

wtorek, 5 maja 2020 | opracowanie cykliczne

## Espresso surowcowe

### Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

#### Rynek energetyczny

Ceny energii na rynku niemieckim spadły do 36 EUR/MWh, zarówno z uwagi na niższe ceny paliw (węgla i gazu), jak i zejście notowań uprawnień emisyjnych do 19 EUR/t. W Polsce kontrakt roczny oscyluje wokół 220 PLN/MWh, a zmiany modelowej marży CDS są w ostatnich tygodniach marginalne. Spadek średniego zapotrzebowania na moc w KSE w ostatnich 2 tygodniach kwietnia sięgał -8% r/r, tak więc biorąc pod uwagę rozpoczęte już luzowanie restrykcji w gospodarce, ryzyko istotnych strat na niezbilansowaniu portfela w segmencie obrotu jest niewielkie. Będzie to odczuwalne w wynikach dystrybucji w 2Q, aczkolwiek wstępne dane TPE za 1Q (4% spadki zużycia w marcu) mogą być nieco uspokajające. Obecnie kluczowym katalizatorem dla polskich spółek energetycznych będzie jednak kwestia restrukturyzacji PGG, tym bardziej, że spór ze stroną społeczną zdaje się przybierać na sile.

#### Rynek paliwowy

Ceny ropy Brent po kwietniowym tsunami powoli wracają w okolice 30 USD, a rynek dyskontuje scenariusz zmniejszania nierównowagi przez postępujące redukcje produkcji i powrót strony popytowej. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami szok popytowy przenosi się obecnie na produkty i obserwujemy znaczne wzrosty zapasów zarówno benzyny jak i diesla. W efekcie modelowa marża rafineryjna znajduje się pod dużą presją (obecne odczyty bliskie zera), a pogorszenie cracków widać na wszystkich kategoriach produktowych. Dodatkowo nadal utrzymuje się ujemny dyferencjał Ural/Brent (-0,5 USD), który jest pochodną znacznego ograniczenia dostępności ropy rosyjskiej na Bałtyku oraz mniejszych dostaw z krajów arabskich.

Obserwujemy również kontynuację korekty marż petrochemicznych, na razie głównie na monomerach (przede wszystkim na etylenie i aromatach), ale słabiej wyglądają już również rentowności na poliolefinach. Ceny gazu kontynuują sezonowy spadek, ale kontrakt roczny nadal utrzymuje się powyżej naszego bazowego scenariusza dla roku 2021 (12,4 EUR/MWh vs 11,8 EUR/MWh).

#### Rynek metali

W ubiegłym tygodniu monitorowane zapasy miedzi spadły o 7% t/t, z czego najwięcej w Szanghaju (-11% t/t) i Londynie (-4% t/t). Spadające zapasy zachęciły inwestorów do zamykania krótkich pozycji (z -21 tys. sztuk do -17 tys. sztuk), ale nastroje na początku bieżącego tygodnia mocno się popsuły. Przyczyną jest powrót obaw o relacje między USA, a Chinami oraz złagodzenie restrykcji w wydobywaniu w Peru i Zambii.

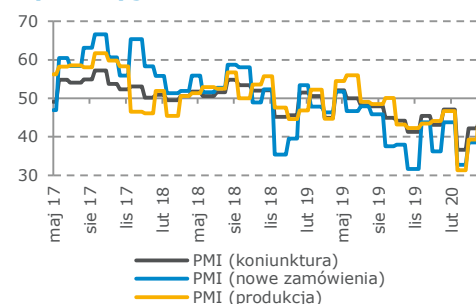
Na rynku pojawiły się również opinie, że w bieżącym roku nadpodaż miedzi może wynieść 200-300 tys. ton. Warto zauważyć również, że w maju PMI w Chinach spadł zarówno na oficjalnym wskaźniku jak i Caixin.

#### Rynek spożywczy

Ceny amoniaku wyraźnie spadły w ostatnim tygodniu na Bliskim Wschodzie, w Europie Zachodniej i na Morzu Czarnym. Pod presją znalazły się również ceny mocznika w regionie Morza Czarnego.

Niskie ceny gazu z czasem przenoszą się na niższe ceny nawozów, co może sugerować, że wysokie marże na nawozach saletrzanych są raczej nie do utrzymania w dłuższym terminie.

#### Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

#### PMI w przemyśle stalowym w Chinach

Wskaźnik wyprzedzający PMI dla przemysłu stalowego w Chinach wzrósł w V do 46 pkt (42 pkt w IV). Subindeks nowych zamówień pozostaje na niskim poziomie (40 pkt vs. 39 pkt w IV), ale poprawiła się ocena bieżącej produkcji (53 pkt vs. 39 pkt w IV). Zapasy stali w Chinach spadły do 19 mln ton (vs. 24,7 mln ton w szczycie), ale nie pomagają to cenom węgla koksowego które zmierzają do 100 USD/t (negatywnie dla JSW).

#### Zwrot tygodniowy oraz YTD

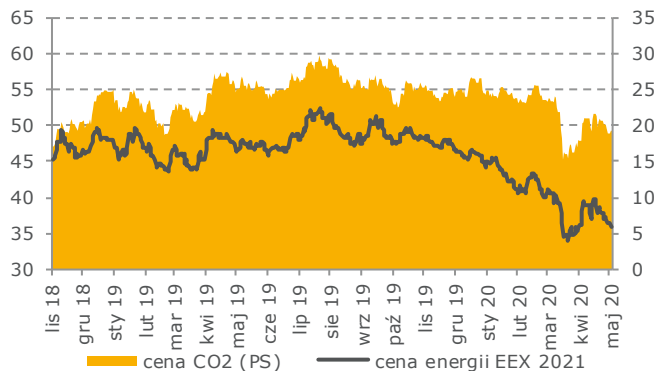
Spółka	1W	YTD
IMC	-7,6%	-12%
Kernel	-4,9%	-12%
Enea	-4,8%	-30%
Boryszew	-4,1%	-16%
Tarczyński	-3,4%	-10%
Lotos	-2,8%	-28%
CEZ	-2,4%	-11%
PGNiG	-1,1%	-16%
Tauron	-1,0%	-31%
ZCh Police	-0,9%	0%
PGE	-0,9%	-50%
LW Bogdanka	-0,5%	-40%
Grupa Azoty	-0,4%	-10%
ZA Puławy	-0,3%	-12%
Energa	0,1%	9%
PKN Orlen	0,1%	-31%
Kruszwica	0,4%	15%
Ciech	0,4%	-5%
Orzeł Biały	0,4%	-16%
PCC Rokita	0,5%	-19%
Tupras	0,8%	-32%
ZE PAK	0,8%	-3%
MOL	1,4%	-31%
Kęty	1,4%	4%
JSW	2,0%	-38%
KGHM	2,1%	-23%
Astarta	4,2%	-23%
Alumetal	5,5%	-5%
OMV	5,8%	-44%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	0,7%	-22%
Chemia	0,0%	-8%
Energia	-1,0%	-32%
Paliwa	-0,6%	-27%
Spożywczy	-2,9%	-9%
Surowce	2,0%	-24%
Ukraina	-2,5%	-11%

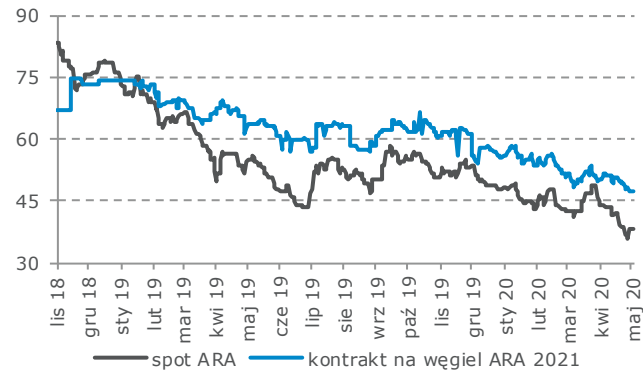
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-2,4%	-23%
Oil & Gas E&P	7,4%	-44%
Refining EU	-0,2%	-33%
Refining US	15,8%	-37%
Agri & Food	-3,9%	-6%
Kauczuki	0,6%	-32%
Nawozy	-2,5%	-14%
Chemicals EU	-1,2%	-17%
Industrials EU	-1,6%	-26%
Petchem World	0,2%	-27%
Utilities EU	-0,4%	-12%
Utilities US	-4,5%	-13%

## Energetyka

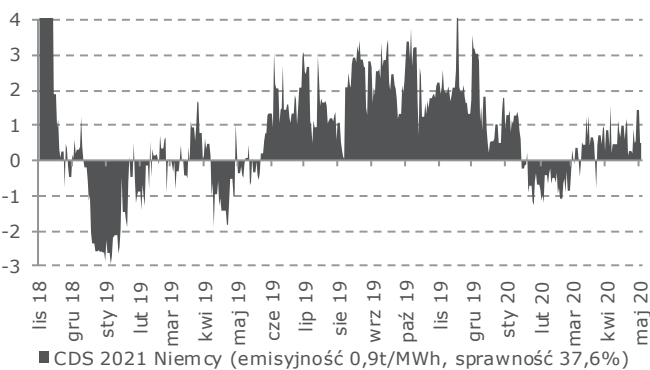
**Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)**



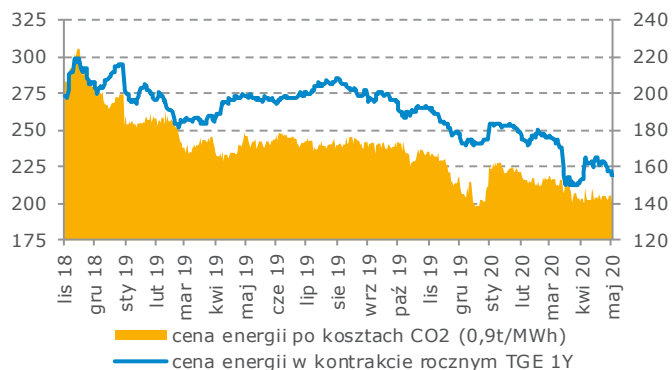
**Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)**



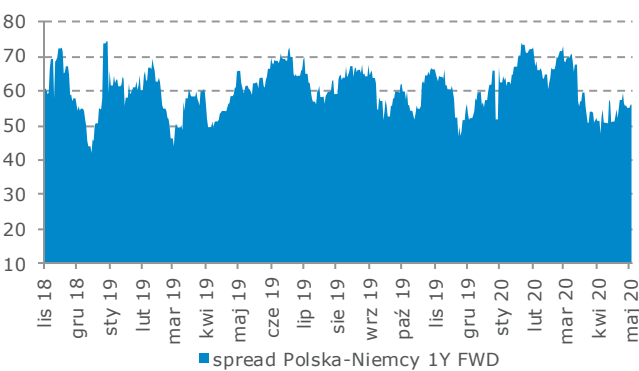
**Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)**



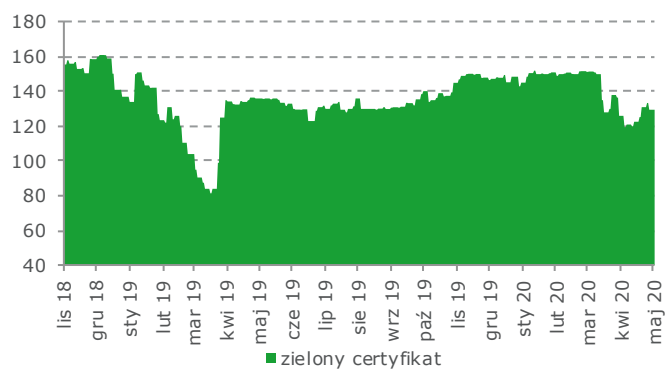
**Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)**



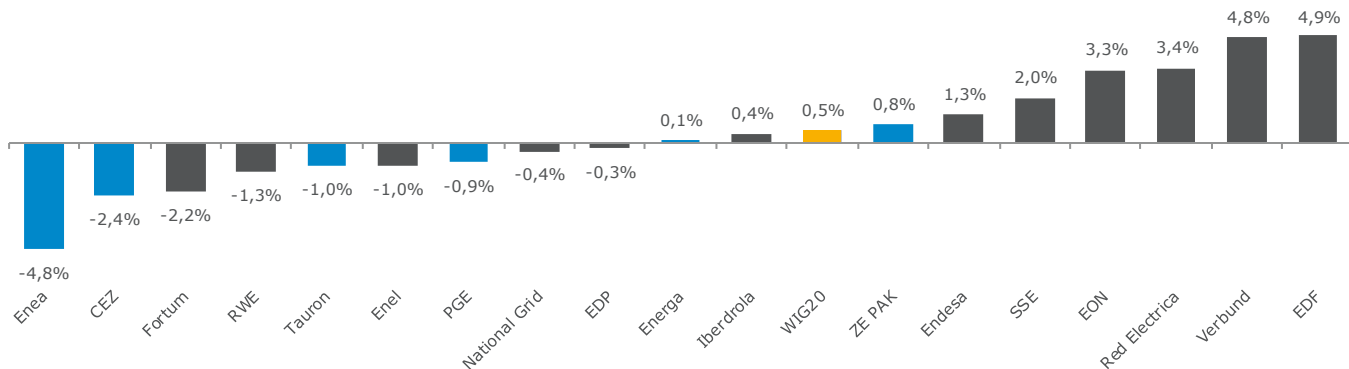
**Spread w cenach energii (PLN/MWh)**



**Zielony certyfikat (PLN/MWh)**



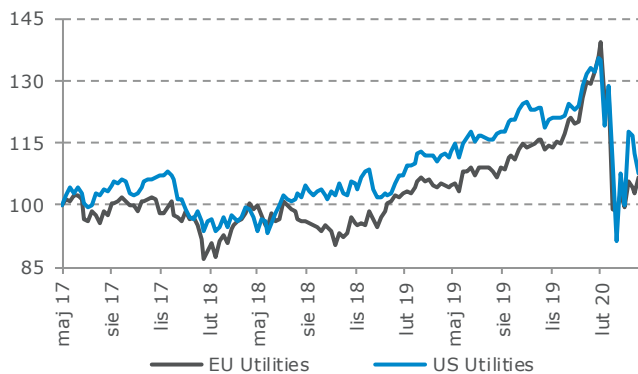
**Tygodniowy performance spółek energetycznych**



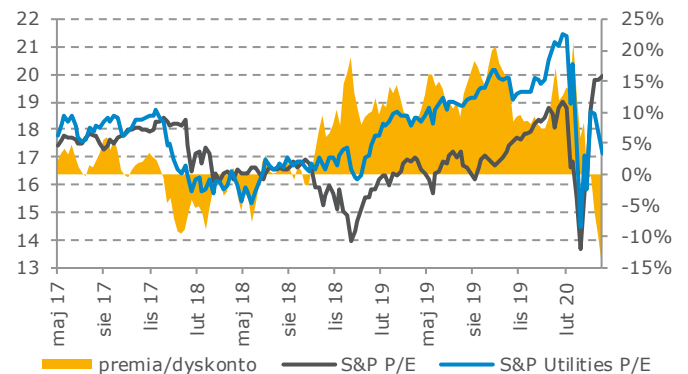
Źródło: Bloomberg, mBank

## Energetyka

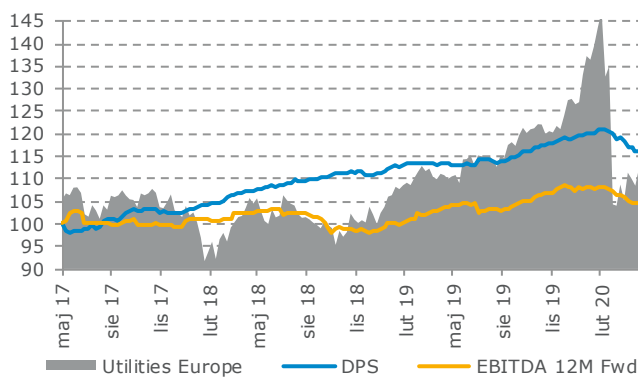
**Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities**



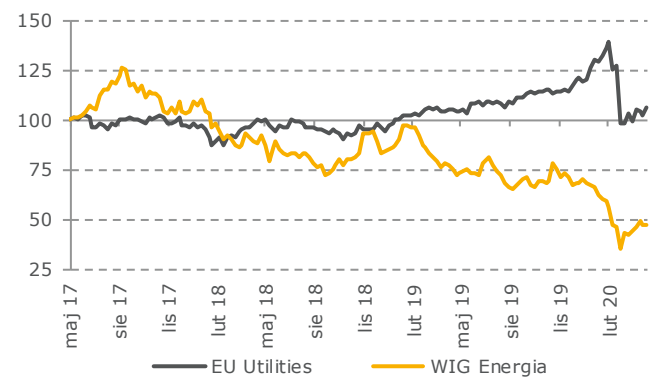
**Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku**



