

wtorek, 31 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 ustabilizowały się na poziomie 35 EUR/MWh, podobnie jak uprawnienia do emisji, które kosztują obecnie nieco poniżej 17 EUR/t. Na rynku węgla i gazu w kontraktach 1Y FWD również obserwujemy w ostatnich dniach niewielką zmienność. W Polsce kontrakt roczny na TGE spadł do 212 PLN/MWh, a modelowa marża oddała cały „uzysk” wypracowany na ostatnich spadkach cen CO₂. Notowania spółek energetycznych w Europie i USA odrobiły sporą część ostatnich spadków (wzrosty o 11%/29% od lokalnego minimum), nawet WIG-Energia zanotował dynamiczne odbicie od dna (+18%).

Rynek paliwowy

Dalsze spadki cen ropy wpłynęły na wzrost modelowej marży rafinerijnej powyżej 5 USD/Bbl, głównie na crackach dieslowych (trochę więcej o tym poniżej), ale warto też odnotować powrót marż benzynowych w terytoria dodatnie. Podtrzymujemy jednak opinię, że przy takiej zmienności na surowcu, dzienne odczyty benchmarków mogą być mylące. Dyferencja Ural/Brent powrócił powyżej 4 USD/Bbl. W petrochemii nadal obserwujemy wysokie marże modelowe i póki co ceny polimerów nie podążają za naftą. Na europejskim rynku gazu bez większych zmian, kontrakt 1Y FWD utrzymuje się w okolicach 12,6 EUR/MWh, co plasuje się 10% poniżej parytetu importowego LNG z USA.

Rynek metali

Dynamiczne spadki cen miedzi zachęciły inwestorów spekulacyjnych do zamykania krótkich pozycji na metalu (pozycje netto w górę z -38 tys. sztuk do -26 tys. sztuk). To może tłumaczyć dobre ubiegłotygodniowe zachowanie cen, mimo słabnących oczekiwań odnośnie aktywności gospodarczej na świecie.

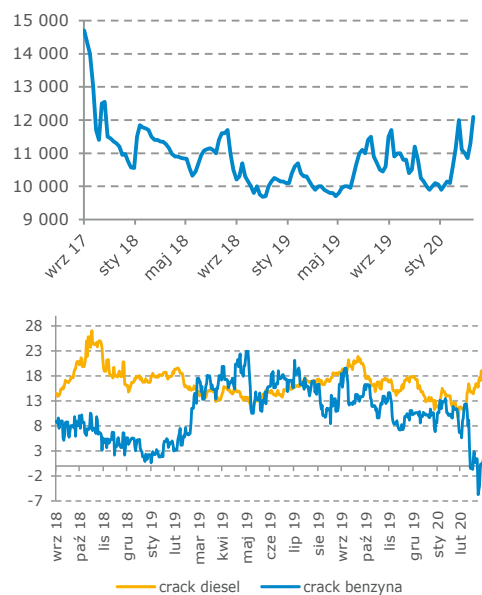
Rynek węgla koksowego

Ceny węgla koksowego notowały spadki w ubiegłym tygodniu zmierzając do poziomu 150 USD/t. Komentarze rynkowe wskazują na spadek produkcji stali w Europie i USA oraz powolne rozpędzanie przemysłu w Chinach ze względu na mniejsze wolumeny eksportu z Chin do Europy i USA. W Chinach powoli odbudowują się zapasy koksu w portach, powoli spadają zapasy produktów salowych. Ceny stali dalej znajdują się w trendzie spadkowym. Warto zwrócić uwagę na wysokie wolumeny importu węgla koksowego do Chin w lutym (15 mln ton w 1 miesiąc).

Rynek spożywczy

Rozwój pandemii COVID-19 może zachęcić część krajów do zabezpieczenia zapasów żywności, co z kolei pozytywnie przekładałoby się na ceny. W takim scenariuszu zyskiwać powinni producenci zbóż (Astarta, Kernel, IMC), cukru (Astarta, Suedzucker), olejów (Kruszwica, Kernel, ADM) i nawozów (Grupa Azoty, Yara).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

Ceny cukru na Ukrainie (UAH/t)

Ceny cukru na Ukrainie wzrosły do poziomu 12 100 UAH/t – najwyższej od 2017 roku (pozytywnie dla AST). Wyższe ceny, to efekt niższej produkcji w sezonie 2019/2020 na Ukrainie oraz obawy o dostępność żywności w obliczu pandemii. Negatywnie na światową produkcję wpłynąć może kwarantanna Indii. Z drugiej strony zagrożeniem są niskie ceny ropy, gdyż te zniechęcają do produkcji etanolu z trzciny cukrowej.

Mocna marża na dieslu się utrzyma?

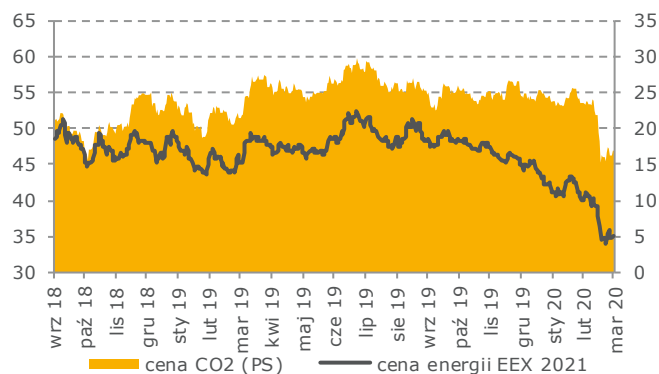
Wzrost marży na dieslu, w kontrze do innych produktów rafinerijnych, to pochodna niskich zapasów ARA oraz skokowego wzrostu popytu na lekki olej opałowy w DE (zakupy na zapas, co potwierdzają traderzy, zachęca do tego contango). To zjawisko może mieć krótkotrwały charakter z uwagi na oczekiwany powrót rafinerii arabskich po przestojach i załamanie popytu z/w na postępujący lockdown (plus konwersja JET na diesla).

Zwrot tygodniowy oraz YTD

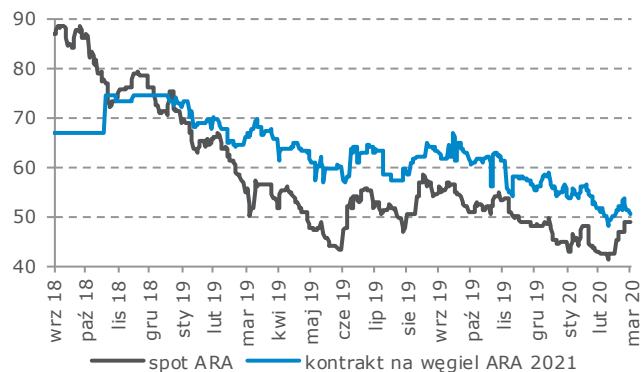
Spółka	1W	YTD
Tauron	-5,7%	-34%
Enea	-3,1%	-41%
PGNiG	-3,1%	-31%
Grupa Azoty	-1,6%	-30%
ZE PAK	-1,4%	-8%
Boryszew	-1,3%	-11%
Kernel	-1,3%	-25%
MOL	-1,2%	-37%
PGE	-1,1%	-54%
Orzeł Biały	-1,1%	-31%
JSW	-0,4%	-42%
Kruszwica	-0,2%	-2%
CEZ	-0,1%	-22%
PCC Rokita	0,3%	-39%
Tarczyński	2,9%	-12%
Kęty	4,7%	-9%
KGHM	5,1%	-40%
Energia	5,3%	-5%
PKN Orlen	5,6%	-39%
Ciech	5,7%	-35%
Tupras	8,0%	-41%
ZCh Police	8,0%	-10%
IMC	9,9%	-6%
Astarta	10,6%	-28%
OMV	11,3%	-50%
Alumetal	13,0%	-16%
LW Bogdanka	17,9%	-49%
Lotos	18,1%	-39%
ZA Puławy	21,0%	-16%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	4,1%	-29%
Chemia	1,9%	-31%
Energia	-1,0%	-40%
Paliwa	5,5%	-37%
Spożywczy	2,5%	-18%
Surowce	4,9%	-40%
Ukraina	4,7%	-16%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	14,3%	-27%
Oil & Gas E&P	14,7%	-60%
Refining EU	12,9%	-39%
Refining US	38,2%	-53%
Agri & Food	7,3%	-8%
Kauczuki	11,5%	-36%
Nawozy	6,1%	-19%
Chemicals EU	10,2%	-22%
Industrials EU	15,8%	-29%
Petchem World	20,4%	-32%
Utilities EU	10,9%	-12%
Utilities US	+28,9%	-11%

Energetyka

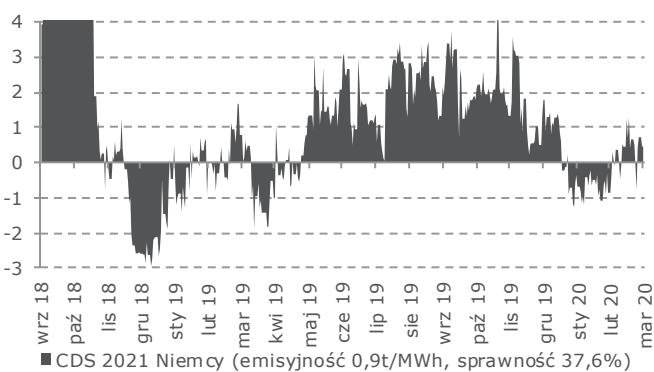
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



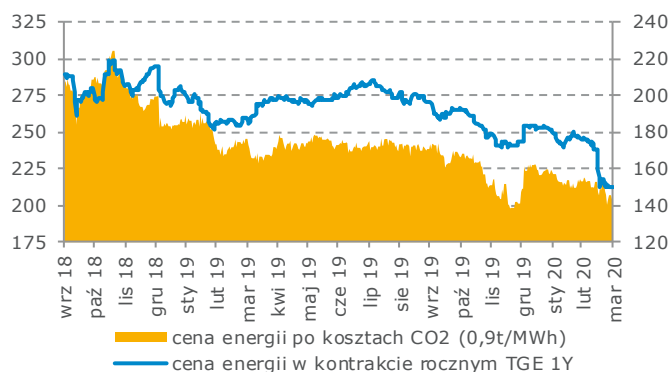
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



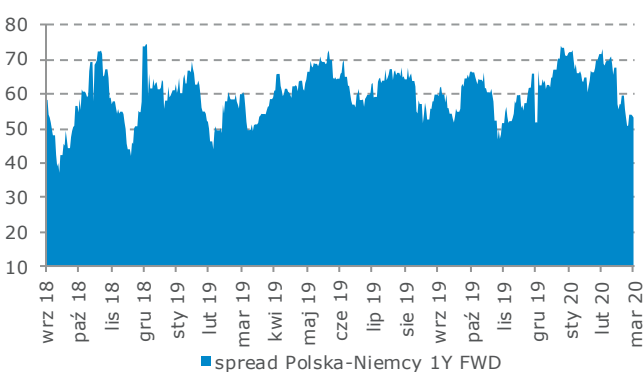
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



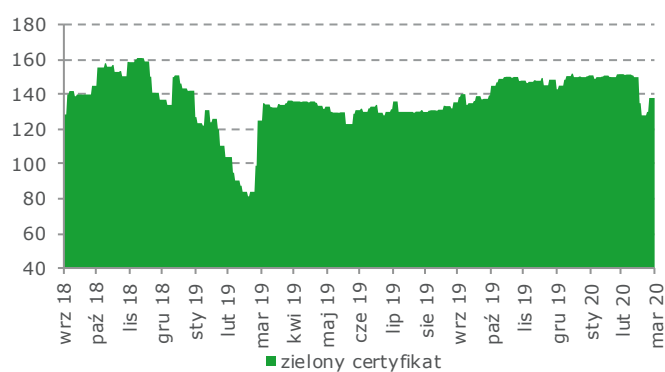
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



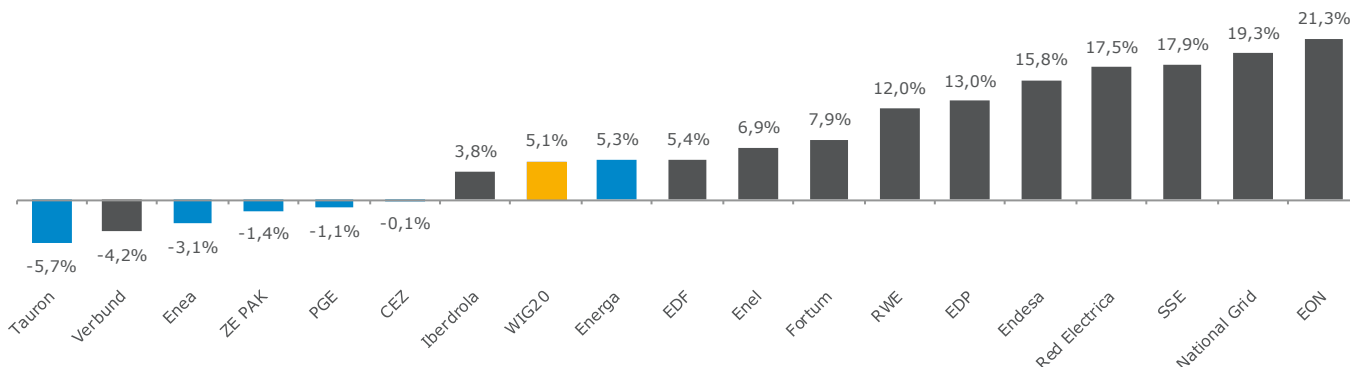
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



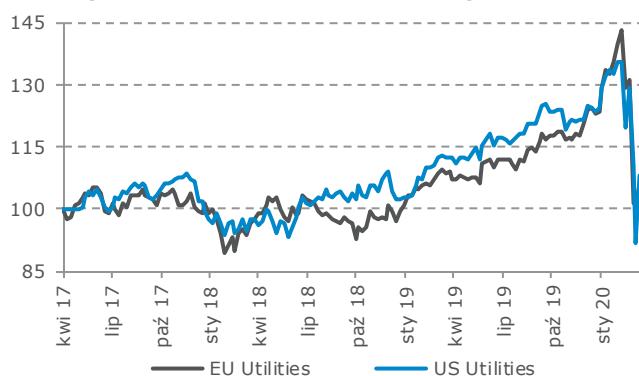
Tygodniowy performance spółek energetycznych



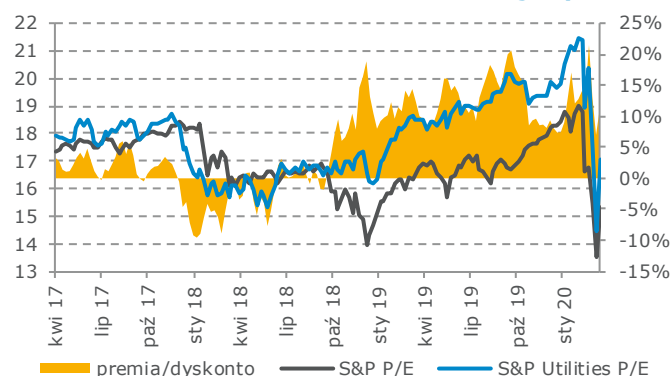
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

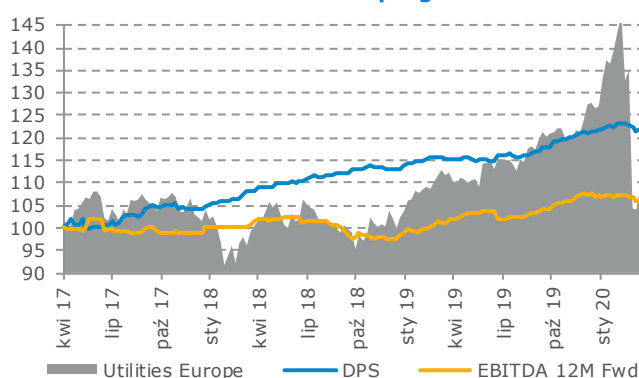
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



