

wtorek, 24 marca 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 przestały się opierać spadkowym tendencjom i w ostatnich dniach spadły poniżej 34 EUR/MWh, głównie za sprawą uprawnień do emisji, które obecnie kosztują ~15 EUR/t. Ta sytuacja jest szczególnie dotkliwa dla czystych stało kosztowych wytwórców, którzy byli liderami ostatniej hossy w sektorze (indeksom nie pomaga też wzrost spreadów na rentownościach obligacji korporacyjnych, z którymi standardowo skorelowane są DYields na utilities). Na TGE kontrakt roczny odzwierciedla zmiany kosztów emisji, ale z pewną inercją, co pozwoliło na odbudowanie CDS. Widoczny spadek popytu na energię (rzędu 7-9%) zaczął infekować ceny zielonych certyfikatów (obecnie 128 PLN/MWh).

Rynek paliwowy

Przy dużej zmienności cen ropy, dzienne czy nawet tygodniowe średnie odczyty marż rafineryjnych mogą być mylące z uwagi na pewną inercję notowań poszczególnych produktów. Aktualnie benchmark, po kilku dniach mocniejszych wskazań, znów spadł w okolice 2 USD/Bbl, głównie za sprawą tąpnięcia cen benzyny. Oczekiwany szok popytowy w Europie raczej nie pozwala oczekiwać zbyt mocnej marżowości na produktach mimo niskich cen ropy. Nadal natomiast marżę na przerobie powinien wspierać dyferencjał Ural/Brent (pochodna skokowego wzrostu podaży ropy ciężkiej z OPEC i Rosji), który obecnie wynosi 3,4 USD/Bbl. W petrochemii po 2 tygodniach mocnych odczytów na wszystkich produktach, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, następuje dostosowanie do nowej rzeczywistości (niższe ceny nafty i spadek popytu). W efekcie marże na olefinach i aromatach wracają do niższych poziomów i za chwilę podobne tendencje powinniśmy obserwować na polimerach. Na rynku gazu niewiele się zmienia, napełnienie magazynów w UE znacznie powyżej średnich (56% vs 30%), a ceny szorują po dnie (1Y FWD 12,7 EUR/MWh, a 1M FWD 8,5 EUR/MWh).

Rynek metali

Ceny miedzi dyskontują spadek popytu w globalnej gospodarce z powodu eskalacji wirusa COVID-19 (Europa i USA to 20% światowego popytu na miedź). Cena miedzi spada wraz z cenami ropy (niższe koszty dla producentów w technologii odkrywkowej) oraz koszykiem walut rynków wschodzących (słabsza waluta korzystna dla producentów w EM). Ratunkiem mogłyby być przerwy produkcyjne z powodu eskalacji wirusa COVID-19 w Chile i Peru. Naszym zdaniem jednak to perspektywa raczej kilku tygodni więc na razie trudno szukać dółka w notowaniach miedzi.

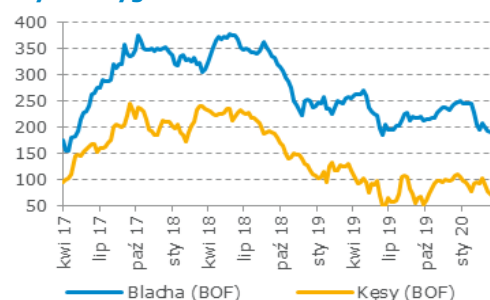
Rynek agro

Mocne utrzymujące się marże na produkcji nawozów sprzyjają ich producentom (Grupa Azoty, Yara). Z drugiej strony informacje o lepszym nawodnieniu gleby pozytywnie wpływają na możliwość zastosowania nawozów granulowanych. Dobra pogoda powinna wspierać popyt na nawozy w okresie przygotowań polowych.

Rynek węgla koksowego

Ceny węgla koksowego lekko osuwały się w ostatnim tygodniu. W Chinach po raz kolejny koksownie obniżyły ceny koksu. Zapasy stali w Chinach w ostatnim tygodniu zanotowały pierwszy spadek od I'20, ale wciąż znajdują się na bardzo wysokich poziomach. Naszym zdaniem ceny węgla koksowego będą się w najbliższym czasie osuwać wraz ze spadkiem koniunktury w efekcie epidemii wirusa COVID-19. W Europie oczekujemy spadku popytu na koks z uwagi, że producenci stali (Arcelor, Mansmann, Salzgitter) zapowiadają cięcia produkcyjne z powodu wirusa.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

Marże modelowe producentów wielkopiecowych (USD/t)

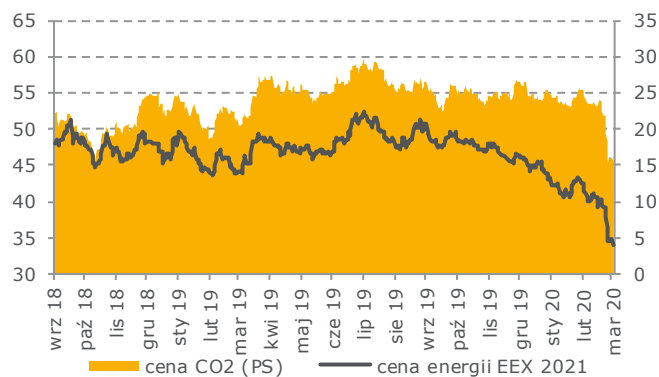
Ceny produktów stalowych na świecie po próbie przełamania spadkowego trendu na przełomie roku powróciły do spadkowego trendu. Za cenami spadają również marże modelowe producentów wielkopiecowych. Dodatkowo producenci europejscy będą musieli się zmierzyć ze spadkiem popytu w efekcie epidemii COVID-19. Negatywnie dla Arcelor Mittac, Voestalpine.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

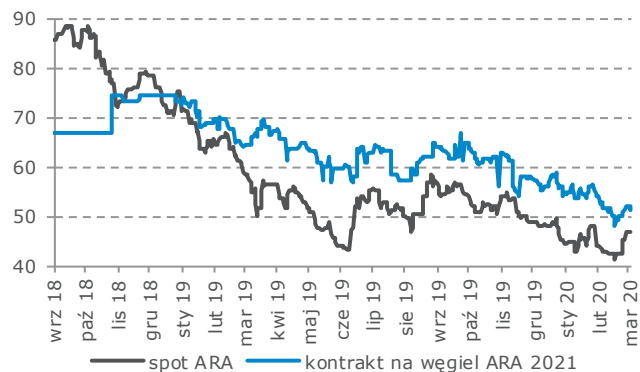
Spółka	1W	YTD
Tupras	-12,2%	-46%
LW Bogdanka	-7,1%	-56%
Boryszew	-6,1%	-10%
Energa	-4,3%	-9%
Alumetal	-3,2%	-25%
Lotos	-2,8%	-48%
Kruszwica	-1,4%	-1%
Astarta	-1,4%	-35%
PCC Rokita	-0,3%	-39%
Kęty	1,0%	-13%
IMC	1,4%	-14%
Tarczyński	1,5%	-14%
PKN Orlen	3,6%	-42%
Kernel	4,1%	-24%
KGHM	6,0%	-43%
Orzeł Biały	6,1%	-30%
JSW	8,7%	-42%
ZA Puławy	8,8%	-30%
MOL	8,8%	-36%
CEZ	10,7%	-22%
Ciech	10,8%	-38%
OMV	16,1%	-55%
Grupa Azoty	17,1%	-29%
Enea	20,0%	-39%
ZE PAK	20,3%	-6%
ZCh Police	22,5%	-17%
PGNiG	23,5%	-29%
Tauron	23,6%	-30%
PGE	25,9%	-54%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	3,9%	-32%
Chemia	14,1%	-32%
Energia	15,4%	-39%
Paliwa	6,4%	-41%
Spożywczy	2,1%	-20%
Surowce	5,9%	-43%
Ukraina	-0,7%	-20%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-4,5%	-37%
Oil & Gas E&P	-8,5%	-65%
Refining EU	-6,0%	-46%
Refining US	-16,8%	-66%
Agri & Food	2,4%	-14%
Kauczuki	0,7%	-42%
Nawozy	2,1%	-21%
Chemicals EU	0,1%	-29%
Industrials EU	-7,2%	-39%
Petchem World	-2,4%	-42%
Utilities EU	-1,5%	-21%
Utilities US	-11,3%	-31%

Energetyka

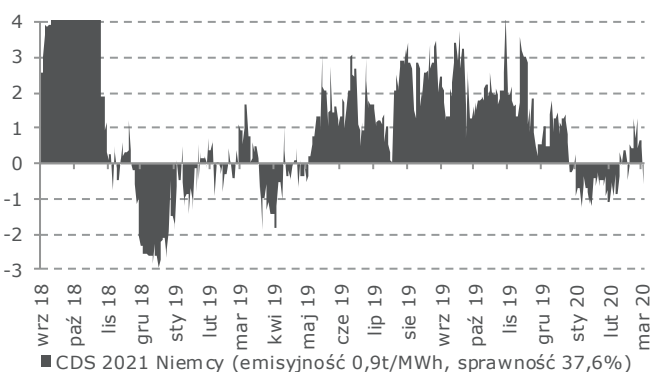
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



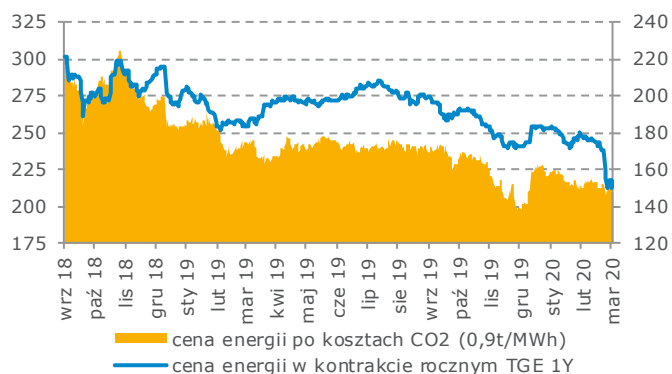
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



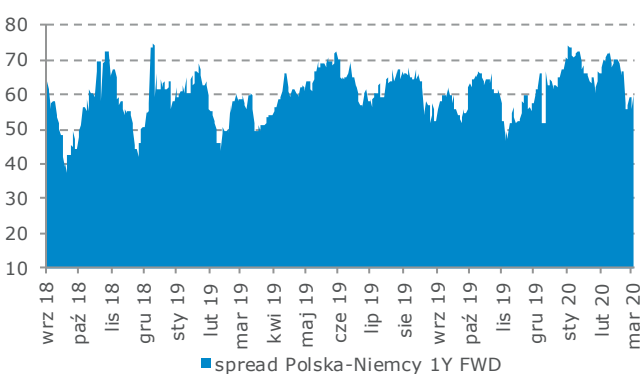
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



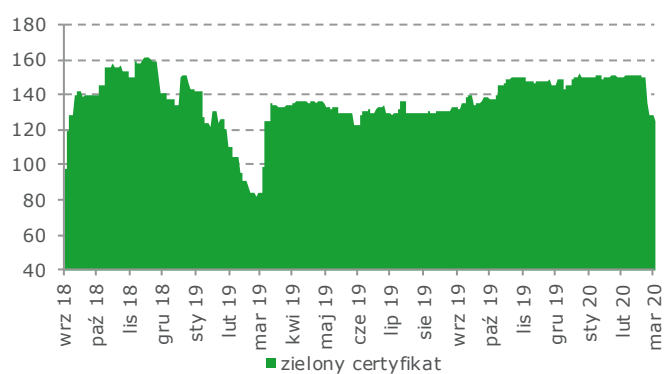
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



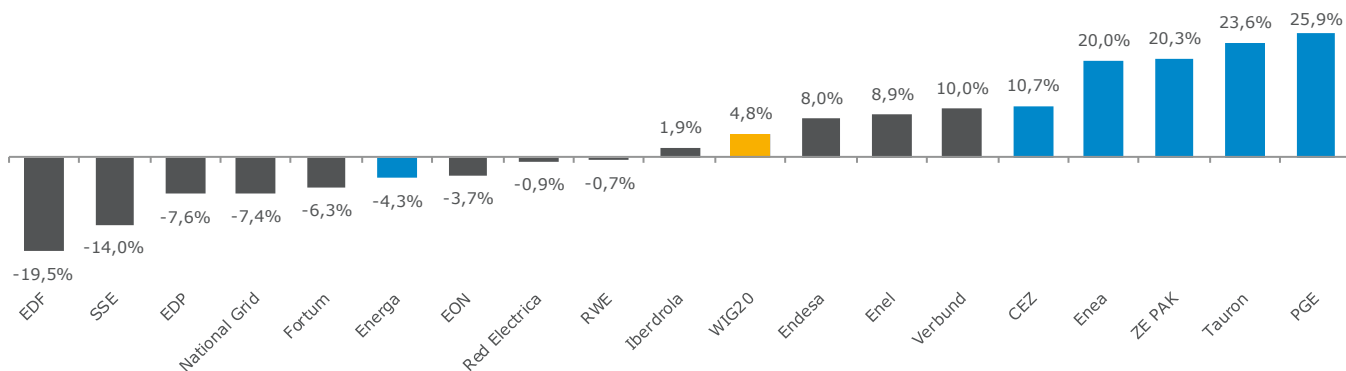
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



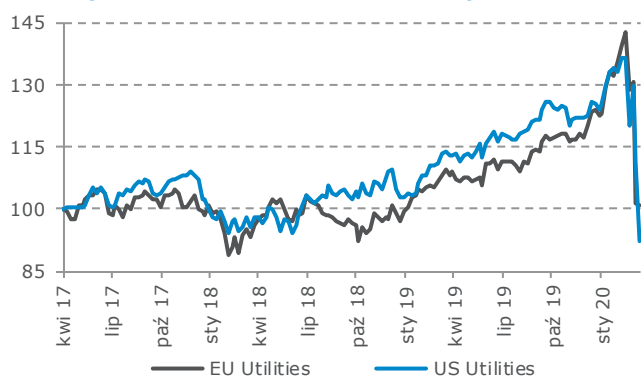
Tygodniowy performance spółek energetycznych



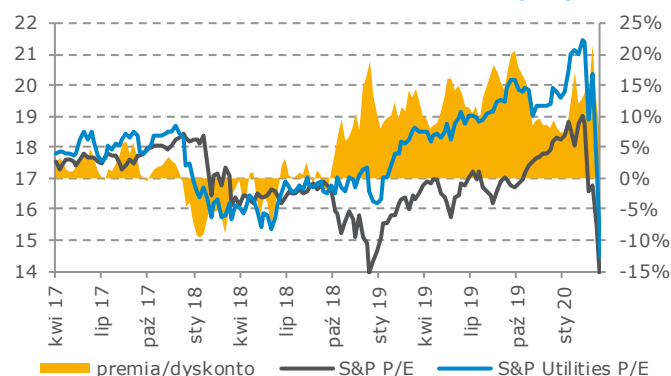
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

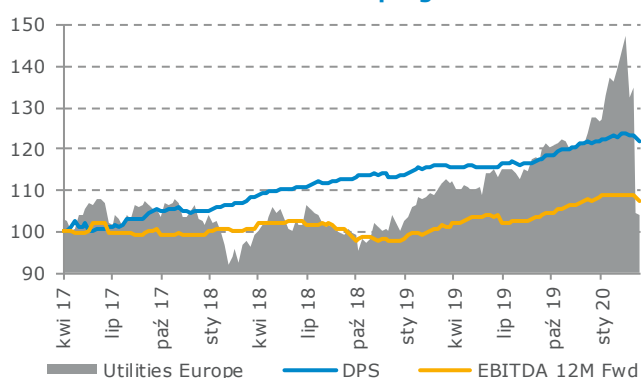
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



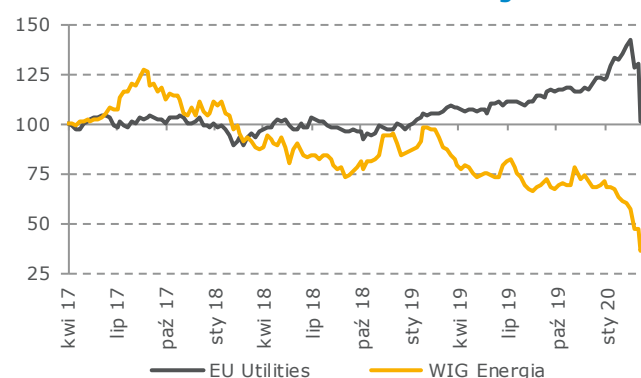
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



