

wtorek, 17 listopada 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

Sentyment do spółek energetycznych, zarówno w Europie jak i USA pozostaje pozytywny, a zwrot od początku listopada sięga odpowiednio +10% i +7%. Ceny energii na rynku niemieckim wzrosły powyżej 40 EUR/MWh, za sprawą kontynuacji odbicia notowań uprawnień do emisji (obecnie >27 EUR/t). W Polsce kontrakt roczny ustabilizował się w okolicach 220 PLN/MWh, co oznacza dalszą presję na marżę elektrowni węglowych, gdyż trudno oczekiwać aby w przyszłym roku zmieniły się istotnie ceny węgla w umowach z PGG. Pozytywną informacją dla sektora jest przesunięcie procedowania skargi Tempus Energy ws. rynku mocy, ale oczywiście i tak kluczową kwestią jest teraz tempo procesu separacji aktywów węglowych. Zawirowania wokół unijnego budżetu wprowadzają dodatkową niepewność w zakresie możliwości finansowania polskiej transformacji.

Rynek paliwowy

Doniesienia o wysokiej skuteczności przygotowywanych szczepionek oraz przekonanie o wydłużeniu limitów produkcyjnych przez OPEC na najbliższym posiedzeniu kartelu windują ceny ropy Brent powyżej 44 USD/Bbl. W takim otoczeniu modelowa marża rafineryjna w ostatnich dniach znów spadła poniżej zera. Niemniej jednak uważamy, że w średnim terminie przy normalizacji trendów w transporcie oraz planowanych wyłączeniach mocy rafineryjnych (w deklaracjach już >1 mb/d) rentowność przerobu powinna się odbudowywać. Zapasy produktów gotowych kontynuują spadki, zarówno w USA jak i Europie, co też jest pozytywnym sygnałem w otoczeniu przywróconych lockdownów. Nadal wygląda dyferencjał U/B (-0,3 USD), co jest konsekwencją wciąż mniejszej dostępności ropy rosyjskiej na Bałtyku. W petrochemii po lepszym odczycie sprzed tygodnia, tym razem zanotowaliśmy korektę marż modelowych. Na rynku gazu w Europie ceny lekko rosną (>14 EUR/MWh), pomimo mocniejszej korekty w USA, ale bufor na parytecie importowym LNG wciąż jest jeszcze spory.

Rynek metali

Dobre dane o produkcji przemysłowej (+6,9% r/r) i sprzedaży detalicznej (+4,3% r/r) z Chin za X'20 sprzyjają miedzi, która przebiła psychologiczną barierę 7000 USD/t. Wzrosty cen mają miejsce mimo wysokiej liczby otwartych pozycji spekulacyjnych netto (61 tys. sztuk). W ubiegłym tygodniu monitorowane zapasy miedzi na giełdach spadły o 5% t/t (z czego najwięcej w Szanghaju). W bieżącym tygodniu (środa po sesji) KGHM poda wyniki za 3Q'20. Mimo dynamicznie drożących metali w 3Q'20 (+9% Cu, +40% Ag, +26% Au) wynik EBITDA według nas wzrośnie jedynie o 14% r/r, czemu winne są słabe dane produkcyjne. Mocne zachowanie cen cynku (ponad 2600 USD/t) sprzyja Stalprodukt na 4Q'20.

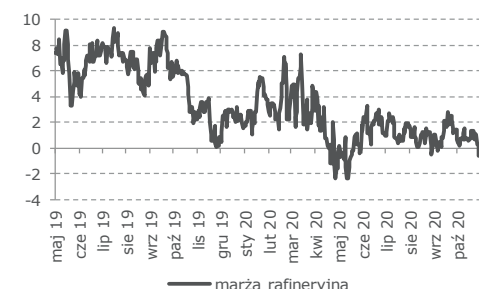
Rynek węgla koksowego

Ceny stali kontynuują wzrost (pozytywnie dla Cognor, Arcelor Mittal). Na rynku chińskim dalej spadają zapasy stali, rosną z kolei ceny koksu, co niestety nie ma wpływu na ceny węgla koksowego na rynku zamorskim. W bieżącym tygodniu (w czwartek po sesji) JSW przedstawi wyniki za 3Q'20. Oczekujemy, że Grupa zanotuje stratę na poziomie EBITDA oraz wzrost zadłużenia netto. Zarząd może zapowiedzieć, że wkrótce Spółka otrzyma pomoc w ramach tarczy PFR (2 mld PLN), co może łagodzić negatywną reakcję na wyniki.

Rynek spożywczy

Ceny produktów rolnych utrzymują wysokie poziomy (cukier, zboża, oleje roślinne), co sprzyja Astarte i Kernelowi. Wyższe ceny produktów rolnych praktycznie nie przekładają się na wzrost cen nawozów (negatywnie dla Grupy Azoty, Yara).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

Drożejąca ropa psuje marże

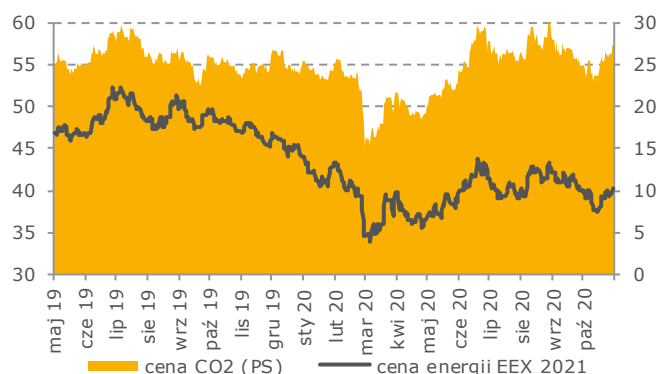
Pozytywne informacje dotyczące szczepionek dają nadzieję na powrót do normalności na rynku transportowym, w szczególności w przewozach lotniczych. Taka perspektywa to bardzo dobra informacja dla rafinerii, szczególnie tych eksponowanych bardziej na średnie destylaty. Niestety w pierwszej kolejności na te doniesienia reaguje cena ropy, co skutecznie utrudnia odbudowanie się marży rafineryjnej na rynku spot.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

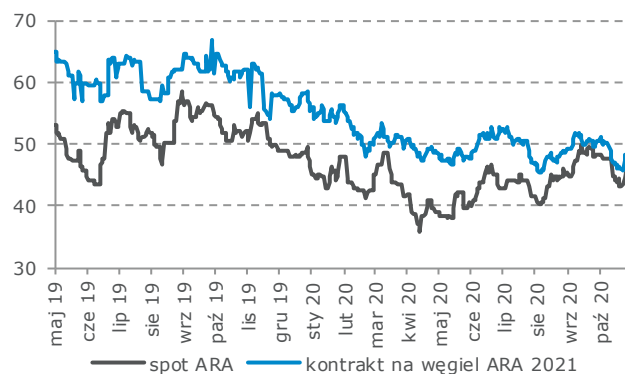
Spółka	1W	YTD
Ciech	-5,1%	-27%
PGNiG	-2,6%	9%
PCC Rokita	-2,4%	-1%
Enea	-1,0%	-33%
CEZ	0,0%	0%
Kruszwica	0,0%	23%
Energia	0,1%	17%
ZE PAK	0,2%	30%
JSW	0,5%	-8%
Tarczyński	0,7%	-6%
Kęty	1,3%	45%
Orzeł Biały	1,4%	-1%
Boryszew	1,6%	-31%
Grupa Azoty	2,0%	-13%
Tauron	2,1%	30%
PGE	2,4%	-24%
ZCh Police	2,7%	10%
LW Bogdanka	3,6%	-50%
Kernel	4,4%	-4%
KGHM	5,4%	52%
Alumetal	5,5%	0%
ZA Puławy	6,9%	-1%
Lotos	7,2%	-57%
Tupras	8,1%	-30%
PKN Orlen	9,9%	-41%
Astarta	10,9%	59%
MOL	11,5%	-35%
IMC	12,0%	21%
OMV	18,1%	-40%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	2,2%	-10%
Chemia	-0,5%	-16%
Energia	1,6%	-8%
Paliwa	5,6%	-35%
Spożywczy	3,9%	3%
Surowce	5,2%	44%
Ukraina	8,2%	13%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	3,7%	14%
Oil & Gas E&P	11,1%	-41%
Refining EU	8,5%	-33%
Refining US	11,2%	-37%
Agri & Food	0,9%	-1%
Kauczuki	2,7%	-7%
Nawozy	7,8%	0%
Chemicals EU	0,4%	13%
Industrials EU	1,0%	2%
Petchem World	3,6%	0%
Utilities EU	1,9%	10%
Utilities US	+2,4%	+5%

Energetyka

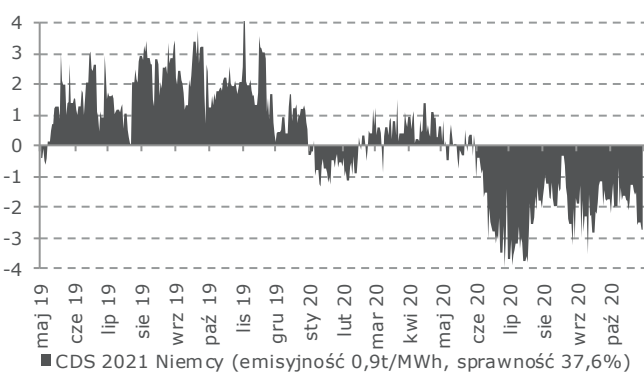
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



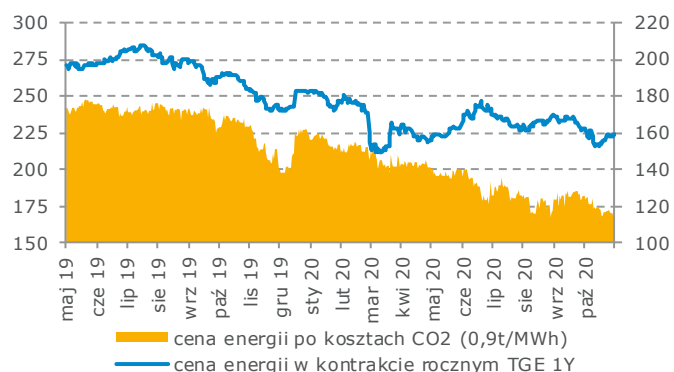
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



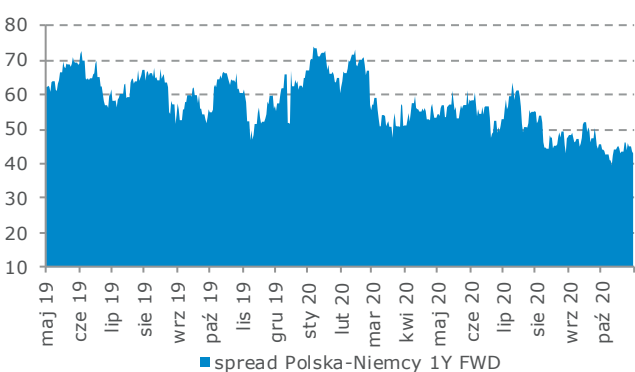
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



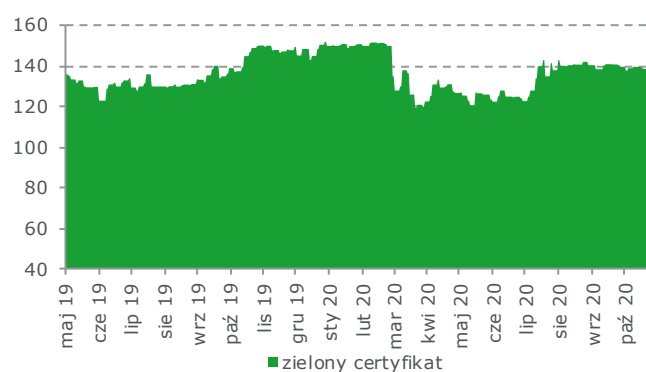
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



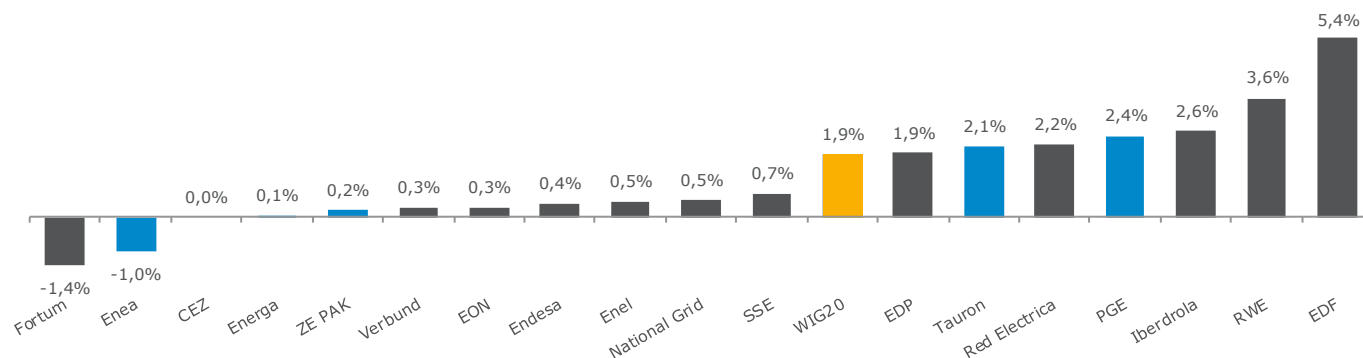
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



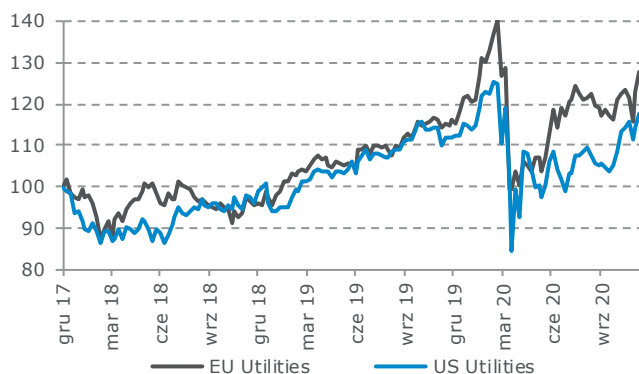
Tygodniowy performance spółek energetycznych



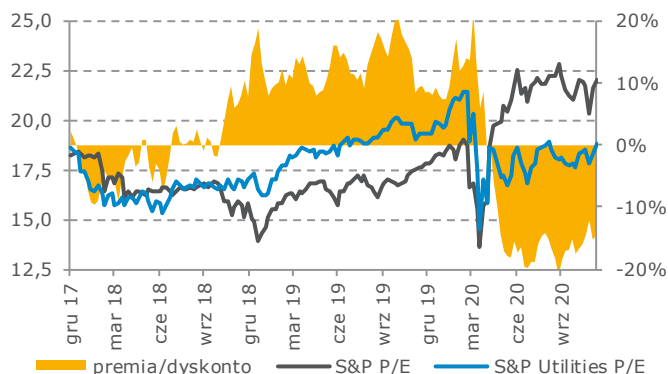
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

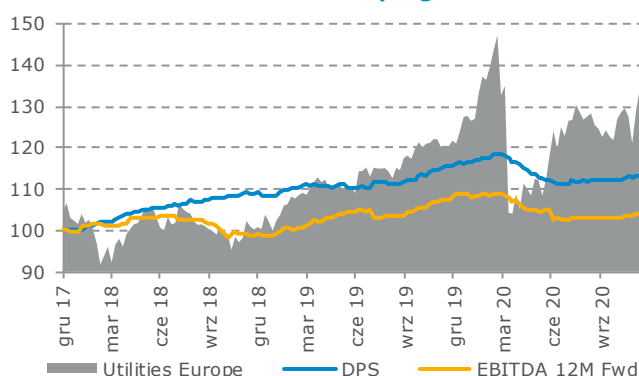
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



