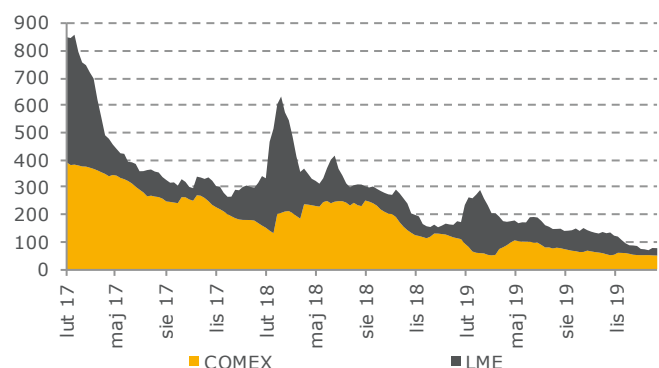
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



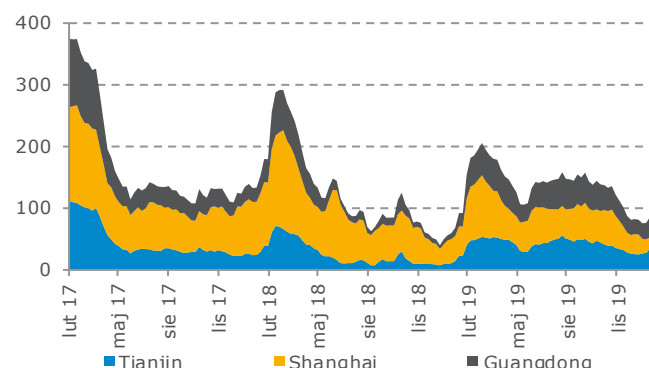
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

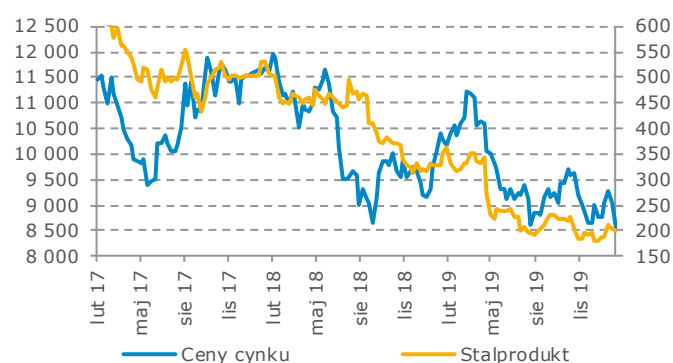
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



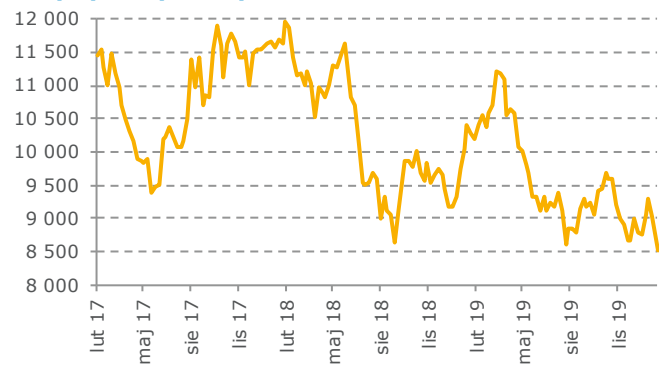
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



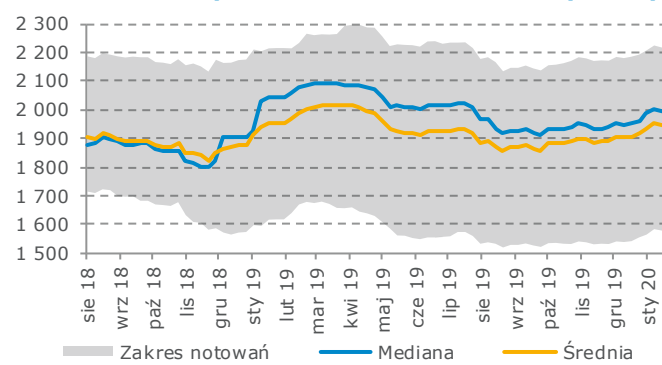
Ceny cynku (USD/t)



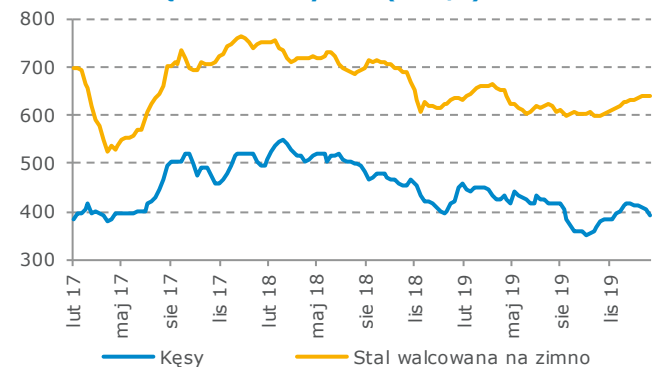
Ceny cynku (PLN/t)



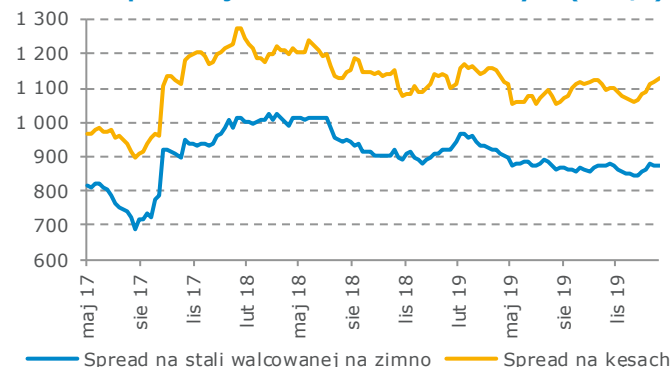
Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



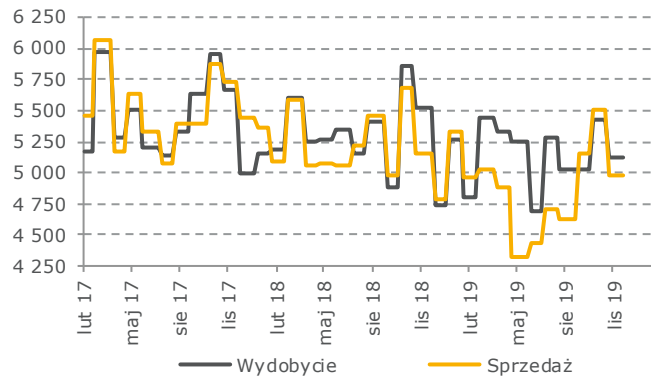
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