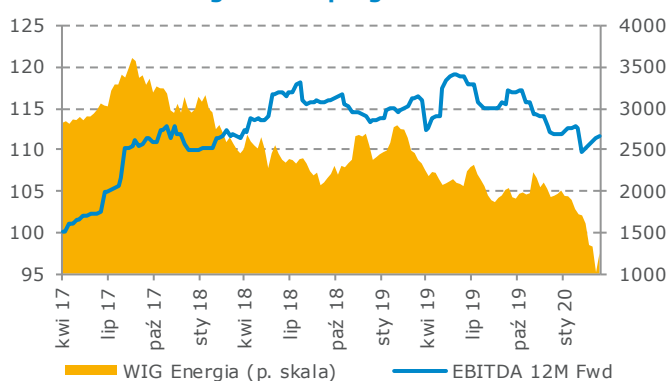
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



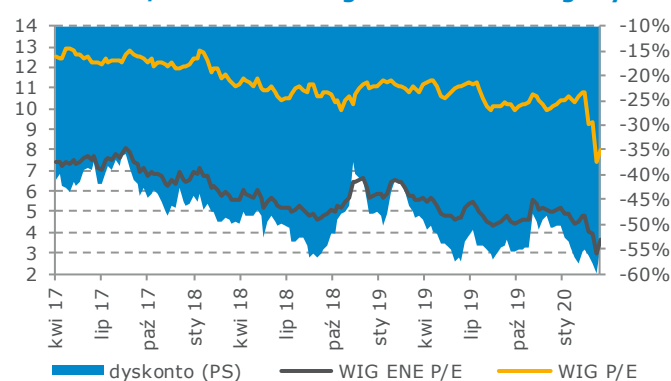
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



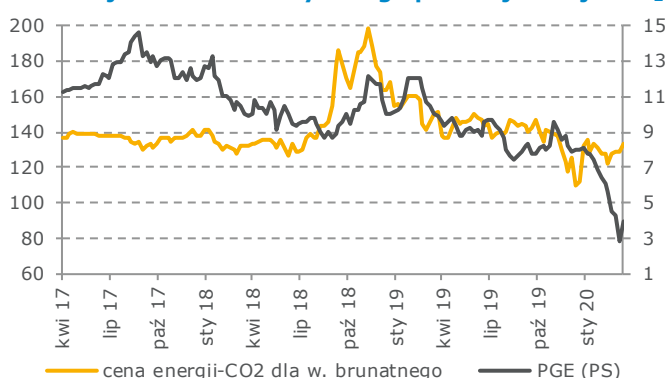
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



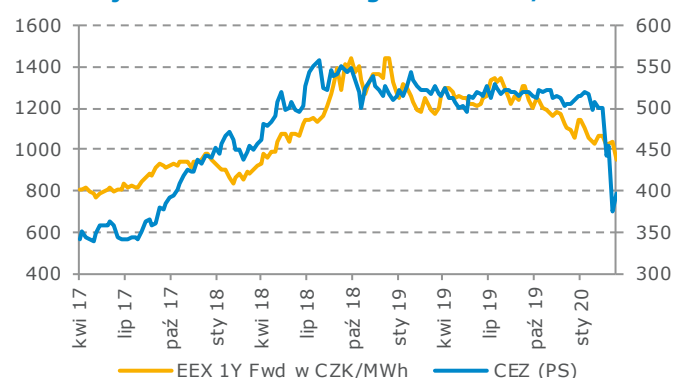
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



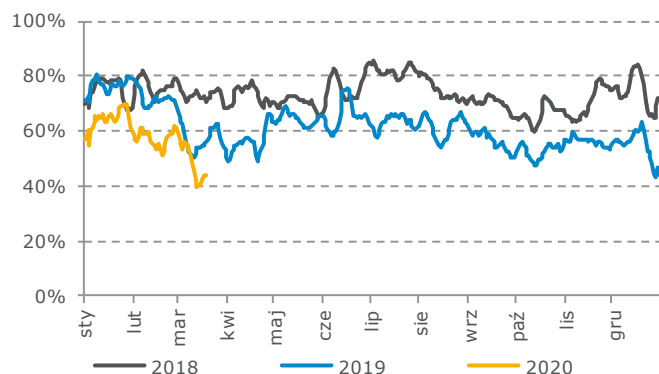
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



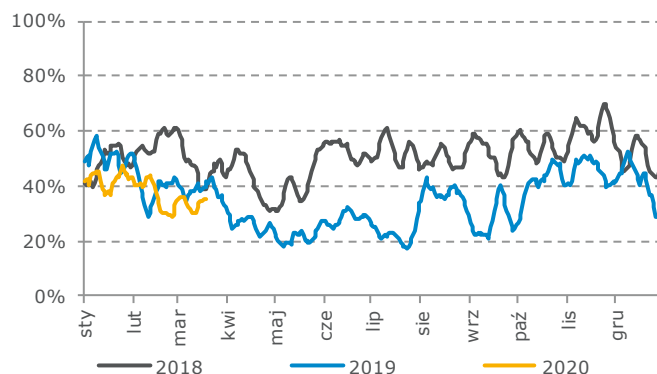
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

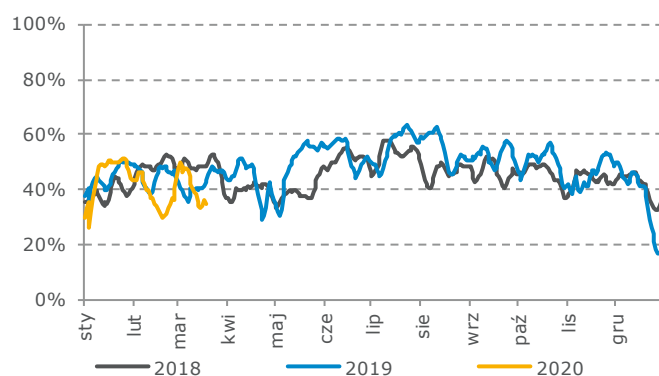
Load factor elektrowni Bełchatów



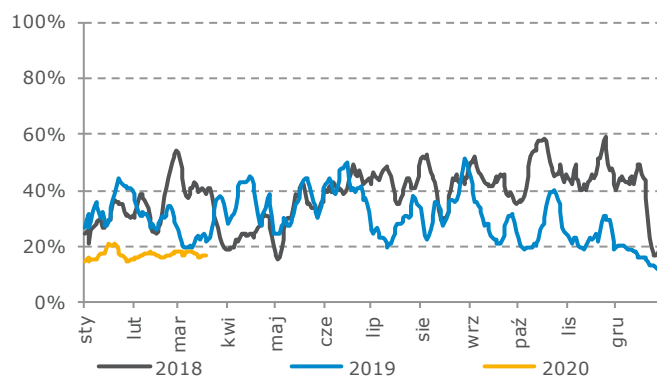
Load factor elektrowni Turów



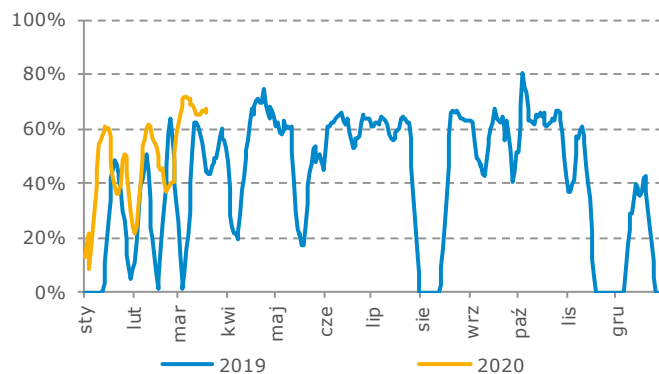
Load factor elektrowni Kozienice



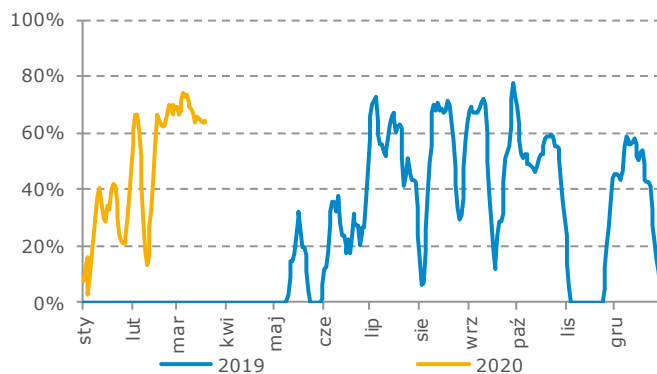
Load factor elektrowni Jaworzno



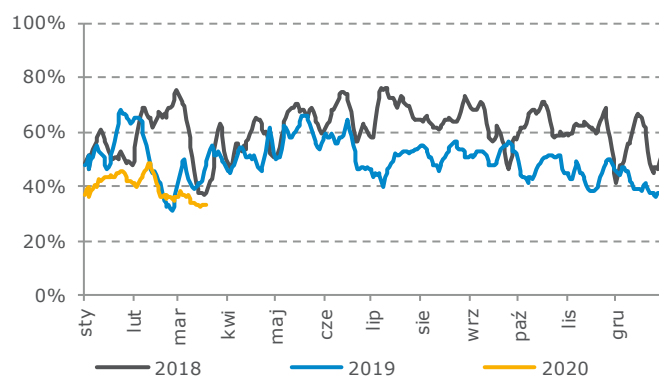
Load factor elektrowni Opole B5



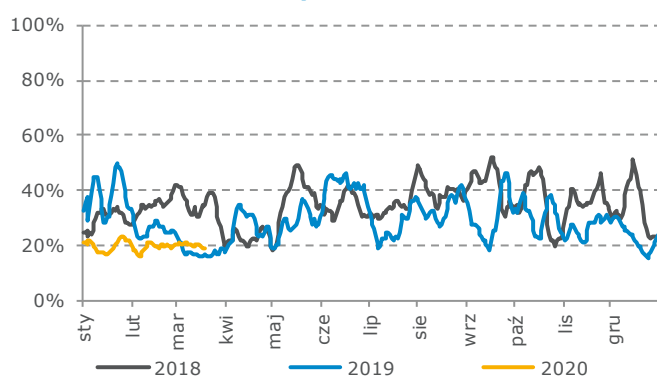
Load factor elektrowni Opole B6



Load factor elektrowni Połaniec



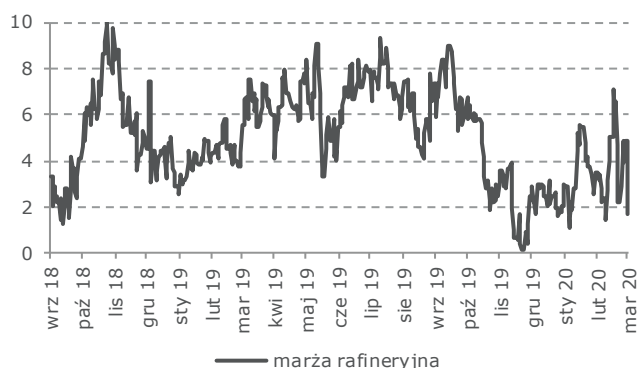
Load factor elektrowni Rybnik



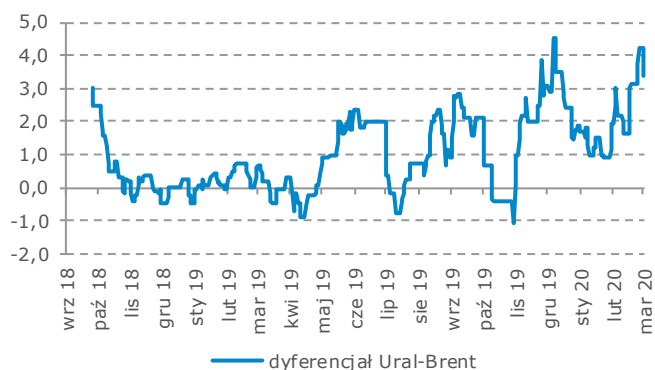
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

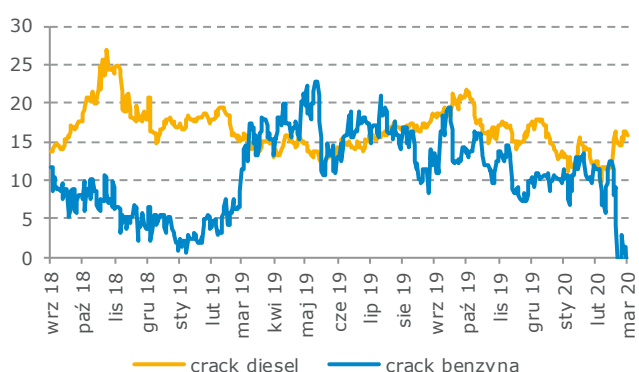
Marża rafinerijna (USD/Bbl)



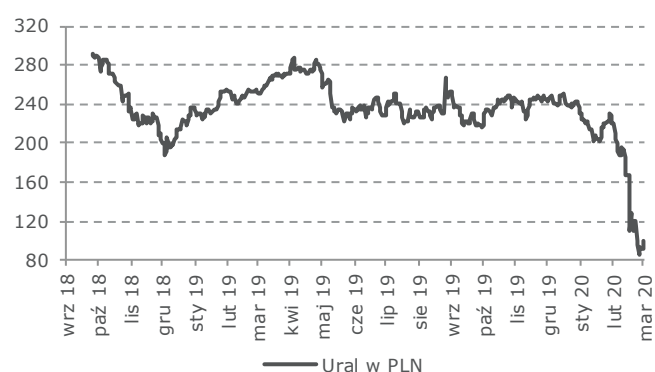
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



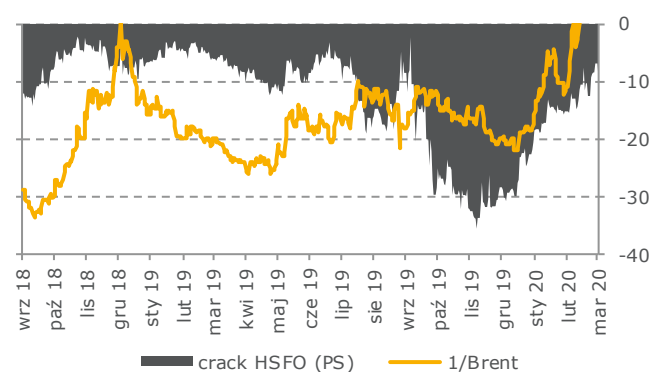
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



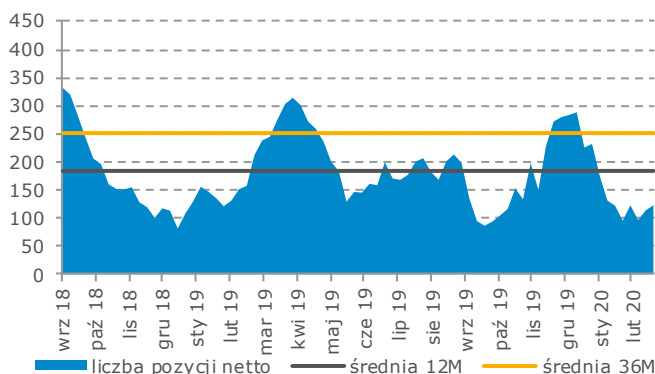
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



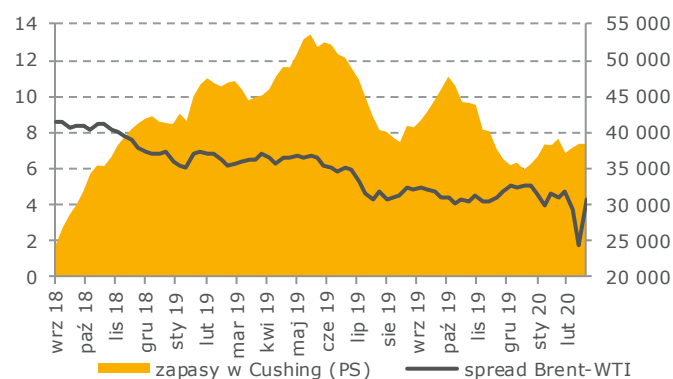
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



