

wtorek, 13 października 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 niemieckim rynku spadły w ostatnim tygodniu w okolice 40 EUR/MWh, co było głównie pochodną korekty notowań uprawnień poniżej 36 EUR/t. Nie pomagały również spadki cen węgla ARA. W Polsce kontrakt roczny na TGE spadł do 230 PLN/MWh i w efekcie mimo niższych kosztów CO₂ nie udało się odbudować marży CDS.

Indeksy utilities kontynuowały pozytywny trend z poprzedniego tygodnia i zwrot MTD w Europie sięga +6%, a w USA +8%. W przypadku polskiego sektora energetycznego nadal rynek obawia się o realizację zapowiadanej separacji węgla w kontekście ryzyka braku zgody KE na pomoc dla PGG.

Rynek paliwowy

Negatywne informacje dla ropy powoli zaczynają być dyskontowane, co powinno pomagać marżom rafineryjnym (obecnie >2 USD/bbl). Większa podaż ciężkich mieszanek ropy będzie też naszym zdaniem wspierać dyferencjał Ural/Brent, który obecnie wynosi 0,4 USD/Bbl.

W przypadku petrochemii obserwujemy natomiast kontynuację presji na marże na większości kategorii produktowych. Na rynku gazu po ostatnich wzrostach nastąpiła stabilizacja, a ceny w kontraktach miesięcznych utrzymały się blisko 14 EUR/MWh.

Rynek węgla koksowego

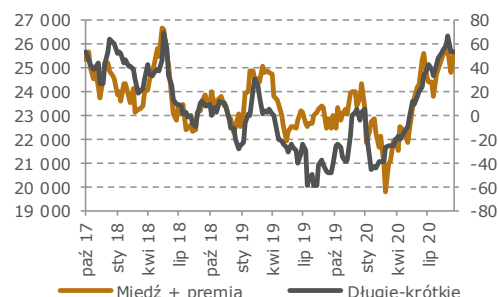
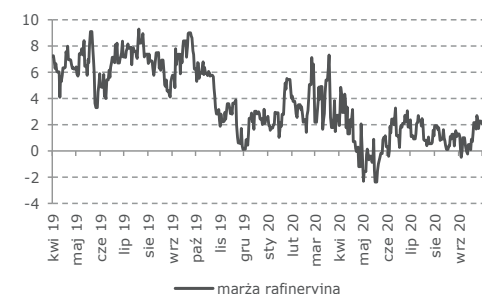
Rynek węgla na chwilę wstrzymał oddech na początku tygodnia po tym jak pojawiły się informacje, że chińskie organy celne nakazały wręcz natychmiastowe wstrzymanie importu węgla energetycznego i koksowego z regionu Australii. Jeśli informacja potwierdziłaby się, to może to naszym zdaniem mieć negatywny wpływ na notowania surowców i JSW. Z drugiej strony informacje z Chin łagodzą prognozy meteorologów o spodziewanej większej ilości cyklonów w sezonie 2020/21.

Rynek spożywczy

Ceny pszenicy i kukurydzy wzrosły w ostatnim tygodniu do około 220 USD/t—czyli najwyższe od 2012 roku. Piątkowy raport USDA pozytywnie przełożył się na sentyment do kukurydzy na światowych rynkach, a w przypadku pszenicy mimo rewizji produkcji w górę tylko na chwilę przeszkodził notowaniom w dalszych wzrostach. Wyższe ceny zbóż to pozytywna informacja dla Astarty i Kernela. Dalej rosną ceny cukru na świecie i na Ukrainie, co powinno dodatkowo sprzyjać Astarcie.

Kontynuacja wzrostów cen gazu nie sprzyja sentymentowi do Grupy Azoty i Yara.

Wykres tygodnia



Zródło: Bloomberg, mBank

Oddech w rentowności przerobu

Obniżone użycie mocy rafineryjnych wspierają normalizację zapasów paliw transportowych, co powinno odbudowywać marżę przerobową na benzynie i dieslu. Dodatkowym katalizatorem będzie naszym zdaniem kontynuacja korekty na ropie z uwagi na wzrost podaży surowca (OPEC+, Libia). W ostatnim tygodniu te tendencje były już zauważalne, a modelowa marża PKN przebiła 2 USD/Bbl.

Ceny miedzi (PLN/t) na tle pozycji spekulacyjnych (tys. sztuk)

Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na miedzi utrzymuje się na wysokim poziomie (54 tys. sztuk), co zwykle przy negatywnych informacjach przekładało się na korektę cen. Rynek z niepokojem patrzy na odbijające zapasy miedzi na giełdach oraz impas w sprawie programu stymulującego w USA. W ubiegłym tygodniu Lundin uniknęła również strajku w swoich kopalniach w Chile.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

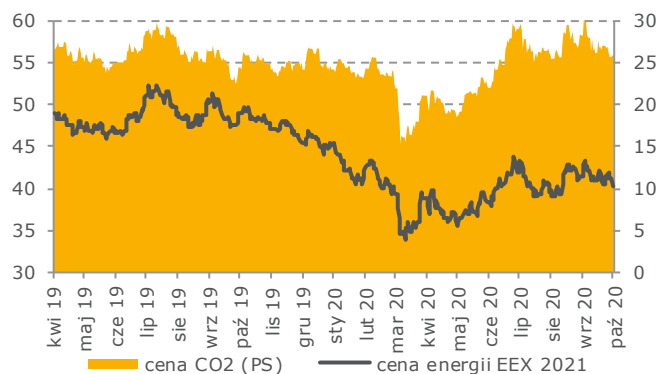
Spółka	1W	YTD
PGE	-15,0%	-27%
Tauron	-8,4%	26%
Enea	-6,9%	-31%
Grupa Azoty	-6,7%	-17%
JSW	-6,6%	16%
Lotos	-5,8%	-58%
Orzeł Biały	-4,9%	-3%
MOL	-4,2%	-45%
Ciech	-3,3%	-34%
PGNiG	-3,0%	16%
PKN Orlen	-2,8%	-47%
ZCh Police	-2,5%	13%
Kernel	-2,3%	-10%
Kęty	-2,0%	41%
Boryszew	-1,6%	-26%
Kruszwica	-1,1%	14%
Tarczyński	-0,6%	0%
CEZ	-0,3%	-9%
Alumetal	0,0%	-10%
Energa	0,1%	17%
LW Bogdanka	0,3%	-48%
ZE PAK	0,5%	39%
ZA Puławy	1,0%	-5%
Tupras	1,5%	-36%
Astarta	2,7%	19%
PCC Rokita	3,0%	-1%
KGHM	3,0%	28%
IMC	5,9%	1%
OMV	9,1%	-50%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-2,2%	-15%
Chemia	-4,6%	-20%
Energia	-9,9%	-11%
Paliwa	-3,3%	-38%
Spożywczy	-2,1%	-4%
Surowce	2,2%	25%
Ukraina	0,2%	-4%

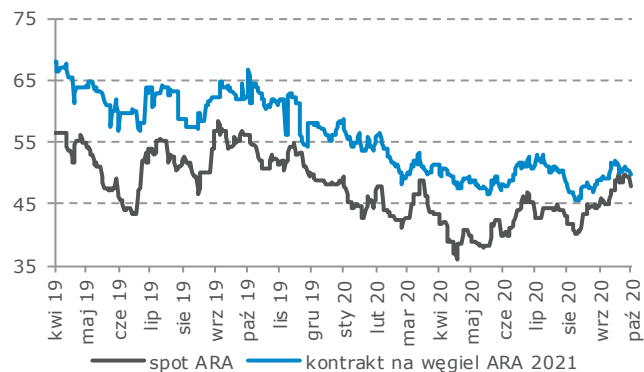
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	1,6%	5%
Oil & Gas E&P	4,1%	-48%
Refining EU	-1,9%	-39%
Refining US	2,1%	-50%
Agri & Food	0,1%	2%
Kauczuki	3,5%	-10%
Nawozy	-2,5%	-6%
Chemicals EU	1,8%	15%
Industrials EU	2,0%	-4%
Petchem World	3,2%	-8%
Utilities EU	3,6%	8%
Utilities US	+4,5%	+0%

Energetyka

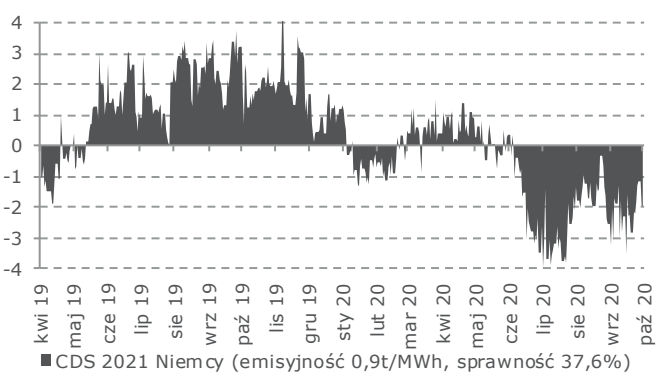
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



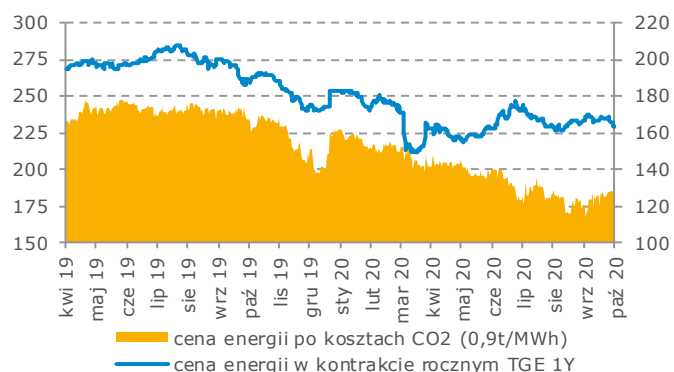
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



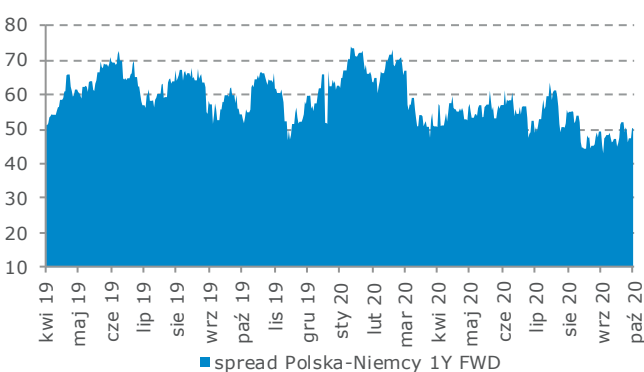
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



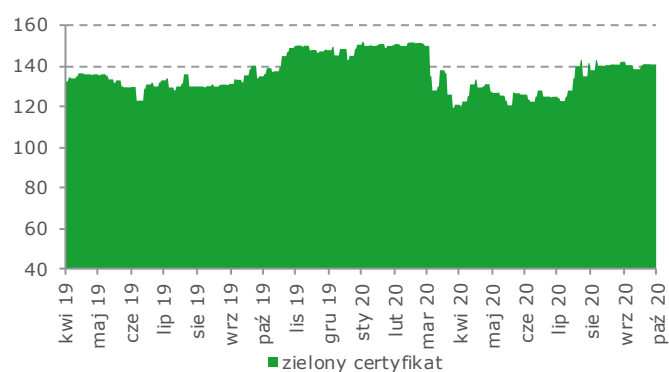
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



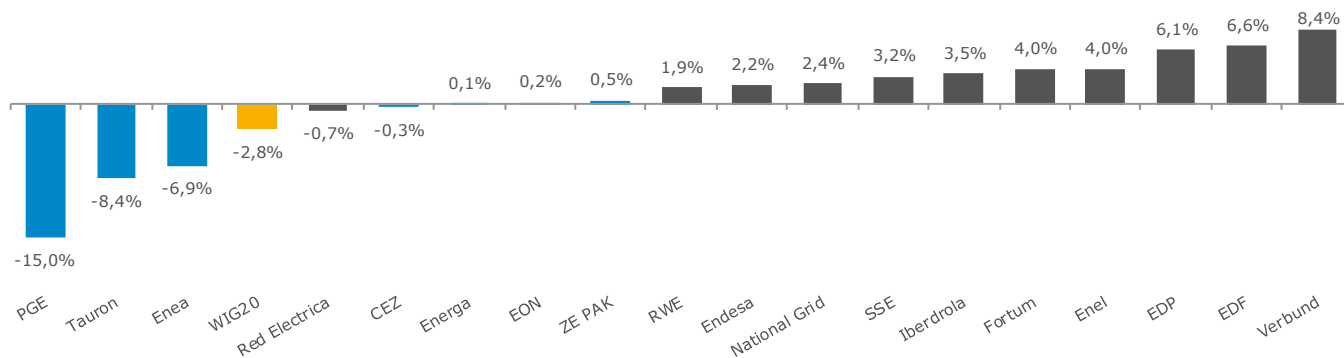
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



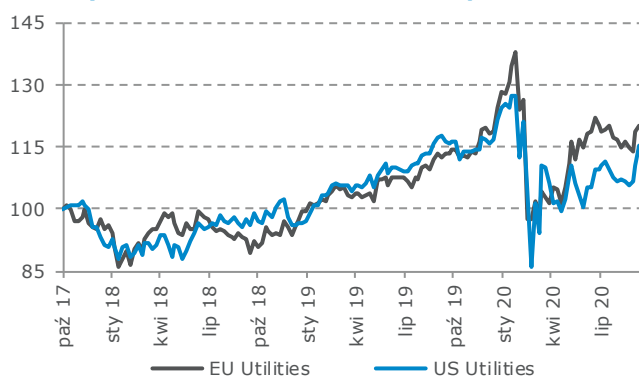
Tygodniowy performance spółek energetycznych



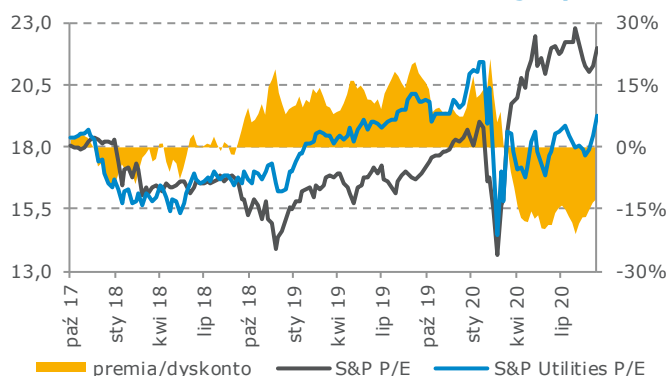
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

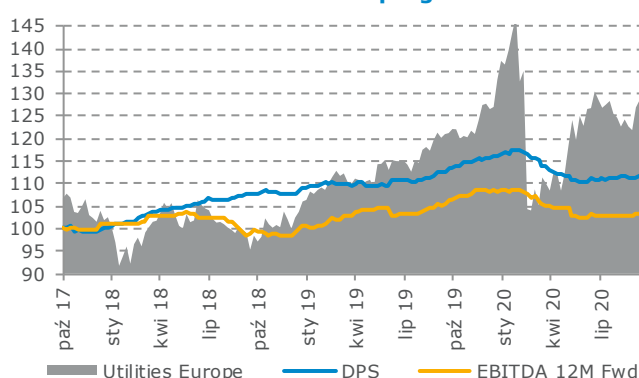
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



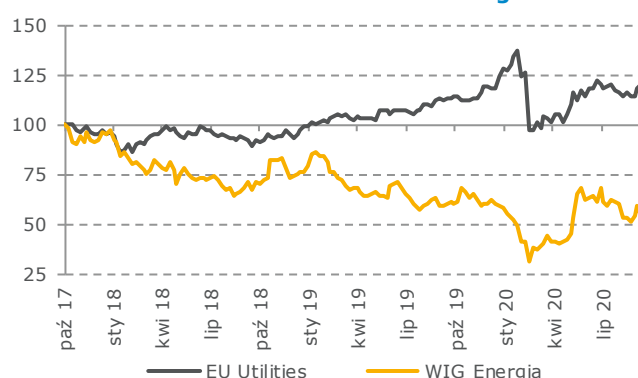
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