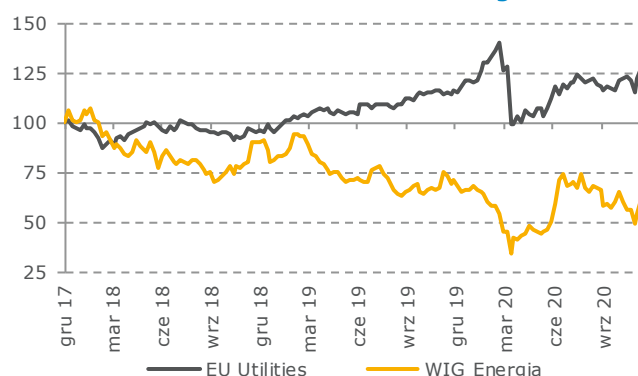
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



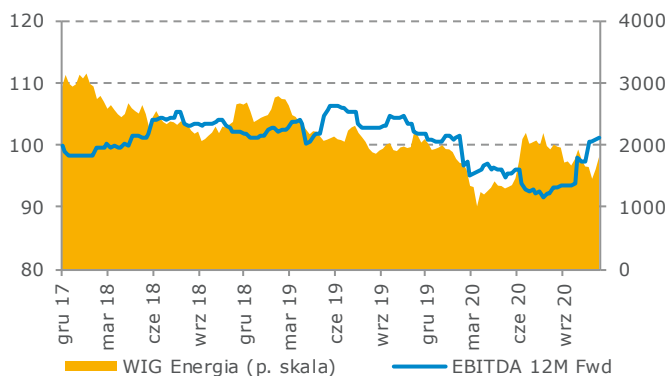
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



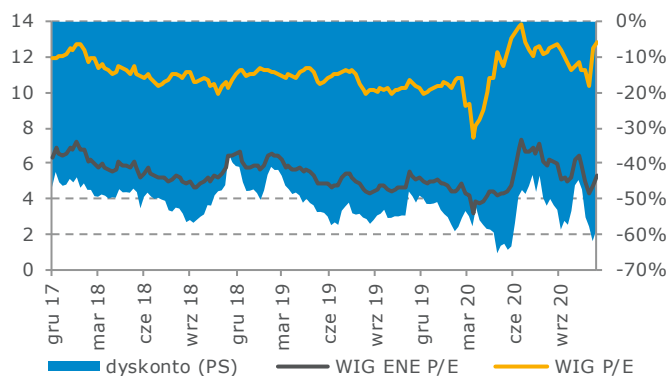
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



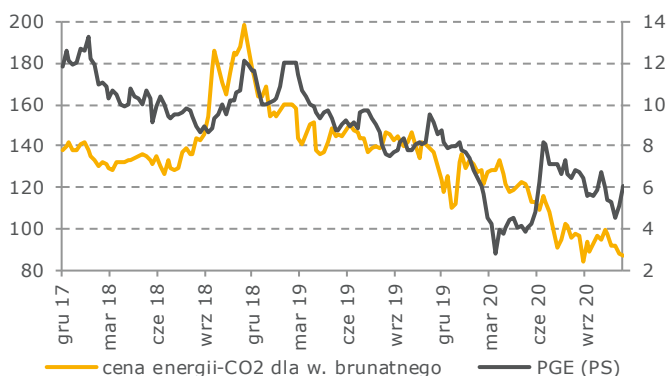
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



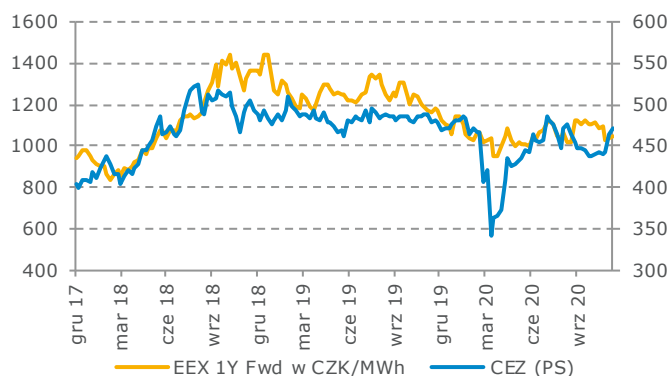
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



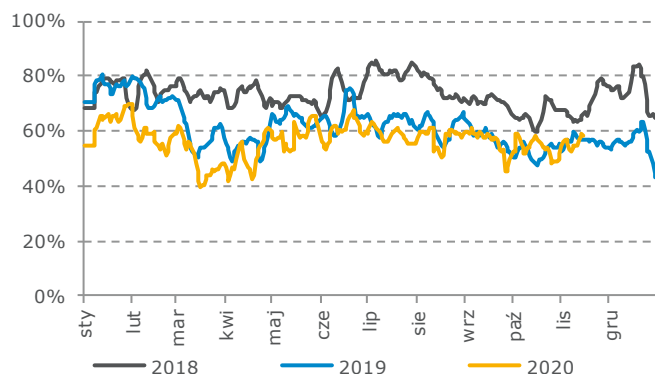
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



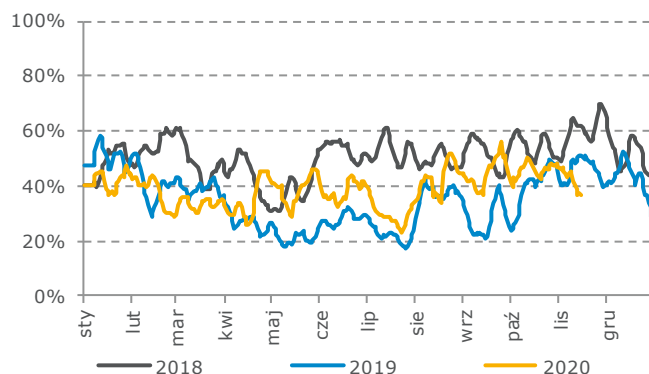
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

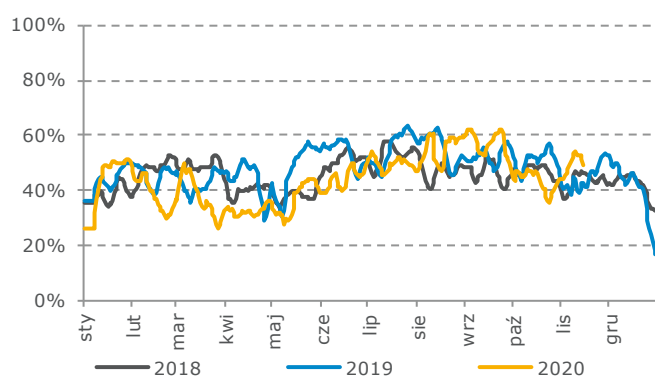
Load factor elektrowni Bełchatów



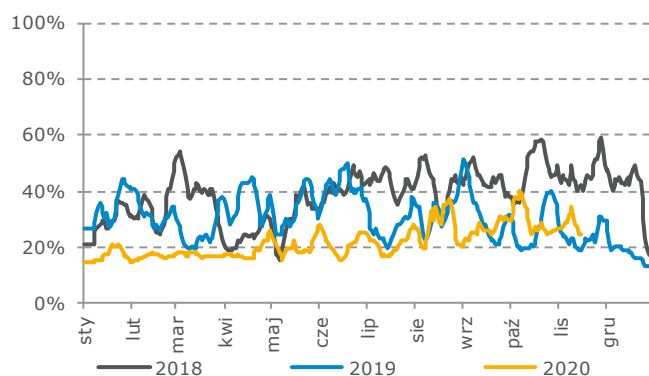
Load factor elektrowni Turów



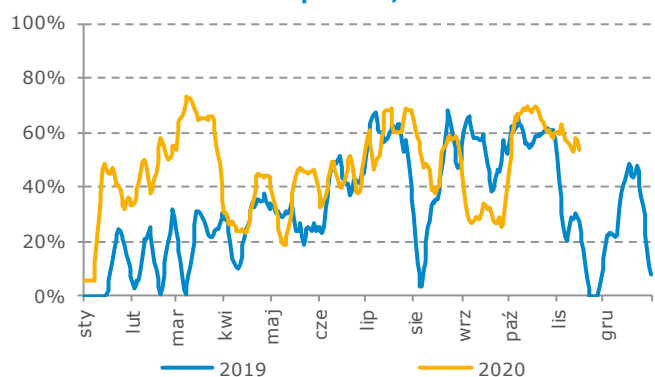
Load factor elektrowni Kozienice



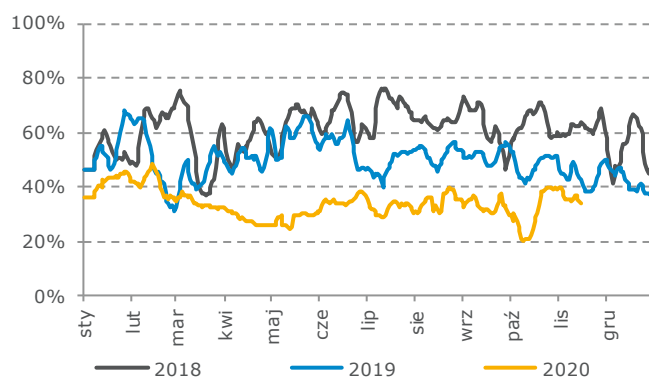
Load factor elektrowni Jaworzno



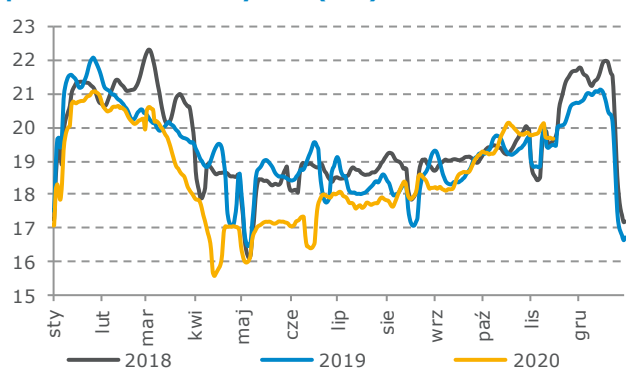
Load factor elektrowni Opole B5/B6



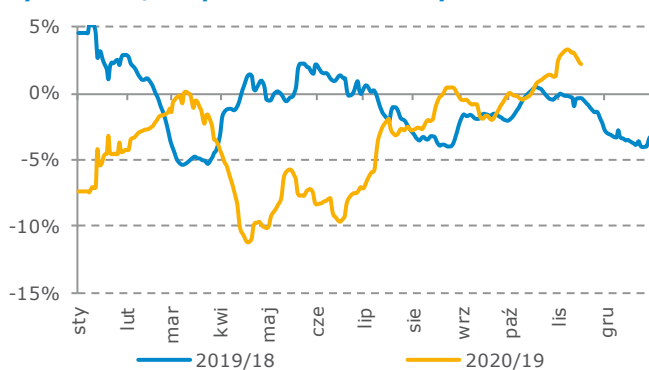
Load factor elektrowni Połaniec



Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)



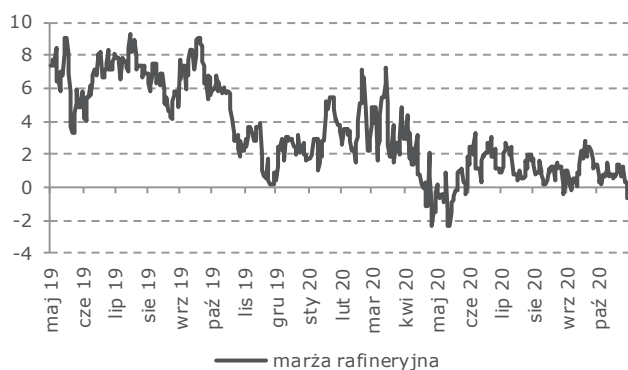
Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE



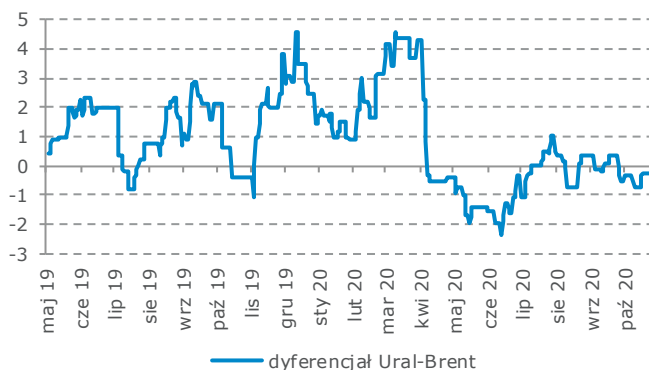
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

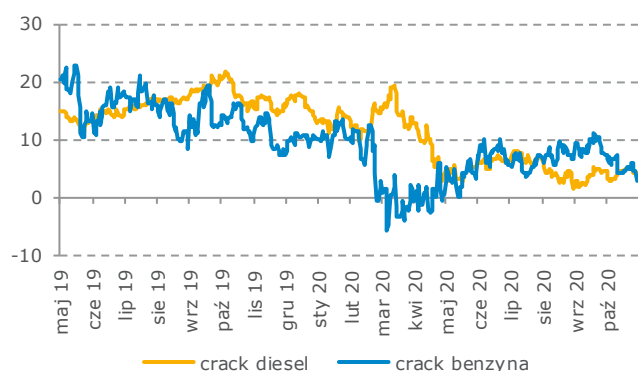
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



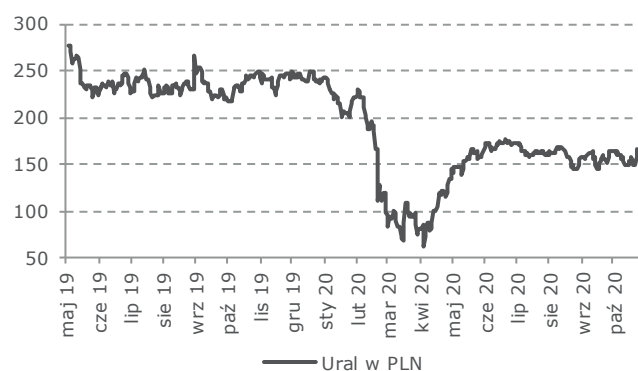
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



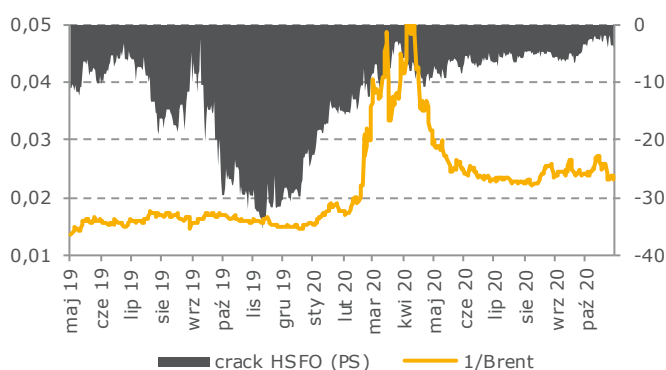
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



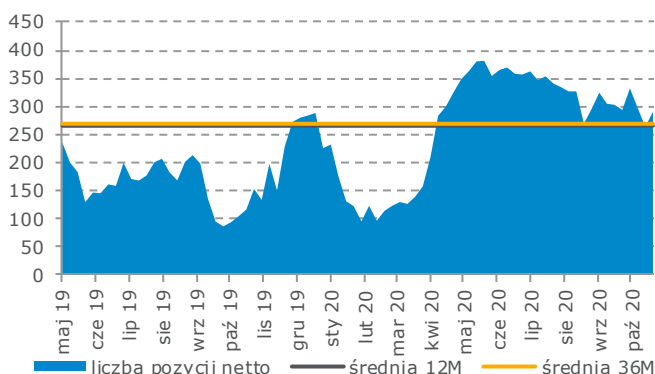
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