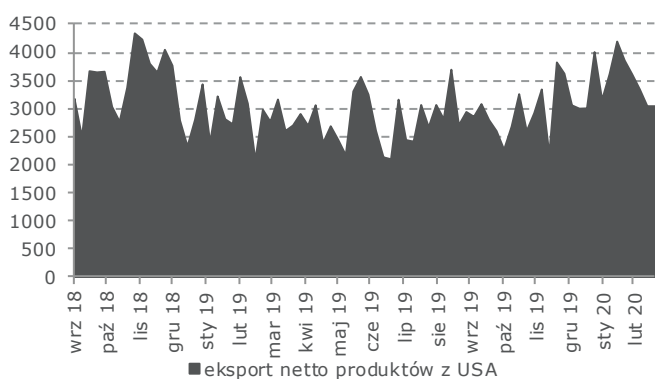
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



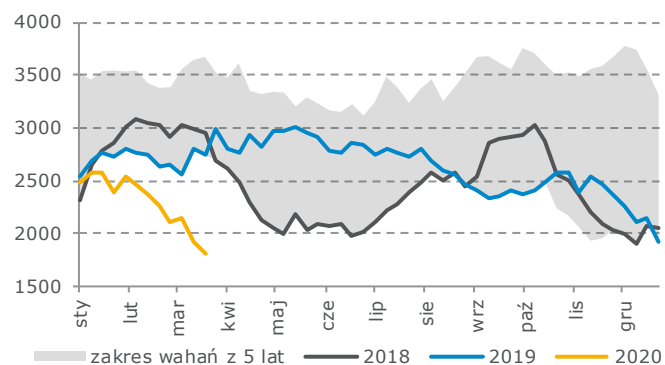
Eksport netto paliw z USA



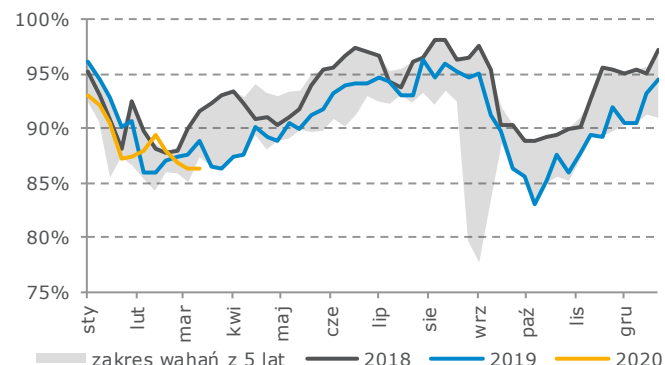
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

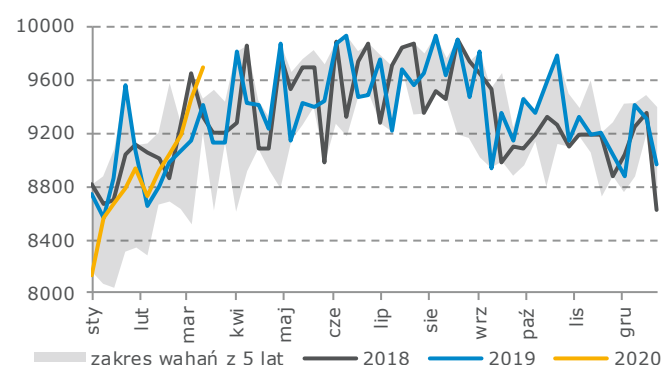
Zapasy diesla w portach ARA



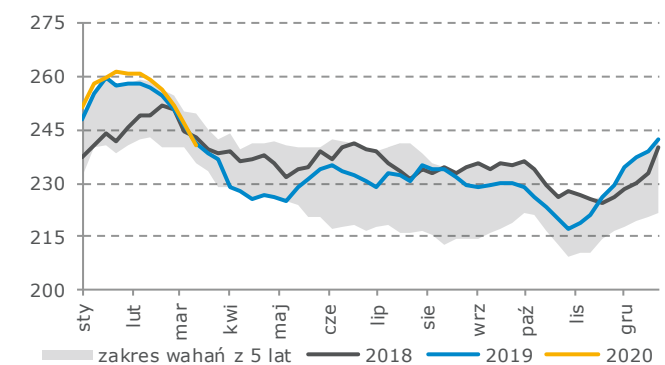
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



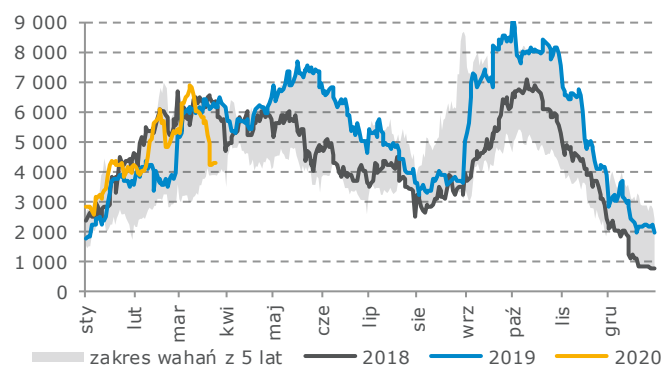
Popyt na benzynę w USA



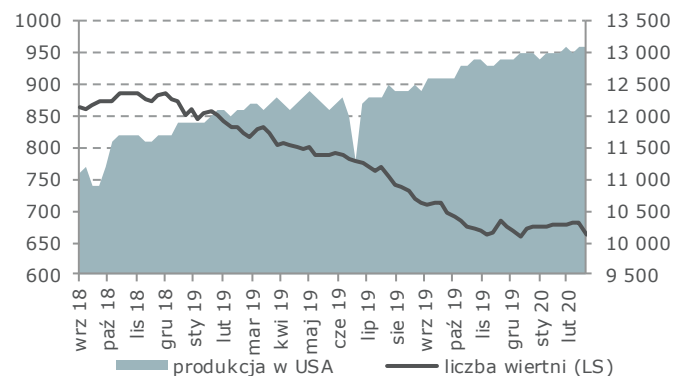
Zapasy benzyny w USA



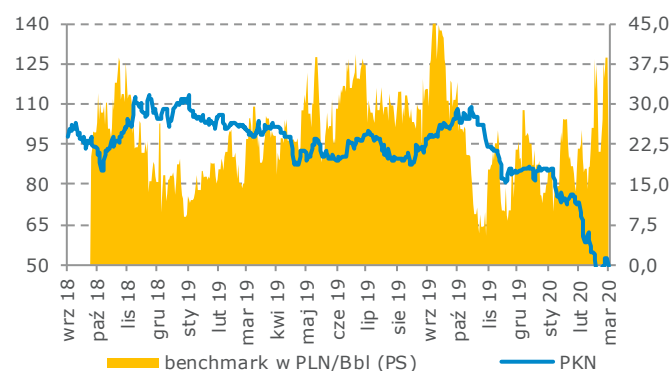
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



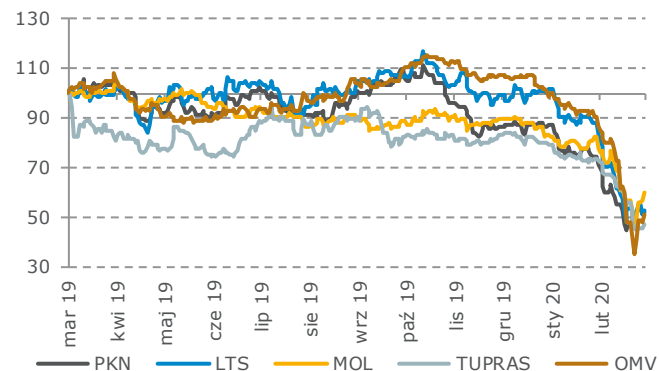
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



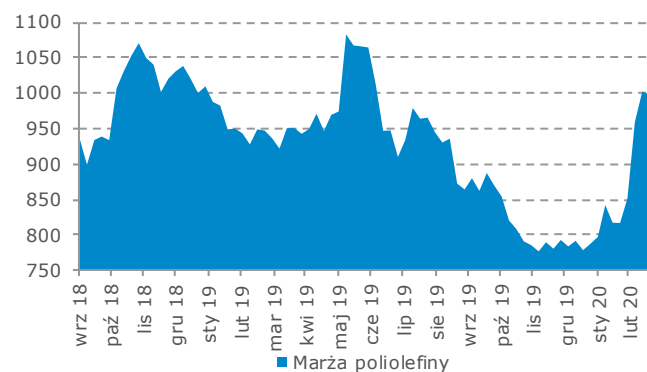
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



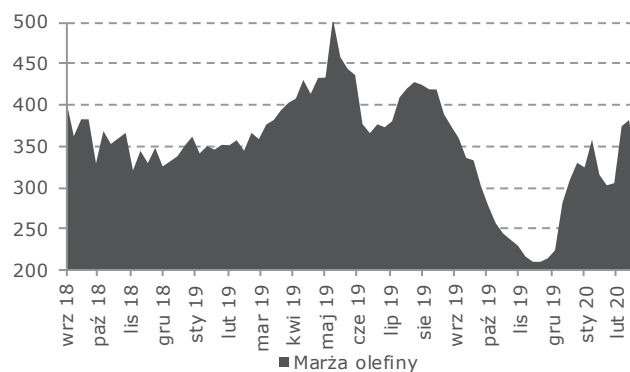
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

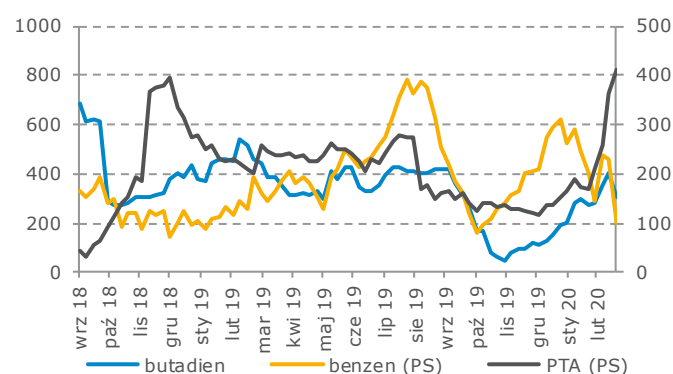
Marża petrochemiczna poliolefiny



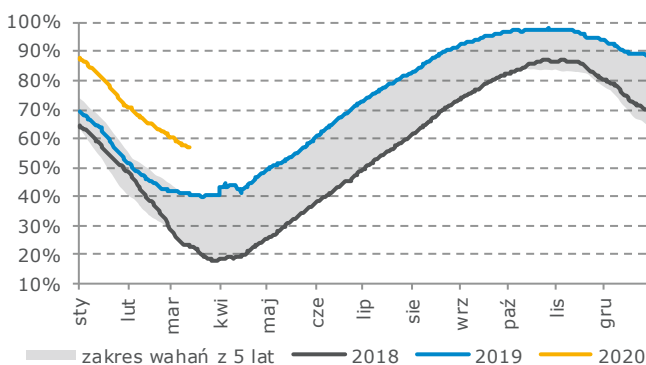
Marża petrochemiczna olefiny



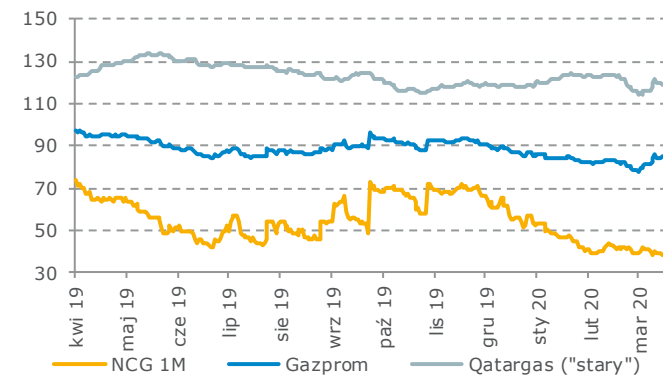
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



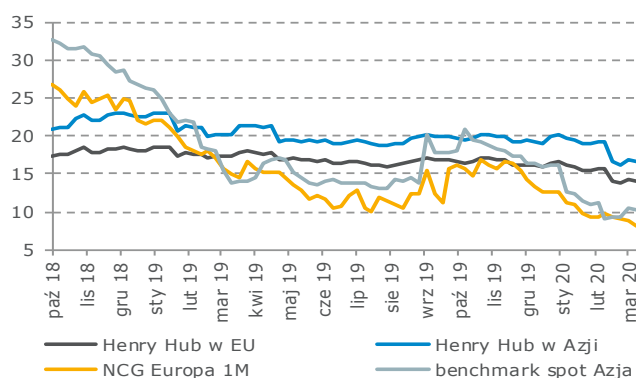
Napełnienie magazynów gazu w UE



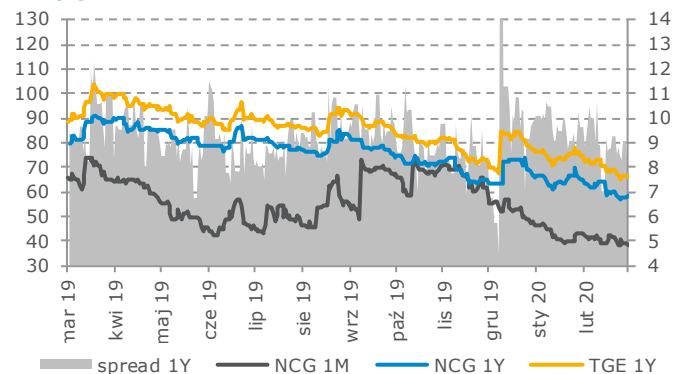
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



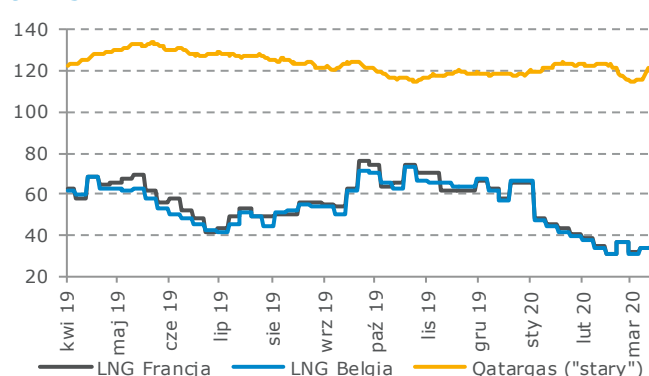
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



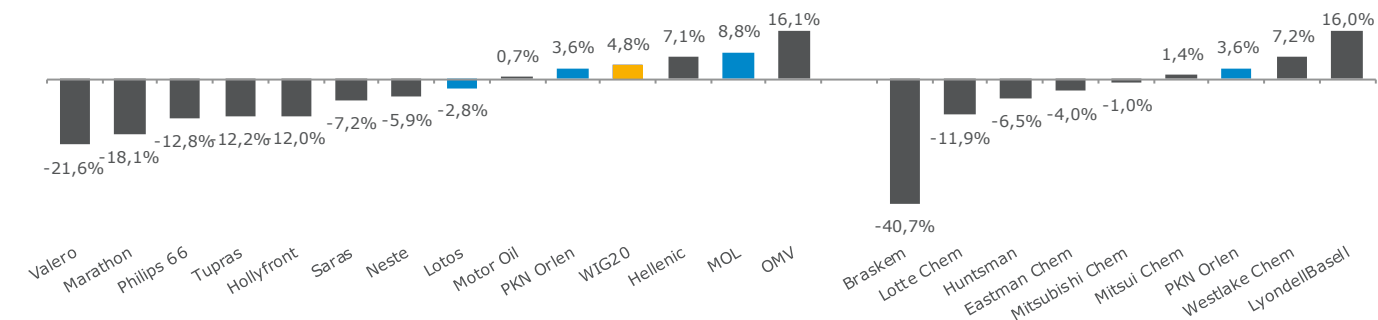
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



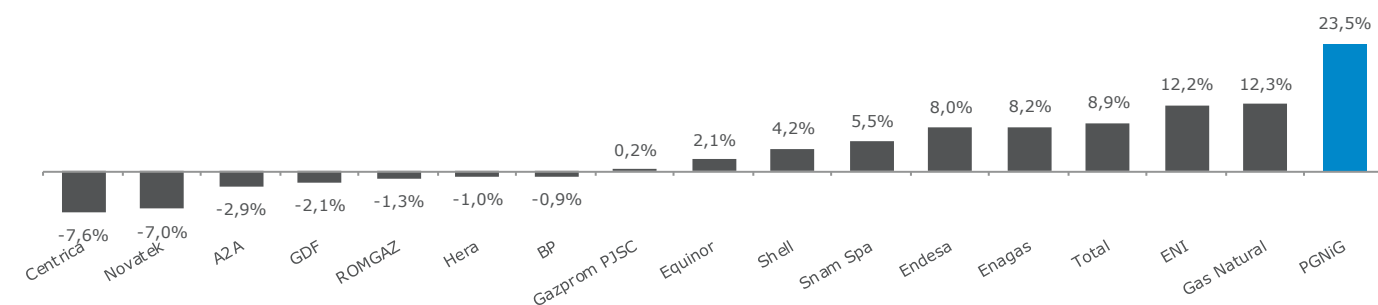
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