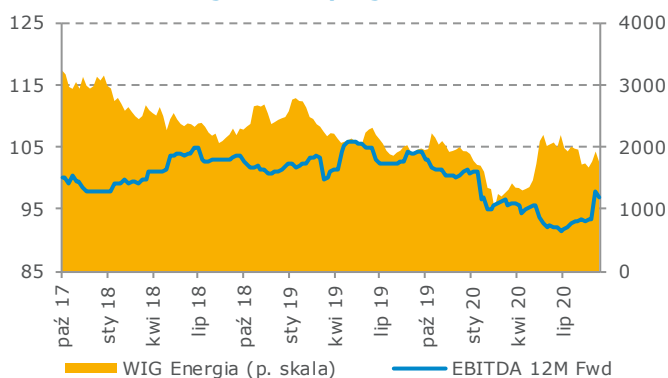
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



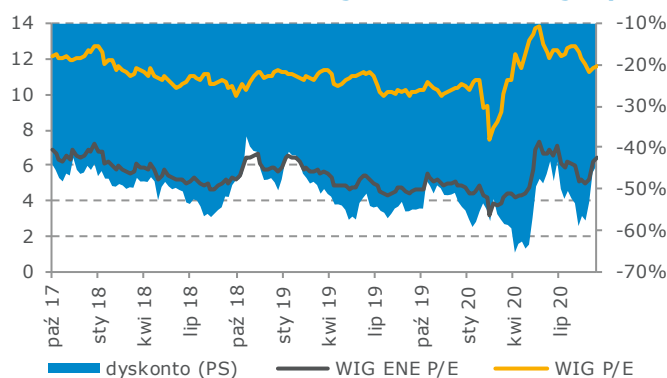
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



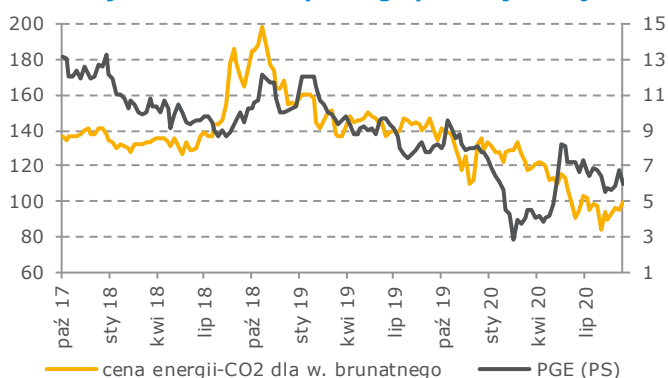
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



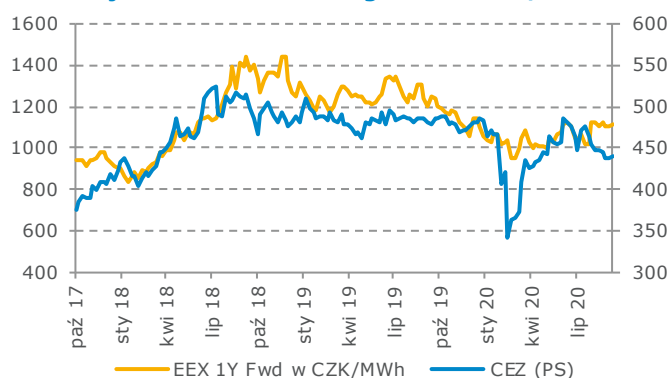
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



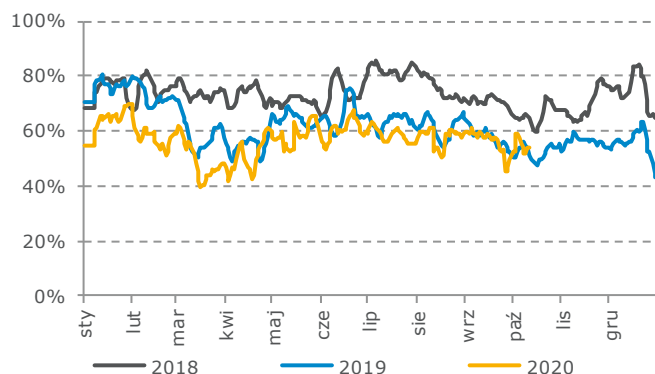
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



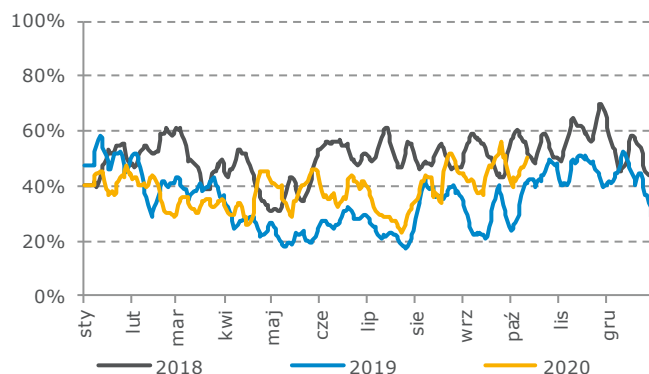
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

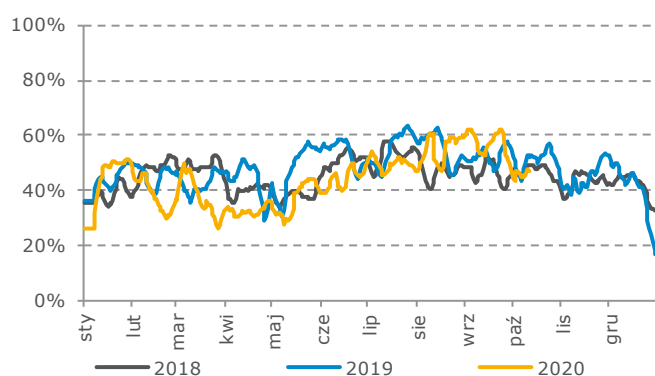
Load factor elektrowni Bełchatów



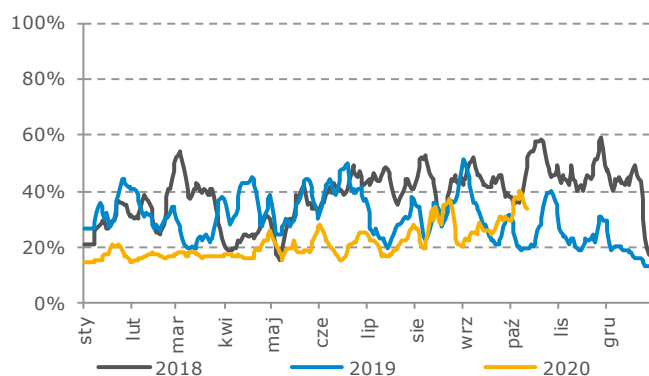
Load factor elektrowni Turów



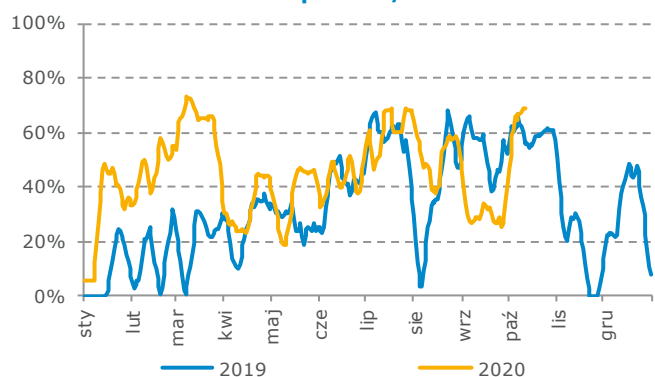
Load factor elektrowni Kozienice



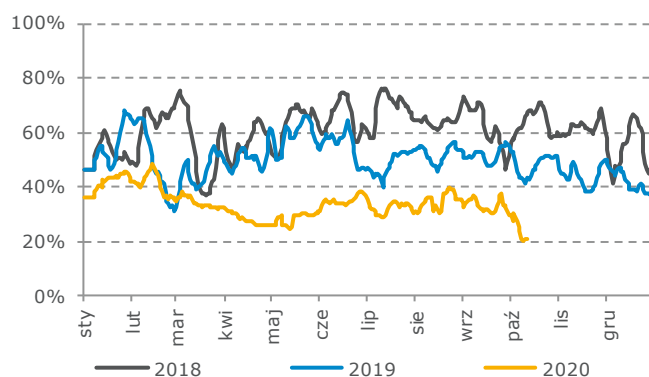
Load factor elektrowni Jaworzno



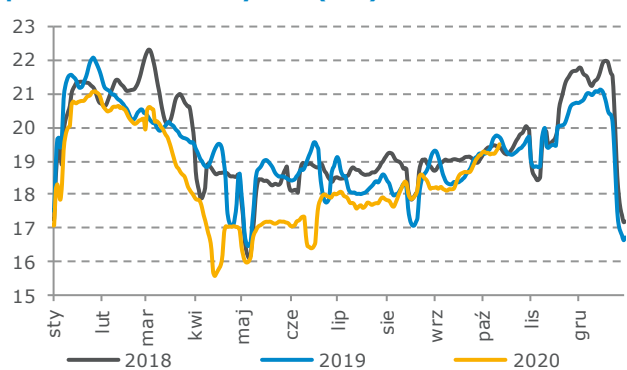
Load factor elektrowni Opole B5/B6



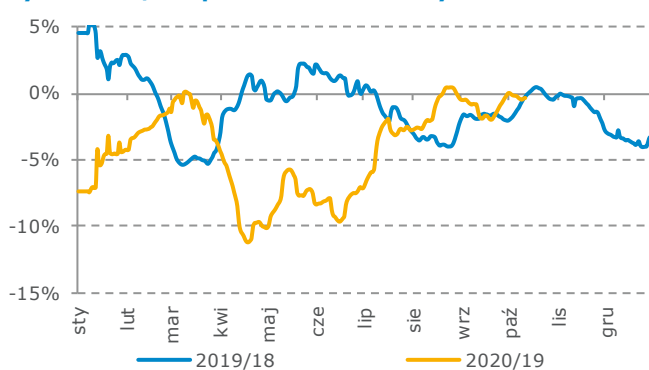
Load factor elektrowni Połaniec



Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)



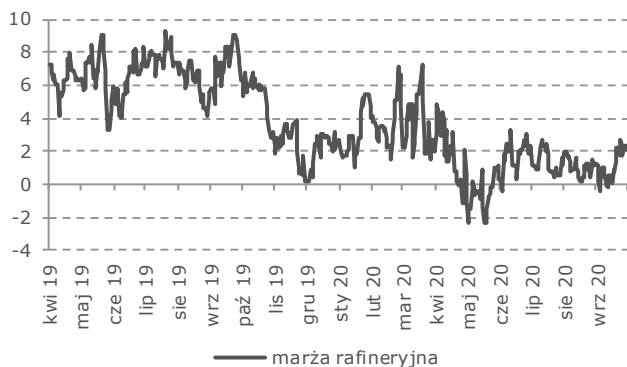
Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE



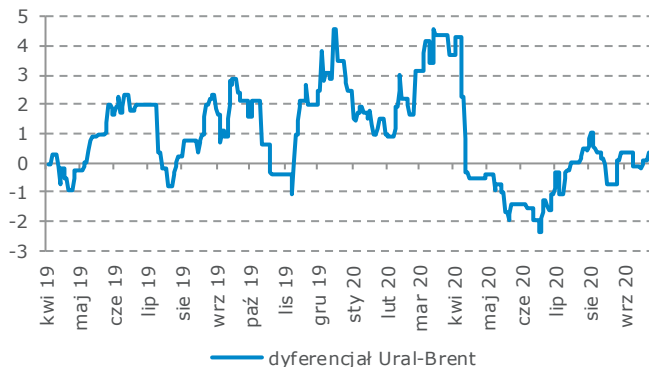
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

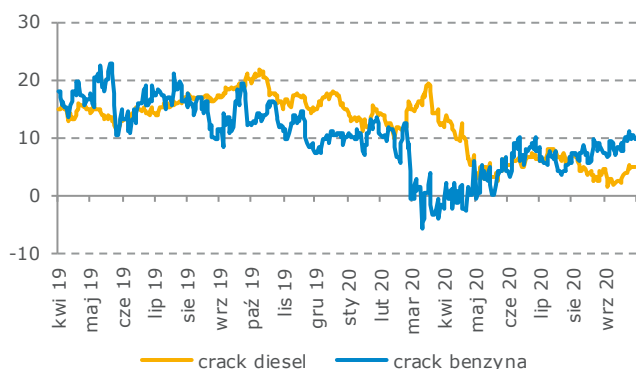
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



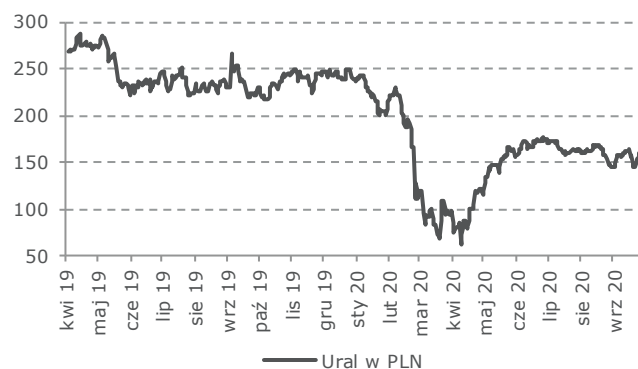
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



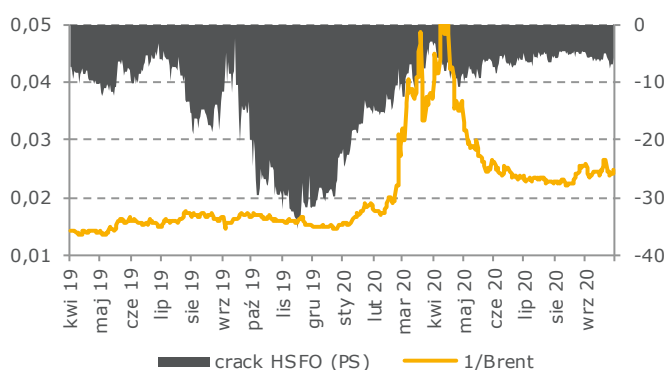
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



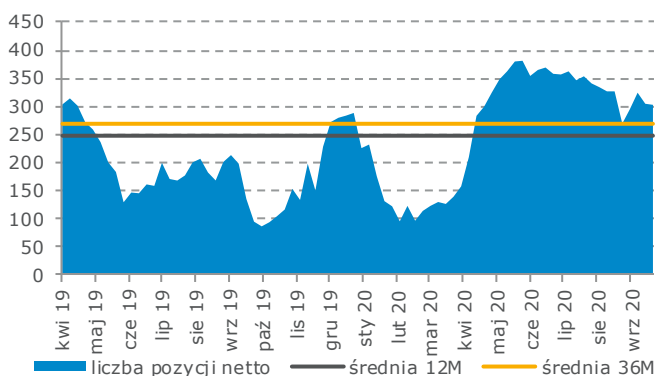
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



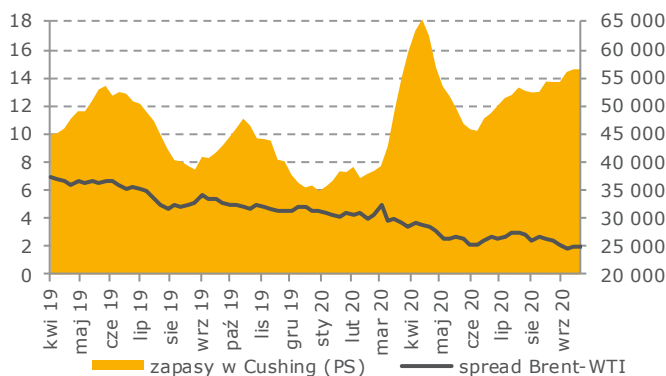
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