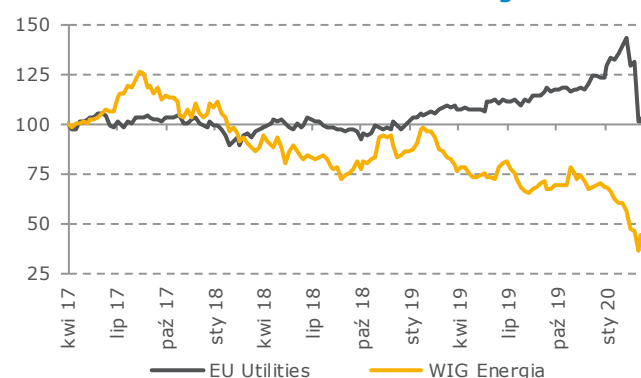
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



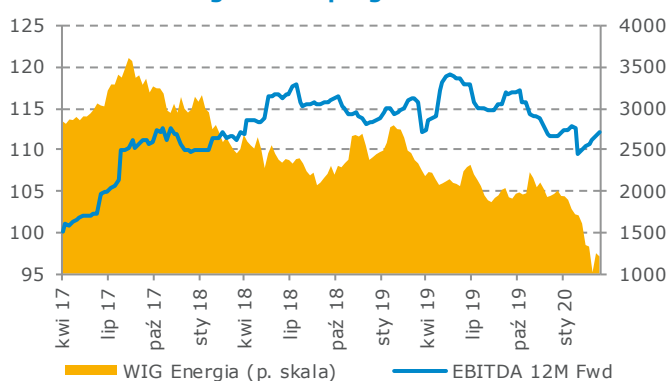
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



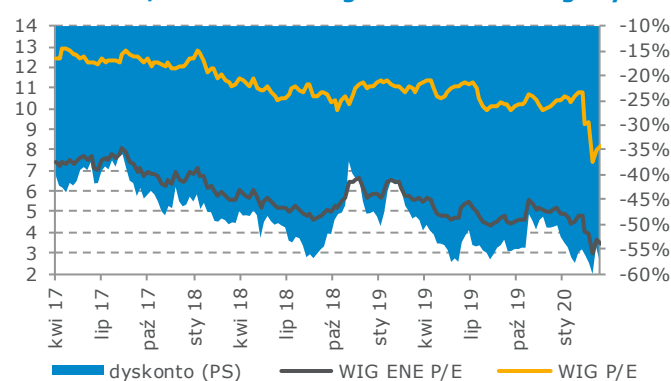
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



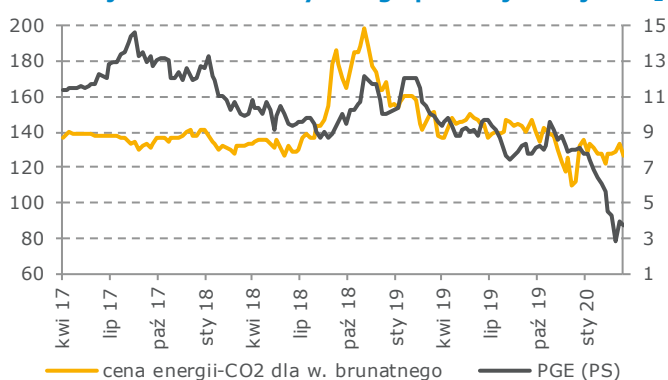
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



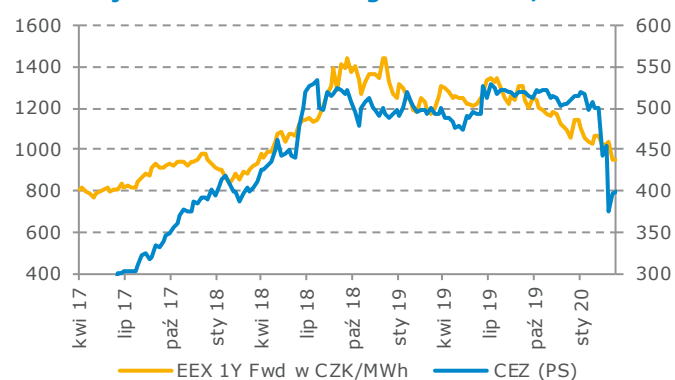
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



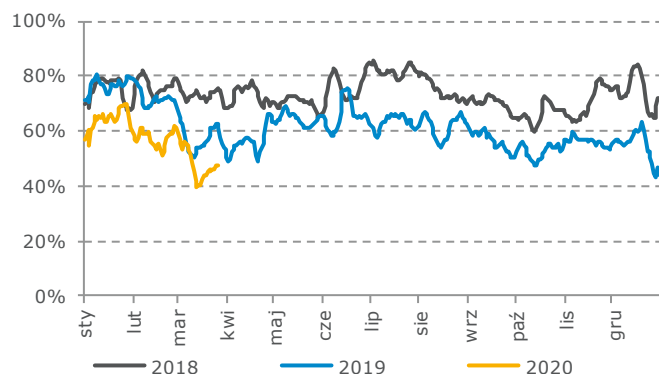
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



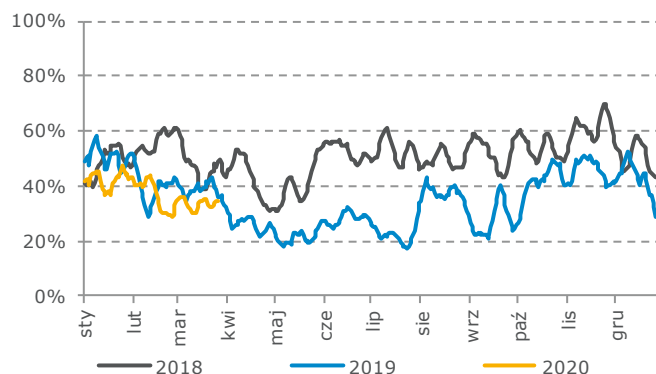
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

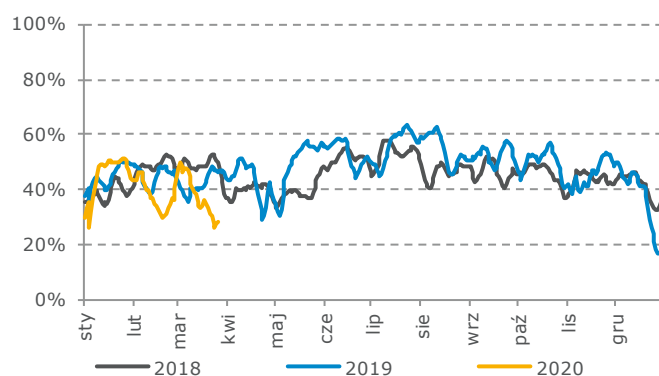
Load factor elektrowni Bełchatów



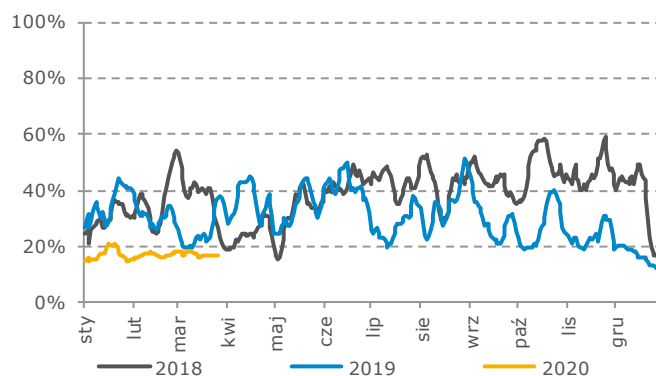
Load factor elektrowni Turów



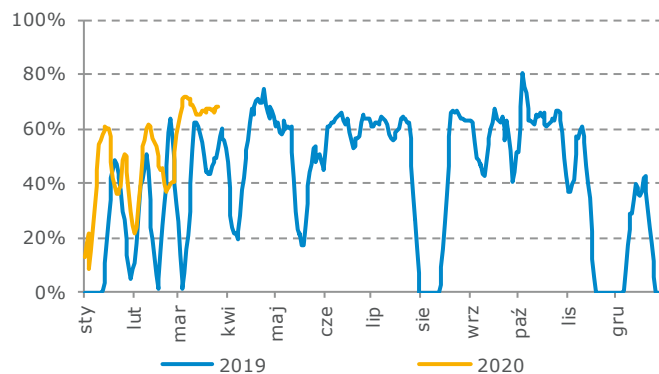
Load factor elektrowni Kozienice



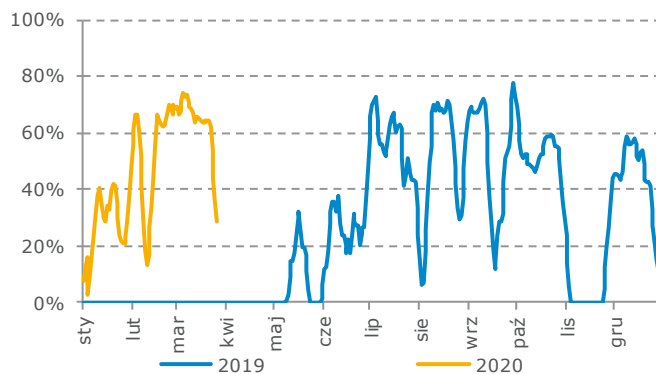
Load factor elektrowni Jaworzno



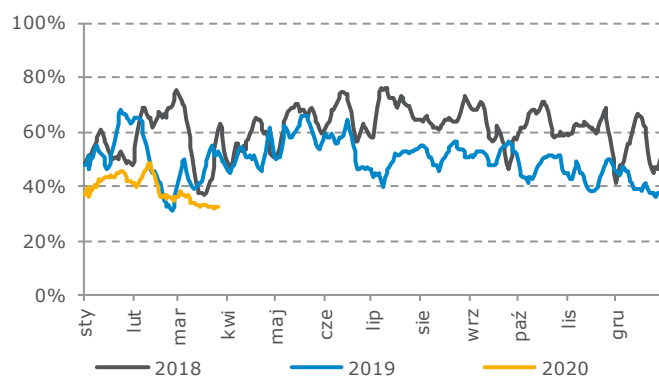
Load factor elektrowni Opole B5



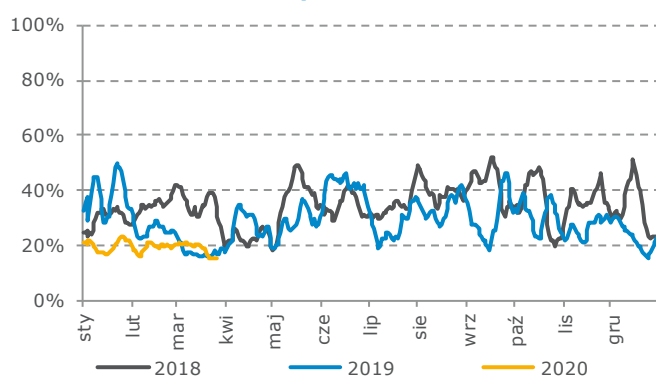
Load factor elektrowni Opole B6



Load factor elektrowni Połaniec



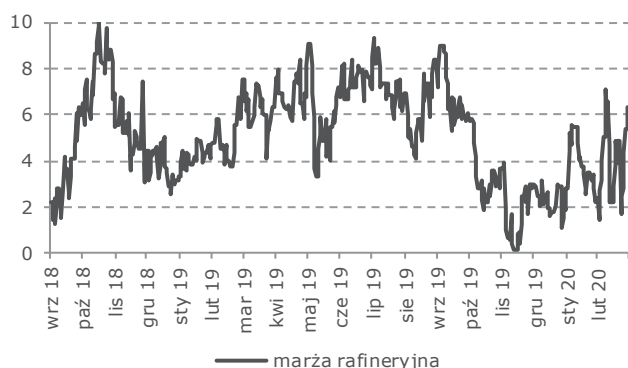
Load factor elektrowni Rybnik



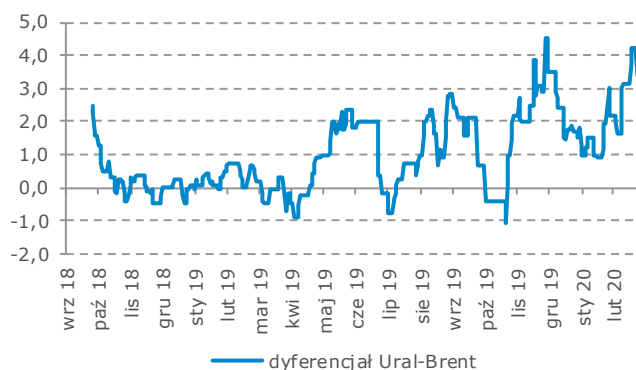
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

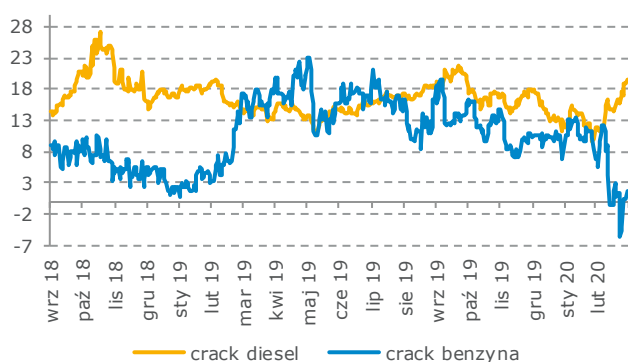
Marża rafinerijna (USD/Bbl)



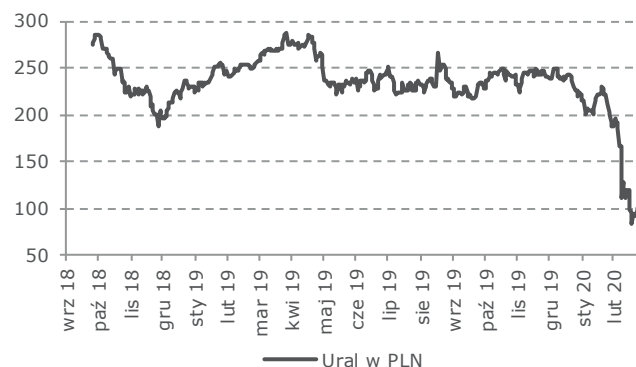
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



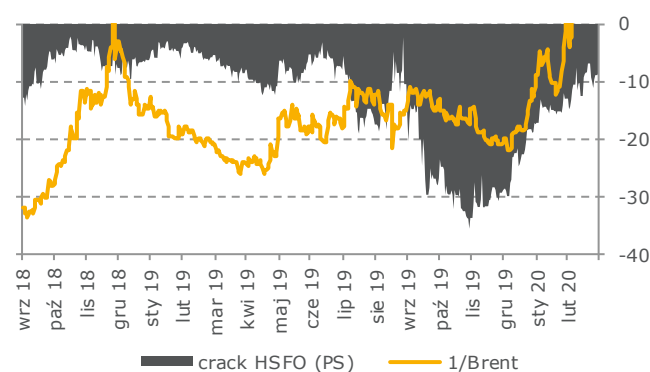
Marża przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



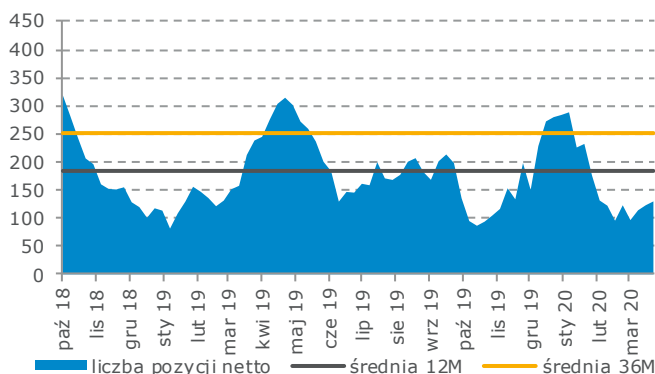
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