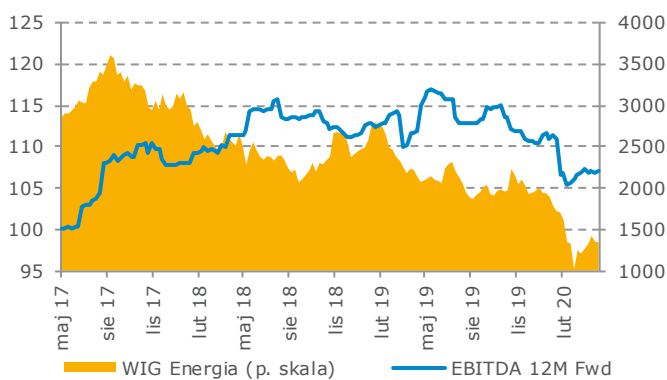
**Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA**



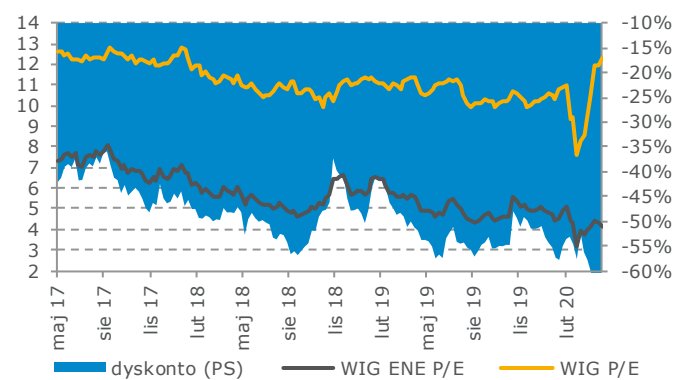
**Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia**



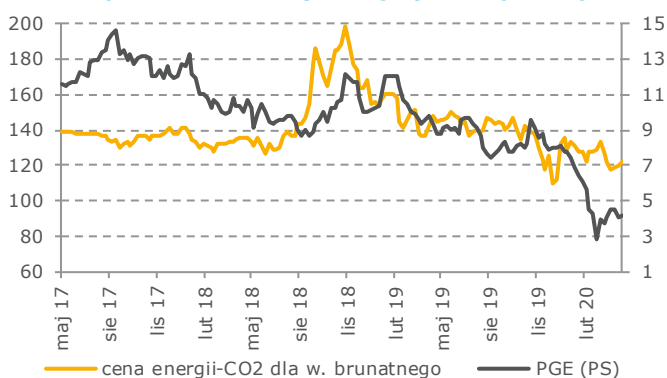
**Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd**



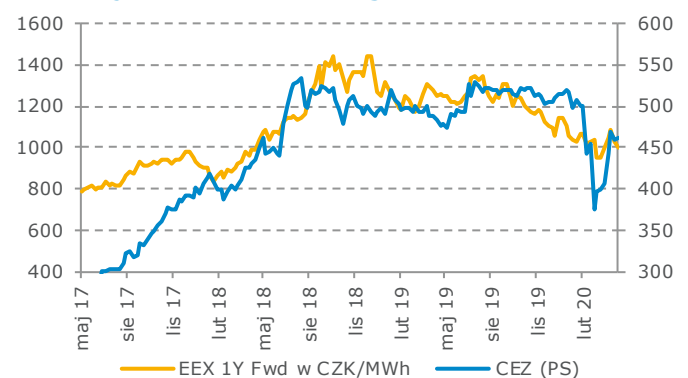
**Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku**



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



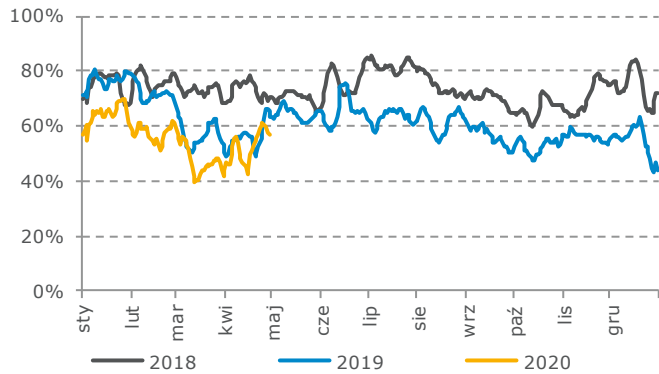
**Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh**



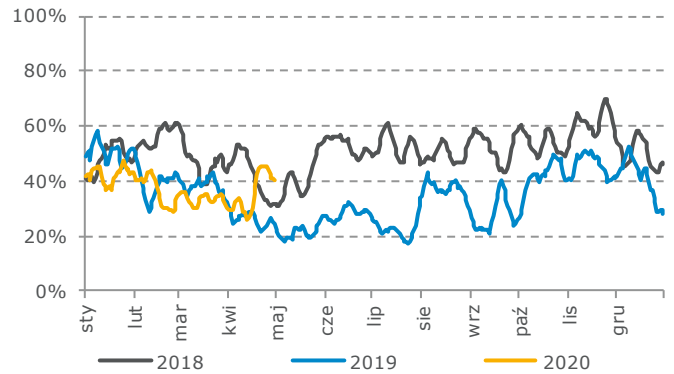
Źródło: Bloomberg, mBank

## Energetyka

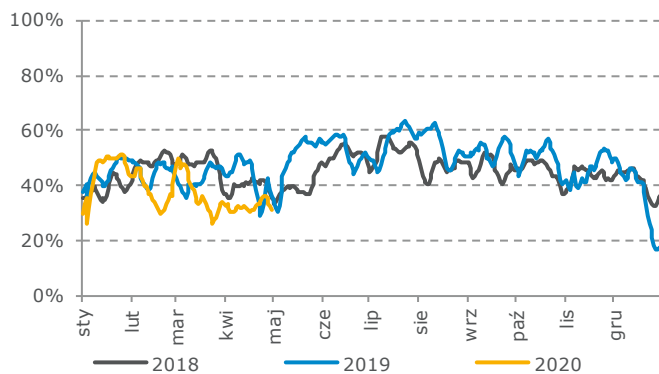
**Load factor elektrowni Bełchatów**



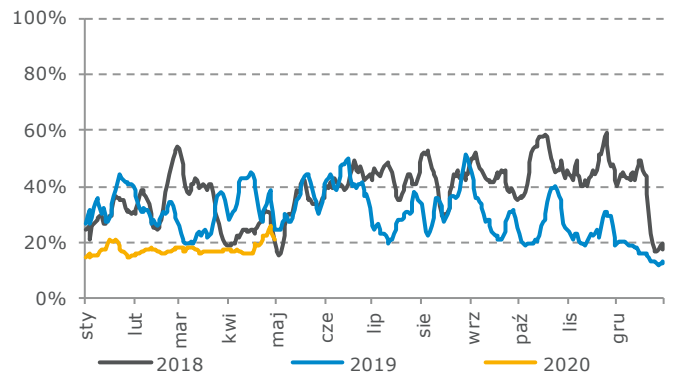
**Load factor elektrowni Turów**



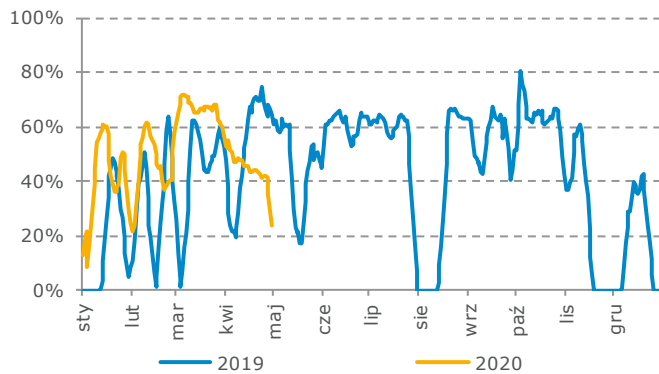
**Load factor elektrowni Koźienice**



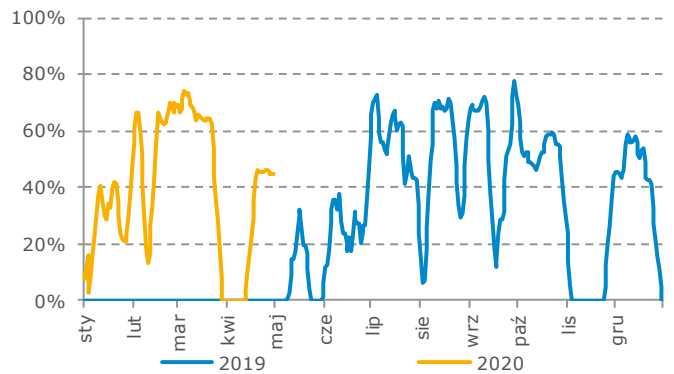
**Load factor elektrowni Jaworzno**



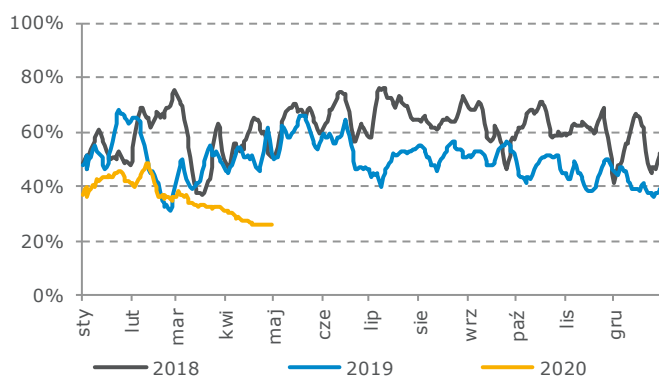
**Load factor elektrowni Opole B5**



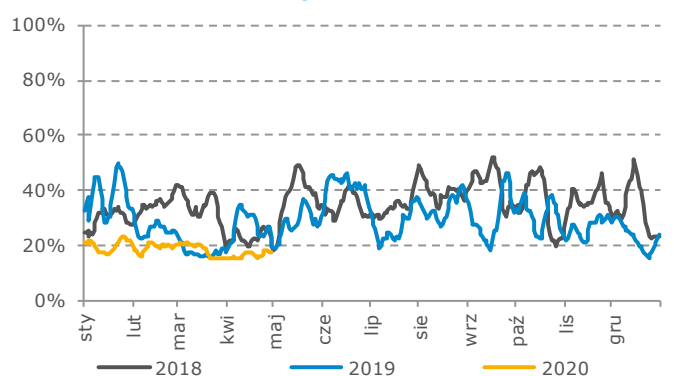
**Load factor elektrowni Opole B6**



**Load factor elektrowni Połaniec**



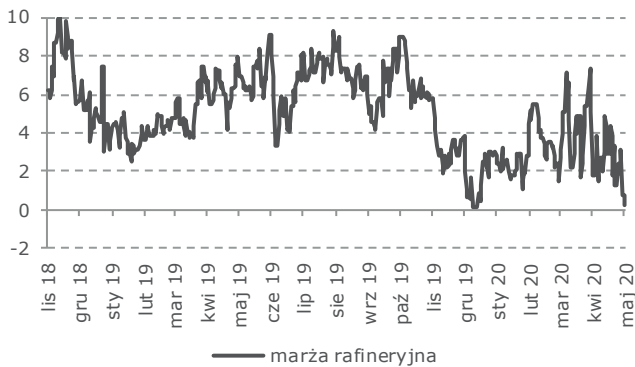
**Load factor elektrowni Rybnik**



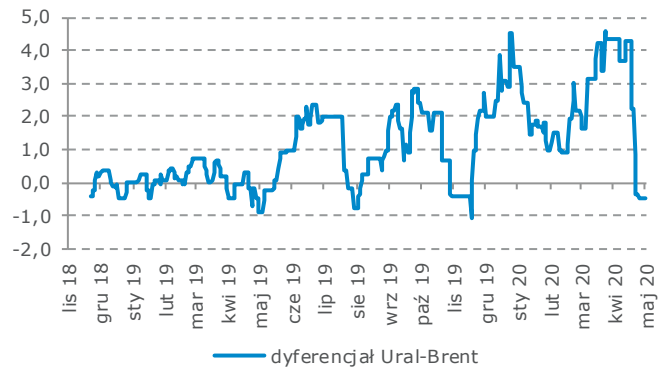
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

## Paliwa

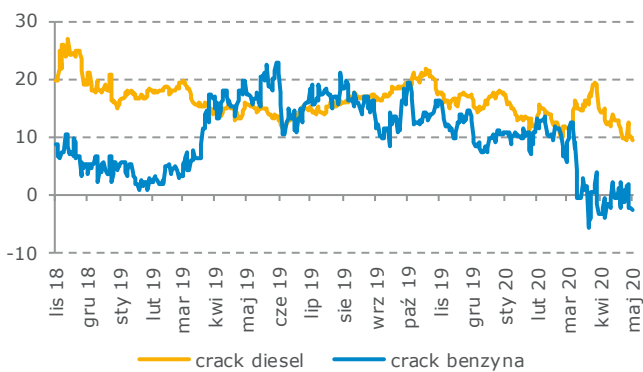
Marża rafinerijna (USD/Bbl)



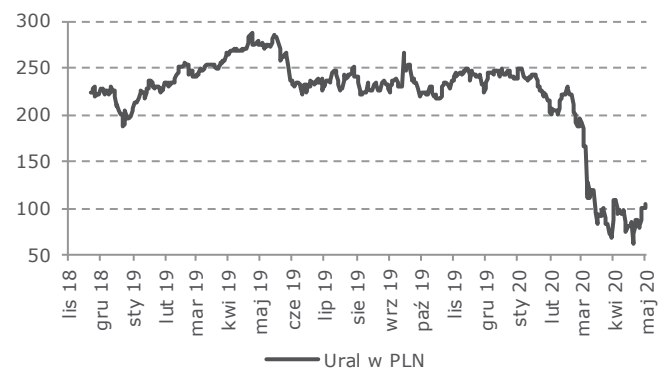
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



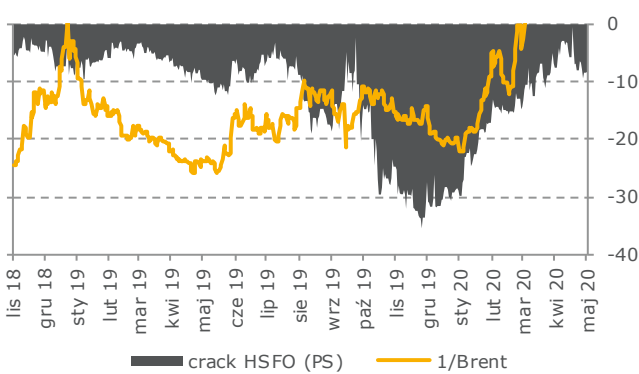
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



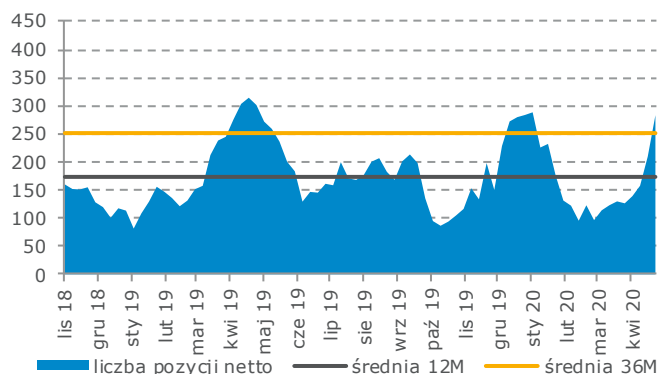
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



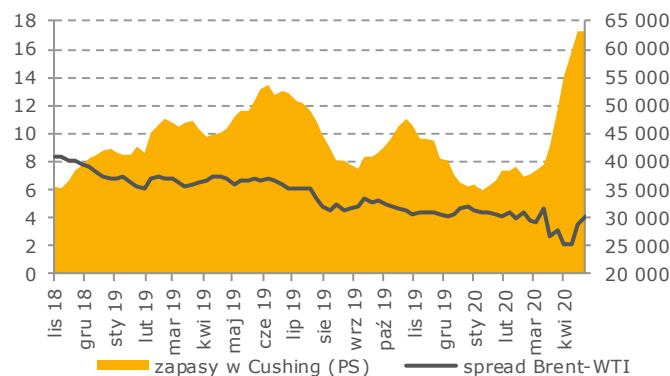
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