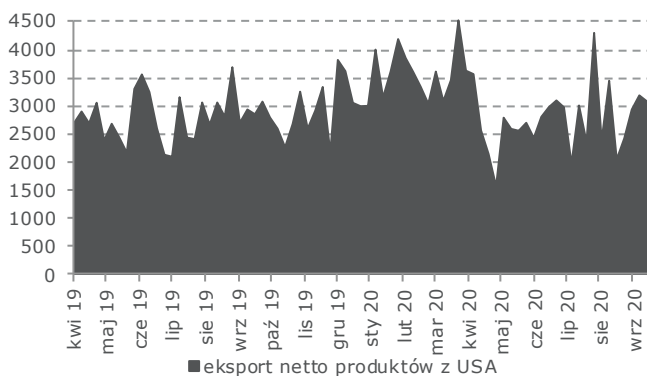
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



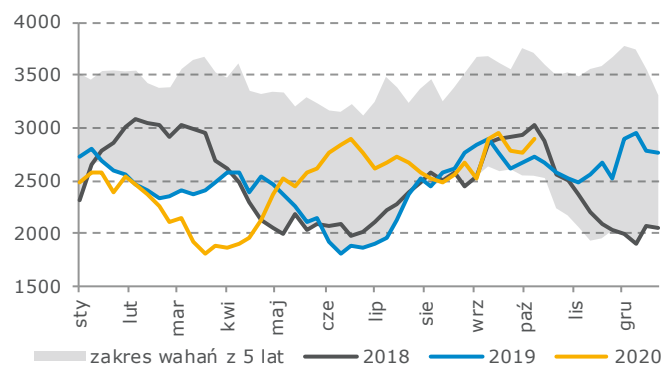
Eksport netto paliw z USA



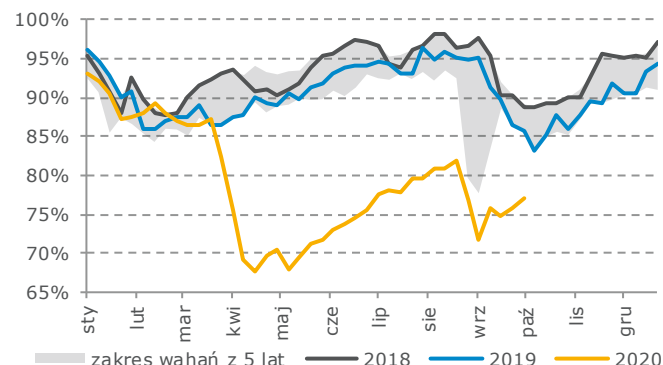
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

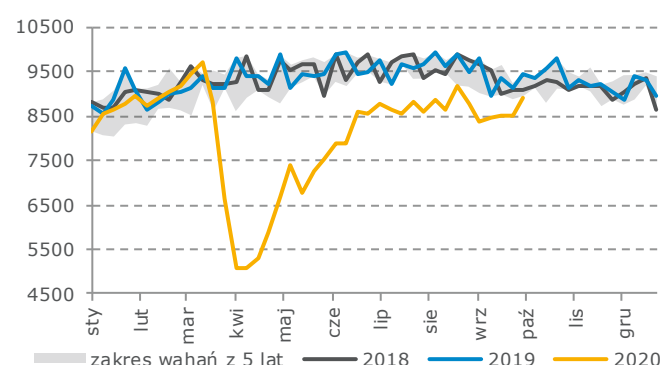
Zapasy diesla w portach ARA



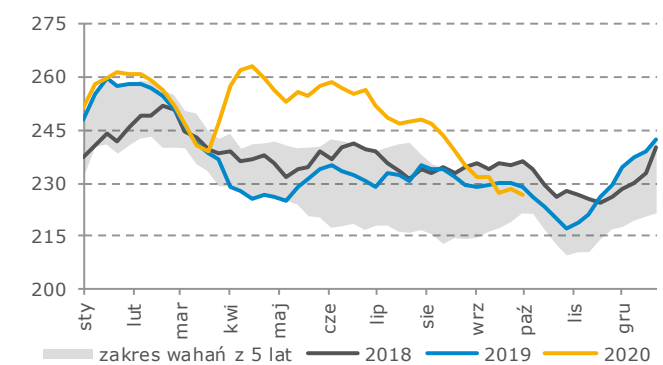
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Popyt na benzynę w USA



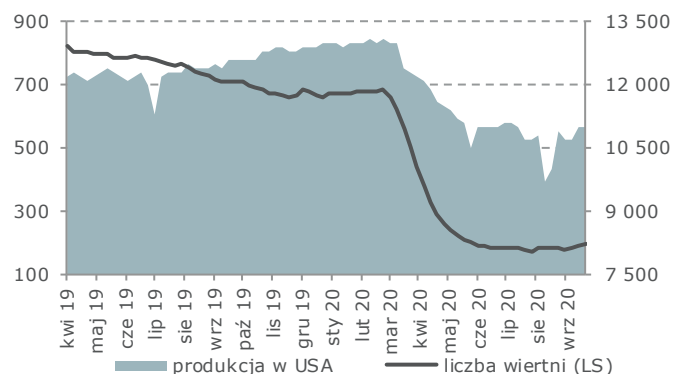
Zapasy benzyny w USA



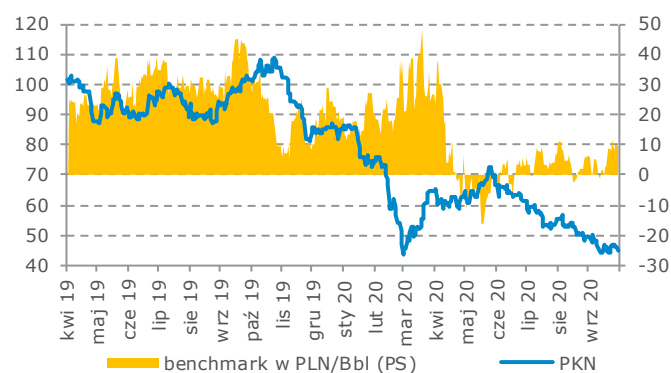
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



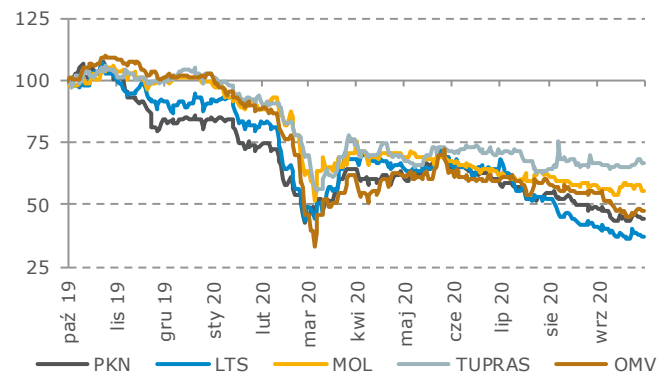
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



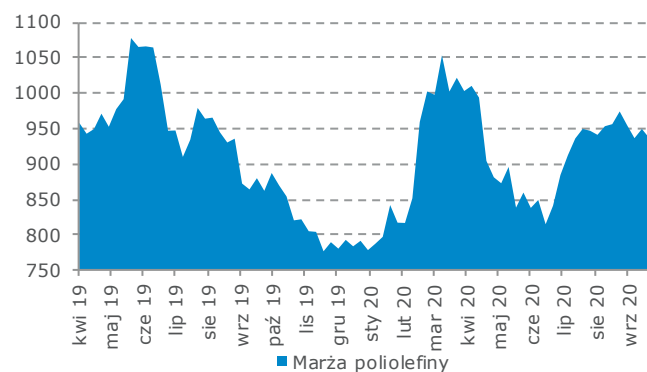
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



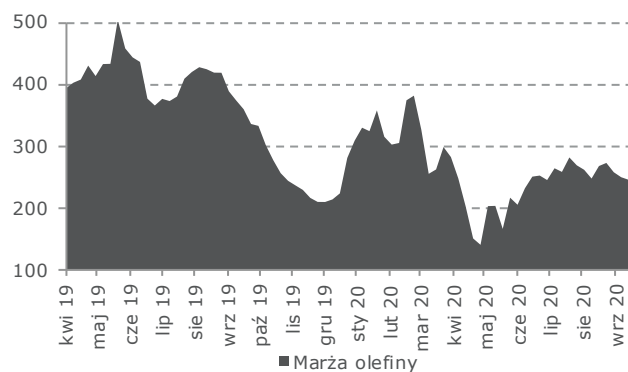
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

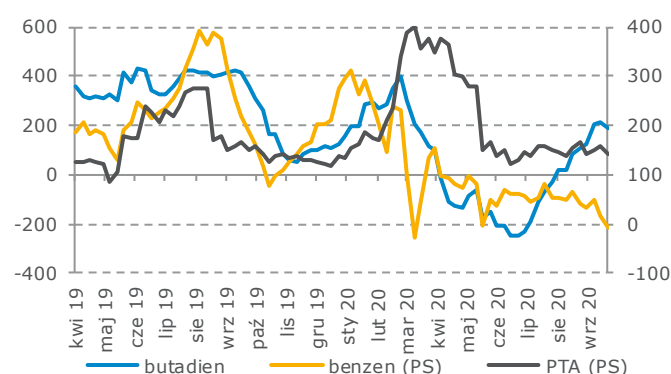
Marża petrochemiczna poliolefiny



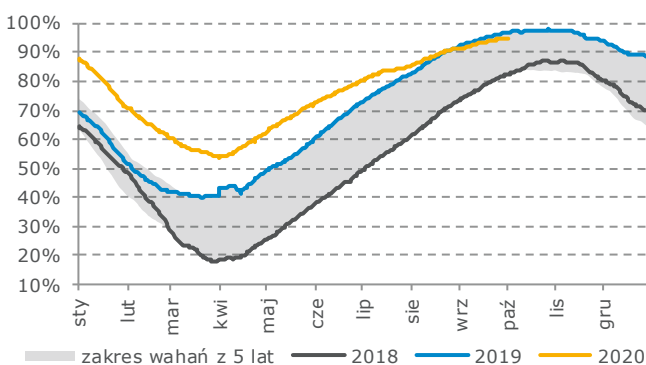
Marża petrochemiczna olefiny



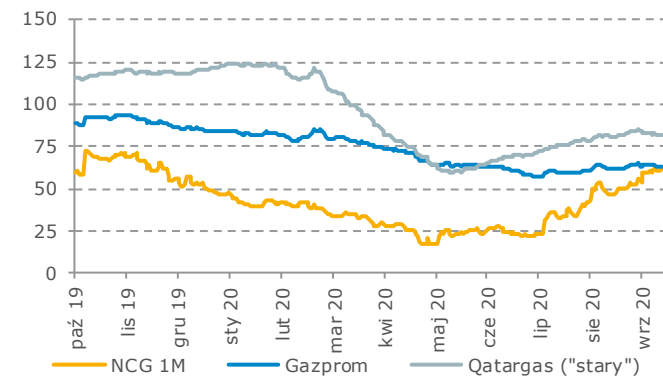
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



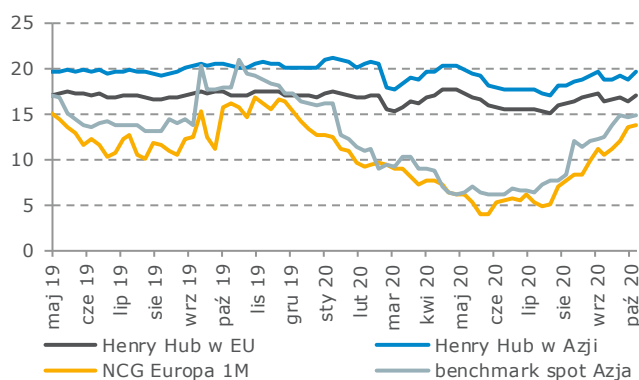
Napełnienie magazynów gazu w UE



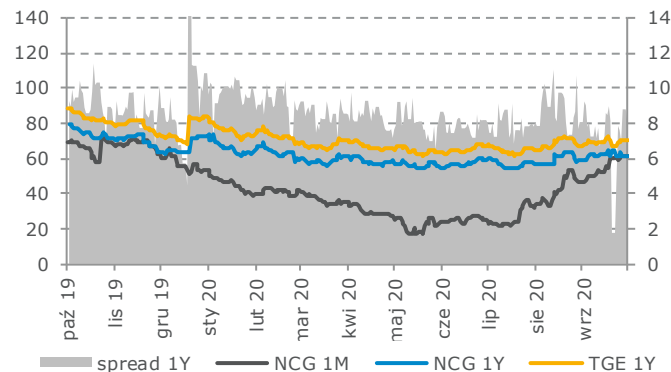
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



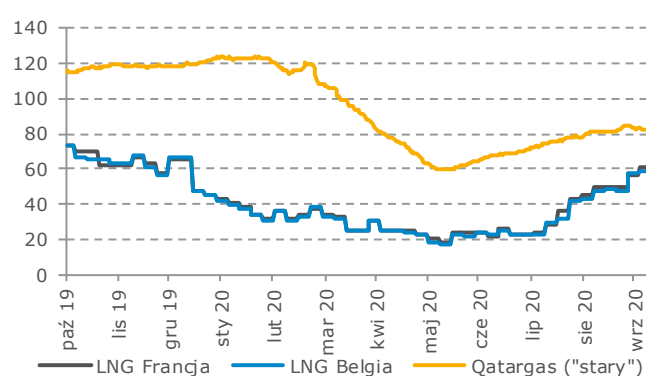
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



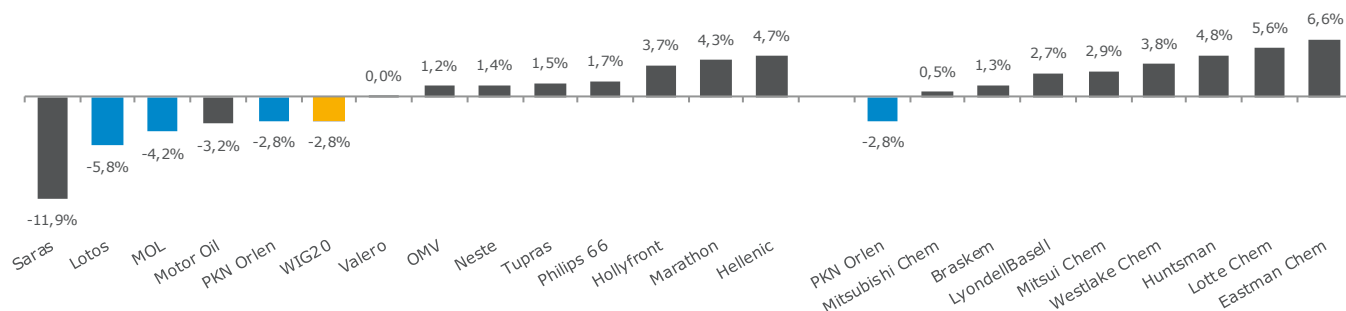
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



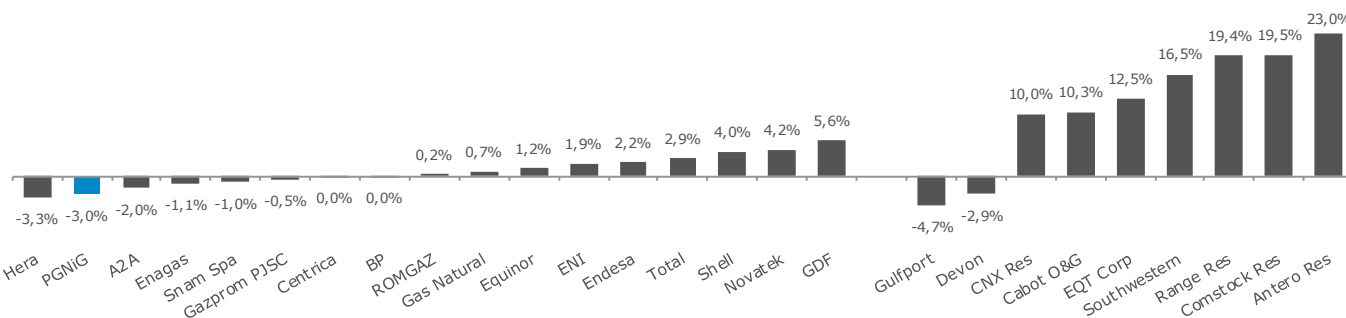
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