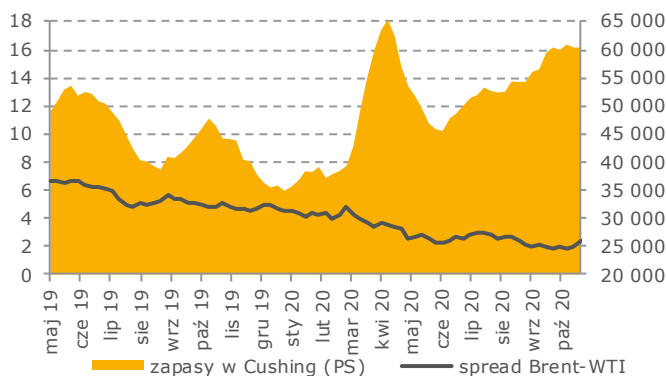
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



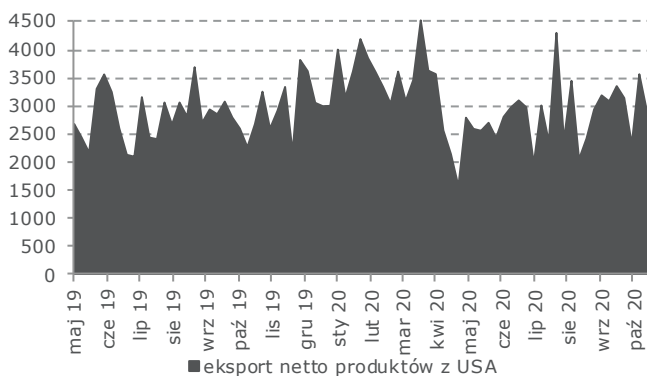
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



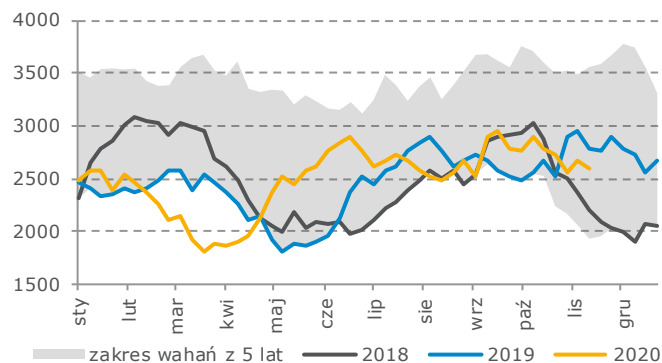
Eksport netto paliw z USA



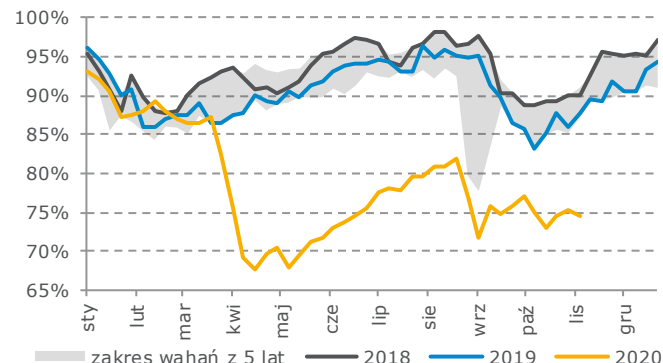
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

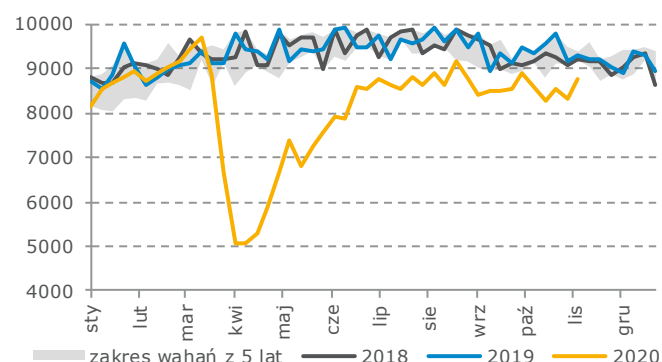
Zapasy diesla w portach ARA



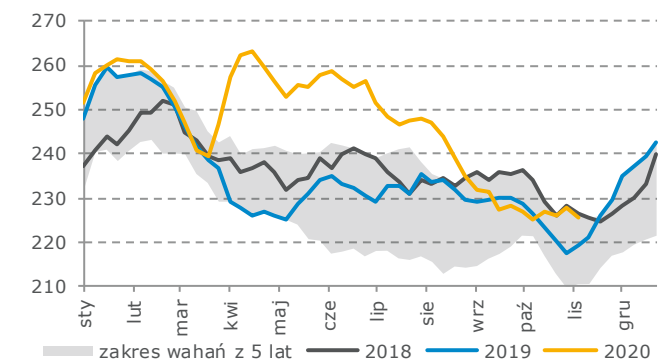
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Popyt na benzynę w USA



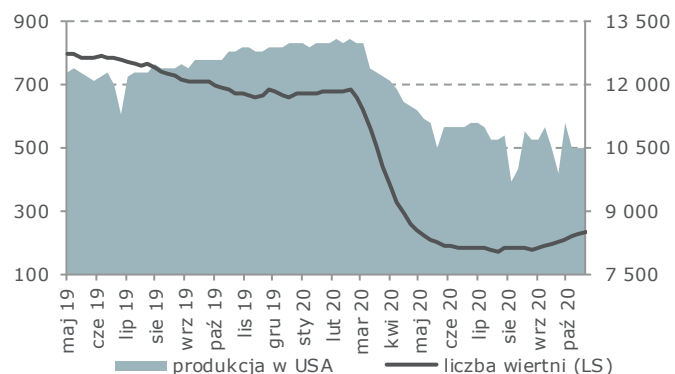
Zapasy benzyny w USA



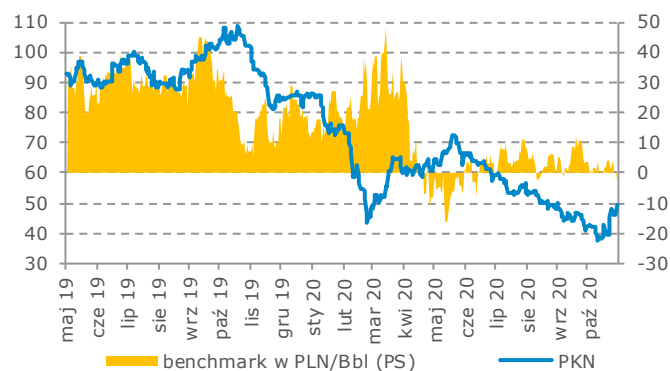
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



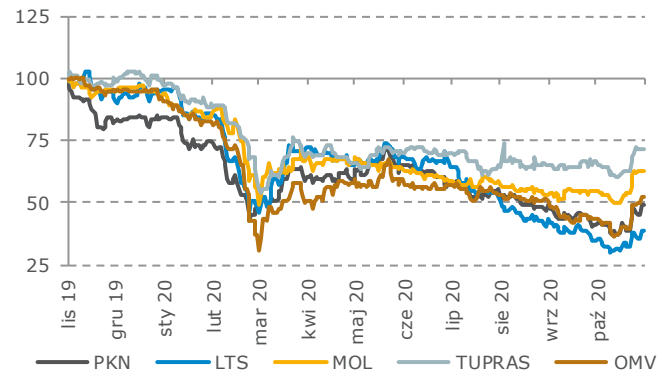
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



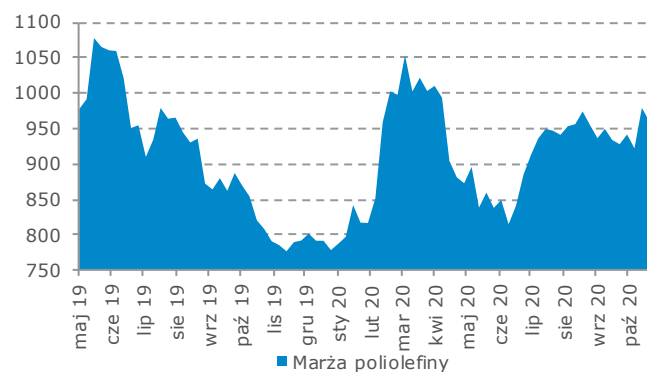
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



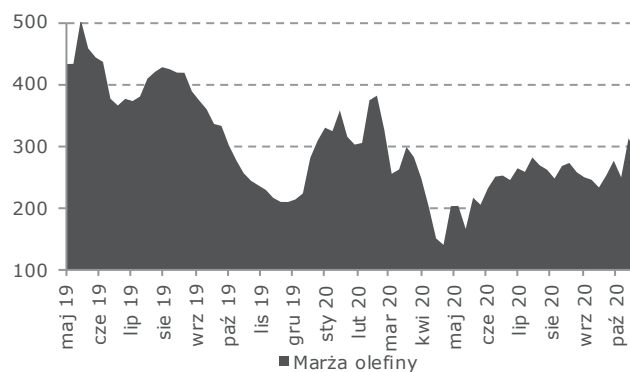
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

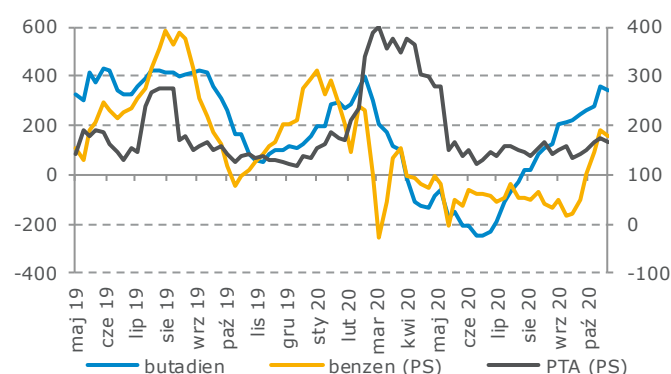
Marża petrochemiczna poliolefiny



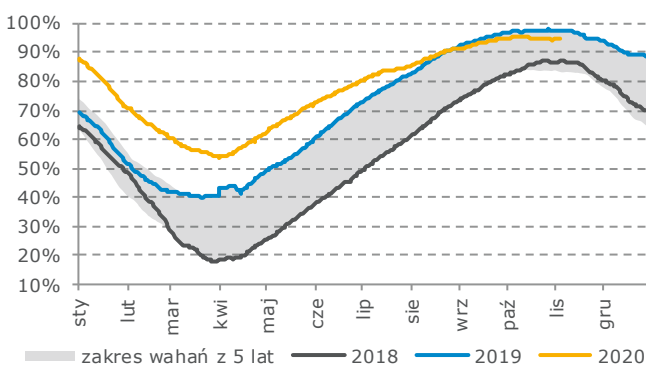
Marża petrochemiczna olefiny



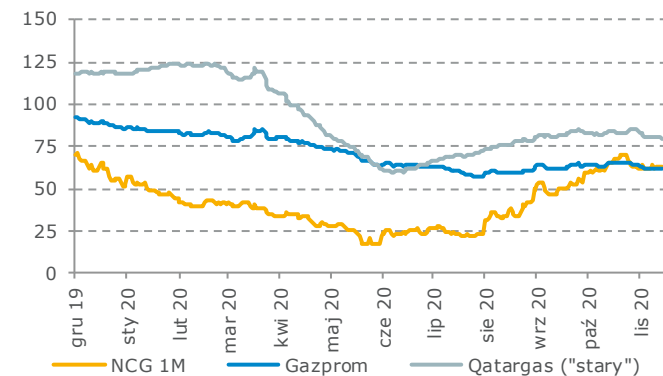
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



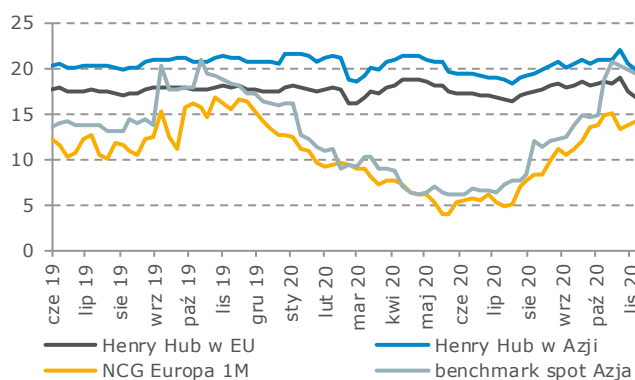
Napełnienie magazynów gazu w UE



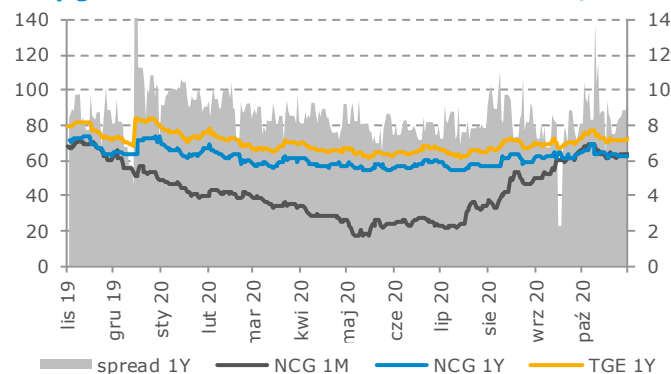
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



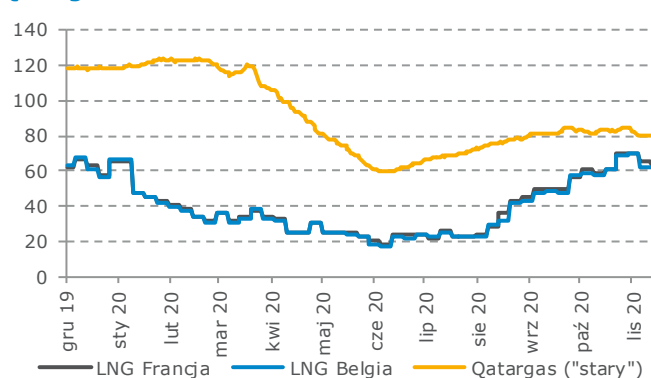
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



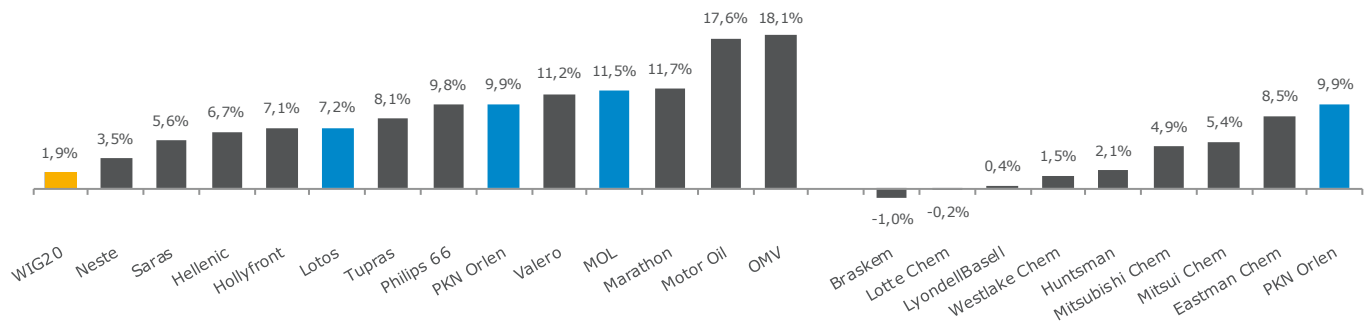
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