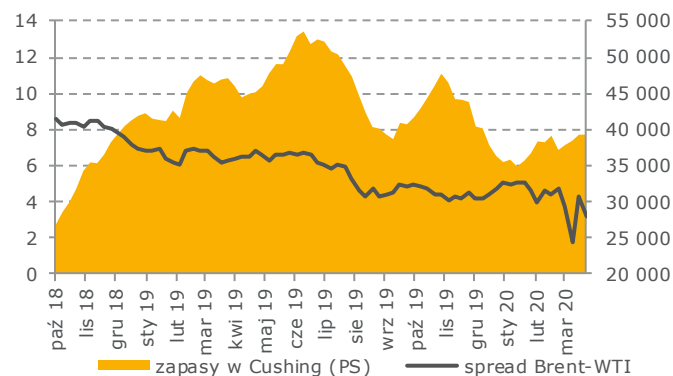
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



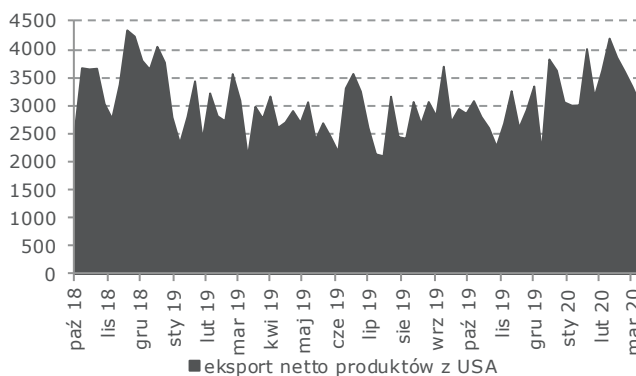
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



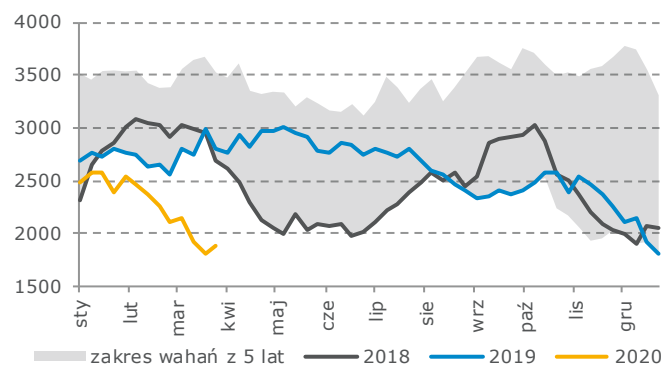
Eksport netto paliw z USA



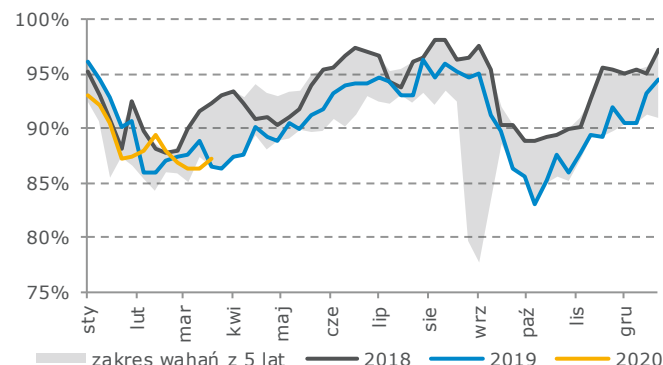
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

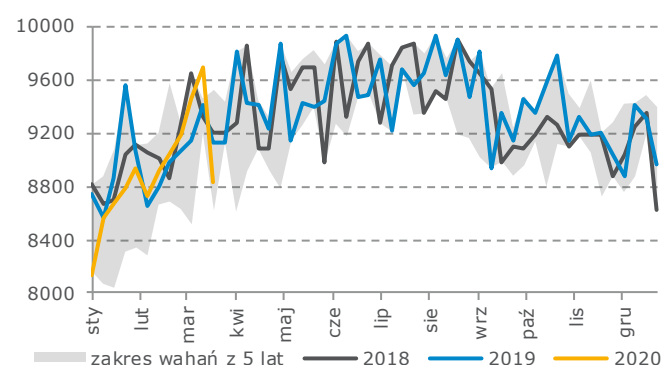
Zapasy diesla w portach ARA



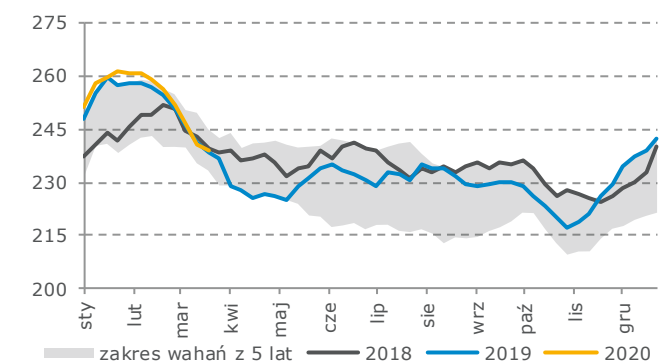
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



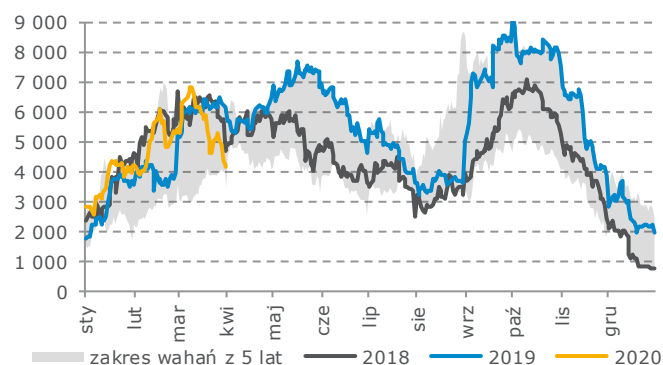
Popyt na benzynę w USA



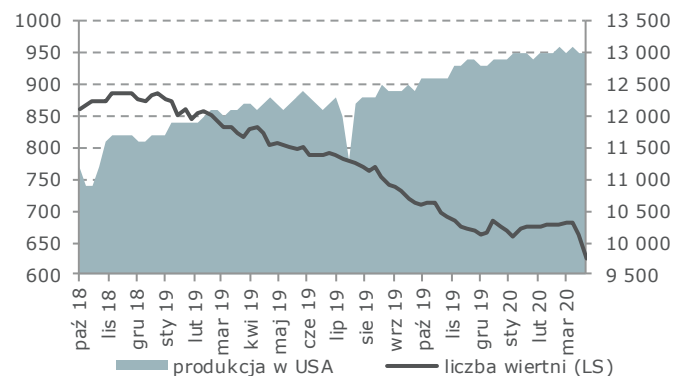
Zapasy benzyny w USA



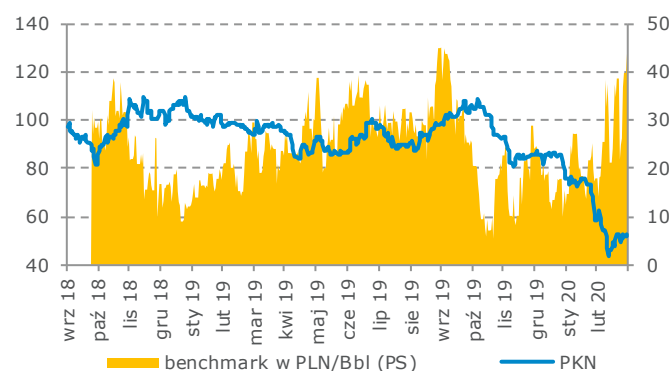
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



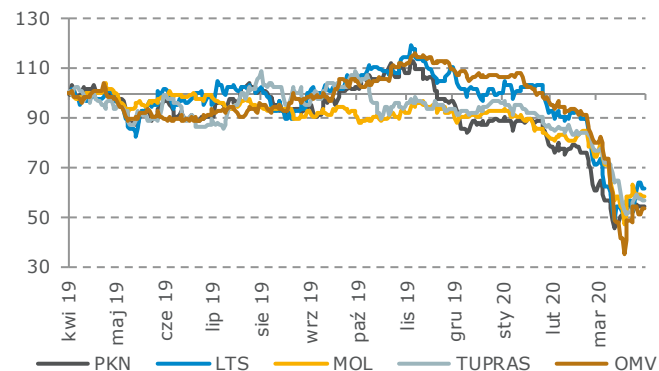
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



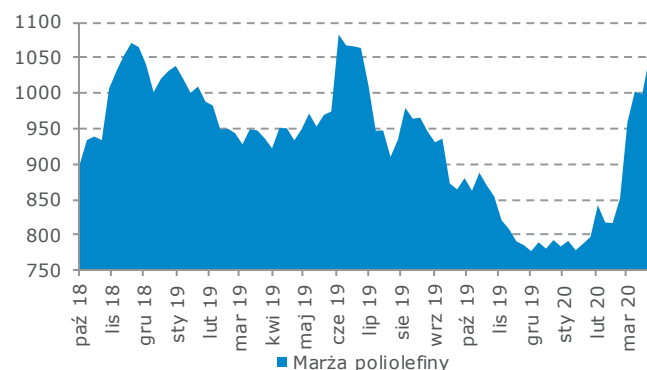
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



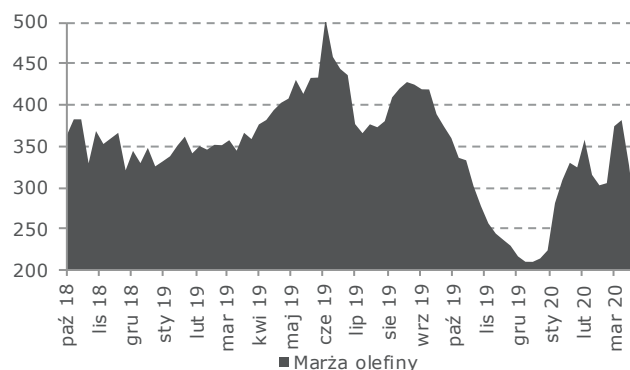
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

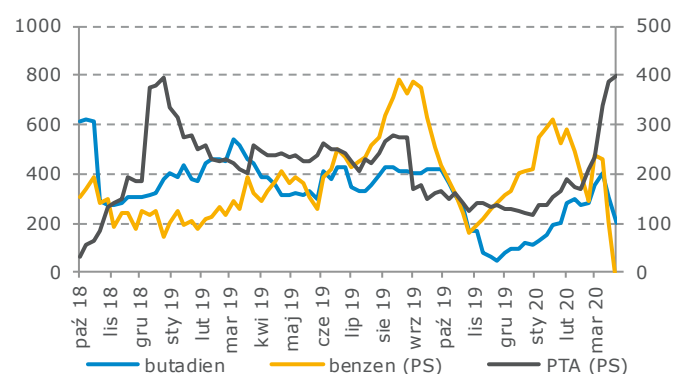
Marża petrochemiczna poliolefiny



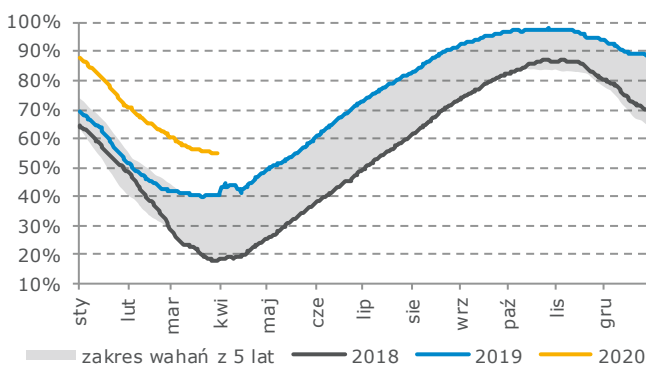
Marża petrochemiczna olefiny



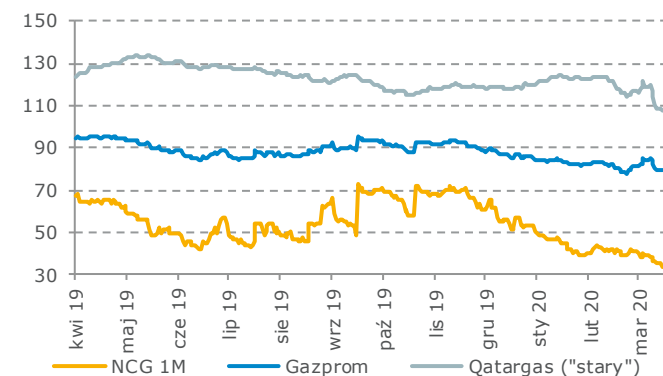
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



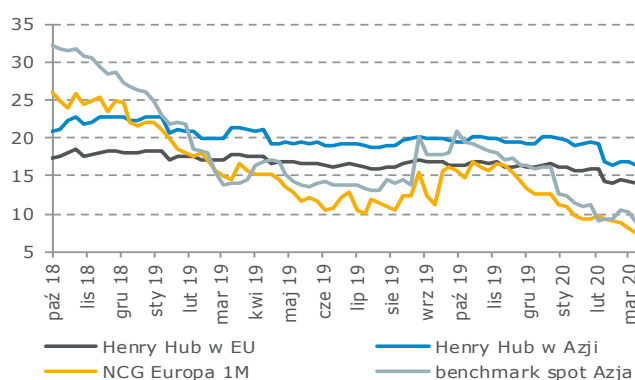
Napełnienie magazynów gazu w UE



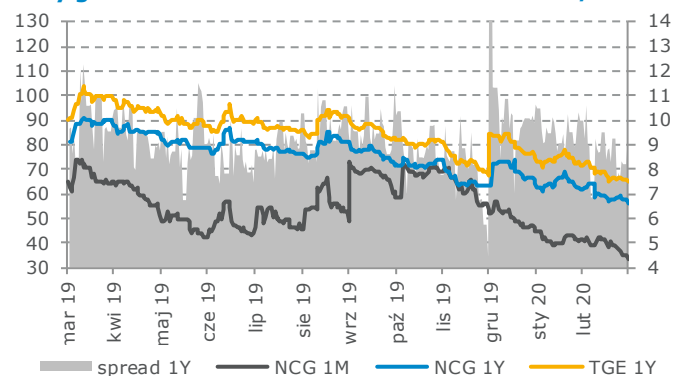
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



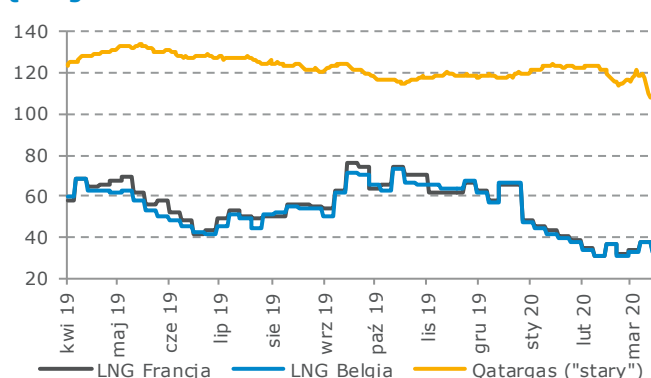
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



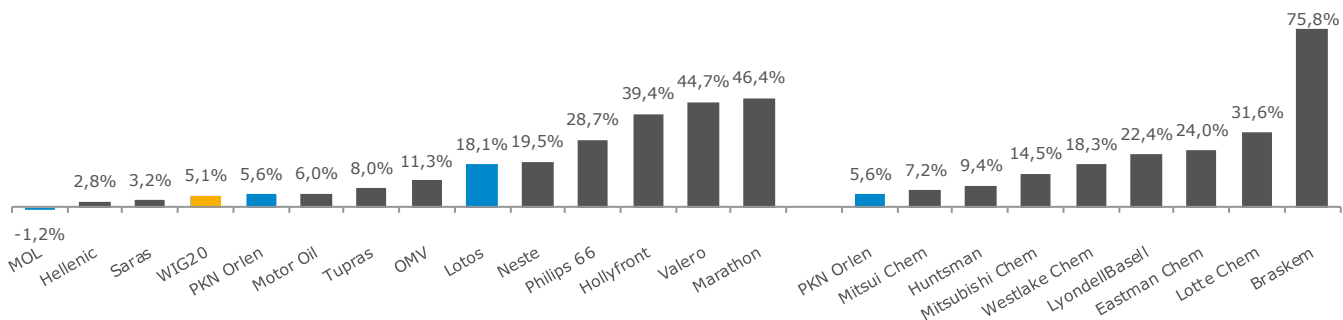
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