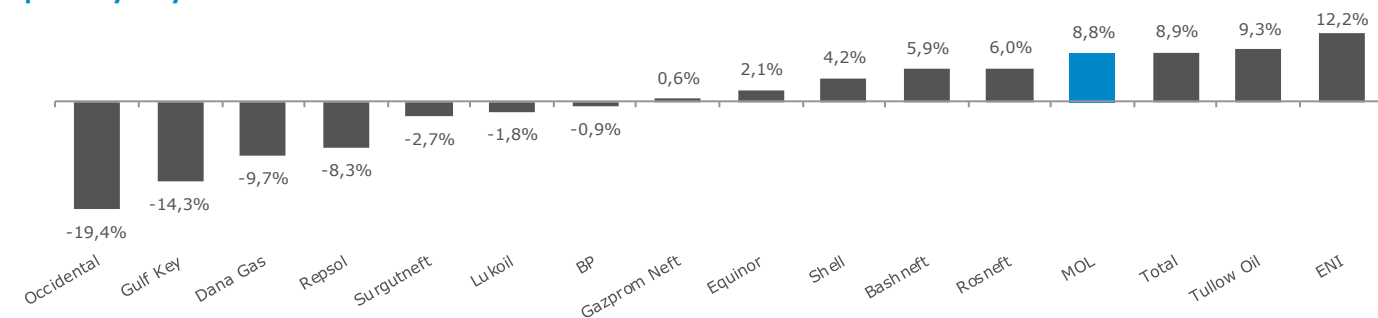
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



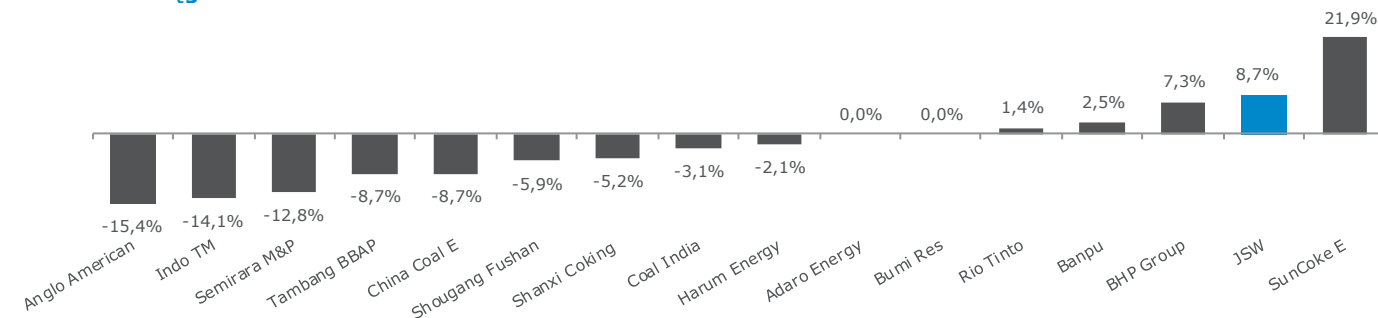
Spółki gazowe



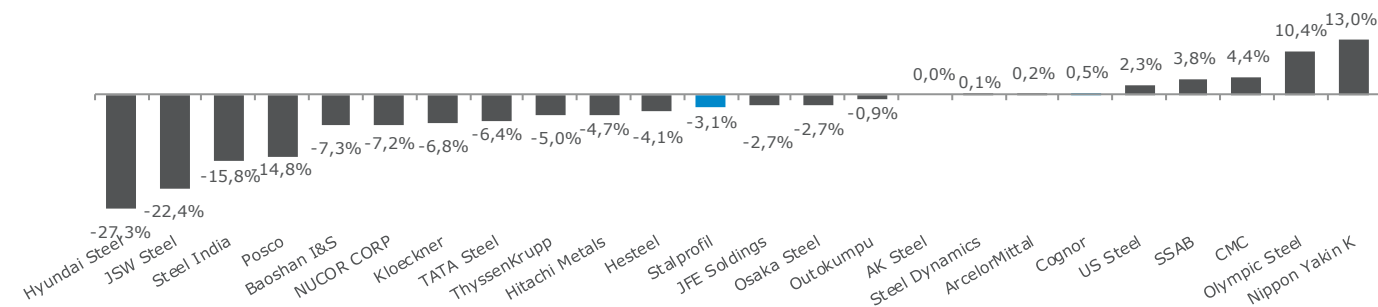
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



Producenci i dystrybutorzy stali



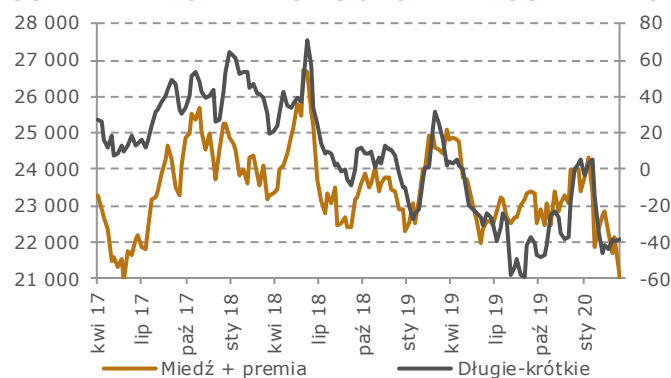
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

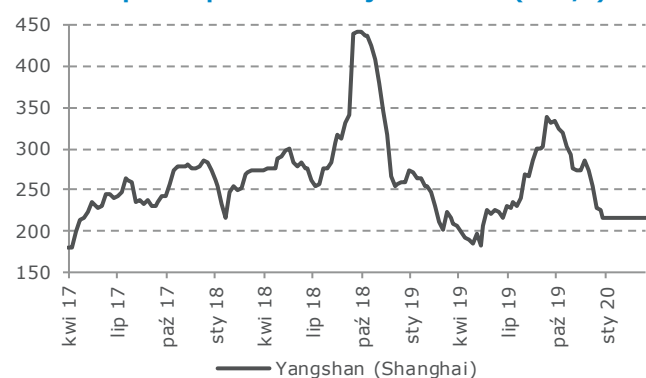
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt; PS)



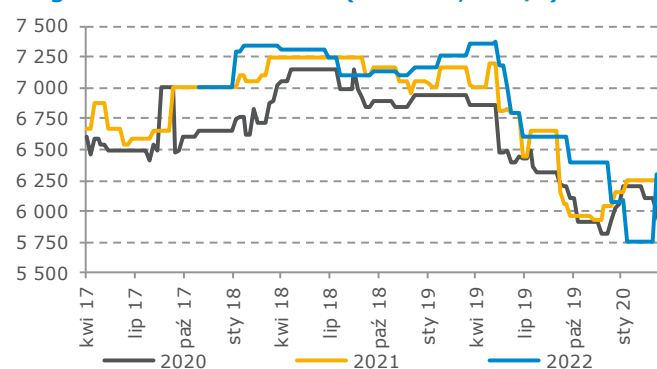
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



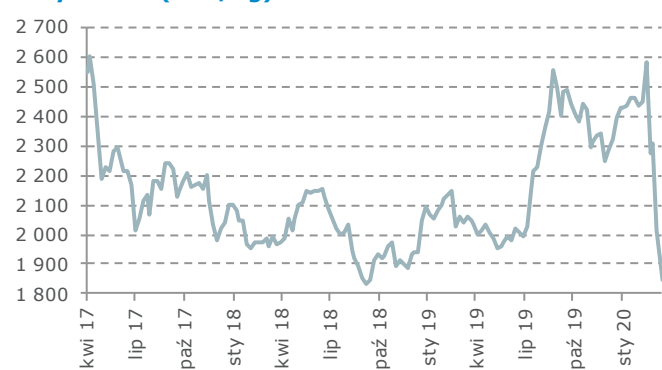
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



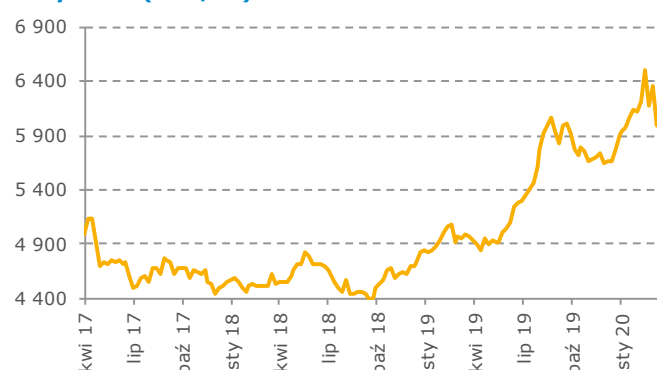
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



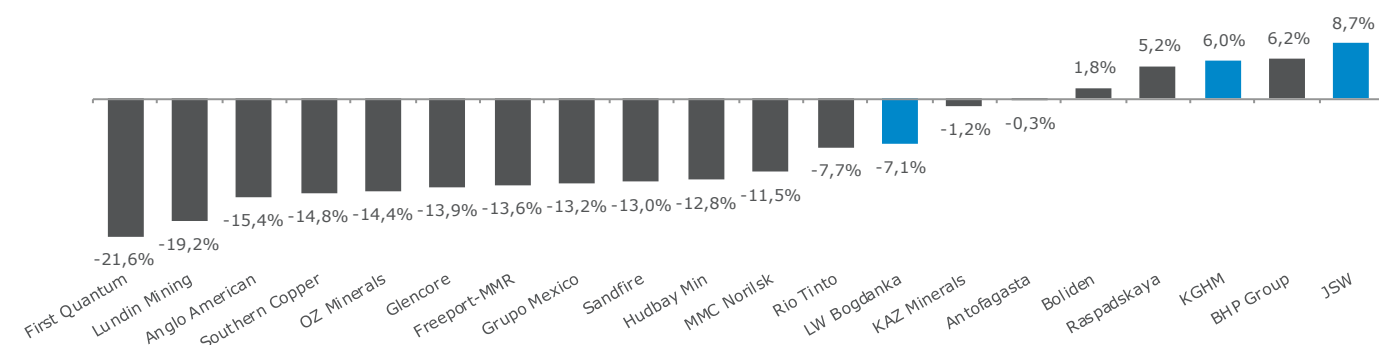
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



Tygodniowy performance spółek surowcowych



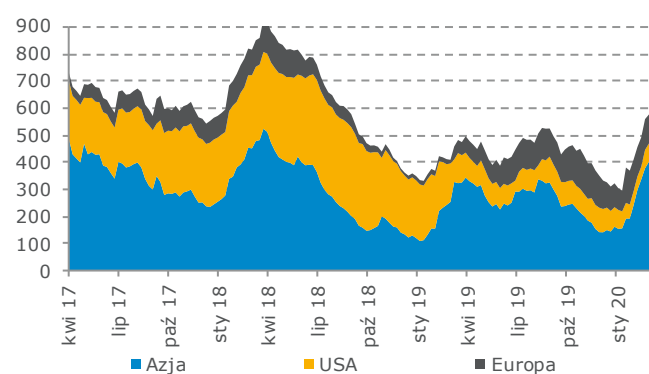
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

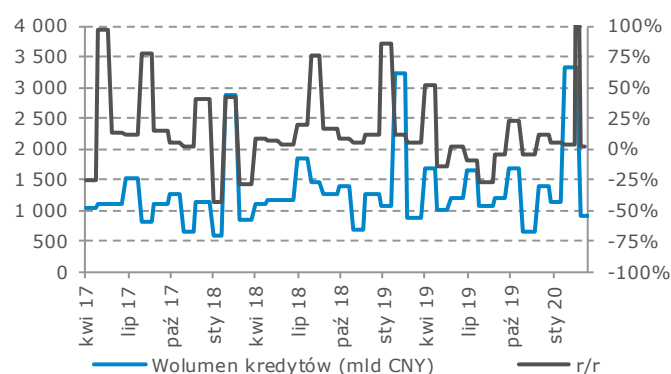
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



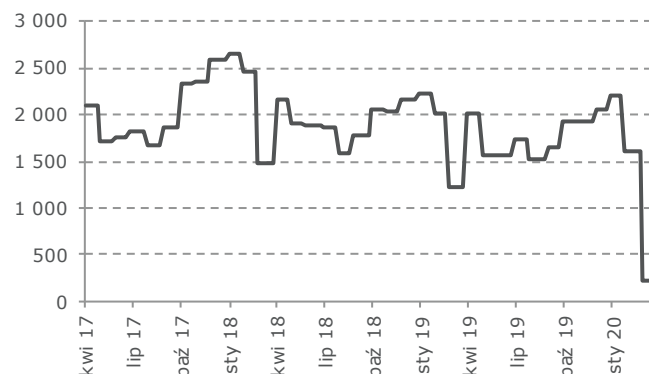
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



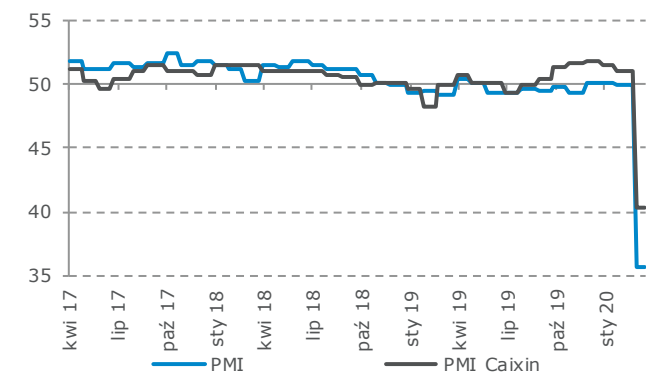
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



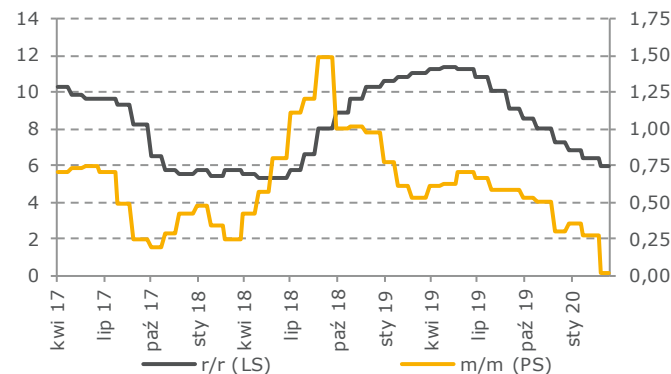
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



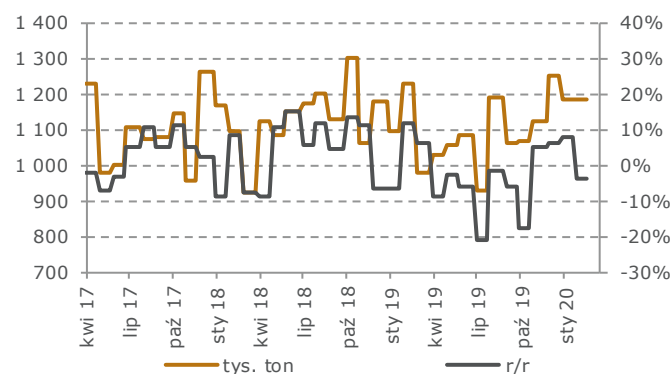
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



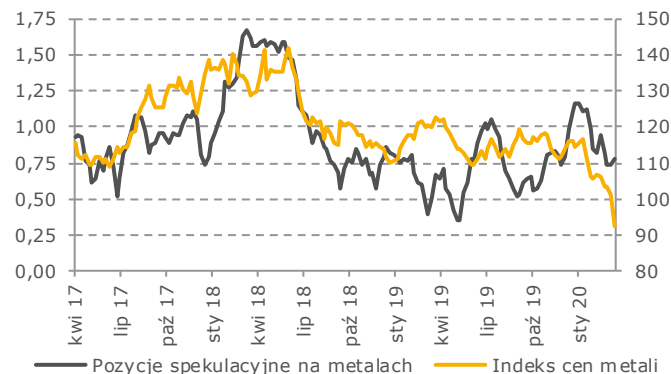
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