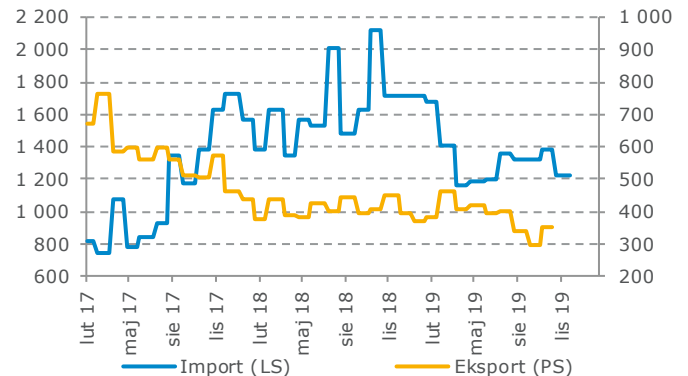
Źródło: Bloomberg, mBank

## Węgiel energetyczny

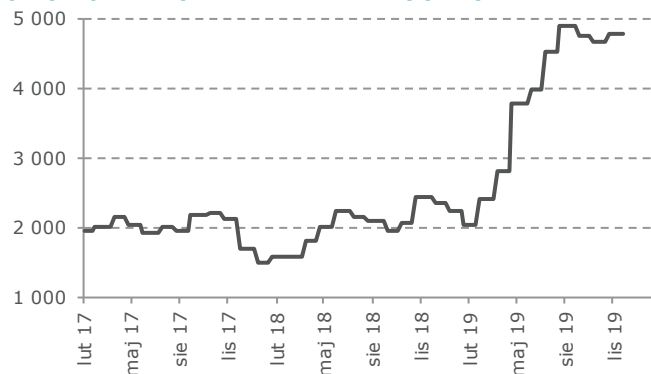
**Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)**



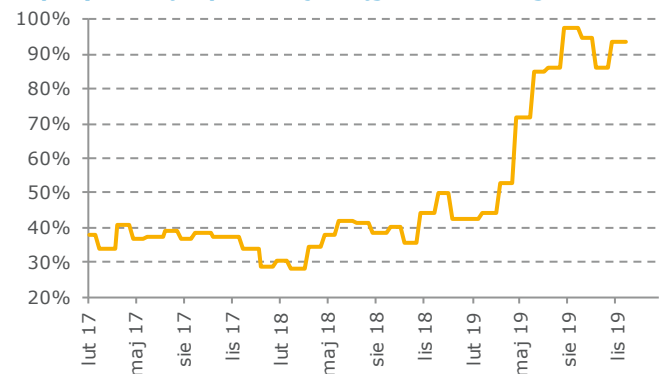
**Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)**



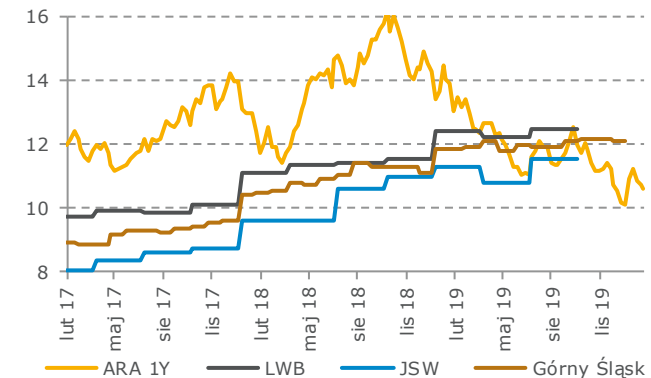
**Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)**



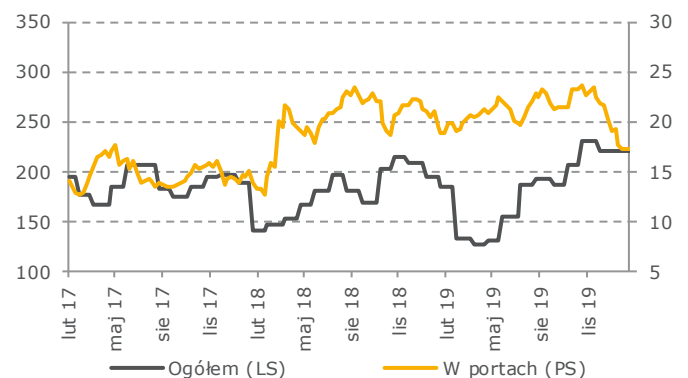
**Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce**



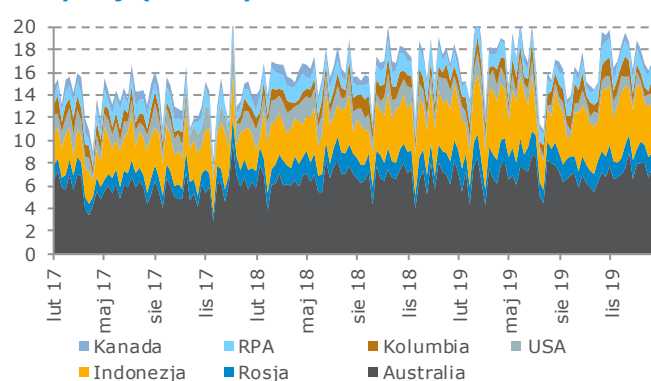
**Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)**



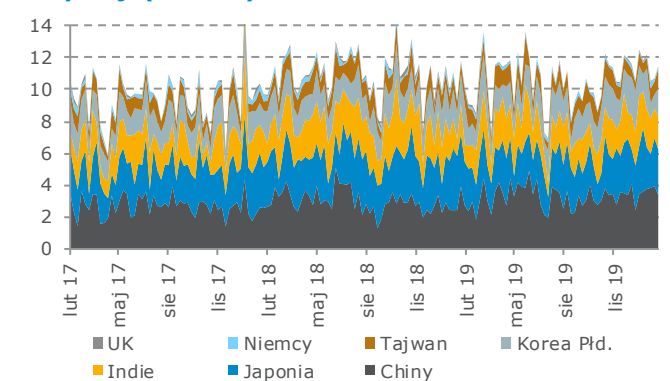
**Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)**