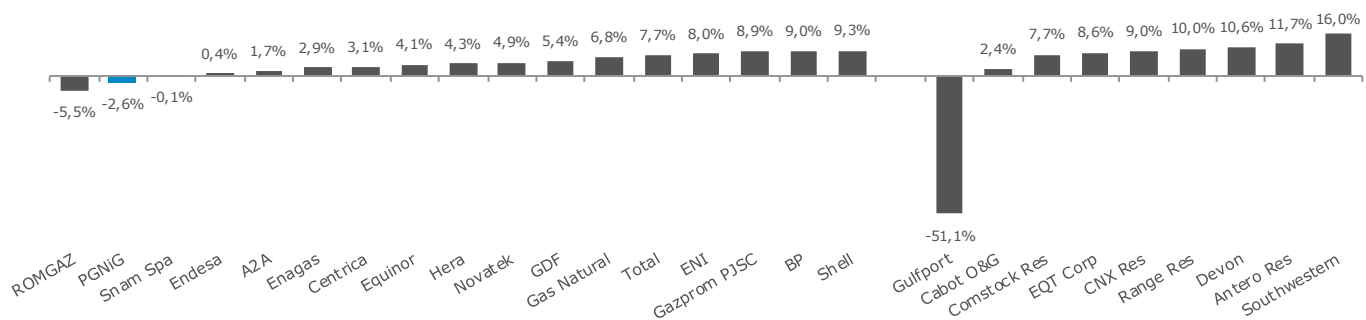
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

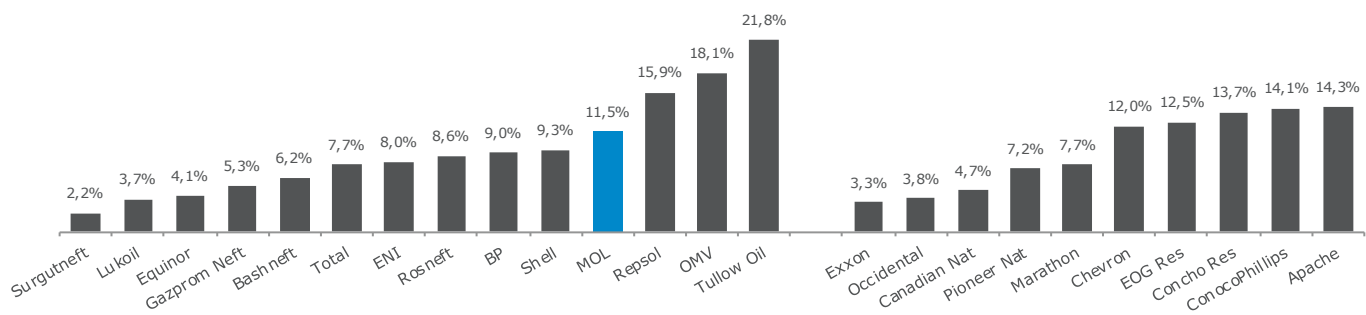
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



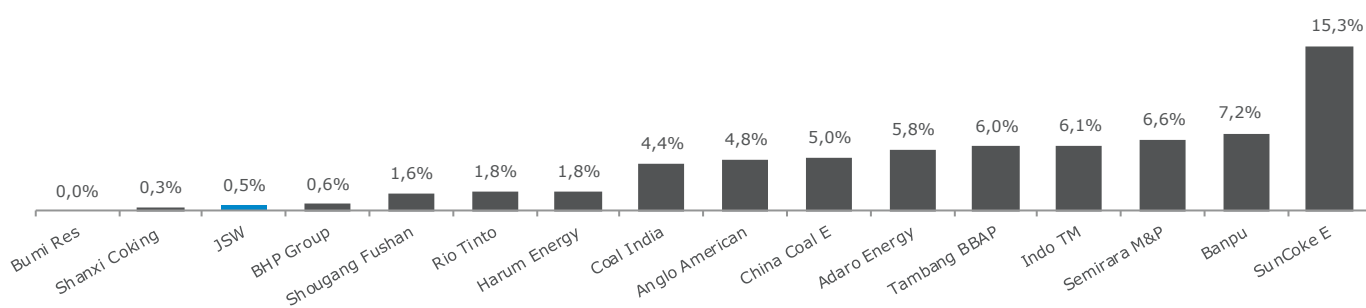
Spółki gazowe



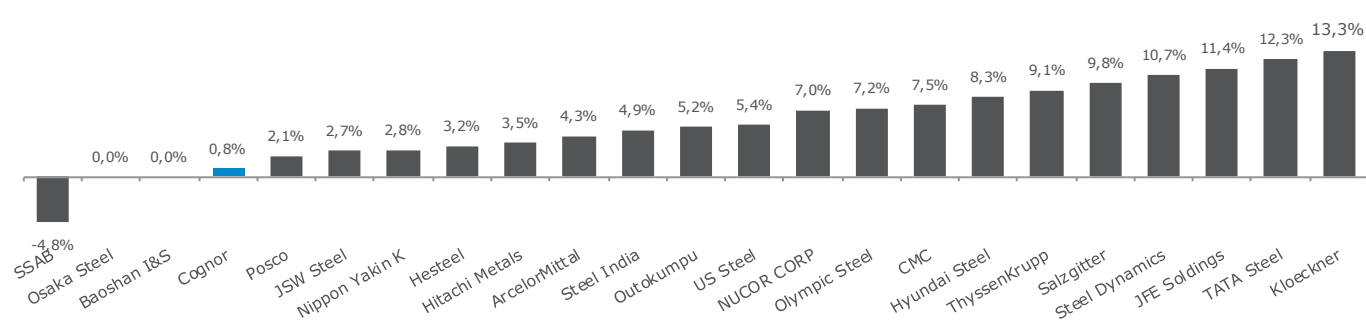
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



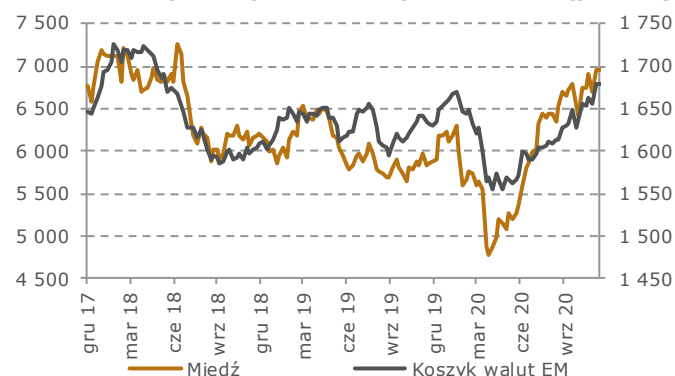
Producenci i dystrybutorzy stali



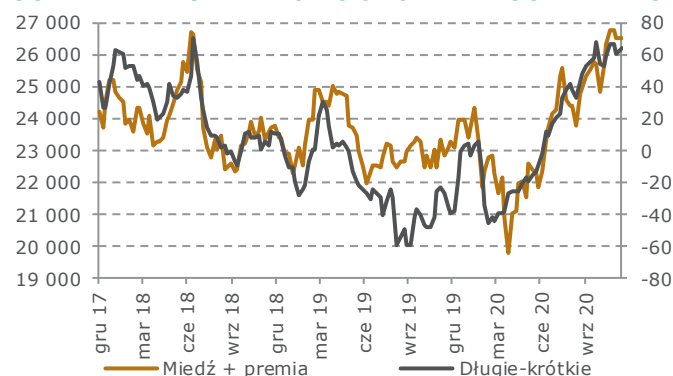
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



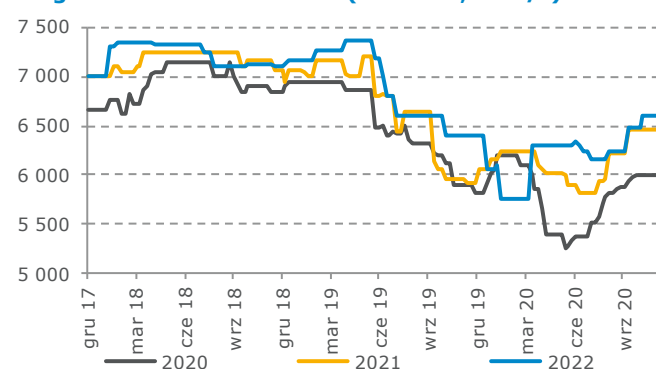
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



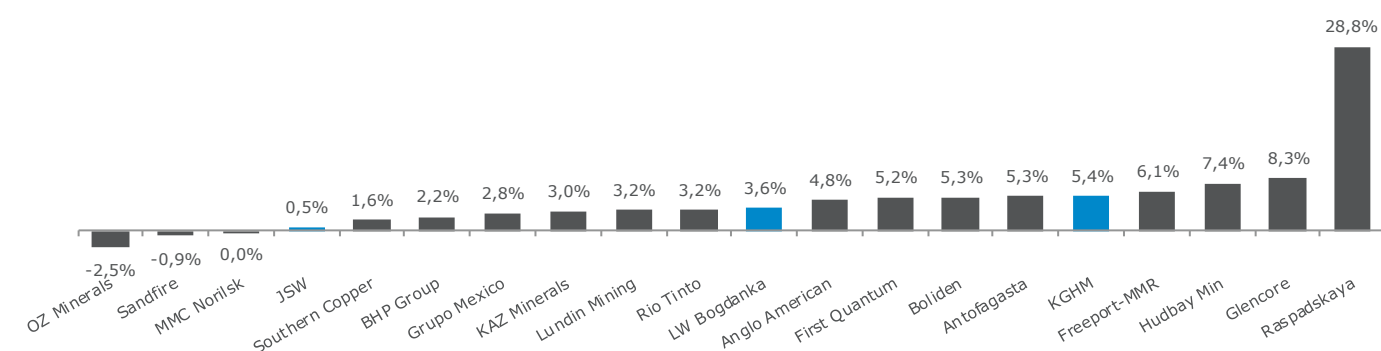
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



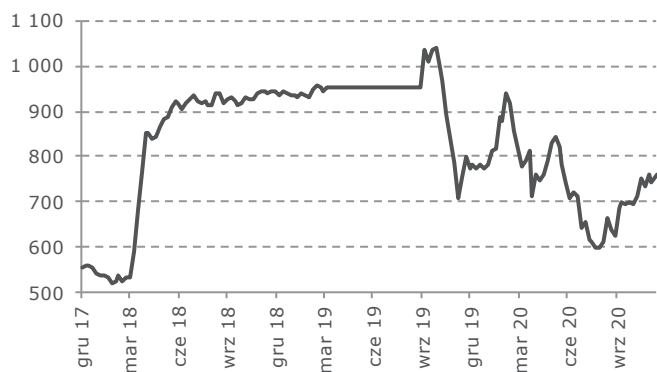
Tygodniowy performance spółek surowcowych



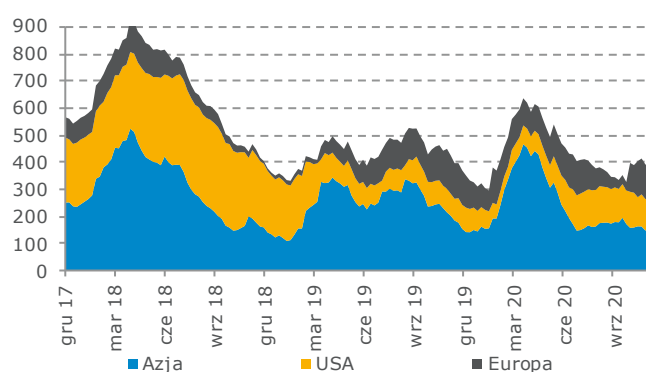
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

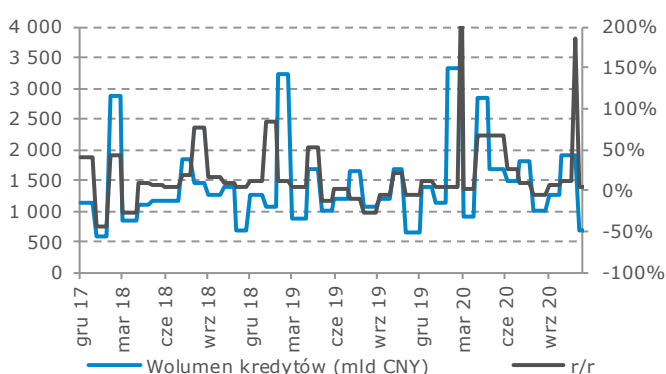
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



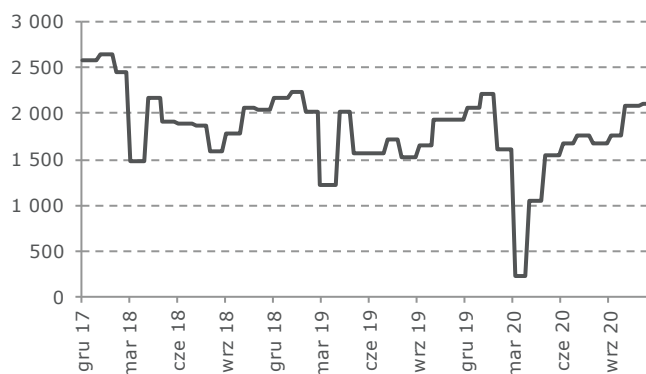
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



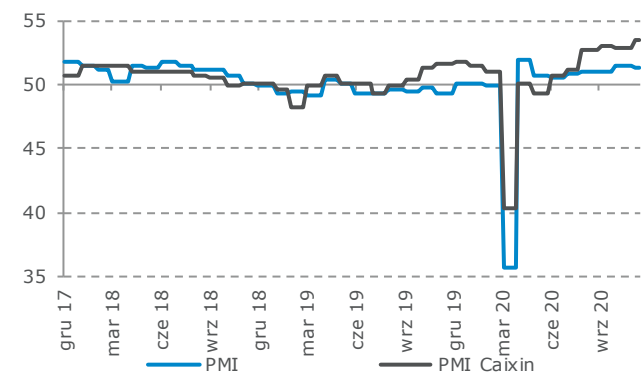
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



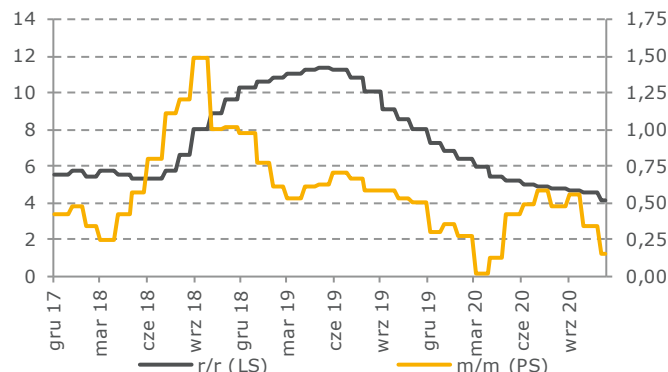
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



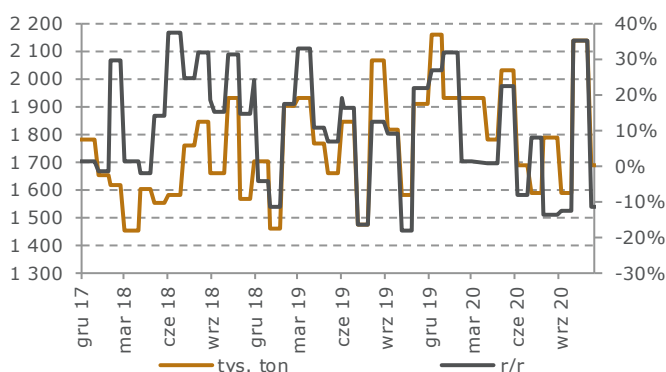
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



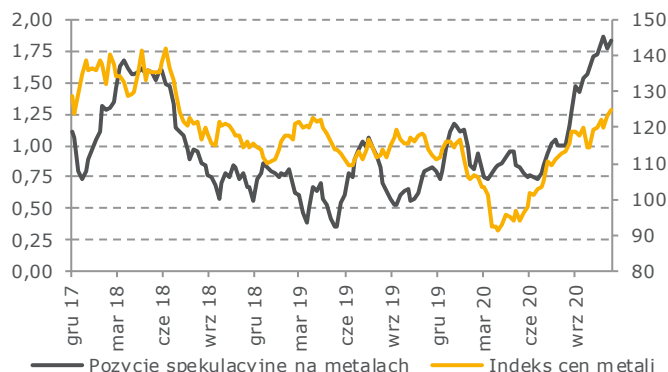
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin