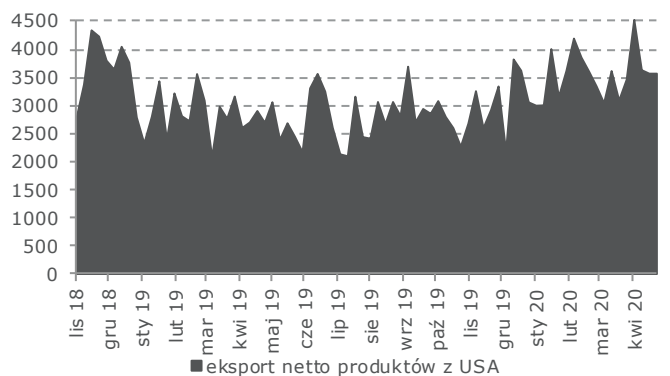
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



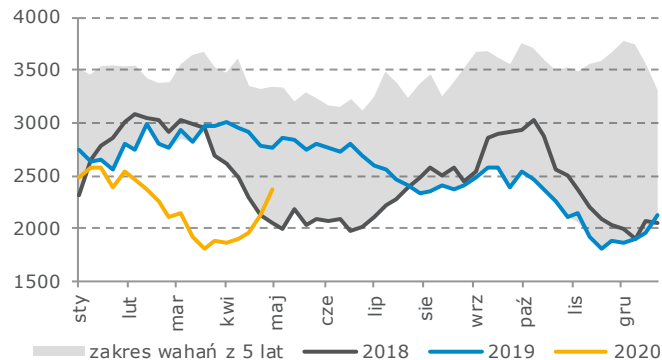
Eksport netto paliw z USA



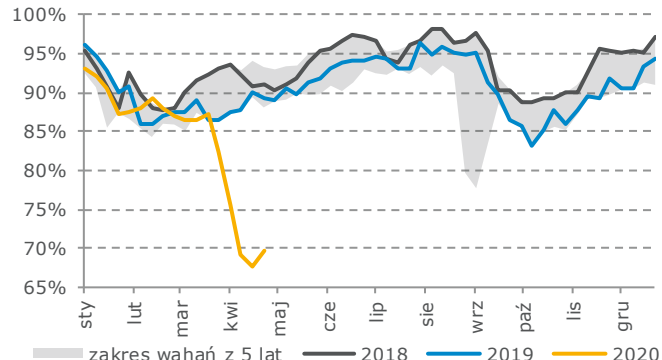
Źródło: Bloomberg, mBank

## Paliwa

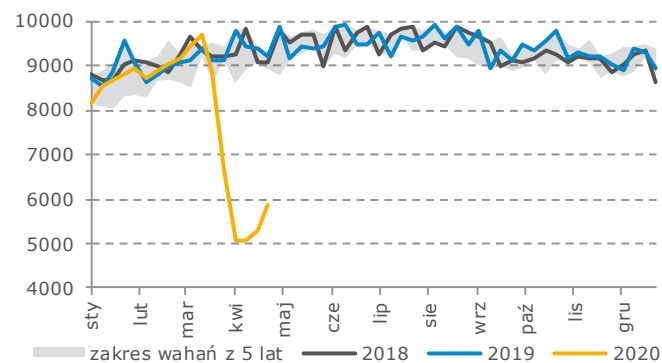
**Zapasy diesla w portach ARA**



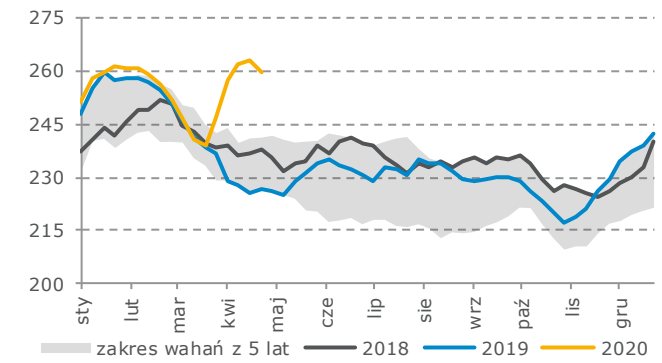
**Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA**



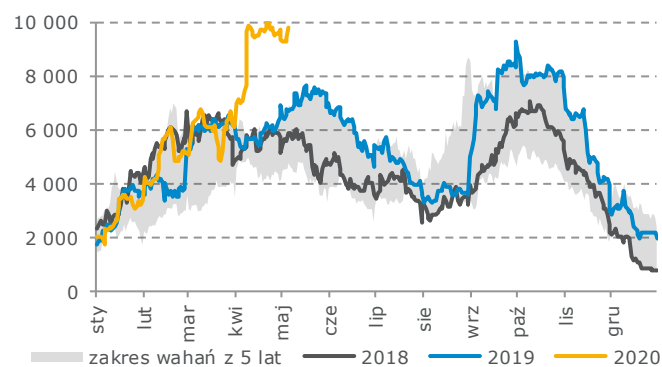
**Popyt na benzynę w USA**



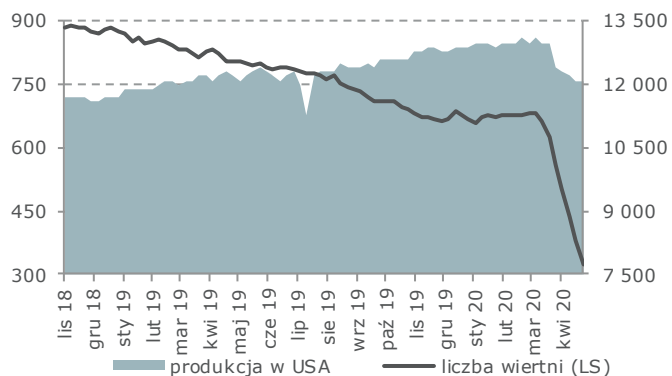
**Zapasy benzyny w USA**



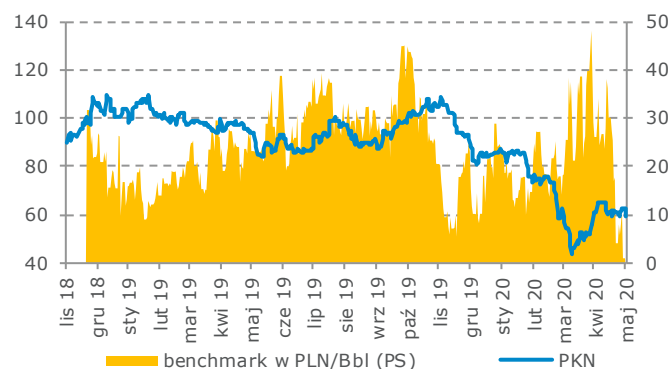
**Globalne przestoje remontowe w rafineriach**



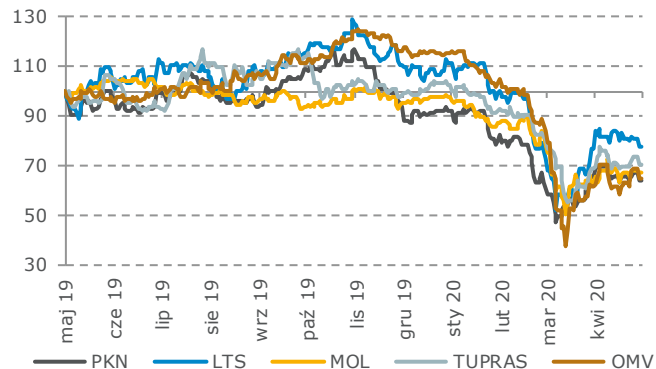
**Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni**



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



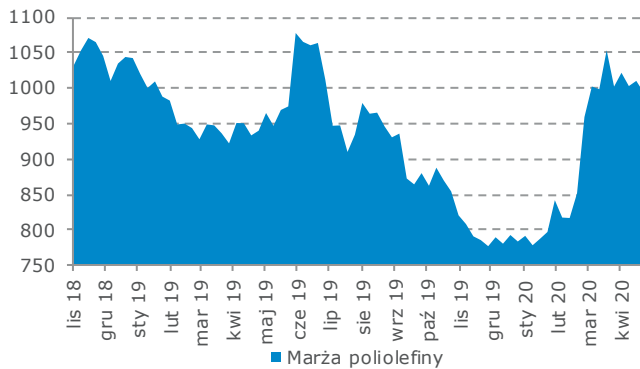
**Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych**



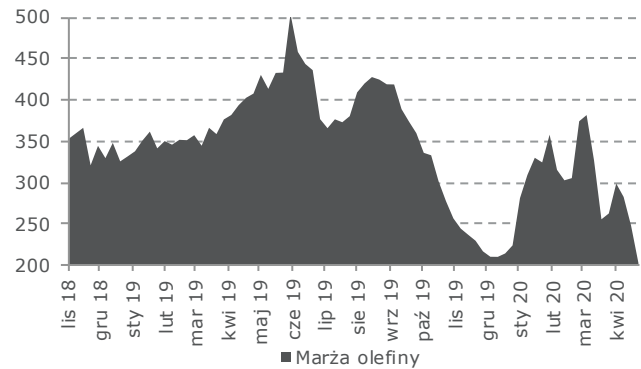
Źródło: Bloomberg, mBank

## Petrochemia/Gaz

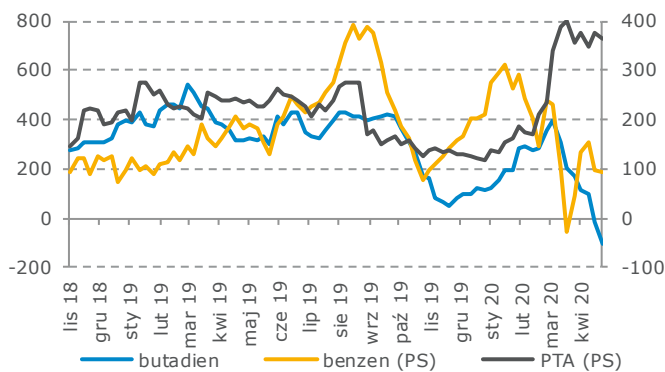
### Marża petrochemiczna poliolefiny



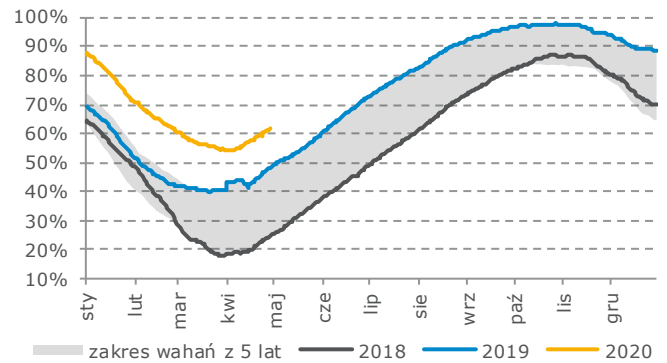
### Marża petrochemiczna olefiny



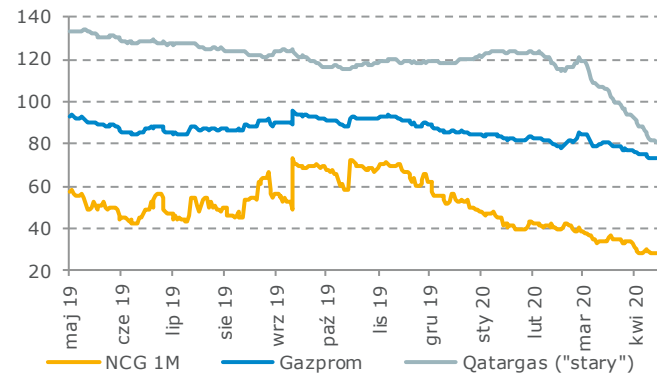
### Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



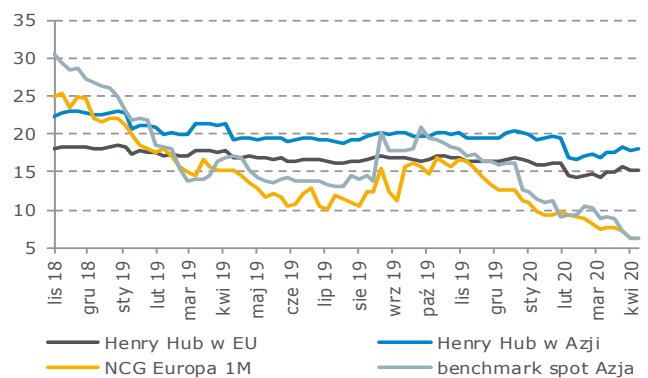
### Napełnienie magazynów gazu w UE



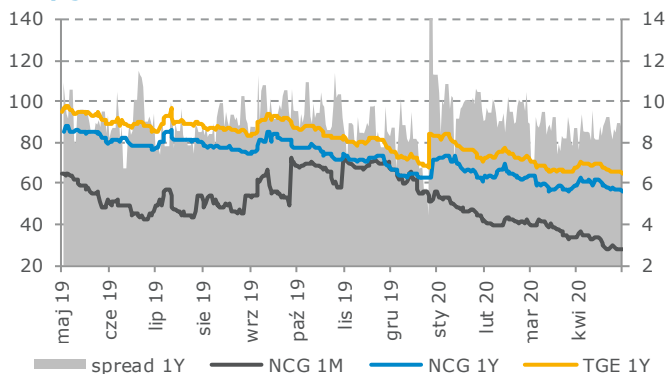
### Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



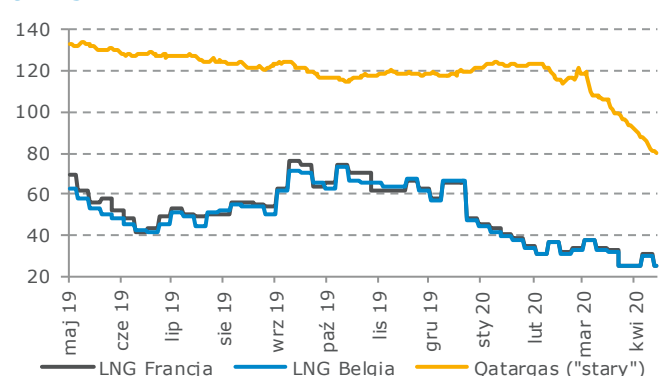
### Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



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



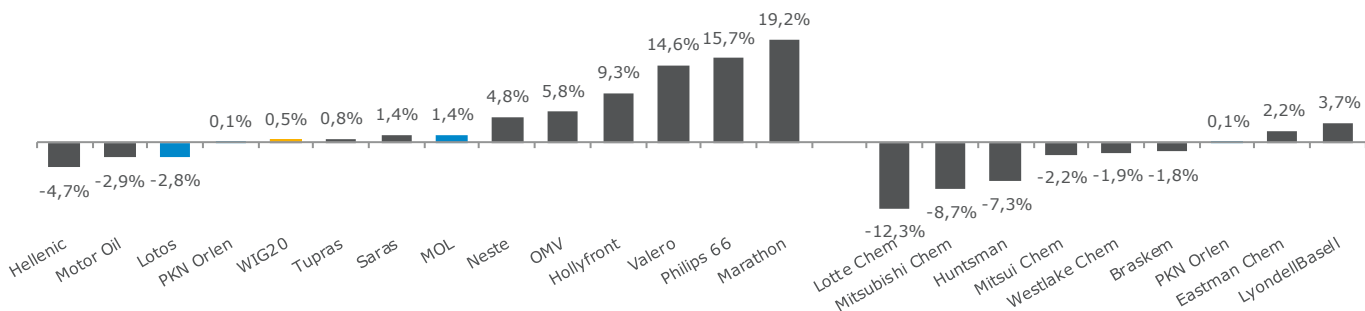
### Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