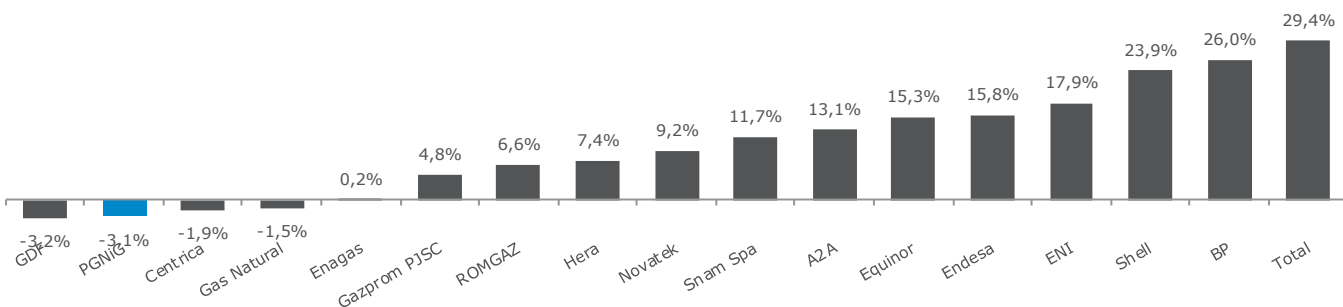
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

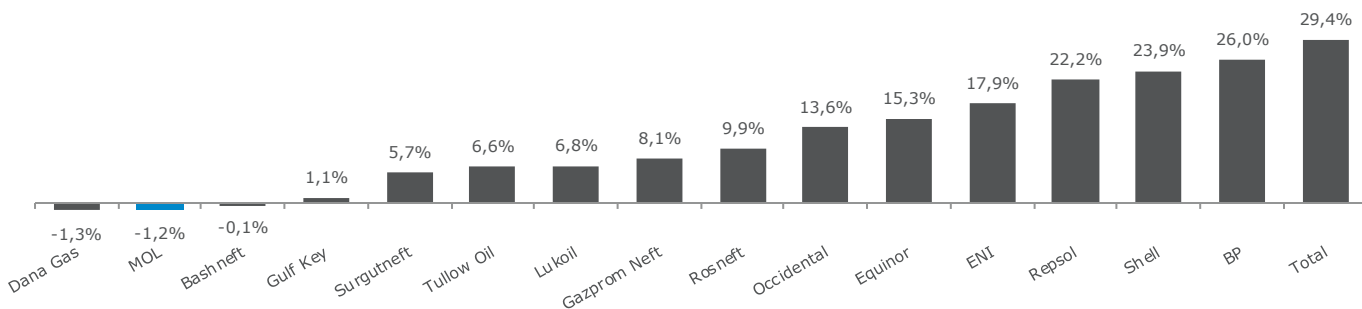
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



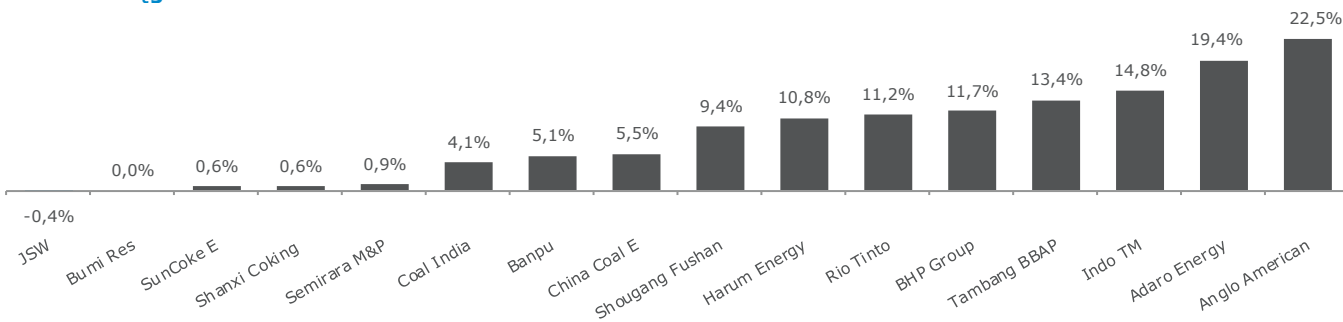
Spółki gazowe



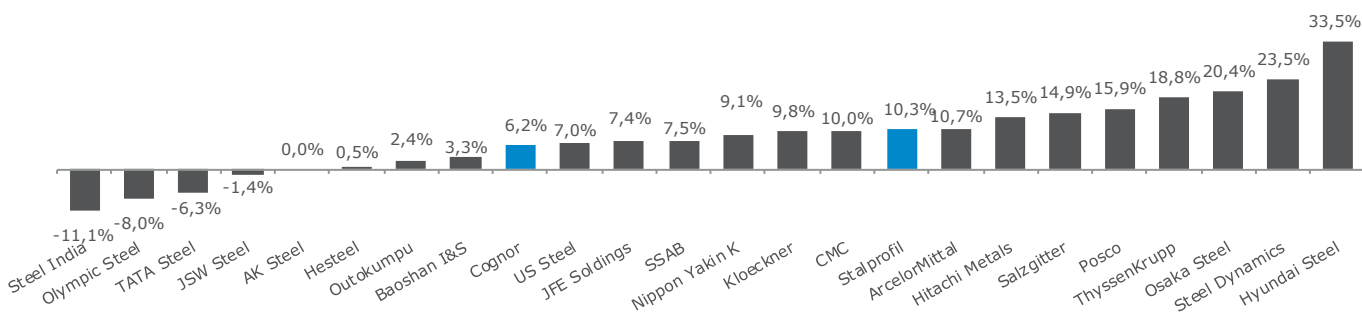
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



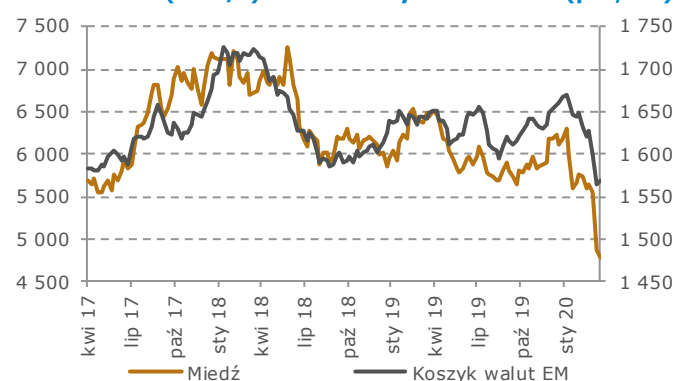
Producenci i dystrybutorzy stali



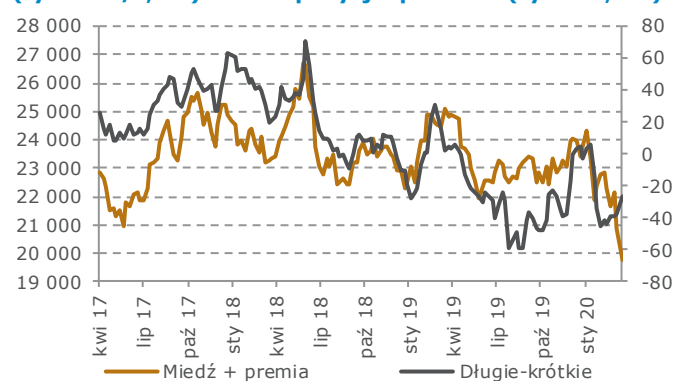
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



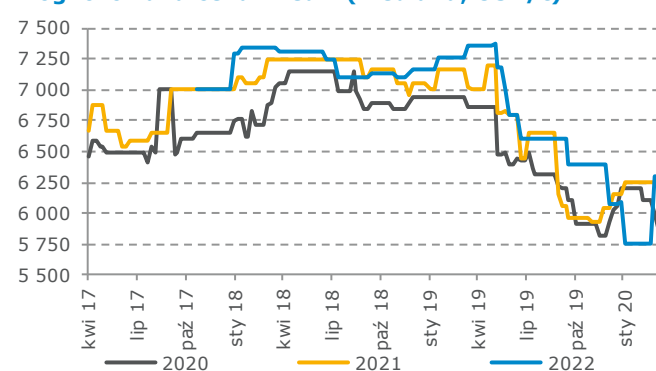
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



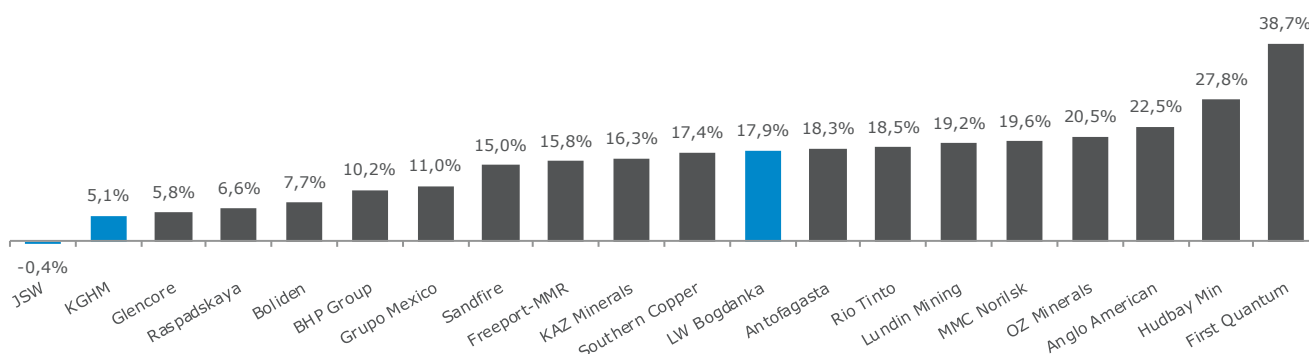
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



Tygodniowy performance spółek surowcowych



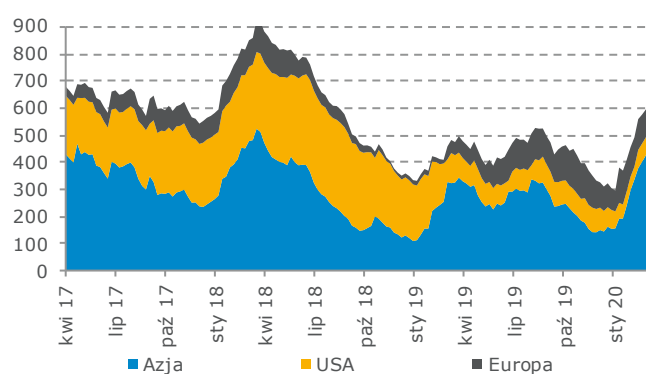
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

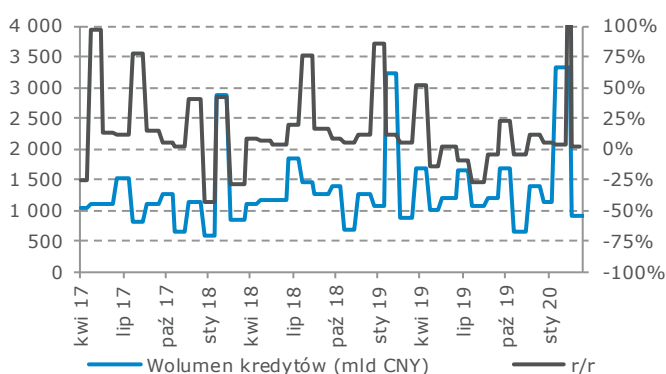
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



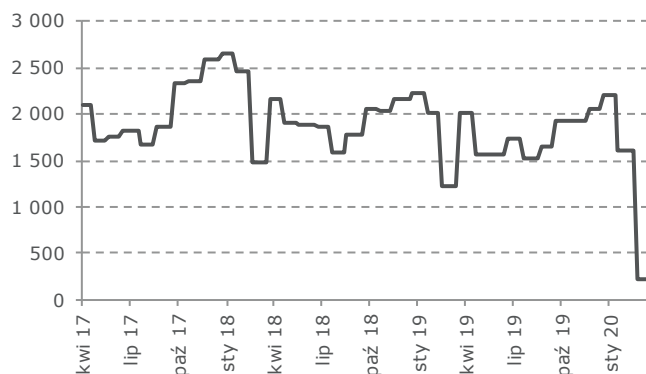
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



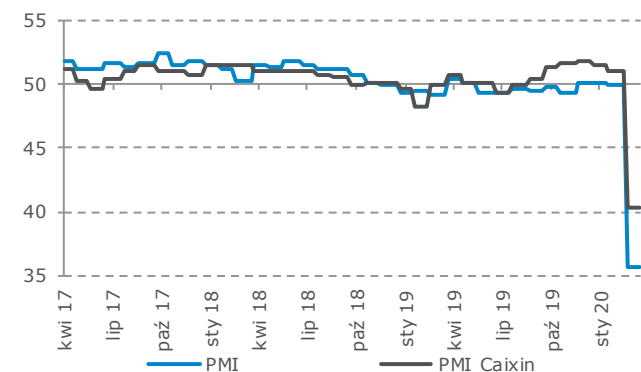
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



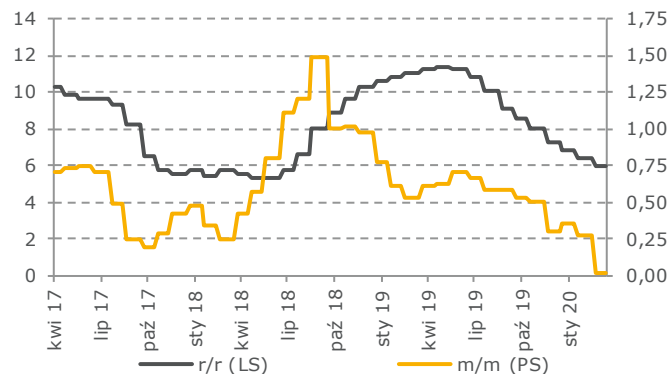
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



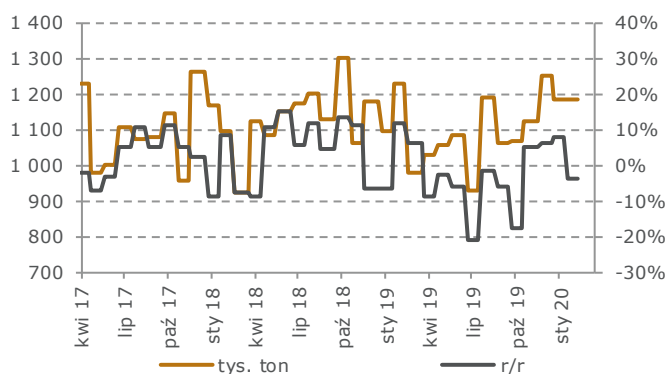
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



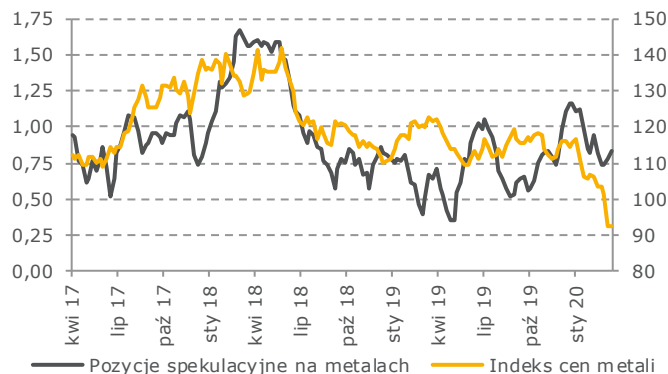
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