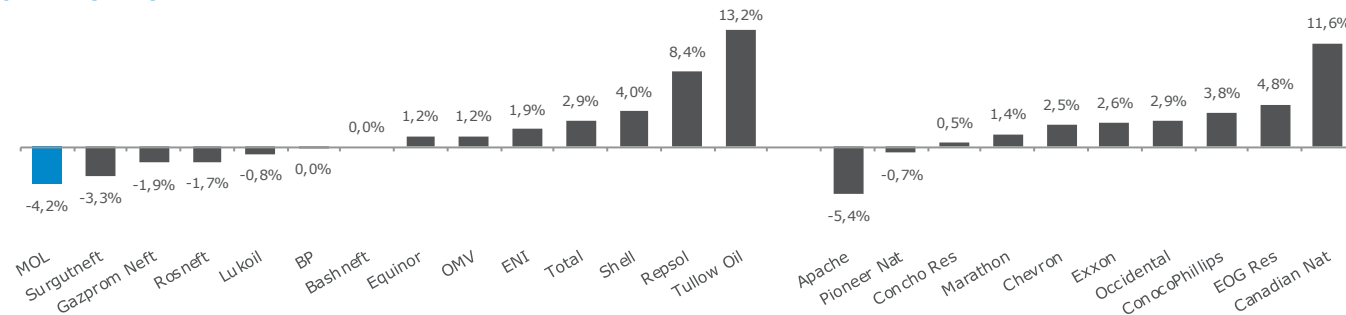
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



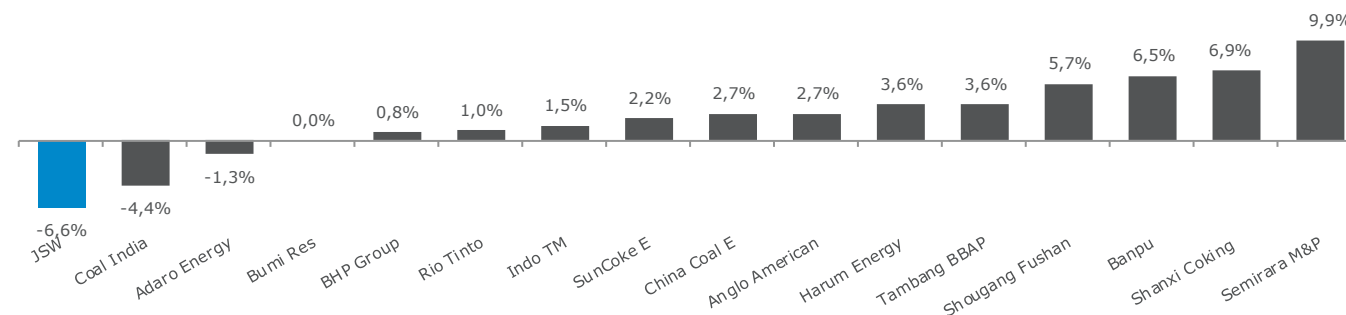
Spółki gazowe



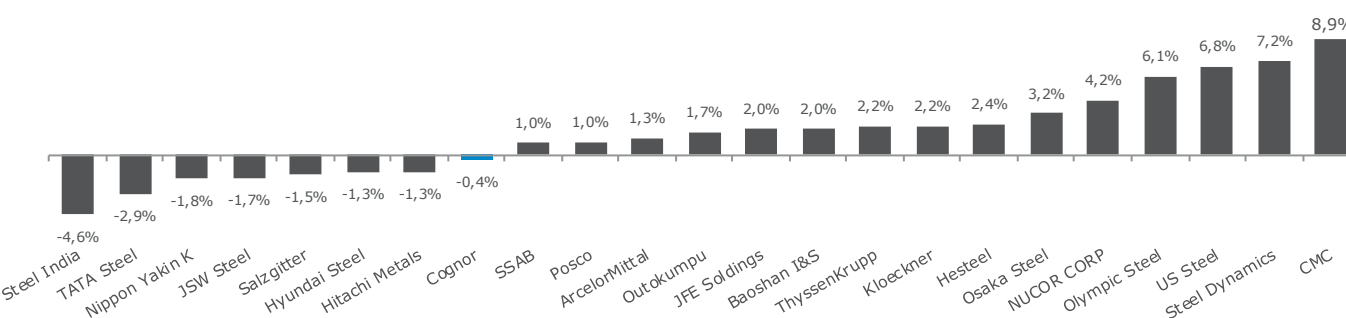
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



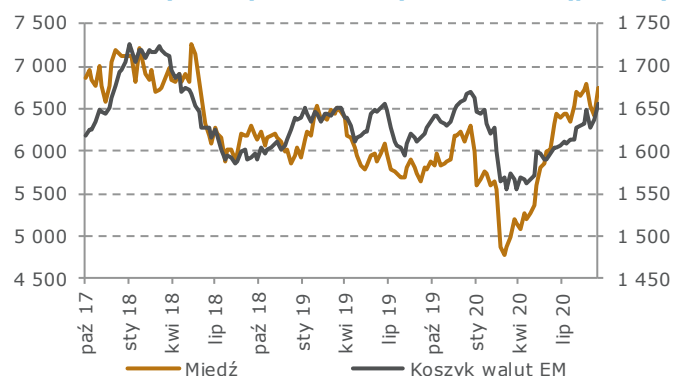
Producenci i dystrybutorzy stali



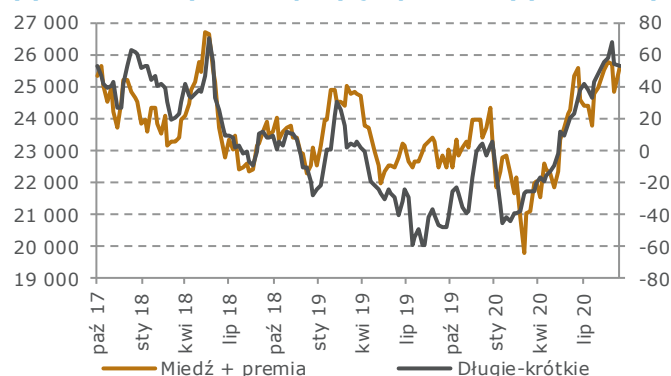
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



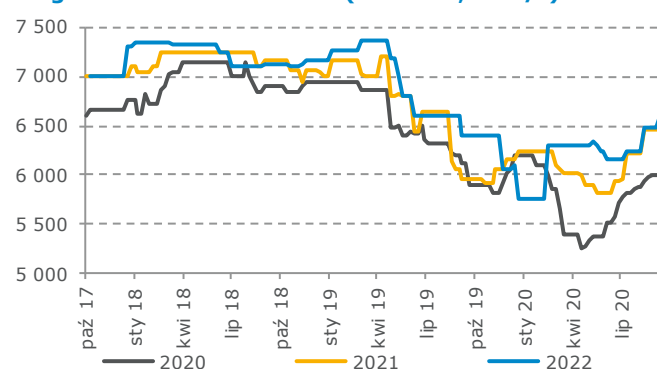
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



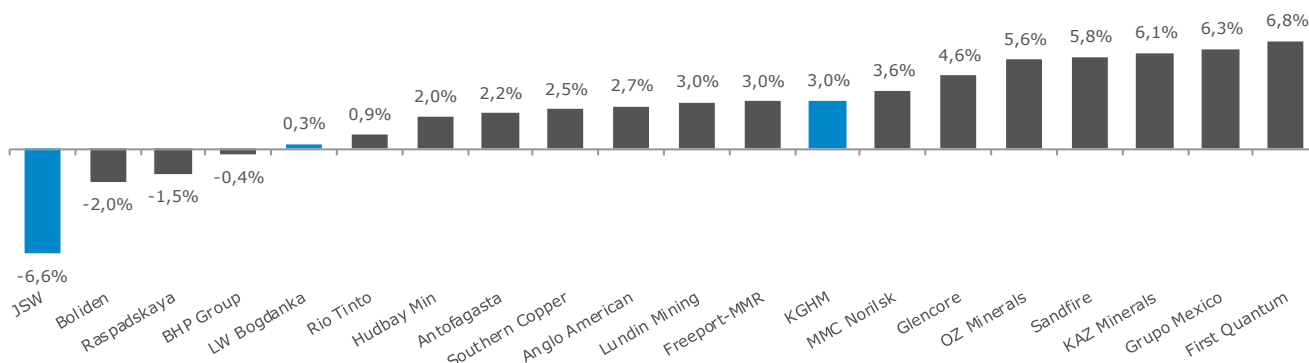
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



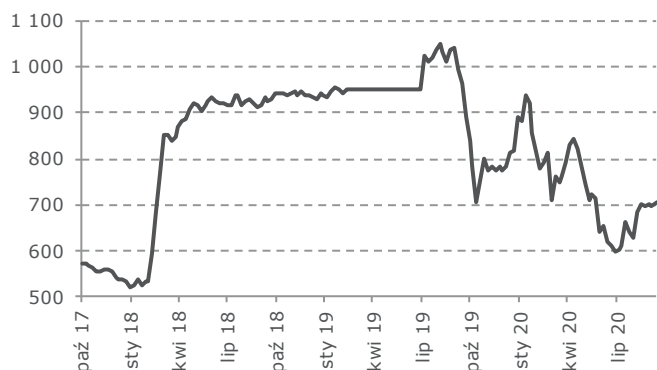
Tygodniowy performance spółek surowcowych



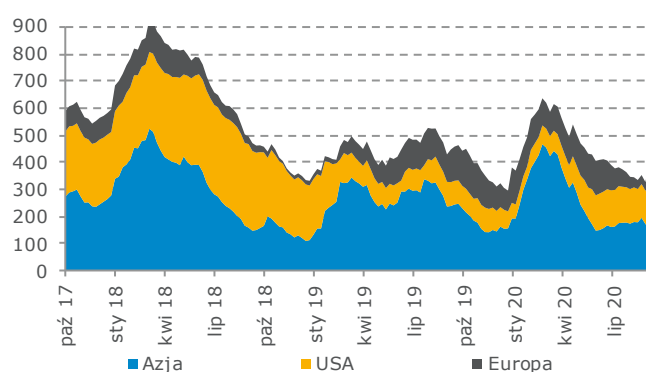
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

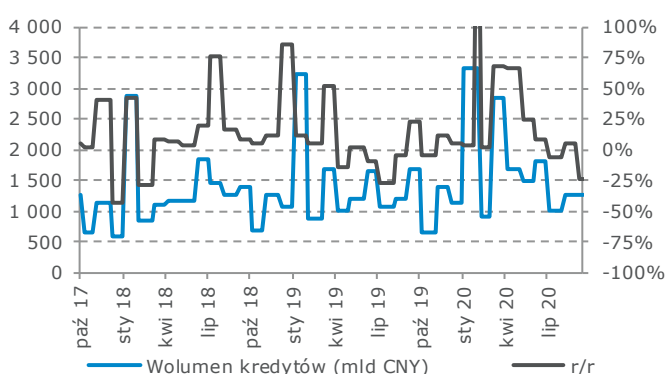
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



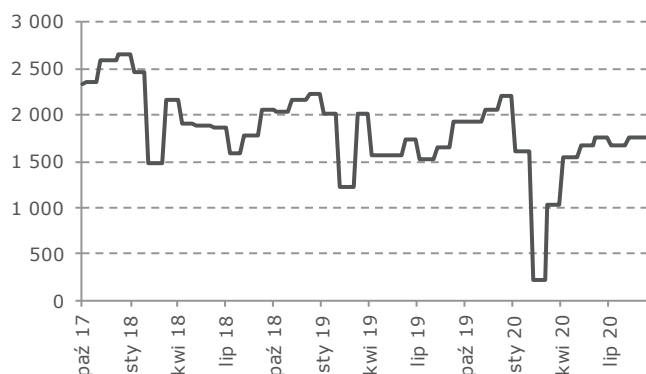
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



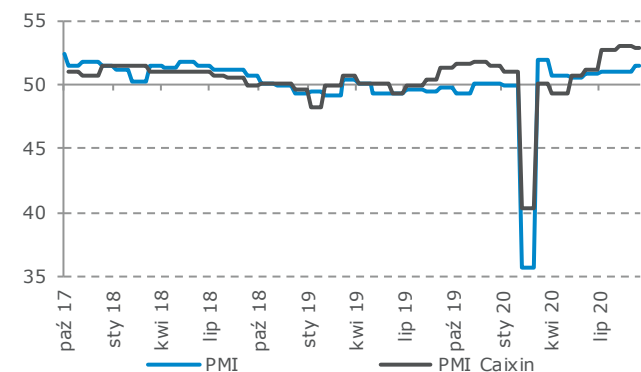
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



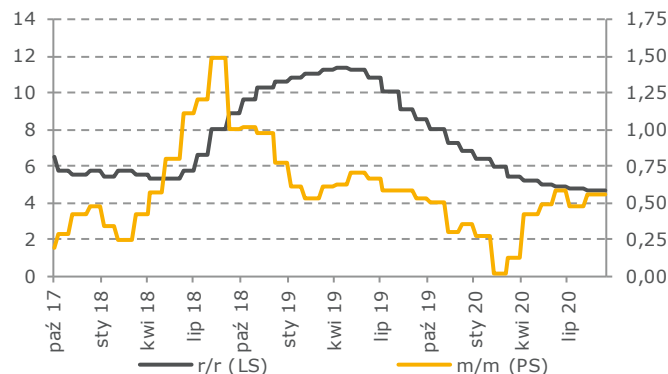
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



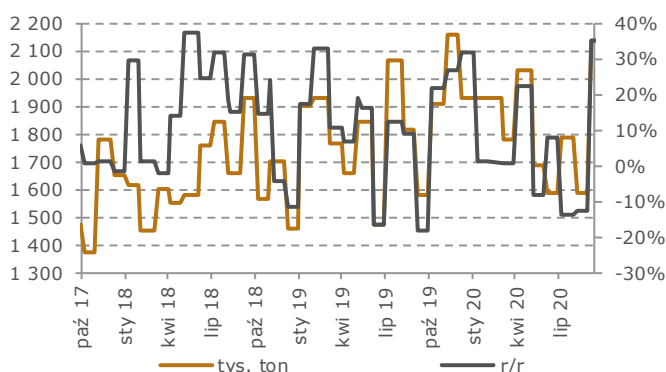
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



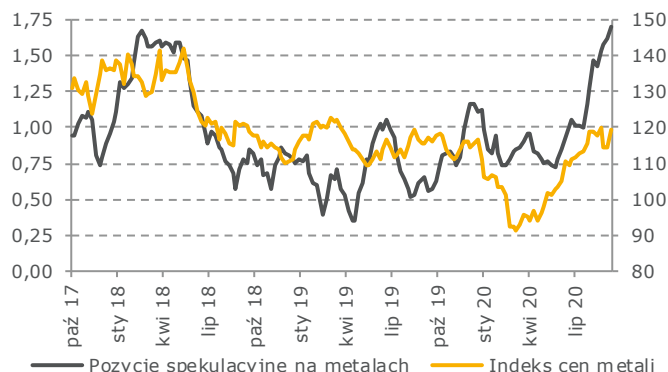
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin



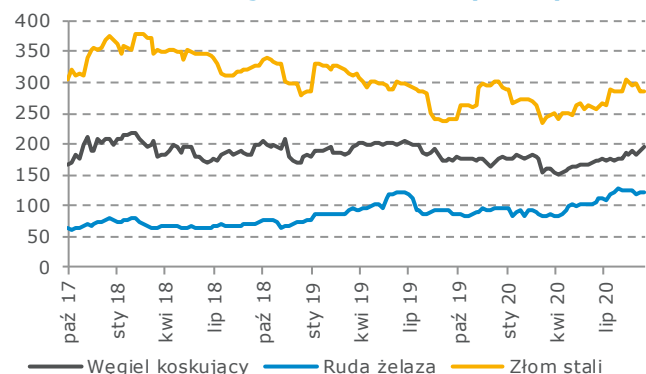
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



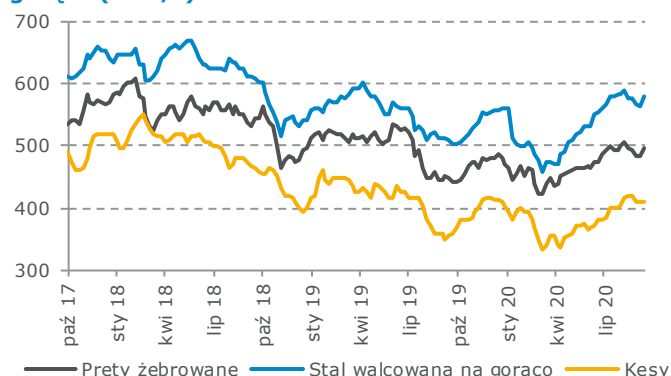
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