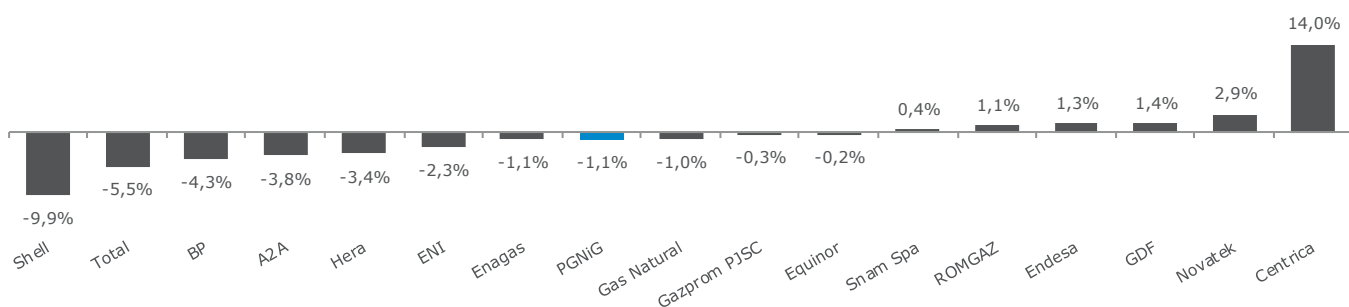
Źródło: Bloomberg, mBank

## Tygodniowy performance

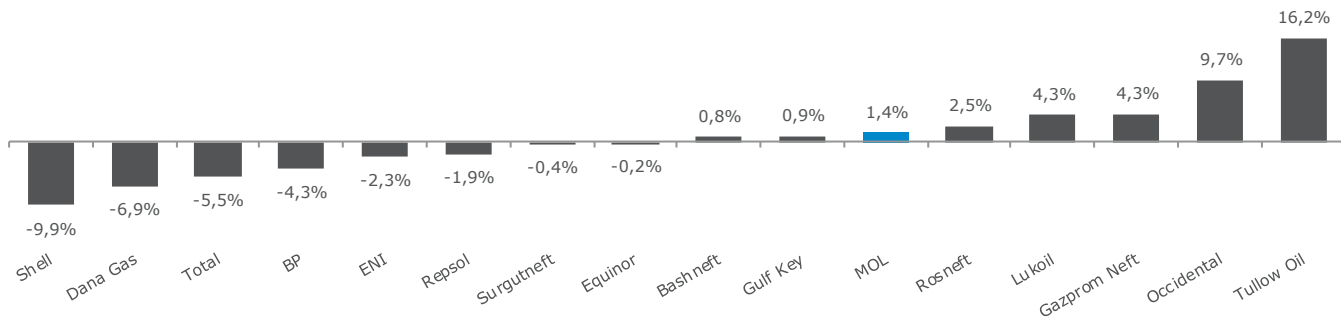
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



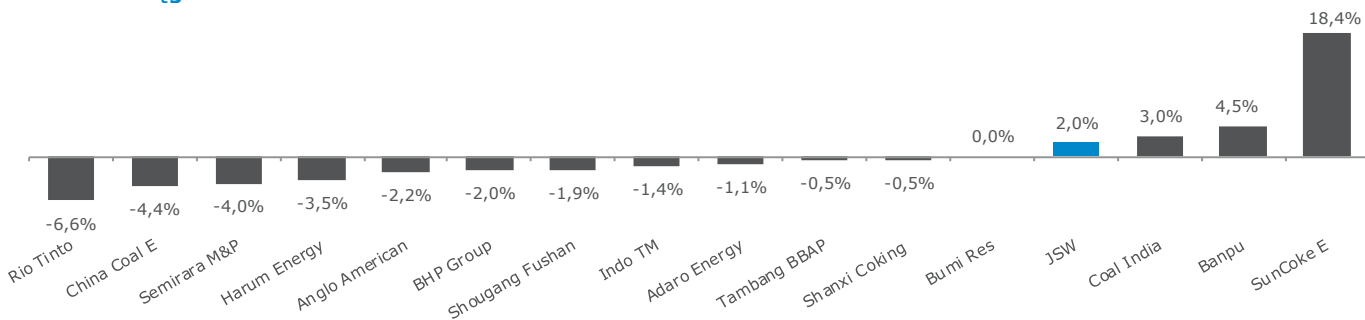
### Spółki gazowe



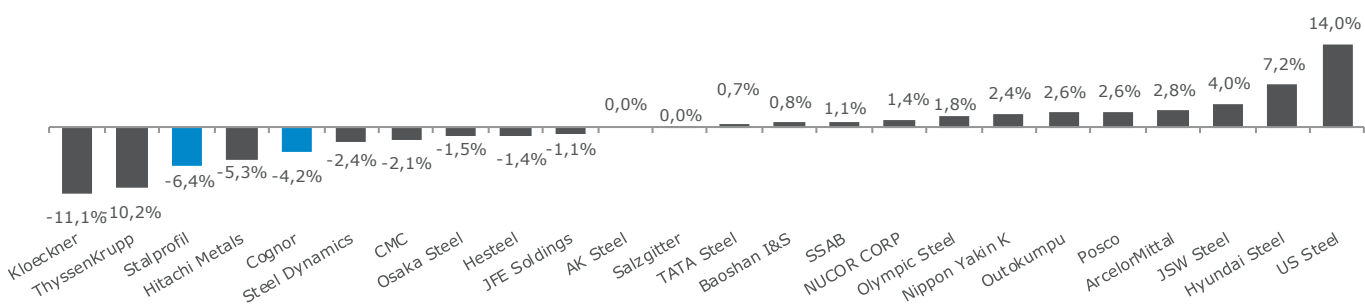
### Spółki wydobywcze



### Producenci węgla



### Producenci i dystrybutorzy stali

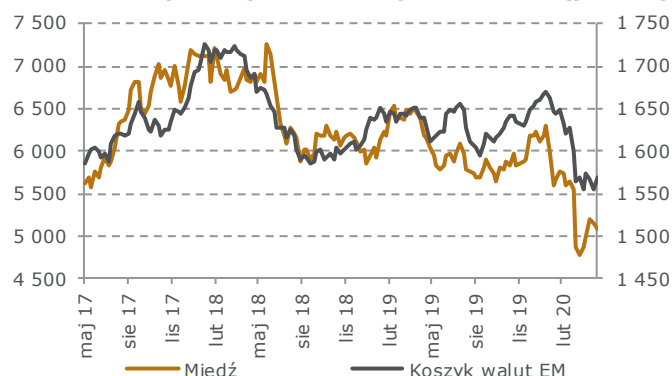


Źródło: Bloomberg, mBank

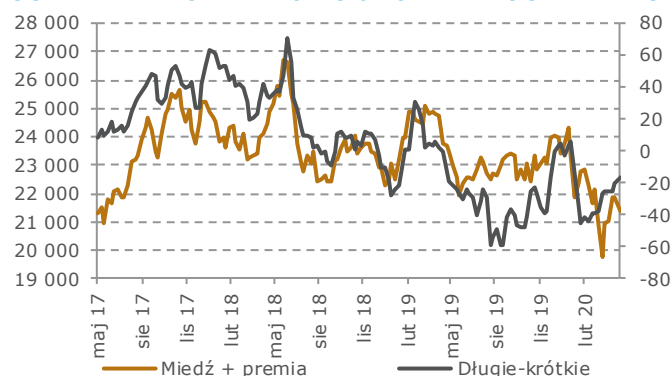


## Surowce (miedź)

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



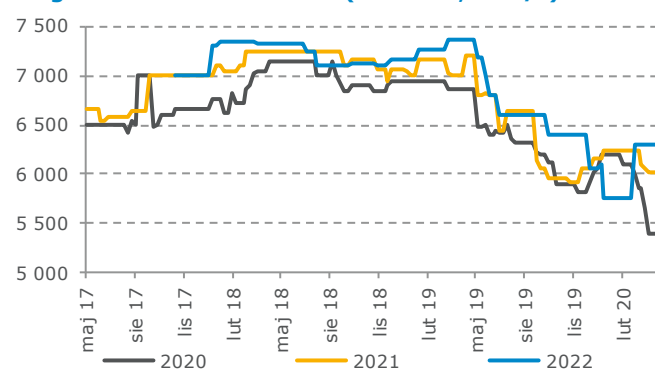
Cena miedzi + wartość premii producentkiej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



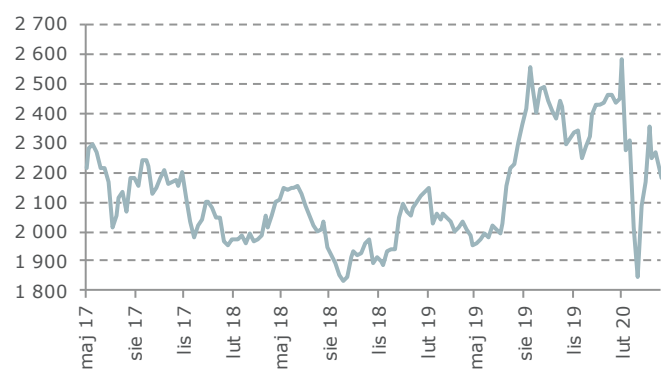
Wartości premii producentkiej dla miedzi (PLN/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



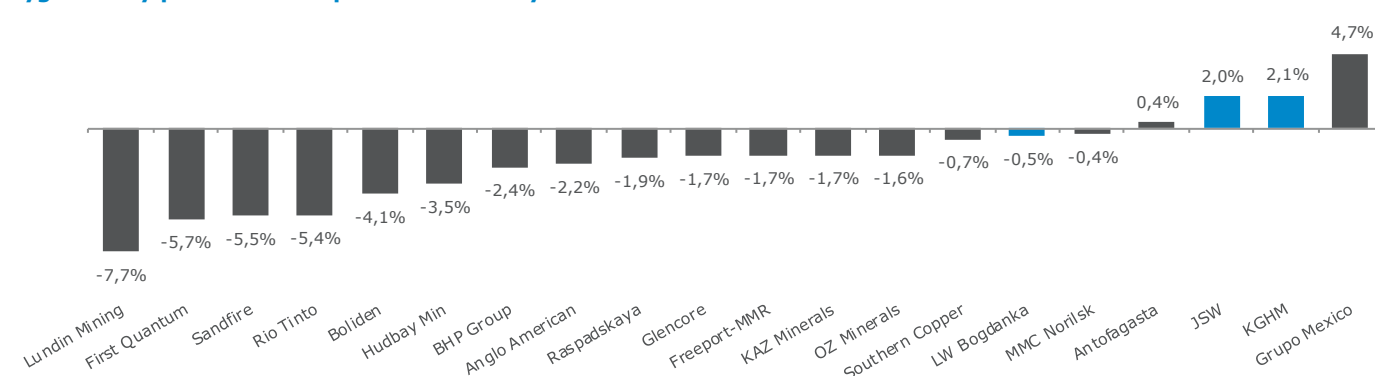
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



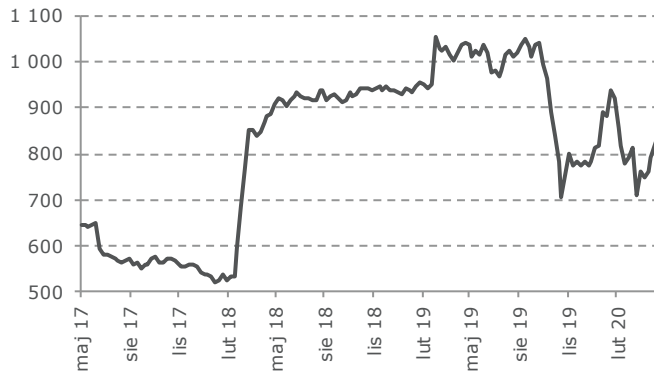
Tygodniowy performance spółek surowcowych



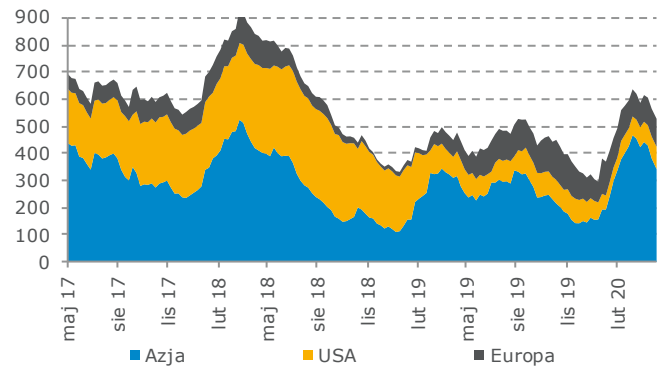
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (miedź)

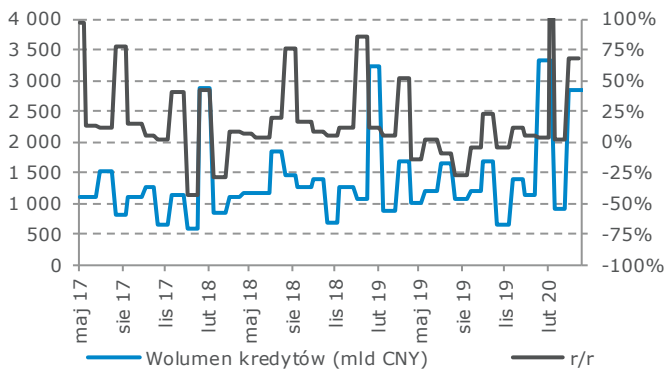
**Ceny molibdenu (PLN/10kg)**



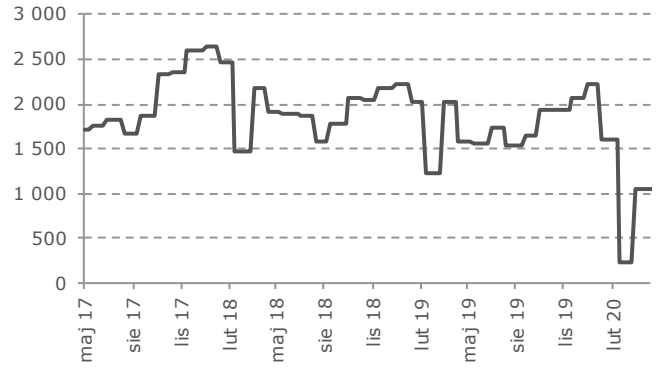
**Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)**



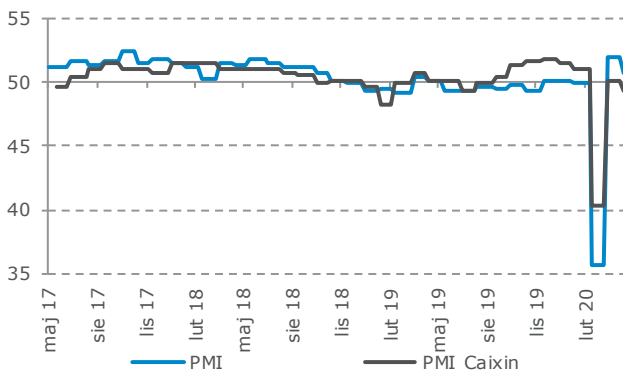
**Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)**



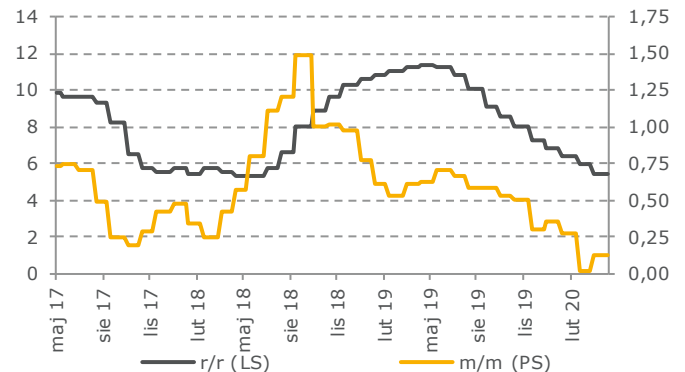
**Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)**



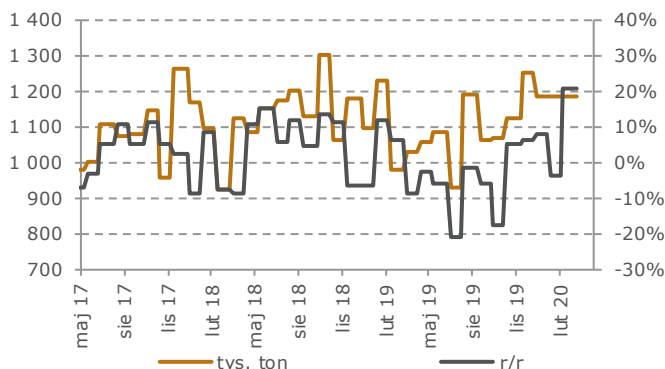
**Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)**