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



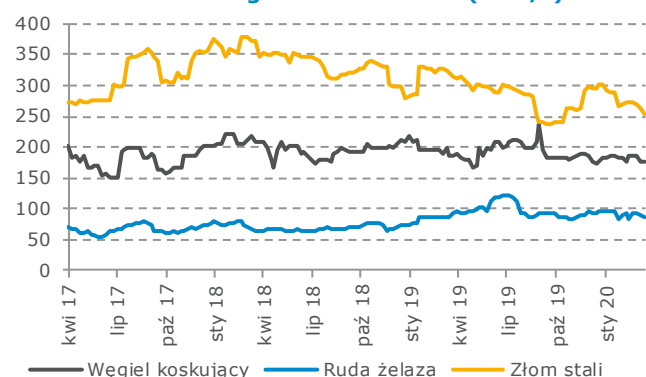
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



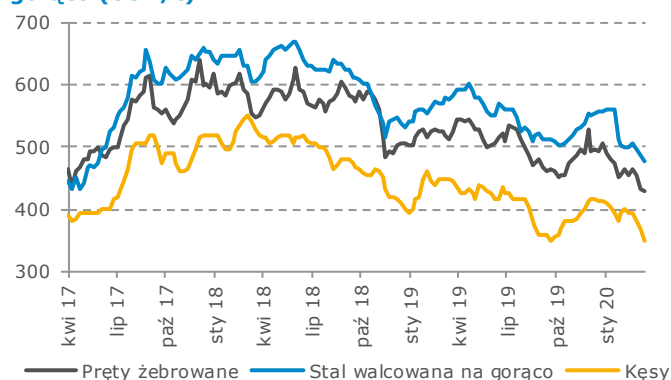
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

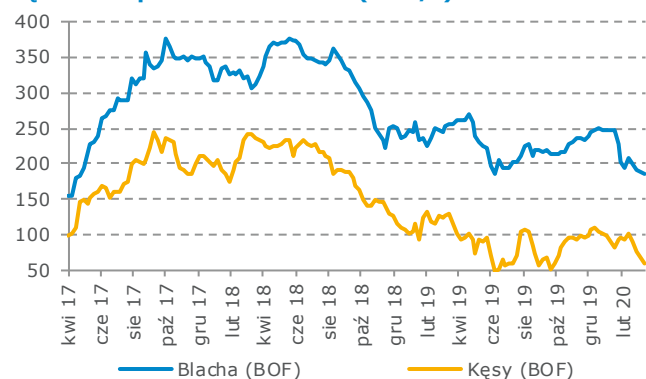
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



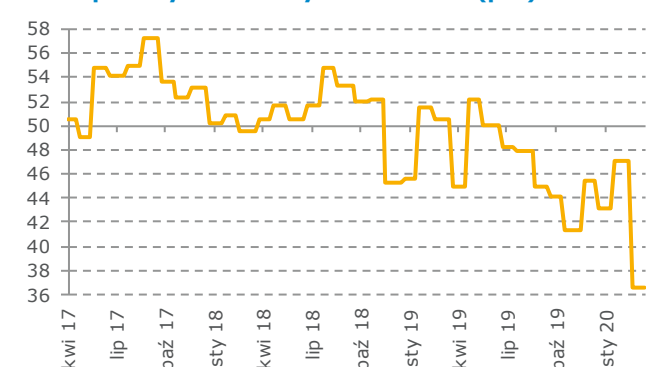
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



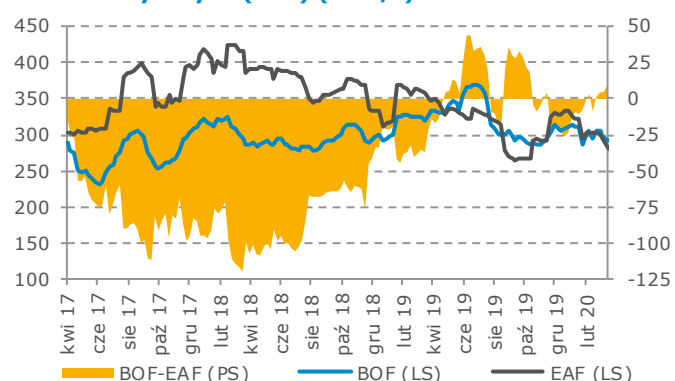
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęśków dla producentów BOF (USD/t)



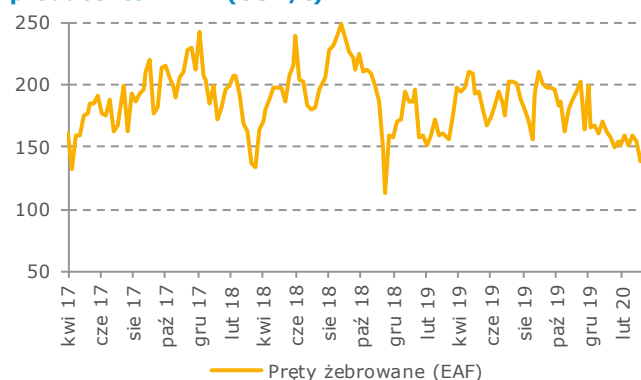
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



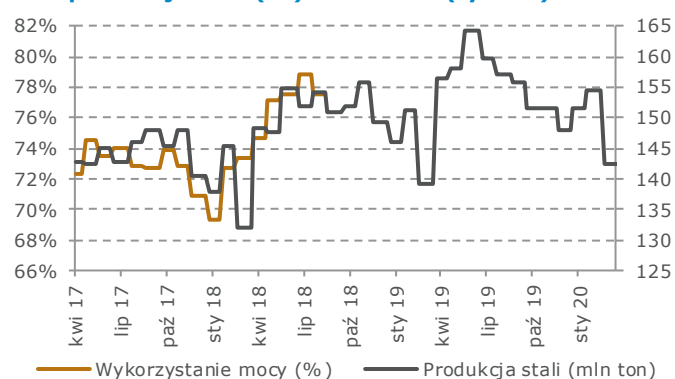
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



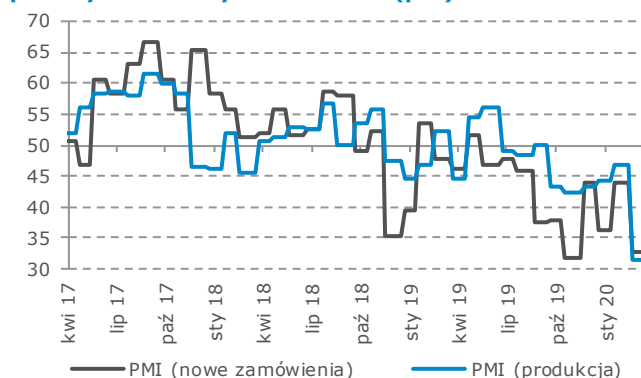
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



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

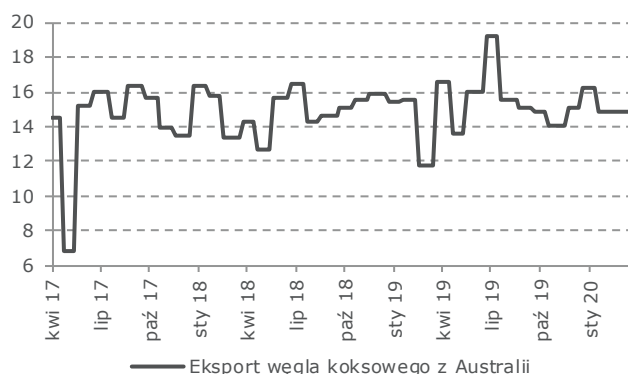


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

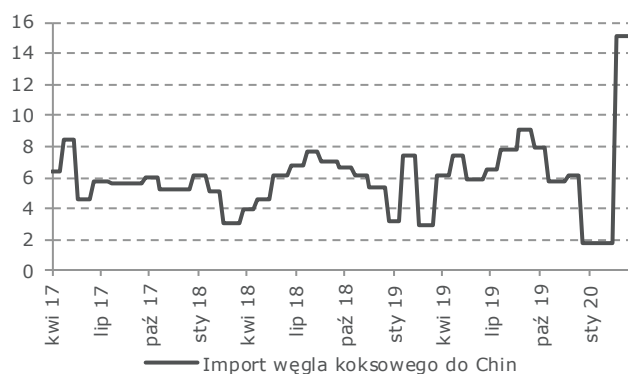


Surowce (stal)

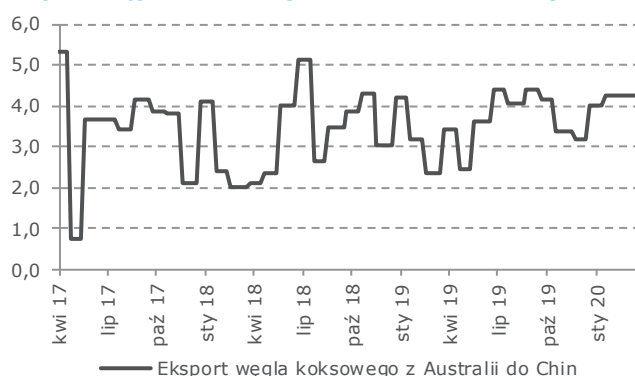
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



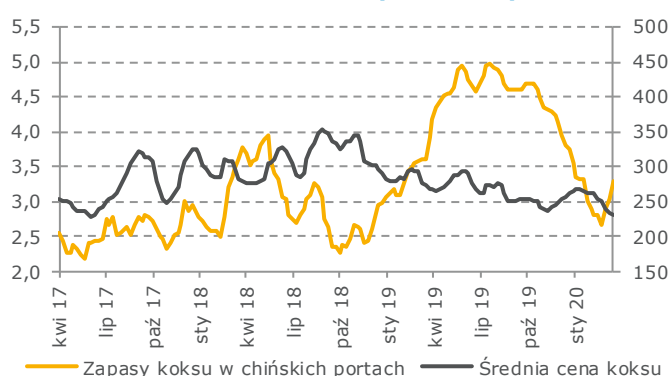
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



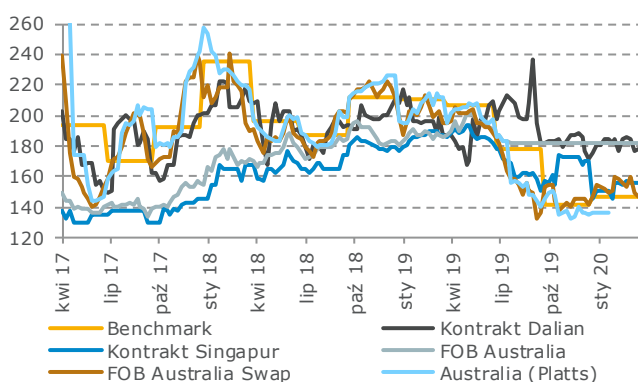
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



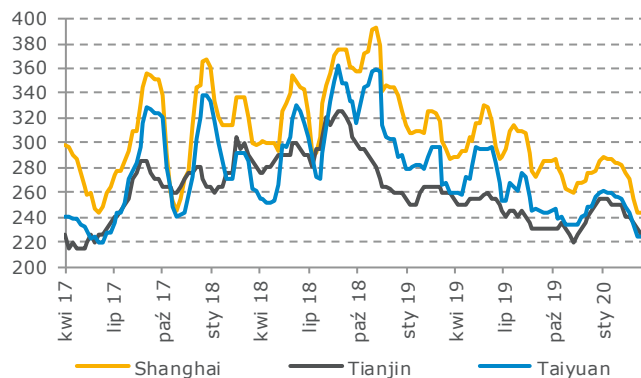
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



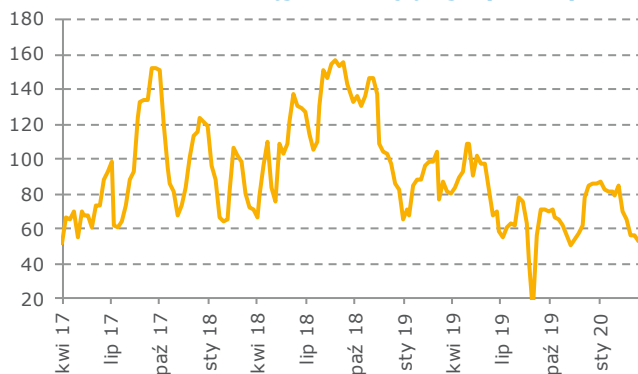
Ceny węgla koksowego (USD/t)



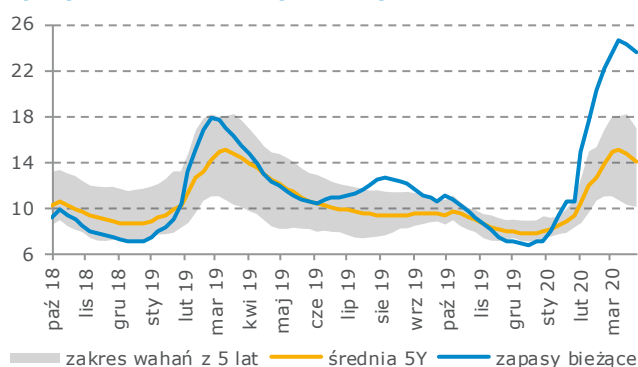
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



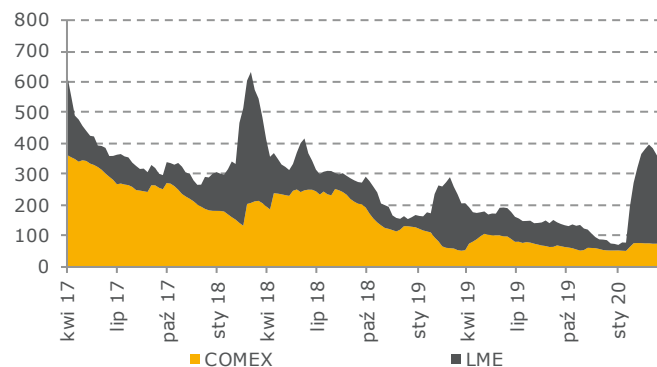
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



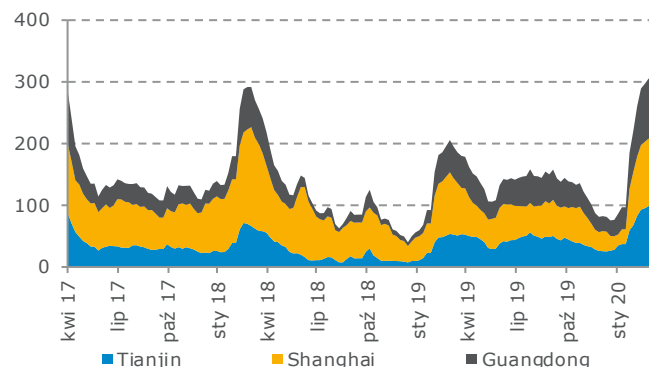
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

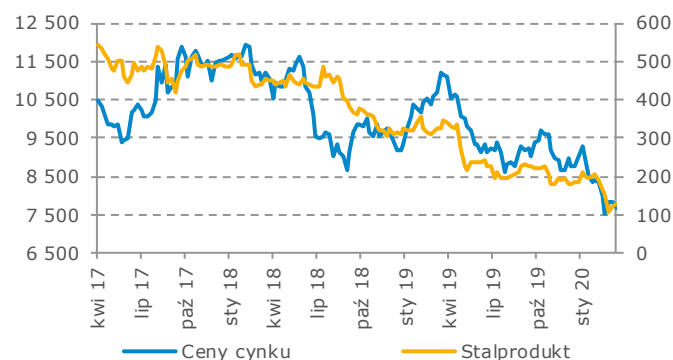
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