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



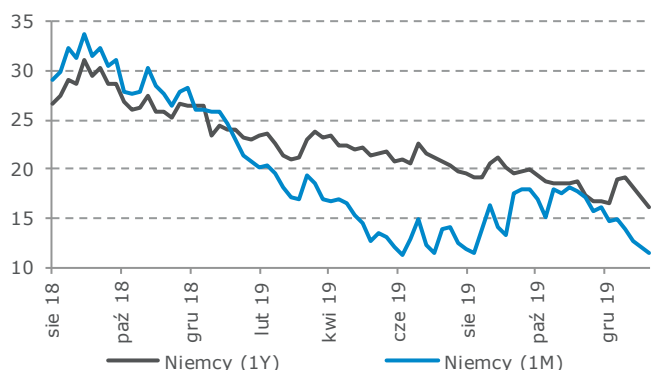
**Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)**



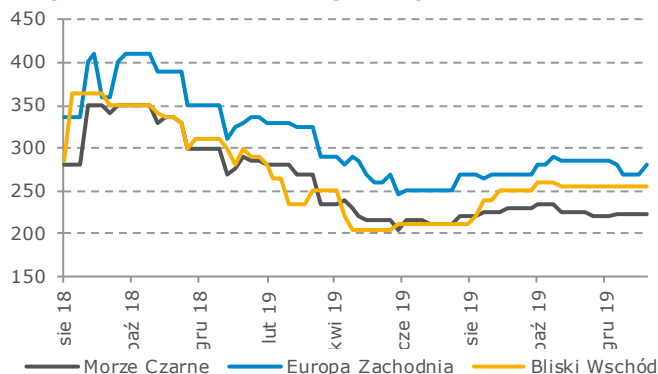
Źródło: Bloomberg, mBank

## Nawozy

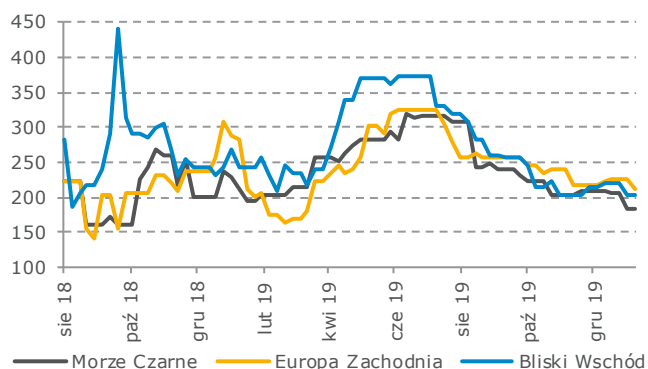
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



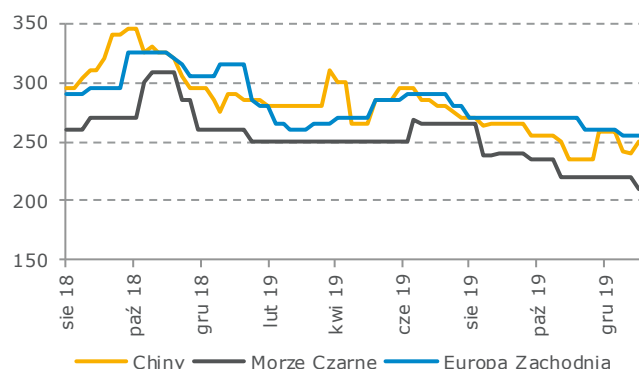
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



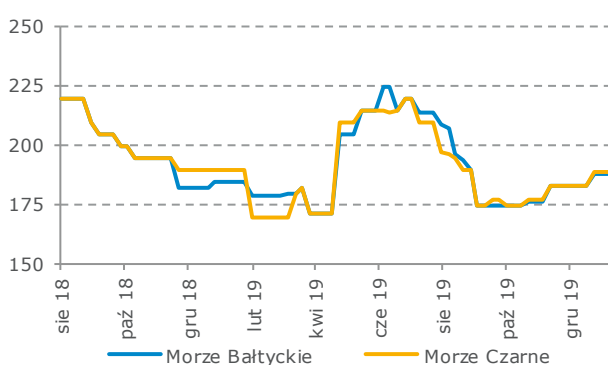
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



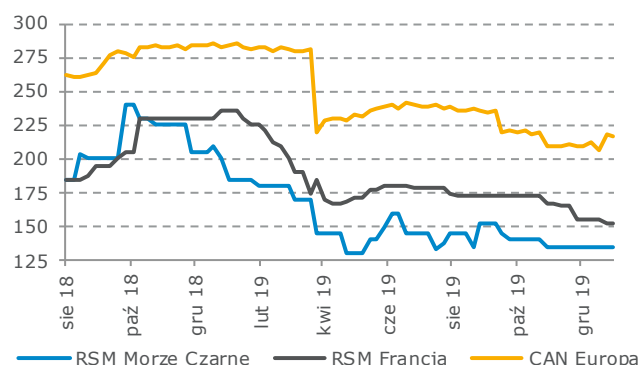
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



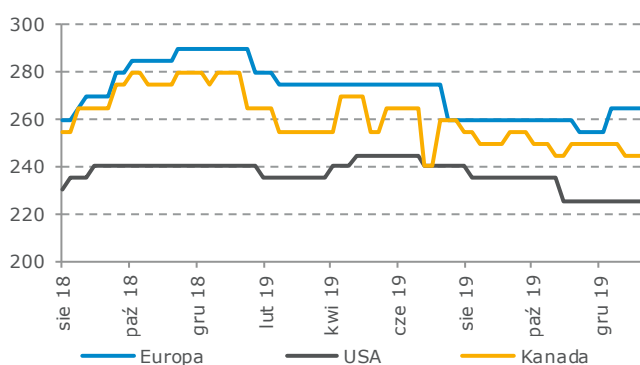
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



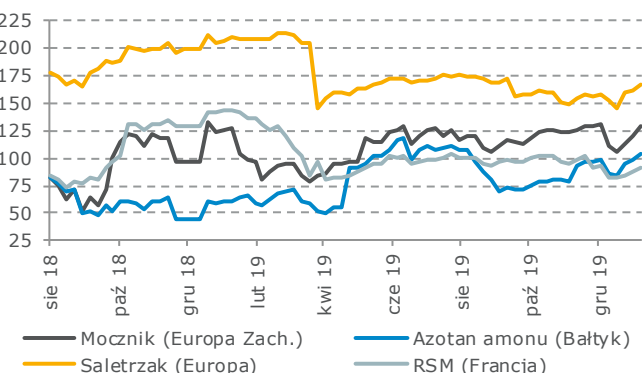
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)