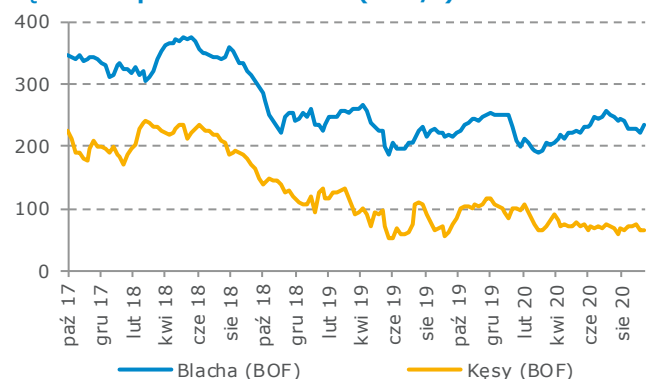
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



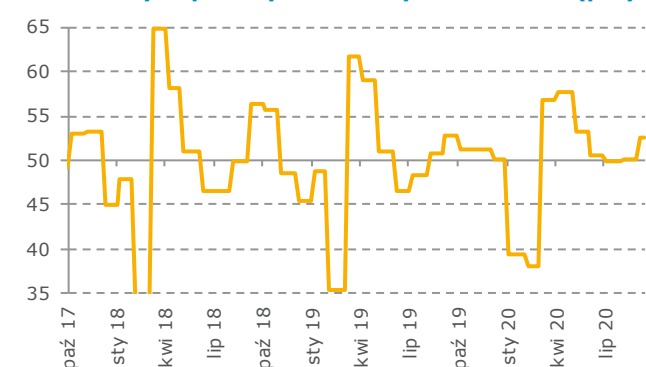
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



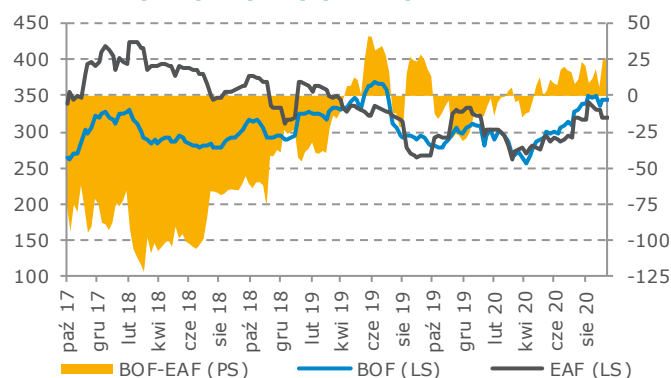
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



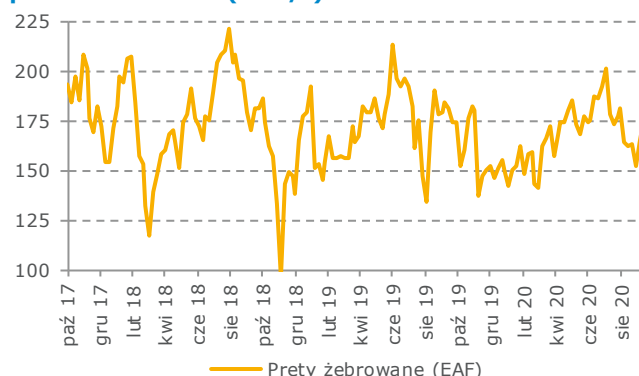
PMI cenowy w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



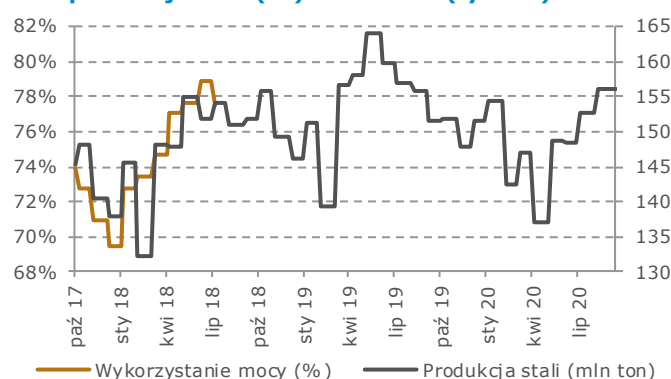
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



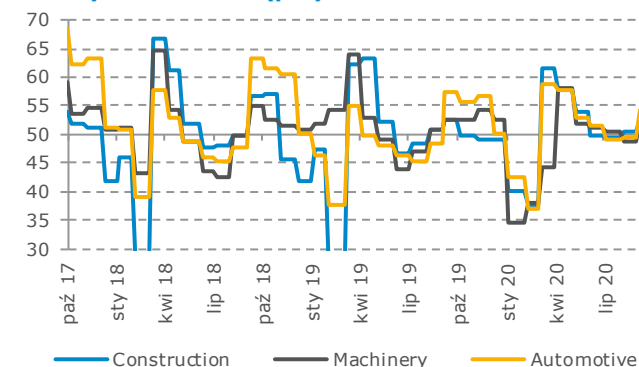
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



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

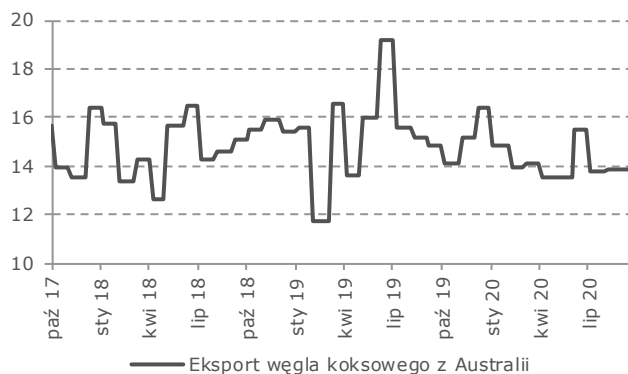


Wybrane komponenty PMI cenowego w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

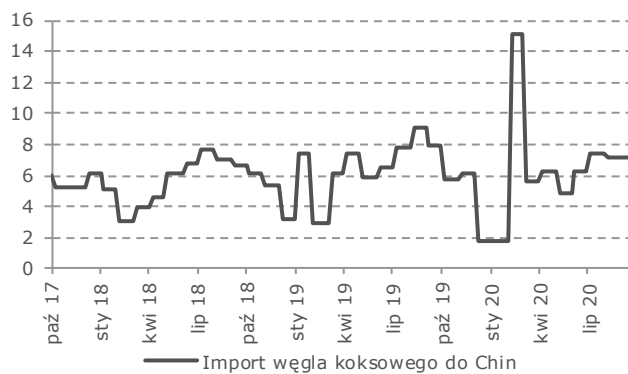


Surowce (stal)

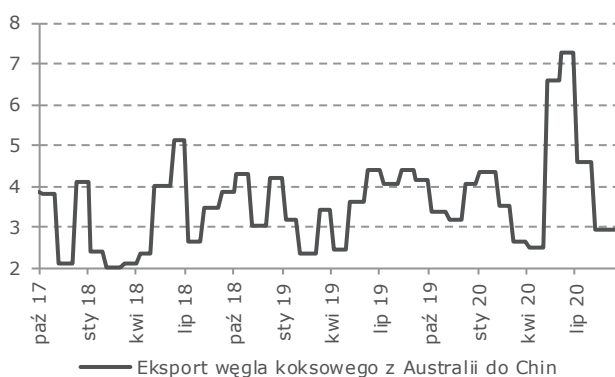
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



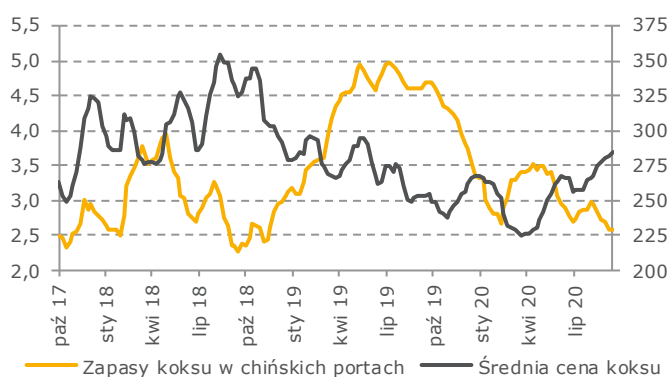
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



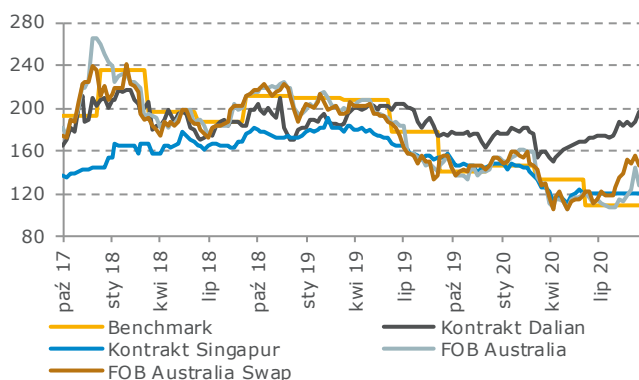
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



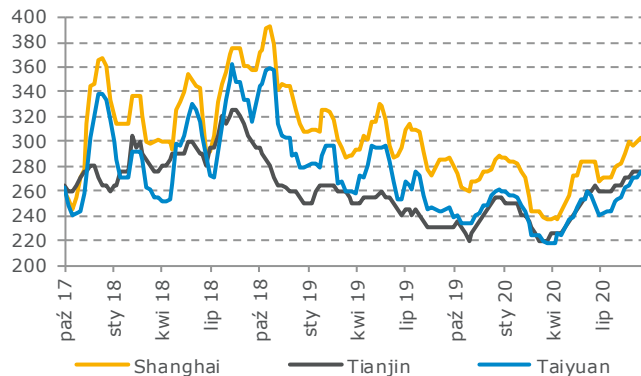
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



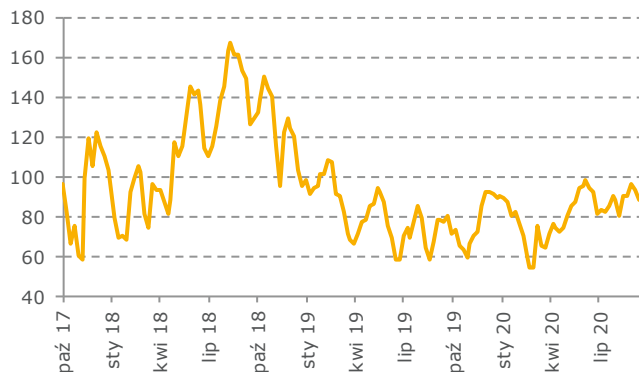
Ceny węgla koksowego (USD/t)



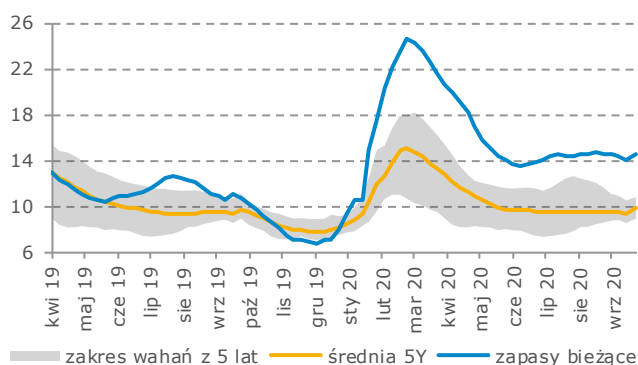
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



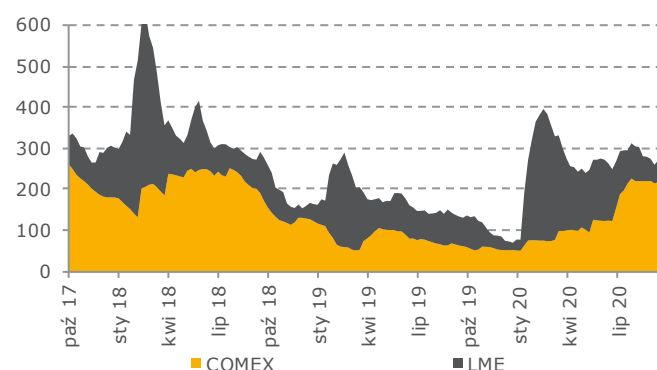
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



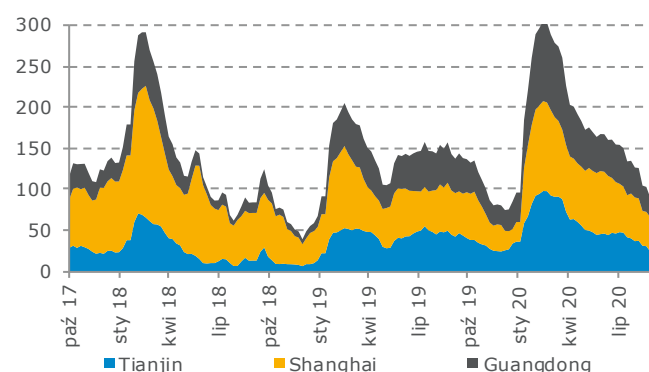
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

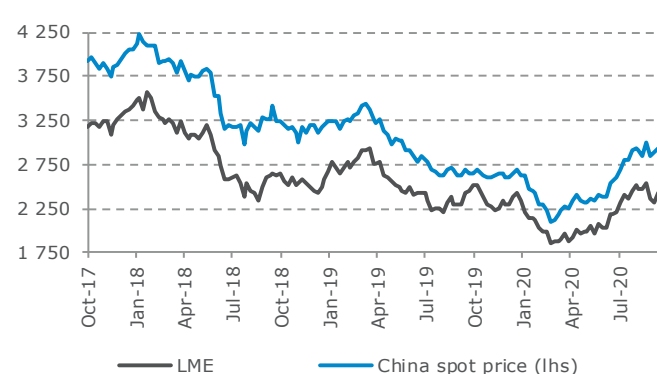
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



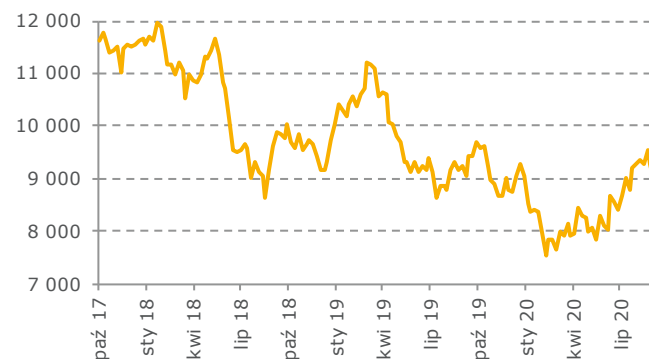
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



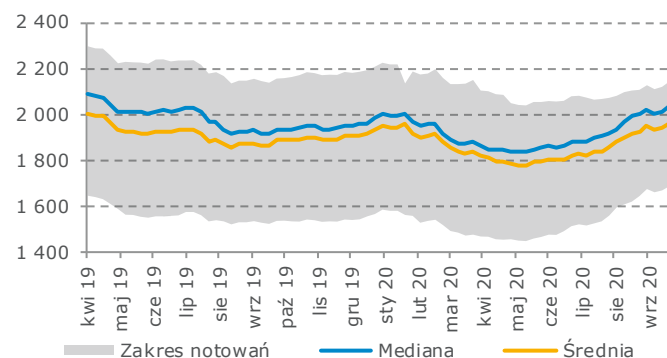
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