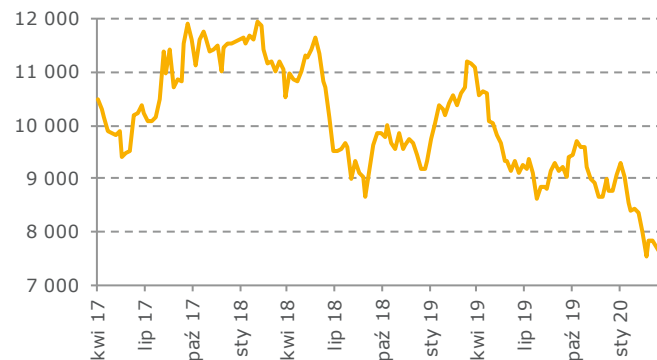
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



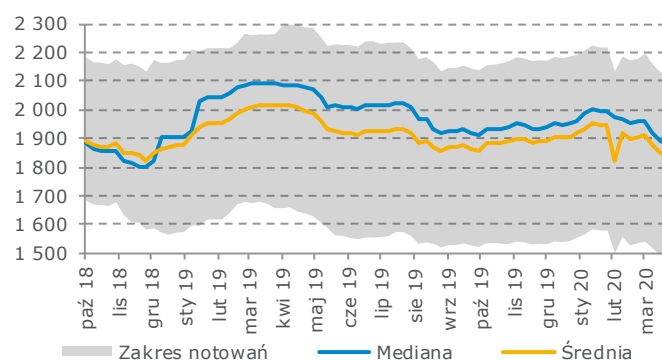
Ceny cynku (USD/t)



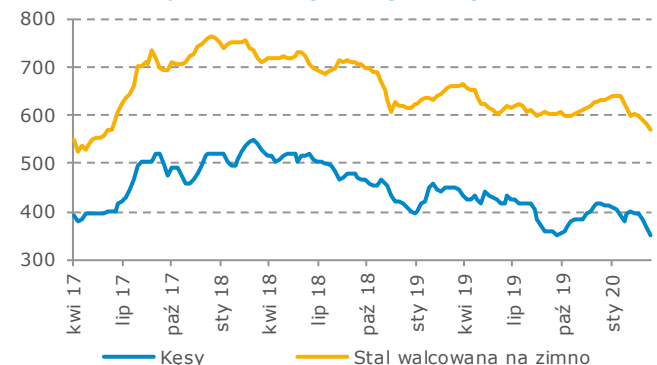
Ceny cynku (PLN/t)



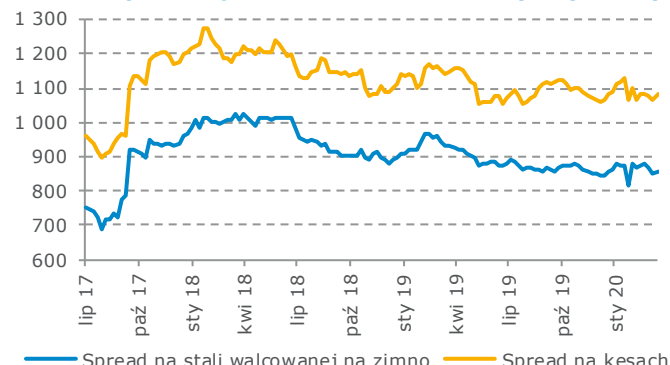
Notowania blachy elektrotechnicz. w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



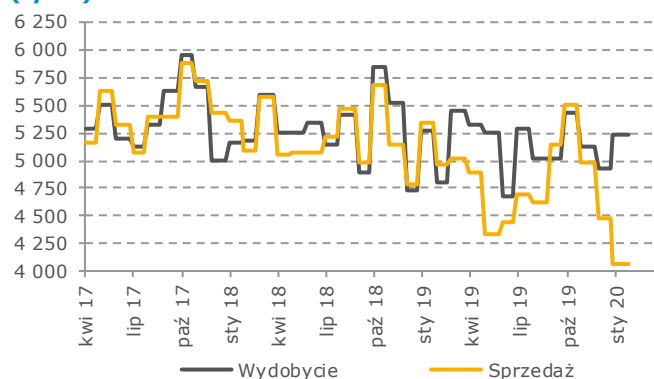
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



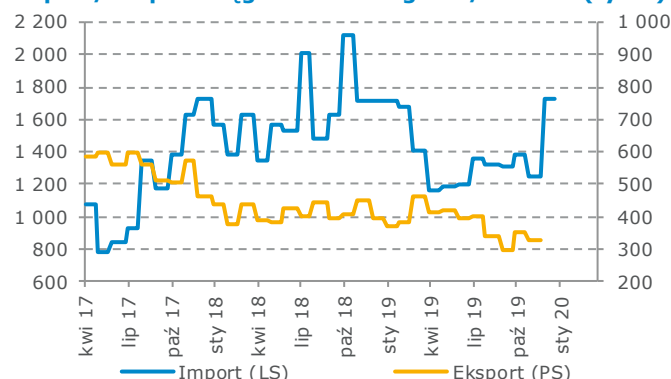
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

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



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



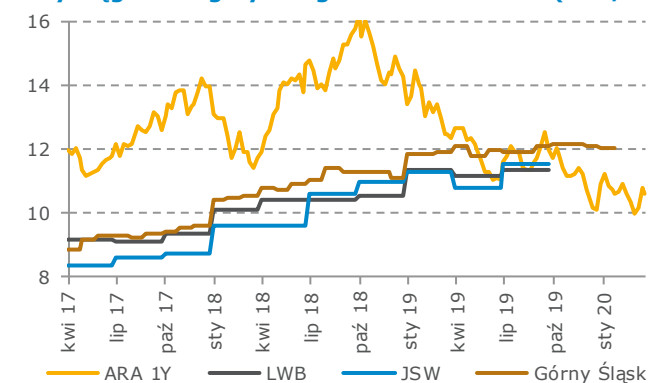
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



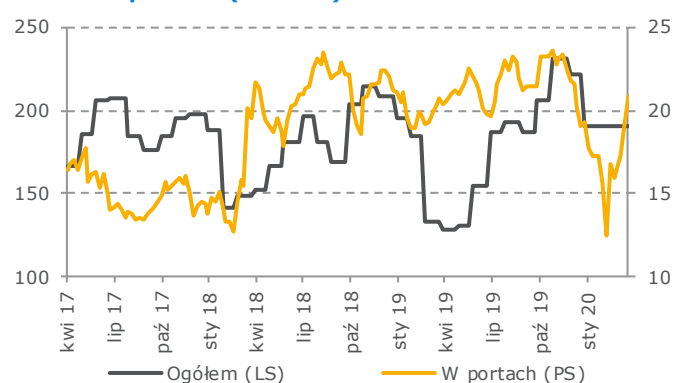
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



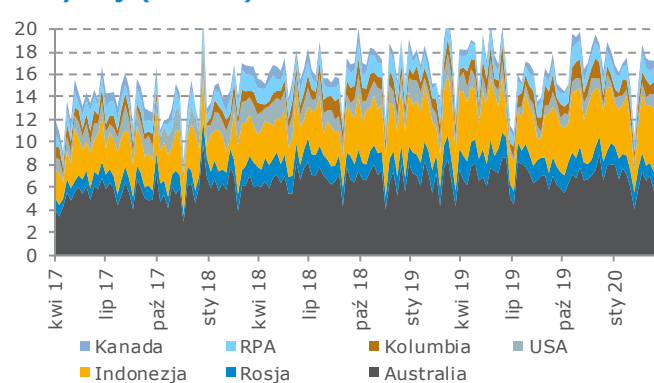
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



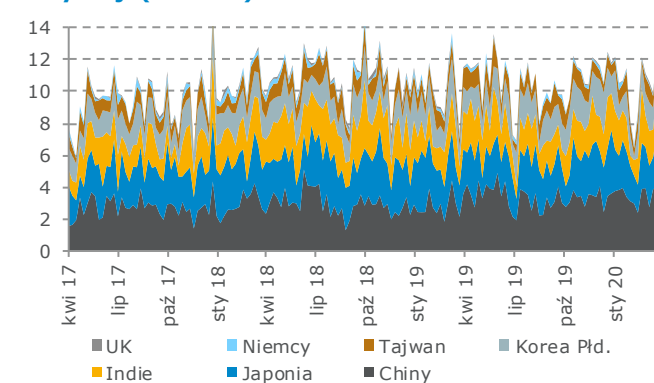
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



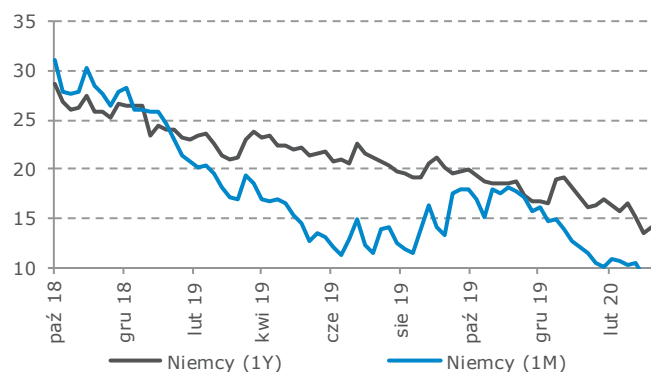
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



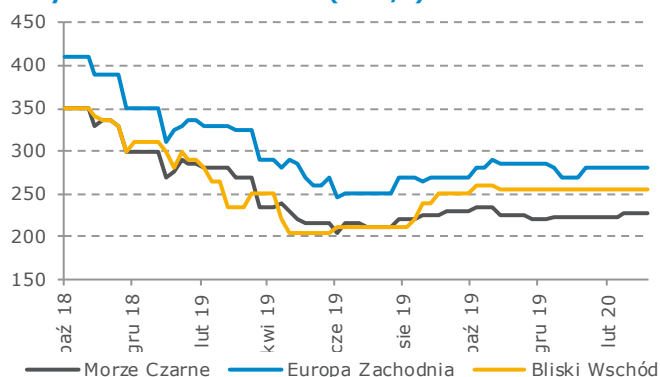
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

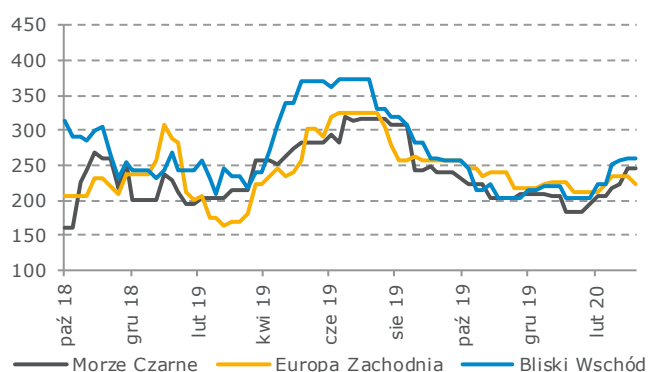
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



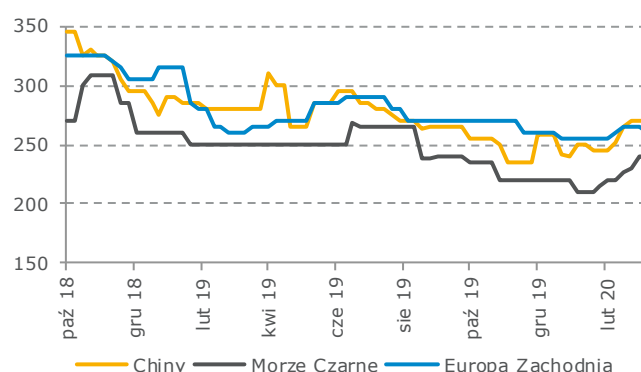
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



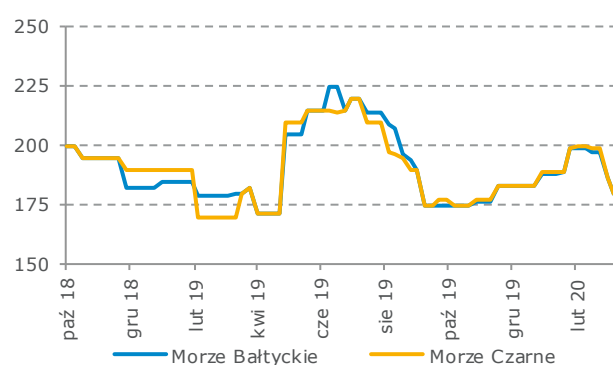
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



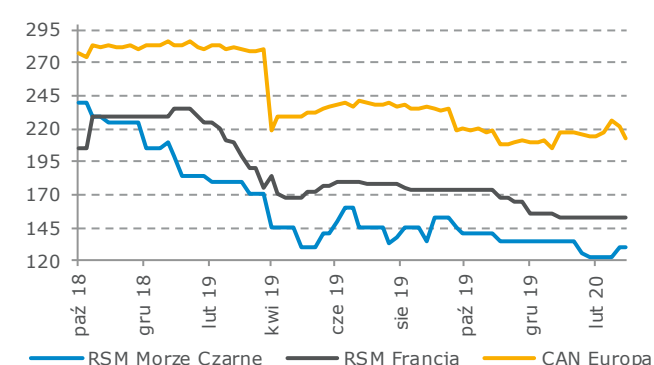
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



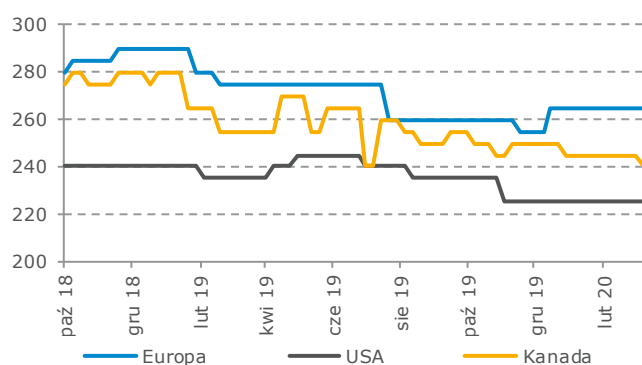
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



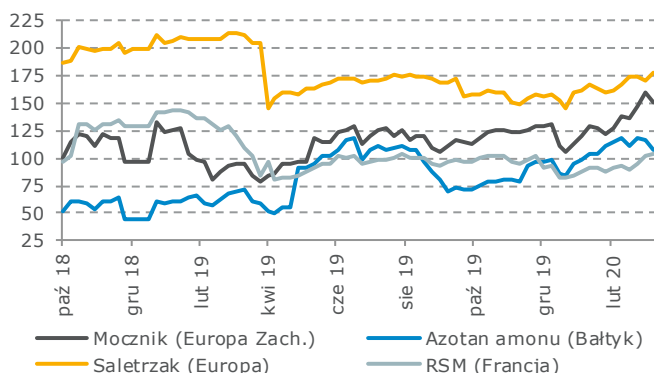
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



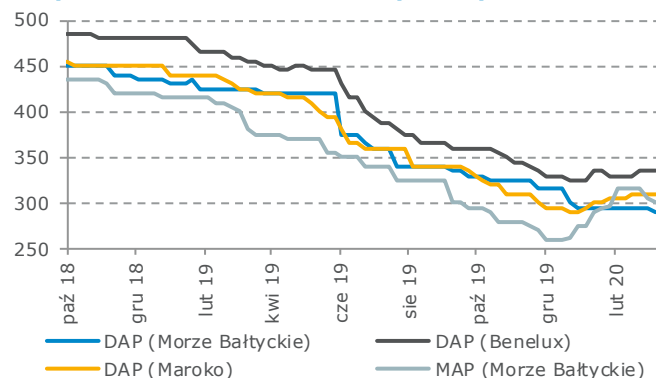
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