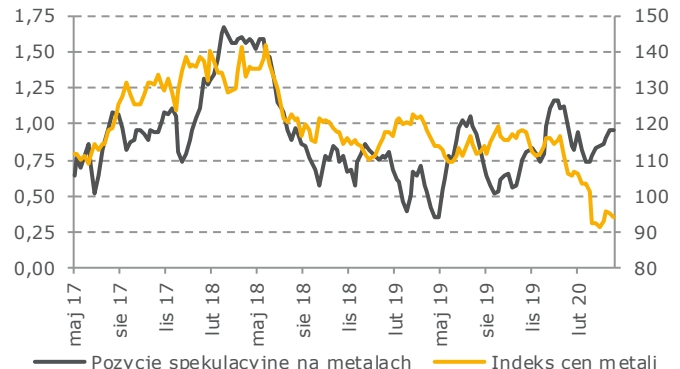
**Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)**



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



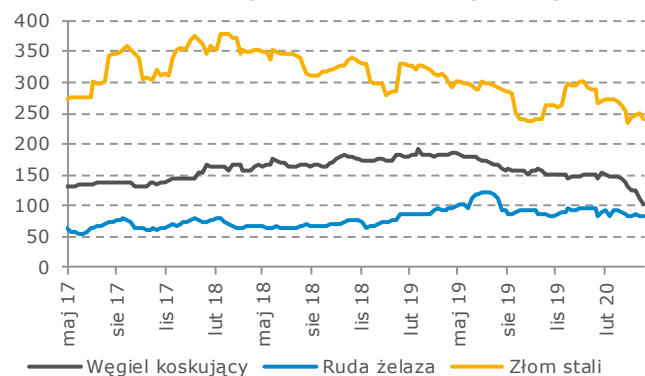
**Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)**



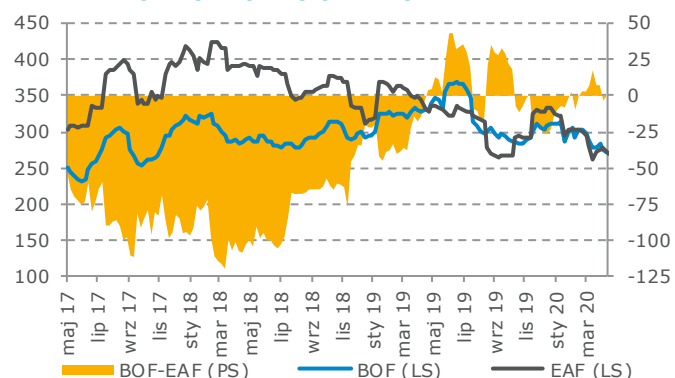
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (stal)

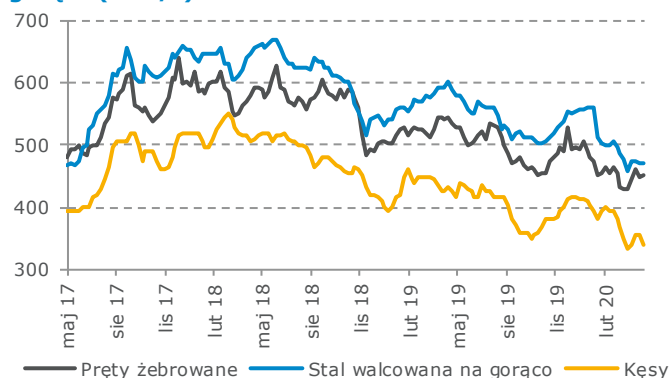
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



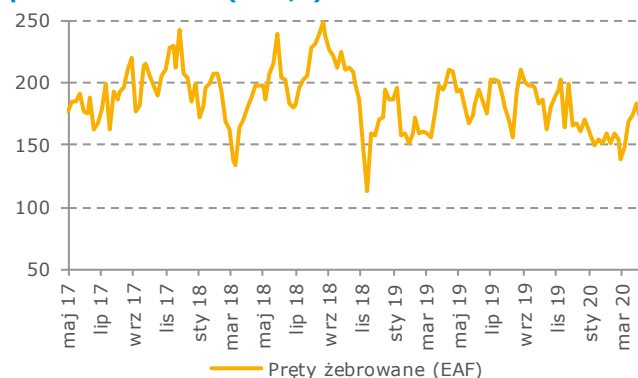
**Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



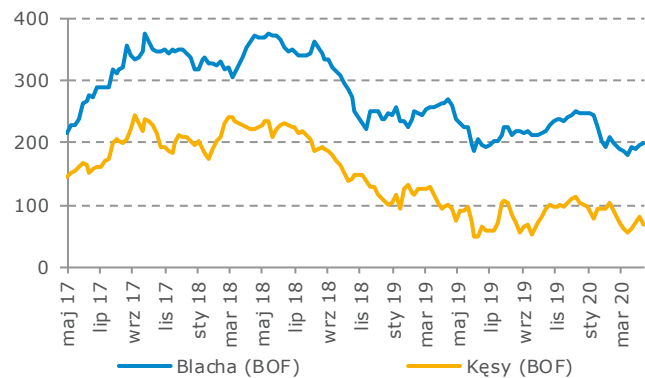
**Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)**



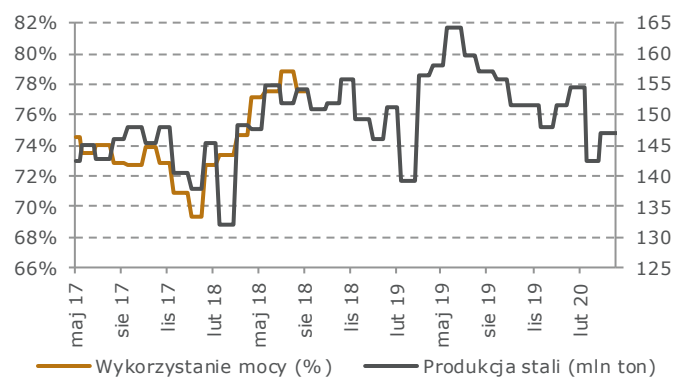
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



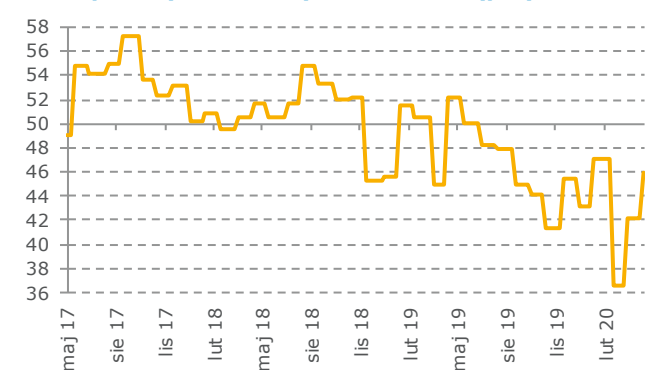
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



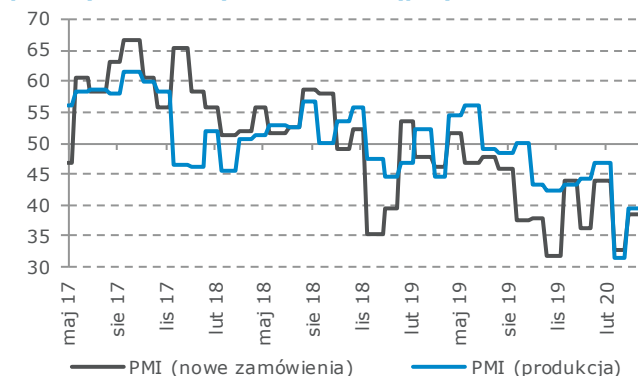
**Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)**



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



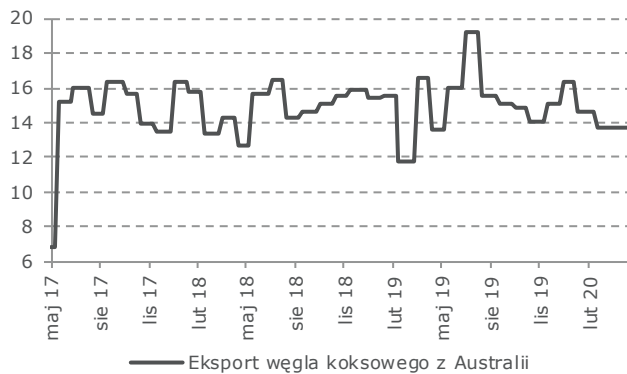
**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**



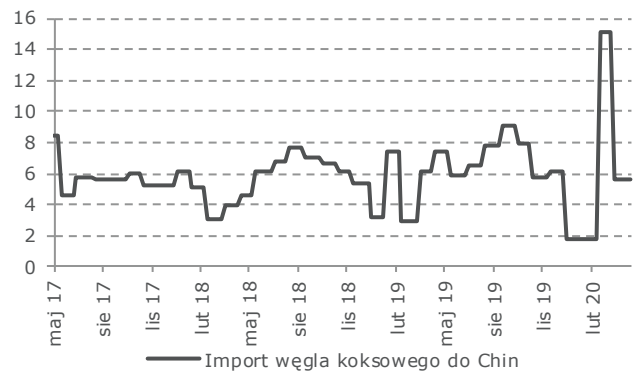
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (stal)

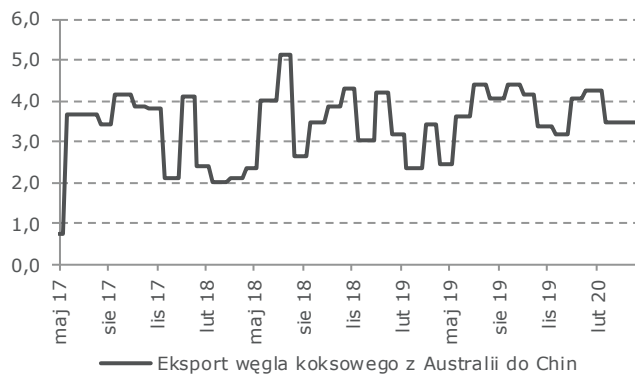
**Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)**



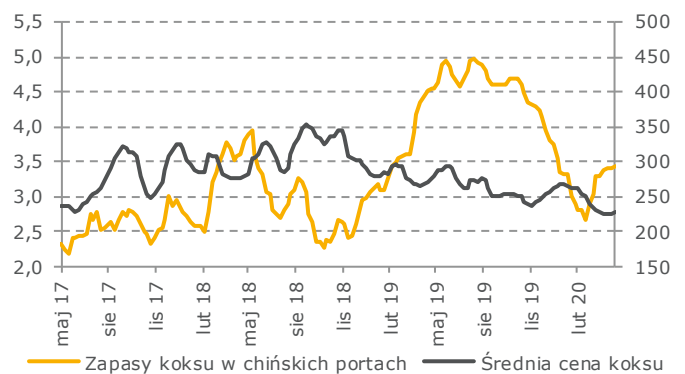
**Import węgla koksowego do Chin (mln ton)**



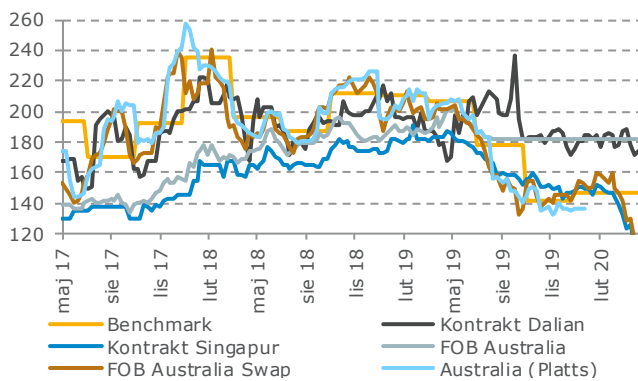
**Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)**



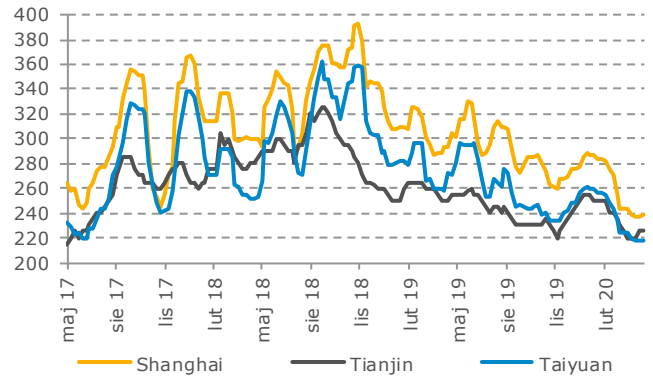
**Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)**



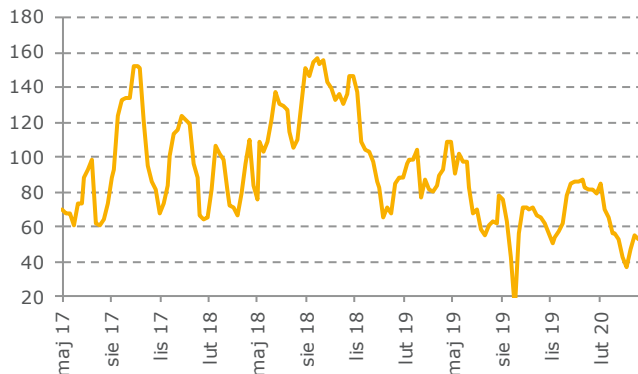
**Ceny węgla koksowego (USD/t)**



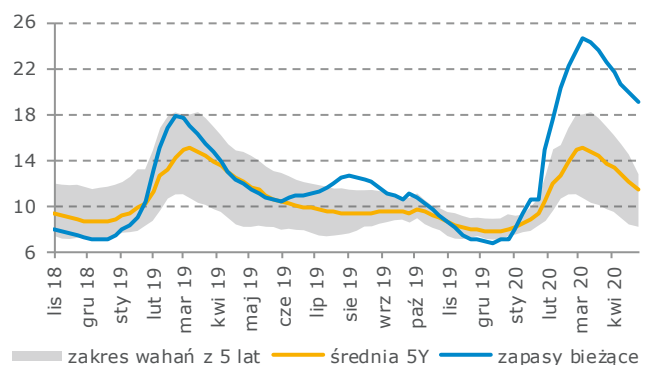
**Ceny koksu w Chinach (USD/t)**



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



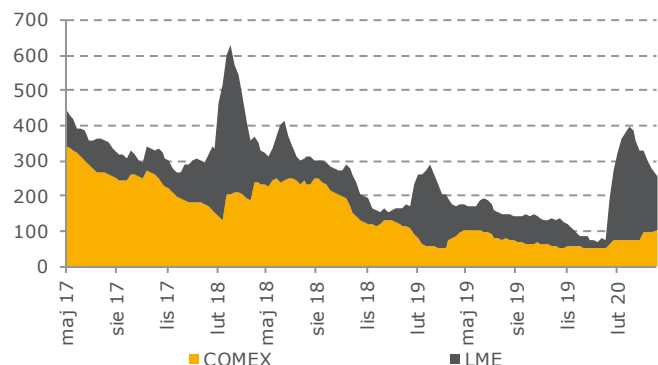
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



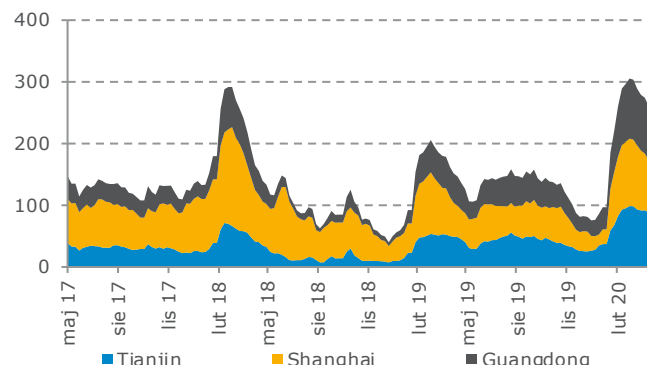
Źródło: Bloomberg, mBank

## Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

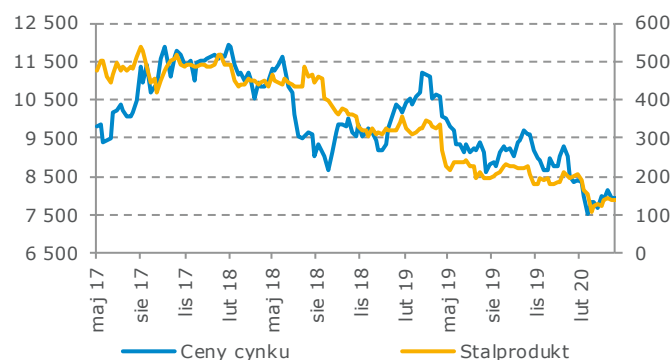
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