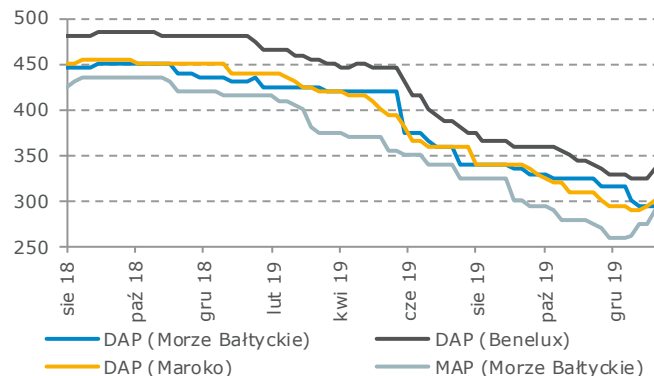


Źródło: Bloomberg, mBank

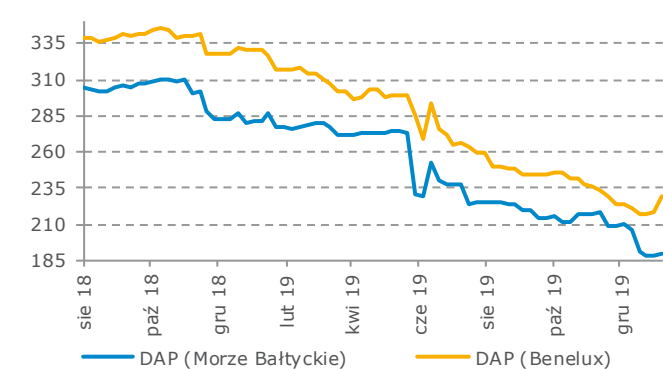


## Nawozy

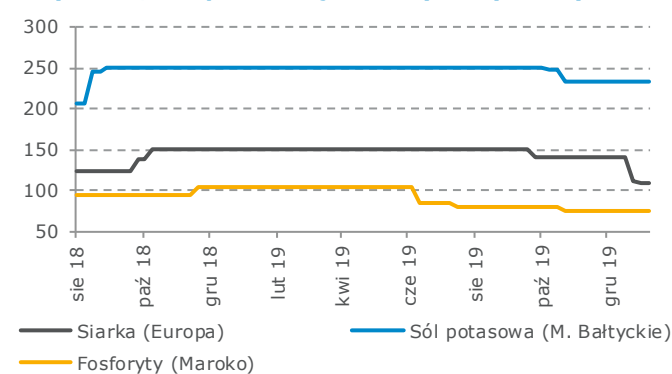
**Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



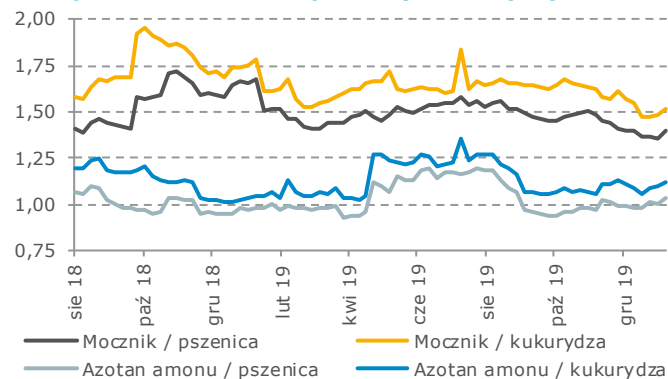
**Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



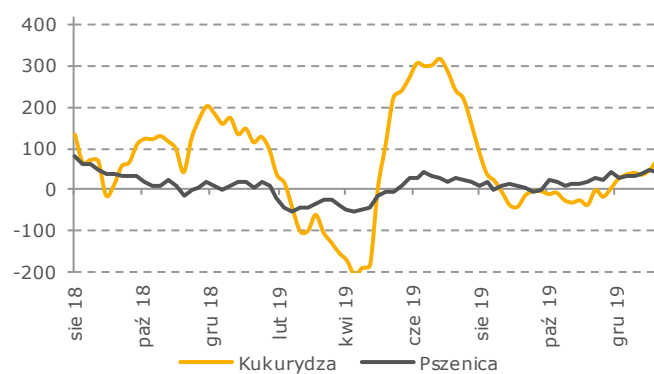
**Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)**



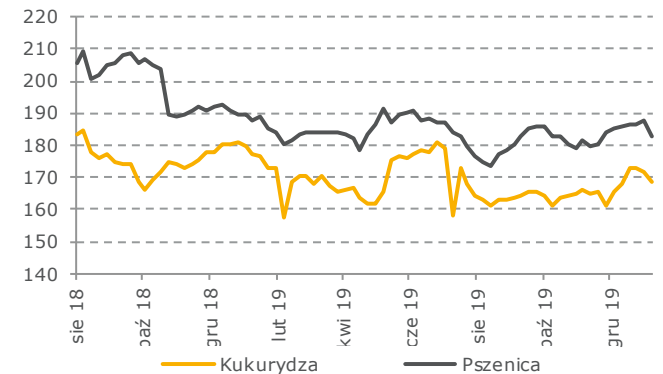
**Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy**



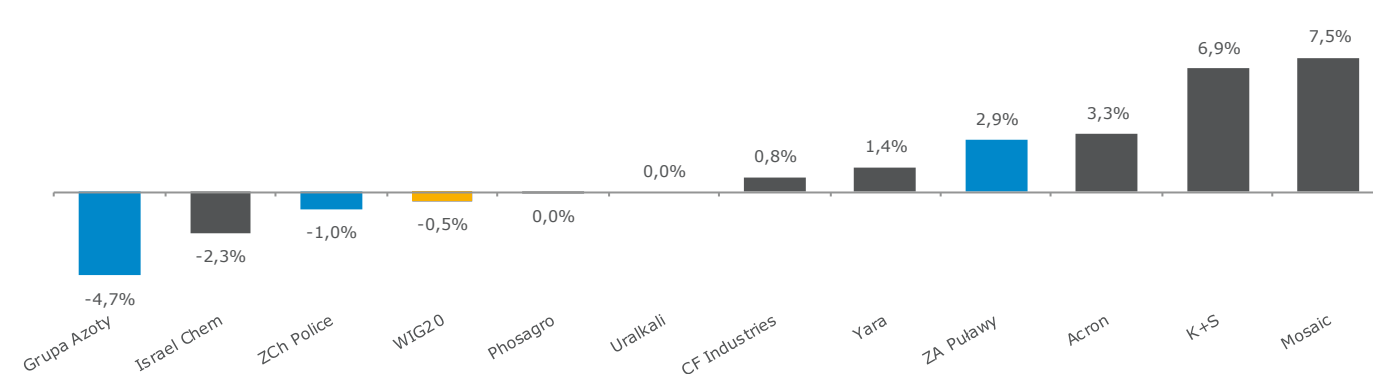
**Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT**