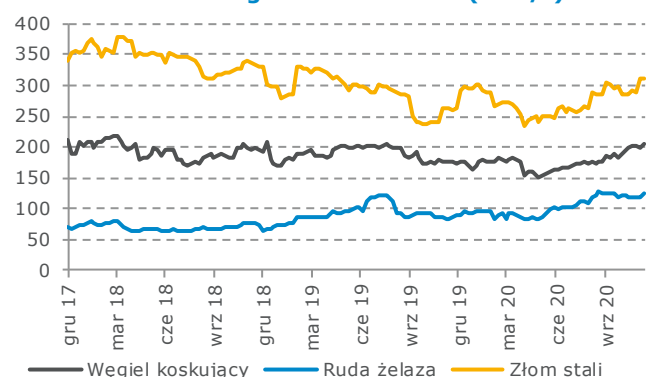
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



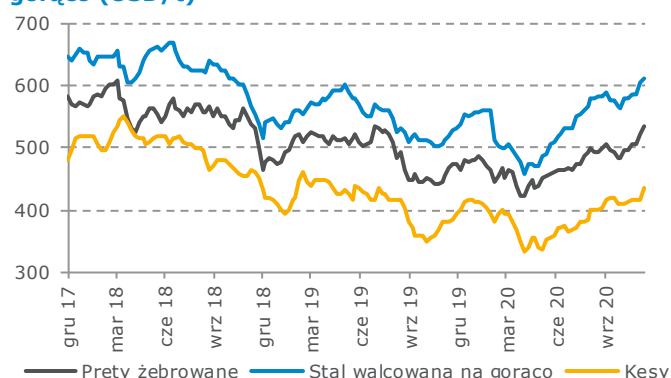
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

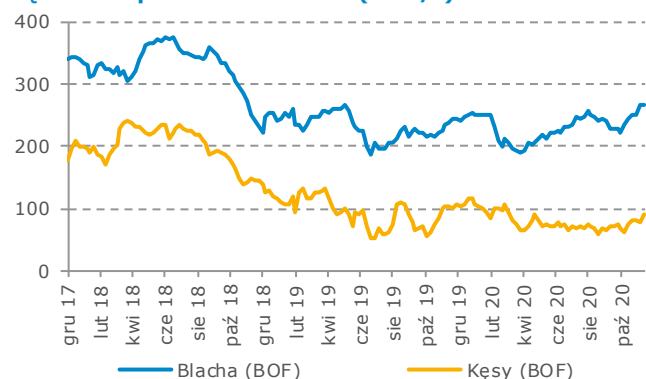
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



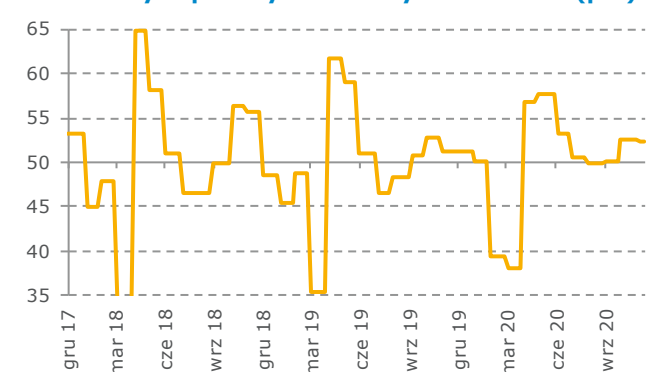
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



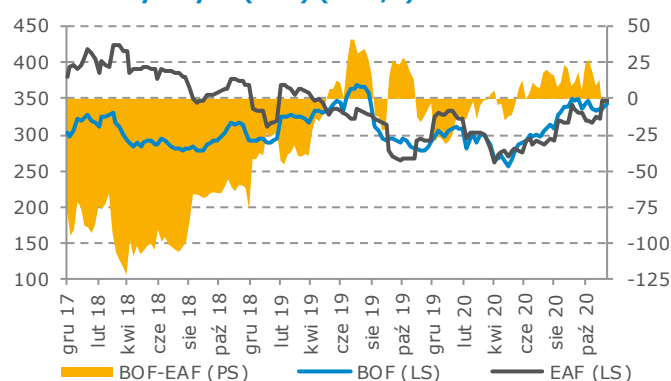
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



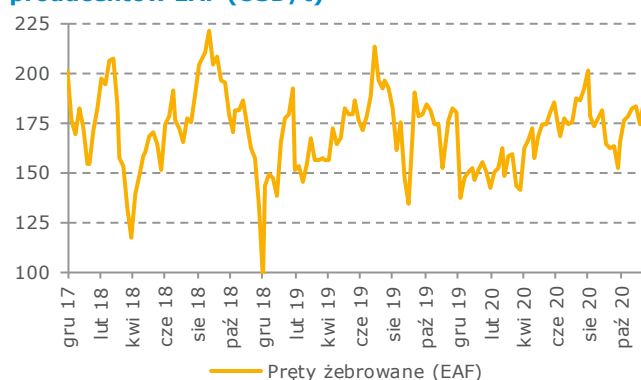
PMI cenowy w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



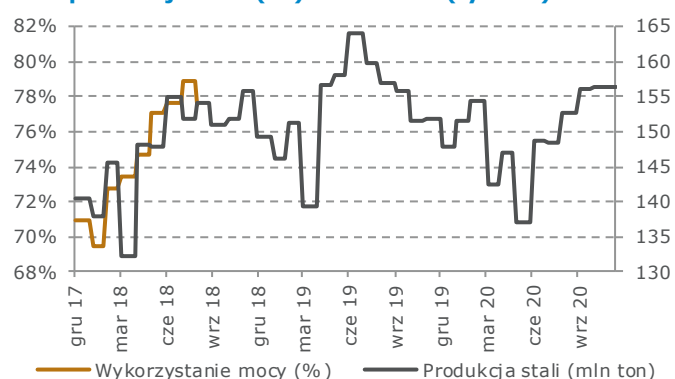
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



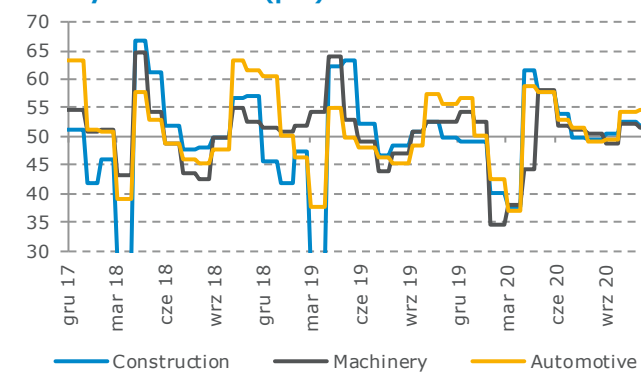
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



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

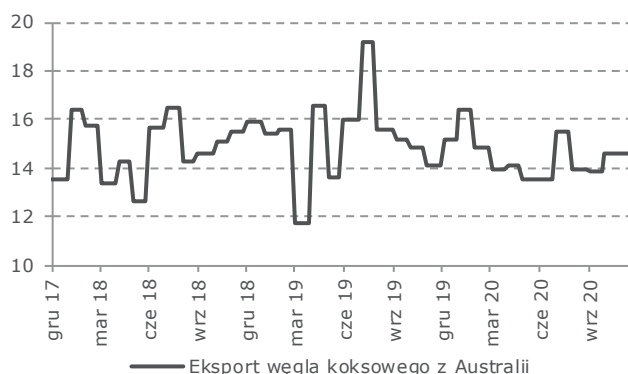


Wybrane komponenty PMI cenowego w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

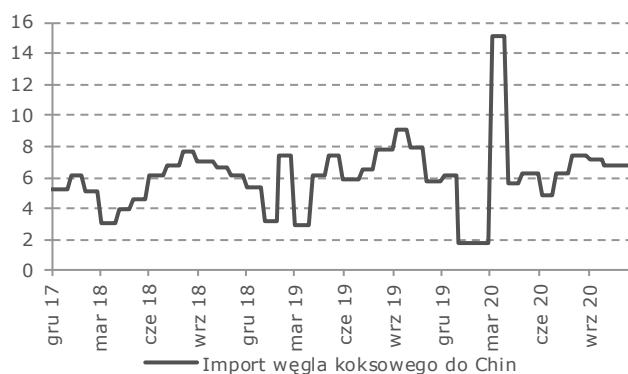


Surowce (stal)

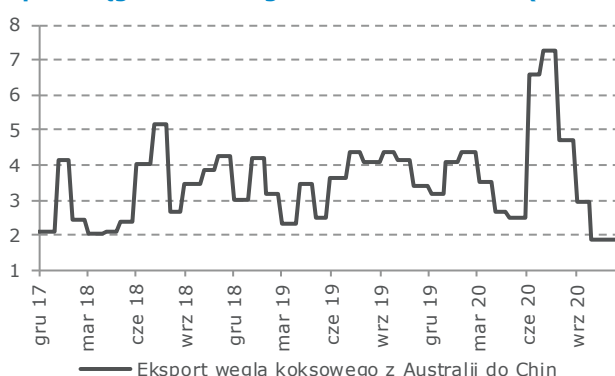
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



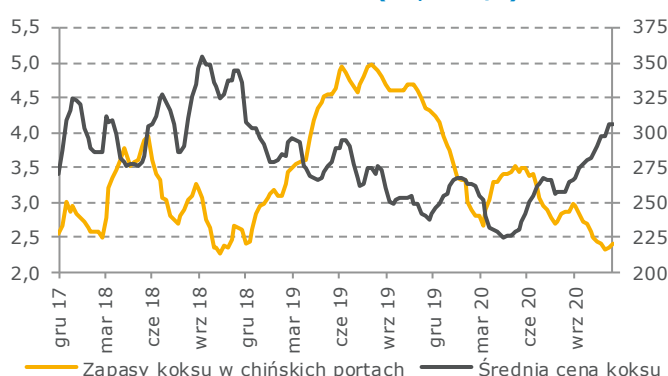
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



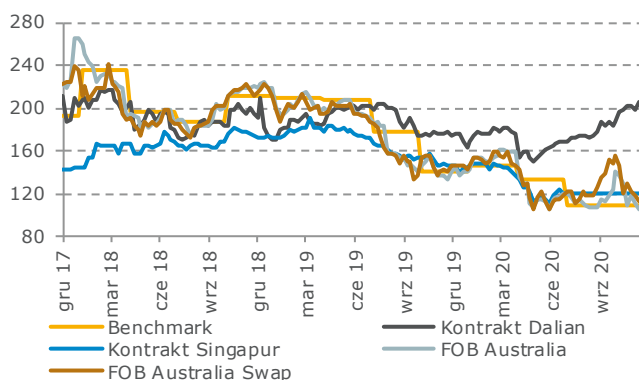
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



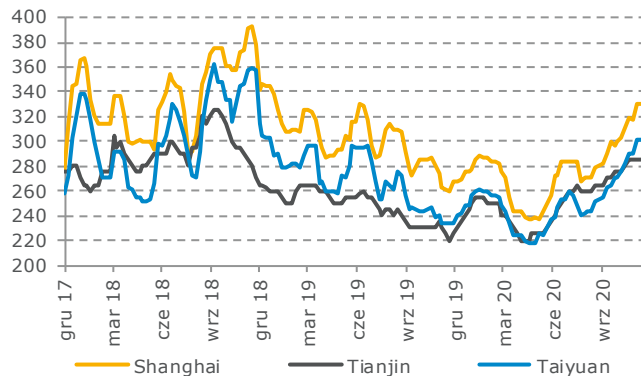
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



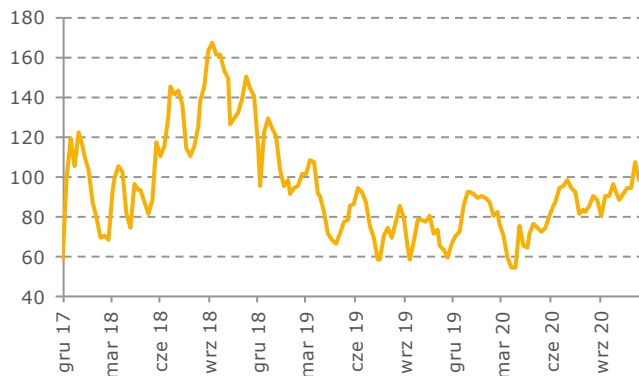
Ceny węgla koksowego (USD/t)



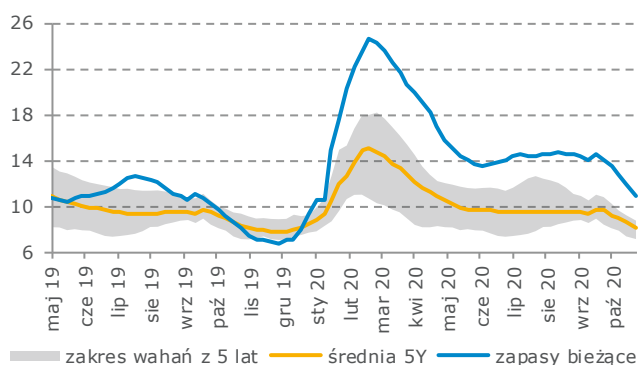
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



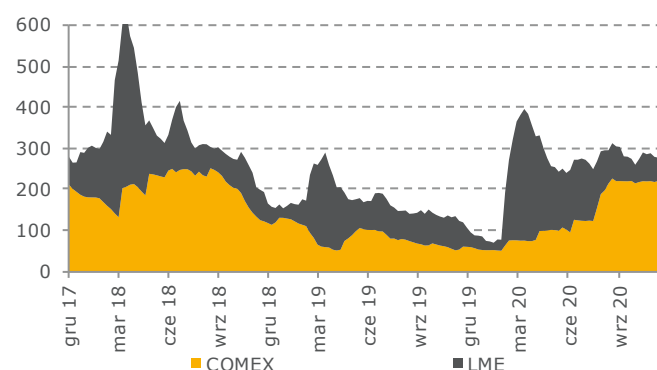
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



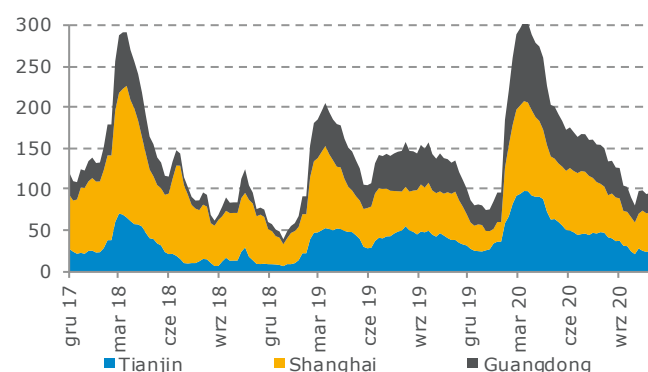
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

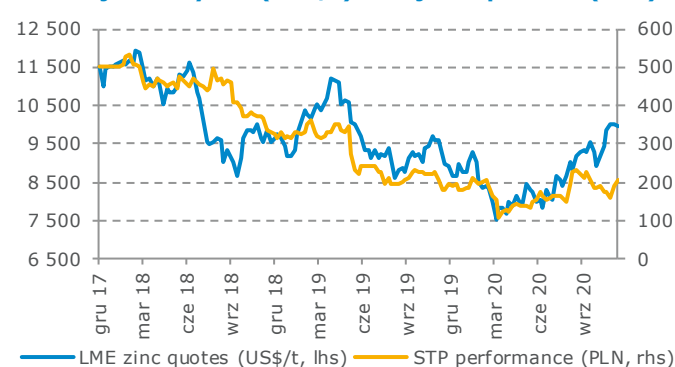
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