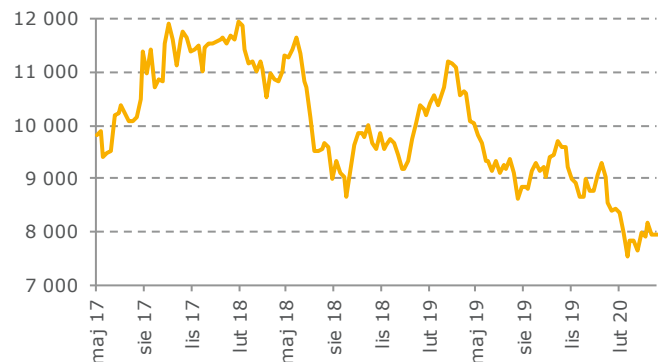
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



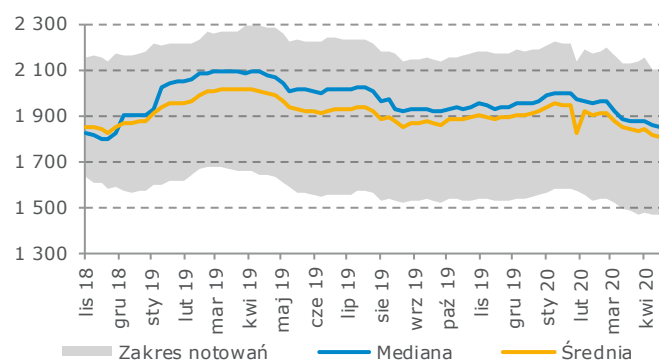
Ceny cynku (USD/t)



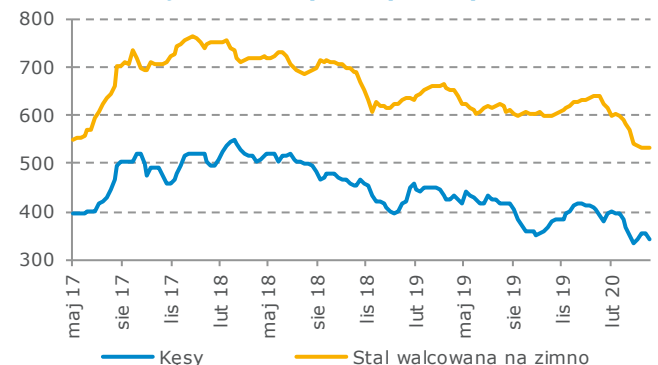
Ceny cynku (PLN/t)



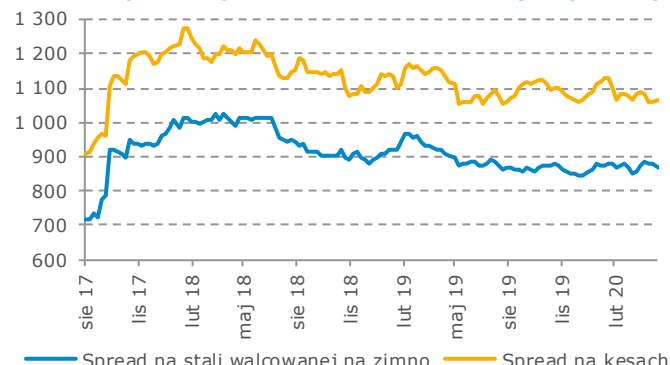
Notowania blachy elektrotechnicz. w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



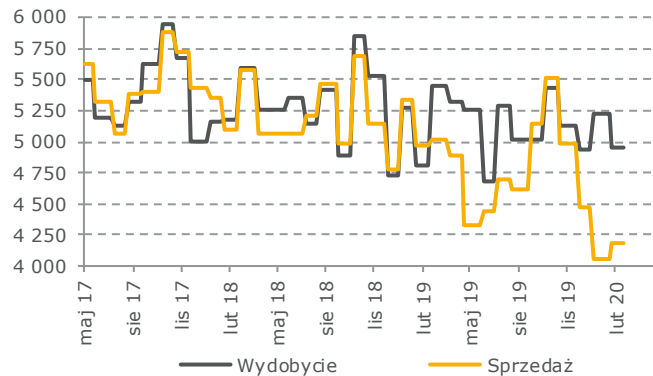
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



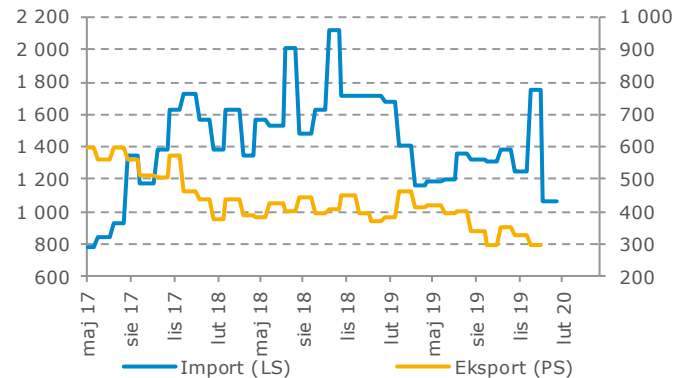
Źródło: Bloomberg, mBank

## Węgiel energetyczny

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



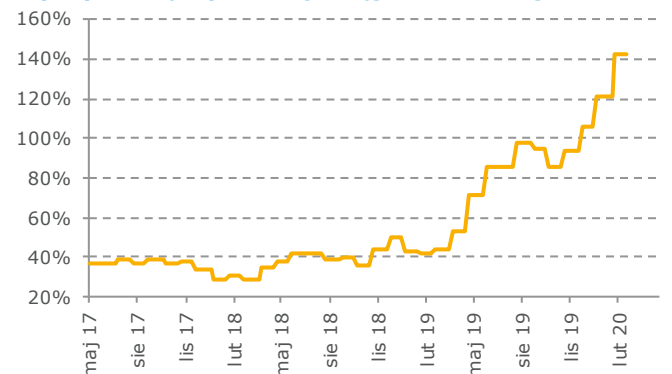
**Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)**



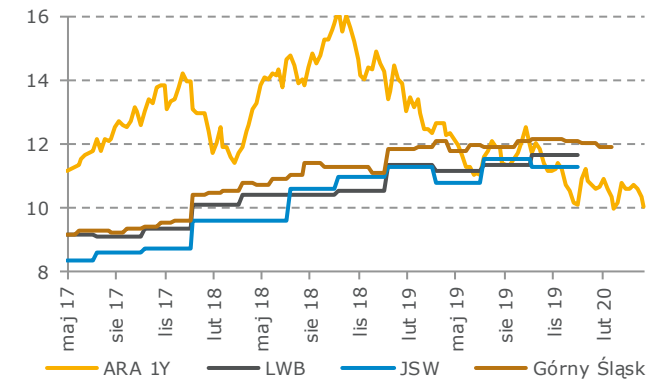
**Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)**



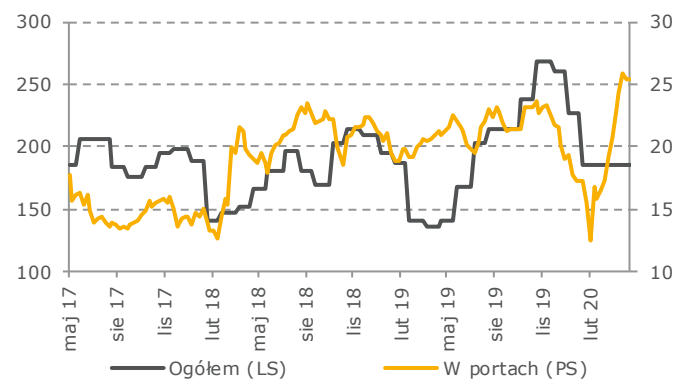
**Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce**



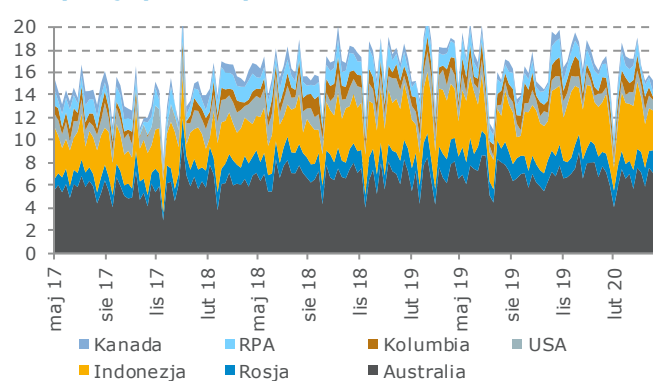
**Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)**



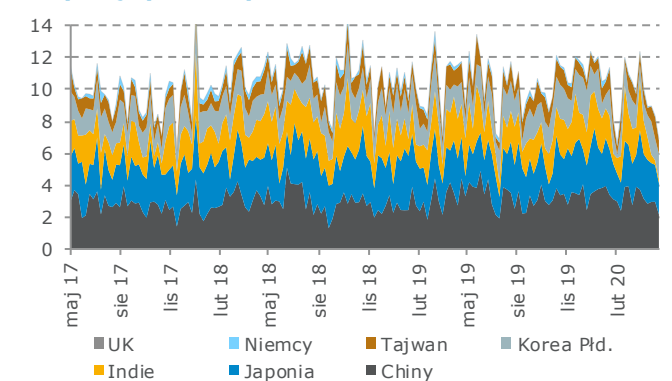
**Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)**



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



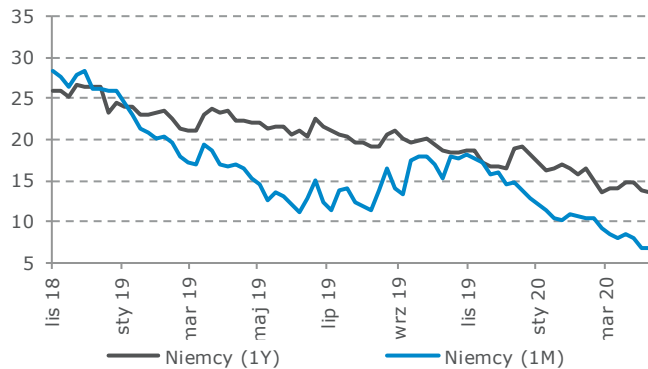
**Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)**



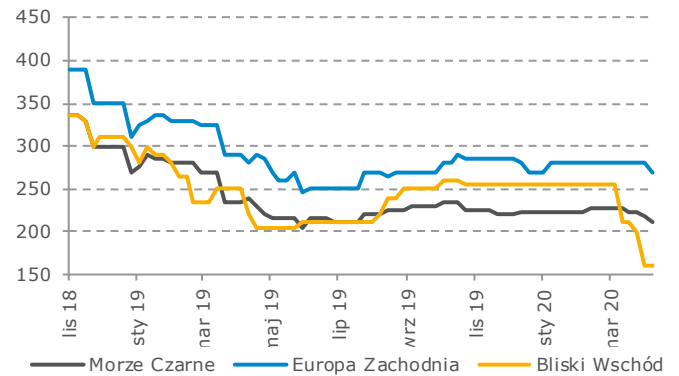
Źródło: Bloomberg, mBank

## Nawozy

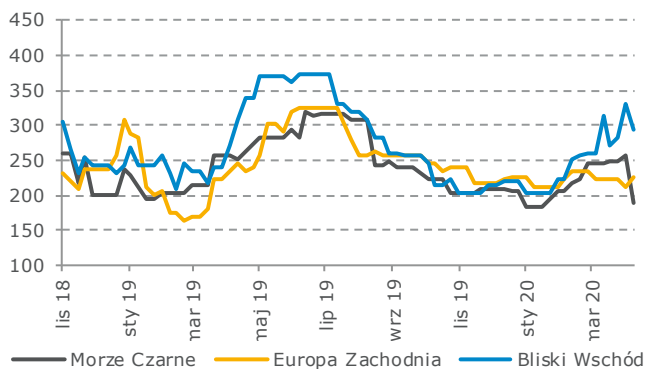
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



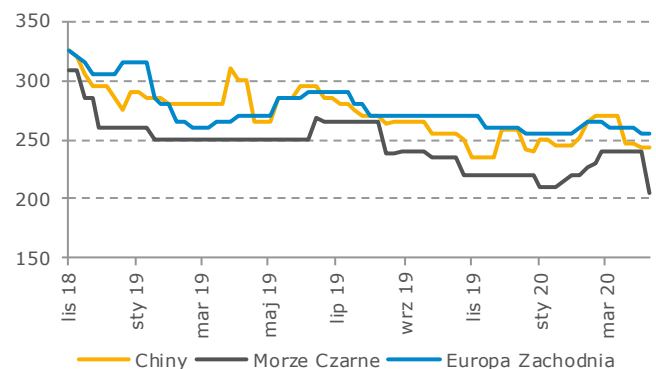
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



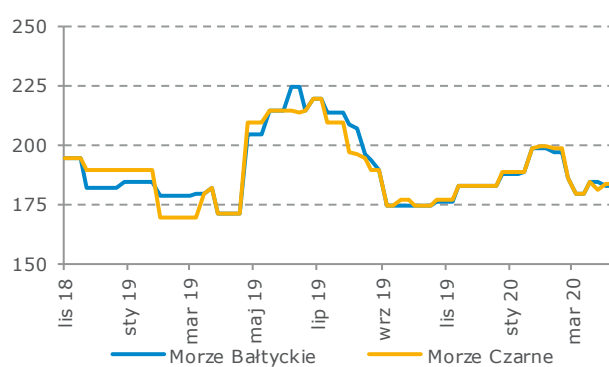
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



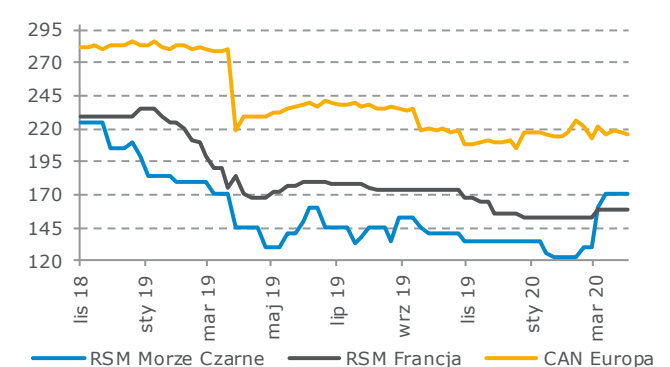
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



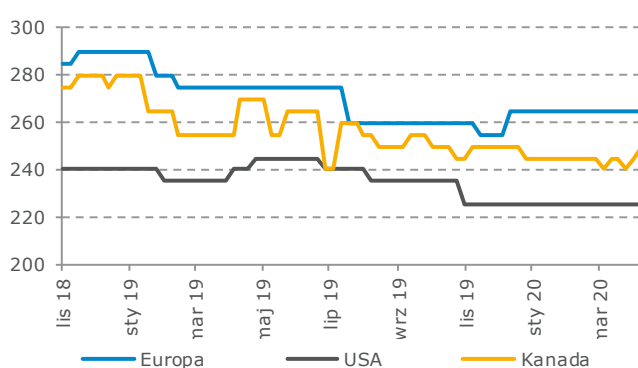
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



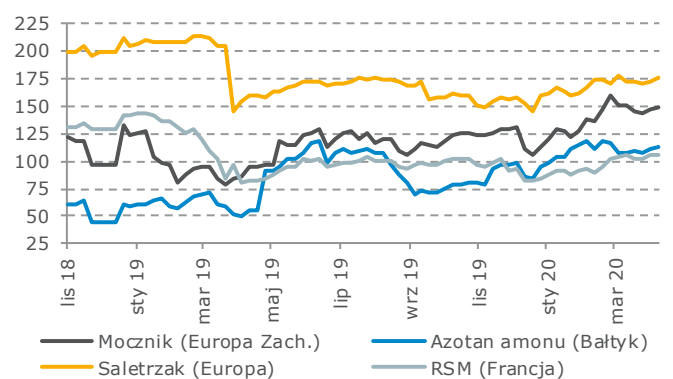
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



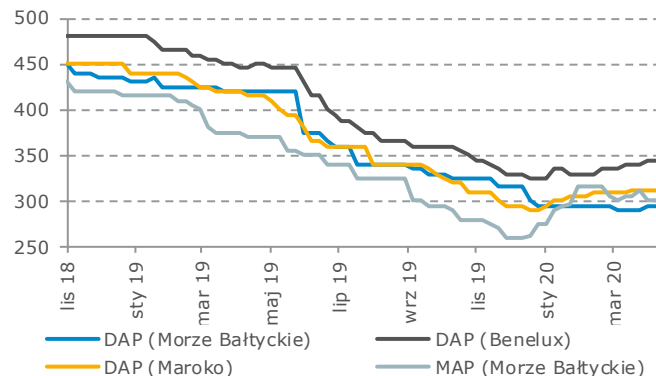
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