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



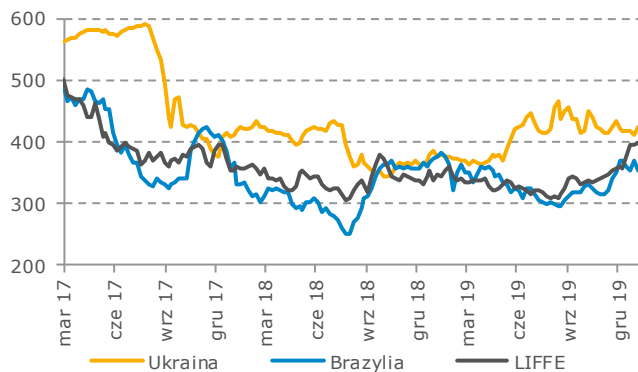
**Tygodniowy performance producentów nawozów**



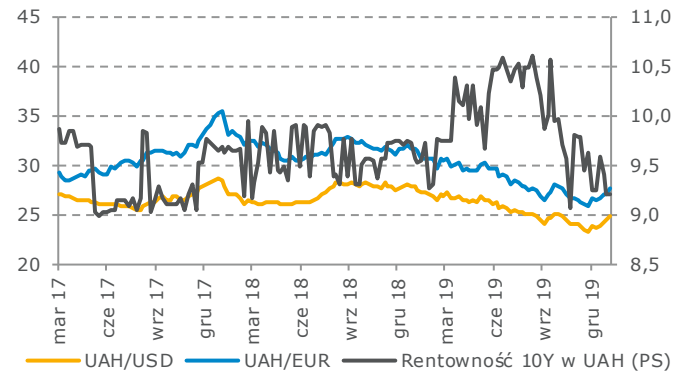
Źródło: Bloomberg, mBank

## Rynek spożywczy

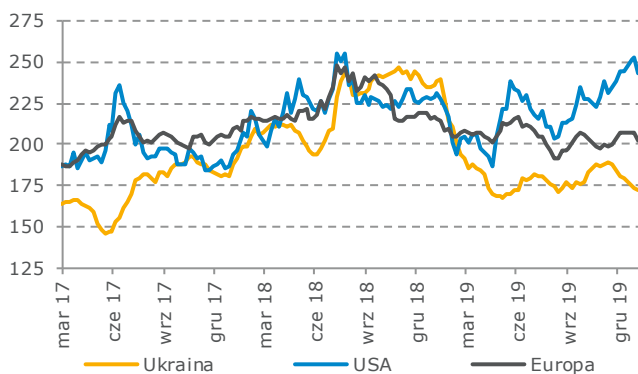
Cena cukru (USD/Mt)



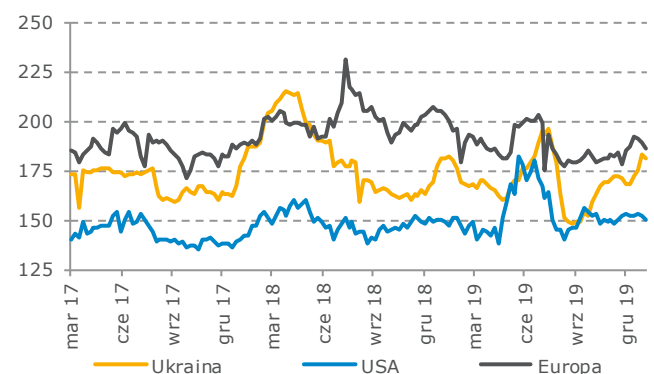
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



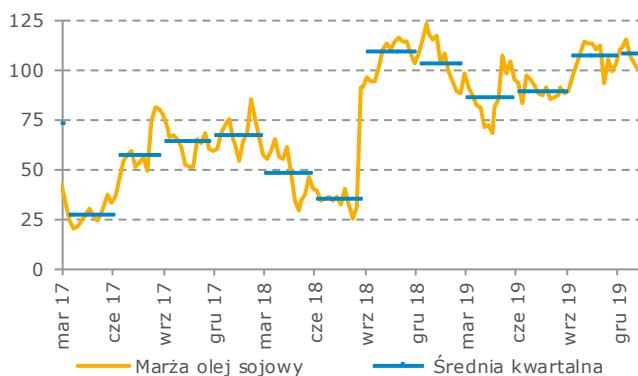
Cena pszenicy (USD/Mt)



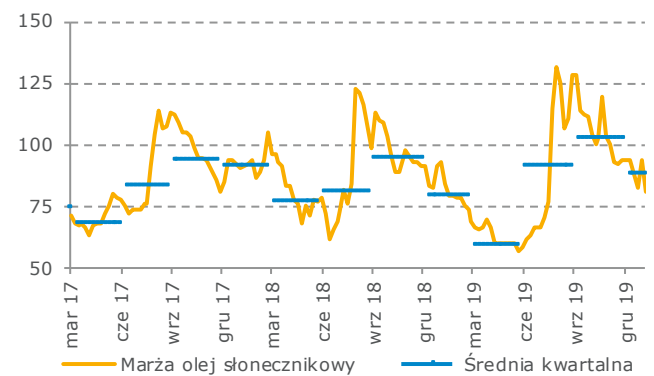
Cena kukurydzy (USD/Mt)