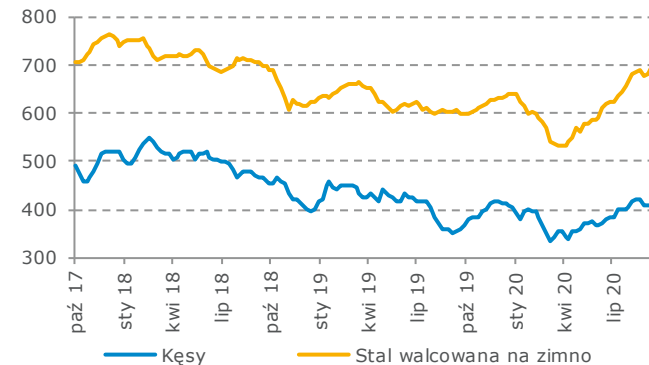
Ceny cynku (USD/t)



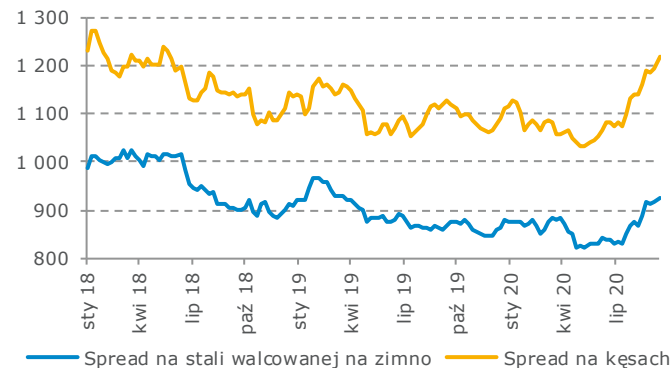
Ceny cynku (PLN/t)



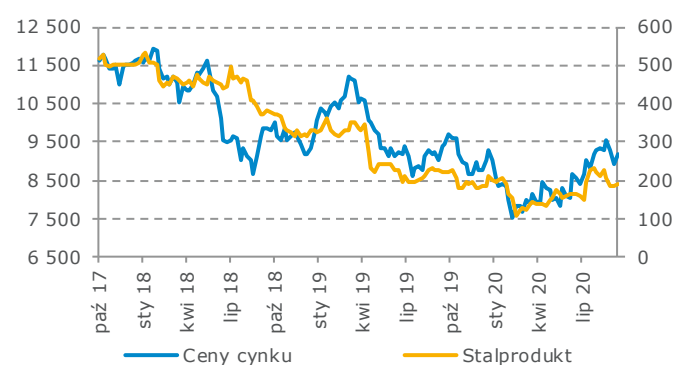
Notowania blachy elektrotechnicz. w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



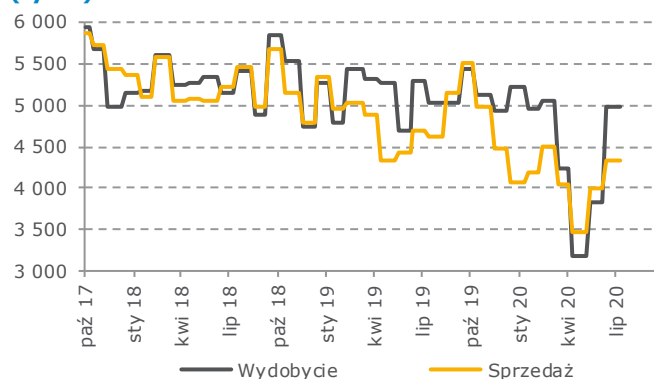
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



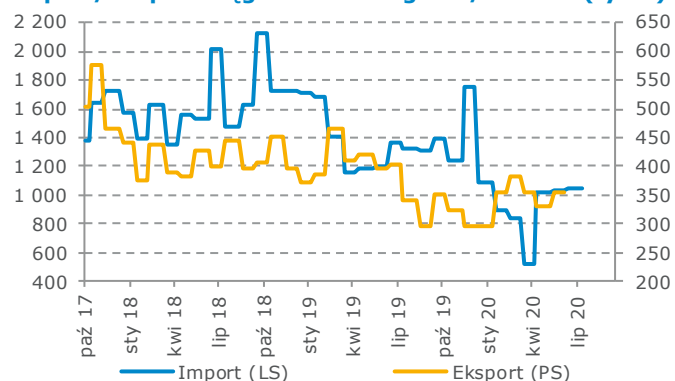
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

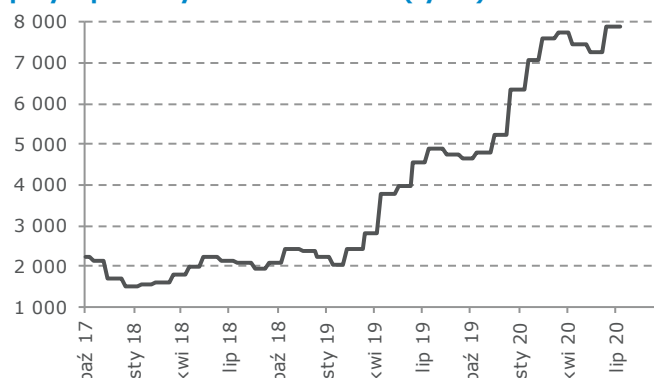
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



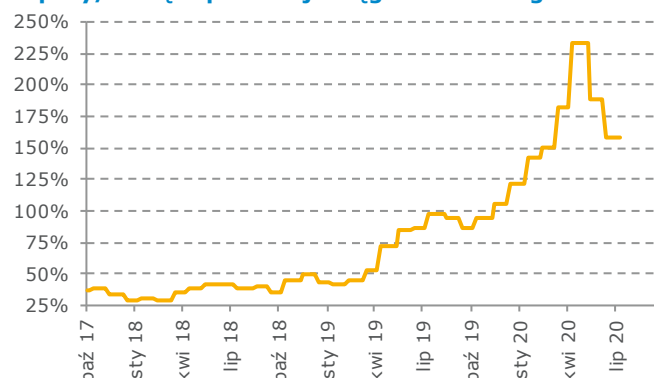
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



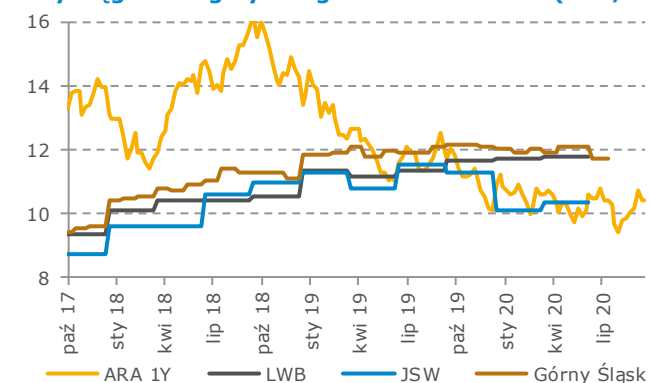
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



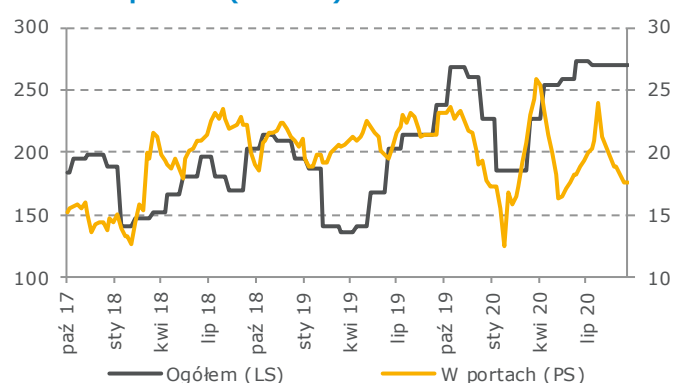
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



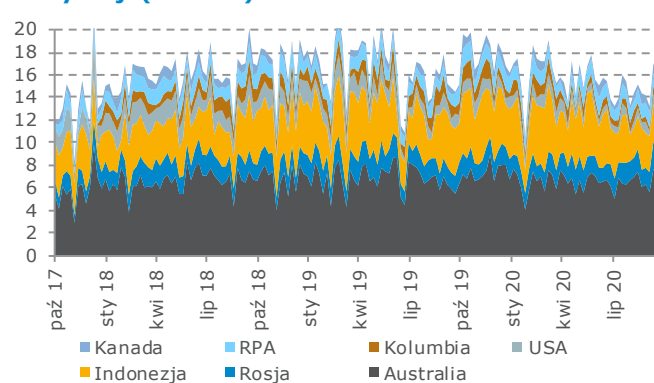
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



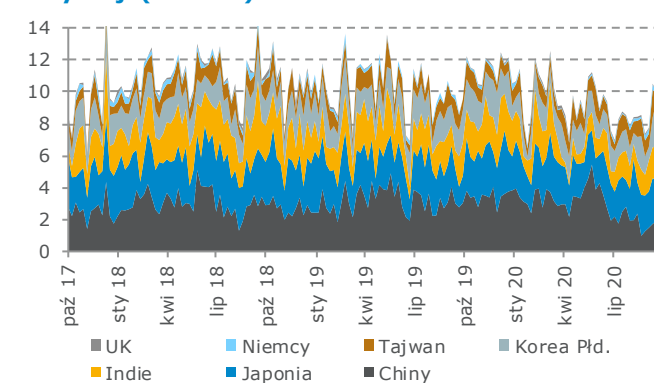
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



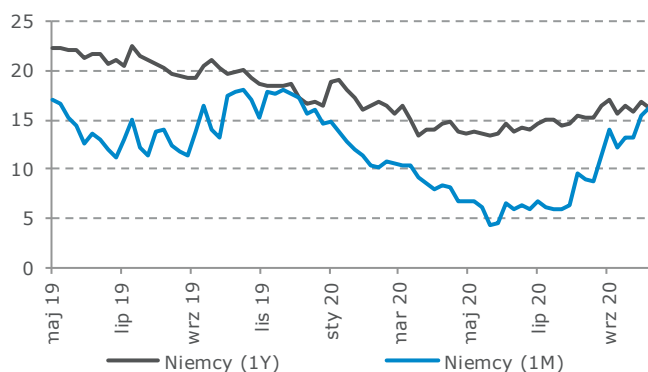
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



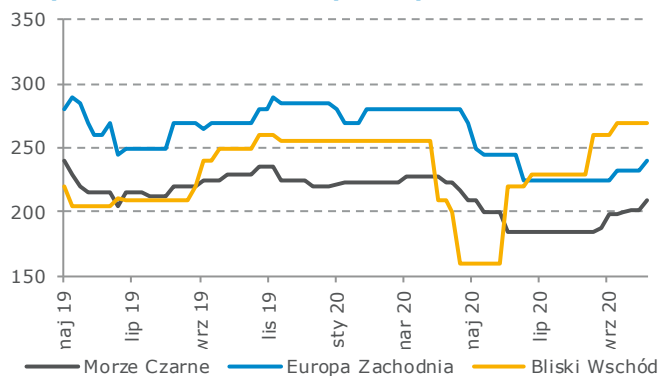
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

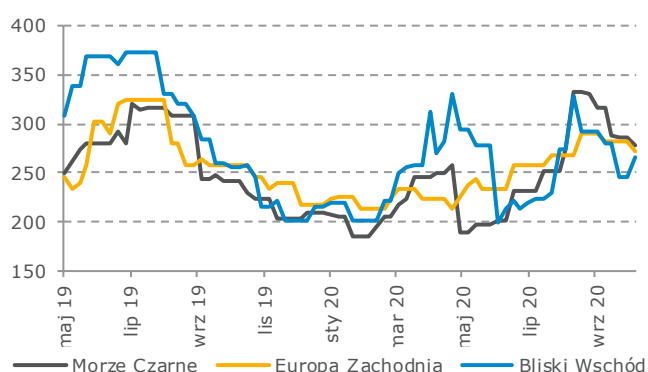
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



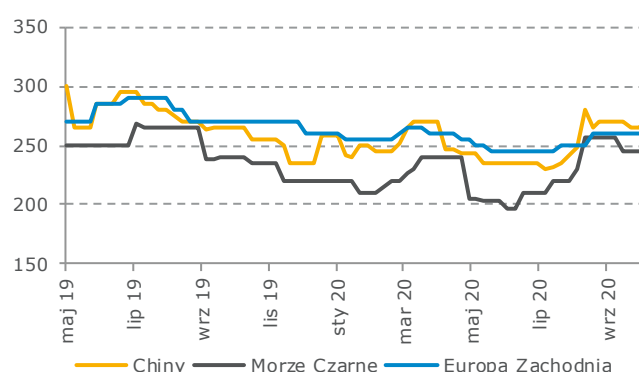
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



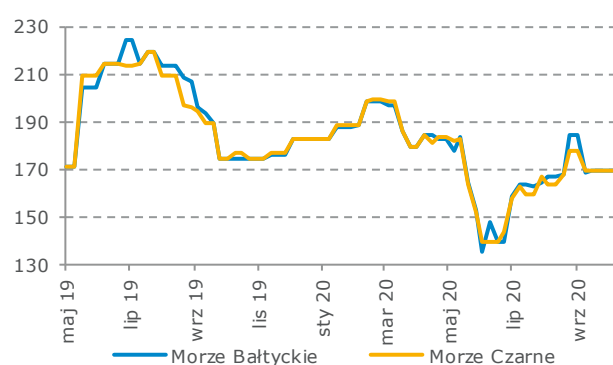
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



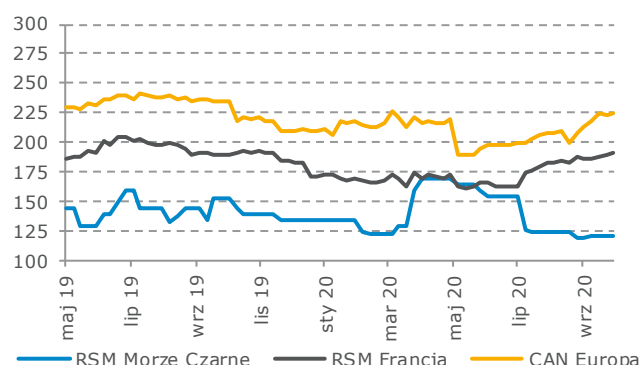
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



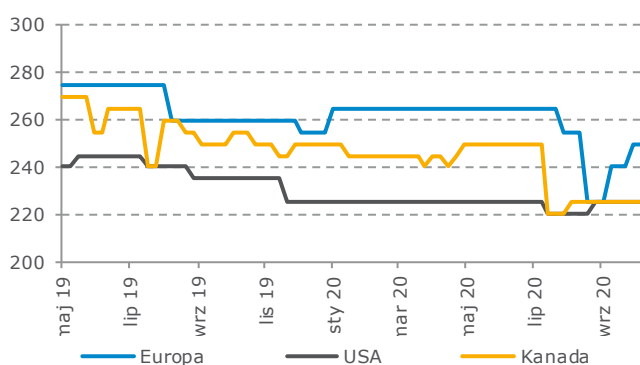
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



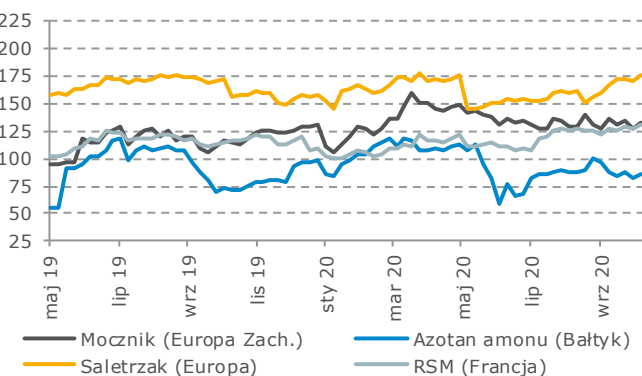
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



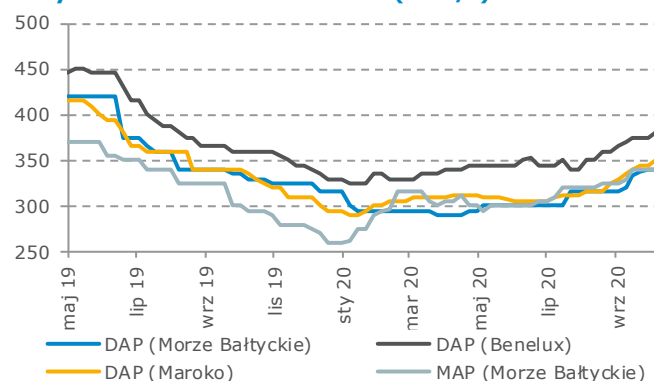
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