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



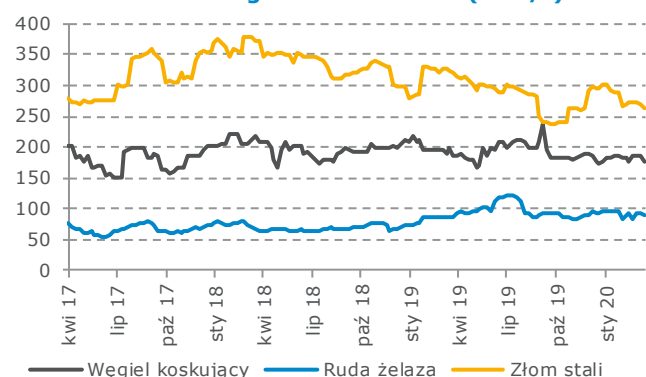
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



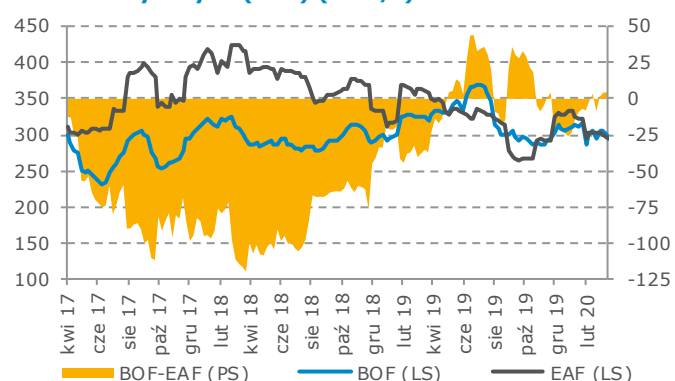
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

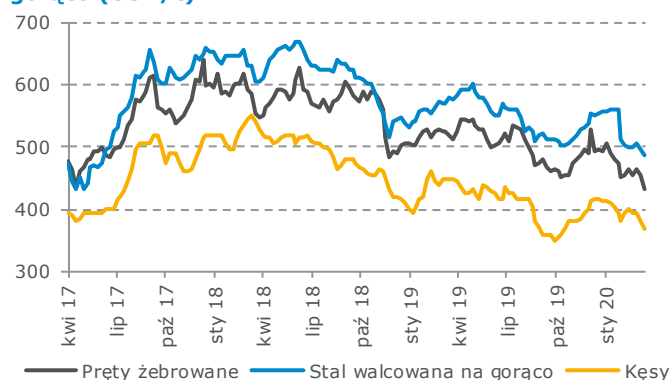
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



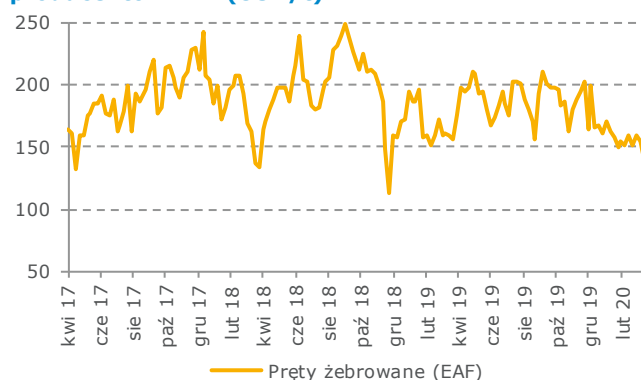
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



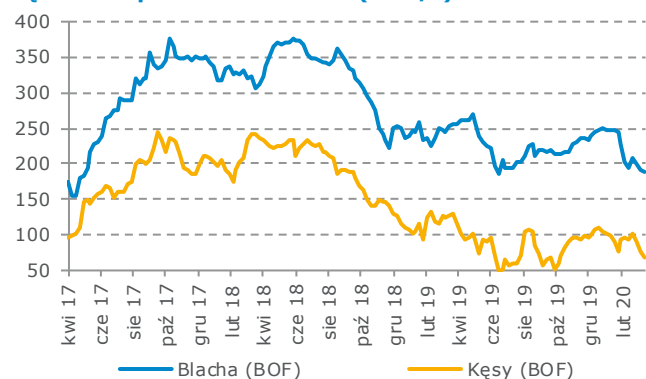
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



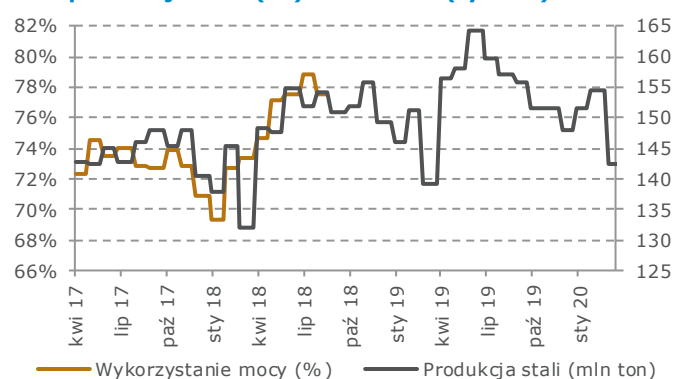
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



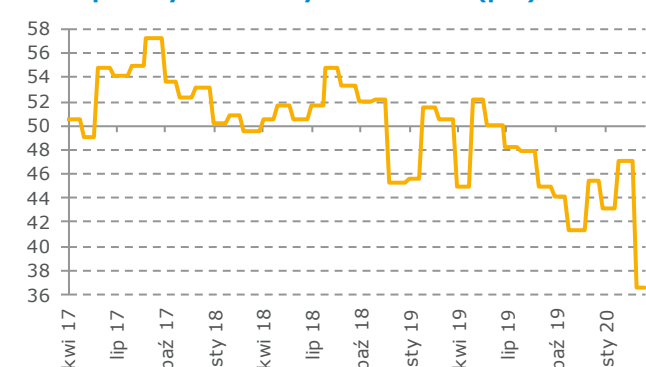
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęśków dla producentów BOF (USD/t)



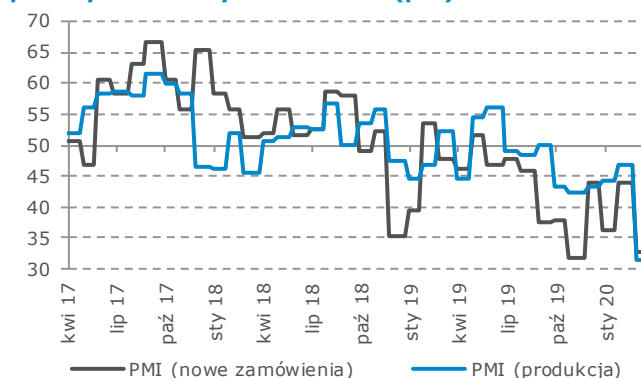
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



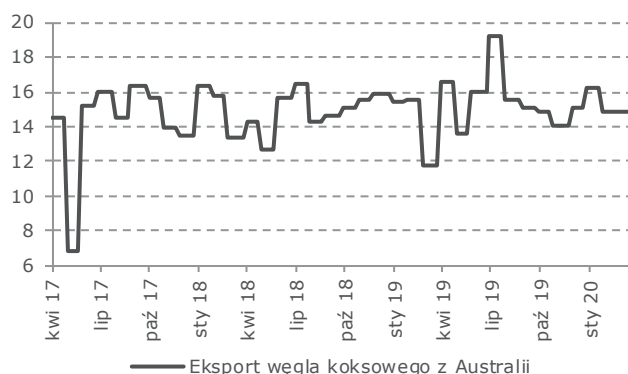
PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



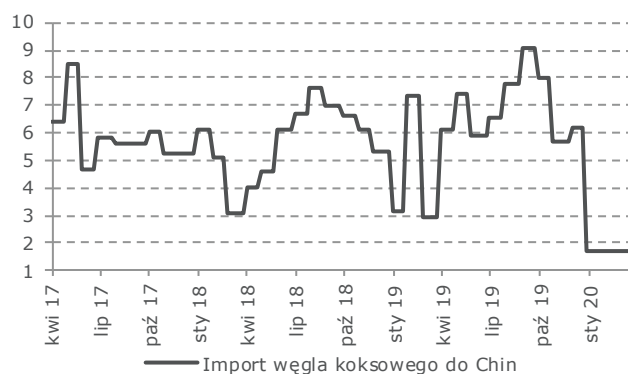
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

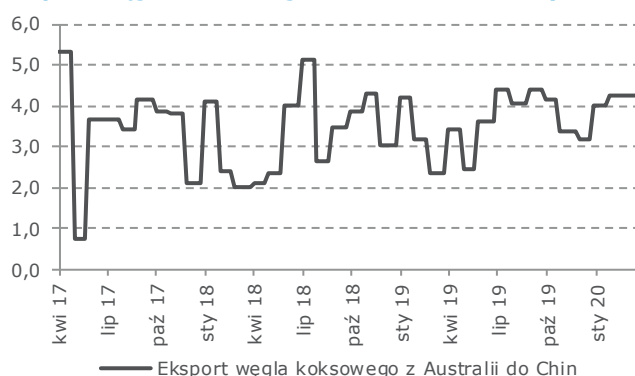
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



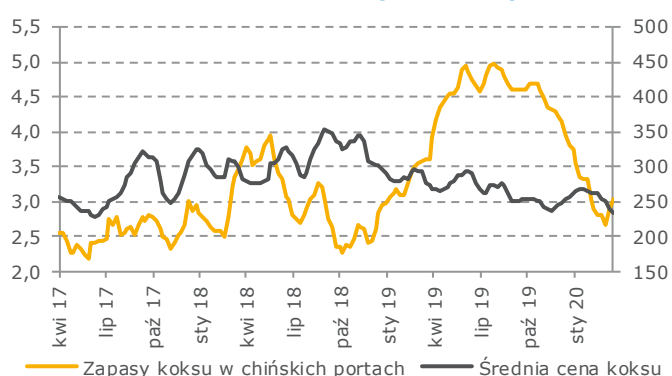
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



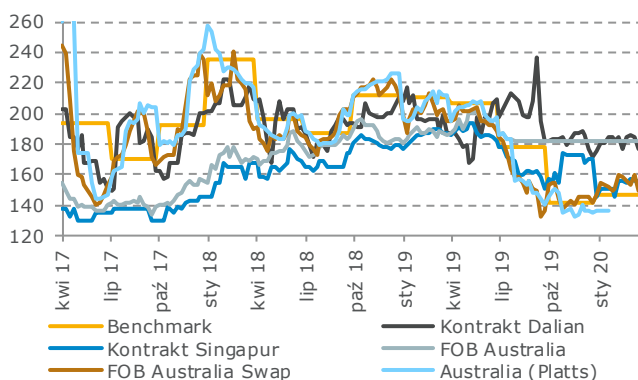
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



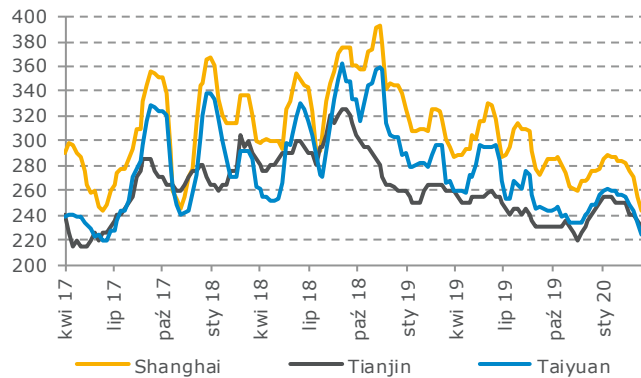
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



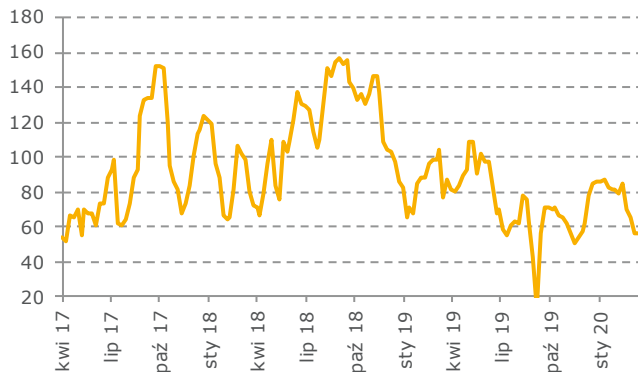
Ceny węgla koksowego (USD/t)



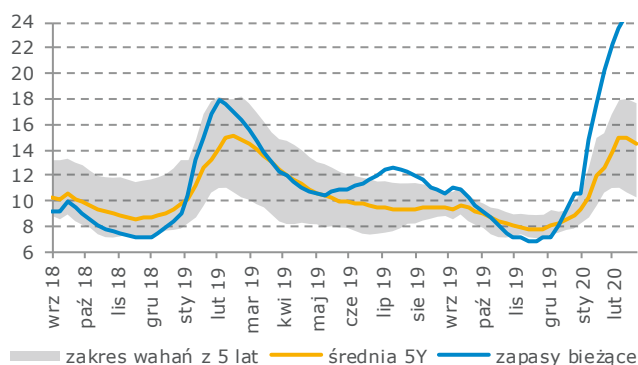
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



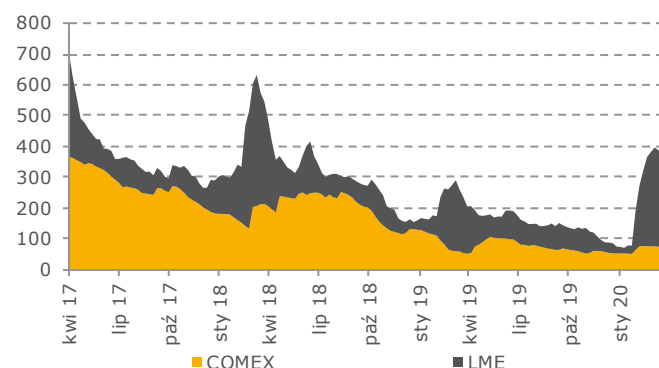
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



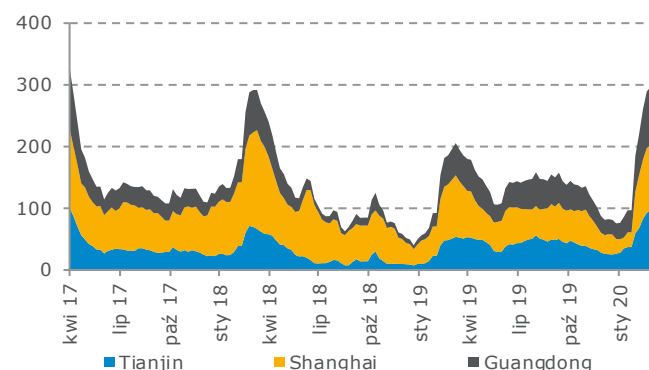
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

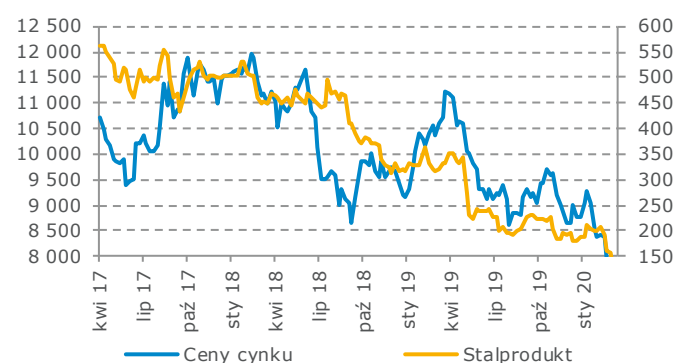
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



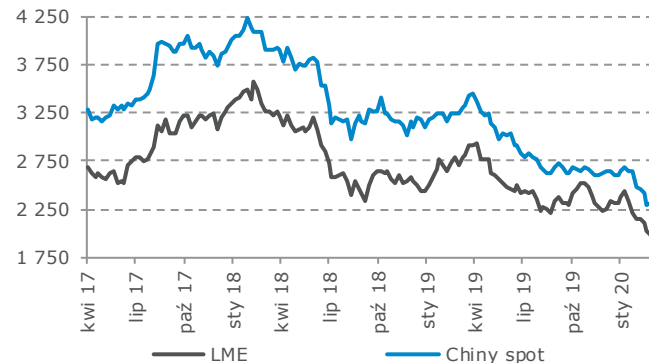
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