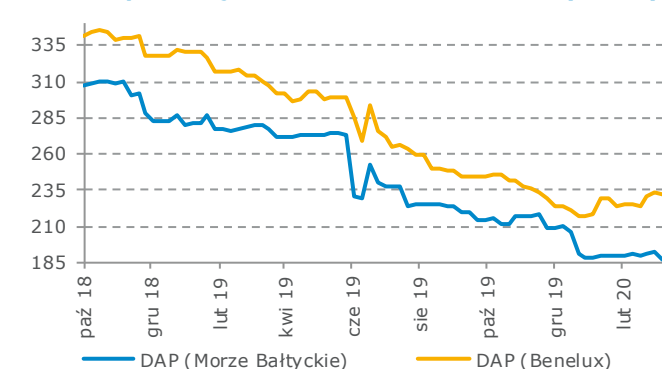
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

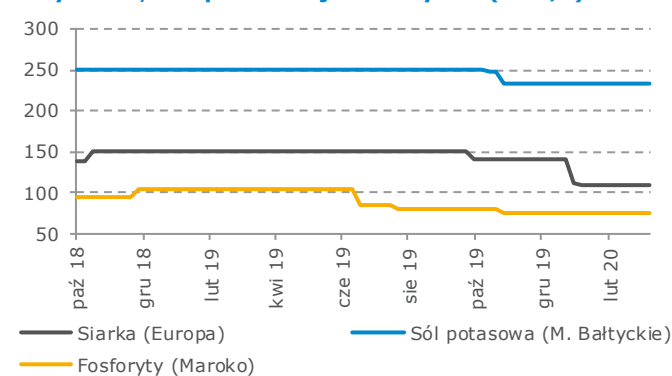
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



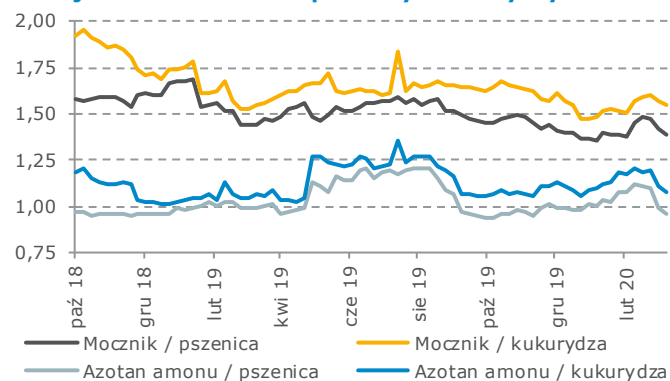
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



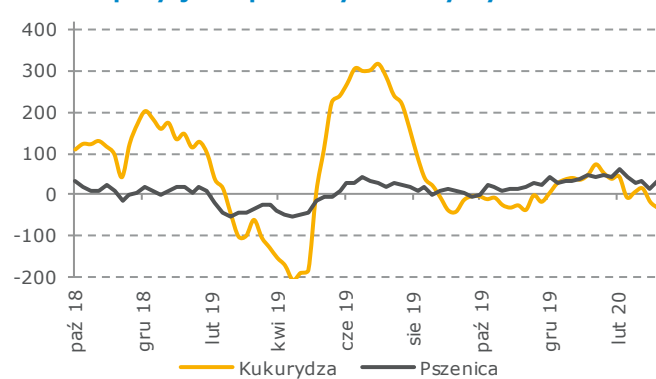
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



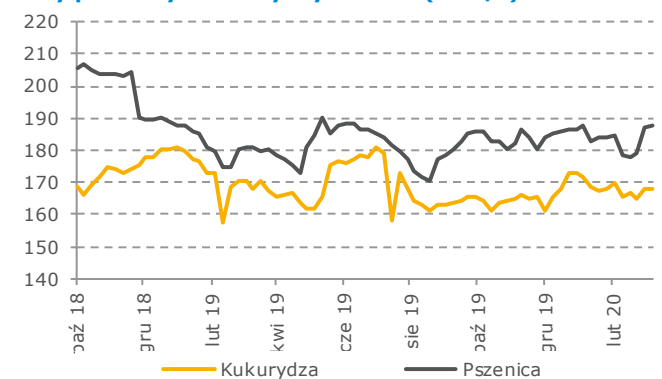
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



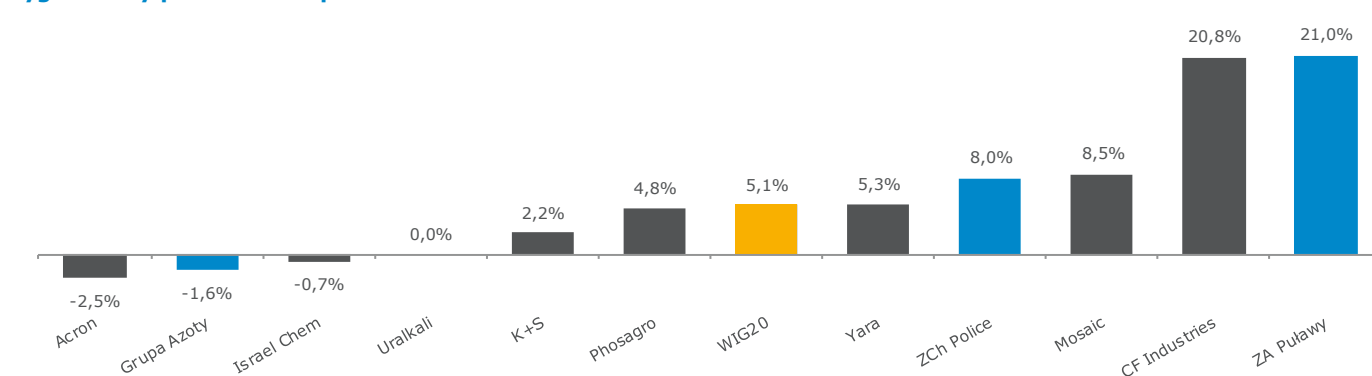
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



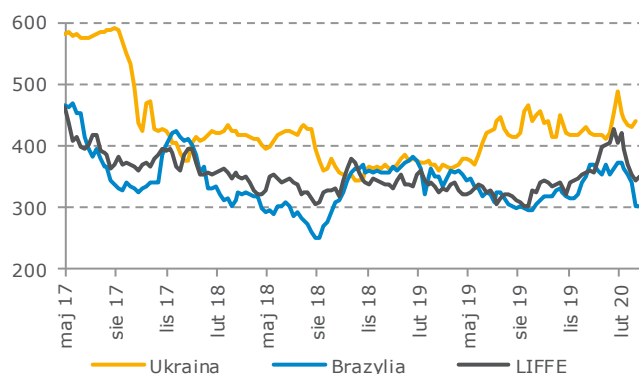
Tygodniowy performance producentów nawozów



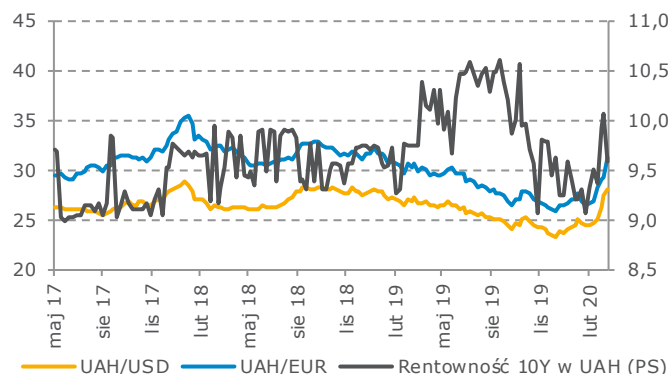
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

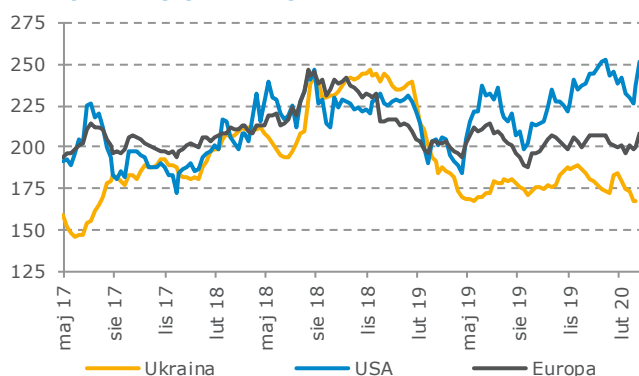
Cena cukru (USD/Mt)



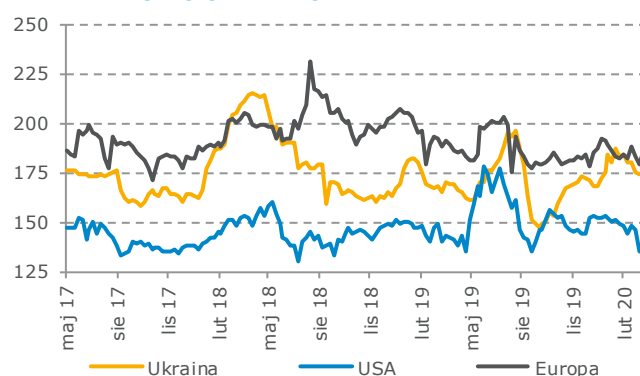
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



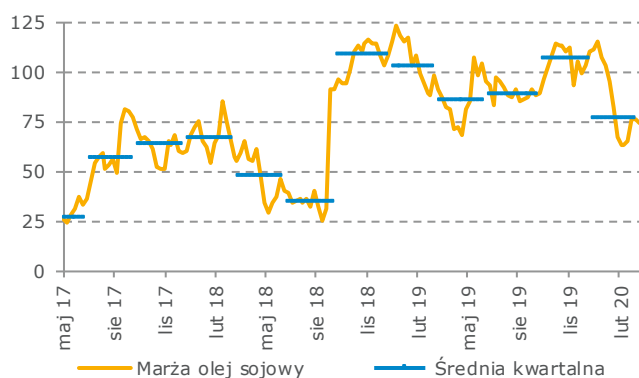
Cena pszenicy (USD/Mt)



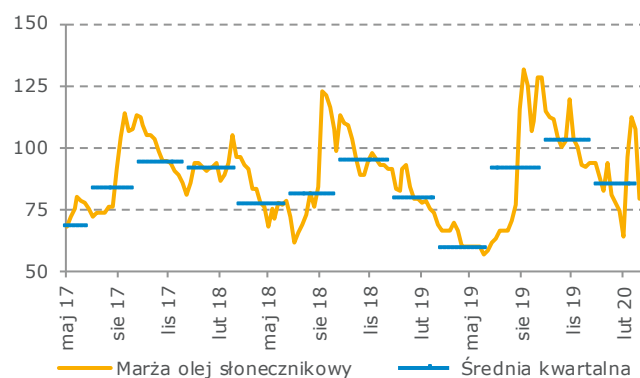
Cena kukurydzy (USD/Mt)



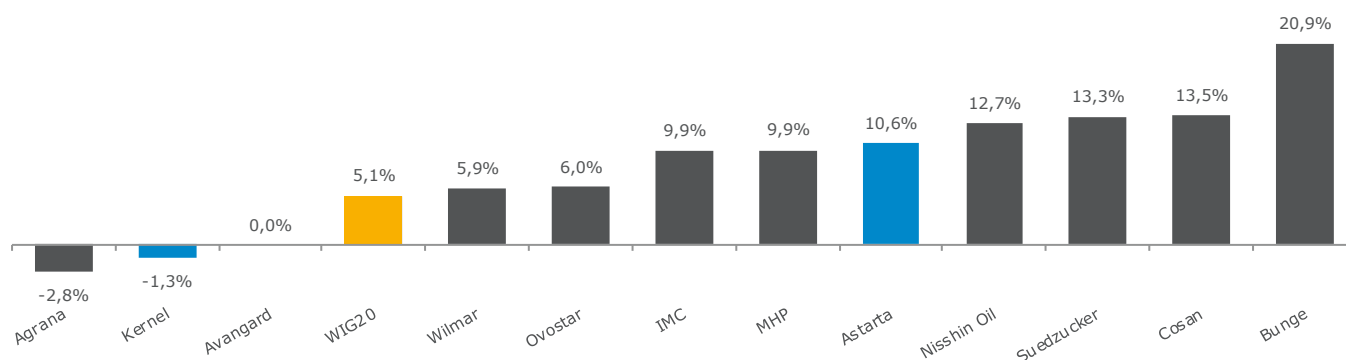
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek energetycznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	396,0	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	4,7	2,7	2,7	2,4	0,5	0,5	0,5	2,0	1,9	1,5	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	5,3%
Energa	6,8	3,6	4,1	4,4	0,7	0,7	0,8	5,3	5,1	4,6	19%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	3,6	2,3	2,6	2,0	0,5	0,5	0,4	2,4	3,1	2,1	21%	17%	21%	0,0%	10,3%	7,9%
Tauron	1,1	3,9	3,5	3,1	0,7	0,6	0,6	2,1	1,8	1,4	18%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	7,1	0,7	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	3,8	4,0	3,1	12%	9%	11%	-	5,6%	8,4%
EDF	7,0	4,7	4,0	3,9	1,0	1,0	1,0	4,6	8,4	8,8	21%	24%	24%	4,7%	5,7%	5,5%
EDP	3,5	9,0	9,0	8,8	2,3	2,2	2,2	25,3	15,3	14,4	25%	24%	25%	5,4%	5,4%	5,6%
Endesa	19,4	6,7	6,7	6,6	1,3	1,3	1,3	100+	12,6	12,3	20%	19%	19%	7,4%	7,9%	6,5%
Enel	6,4	7,9	7,1	6,8	1,6	1,6	1,6	30,4	12,5	11,5	21%	23%	23%	5,1%	5,7%	6,1%
EON	9,6	16,5	7,8	7,7	1,3	0,9	0,9	14,1	14,4	13,3	8%	12%	12%	4,8%	5,0%	5,3%
Fortum	13,7	10,4	6,9	7,2	3,2	3,2	3,2	8,0	9,2	9,4	30%	46%	44%	8,1%	8,0%	7,9%
Iberdola	8,7	10,3	9,7	9,2	2,9	2,7	2,6	16,1	15,4	14,5	28%	28%	28%	4,2%	4,7%	5,0%
National Grid	9,5	13,7	11,6	11,0	4,1	4,0	3,8	21,4	16,2	15,5	30%	34%	35%	4,9%	5,1%	5,3%
Red Electrica	16,9	10,0	10,0	10,0	8,0	7,8	7,8	12,7	13,7	13,7	80%	78%	77%	5,8%	6,1%	6,1%
RWE	23,5	8,3	4,9	4,3	1,1	0,9	0,9	1,7	14,5	11,5	13%	18%	21%	3,4%	3,7%	4,2%
SSE	12,6	10,5	11,9	11,0	0,9	2,9	2,9	9,2	14,9	12,8	9%	24%	27%	7,7%	6,3%	6,5%
Verbund	32,5	11,1	10,3	10,0	3,5	3,6	3,5	20,3	18,1	17,7	32%	35%	35%	2,1%	2,6%	2,7%
Mediana		8.1	6.8	6.7	1.3	1.4	1.4	9.2	12.5	11.9	21%	24%	24%	4.8%	5.5%	5.5%