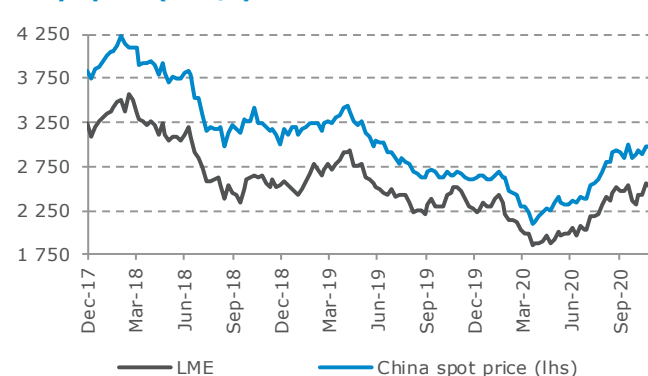
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



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



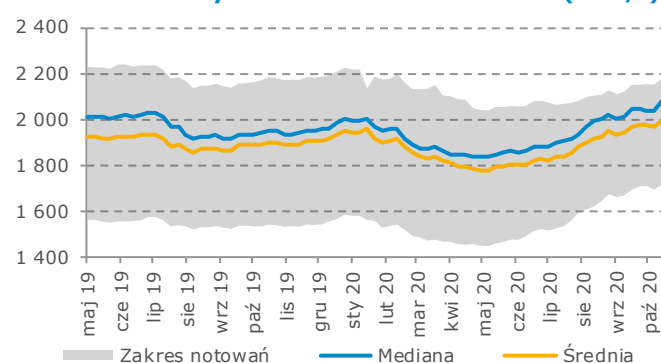
Ceny cynku (USD/t)



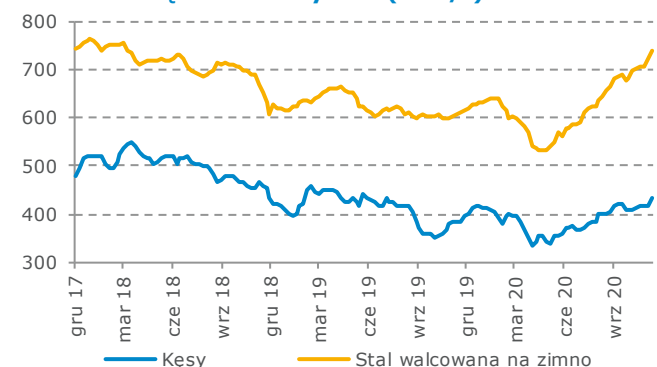
Ceny cynku (PLN/t)



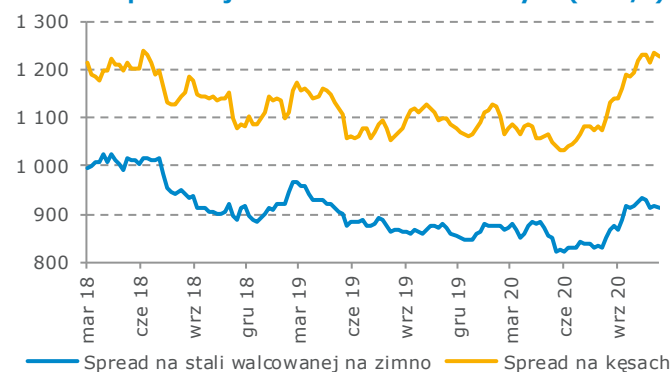
Notowania blachy elektrotechnicz. w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



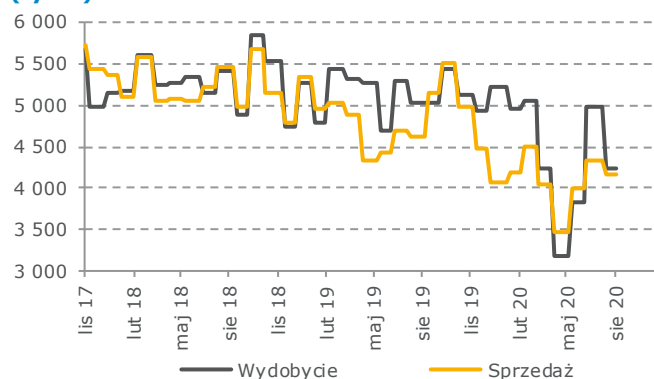
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



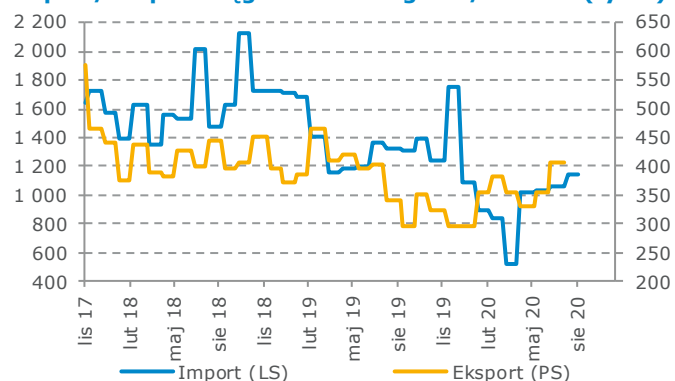
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

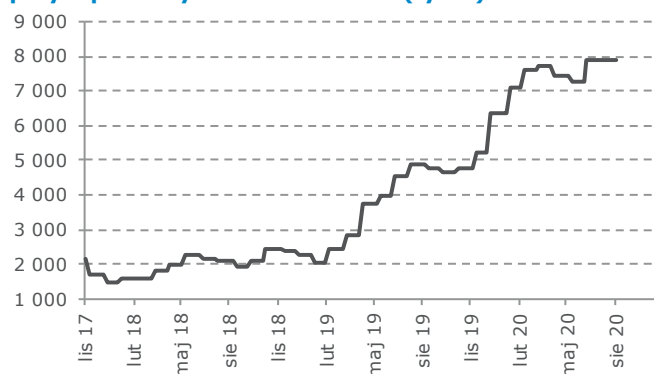
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



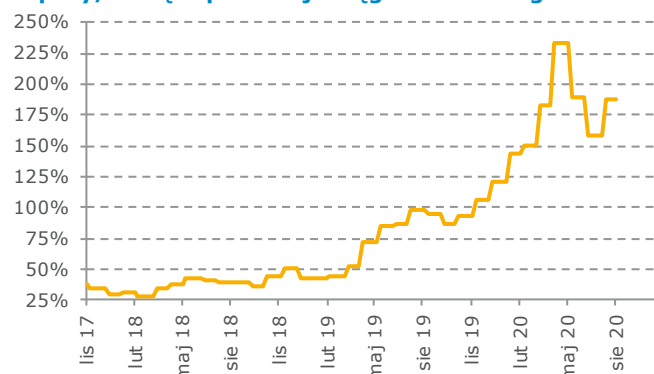
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



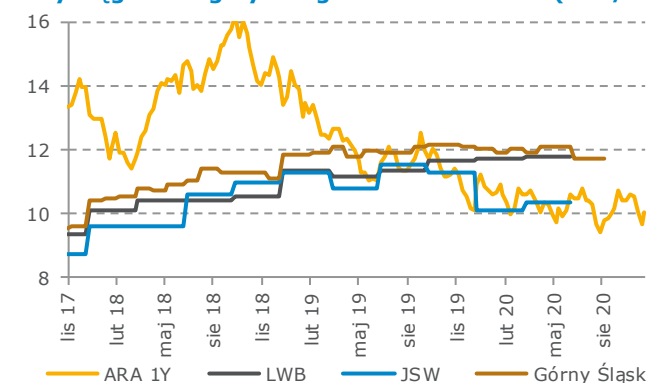
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



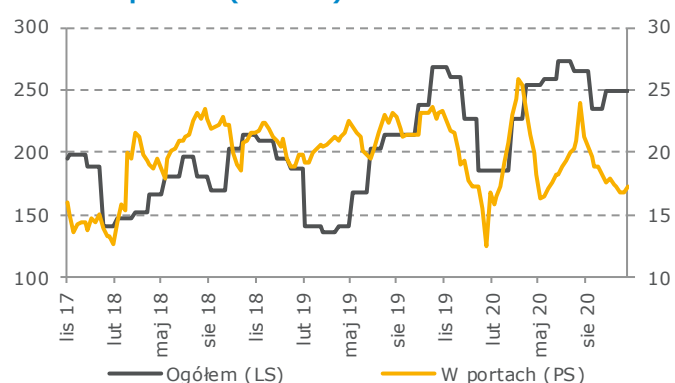
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



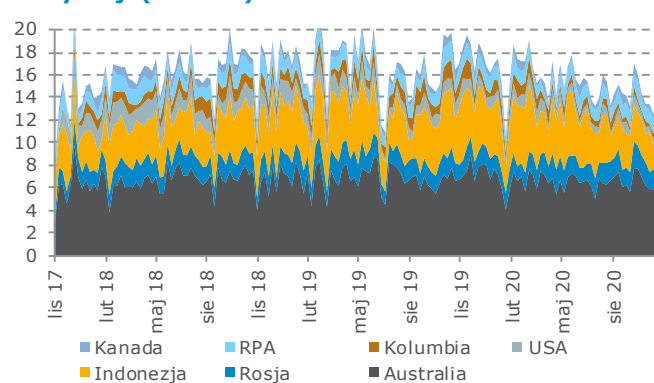
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



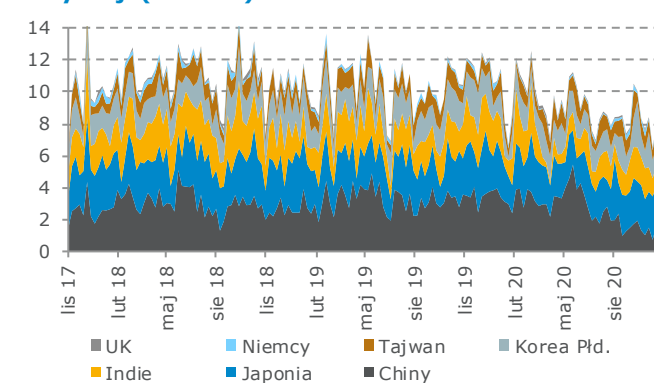
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



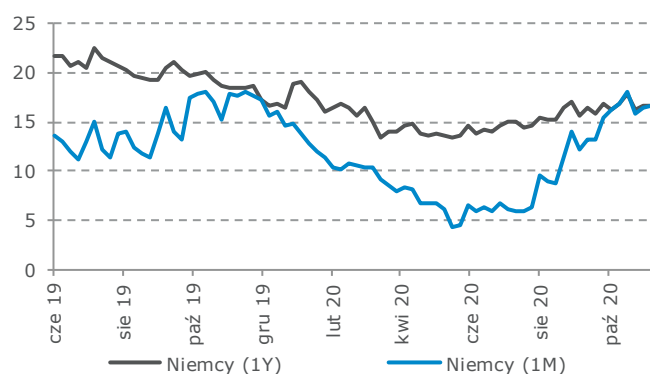
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



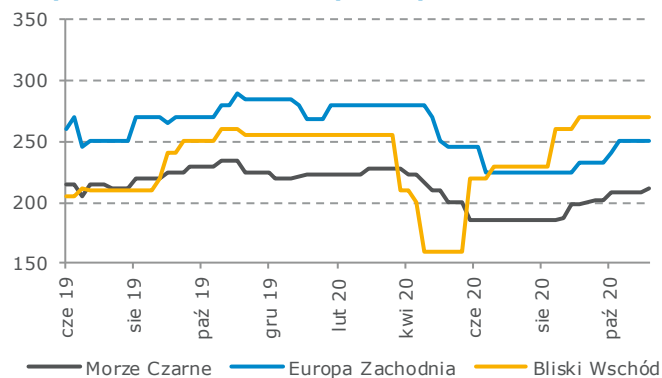
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

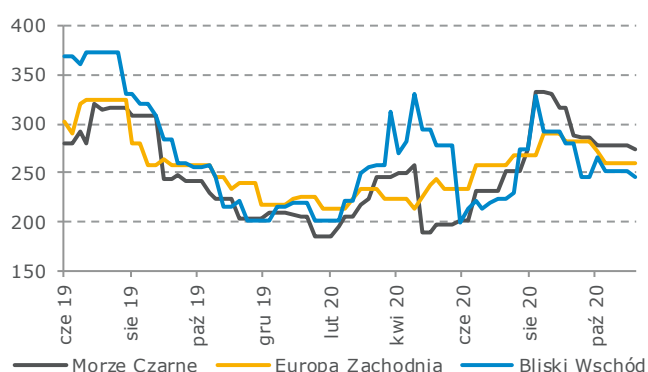
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



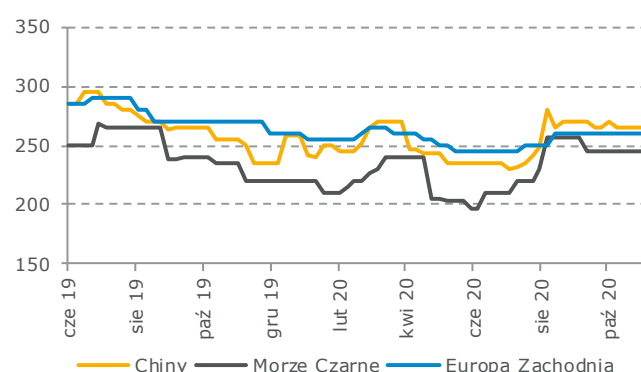
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



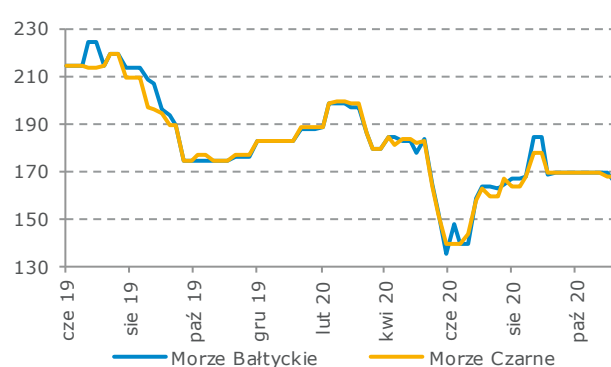
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



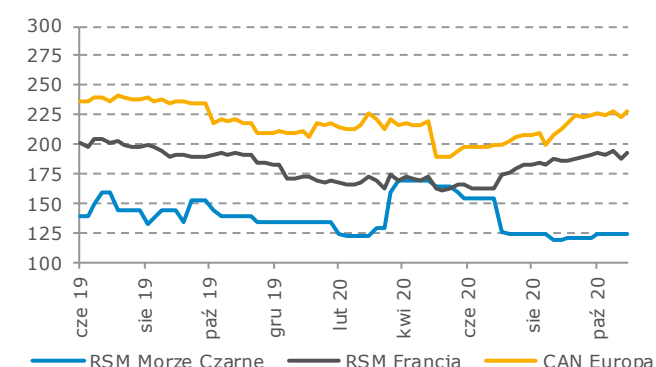
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



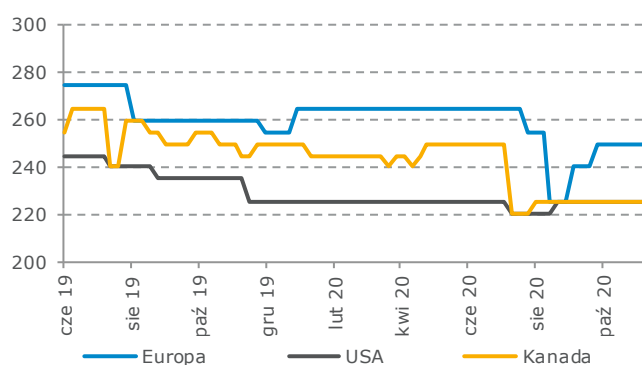
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