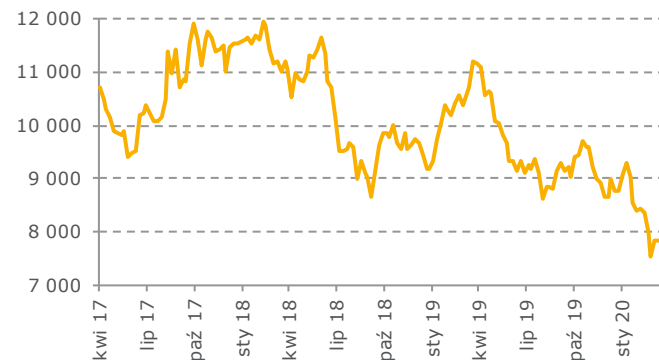
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



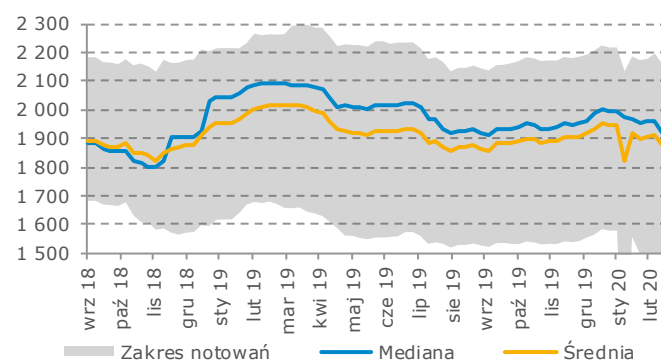
Ceny cynku (USD/t)



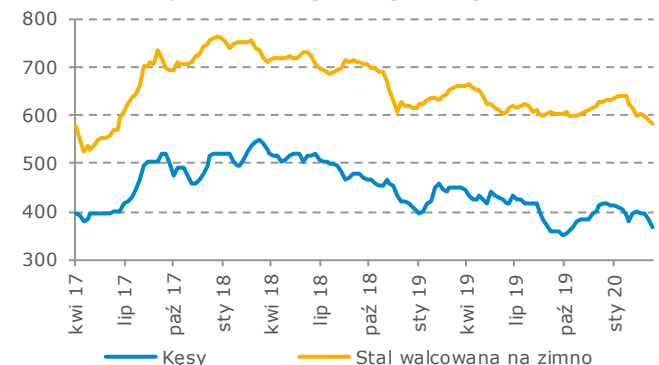
Ceny cynku (PLN/t)



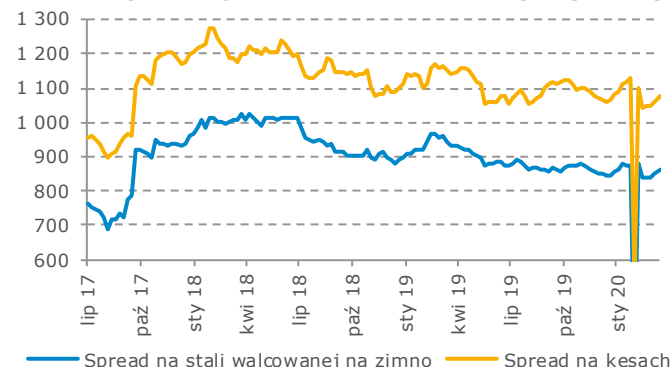
Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



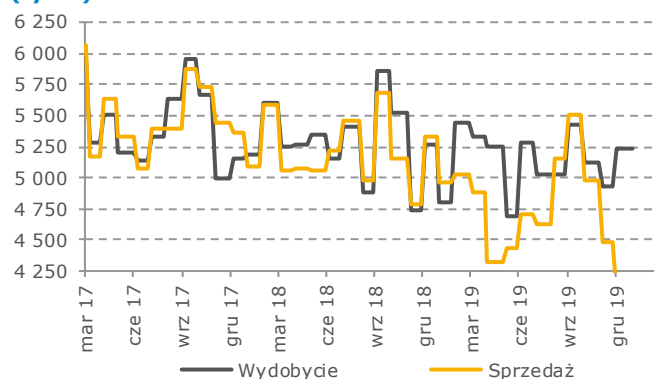
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



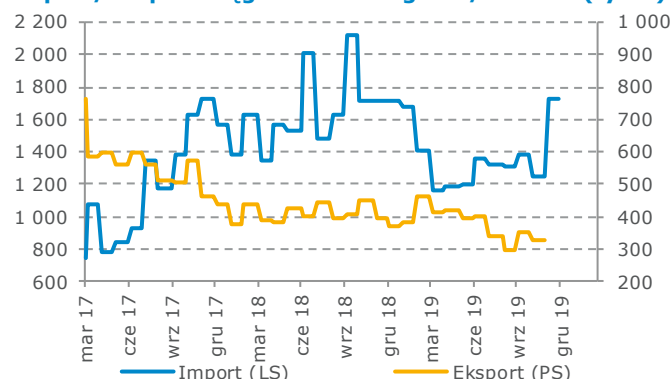
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

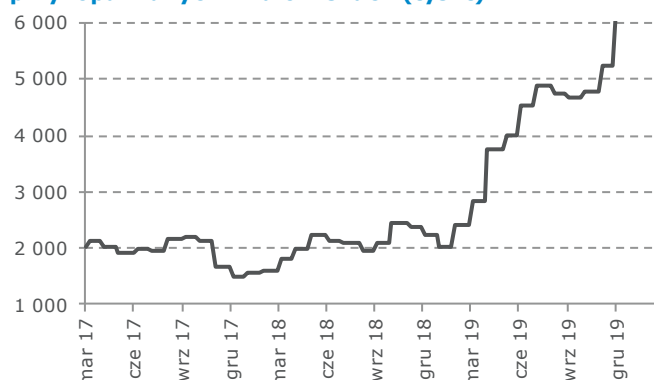
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



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



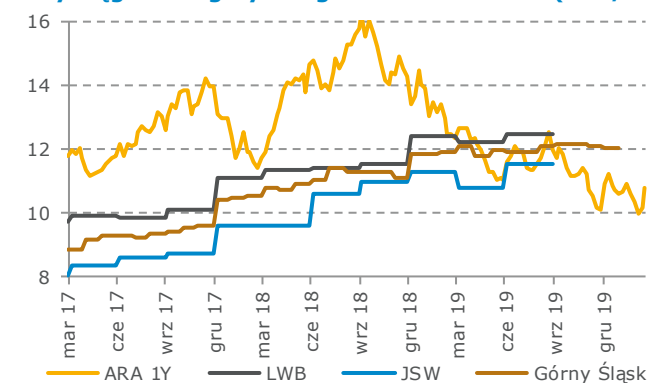
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



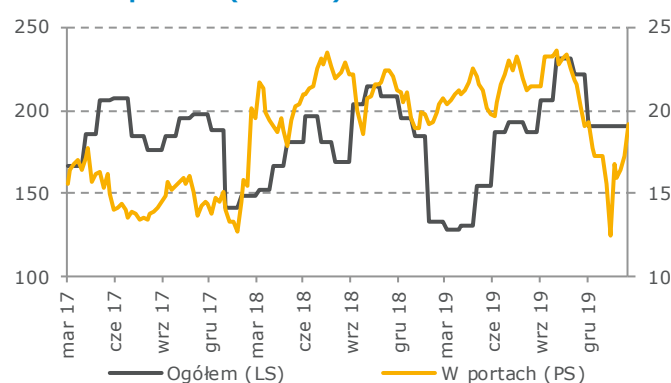
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



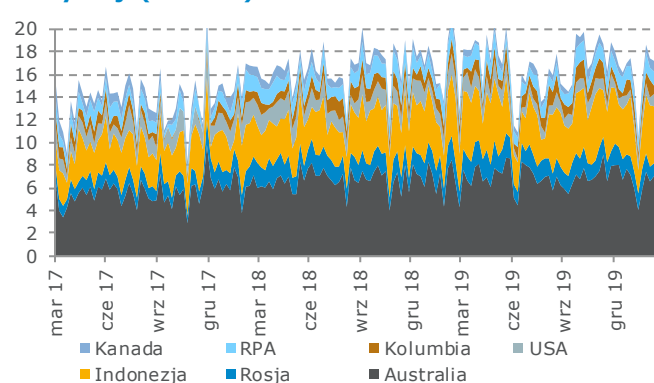
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



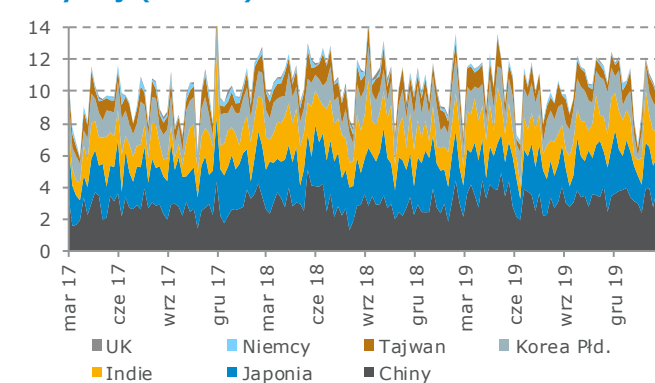
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



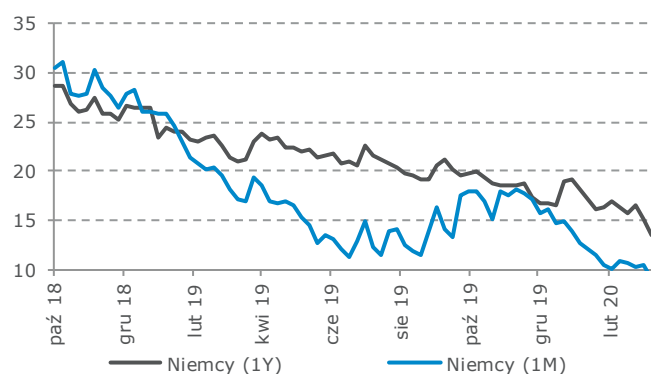
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



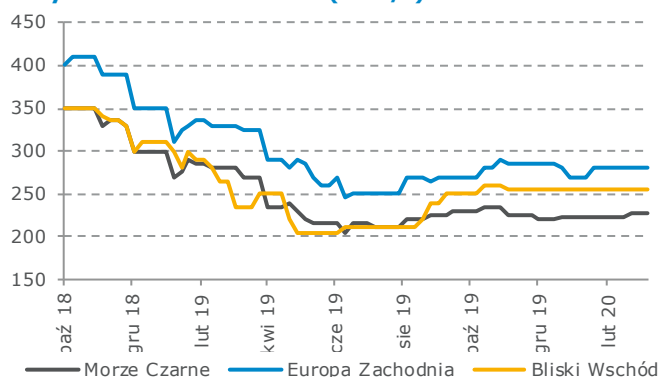
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

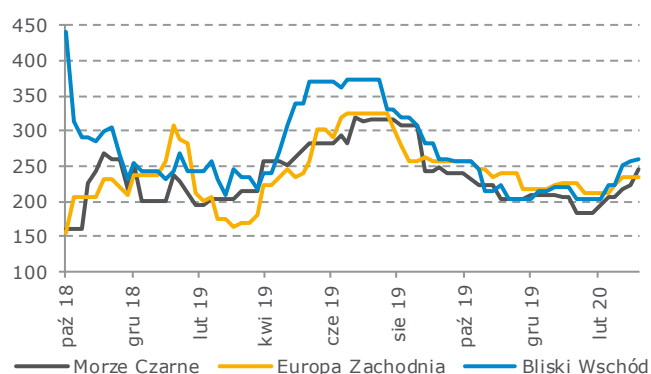
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



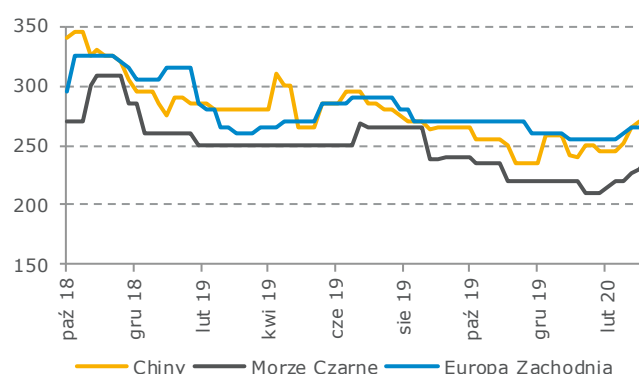
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



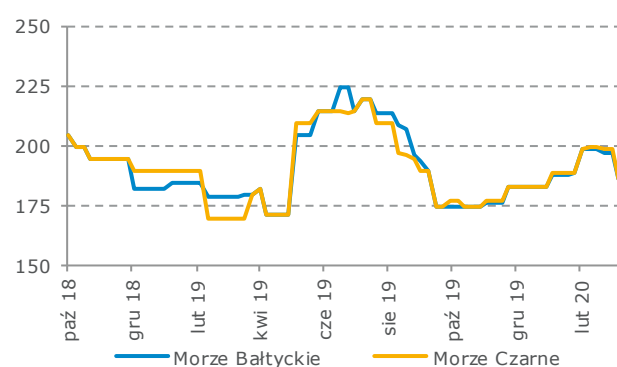
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



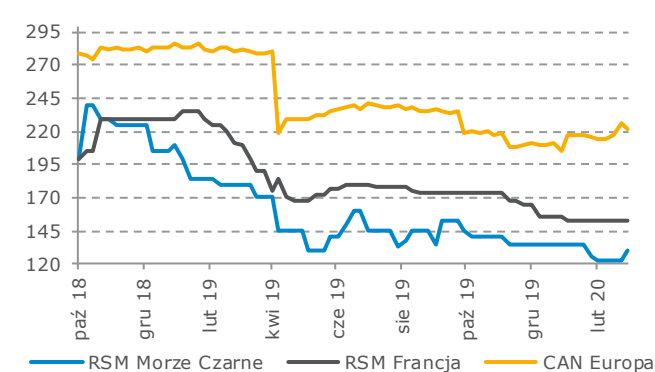
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



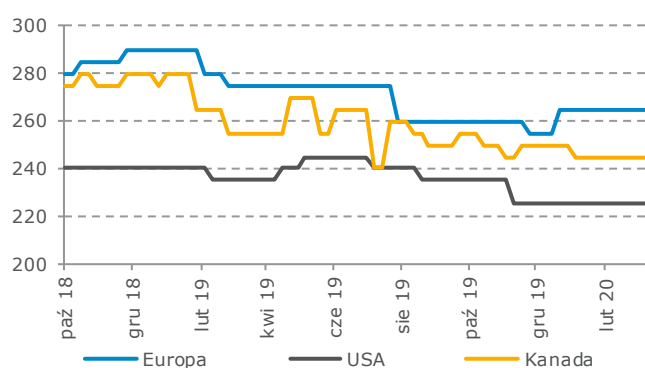
Ceny azotan amonu (AN) na świecie (USD/t)



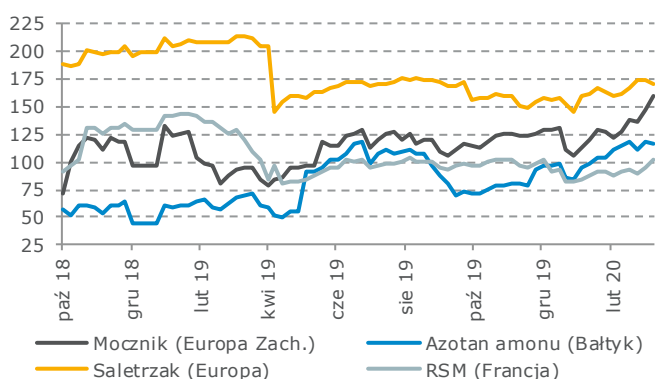
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



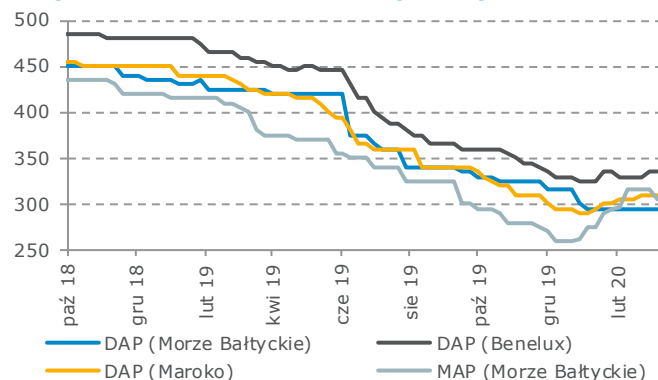
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