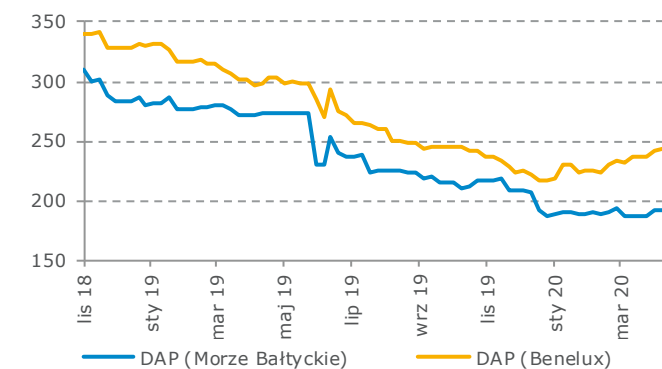
Źródło: Bloomberg, mBank

## Nawozy

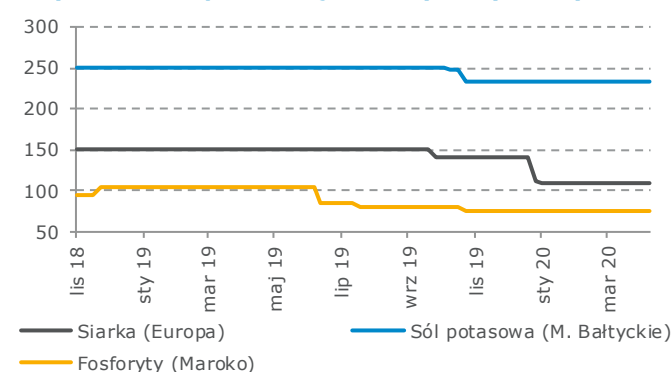
**Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



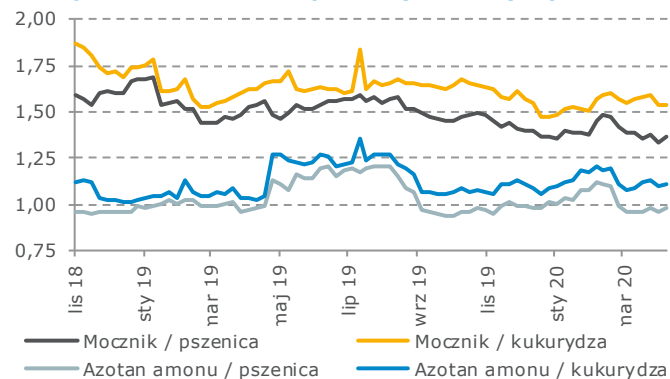
**Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)**



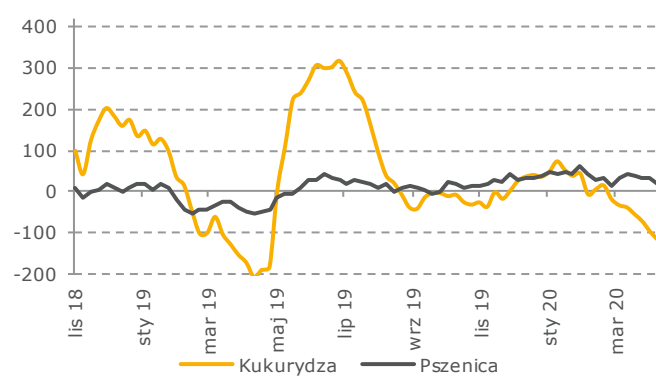
**Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)**



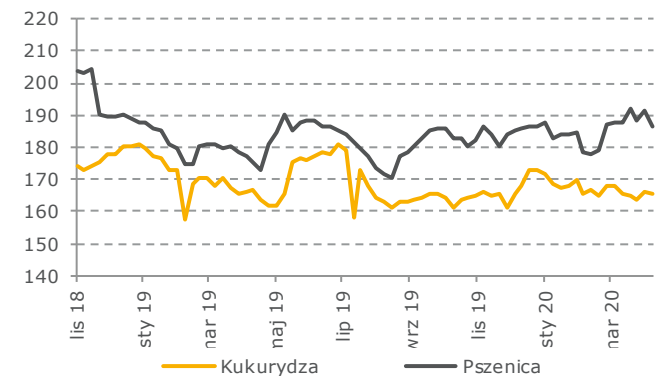
**Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy**



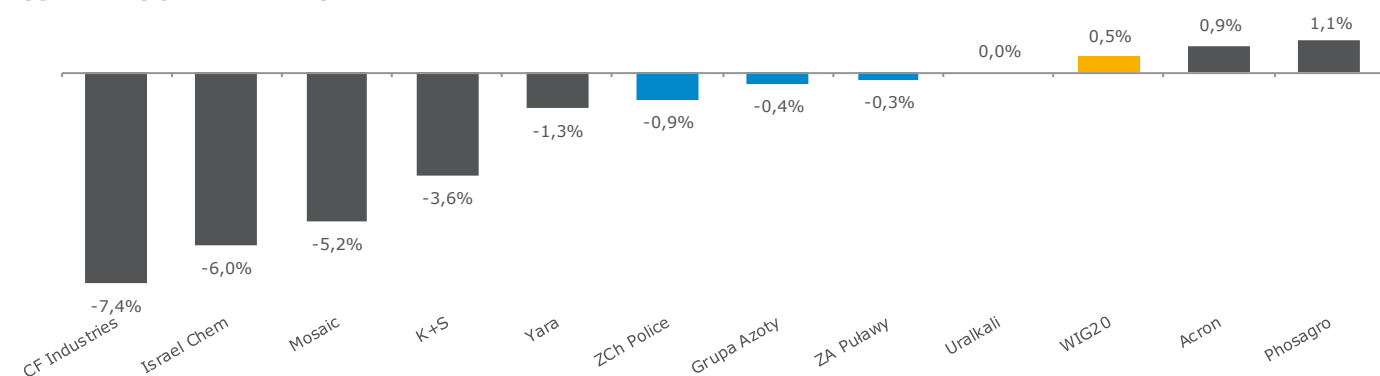
**Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT**



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



**Tygodniowy performance producentów nawozów**

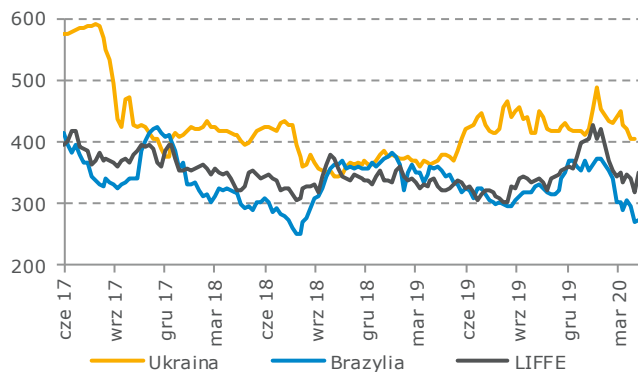


Źródło: Bloomberg, mBank

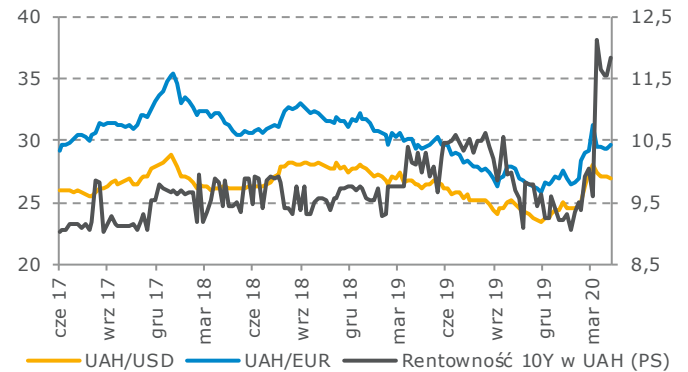


## Rynek spożywczy

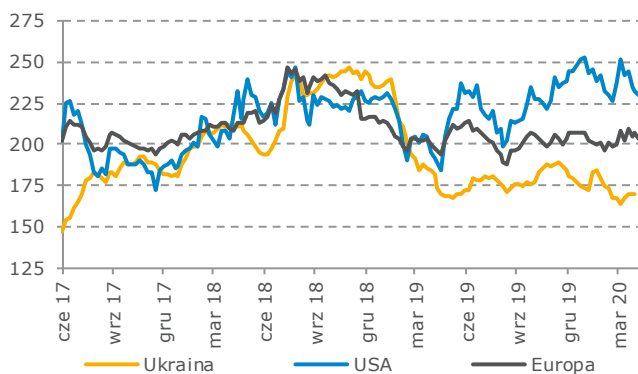
Cena cukru (USD/Mt)



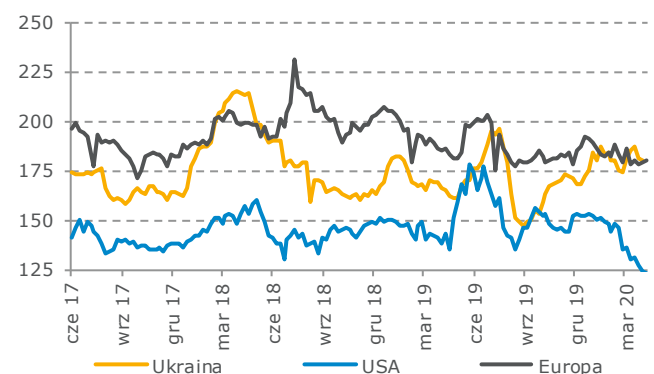
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



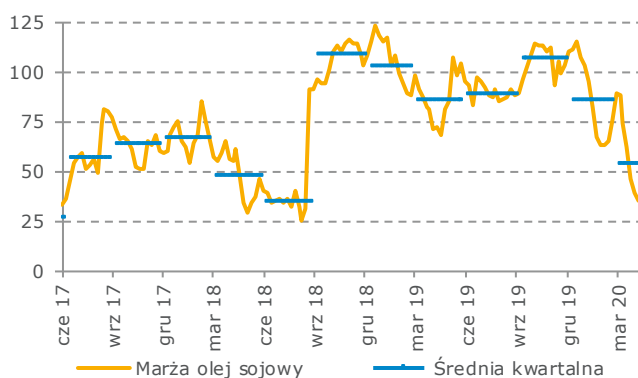
Cena pszenicy (USD/Mt)



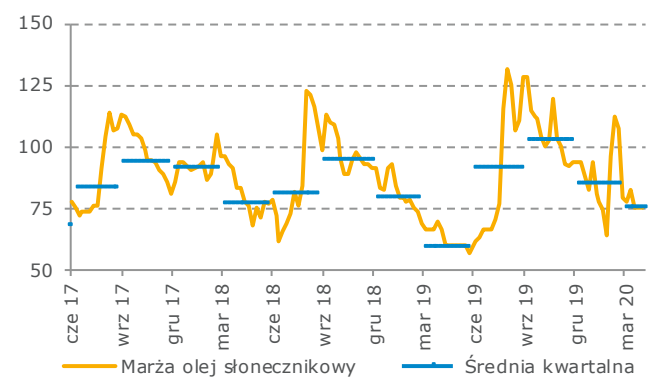
Cena kukurydzy (USD/Mt)



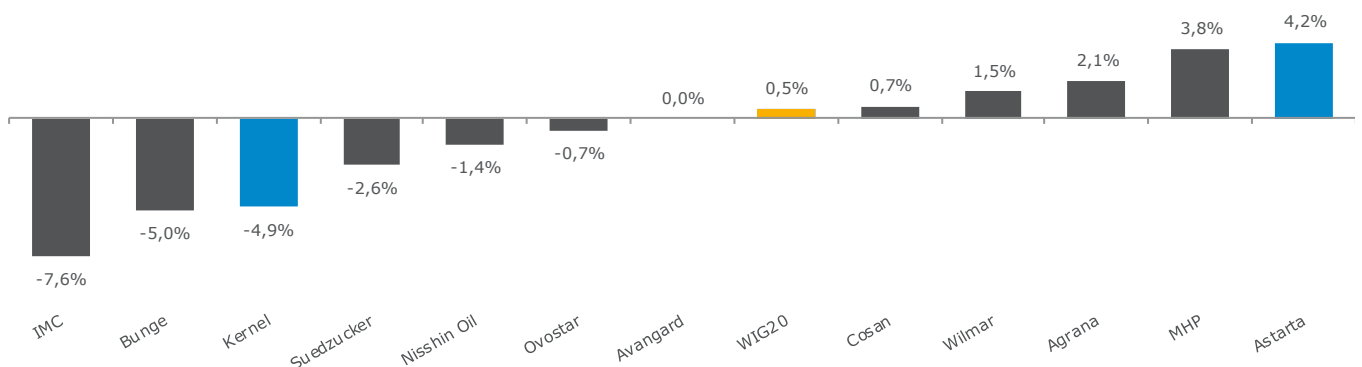
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	451,0	6,8	6,4	7,1	2,0	1,8	1,9	16,9	11,1	15,6	29%	29%	27%	5,3%	7,5%	8,1%
Enea	5,5	2,8	2,8	2,5	0,6	0,5	0,5	2,3	2,3	1,8	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	4,4%
Energia	7,7	3,8	4,3	4,6	0,7	0,7	0,8	6,0	5,8	5,3	19%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	4,0	2,7	3,1	2,3	0,5	0,5	0,5	-	5,4	2,6	19%	15%	21%	0,0%	0,0%	4,6%
Tauron	1,1	4,4	4,8	4,2	0,8	0,8	0,8	-	3,0	1,7	18%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,5	-	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	-	12,6	2,8	-	8%	11%	-	-	2,7%
EDF	6,9	4,7	4,4	4,2	1,0	1,0	1,0	4,6	12,6	11,4	21%	23%	24%	4,8%	4,0%	4,4%
EDP	3,8	9,3	9,4	9,1	2,3	2,5	2,4	27,1	16,8	15,8	25%	26%	26%	5,0%	5,0%	5,2%
Endesa	19,6	6,7	6,7	6,5	1,3	1,3	1,3	100+	12,5	12,3	20%	20%	20%	7,3%	7,8%	6,5%
Enel	6,0	7,9	7,2	6,9	1,6	1,6	1,6	28,6	12,0	11,1	21%	22%	23%	5,5%	6,0%	6,4%
EON	9,1	16,1	7,7	7,4	1,3	0,9	0,9	13,3	14,3	12,7	8%	12%	12%	5,1%	5,3%	5,5%
Fortum	14,6	10,9	8,6	7,8	3,3	1,7	3,4	8,5	10,5	10,8	30%	20%	44%	7,5%	7,5%	7,3%
Iberdola	8,9	10,2	10,0	9,4	2,9	2,8	2,7	16,6	16,1	15,2	29%	28%	29%	4,1%	4,6%	4,9%
National Grid	9,4	13,6	11,5	11,1	4,1	3,9	3,8	21,1	15,8	15,5	30%	34%	34%	5,0%	5,2%	5,3%
Red Electrica	15,6	10,0	10,2	10,1	8,0	7,9	7,9	11,7	12,9	12,9	80%	77%	78%	6,3%	6,6%	6,5%
RWE	25,8	9,1	5,5	4,8	1,2	1,0	1,0	1,9	16,0	13,1	13%	19%	21%	3,1%	3,4%	3,7%
SSE	12,2	10,3	12,0	11,4	0,9	2,9	3,0	8,9	14,8	13,5	9%	25%	27%	8,0%	6,4%	6,5%
Verbund	40,5	13,3	13,4	13,4	4,2	4,4	4,4	25,3	25,5	26,5	32%	33%	33%	1,7%	1,9%	1,9%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>12,5</b>	<b>12,6</b>	<b>12,5</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>