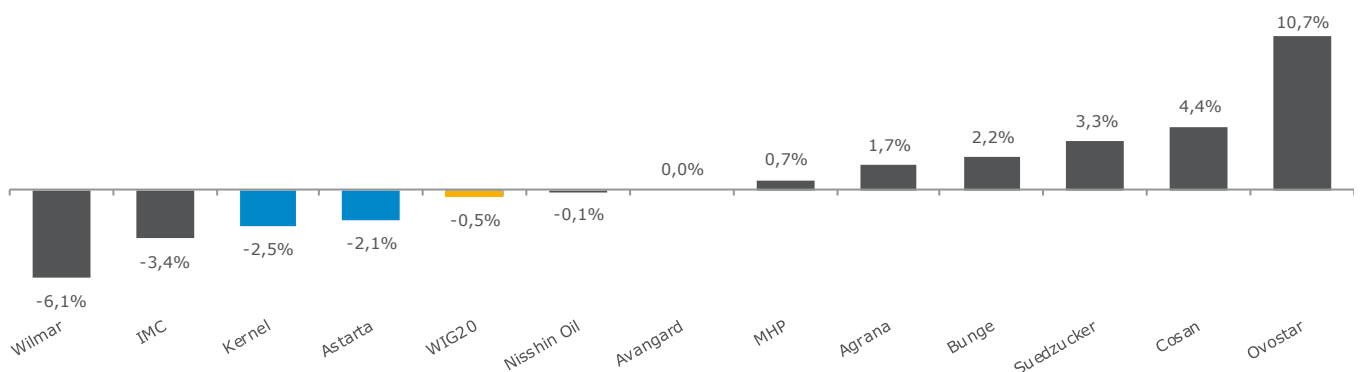
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	504,5	7,3	6,8	6,6	2,1	1,9	1,8	15,0	13,1	13,2	29%	28%	27%	4,8%	6,0%	6,9%
Enea	7,2	3,1	3,0	2,7	0,6	0,5	0,6	3,0	2,9	2,3	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	3,4%
Energa	7,1	3,6	4,2	4,5	0,7	0,7	0,8	5,6	5,4	4,9	19%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	6,7	3,0	3,4	2,7	0,6	0,6	0,6	4,5	5,8	3,8	21%	17%	21%	0,0%	5,6%	4,3%
Tauron	1,5	4,0	3,7	3,2	0,7	0,6	0,6	2,9	2,4	1,9	18%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,4	0,7	0,9	0,9	0,1	0,1	0,1	4,0	4,2	3,2	12%	9%	11%	-	5,4%	8,1%
EDF	11,4	4,6	4,2	4,1	1,1	1,0	1,0	17,0	14,2	13,6	23%	24%	25%	2,8%	3,3%	3,5%
EDP	4,5	10,0	9,7	9,4	2,2	2,1	2,1	20,7	19,4	18,1	22%	22%	23%	4,2%	4,3%	4,4%
Endesa	24,8	8,7	8,4	8,1	1,6	1,6	1,6	16,9	16,1	15,4	19%	19%	19%	5,8%	6,2%	5,3%
Enel	8,0	8,5	8,1	7,8	1,9	1,9	1,9	16,7	15,2	14,3	23%	23%	24%	4,1%	4,6%	5,0%
EON	10,4	10,8	8,1	7,8	1,7	0,9	0,9	16,0	15,9	14,7	16%	12%	11%	4,4%	4,6%	4,9%
Fortum	21,6	14,4	12,3	12,3	4,3	4,3	4,2	14,8	13,9	13,8	30%	35%	34%	5,1%	5,1%	5,1%
Iberdola	9,9	11,4	10,7	10,2	3,1	2,9	2,8	18,7	17,5	16,7	27%	27%	28%	3,8%	4,1%	4,3%
National Grid	10,1	14,1	11,9	11,3	4,2	4,1	4,0	22,6	17,2	16,5	30%	34%	35%	4,6%	4,8%	5,0%
Red Electrica	18,0	9,6	9,4	9,5	7,5	7,4	7,4	13,6	14,5	14,7	78%	78%	78%	5,8%	5,7%	5,7%
RWE	31,6	9,2	6,2	5,3	1,4	1,2	1,1	20,0	19,0	14,0	16%	19%	21%	2,5%	2,9%	3,5%
SSE	15,4	11,7	13,3	12,2	1,0	3,3	3,2	11,2	18,1	15,7	9%	24%	26%	6,3%	5,2%	5,3%
Verbund	46,5	15,3	12,8	12,4	5,3	4,8	4,7	28,6	23,2	22,2	35%	37%	38%	1,6%	2,0%	2,2%
<b>Mediana</b>		<b>8,9</b>	<b>8,1</b>	<b>7,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>15,5</b>	<b>14,9</b>	<b>14,1</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</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	74,44	5,8	4,5	4,4	0,6	0,6	0,5	12,0	8,6	9,6	10%	12%	12%	4,0%	4,0%	4,0%
MOL	2570,00	4,1	4,5	4,1	0,5	0,6	0,6	8,6	7,8	7,2	13%	15%	15%	5,5%	5,8%	6,1%
PKN Orlen	73,00	4,2	5,0	5,2	0,3	0,4	0,4	7,0	10,7	11,1	8%	7%	7%	4,8%	4,8%	4,8%
Hellenic Petroleum	7,86	6,8	5,6	5,7	0,5	0,5	0,4	11,5	7,0	6,7	7%	8%	8%	5,9%	6,0%	6,4%
HollyFrontier	43,14	5,3	5,6	6,0	0,6	0,6	0,5	8,8	8,8	10,0	11%	10%	9%	3,1%	3,3%	3,4%
Marathon Petroleum	52,06	6,7	5,2	5,4	0,5	0,5	0,5	13,0	7,6	8,6	7%	9%	9%	4,1%	4,5%	4,9%
Motor Oil	18,65	5,1	4,3	4,6	0,3	0,3	0,3	8,3	6,2	7,0	5%	7%	6%	6,9%	7,3%	7,6%
Neste Oil	35,80	12,4	12,6	11,4	1,8	1,9	1,8	19,7	19,0	17,0	15%	15%	16%	2,6%	2,7%	3,0%
OMV	44,24	4,4	4,2	4,1	1,1	1,1	1,1	8,5	8,3	7,7	25%	26%	26%	4,4%	4,8%	5,2%
Phillips 66	88,97	16,7	7,8	7,7	0,6	0,6	0,5	13,1	9,3	9,0	3%	7%	7%	4,0%	4,3%	4,7%
Saras	1,22	3,3	2,2	2,9	0,1	0,1	0,1	12,8	4,7	7,1	4%	6%	4%	5,4%	9,5%	7,5%
Tupras	112,10	8,6	5,0	4,8	0,4	0,4	0,3	22,1	6,6	5,9	5%	7%	7%	5,8%	13,1%	15,0%
Valero Energy	80,25	6,6	5,3	5,8	0,4	0,3	0,3	13,7	8,8	9,8	6%	7%	6%	4,5%	4,9%	5,2%
<b>Mediana</b>		<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>12,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</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	73,00	4,2	5,0	5,2	0,3	0,4	0,4	7,0	10,7	11,1	8%	7%	7%	4,8%	4,8%	4,8%
Axiall	60,80	7,2	6,7	6,5	1,3	1,3	1,2	16,3	13,8	12,7	18%	19%	19%	1,7%	1,8%	1,9%
Braskem	33,45	7,7	8,3	7,3	1,1	1,1	1,0	100+	-	92,9	15%	13%	14%	2,6%	0,8%	0,2%
Eastman Chemical	72,20	8,9	7,7	7,5	1,7	1,7	1,6	13,1	9,6	8,8	19%	22%	22%	3,1%	3,6%	4,0%
Huntsman Corp	20,65	7,9	8,1	7,4	1,0	1,0	1,0	12,1	11,0	9,2	12%	13%	13%	3,2%	3,2%	3,3%
Lotte Chemicals	187 500	4,4	4,6	4,1	0,5	0,5	0,5	7,9	7,7	6,7	12%	12%	13%	4,0%	4,0%	4,4%
LyondellBasell	78,82	7,1	6,3	6,0	1,1	1,1	1,1	8,2	7,5	6,8	16%	18%	18%	5,7%	5,7%	6,1%
Mitsubishi Chemical	791,70	7,2	7,1	6,9	0,9	0,9	0,9	6,6	8,7	8,8	12%	13%	13%	5,1%	5,1%	4,9%
Mitsui Chemicals	2426,00	6,5	7,2	6,7	0,6	0,7	0,7	6,3	12,1	8,9	10%	9%	10%	4,1%	4,1%	4,1%
Westlake Chemical	60,80	7,2	6,7	6,5	1,3	1,3	1,2	16,3	13,8	12,7	18%	19%	19%	1,7%	1,8%	1,9%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>8,2</b>	<b>10,7</b>	<b>9,0</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,1%</b>