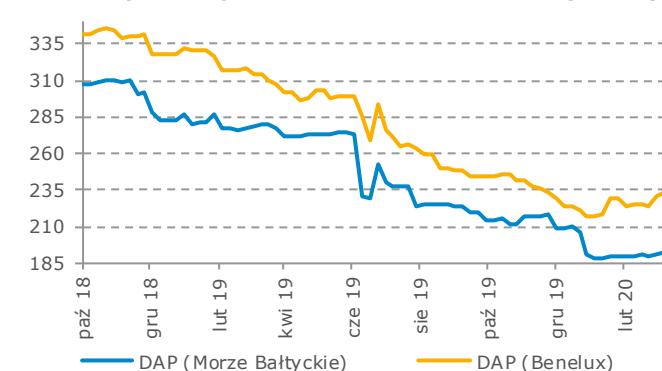
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

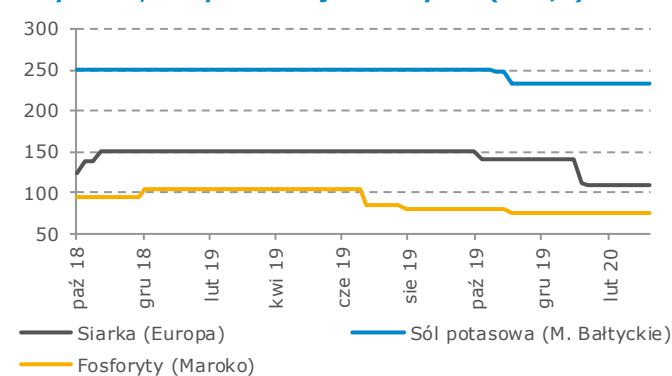
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



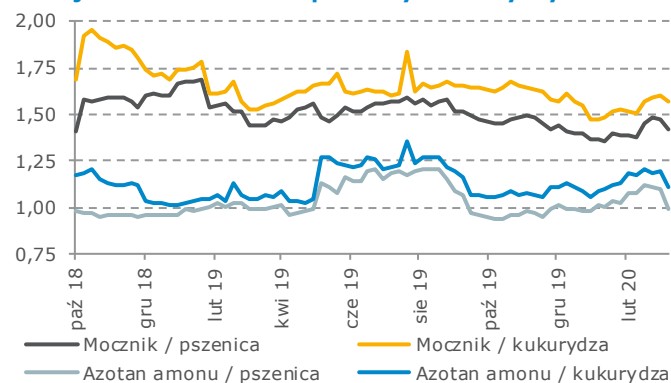
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



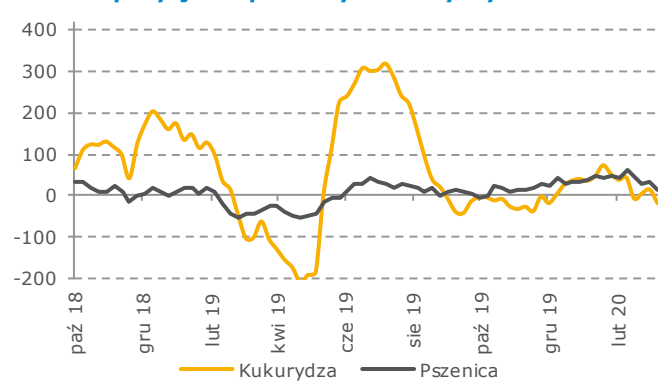
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



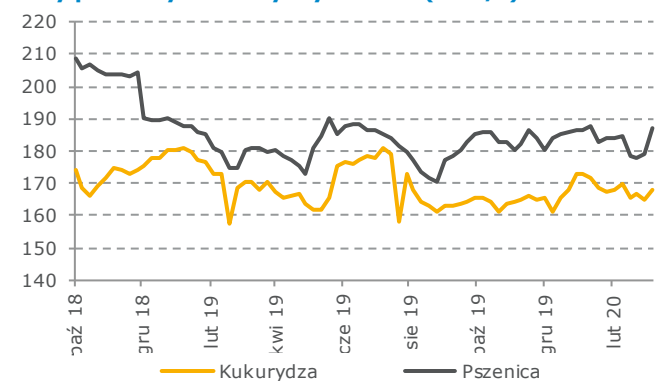
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



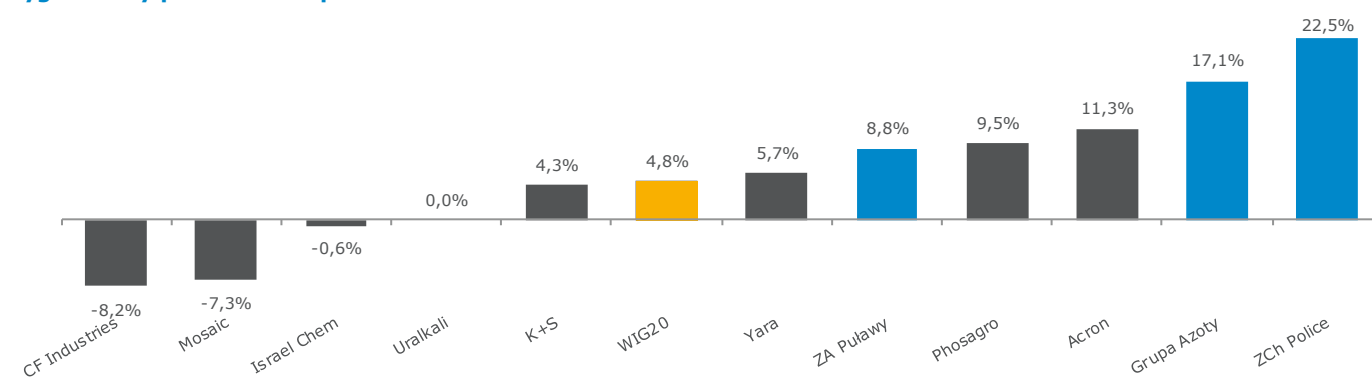
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



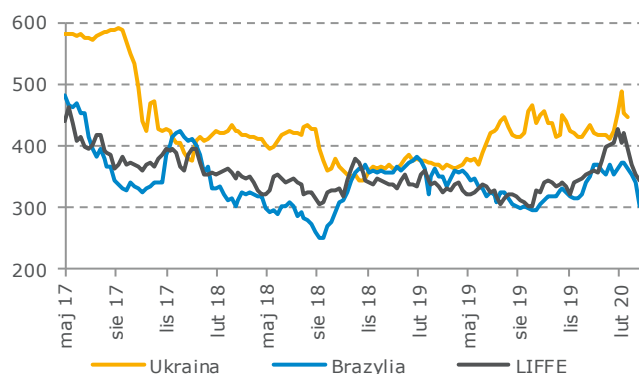
Tygodniowy performance producentów nawozów



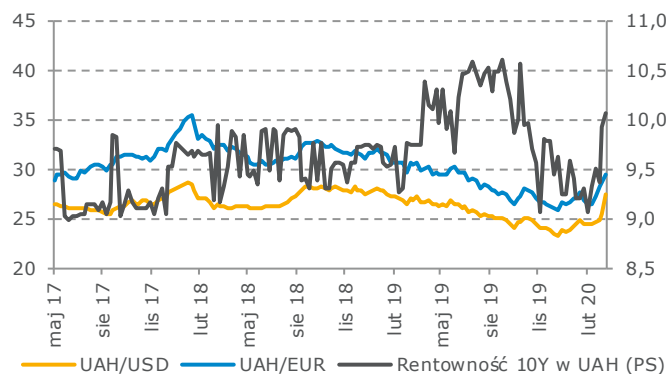
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

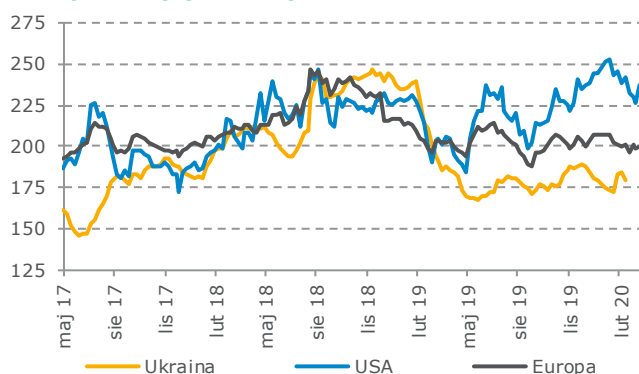
Cena cukru (USD/Mt)



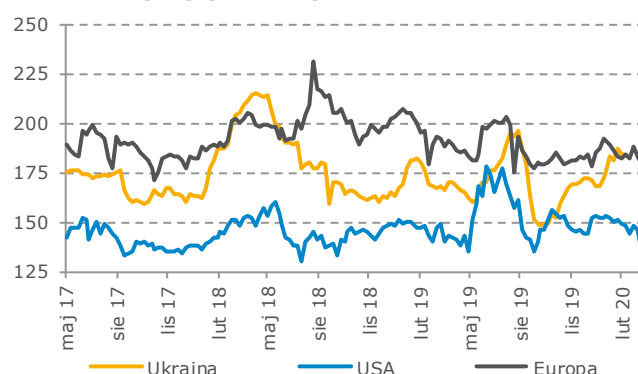
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



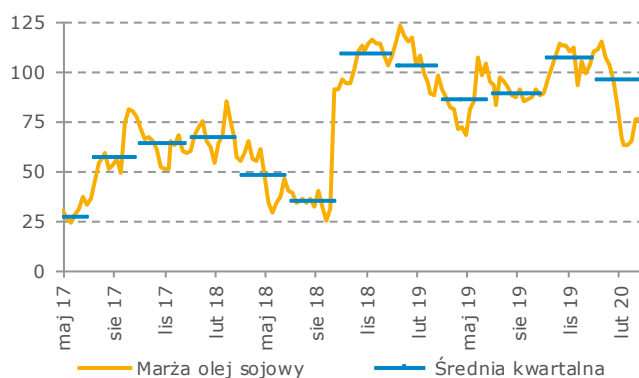
Cena pszenicy (USD/Mt)



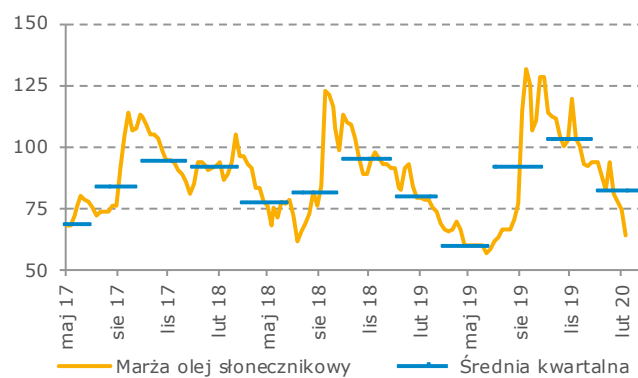
Cena kukurydzy (USD/Mt)



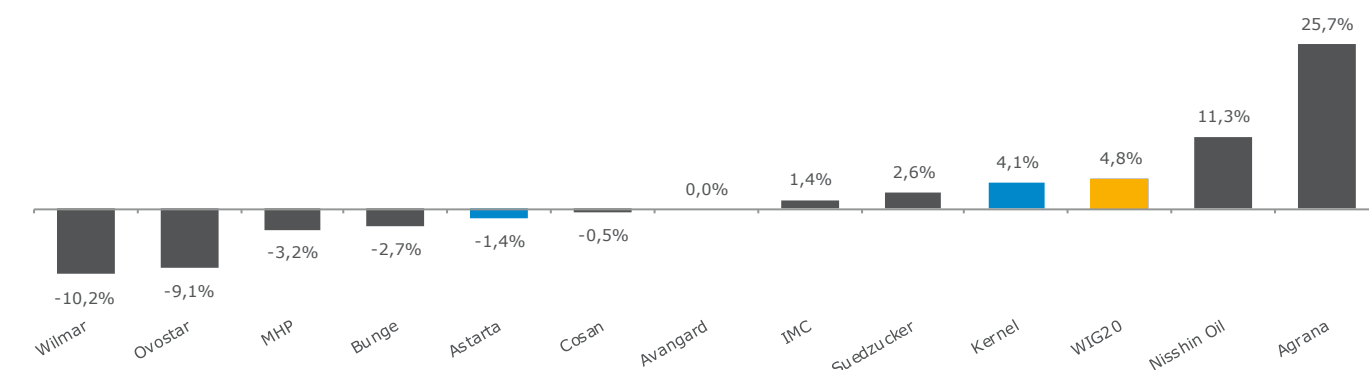
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	396,2	6,5	5,7	6,2	1,8	1,6	1,6	13,2	10,2	13,2	28%	28%	25%	6,1%	7,3%	8,8%
Enea	4,8	2,7	2,7	2,5	0,5	0,5	0,5	2,0	2,0	1,5	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	5,1%
Energa	6,4	3,5	4,1	4,3	0,7	0,7	0,8	5,0	4,8	4,4	19%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	3,7	2,3	2,6	2,0	0,5	0,5	0,4	2,5	3,2	2,1	21%	17%	21%	0,0%	10,2%	7,9%
Tauron	1,2	3,9	3,6	3,1	0,7	0,6	0,6	2,2	1,9	1,5	18%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	7,2	0,7	0,9	0,9	0,1	0,1	0,1	3,9	4,1	3,2	12%	9%	11%	-	5,5%	8,3%
EDF	6,6	4,6	3,9	3,9	1,0	1,0	0,9	4,4	7,8	8,0	21%	24%	24%	5,0%	6,1%	6,2%
EDP	3,1	8,6	8,6	8,3	2,2	2,1	2,1	22,4	13,5	12,7	25%	24%	25%	6,1%	6,1%	6,4%
Endesa	16,7	6,0	6,0	5,9	1,2	1,1	1,1	100+	10,8	10,6	20%	19%	19%	8,5%	9,2%	7,6%
Enel	6,0	7,6	6,8	6,6	1,6	1,6	1,5	28,4	11,6	10,8	21%	23%	23%	5,5%	6,1%	6,5%
EON	7,9	9,5	7,0	6,9	1,5	0,8	0,8	12,2	11,6	10,9	16%	12%	11%	5,8%	6,1%	6,4%
Fortum	12,7	9,9	6,8	7,1	3,0	3,0	3,0	7,4	8,5	8,6	30%	44%	42%	8,7%	8,7%	8,6%
Iberdola	8,4	10,1	9,5	9,0	2,8	2,6	2,5	15,5	14,8	13,9	28%	28%	28%	4,4%	4,9%	5,2%
National Grid	8,0	12,5	10,6	10,0	3,7	3,6	3,5	17,9	13,6	13,1	30%	34%	35%	5,8%	6,1%	6,3%
Red Electrica	14,4	9,1	9,2	9,2	7,3	7,1	7,1	10,8	11,7	11,7	80%	78%	77%	6,8%	7,1%	7,1%
RWE	21,0	7,4	4,2	3,7	1,0	0,8	0,7	1,5	12,5	9,8	13%	18%	20%	3,8%	4,2%	5,0%
SSE	10,7	9,6	11,0	10,1	0,9	2,7	2,7	7,8	12,5	10,7	9%	24%	27%	9,1%	7,5%	7,7%
Verbund	33,9	11,5	10,4	10,0	3,6	3,7	3,7	21,2	18,2	17,6	32%	36%	37%	2,0%	2,6%	2,8%
Mediana		7.5	6.4	6.4	1.3	1.4	1.3	7.8	11.2	10.6	21%	24%	24%	5.5%	6.1%	6.4%