### Wycena spółek rafineryjnych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	59,96	4,9	26,3	4,8	0,5	0,8	0,7	9,6	-	8,5	10%	3%	15%	5,0%	3,3%	5,0%
MOL	2032,00	3,5	8,6	5,5	0,5	1,1	0,9	6,9	-	12,7	13%	12%	17%	7,0%	0,0%	3,4%
PKN Orlen	59,52	3,6	7,9	4,3	0,3	0,6	0,5	5,9	-	8,7	8%	7%	12%	5,9%	5,0%	5,0%
Hellenic Petroleum	5,87	6,2	6,9	5,5	0,4	0,5	0,5	11,1	8,6	5,0	7%	8%	9%	8,5%	8,0%	8,0%
HollyFrontier	32,53	4,1	10,5	6,7	0,4	0,7	0,6	7,0	100+	14,0	11%	7%	8%	4,1%	4,3%	4,4%
Marathon Petroleum	31,53	6,0	11,3	6,7	0,5	0,6	0,5	7,9	-	11,8	8%	5%	8%	6,7%	7,4%	7,9%
Motor Oil	13,07	3,8	4,9	3,8	0,2	0,3	0,2	6,4	9,8	6,3	5%	5%	6%	8,8%	8,5%	9,3%
Neste Oil	30,32	8,4	12,5	10,7	1,5	2,1	1,8	13,0	19,1	17,0	18%	17%	17%	3,0%	3,1%	3,4%
OMV	28,24	3,7	5,3	3,9	0,8	1,2	0,9	5,5	15,8	7,6	22%	22%	24%	7,1%	6,9%	7,3%
Phillips 66	73,48	10,8	12,9	7,3	0,4	0,6	0,5	10,8	30,1	11,1	4%	5%	7%	4,8%	5,0%	5,2%
Saras	0,81	2,9	2,3	2,4	0,1	0,1	0,1	29,1	15,5	10,0	3%	4%	4%	9,9%	5,8%	5,6%
Tupras	86,40	7,9	7,9	4,7	0,3	0,5	0,3	41,1	41,3	7,3	4%	6%	7%	-	11,6%	12,6%
Valero Energy	63,66	5,8	18,5	7,3	0,4	0,6	0,4	10,9	-	15,0	6%	3%	6%	5,7%	6,2%	6,3%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>8,6</b>	<b>5,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>9,6</b>	<b>15,8</b>	<b>10,0</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,6%</b>

### Wycena spółek petrochemicznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI PETROCHEMICZNE</b>																
PKN Orlen	59,52	3,6	7,9	4,3	0,3	0,6	0,5	5,9	-	8,7	8%	7%	12%	5,9%	5,0%	5,0%
Axiall	41,53	5,9	7,4	6,7	1,1	1,2	1,1	12,7	26,9	17,5	18%	16%	17%	2,5%	2,5%	2,6%
Braskem	21,10	13,8	7,1	5,9	0,9	0,9	0,9	-	-	100+	7%	13%	15%	11,9%	0,1%	0,6%
Eastman Chemical	60,65	7,7	8,0	7,4	1,5	1,7	1,6	11,0	10,3	8,8	19%	21%	22%	4,2%	4,3%	4,7%
Huntsman Corp	15,17	5,7	8,5	6,0	0,7	0,8	0,7	6,2	30,0	10,5	12%	9%	12%	4,3%	4,4%	4,5%
Lotte Chemicals	196 000	4,0	4,7	3,8	0,5	0,6	0,5	9,4	11,2	8,1	12%	12%	14%	3,4%	3,1%	3,8%
LyondellBasell	54,35	5,4	7,7	6,4	0,9	1,1	1,0	5,7	10,0	7,0	17%	15%	16%	7,6%	7,9%	8,1%
Mitsubishi Chemical	593,70	6,7	7,5	8,0	0,8	0,9	0,9	5,0	11,6	13,0	12%	12%	12%	6,7%	6,3%	6,0%
Mitsui Chemicals	2016,00	6,1	7,1	7,9	0,6	0,6	0,7	5,2	8,7	11,4	10%	9%	9%	5,0%	5,0%	4,4%
Westlake Chemical	41,53	5,9	7,4	6,7	1,1	1,2	1,1	12,7	26,9	17,5	18%	16%	17%	2,5%	2,5%	2,6%
<b>Mediana</b>		<b>5,9</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>6,2</b>	<b>11,4</b>	<b>10,5</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,5%</b>

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

## Wycena spółek gazowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,65	4,5	4,3	3,5	0,6	0,7	0,7	15,4	11,8	8,2	13%	16%	20%	3,0%	2,6%	3,4%
A2A	1,20	6,1	6,3	6,0	1,0	1,1	1,0	9,6	12,9	12,5	16%	17%	17%	6,5%	6,7%	6,9%
BG Group	12,65	3,9	5,8	4,6	0,6	0,8	0,7	8,2	29,0	11,6	15%	14%	15%	11,6%	5,5%	7,8%
BP	3,01	5,6	6,5	5,1	0,5	0,7	0,6	19,3	100+	10,8	9%	11%	12%	10,7%	10,6%	10,4%
Centrica	0,39	4,5	3,7	3,8	0,2	0,3	0,3	-	7,9	5,9	5%	7%	7%	12,9%	6,4%	8,2%
Enagas	20,01	11,0	9,1	9,4	7,5	7,7	8,4	11,3	12,0	11,8	69%	85%	89%	7,8%	8,4%	8,5%
Endesa	19,55	6,7	6,7	6,5	1,3	1,3	1,3	100+	12,5	12,3	20%	20%	20%	7,3%	7,8%	6,5%
Engie	9,44	7,0	5,6	5,2	0,9	0,9	0,9	27,8	10,9	8,8	13%	16%	17%	8,5%	7,2%	8,5%
Eni	8,21	3,3	4,8	3,6	0,7	0,9	0,8	100+	-	15,5	21%	19%	22%	10,5%	9,6%	9,7%
Equinor	133,70	3,4	4,2	2,9	1,0	1,3	1,1	27,6	100+	15,4	29%	32%	38%	1,8%	6,9%	7,6%
Gas Natural SDG	15,51	7,3	7,6	7,3	1,4	1,5	1,4	10,8	11,9	10,8	20%	19%	19%	8,6%	9,3%	9,7%
Gazprom	185,70	4,1	5,3	4,4	0,9	1,1	1,0	3,5	8,3	4,8	23%	21%	23%	8,2%	5,8%	9,6%
Hera	3,24	8,6	7,5	7,3	1,1	1,1	1,1	12,4	15,9	15,3	13%	15%	15%	3,1%	3,4%	3,4%
NovaTek	136,70	3,0	13,3	10,4	3,1	4,1	3,5	2,9	23,5	11,8	105%	31%	34%	3,5%	2,3%	3,4%
ROMGAZ	28,00	5,3	3,8	3,9	1,8	1,9	1,9	9,9	7,3	8,0	35%	51%	48%	5,8%	12,5%	11,5%
Shell	14,64	3,9	5,7	4,6	0,6	0,8	0,7	8,3	29,4	11,8	15%	14%	15%	11,5%	5,4%	7,7%
Snam	3,98	11,5	11,7	11,3	9,5	9,5	9,2	12,1	12,2	11,7	83%	81%	82%	6,0%	6,4%	6,6%
Total	30,49	4,0	6,1	4,6	0,7	1,0	0,8	7,9	24,0	11,5	19%	16%	18%	8,8%	9,1%	9,3%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>5,9</b>	<b>4,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>10,8</b>	<b>12,2</b>	<b>11,7</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>8,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>8,0%</b>

## Wycena spółek wydobywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI WYDOBYWCZE</b>																
MOL	2032,00	3,8	4,4	3,5	0,5	0,6	0,5	6,4	20,3	7,6	12%	14%	15%	-	5,2%	5,8%
Bashneft	1732,50	2,3	1,7	1,4	0,4	0,4	0,3	3,5	2,4	1,9	20%	24%	25%	12,4%	14,9%	16,1%
BP	3,01	5,6	6,5	5,1	0,5	0,7	0,6	19,3	100+	10,8	9%	11%	12%	10,7%	10,6%	10,4%
Dana Gas	0,67	3,5	4,6	5,3	2,6	2,4	2,6	8,2	10,7	13,1	73%	52%	49%	30,3%	8,6%	8,3%
Eni	8,21	3,3	4,8	3,6	0,7	0,9	0,8	100+	-	15,5	21%	19%	22%	10,5%	9,6%	9,7%
Equinor	133,70	3,4	4,2	2,9	1,0	1,3	1,1	27,6	100+	15,4	29%	32%	38%	1,8%	6,9%	7,6%
Gazprom Neft	329,55	3,7	5,4	4,3	0,9	1,2	1,0	3,9	5,9	5,4	25%	22%	23%	5,5%	8,8%	10,0%
Gulf Keystone	0,75	0,9	2,0	0,8	0,6	0,8	0,5	5,0	-	5,7	59%	40%	59%	-	-	-
Lukoil	4848,50	2,7	4,0	3,3	0,4	0,6	0,5	5,0	10,5	7,8	16%	15%	15%	7,2%	8,2%	9,9%
Occidental Petroleum	15,52	9,1	12,5	9,6	3,0	3,6	3,5	-	-	-	33%	29%	37%	20,2%	9,6%	5,6%
Repsol	7,67	-	5,6	4,1	0,5	0,8	0,6	-	19,3	7,2	-	14%	16%	12,1%	12,4%	12,6%
Rosneft Oil	331,00	3,8	5,3	4,2	0,8	1,2	1,0	5,0	11,2	6,0	22%	23%	23%	8,6%	6,1%	9,0%
Shell	14,64	3,9	5,7	4,6	0,6	0,8	0,7	8,3	29,4	11,8	15%	14%	15%	11,5%	5,4%	7,7%
Surgutneftegas	36,27	-	-	-	-	-	-	12,2	3,2	6,5	-	-	-	1,9%	12,0%	3,6%
Total	30,49	4,0	6,1	4,6	0,7	1,0	0,8	7,9	24,0	11,5	19%	16%	18%	8,8%	9,1%	9,3%
Tullow Oil	0,25	-	5,0	5,5	2,6	3,4	3,6	-	-	-	-	69%	66%	7,4%	-	-
<b>Mediana</b>		<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>7,1</b>	<b>11,0</b>	<b>7,7</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,1%</b>

## Wycena spółek surowcowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>GÓRNICtwo I METALE</b>																
JSW	13,31	0,4	3,9	2,4	0,1	0,3	0,3	2,5	-	-	22%	8%	11%	12,8%	0,0%	0,0%
KGHM	74,00	4,8	6,8	6,8	1,0	1,1	1,1	10,4	24,7	30,5	20%	16%	16%	0,0%	1,4%	1,0%
LW Bogdanka*	20,80	0,5	0,6	0,7	0,2	0,2	0,2	2,3	4,4	8,0	36%	30%	26%	3,6%	6,7%	4,3%
Anglo American	13,54	3,6	4,0	3,5	1,1	1,3	1,1	6,1	9,3	7,1	30%	31%	32%	6,3%	4,7%	6,0%
Antofagasta	7,68	5,3	7,4	5,1	2,4	3,0	2,5	19,2	59,5	20,8	46%	40%	49%	3,5%	1,3%	2,4%
BHP Group	12,85	4,9	4,8	5,4	2,5	2,5	2,6	10,4	8,8	10,7	50%	52%	49%	8,0%	7,1%	6,0%
Freeport-McMoRan	8,70	11,4	14,2	5,4	2,0	2,4	1,8	-	-	9,4	18%	17%	33%	2,3%	0,7%	1,7%
Glencore	1,38	5,4	6,1	5,1	0,3	0,3	0,3	-	39,3	13,0	5%	5%	5%	11,4%	5,5%	8,2%
Grupo Mexico	50,96	5,7	5,9	5,0	2,9	2,5	2,2	9,2	18,1	10,8	51%	42%	44%	6,2%	5,4%	9,4%
Kazakhmys	3,93	4,3	5,4	4,9	2,2	2,7	2,4	4,1	7,4	6,0	52%	49%	50%	2,4%	1,3%	1,3%
Rio Tinto	35,57	5,3	4,8	5,1	2,0	2,2	2,2	9,2	9,1	10,1	37%	46%	44%	8,4%	6,8%	6,4%
Southern CC	32,34	8,5	11,6	8,9	4,2	4,8	4,2	16,8	26,1	17,1	50%	41%	47%	4,9%	3,7%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>9,2</b>	<b>13,7</b>	<b>10,7</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>	<b>38%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,3%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
Grupa Kęty	361,00	8,0	8,8	8,5	1,3	1,4	1,3	11,7	13,3	12,7	16%	16%	15%	6,6%	4,3%	6,0%
Alcoa	7,80	6,5	4,7	3,4	0,4	0,5	0,4	-	-	-	6%	10%	13%	-	-	-
Constellium	7,19	5,8	6,9	5,8	0,5	0,6	0,6	14,9	-	10,4	9%	9%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	65,81	6,7	10,2	6,9	0,8	1,0	1,0	17,0	26,5	16,7	12%	10%	14%	3,6%	3,9%	4,4%
Norsk Hydro	24,54	7,1	5,5	4,5	0,5	0,5	0,4	-	27,3	13,3	7%	9%	10%	5,1%	4,9%	5,0%
Rusal	2,63	17,4	15,6	11,9	1,2	1,3	1,2	5,3	3,6	3,3	7%	9%	10%	-	2,6%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>7,9</b>	<b>6,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>13,3</b>	<b>19,9</b>	<b>12,7</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,5%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY			
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																	
Grupa Azoty	26,25	4,3	5,7	8,5	0,5	0,7	0,8	7,0	12,3	-	-	13%	13%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	10,50	10,4	17,8	9,9	0,7	0,8	0,8	15,9	-	-	-	7%	5%	8%	-	-	-
Acron	5854,00	9,5	9,1	7,7	2,9	2,8	2,5	9,4	15,4	10,6	31%	31%	32%	6,7%	6,4%	6,0%	
CF Industries	26,28	6,2	8,6	8,4	2,7	2,9	2,8	11,7	18,6	16,0	43%	34%	33%	4,6%	4,6%	4,6%	
Israel Chemicals	11,68	5,6	7,1	6,1	1,3	1,3	1,2	8,9	14,3	10,2	23%	19%	20%	5,8%	3,1%	4,7%	
K+S	5,79	6,8	8,9	6,7	1,1	1,2	1,1	12,6	-	14,2	16%	13%	16%	2,6%	2,3%	3,4%	
Phosagro	2765,00	6,5	6,6	5,8	2,0	2,1	1,9	7,3	12,0	7,8	30%	31%	33%	8,1%	6,1%	9,2%	
The Mosaic Company	10,98	-	6,8	5,5	1,0	1,0	1,0	-	50,4	12,1	-	15%	18%	1,8%	1,7%	1,8%	
Yara International	337,00	7,8	5,7	5,3	1,2	1,0	0,9	17,4	10,2	8,5	15%	17%	18%	3,3%	5,3%	6,5%	
<b>Mediana</b>		<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>10,6</b>	<b>14,3</b>	<b>10,6</b>	<b>20%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,7%</b>	

**Wycena spółek spożywczych**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>SPÓŁKI SPOŻYWCZE</b>																
Astarta*	12,35	4,5	3,5	3,5	0,8	0,8	0,7	41,1	-	2,1	17%	21%	21%	-	-	12,5%
Kemel	39,00	4,3	5,8	5,1	0,4	0,5	0,4	4,7	6,5	5,9	9%	8%	8%	2,3%	2,5%	2,4%
Agrana Beteiligungs	16,70	10,7	8,3	7,2	0,7	0,6	0,6	40,7	20,6	14,8	6%	8%	9%	6,0%	6,3%	6,6%
Bunge Limited	37,69	-	8,2	7,7	0,3	0,3	0,3	-	10,2	8,7	-	3%	4%	5,3%	5,6%	6,0%
Cosan	59,53	10,2	5,7	4,9	2,3	0,5	0,4	9,7	16,5	10,7	23%	8%	8%	1,7%	3,0%	3,4%
MHP	5,98	5,7	5,3	4,7	1,3	1,2	1,2	2,9	-	3,3	22%	24%	24%	12,5%	8,6%	12,5%
Nisshin Oillio	3520,00	8,6	8,5	8,0	0,5	0,5	0,5	13,3	13,5	12,8	6%	6%	6%	2,3%	2,3%	2,3%
Suedzucker	12,44	-	10,7	7,2	0,7	0,7	0,7	-	-	13,9	-	7%	10%	1,6%	1,7%	2,3%
Wilmar Int.	3,40	12,3	12,2	11,2	0,8	0,7	0,7	12,2	12,7	11,4	7%	6%	6%	3,6%	3,5%	3,8%
<b>Mediana</b>		<b>8,6</b>	<b>8,2</b>	<b>7,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>12,2</b>	<b>13,1</b>	<b>10,7</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,8%</b>

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

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

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

Źródło: mBank

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzieleny 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 Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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

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

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

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

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

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

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

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: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, 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: Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA I Dom Maklerski, Pfeiderer Group, 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](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 branżowych 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.kluszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kluszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

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

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

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

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

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)