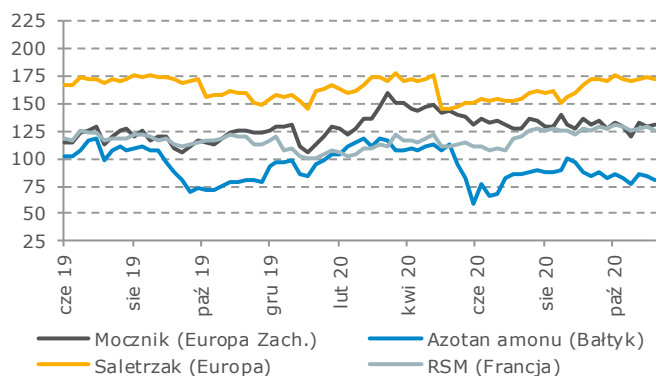
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



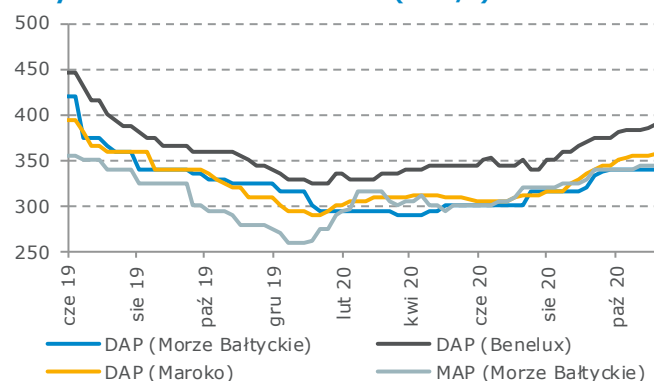
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



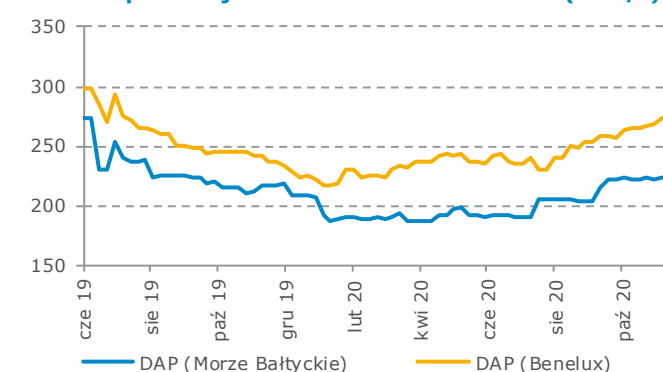
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

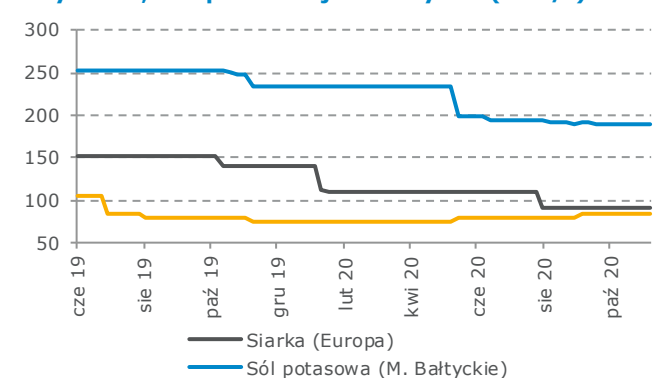
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



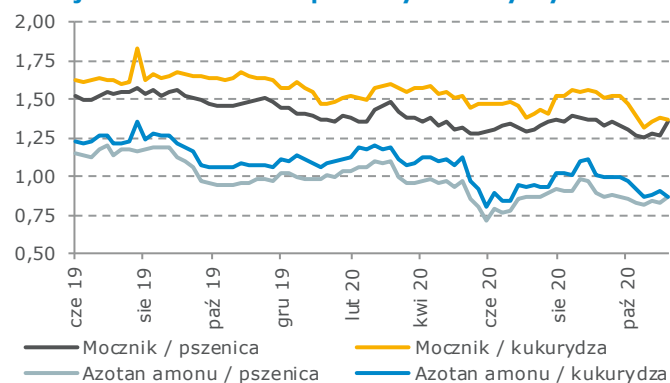
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



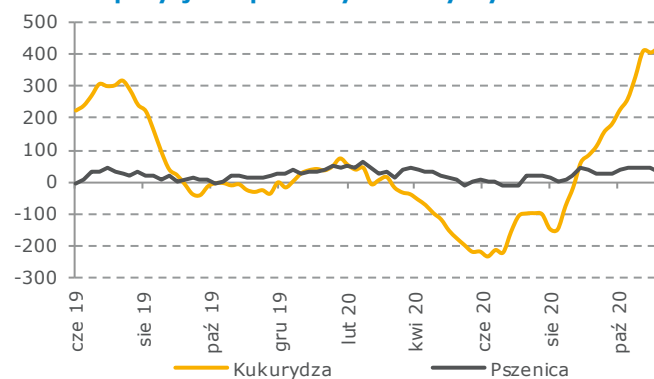
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



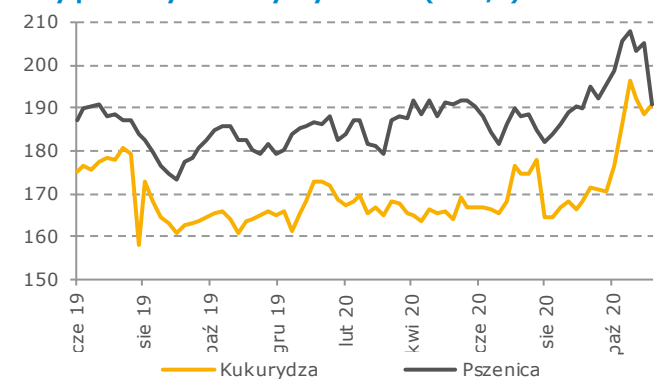
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



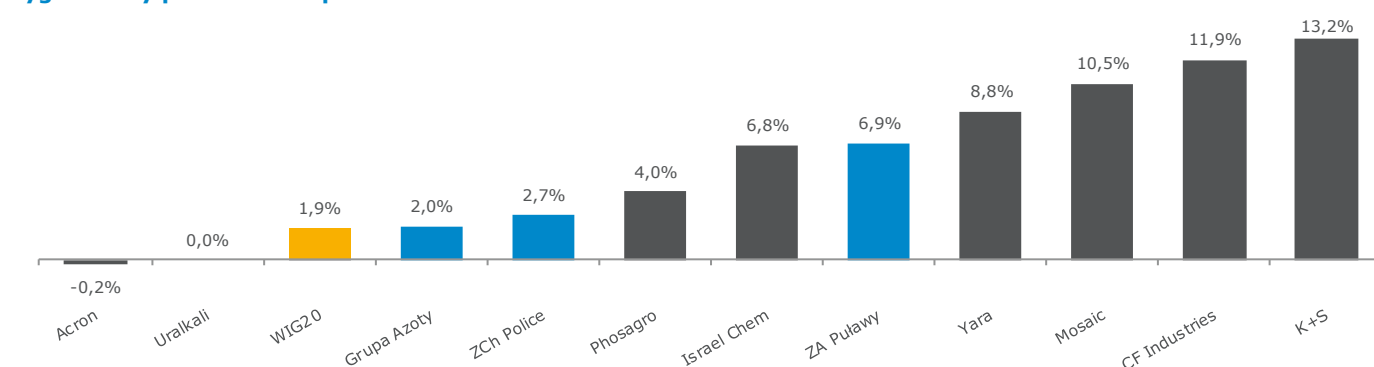
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



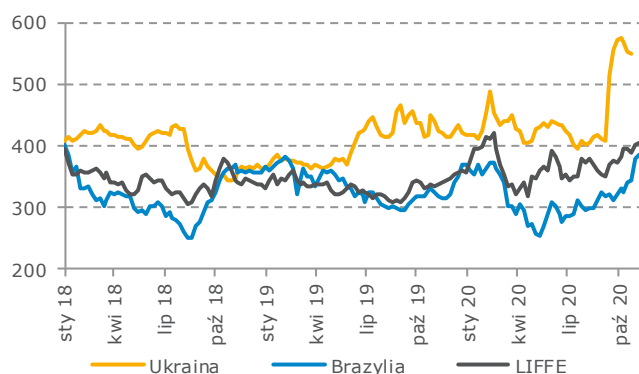
Tygodniowy performance producentów nawozów



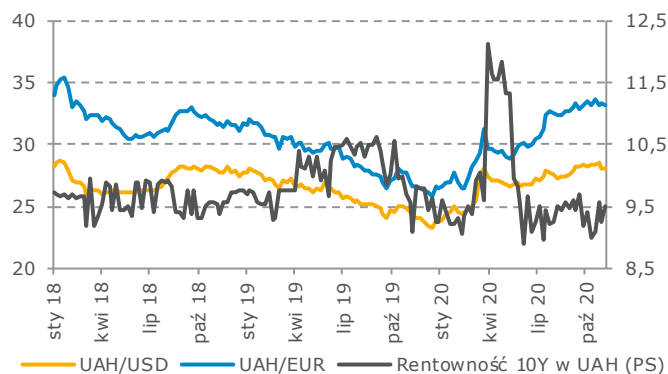
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

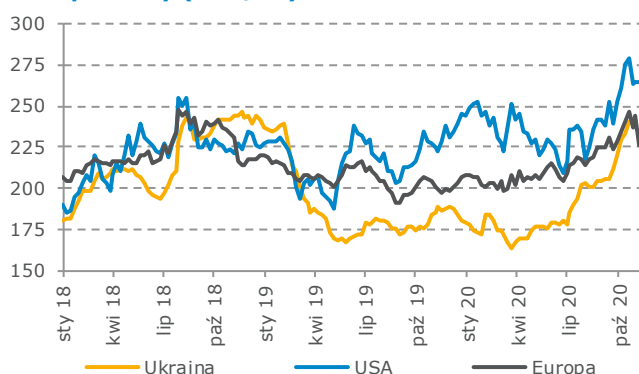
Cena cukru (USD/Mt)



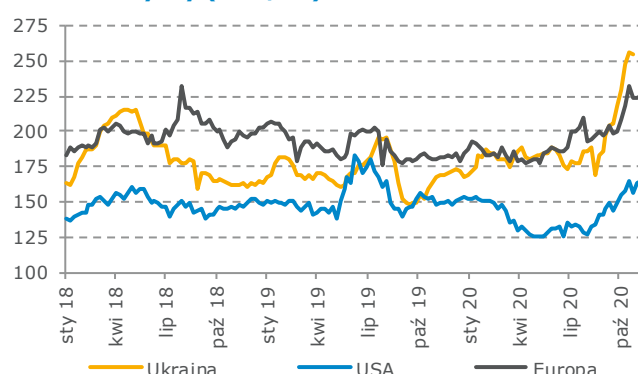
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



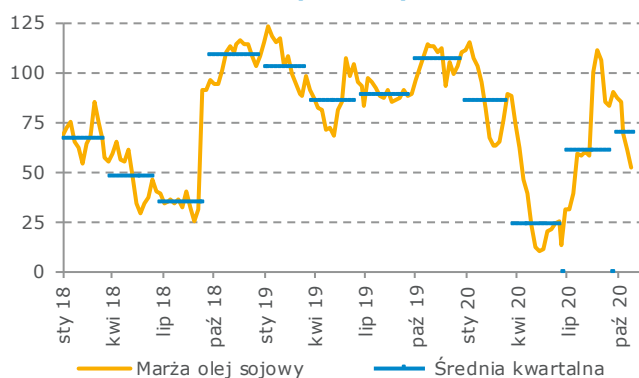
Cena pszenicy (USD/Mt)



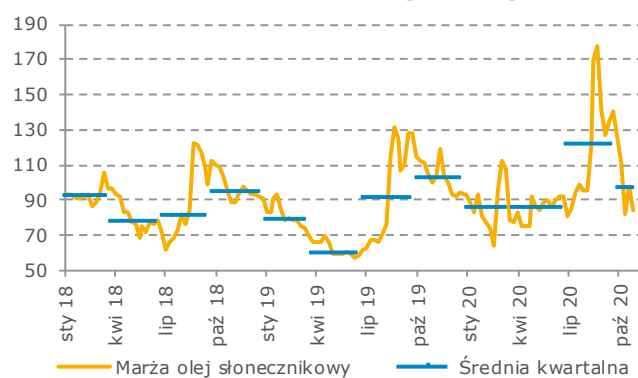
Cena kukurydzy (USD/Mt)



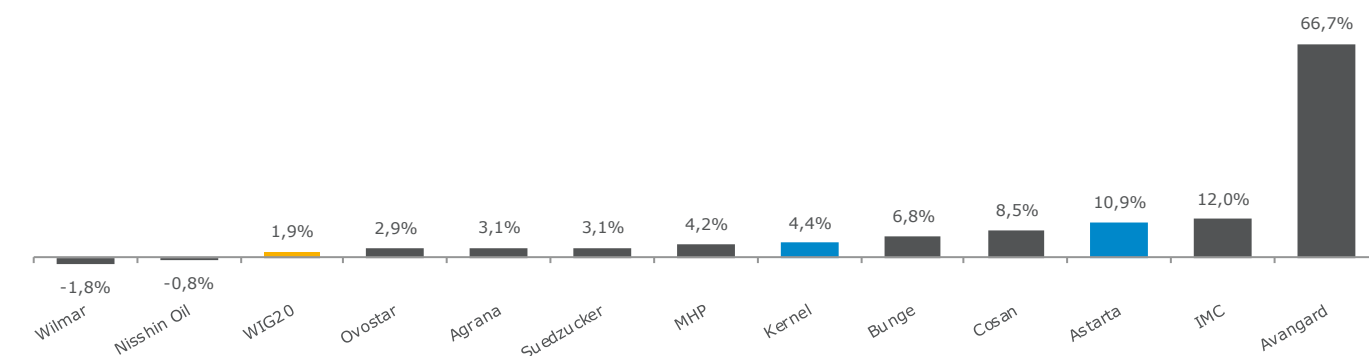
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	475,0	6,6	7,3	7,9	1,9	2,0	2,0	11,7	16,5	21,6	29%	27%	25%	7,2%	7,7%	5,5%
Enea	5,3	3,1	2,6	2,5	0,6	0,6	0,5	2,2	1,9	2,0	18%	22%	22%	0,0%	4,5%	10,8%
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	6,1	3,7	2,7	2,8	0,6	0,6	0,6	8,2	3,9	4,4	15%	21%	21%	0,0%	3,1%	6,3%
Tauron	2,1	5,3	4,6	4,2	0,9	0,9	0,9	5,7	3,1	3,1	17%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	10,0	4,0	2,6	3,1	0,2	0,2	0,2	-	14,9	31,2	5%	9%	7%	-	-	3,0%
EDF	11,5	5,6	5,2	5,0	1,3	1,2	1,2	21,8	18,6	16,9	22%	23%	24%	1,8%	2,4%	3,0%
EDP	4,5	10,2	10,0	9,6	2,5	2,5	2,4	21,0	19,3	18,3	25%	24%	25%	4,2%	4,3%	4,6%
Endesa	24,3	8,0	8,0	7,8	1,6	1,6	1,6	14,6	14,6	14,5	20%	20%	20%	6,8%	5,5%	4,9%
Enel	8,1	8,5	8,1	7,8	1,9	1,9	1,8	16,1	15,0	14,2	23%	23%	23%	4,4%	4,7%	5,0%
EON	9,3	8,2	7,9	7,4	0,9	0,9	0,8	15,4	13,6	10,8	11%	11%	11%	5,1%	5,3%	5,5%
Fortum	17,5	10,0	8,7	8,7	0,5	0,5	0,4	11,8	12,4	13,1	5%	5%	5%	6,3%	6,3%	6,3%
Iberdola	11,4	11,8	10,9	10,1	3,3	3,2	3,0	20,3	18,9	17,7	28%	29%	30%	3,7%	3,8%	4,1%
National Grid	9,5	14,4	12,7	11,5	4,4	4,2	4,1	25,9	18,0	16,3	30%	34%	36%	5,1%	5,2%	5,2%
Red Electrica	16,6	10,1	10,0	9,8	7,9	7,9	7,7	13,4	13,4	13,0	78%	78%	78%	6,1%	6,1%	6,0%
RWE	34,4	7,0	6,4	6,3	1,4	1,3	1,3	21,9	17,5	18,2	20%	20%	21%	2,5%	2,6%	2,7%
SSE	13,6	14,4	13,3	12,4	3,7	3,6	3,6	-	18,2	15,9	26%	27%	29%	5,9%	6,0%	6,1%
Verbund	54,5	16,7	16,4	15,2	5,6	5,5	5,2	33,0	33,2	30,5	34%	33%	34%	1,3%	1,4%	1,5%
Mediana		8.1	7.9	7.8	1.5	1.4	1.5	15.0	15.0	15.2	21%	23%	22%	4.2%	4.5%	4.9%