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
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,56	4,4	4,4	3,4	0,5	0,6	0,6	11,8	13,8	9,1	12%	13%	16%	3,1%	3,4%	2,9%
A2A	1,81	7,7	7,5	7,1	1,4	1,4	1,3	16,5	16,1	15,1	19%	19%	19%	4,4%	4,4%	4,7%
BG Group	19,64	5,3	4,7	4,5	0,8	0,8	0,8	12,7	10,1	9,4	15%	17%	17%	7,5%	7,4%	7,5%
BP	4,53	5,3	4,9	4,8	0,7	0,7	0,7	29,1	10,9	10,4	13%	14%	14%	6,9%	7,2%	7,3%
Centrica	0,86	4,8	4,7	5,0	0,3	0,4	0,4	11,9	9,1	8,7	7%	7%	7%	5,8%	6,0%	6,1%
Enagas	24,25	10,7	10,8	11,3	9,0	9,2	10,0	13,4	13,0	13,2	84%	85%	88%	6,6%	6,9%	7,0%
Endesa	24,76	8,7	8,4	8,1	1,6	1,6	1,6	16,9	16,1	15,4	19%	19%	19%	5,8%	6,2%	5,3%
Engie	15,63	6,9	6,6	6,3	1,1	1,0	1,0	15,2	13,7	12,3	16%	16%	16%	5,0%	5,3%	5,8%
Eni	12,61	3,8	3,6	3,4	0,9	0,9	0,9	13,9	11,0	9,7	24%	25%	26%	6,8%	7,0%	7,1%
Equinor	166,85	3,2	2,7	2,5	1,1	1,0	1,0	12,6	10,5	9,4	35%	36%	37%	5,5%	6,1%	6,4%
Gas Natural SDG	23,59	9,3	9,0	8,7	1,6	1,6	1,6	17,3	16,1	15,1	17%	18%	18%	5,8%	6,1%	6,4%
Gazprom	227,64	3,9	4,0	3,6	1,0	1,1	1,0	4,1	4,8	4,3	27%	27%	28%	6,7%	7,7%	11,2%
Hera	4,11	8,4	8,0	7,9	1,4	1,3	1,2	18,9	19,3	18,7	16%	16%	15%	2,5%	2,7%	2,7%
NovaTek	176,90	13,2	10,7	10,1	3,9	3,9	3,6	3,6	10,4	10,8	30%	36%	36%	2,6%	3,2%	3,5%
ROMGAZ	34,65	4,8	5,2	5,0	2,3	2,5	2,5	8,6	9,3	9,1	48%	48%	49%	9,6%	9,0%	9,6%
Shell	23,15	5,5	4,7	4,5	0,8	0,8	0,8	13,2	10,1	9,4	15%	17%	17%	7,3%	7,4%	7,5%
Snam	4,88	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	43,76	5,0	4,4	4,3	0,8	0,8	0,8	11,2	9,5	9,1	16%	18%	18%	6,0%	6,4%	6,7%
<b>Mediana</b>		<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>13,3</b>	<b>10,9</b>	<b>10,1</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,4%</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	2570,00	4,6	4,2	4,0	0,6	0,6	0,6	7,4	6,6	6,2	13%	15%	15%	5,0%	5,3%	5,9%
Bashneft	1969,50	2,1	2,0	1,8	0,5	0,5	0,4	3,0	3,0	2,5	24%	24%	25%	10,9%	10,7%	11,7%
BP	4,53	5,3	4,9	4,8	0,7	0,7	0,7	29,1	10,9	10,4	13%	14%	14%	6,9%	7,2%	7,3%
Dana Gas	0,90	6,6	5,9	-	3,3	3,1	3,0	12,3	12,3	12,3	51%	53%	-	6,6%	6,6%	7,8%
Eni	12,61	3,8	3,6	3,4	0,9	0,9	0,9	13,9	11,0	9,7	24%	25%	26%	6,8%	7,0%	7,1%
Equinor	166,85	3,2	2,7	2,5	1,1	1,0	1,0	12,6	10,5	9,4	35%	36%	37%	5,5%	6,1%	6,4%
Gazprom Neft	442,80	4,4	4,4	4,1	1,1	1,1	1,0	5,3	5,4	5,0	25%	25%	25%	8,1%	9,0%	10,2%
Gulf Keystone	1,85	2,4	1,5	1,1	1,4	1,0	0,8	10,7	5,9	3,8	60%	66%	69%	8,1%	5,9%	7,2%
Lukoil	6594,50	4,0	4,1	4,1	0,6	0,7	0,6	7,1	7,3	7,3	16%	16%	16%	6,6%	11,0%	10,7%
Occidental Petroleum	40,08	10,1	8,0	7,5	4,7	4,0	3,8	20,8	38,3	23,0	46%	50%	51%	7,8%	7,9%	8,0%
Repsol	12,29	4,4	3,9	3,9	0,6	0,6	0,6	8,7	6,9	6,8	14%	16%	16%	7,9%	8,2%	8,4%
Rosneft Oil	479,95	4,4	4,3	4,0	1,1	1,1	1,0	7,0	6,2	5,5	24%	25%	26%	6,7%	7,8%	8,9%
Shell	23,15	5,5	4,7	4,5	0,8	0,8	0,8	13,2	10,1	9,4	15%	17%	17%	7,3%	7,4%	7,5%
Surgutneftegas	34,70	-	-	-	-	-	-	5,3	3,8	3,8	-	-	-	4,3%	8,2%	7,2%
Total	43,76	5,0	4,4	4,3	0,8	0,8	0,8	11,2	9,5	9,1	16%	18%	18%	6,0%	6,4%	6,7%
Tullow Oil	0,49	4,1	5,0	5,3	3,0	3,5	3,6	4,6	8,2	10,2	73%	69%	67%	5,5%	2,0%	2,9%
<b>Mediana</b>		<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>9,7</b>	<b>7,7</b>	<b>8,2</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,4%</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	19,71	0,8	2,8	2,5	0,2	0,2	0,3	5,0	-	-	19%	9%	11%	8,7%	0,0%	0,0%
KGHM	92,60	4,7	5,1	5,3	1,1	1,1	1,1	9,1	9,7	11,3	24%	22%	20%	0,0%	1,6%	3,1%
LW Bogdanka*	29,90	1,0	1,0	1,2	0,4	0,3	0,4	3,3	4,4	5,9	36%	34%	31%	3,1%	7,0%	7,2%
Anglo American	19,92	4,3	4,3	4,6	1,5	1,5	1,5	9,3	9,4	10,6	34%	34%	32%	4,2%	4,3%	3,9%
Antofagasta	8,35	5,5	5,5	5,1	2,7	2,7	2,6	20,0	19,5	17,0	49%	49%	50%	2,4%	2,5%	3,4%
BHP Group	16,56	6,0	5,7	6,1	3,0	3,0	3,1	13,4	10,7	12,1	50%	53%	51%	6,2%	6,5%	5,9%
Freeport-McMoRan	11,44	13,0	9,0	5,2	2,3	2,2	1,8	-	26,2	9,5	17%	24%	34%	1,7%	1,7%	1,9%
Glencore	2,22	6,6	6,0	5,5	0,3	0,4	0,3	16,5	13,0	10,2	5%	6%	6%	6,5%	5,7%	5,7%
Grupo Mexico	50,46	5,9	5,6	5,3	2,7	2,6	2,4	12,9	11,7	11,0	46%	46%	47%	5,9%	5,9%	8,5%
Kazakhmys	4,42	4,6	4,6	4,4	2,5	2,4	2,3	5,8	5,6	5,5	54%	53%	53%	1,7%	1,8%	1,8%
Rio Tinto	40,84	4,9	5,4	6,0	2,4	2,5	2,6	8,6	9,4	11,6	48%	46%	44%	8,2%	6,6%	5,7%
Southern CC	38,20	9,9	9,4	9,1	4,9	4,7	4,6	18,9	17,4	16,6	50%	50%	50%	4,3%	4,2%	4,2%
<b>Mediana</b>		<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>9,3</b>	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,1%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	368,00	8,5	9,2	9,5	1,4	1,4	1,4	12,5	14,4	14,8	16%	15%	15%	6,5%	6,4%	5,2%
Alcoa	14,24	9,6	3,9	3,2	0,5	0,5	0,5	-	-	29,9	5%	14%	15%	-	-	-
Constellium	11,72	6,4	6,1	5,5	0,6	0,6	0,6	26,0	11,1	7,9	10%	10%	11%	-	-	-
Kaiser Aluminum	100,49	8,3	7,8	7,6	1,2	1,2	1,2	14,9	13,4	12,6	14%	15%	15%	2,4%	2,5%	2,5%
Norsk Hydro	28,90	6,9	5,0	4,3	0,5	0,5	0,5	30,6	13,4	9,4	8%	10%	12%	4,3%	4,6%	5,1%
Rusal	4,18	15,0	11,4	9,4	1,5	1,5	1,4	6,4	5,0	4,7	10%	13%	15%	1,6%	3,6%	4,6%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>14,9</b>	<b>13,4</b>	<b>11,0</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,8%</b>