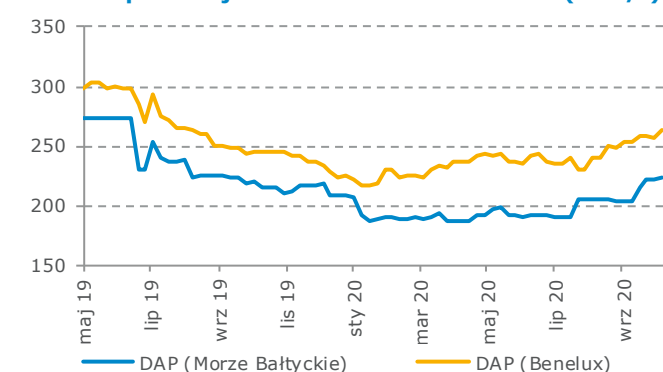
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

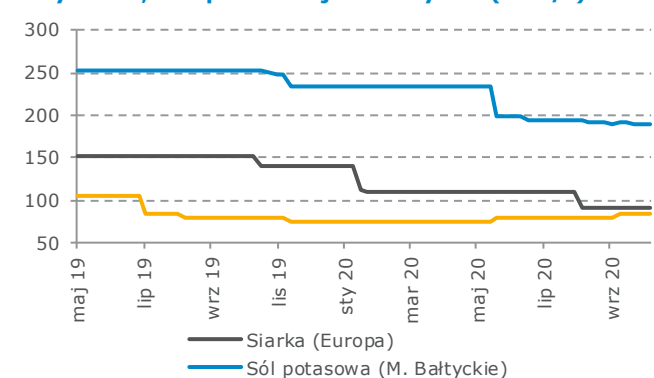
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



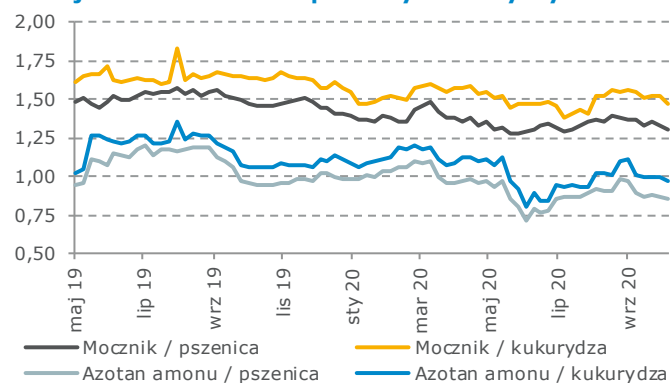
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



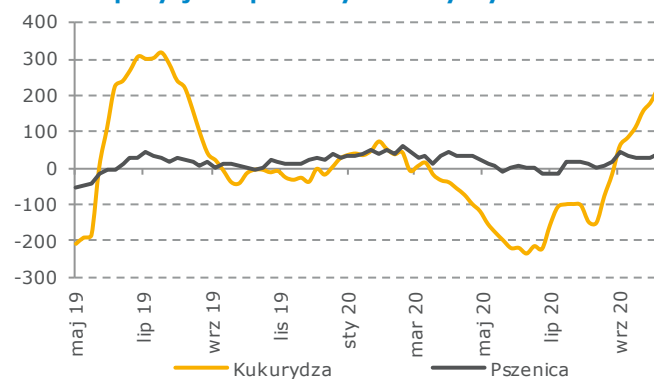
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



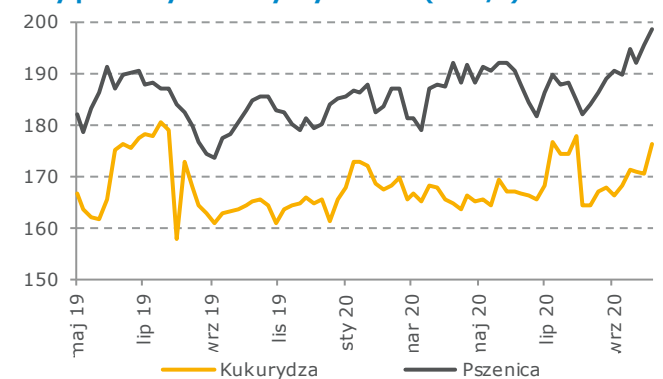
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



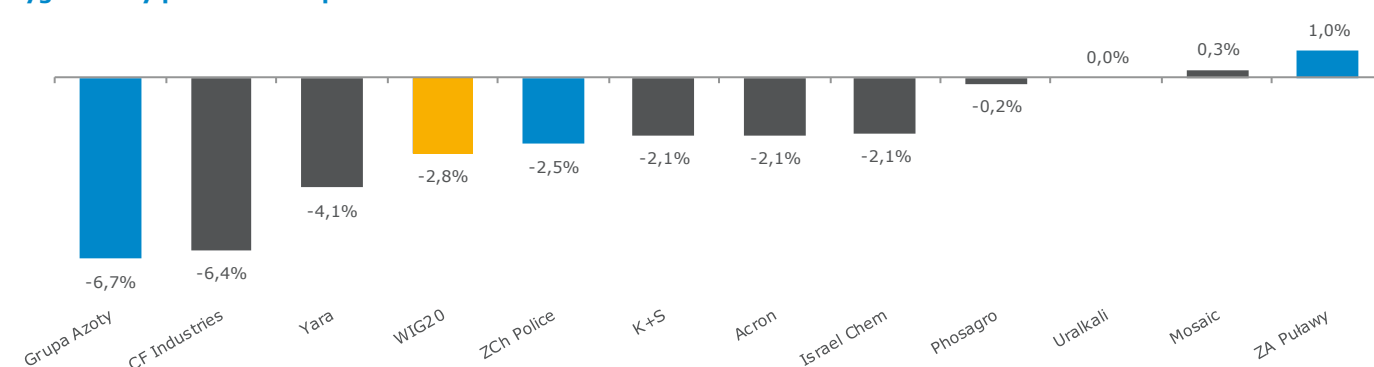
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



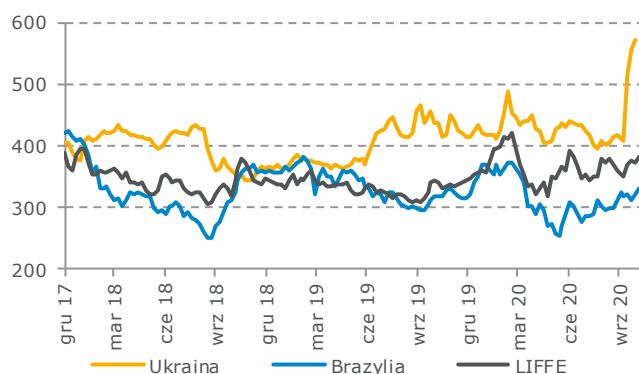
Tygodniowy performance producentów nawozów



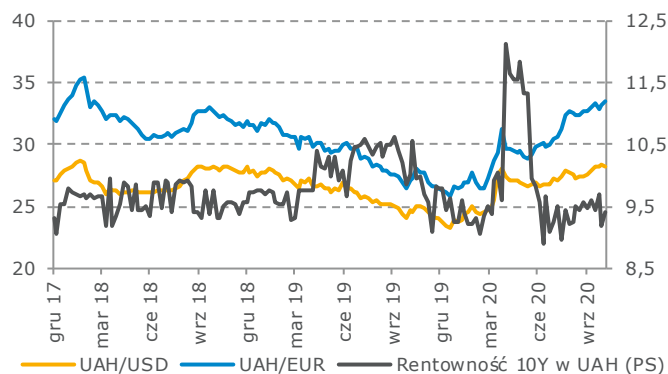
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

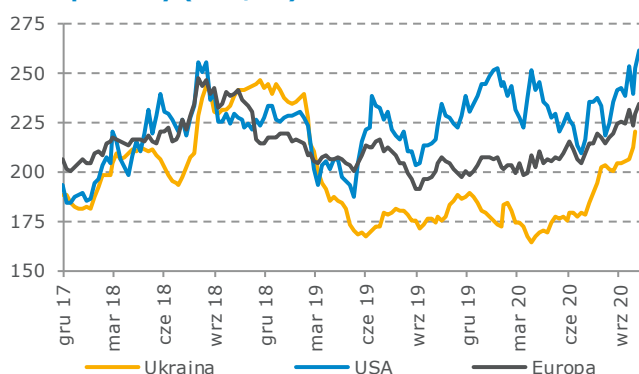
Cena cukru (USD/Mt)



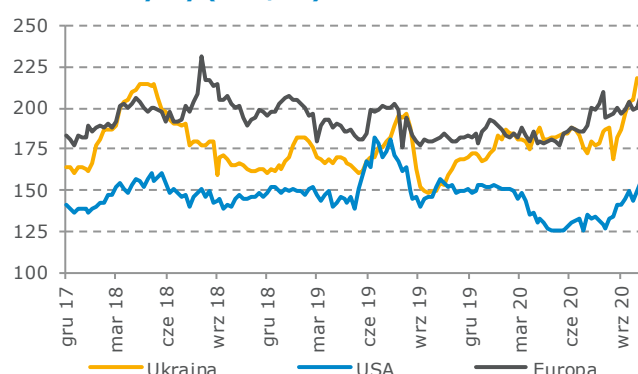
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



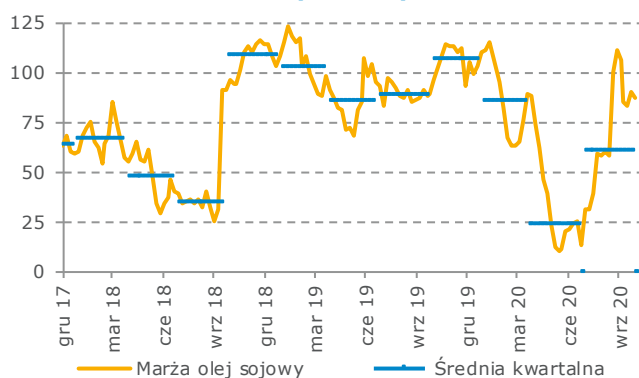
Cena pszenicy (USD/Mt)



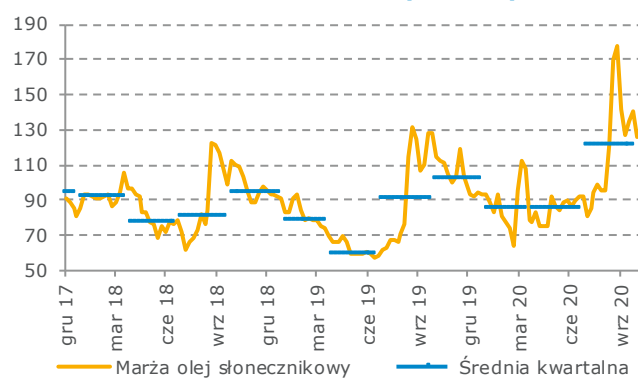
Cena kukurydzy (USD/Mt)



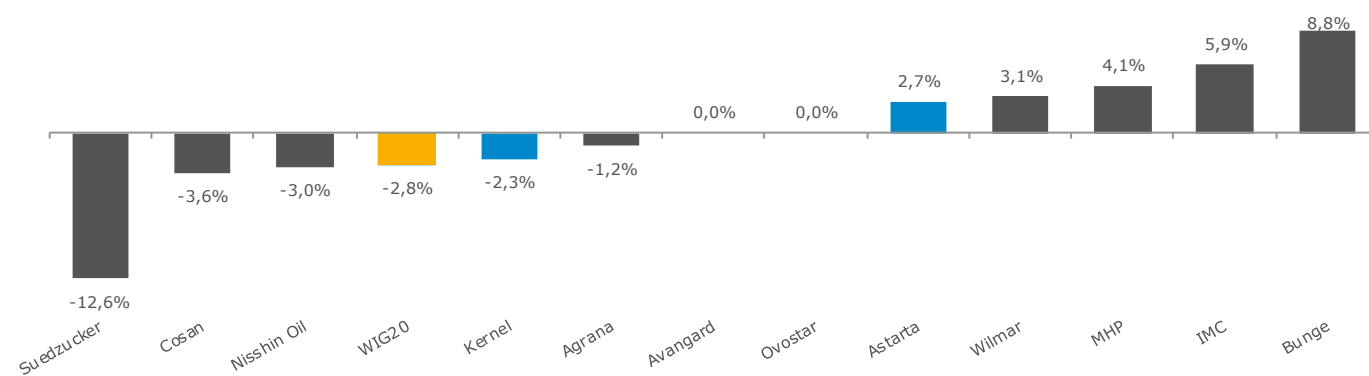
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	435,0	6,2	7,0	7,5	1,8	1,9	1,9	10,8	15,1	19,8	29%	27%	25%	7,8%	8,4%	6,0%
Enea	5,5	3,2	2,6	2,5	0,6	0,6	0,6	2,3	1,9	2,0	18%	22%	22%	0,0%	4,4%	10,5%
Energa	8,3	5,2	4,5	4,5	0,8	0,8	0,8	10,8	8,4	8,3	15%	18%	18%	0,0%	0,0%	1,8%
PGE	5,8	3,6	2,7	2,7	0,5	0,6	0,6	7,9	3,8	4,3	15%	21%	21%	0,0%	3,2%	6,6%
Tauron	2,1	5,2	4,6	4,1	0,9	0,9	0,8	5,5	3,0	3,0	17%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	10,7	4,3	2,8	3,4	0,2	0,3	0,3	-	16,0	33,4	5%	9%	7%	-	-	2,8%
EDF	10,3	5,4	5,0	4,8	1,2	1,2	1,1	21,1	18,8	16,5	22%	23%	24%	1,8%	2,3%	3,0%
EDP	4,5	10,5	10,4	10,0	2,5	2,5	2,5	21,5	19,3	18,4	24%	24%	25%	4,2%	4,3%	4,6%
Endesa	23,8	7,9	7,8	7,7	1,6	1,6	1,6	14,4	14,5	14,5	20%	20%	20%	6,7%	5,6%	4,9%
Enel	7,7	8,3	7,9	7,7	1,9	1,8	1,8	15,3	14,3	13,6	23%	23%	23%	4,6%	5,0%	5,3%
EON	9,8	8,6	8,2	7,7	0,9	0,9	0,8	16,0	13,9	11,1	10%	11%	11%	4,8%	5,1%	5,3%
Fortum	18,4	10,0	9,2	8,9	0,7	0,5	0,5	12,7	13,0	13,9	7%	6%	5%	6,0%	6,0%	5,9%
Iberdola	11,1	11,3	10,6	10,0	3,2	3,1	2,9	19,8	18,6	17,5	29%	29%	29%	3,8%	4,0%	4,2%
National Grid	9,4	14,0	12,1	11,1	4,3	4,1	4,1	25,8	17,9	16,7	30%	34%	37%	5,1%	5,3%	5,2%
Red Electrica	16,0	10,0	10,0	9,7	7,8	7,8	7,6	13,0	13,1	12,6	78%	78%	78%	6,3%	6,3%	6,2%
RWE	33,8	8,2	7,5	7,2	1,6	1,5	1,5	21,0	17,2	17,9	20%	20%	21%	2,5%	2,7%	2,8%
SSE	13,3	14,2	13,4	12,5	3,7	3,6	3,5	-	18,0	15,8	26%	27%	28%	6,0%	6,1%	6,3%
Verbund	53,4	16,8	15,9	14,7	5,3	5,2	5,0	33,7	32,0	28,4	31%	33%	34%	1,3%	1,4%	1,6%
Mediana		8.2	7.8	7.7	1.6	1.5	1.5	14.9	14.8	15.2	21%	23%	22%	4.2%	4.4%	5.1%