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	51,00	4,2	3,7	3,4	0,4	0,4	0,4	8,1	6,5	6,8	10%	11%	11%	5,9%	5,9%	5,9%
MOL	1849,00	3,3	4,1	3,6	0,4	0,6	0,6	6,2	6,3	5,8	13%	15%	16%	7,7%	7,4%	7,7%
PKN Orlen	52,48	3,3	7,1	3,9	0,3	0,5	0,5	5,2	-	7,7	8%	7%	12%	6,7%	5,7%	5,7%
Hellenic Petroleum	5,12	5,8	4,8	4,6	0,4	0,4	0,4	9,7	5,4	4,5	7%	8%	8%	9,8%	9,1%	9,4%
HollyFrontier	26,02	3,6	5,7	5,1	0,4	0,4	0,4	5,6	9,9	7,7	11%	8%	9%	5,1%	5,4%	5,6%
Marathon Petroleum	24,33	5,5	6,6	5,4	0,4	0,4	0,4	6,1	9,2	5,5	8%	7%	8%	8,7%	9,4%	9,8%
Motor Oil	11,55	3,5	3,2	3,2	0,2	0,2	0,2	5,7	4,3	4,7	5%	6%	6%	10,0%	11,4%	12,0%
Neste Oil	28,17	7,7	10,2	9,1	1,4	1,7	1,5	12,1	16,0	14,2	18%	16%	17%	3,3%	3,5%	3,8%
OMV	25,13	3,6	3,9	3,4	0,8	0,9	0,9	4,9	7,5	5,7	22%	24%	25%	8,0%	8,3%	8,9%
Phillips 66	54,16	8,8	7,3	5,3	0,3	0,4	0,4	8,0	10,2	6,5	4%	5%	7%	6,5%	7,0%	7,3%
Saras	0,73	2,7	1,5	1,8	0,1	0,1	0,1	26,3	4,5	5,6	3%	5%	4%	5,5%	9,9%	10,5%
Tupras	74,50	7,1	4,3	3,6	0,3	0,3	0,3	35,5	5,5	4,5	4%	7%	7%	-	13,9%	19,5%
Valero Energy	47,19	4,4	5,7	4,7	0,3	0,3	0,3	8,1	9,8	6,9	6%	5%	6%	7,6%	8,4%	8,8%
Mediana		4.2	4.8	3.9	0.4	0.4	0.4	8.0	7.0	5.8	8%	7%	8%	7.1%	8.3%	8.8%

Wycena spółek petrochemicznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	52,48	3,3	7,1	3,9	0,3	0,5	0,5	5,2	-	7,7	8%	7%	12%	6,7%	5,7%	5,7%
Axiall	37,87	5,8	6,6	6,0	1,1	1,1	1,1	11,6	16,3	12,3	18%	17%	18%	2,7%	2,8%	2,9%
Braskem	17,70	6,7	6,8	5,8	0,9	0,9	0,8	-	-	-	13%	13%	14%	2,5%	2,0%	0,4%
Eastman Chemical	47,61	6,8	6,6	6,2	1,3	1,4	1,4	8,6	7,2	6,3	19%	21%	22%	5,3%	5,6%	6,1%
Huntsman Corp	14,08	7,0	7,7	6,6	0,8	0,9	0,8	5,7	11,6	8,0	12%	11%	12%	4,6%	4,7%	4,9%
Lotte Chemicals	181 000	3,7	4,2	3,6	0,5	0,5	0,5	8,7	9,5	7,3	12%	12%	13%	3,7%	3,6%	4,1%
LyondellBasell	49,58	5,0	6,1	5,4	0,8	1,0	0,9	5,2	6,4	5,5	17%	16%	17%	8,4%	8,8%	9,3%
Mitsubishi Chemical	668,00	6,9	7,4	7,3	0,8	0,9	0,9	5,6	9,4	9,3	12%	12%	12%	6,0%	5,7%	5,5%
Mitsui Chemicals	2105,00	6,2	7,0	6,9	0,6	0,6	0,7	5,5	9,1	8,5	10%	9%	9%	4,8%	4,8%	4,3%
Westlake Chemical	37,87	5,8	6,6	6,0	1,1	1,1	1,1	11,6	16,3	12,3	18%	17%	18%	2,7%	2,8%	2,9%
Mediana		6,0	6,7	6,0	0,8	0,9	0,8	5,7	9,4	8,0	13%	12%	13%	4,7%	4,7%	4,6%

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	2,98	3,8	5,0	3,3	0,5	0,6	0,6	12,6	23,9	7,7	13%	13%	19%	3,7%	3,2%	1,7%
A2A	1,13	5,8	6,0	5,6	1,0	1,1	1,0	9,6	10,9	10,3	18%	18%	19%	7,0%	7,1%	7,3%
BG Group	13,25	4,0	4,9	4,3	0,6	0,8	0,7	8,6	14,1	9,5	15%	15%	15%	11,1%	11,5%	11,7%
BP	3,24	5,4	5,0	4,3	0,5	0,7	0,5	20,8	17,8	11,4	9%	13%	12%	9,9%	10,5%	10,4%
Centrica	0,38	4,5	3,4	3,7	0,2	0,2	0,2	-	4,9	4,7	5%	7%	6%	13,0%	13,0%	13,3%
Enagas	17,89	10,5	8,5	8,9	7,2	7,3	8,1	10,1	10,3	10,2	69%	86%	91%	8,7%	9,4%	9,5%
Endesa	19,39	6,7	6,7	6,6	1,3	1,3	1,3	100+	12,6	12,3	20%	19%	19%	7,4%	7,9%	6,5%
Engie	9,45	7,0	5,2	5,0	0,9	0,9	0,8	27,8	8,8	7,9	13%	16%	17%	8,5%	8,5%	9,2%
Eni	8,59	3,3	4,0	3,3	0,7	0,8	0,7	100+	26,0	12,4	21%	21%	23%	10,0%	9,6%	9,9%
Equinor	120,25	3,2	2,8	2,3	0,9	1,0	0,8	24,8	19,9	10,0	29%	35%	37%	2,0%	8,6%	9,5%
Gas Natural SDG	15,79	7,5	7,5	7,2	1,5	1,4	1,4	11,0	11,2	10,4	20%	19%	19%	8,5%	9,1%	9,6%
Gazprom	176,44	3,1	3,9	3,4	0,8	0,9	0,9	2,9	5,7	4,0	27%	24%	25%	9,8%	7,6%	12,1%
Hera	3,29	8,2	7,9	7,7	1,2	1,2	1,2	12,5	15,8	15,1	15%	15%	15%	3,0%	3,3%	3,4%
NovaTek	108,00	2,4	10,8	9,6	2,5	3,3	2,9	2,3	13,2	9,3	105%	30%	30%	4,4%	2,9%	4,0%
ROMGAZ	27,50	4,2	3,7	3,5	1,8	1,8	1,8	7,4	7,2	6,9	43%	49%	51%	12,7%	11,7%	13,1%
Shell	15,15	4,1	5,0	4,4	0,6	0,8	0,7	8,6	14,3	9,7	15%	15%	15%	11,1%	11,3%	11,5%
Snam	4,14	11,8	11,9	11,5	9,7	9,6	9,4	12,5	12,6	12,0	83%	81%	81%	5,7%	6,1%	6,3%
Total	33,57	4,2	5,1	4,5	0,8	0,9	0,8	8,7	15,4	10,5	19%	17%	17%	8,0%	8,2%	8,3%
Mediana		4.4	5.1	4.4	0.9	1.0	0.8	10.1	12.9	10.1	19%	19%	19%	8.5%	8.6%	9.5%

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	1849,00	3,7	3,7	3,3	0,5	0,6	0,5	5,8	6,3	5,2	13%	15%	16%	2,8%	6,5%	7,9%
Bashneft	1499,00	2,1	1,5	1,2	0,4	0,4	0,3	3,0	2,1	1,6	20%	24%	25%	14,3%	15,3%	16,6%
BP	3,24	5,4	5,0	4,3	0,5	0,7	0,5	20,8	17,8	11,4	9%	13%	12%	9,9%	10,5%	10,4%
Dana Gas	0,54	2,8	3,6	4,2	2,0	1,9	1,8	6,6	8,6	8,6	73%	52%	43%	37,8%	10,7%	11,6%
Eni	8,59	3,3	4,0	3,3	0,7	0,8	0,7	100+	26,0	12,4	21%	21%	23%	10,0%	9,6%	9,9%
Equinor	120,25	3,2	2,8	2,3	0,9	1,0	0,8	24,8	19,9	10,0	29%	35%	37%	2,0%	8,6%	9,5%
Gazprom Neft	287,05	3,3	3,9	3,4	0,8	0,9	0,8	3,4	4,2	3,7	25%	24%	24%	6,3%	11,4%	13,4%
Gulf Keystone	0,64	-	-	-	-	-	-	4,3	70,6	3,7	-	-	-	26,8%	14,3%	21,6%
Lukoil	4459,00	2,5	3,0	2,8	0,4	0,5	0,4	4,6	6,2	5,9	16%	15%	15%	7,8%	12,4%	12,7%
Occidental Petroleum	11,01	8,5	7,5	7,1	2,8	2,8	2,8	-	-	-	33%	38%	40%	28,5%	15,4%	11,1%
Repsol	7,59	-	4,3	3,7	0,5	0,6	0,5	-	9,5	5,9	-	13%	15%	12,2%	12,7%	13,0%
Rosneft Oil	301,00	3,7	4,0	3,3	0,8	1,0	0,8	4,5	5,8	4,5	22%	24%	25%	9,4%	9,4%	11,3%
Shell	15,15	4,1	5,0	4,4	0,6	0,8	0,7	8,6	14,3	9,7	15%	15%	15%	11,1%	11,3%	11,5%
Surgutneftegas	37,00	-	-	-	-	-	-	6,3	3,7	5,8	-	-	-	3,8%	10,5%	4,3%
Total	33,57	4,2	5,1	4,5	0,8	0,9	0,8	8,7	15,4	10,5	19%	17%	17%	8,0%	8,2%	8,3%
Tullow Oil	0,11	-	4,3	4,7	2,5	2,9	3,1	-	8,2	-	-	68%	66%	17,2%	2,8%	2,8%
Mediana		3,5	4,0	3,5	0,7	0,9	0,8	6,0	8,6	5,9	20%	22%	24%	10,0%	10,6%	11,2%

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	12,45	0,3	3,7	2,3	0,1	0,3	0,2	2,3	-	-	22%	8%	11%	13,7%	0,0%	0,0%
KGHM	57,40	4,0	5,7	5,8	0,8	0,9	0,9	8,1	19,1	23,7	20%	16%	16%	0,0%	1,7%	1,3%
LW Bogdanka*	17,92	0,4	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	2,0	3,1	5,2	36%	32%	28%	4,2%	9,2%	6,8%
Anglo American	13,38	3,5	3,6	3,4	1,1	1,1	1,1	6,1	7,0	6,5	30%	31%	31%	6,4%	5,9%	6,3%
Antofagasta	7,32	5,1	5,6	4,8	2,4	2,5	2,3	18,3	24,6	17,0	46%	45%	47%	3,7%	2,4%	3,9%
BHP Group	12,18	4,8	4,5	4,9	2,4	2,4	2,5	9,8	7,9	9,2	50%	52%	50%	8,4%	8,7%	7,5%
Freeport-McMoRan	6,24	9,9	8,6	4,2	1,8	1,8	1,4	-	100+	5,6	18%	21%	33%	3,2%	3,2%	3,2%
Glencore	1,19	5,1	4,8	4,3	0,2	0,3	0,2	-	10,7	7,5	5%	5%	6%	13,2%	11,2%	11,7%
Grupo Mexico	40,74	4,5	4,1	3,7	2,3	1,8	1,7	7,4	8,7	7,3	51%	44%	46%	7,8%	7,6%	11,4%
Kazakhmys	3,32	4,0	4,5	4,1	2,1	2,3	2,1	3,5	4,9	4,5	52%	50%	52%	2,8%	2,0%	2,1%
Rio Tinto	36,74	5,5	4,7	5,0	2,0	2,1	2,2	9,5	8,6	10,3	37%	46%	44%	8,1%	7,1%	6,0%
Southern CC	27,62	7,5	8,8	7,6	3,8	4,0	3,7	14,4	15,0	12,9	50%	46%	48%	5,8%	4,9%	5,4%
Mediana		4,7	4,6	4,2	1,9	1,8	1,6	7,7	8,7	7,5	36%	38%	38%	6,1%	5,4%	5,7%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	314,00	7,1	7,4	7,3	1,2	1,2	1,2	10,2	10,9	10,7	16%	16%	16%	7,6%	8,4%	7,4%
Alcoa	6,07	6,3	3,6	2,8	0,4	0,4	0,4	-	-	40,5	6%	11%	14%	-	-	-
Constellium	5,17	5,5	4,8	4,4	0,5	0,5	0,5	10,7	4,7	3,5	9%	10%	11%	-	-	-
Kaiser Aluminum	68,93	7,0	5,6	5,2	0,8	0,8	0,8	17,8	9,8	8,6	12%	15%	15%	3,5%	3,9%	4,0%
Norsk Hydro	22,22	6,4	4,6	3,7	0,4	0,4	0,4	-	16,8	9,4	7%	9%	11%	5,6%	5,7%	6,0%
Rusal	2,33	16,5	11,5	9,7	1,1	1,2	1,1	4,7	3,2	2,9	7%	11%	12%	-	4,9%	7,7%
Mediana		6,7	5,2	4,8	0,7	0,7	0,6	10,5	9,8	9,0	8%	11%	13%	5,6%	5,3%	6,7%

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	20,40	3,8	4,8	6,8	0,5	0,6	0,7	5,1	7,5	25,2	13%	12%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	9,40	11,5	11,8	8,8	0,7	0,8	0,7	40,9	32,4	20,9	6%	6%	8%	-	-	-
Acron	5966,00	9,6	9,2	7,8	3,0	2,8	2,5	9,6	15,6	10,8	31%	31%	32%	6,6%	6,0%	5,7%
CF Industries	26,62	6,3	8,4	7,8	2,7	2,9	2,7	11,9	15,0	11,7	43%	34%	35%	4,5%	4,5%	4,6%
Israel Chemicals	10,95	5,3	5,4	5,0	1,2	1,2	1,1	8,3	8,3	7,3	23%	22%	22%	6,2%	5,7%	6,4%
K+S	5,39	6,7	8,3	6,3	1,1	1,1	1,0	11,7	100+	8,7	16%	13%	16%	2,8%	3,0%	4,1%
Phosagro	2473,00	6,0	6,6	5,9	1,8	1,9	1,8	6,5	10,1	8,1	30%	29%	30%	9,1%	6,2%	8,1%
The Mosaic Company	10,00	-	6,0	4,8	0,9	1,0	0,9	-	19,2	8,5	-	16%	19%	2,0%	2,0%	2,0%
Yara International	324,40	7,2	5,2	4,7	1,1	0,9	0,8	16,8	9,4	7,9	15%	17%	18%	3,5%	6,2%	7,0%
Mediana		6,5	6,6	6,3	1,1	1,1	1,0	10,7	12,6	8,7	20%	17%	19%	4,0%	5,1%	5,2%

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*	11,50	6,4	3,5	3,1	0,7	0,7	0,6	-	2,0	1,7	11%	20%	20%	-	-	15,0%
Kemel	33,90	4,0	5,5	4,9	0,3	0,4	0,4	4,1	5,7	5,1	9%	8%	8%	2,6%	2,8%	2,7%
Agrana Beteiligungs	15,90	10,4	8,1	7,0	0,6	0,6	0,6	38,8	19,6	14,1	6%	8%	9%	6,3%	6,6%	6,9%
Bunge Limited	39,59	-	8,4	7,7	0,3	0,3	0,3	-	10,4	8,9	-	3%	4%	5,1%	5,3%	5,7%
Cosan	55,58	9,7	4,7	4,1	2,2	0,4	0,4	9,0	12,0	9,4	23%	9%	9%	1,8%	2,8%	3,0%
MHP	6,00	4,8	4,4	4,0	1,1	1,0	1,0	4,5	3,8	3,3	22%	24%	24%	12,5%	12,5%	12,5%
Nisshin Oillio	3695,00	8,9	8,8	8,3	0,5	0,5	0,5	13,9	14,1	13,4	6%	6%	6%	2,2%	2,2%	2,2%
Suedzucker	12,74	-	10,8	6,8	0,7	0,7	0,7	-	-	12,6	-	7%	10%	1,6%	1,6%	2,4%
Wilmar Int.	3,07	13,4	12,5	11,7	0,9	0,7	0,7	11,0	10,7	9,9	7%	6%	6%	4,0%	3,9%	4,2%
Mediana		8.9	8.1	6.8	0.7	0.6	0.6	10.0	10.5	9.4	9%	8%	9%	3.3%	3.4%	4.2%

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 państwa, 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 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/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.klischcz@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 Szpигiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpигiel@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 Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniąkowski@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