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
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
Grupa Azoty	25,26	3,8	6,2	7,8	0,5	0,6	0,8	5,1	20,8	100+	14%	10%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	10,20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acron	4890,00	8,8	7,7	7,4	2,7	2,5	2,2	9,9	8,1	8,0	31%	32%	30%	6,6%	6,8%	7,0%
CF Industries	39,75	9,3	9,0	8,6	3,3	3,3	3,2	18,8	17,0	14,6	36%	37%	37%	3,0%	3,1%	3,1%
Israel Chemicals	13,75	6,3	6,3	5,9	1,4	1,4	1,3	10,4	10,0	9,0	22%	22%	22%	5,1%	4,9%	5,3%
K+S	8,80	7,8	7,3	6,3	1,2	1,2	1,1	18,4	13,9	8,1	16%	16%	18%	2,7%	3,5%	4,7%
Phosagro	2425,00	5,7	6,1	5,6	1,8	1,8	1,7	8,0	10,3	10,3	31%	30%	31%	7,3%	4,9%	4,9%
The Mosaic Company	19,96	8,6	7,6	6,4	1,4	1,4	1,3	47,9	21,3	12,3	16%	18%	20%	1,0%	1,1%	1,3%
Yara International	336,30	7,1	6,0	5,6	1,1	1,0	1,0	13,2	10,7	9,3	16%	17%	17%	3,1%	4,8%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>11,8</b>	<b>12,3</b>	<b>9,3</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,8%</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*	16,45	6,4	3,9	3,8	0,8	0,8	0,7	-	3,0	2,6	13%	19%	19%	-	-	5,0%
Kemel	46,90	4,9	6,8	6,3	0,4	0,5	0,5	5,7	9,2	8,9	9%	8%	7%	1,9%	2,0%	1,9%
Agrana Beteiligungs	19,12	11,2	8,7	7,5	0,7	0,7	0,7	46,6	23,6	16,9	6%	8%	9%	5,2%	5,5%	5,8%
Bunge Limited	52,99	10,2	9,9	9,5	0,4	0,3	0,3	18,4	15,1	12,4	3%	3%	3%	3,8%	4,1%	4,5%
Cosan	82,24	6,8	6,6	6,1	0,6	0,6	0,5	16,1	16,1	14,8	8%	8%	9%	1,8%	1,9%	2,5%
MHP	8,78	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%
Nisshin Oillio	3695,00	8,7	8,3	7,9	0,5	0,5	0,5	13,9	14,1	13,6	6%	6%	6%	2,2%	2,2%	2,2%
Suedzucker	15,56	-	12,1	7,6	0,8	0,8	0,8	-	-	15,5	-	7%	10%	1,3%	1,3%	2,0%
Wilmar Int.	3,85	13,9	12,7	12,0	0,8	0,7	0,7	15,5	13,6	12,3	6%	6%	6%	2,7%	2,9%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>15,5</b>	<b>13,8</b>	<b>12,4</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,2%</b>

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
<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: 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](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, Opono.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](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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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)

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

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

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

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