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	43,20	3,7	3,2	3,0	0,4	0,4	0,3	6,8	5,5	5,7	10%	11%	11%	6,9%	6,9%	6,9%
MOL	1871,00	3,3	4,1	3,6	0,4	0,6	0,6	6,3	6,4	5,8	13%	15%	16%	7,6%	7,3%	7,6%
PKN Orlen	49,72	3,1	6,8	3,7	0,2	0,5	0,4	4,9	-	7,3	8%	7%	12%	7,0%	6,0%	6,0%
Hellenic Petroleum	4,98	5,8	4,7	4,5	0,4	0,4	0,4	9,4	5,2	4,4	7%	8%	8%	10,0%	9,4%	9,7%
HollyFrontier	18,66	2,9	4,2	4,2	0,3	0,4	0,4	4,0	5,6	5,3	11%	9%	9%	7,2%	7,6%	7,8%
Marathon Petroleum	16,62	5,0	5,6	4,7	0,4	0,4	0,4	4,2	4,3	3,5	8%	7%	8%	12,8%	13,8%	14,5%
Motor Oil	10,90	3,3	3,0	3,1	0,2	0,2	0,2	5,4	4,1	4,5	5%	6%	6%	10,6%	12,0%	12,7%
Neste Oil	23,58	6,5	8,5	7,5	1,1	1,4	1,2	10,1	13,2	11,5	18%	16%	17%	3,9%	4,3%	4,7%
OMV	22,58	3,2	3,6	3,2	0,8	0,9	0,8	4,4	6,2	5,0	24%	24%	25%	8,9%	9,2%	9,8%
Phillips 66	42,09	7,6	4,8	4,3	0,3	0,3	0,3	6,2	5,5	4,5	4%	7%	7%	8,3%	9,1%	9,6%
Saras	0,71	2,6	1,4	1,7	0,1	0,1	0,1	25,4	4,2	5,3	3%	5%	4%	5,7%	10,9%	11,0%
Tupras	69,00	6,7	4,1	3,5	0,3	0,3	0,2	32,9	5,2	4,2	4%	6%	7%	-	15,1%	20,7%
Valero Energy	32,62	3,5	3,9	3,6	0,2	0,2	0,2	5,6	5,5	4,7	6%	6%	6%	11,0%	12,1%	12,8%
Mediana		3,5	4,1	3,6	0,3	0,4	0,4	6,2	5,5	5,0	8%	7%	8%	8,0%	9,2%	9,7%

Wycena spółek petrochemicznych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	49,72	3,1	6,8	3,7	0,2	0,5	0,4	4,9	-	7,3	8%	7%	12%	7,0%	6,0%	6,0%
Axiall	32,01	5,3	5,6	5,2	1,0	1,0	1,0	9,8	11,3	9,1	18%	17%	18%	3,2%	3,3%	3,4%
Braskem	10,07	6,0	6,1	5,3	0,8	0,8	0,7	-	-	-	13%	13%	14%	4,4%	3,4%	0,7%
Eastman Chemical	38,39	6,1	5,7	5,4	1,2	1,2	1,2	7,0	5,3	4,8	19%	21%	22%	6,6%	6,9%	7,5%
Huntsman Corp	12,87	6,7	6,8	5,8	0,8	0,8	0,7	5,2	9,4	6,8	12%	12%	13%	5,1%	5,2%	5,3%
Lotte Chemicals	137 500	2,9	3,3	2,8	0,4	0,4	0,3	6,6	6,8	5,3	12%	11%	12%	4,9%	4,9%	5,8%
LyondellBasell	40,49	4,5	5,0	4,6	0,8	0,8	0,8	4,2	4,7	4,1	17%	16%	17%	10,2%	10,8%	11,3%
Mitsubishi Chemical	600,80	6,7	7,1	6,8	0,8	0,9	0,9	5,0	8,2	7,7	12%	12%	13%	6,7%	6,7%	6,6%
Mitsui Chemicals	2010,00	6,1	6,8	6,6	0,6	0,6	0,6	5,2	8,6	7,8	10%	9%	10%	5,0%	5,0%	4,7%
Westlake Chemical	32,01	5,3	5,6	5,2	1,0	1,0	1,0	9,8	11,3	9,1	18%	17%	18%	3,2%	3,3%	3,4%
Mediana		5,6	5,9	5,2	0,8	0,8	0,8	5,2	8,4	7,3	13%	12%	13%	5,0%	5,1%	5,5%

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	3,08	3,9	5,1	3,4	0,5	0,6	0,6	13,0	24,6	8,0	13%	13%	19%	3,6%	3,1%	1,6%
A2A	1,00	5,4	5,5	5,3	1,0	1,0	1,0	8,5	9,4	8,8	18%	19%	19%	7,9%	8,0%	8,3%
BG Group	11,27	3,7	3,9	3,4	0,5	0,6	0,5	7,3	8,8	6,4	15%	15%	15%	13,1%	14,5%	14,7%
BP	2,57	4,8	3,8	3,3	0,4	0,5	0,4	16,5	9,4	7,3	9%	13%	13%	12,5%	14,1%	14,3%
Centrica	0,39	4,5	3,4	3,7	0,2	0,2	0,2	-	4,9	4,6	5%	7%	7%	12,8%	13,0%	13,0%
Enagas	17,86	10,4	8,5	8,9	7,2	7,4	8,1	10,1	10,2	10,2	69%	87%	91%	8,7%	9,4%	9,5%
Endesa	16,75	6,0	6,0	5,9	1,2	1,1	1,1	100+	10,8	10,6	20%	19%	19%	8,5%	9,2%	7,6%
Engie	9,77	7,1	5,2	5,0	0,9	0,9	0,8	28,7	8,9	8,0	13%	16%	17%	8,2%	8,5%	9,1%
Eni	7,29	3,0	3,3	2,8	0,6	0,7	0,7	100+	17,3	9,6	21%	22%	23%	11,8%	11,7%	11,6%
Equinor	104,25	2,9	2,1	1,8	0,8	0,8	0,6	21,5	10,8	7,0	29%	37%	37%	2,3%	11,9%	12,2%
Gas Natural SDG	16,02	7,5	7,5	7,3	1,5	1,5	1,4	11,2	11,2	10,5	20%	19%	19%	8,4%	9,0%	9,4%
Gazprom	168,35	3,0	3,7	3,1	0,8	0,9	0,8	2,8	5,2	3,6	27%	25%	26%	56,9%	8,5%	13,4%
Hera	3,06	7,0	6,7	6,5	1,1	1,1	1,0	14,1	14,4	13,9	16%	16%	16%	3,3%	3,6%	3,7%
NovaTek	98,90	2,2	9,0	8,6	2,3	3,0	2,7	2,1	10,7	8,1	105%	33%	31%	4,8%	3,4%	4,5%
ROMGAZ	25,80	3,9	3,4	3,2	1,7	1,7	1,6	7,0	6,8	6,4	43%	49%	51%	13,6%	12,5%	14,0%
Shell	12,23	3,6	4,1	3,6	0,5	0,6	0,6	6,9	8,9	6,5	15%	15%	15%	13,7%	14,4%	14,6%
Snam	3,70	11,1	11,2	10,9	9,2	9,1	8,8	11,2	11,2	10,7	83%	81%	81%	6,4%	6,9%	7,0%
Total	26,50	3,6	4,0	3,6	0,7	0,7	0,6	6,8	9,9	7,4	19%	17%	17%	9,0%	10,8%	11,2%
Mediana		4.2	4.6	3.7	0.9	0.9	0.8	10.1	10.0	8.0	19%	19%	19%	8.6%	9.3%	10.3%

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	1871,00	3,7	3,8	3,3	0,5	0,6	0,5	5,9	6,3	5,2	13%	15%	15%	2,8%	6,5%	7,8%
Bashneft	1501,00	2,0	1,5	1,2	0,4	0,4	0,3	3,0	2,1	1,6	20%	24%	25%	14,3%	15,2%	16,6%
BP	2,57	4,8	3,8	3,3	0,4	0,5	0,4	16,5	9,4	7,3	9%	13%	13%	12,5%	14,1%	14,3%
Dana Gas	0,54	2,8	3,6	4,3	2,1	1,9	1,8	6,7	8,7	8,7	73%	52%	43%	37,3%	10,5%	11,4%
Eni	7,29	3,0	3,3	2,8	0,6	0,7	0,7	100+	17,3	9,6	21%	22%	23%	11,8%	11,7%	11,6%
Equinor	104,25	2,9	2,1	1,8	0,8	0,8	0,6	21,5	10,8	7,0	29%	37%	37%	2,3%	11,9%	12,2%
Gazprom Neft	265,50	3,2	3,8	3,3	0,8	0,9	0,8	3,1	3,8	3,2	25%	24%	24%	6,8%	12,5%	14,2%
Gulf Keystone	0,63	-	-	-	-	-	-	4,0	6,6	1,9	-	-	-	27,1%	20,7%	23,4%
Lukoil	4175,50	2,3	2,7	2,6	0,4	0,4	0,4	4,3	5,3	5,1	16%	16%	15%	8,3%	14,4%	14,8%
Occidental Petroleum	9,69	8,3	7,4	6,9	2,8	2,7	2,7	-	-	-	33%	36%	40%	32,4%	20,5%	16,6%
Repsol	6,21	-	3,7	3,2	0,4	0,5	0,5	-	6,6	4,7	-	14%	15%	15,0%	16,0%	16,2%
Rosneft Oil	274,00	3,5	3,8	3,2	0,8	0,9	0,8	4,1	5,0	4,0	22%	24%	25%	10,4%	10,6%	12,4%
Shell	12,23	3,6	4,1	3,6	0,5	0,6	0,6	6,9	8,9	6,5	15%	15%	15%	13,7%	14,4%	14,6%
Surgutneftegas	35,02	-	-	-	-	-	-	5,9	3,6	5,7	-	-	-	4,0%	9,8%	4,2%
Total	26,50	3,6	4,0	3,6	0,7	0,7	0,6	6,8	9,9	7,4	19%	17%	17%	9,0%	10,8%	11,2%
Tullow Oil	0,10	-	4,0	4,3	2,5	2,7	2,9	-	6,7	-	-	68%	66%	18,4%	7,0%	11,0%
Mediana		3,3	3,8	3,3	0,6	0,7	0,6	5,9	6,6	5,4	20%	23%	24%	12,2%	12,2%	13,3%

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	12,50	0,3	2,2	1,9	0,1	0,2	0,2	3,1	-	-	19%	7%	11%	13,7%	0,0%	0,0%
KGHM	54,64	3,3	3,5	3,9	0,8	0,8	0,8	4,9	5,7	7,6	24%	22%	20%	0,0%	2,7%	5,3%
LW Bogdanka*	15,20	0,3	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	1,7	2,6	3,7	36%	32%	29%	5,6%	10,0%	9,4%
Anglo American	10,92	3,1	2,9	2,8	0,9	0,9	0,9	5,0	5,1	5,0	30%	31%	31%	7,8%	8,0%	7,8%
Antofagasta	6,19	4,5	4,2	3,9	2,1	2,0	1,8	15,5	16,0	12,9	46%	47%	47%	4,3%	3,3%	5,2%
BHP Group	11,06	4,4	3,8	4,2	2,2	2,0	2,1	8,9	6,7	7,8	50%	52%	50%	9,3%	10,2%	8,7%
Freeport-McMoRan	5,39	9,4	7,9	4,0	1,7	1,7	1,3	-	20,6	4,6	18%	21%	33%	3,7%	3,7%	3,7%
Glencore	1,13	5,0	4,3	3,9	0,2	0,2	0,2	-	8,4	6,3	5%	5%	6%	13,9%	13,4%	13,2%
Grupo Mexico	36,71	4,3	3,5	3,3	2,2	1,6	1,5	6,7	6,6	5,9	51%	46%	46%	8,6%	10,7%	14,0%
Kazakhmys	2,85	3,8	3,7	3,6	2,0	1,9	1,8	3,0	3,6	3,2	52%	52%	51%	3,3%	2,9%	2,8%
Rio Tinto	31,00	4,8	3,8	4,2	1,8	1,7	1,8	8,0	6,7	8,3	37%	45%	43%	9,7%	9,2%	7,6%
Southern CC	23,53	6,7	6,9	6,5	3,3	3,3	3,2	12,3	11,2	10,6	50%	48%	49%	6,8%	6,8%	6,7%
Mediana		4,3	3,8	3,9	1,7	1,6	1,4	5,8	6,7	6,3	36%	39%	38%	7,3%	7,4%	7,1%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	300,00	6,9	7,1	7,1	1,1	1,2	1,1	9,7	10,4	10,2	16%	16%	16%	8,0%	8,8%	7,7%
Alcoa	5,67	6,1	3,3	2,6	0,4	0,4	0,4	-	-	16,2	6%	12%	14%	-	-	-
Constellium	4,28	5,3	4,7	4,3	0,5	0,5	0,5	8,9	4,0	3,0	9%	10%	11%	-	-	-
Kaiser Aluminum	57,03	6,0	4,8	4,4	0,7	0,7	0,7	14,7	8,1	7,1	12%	15%	15%	4,2%	4,7%	4,8%
Norsk Hydro	21,44	6,2	4,3	3,5	0,4	0,4	0,4	-	14,3	8,6	7%	9%	11%	5,8%	5,9%	6,3%
Rusal	2,14	16,0	8,4	7,7	1,1	1,1	1,0	4,3	2,6	2,5	7%	13%	14%	-	5,4%	8,5%
Mediana		6,2	4,7	4,4	0,6	0,6	0,6	9,3	8,1	7,8	8%	13%	14%	5,8%	5,6%	7,0%

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

Wycena spółek nawozowych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	20,74	3,8	4,9	6,8	0,5	0,6	0,7	5,2	7,7	25,6	13%	12%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	8,70	10,9	11,2	8,3	0,7	0,7	0,7	37,8	30,0	19,3	6%	6%	8%	-	-	-
Acron	6120,00	8,2	7,6	6,9	2,6	2,4	2,1	9,9	12,9	11,8	32%	32%	31%	5,5%	5,5%	5,4%
CF Industries	22,04	5,8	7,7	7,1	2,5	2,6	2,5	9,8	11,8	9,3	43%	34%	35%	5,4%	5,5%	5,5%
Israel Chemicals	11,03	5,4	5,1	4,7	1,2	1,1	1,1	8,4	7,8	6,9	23%	22%	23%	6,1%	6,3%	7,0%
K+S	5,27	6,6	7,7	6,1	1,1	1,1	1,0	11,5	22,4	7,5	16%	14%	17%	2,8%	3,8%	4,8%
Phosagro	2360,00	5,8	6,7	5,9	1,8	1,9	1,8	6,2	9,9	7,9	30%	29%	30%	9,5%	6,4%	8,4%
The Mosaic Company	9,22	-	5,7	4,6	0,9	0,9	0,9	-	16,3	7,5	-	16%	19%	2,2%	2,2%	2,3%
Yara International	308,10	7,0	4,5	4,1	1,0	0,8	0,7	15,9	8,0	6,8	15%	17%	18%	3,6%	6,9%	8,1%
Mediana		6,2	6,7	6,1	1,1	1,1	1,0	9,9	11,8	7,9	20%	17%	19%	4,5%	5,5%	5,5%

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*	10,40	5,4	3,0	3,0	0,7	0,6	0,6	-	1,8	1,6	14%	21%	20%	-	-	16,9%
Kemel	34,35	3,9	5,4	4,8	0,3	0,4	0,4	4,2	5,8	5,2	9%	8%	8%	2,6%	2,8%	2,7%
Agrana Beteiligungs	16,36	10,6	8,2	7,1	0,7	0,6	0,6	39,9	20,2	14,5	6%	8%	9%	6,1%	6,4%	6,7%
Bunge Limited	32,74	-	7,7	7,1	0,3	0,3	0,3	-	8,6	7,3	-	3%	4%	6,1%	6,5%	6,9%
Cosan	48,97	8,9	4,1	3,7	2,0	0,4	0,3	8,0	9,6	8,0	23%	9%	9%	2,1%	3,2%	3,4%
MHP	5,46	4,5	4,2	3,9	1,1	1,0	0,9	4,1	3,5	3,0	24%	24%	24%	13,7%	13,7%	13,7%
Nisshin Oillio	3315,00	8,2	8,1	7,7	0,5	0,5	0,5	12,5	12,7	12,0	6%	6%	6%	2,4%	2,4%	2,4%
Suedzucker	11,24	-	10,2	6,4	0,7	0,7	0,7	-	-	11,1	-	7%	10%	1,8%	1,8%	2,7%
Wilmar Int.	2,90	13,1	11,8	11,1	0,9	0,7	0,7	10,4	9,7	9,0	7%	6%	6%	4,2%	4,2%	4,6%
Mediana		8.2	7.7	6.4	0.7	0.6	0.6	9.2	9.1	8.0	9%	8%	9%	3.4%	3.7%	4.6%

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
Pszenica	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:

KUPUJ – 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 Gieldowego 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/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które 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 państw, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Gieldowego 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 świadczyć, 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

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, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LG Bowdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci 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/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w 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 właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.



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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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