Wycena spółek rafineryjnych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	33,91	-	4,7	3,3	0,4	0,4	0,4	-	12,3	6,1		10%	12%	2,9%	8,8%	8,8%
MOL	1605,00	6,0	5,4	4,1	0,8	0,8	0,7	-	12,5	6,3	13%	16%	18%	0,0%	4,3%	4,6%
PKN Orlen	44,70	5,2	5,0	4,2	0,5	0,5	0,4	8,1	10,1	7,0	10%	10%	11%	2,2%	2,2%	5,9%
Hellenic Petroleum	4,77	9,4	6,0	5,4	0,6	0,5	0,5	45,0	7,8	6,0	7%	9%	9%	4,7%	9,0%	11,5%
HollyFrontier	20,77	11,7	6,8	4,5	0,5	0,5	0,4	-	26,3	6,8	5%	7%	8%	6,7%	6,8%	6,9%
Marathon Petroleum	30,49	17,9	9,5	7,6	0,8	0,8	0,7	-	100+	10,1	5%	8%	9%	7,6%	7,3%	7,6%
Motor Oil	9,92	5,3	4,5	4,0	0,3	0,3	0,3	8,5	5,7	4,8	6%	6%	6%	4,9%	9,7%	12,4%
Neste Oil	47,41	21,1	17,2	15,4	3,2	2,9	2,6	31,3	27,0	23,5	15%	17%	17%	1,9%	2,1%	2,3%
OMV	23,44	4,9	3,6	3,0	1,0	0,9	0,8	10,6	6,6	4,7	21%	24%	25%	7,5%	7,8%	8,2%
Phillips 66	53,46	16,8	7,9	6,3	0,6	0,5	0,5	-	11,9	8,3	3%	6%	7%	6,7%	6,9%	7,1%
Saras	0,44	5,2	3,1	3,1	0,1	0,1	0,1	-	17,6	11,3	2%	4%	3%	2,0%	5,0%	4,8%
Tupras	81,20	14,4	6,1	4,9	0,5	0,4	0,3	-	10,1	6,6	4%	6%	7%	4,4%	8,2%	12,1%
Valero Energy	43,09	19,8	7,2	5,2	0,5	0,4	0,3	-	22,4	8,4	2%	5%	6%	9,1%	9,3%	9,8%
Mediana		10,5	6,0	4,5	0,5	0,5	0,4	10,6	12,1	6,8	5%	8%	9%	4,7%	7,3%	7,6%

Wycena spółek petrochemicznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	44,70	5,2	5,0	4,2	0,5	0,5	0,4	8,1	10,1	7,0	10%	10%	11%	2,2%	2,2%	5,9%
Axiall	69,69	10,3	9,1	8,2	1,7	1,5	1,5	38,9	25,9	20,3	16%	17%	18%	1,5%	1,6%	1,6%
Braskem	21,32	7,9	7,0	6,6	1,2	1,0	1,0	-	17,3	11,9	15%	14%	15%	0,0%	2,1%	4,4%
Eastman Chemical	85,85	10,2	9,1	8,6	2,1	2,0	1,9	15,2	12,3	10,9	20%	21%	22%	3,1%	3,3%	3,5%
Huntsman Corp	24,57	12,6	8,7	7,6	1,2	1,0	1,0	36,7	15,8	12,5	9%	12%	13%	2,6%	2,7%	2,8%
Lotte Chemicals	225 000	7,6	4,7	4,2	0,7	0,6	0,6	33,5	11,3	9,3	9%	13%	13%	1,8%	2,7%	3,1%
LyondellBasell	77,45	10,4	7,8	7,1	1,5	1,3	1,2	16,3	10,5	9,5	14%	16%	17%	5,4%	5,5%	5,8%
Mitsubishi Chemical	616,00	8,8	9,2	7,6	0,9	1,0	0,9	16,2	22,1	9,8	10%	11%	12%	5,2%	3,9%	4,2%
Mitsui Chemicals	2642,00	8,0	8,2	6,3	0,7	0,9	0,8	13,6	20,0	11,0	9%	10%	12%	3,8%	3,8%	3,7%
Westlake Chemical	69,69	10,3	9,1	8,2	1,7	1,5	1,5	38,9	25,9	20,3	16%	17%	18%	1,5%	1,6%	1,6%
Mediana		9,5	8,5	7,3	1,2	1,0	1,0	16,3	16,6	11,0	12%	14%	14%	2,4%	2,7%	3,6%

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

Wycena spółek gazowych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	4,93	2,1	3,6	3,4	0,8	0,8	0,7	3,9	9,7	8,7	37%	21%	21%	1,9%	3,8%	5,2%
A2A	1,22	6,6	6,4	5,9	1,1	1,1	1,0	12,8	12,4	11,0	17%	17%	17%	6,6%	6,7%	7,4%
BG Group	9,91	4,9	4,4	3,6	0,8	0,6	0,6	19,2	9,3	6,4	16%	15%	16%	5,9%	5,8%	6,5%
BP	2,18	6,9	4,7	4,0	0,7	0,6	0,5	-	10,8	6,8	10%	12%	13%	9,5%	7,4%	7,4%
Centrica	0,41	3,8	4,4	4,4	0,3	0,3	0,4	8,6	8,8	7,2	7%	8%	8%	3,4%	6,8%	7,3%
Enagas	19,53	9,7	10,1	10,5	8,4	8,9	9,4	11,5	11,5	11,9	86%	88%	90%	8,6%	8,7%	8,8%
Endesa	23,75	7,9	7,8	7,7	1,6	1,6	1,6	14,4	14,5	14,5	20%	20%	20%	6,7%	5,6%	4,9%
Engie	12,16	6,5	5,8	5,6	1,0	1,0	0,9	16,3	11,5	10,5	16%	17%	17%	4,6%	6,2%	6,7%
Eni	6,82	4,7	3,7	3,0	0,9	0,7	0,6	-	16,5	8,8	18%	20%	22%	6,1%	6,5%	7,8%
Equinor	133,85	4,5	3,3	2,7	1,4	1,2	1,1	26,8	14,3	10,3	32%	36%	39%	3,2%	4,4%	5,4%
Gas Natural SDG	17,86	9,0	8,1	8,1	1,8	1,6	1,5	17,3	13,6	13,4	20%	20%	19%	8,0%	8,4%	8,8%
Gazprom	169,05	5,9	4,3	3,5	1,2	1,0	0,9	11,1	5,0	3,4	20%	24%	27%	5,1%	9,5%	13,5%
Hera	3,01	7,0	6,7	6,5	1,0	1,0	1,0	14,5	13,6	12,9	15%	15%	15%	3,6%	3,8%	4,0%
NovaTek	143,10	14,3	11,3	9,5	4,8	4,0	3,4	23,6	14,3	11,7	33%	35%	36%	2,1%	2,9%	3,7%
Shell	11,13	4,9	4,4	3,6	0,8	0,6	0,6	19,5	9,5	6,5	16%	15%	16%	5,8%	5,7%	6,4%
Snam	4,40	12,7	12,3	12,0	10,2	9,9	9,8	13,4	12,6	12,5	80%	80%	82%	5,7%	5,9%	6,4%
Total	29,68	7,2	5,4	4,5	1,0	0,9	0,8	25,7	12,2	8,4	14%	16%	18%	8,6%	8,8%	9,0%
Mediana		6,6	5,4	4,5	1,0	1,0	0,9	14,5	12,2	10,3	18%	20%	19%	5,8%	6,2%	6,7%

Wycena spółek wydobywczych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	1605,00	5,5	4,3	3,7	0,7	0,6	0,6	34,4	6,4	4,5	13%	14%	15%	5,1%	6,8%	7,6%
Bashneft	1634,50	1,5	1,4	-	0,4	0,4	-	2,2	1,7	-	25%	25%	-	16,1%	17,4%	-
BP	2,18	6,9	4,7	4,0	0,7	0,6	0,5	-	10,8	6,8	10%	12%	13%	9,5%	7,4%	7,4%
Eni	6,82	4,7	3,7	3,0	0,9	0,7	0,6	-	16,5	8,8	18%	20%	22%	6,1%	6,5%	7,8%
Equinor	133,85	4,5	3,3	2,7	1,4	1,2	1,1	26,8	14,3	10,3	32%	36%	39%	3,2%	4,4%	5,4%
Gazprom Neft	286,30	5,8	4,3	4,1	1,1	1,0	0,9	10,1	5,9	6,1	20%	22%	22%	4,4%	8,4%	8,2%
Gulf Keystone	0,76	4,2	1,6	0,8	1,6	0,9	0,5	-	100+	2,3	38%	54%	66%	-	2,4%	3,0%
Lukoil	4445,00	4,4	3,5	3,1	0,6	0,5	0,5	29,7	8,1	6,4	14%	15%	15%	7,0%	7,3%	10,7%
Occidental Petroleum	10,81	9,4	7,8	6,8	3,3	3,3	3,2	-	-	-	35%	42%	47%	10,2%	1,2%	3,7%
Repsol	6,20	5,6	4,0	3,4	0,7	0,6	0,5	22,2	7,2	5,1	12%	14%	15%	14,9%	13,4%	13,8%
Rosneft Oil	384,15	6,6	5,0	4,1	1,4	1,2	1,0	20,8	6,8	4,8	21%	24%	25%	3,0%	6,5%	9,7%
Shell	11,13	4,9	4,4	3,6	0,8	0,6	0,6	19,5	9,5	6,5	16%	15%	16%	5,8%	5,7%	6,4%
Surgutneftegas	38,09	-	-	-	-	-	-	4,1	6,4	6,2	-	-	-	11,8%	4,0%	5,8%
Total	29,68	7,2	5,4	4,5	1,0	0,9	0,8	25,7	12,2	8,4	14%	16%	18%	8,6%	8,8%	9,0%
Tullow Oil	0,17	7,1	6,5	5,8	3,8	4,1	3,8	-	-	-	53%	63%	65%	-	-	-
Mediana		5,5	4,3	3,7	0,9	0,8	0,6	21,5	7,6	6,3	19%	21%	22%	7,0%	6,7%	7,6%

Wycena spółek surowcowych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	24,82	4,1	2,2	2,5	0,5	0,4	0,4	-	23,4	-	12%	17%	16%	0,0%	0,0%	0,0%
KGHM	121,90	5,1	5,8	5,7	1,2	1,3	1,2	9,7	13,5	13,7	24%	22%	22%	0,0%	1,6%	3,0%
LW Bogdanka*	18,26	0,8	0,8	0,9	0,2	0,2	0,2	4,9	4,1	9,6	27%	26%	24%	10,6%	8,3%	-
Anglo American	19,30	5,4	4,5	4,7	1,7	1,5	1,5	12,0	8,6	9,8	32%	33%	32%	3,4%	4,8%	4,2%
Antofagasta	10,25	7,3	5,9	6,0	3,6	3,1	3,2	30,3	20,1	20,9	49%	53%	52%	1,6%	2,5%	2,6%
BHP Group	16,47	6,7	6,0	6,3	3,2	3,3	3,3	13,2	11,1	12,0	48%	54%	53%	6,9%	6,5%	5,9%
Freeport-McMoRan	16,81	12,2	6,3	6,0	3,1	2,4	2,2	52,4	11,6	10,7	25%	37%	37%	0,3%	1,1%	1,2%
Glencore	1,71	6,6	5,5	5,4	0,4	0,3	0,3	45,1	11,7	10,3	6%	6%	6%	2,2%	5,3%	7,1%
Grupo Mexico	58,00	6,5	5,7	5,6	2,9	2,6	2,5	18,0	10,8	10,9	44%	46%	45%	7,6%	9,3%	10,4%
Kazakhmys	5,50	5,5	4,9	4,5	3,1	2,8	2,5	6,9	6,0	5,3	56%	58%	56%	1,3%	1,4%	1,5%
Rio Tinto	47,30	5,3	5,4	6,3	2,7	2,7	2,9	9,4	10,0	12,1	51%	50%	46%	6,7%	6,5%	5,3%
Southern CC	47,96	12,9	11,2	11,8	5,9	5,4	5,5	31,4	21,3	22,0	46%	49%	47%	2,7%	3,4%	3,2%
Mediana		6,0	5,6	5,6	2,8	2,5	2,4	13,2	11,3	10,9	38%	42%	41%	2,4%	4,1%	3,2%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	451,00	8,3	9,5	9,5	1,6	1,6	1,5	11,4	13,9	13,8	19%	16%	16%	7,8%	7,0%	5,8%
Alcoa	12,59	5,0	3,9	3,7	0,5	0,5	0,5	-	-	28,7	11%	13%	14%	-	-	-
Constellium	8,81	7,3	6,0	4,9	0,7	0,6	0,6	-	11,6	5,6	9%	10%	11%	-	-	-
Kaiser Aluminum	61,44	8,6	7,1	5,8	1,0	0,9	0,8	21,6	13,0	9,7	11%	13%	14%	4,4%	4,7%	5,0%
Norsk Hydro	26,00	5,6	4,6	4,1	0,5	0,5	0,5	33,9	13,6	10,7	9%	10%	11%	4,8%	4,9%	5,2%
Rusal	3,17	18,6	12,6	10,6	1,5	1,3	1,2	8,1	4,4	4,1	8%	11%	12%	0,6%	3,2%	4,9%
Mediana		7,8	6,5	5,3	0,8	0,8	0,7	16,5	13,0	10,2	10%	12%	13%	4,6%	4,8%	5,1%

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		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	24,35	6,2	7,7	8,0	0,7	0,8	0,8	18,0	40,6	30,7	12%	10%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
Acron	6084,00	9,9	8,1	8,2	3,0	2,7	2,5	15,5	10,5	10,9	31%	33%	31%	6,0%	5,9%	5,9%
CF Industries	29,52	9,0	8,8	8,2	3,1	2,9	2,8	18,9	18,8	13,9	35%	33%	34%	4,1%	4,2%	4,1%
Israel Chemicals	12,76	8,3	7,0	6,6	1,5	1,4	1,4	20,0	12,5	11,5	18%	20%	21%	2,6%	3,9%	4,2%
K+S	6,87	9,6	7,5	7,1	1,2	1,3	1,2	-	40,6	14,4	13%	17%	17%	0,8%	1,4%	2,6%
Phosagro	2858,00	6,3	6,0	5,7	2,0	1,9	1,8	13,0	11,3	9,4	32%	32%	32%	5,1%	4,1%	5,8%
The Mosaic Company	19,34	8,9	6,9	6,1	1,4	1,3	1,3	64,9	18,0	12,5	16%	19%	21%	1,1%	1,1%	1,3%
Yara International	346,10	6,4	6,0	5,7	1,2	1,1	1,0	11,7	10,3	9,4	18%	18%	18%	4,7%	5,3%	6,4%
Mediana		8,6	7,3	6,8	1,5	1,4	1,3	18,0	15,3	12,0	18%	20%	21%	3,3%	4,0%	4,2%

Wycena spółek spożywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Kemel	39,70	5,9	5,1	4,7	0,6	0,6	0,5	8,6	4,5	4,4	9%	11%	11%	2,4%	2,5%	2,3%
Agrana Beteiligungs	16,80	8,7	7,5	6,8	0,6	0,6	0,6	21,8	16,1	15,3	7%	8%	9%	4,6%	6,0%	6,0%
Bunge Limited	51,39	10,7	9,7	9,6	0,4	0,4	0,4	14,5	11,7	10,7	3%	4%	4%	4,1%	4,0%	4,8%
Cosan	66,24	6,8	5,9	5,6	0,6	0,5	0,5	23,4	12,9	12,3	9%	9%	9%	2,3%	2,7%	3,4%
MHP	5,60	4,9	4,5	4,3	1,1	1,0	1,0	-	9,8	5,9	22%	23%	24%	5,0%	5,0%	13,4%
Nisshin Oillio	3100,00	7,7	7,7	7,4	0,5	0,5	0,5	12,7	12,0	11,6	6%	7%	7%	2,6%	2,6%	2,6%
Suedzucker	14,30	11,2	7,6	6,8	0,8	0,8	0,7	-	20,1	13,4	7%	10%	11%	1,4%	1,8%	2,3%
Wilmar Int.	4,65	14,7	13,8	13,0	0,9	0,9	0,8	17,2	15,8	14,4	6%	6%	6%	2,7%	2,9%	3,0%
Mediana		8,2	7,5	6,8	0,6	0,6	0,6	15,8	12,5	12,0	7%	8%	9%	2,6%	2,8%	3,2%

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
Złoto	WISDOMTREE 2X DAILY LONG SILVER (4RUE GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0V9Y57	4RUE:GR
	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 Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnty, 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 Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnty, 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.

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, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, 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, NVAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprezem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnty, Tarczyński, Ten Square Games, 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 zianą akcji: BOŚ, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NVAI 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

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę Klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.



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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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