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	34,75	-	4,8	3,4	0,4	0,5	0,4	-	12,6	6,3		10%	12%	2,9%	8,6%	8,6%
MOL	1917,00	6,4	5,8	4,4	0,8	0,9	0,8	-	14,9	7,5	13%	16%	18%	0,0%	3,6%	3,8%
PKN Orlen	49,60	5,4	5,2	4,4	0,5	0,5	0,5	9,0	11,2	7,7	10%	10%	11%	2,0%	2,0%	5,3%
Hellenic Petroleum	5,10	10,9	6,9	6,2	0,7	0,6	0,5	58,0	10,8	6,2	6%	9%	8%	3,3%	7,5%	7,5%
HollyFrontier	24,17	15,5	8,1	4,9	0,6	0,5	0,4	-	54,6	8,2	4%	7%	9%	5,8%	5,8%	5,9%
Marathon Petroleum	40,73	19,9	12,4	8,8	0,9	0,9	0,8	-	-	16,8	4%	7%	9%	5,7%	5,3%	5,7%
Motor Oil	10,71	5,9	5,2	4,3	0,3	0,3	0,3	11,1	7,1	5,4	6%	5%	6%	4,1%	8,0%	11,2%
Neste Oil	53,00	22,9	19,4	16,9	3,5	3,2	2,9	34,6	30,7	25,9	15%	16%	17%	1,8%	1,9%	2,1%
OMV	27,80	5,3	4,0	3,3	1,1	1,0	0,9	13,4	8,4	5,8	21%	24%	25%	6,3%	6,5%	6,9%
Phillips 66	62,62	25,0	10,0	7,0	0,6	0,5	0,5	-	18,2	9,4	3%	5%	7%	5,8%	5,8%	6,1%
Saras	0,54	73,0	6,9	4,5	0,2	0,2	0,1	-	-	28,3	0%	2%	3%	-	0,2%	2,4%
Tupras	89,00	29,0	8,3	6,5	0,7	0,5	0,4	-	10,5	6,8	2%	6%	6%	0,3%	5,9%	11,0%
Valero Energy	55,67	32,6	10,6	6,2	0,5	0,5	0,4	-	100+	12,3	2%	4%	6%	7,0%	7,1%	7,3%
Mediana		17,7	6,9	4,9	0,6	0,5	0,5	13,4	11,9	7,7	5%	7%	9%	3,7%	5,8%	6,1%

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	49,60	5,4	5,2	4,4	0,5	0,5	0,5	9,0	11,2	7,7	10%	10%	11%	2,0%	2,0%	5,3%
Axiall	75,49	10,9	9,3	8,7	1,7	1,6	1,6	38,9	26,3	21,9	16%	17%	18%	1,4%	1,5%	1,5%
Braskem	23,93	7,5	7,0	6,6	1,2	1,1	1,0	-	18,5	12,5	16%	15%	15%	0,5%	1,6%	3,6%
Eastman Chemical	98,00	10,8	9,8	9,2	2,2	2,1	2,0	16,6	13,9	12,5	21%	22%	22%	2,6%	2,8%	3,0%
Huntsman Corp	24,97	12,1	8,4	7,3	1,2	1,1	1,0	31,4	14,5	11,7	10%	13%	14%	2,6%	2,6%	2,8%
Lotte Chemicals	272 500	8,5	4,8	4,5	0,8	0,7	0,7	36,5	10,4	9,1	10%	14%	15%	1,4%	2,5%	2,9%
LyondellBasell	79,67	11,0	8,3	7,4	1,5	1,3	1,1	17,1	11,3	9,7	13%	15%	15%	5,3%	5,4%	5,7%
Mitsubishi Chemical	594,40	8,7	9,6	7,5	0,9	1,0	0,9	15,6	38,0	9,6	10%	11%	13%	5,4%	4,0%	4,1%
Mitsui Chemicals	2932,00	8,0	7,9	6,3	0,7	0,9	0,8	15,0	21,0	12,1	9%	11%	13%	3,4%	3,4%	3,4%
Westlake Chemical	75,49	10,9	9,3	8,7	1,7	1,6	1,6	38,9	26,3	21,9	16%	17%	18%	1,4%	1,5%	1,5%
Mediana		9,8	8,3	7,4	1,2	1,1	1,0	17,1	16,5	11,9	12%	15%	15%	2,3%	2,6%	3,2%

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	4,65	1,9	3,4	3,2	0,7	0,7	0,7	3,7	9,2	8,2	37%	21%	21%	2,0%	4,1%	5,5%
A2A	1,23	6,7	6,5	5,9	1,1	1,1	1,0	12,8	13,1	11,0	17%	17%	17%	6,5%	6,6%	7,1%
BG Group	12,41	5,4	4,9	4,0	0,9	0,7	0,7	22,0	12,1	7,7	16%	15%	16%	4,9%	4,5%	4,9%
BP	2,51	7,5	5,0	4,3	0,7	0,6	0,5	-	11,3	6,4	9%	12%	13%	8,5%	6,6%	6,3%
Centrica	0,45	4,0	4,6	4,4	0,3	0,4	0,4	9,8	9,8	7,6	7%	8%	8%	1,8%	5,3%	7,1%
Enagas	20,00	9,3	9,5	10,1	8,1	8,6	9,0	11,7	11,9	12,5	87%	90%	89%	8,4%	8,5%	8,6%
Endesa	24,27	8,0	8,0	7,8	1,6	1,6	1,6	14,6	14,6	14,5	20%	20%	20%	6,8%	5,5%	4,9%
Engie	12,39	6,5	5,9	5,6	1,1	1,0	1,0	16,2	12,0	10,9	16%	17%	18%	4,4%	6,0%	6,4%
Eni	7,97	5,2	4,1	3,3	1,0	0,8	0,7	-	19,4	10,0	19%	20%	22%	5,4%	5,8%	6,8%
Equinor	138,65	4,5	3,4	2,9	1,4	1,2	1,1	27,0	14,7	11,2	32%	35%	38%	3,1%	3,9%	4,6%
Gas Natural SDG	19,45	9,4	8,8	8,7	1,9	1,7	1,7	18,8	15,1	14,8	20%	20%	19%	7,4%	7,7%	8,1%
Gazprom	185,32	6,1	4,5	3,7	1,3	1,1	1,0	13,1	5,4	4,0	21%	24%	26%	4,4%	8,2%	11,3%
Hera	3,12	7,5	7,1	7,0	1,2	1,1	1,1	14,9	14,3	14,0	15%	16%	16%	3,5%	3,5%	3,8%
NovaTek	163,40	16,3	12,7	11,9	5,3	4,4	3,8	25,7	15,8	13,0	32%	35%	32%	1,9%	2,5%	3,2%
Shell	13,99	5,4	4,9	4,0	0,9	0,7	0,7	22,3	12,3	7,8	16%	15%	16%	4,8%	4,5%	4,8%
Snam	4,55	12,9	12,5	12,3	10,4	10,0	10,0	13,8	12,9	13,0	80%	80%	81%	5,5%	5,7%	6,2%
Total	34,24	7,9	5,9	5,0	1,1	1,0	0,9	29,3	14,6	10,0	14%	16%	18%	7,4%	7,5%	7,7%
Mediana		6,7	5,9	5,0	1,1	1,1	1,0	14,9	12,9	10,9	19%	20%	19%	4,9%	5,7%	6,3%

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	1917,00	5,6	4,6	4,0	0,7	0,6	0,6	39,5	7,7	5,4	13%	14%	15%	4,4%	5,6%	6,1%
Bashneft	1717,00	2,7	2,5	5,4	0,5	0,5	0,7	3,6	1,8	18,9	19%	20%	12%	15,3%	16,5%	2,6%
BP	2,51	7,5	5,0	4,3	0,7	0,6	0,5	-	11,3	6,4	9%	12%	13%	8,5%	6,6%	6,3%
Eni	7,97	5,2	4,1	3,3	1,0	0,8	0,7	-	19,4	10,0	19%	20%	22%	5,4%	5,8%	6,8%
Equinor	138,65	4,5	3,4	2,9	1,4	1,2	1,1	27,0	14,7	11,2	32%	35%	38%	3,1%	3,9%	4,6%
Gazprom Neft	314,70	6,1	4,9	4,5	1,2	1,0	0,9	12,9	7,5	7,1	20%	21%	21%	3,8%	6,7%	7,0%
Gulf Keystone	0,83	4,8	1,9	0,9	1,8	1,0	0,6	-	100+	2,6	38%	54%	66%	-	2,2%	2,8%
Lukoil	4932,50	5,0	3,9	3,4	0,7	0,6	0,5	38,1	9,2	7,1	13%	14%	15%	5,8%	6,9%	9,6%
Occidental Petroleum	12,70	9,7	8,1	7,2	3,4	3,5	3,3	-	-	-	36%	43%	46%	10,0%	0,9%	2,7%
Repsol	7,91	6,2	4,7	4,0	0,8	0,6	0,6	30,5	10,3	7,0	12%	13%	14%	11,0%	9,0%	9,4%
Rosneft Oil	429,55	7,7	5,6	4,5	1,5	1,3	1,1	40,4	7,9	5,4	20%	24%	25%	2,4%	6,2%	9,1%
Shell	13,99	5,4	4,9	4,0	0,9	0,7	0,7	22,3	12,3	7,8	16%	15%	16%	4,8%	4,5%	4,8%
Surgutneftegas	39,24	-	-	-	-	-	-	3,0	6,9	4,9	-	-	-	12,3%	3,6%	5,7%
Total	34,24	7,9	5,9	5,0	1,1	1,0	0,9	29,3	14,6	10,0	14%	16%	18%	7,4%	7,5%	7,7%
Tullov Oil	0,25	6,4	6,9	6,3	4,0	4,3	4,0	-	-	-	62%	62%	64%	-	-	-
Mediana		5,9	4,8	4,1	1,0	0,9	0,7	28,1	9,8	7,1	19%	20%	20%	5,8%	6,0%	6,2%

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	19,71	-	3,1	2,8	0,6	0,5	0,5	-	-	54,2		15%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
KGHM	144,90	5,9	6,7	6,6	1,4	1,5	1,4	11,5	16,0	16,2	24%	22%	22%	0,0%	1,4%	2,5%
LW Bogdanka*	17,42	0,7	0,7	0,8	0,2	0,2	0,2	13,4	6,5	9,2	27%	26%	24%	-	-	-
Anglo American	21,48	5,8	4,7	5,2	1,8	1,6	1,6	13,9	9,8	10,9	32%	34%	31%	3,0%	4,2%	3,7%
Antofagasta	11,57	8,0	6,7	6,9	3,9	3,5	3,5	32,4	22,1	23,0	49%	52%	50%	1,4%	2,2%	2,4%
BHP Group	16,67	6,7	6,0	6,4	3,2	3,2	3,3	13,3	10,9	11,9	48%	53%	52%	6,8%	6,5%	5,8%
Freeport-McMoRan	21,00	13,1	6,8	6,3	3,4	2,6	2,5	52,6	13,2	11,8	26%	38%	39%	0,2%	1,0%	1,6%
Glencore	1,95	6,9	5,9	5,8	0,4	0,4	0,4	38,3	13,1	12,1	6%	6%	6%	2,1%	5,0%	6,3%
Grupo Mexico	65,19	6,8	6,0	6,0	3,1	2,8	2,8	16,4	11,3	11,7	46%	47%	46%	3,9%	4,9%	5,6%
Kazakhmys	6,46	5,8	5,4	5,0	3,3	3,1	2,8	8,0	7,1	6,6	57%	58%	56%	1,0%	1,1%	1,1%
Rio Tinto	47,82	5,4	5,5	6,5	2,7	2,7	2,9	9,9	10,3	12,8	50%	49%	45%	6,5%	6,5%	5,3%
Southern CC	55,54	13,9	12,3	12,7	6,5	6,0	6,0	30,6	23,1	24,5	46%	49%	48%	2,4%	3,1%	3,1%
Mediana		6,7	6,0	6,1	2,9	2,7	2,6	13,9	11,3	12,0	46%	43%	42%	2,1%	3,1%	3,1%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	464,00	7,8	9,0	8,9	1,5	1,5	1,5	11,0	13,3	13,2	19%	17%	16%	7,5%	7,3%	6,0%
Alcoa	17,66	5,3	4,2	4,2	0,6	0,6	0,6	-	-	100+	12%	14%	14%	-	-	-
Constellium	12,18	7,7	6,6	5,6	0,7	0,7	0,6	-	15,8	8,3	9%	10%	11%	-	-	-
Kaiser Aluminum	80,61	10,3	8,1	7,1	1,2	1,1	1,0	28,8	17,0	12,7	12%	14%	14%	3,3%	3,6%	3,8%
Norsk Hydro	33,66	6,1	5,2	4,6	0,6	0,6	0,5	36,4	15,5	12,7	10%	11%	11%	3,9%	3,9%	4,2%
Rusal	3,17	18,4	12,3	10,5	1,5	1,3	1,2	8,0	4,2	3,9	8%	11%	12%	0,6%	2,6%	4,2%
Mediana		7,8	7,4	6,3	1,0	0,9	0,8	19,9	15,5	12,7	11%	12%	13%	3,6%	3,7%	4,2%

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	25,40	6,3	7,8	8,1	0,7	0,8	0,9	18,7	42,3	32,0	12%	10%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
Acron	6204,00	10,0	8,1	8,2	3,0	2,7	2,5	26,5	10,6	8,9	31%	33%	31%	6,0%	6,1%	5,8%
CF Industries	32,40	10,0	9,7	8,9	3,3	3,1	3,0	26,2	26,3	17,3	33%	32%	33%	3,7%	3,8%	3,7%
Israel Chemicals	13,65	8,8	7,4	6,9	1,6	1,5	1,4	22,1	13,5	12,3	18%	20%	20%	2,4%	3,7%	3,9%
K+S	6,60	9,6	7,6	7,5	1,2	1,3	1,3	-	48,9	17,1	13%	17%	17%	0,8%	1,3%	2,5%
Phosagro	3088,00	6,4	6,2	6,0	2,1	2,0	1,9	17,1	13,6	14,3	32%	32%	32%	4,9%	3,5%	4,2%
The Mosaic Company	18,78	8,1	6,4	5,7	1,4	1,3	1,2	46,8	15,5	11,5	17%	20%	21%	1,1%	1,1%	1,3%
Yara International	382,50	6,3	6,0	5,6	1,2	1,1	1,0	13,4	12,1	10,9	18%	18%	19%	7,3%	5,2%	5,2%
Mediana		8,4	7,5	7,2	1,5	1,4	1,4	22,1	14,6	13,3	18%	20%	21%	3,0%	3,6%	3,8%

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	42,50	4,4	4,8	4,3	0,5	0,4	0,4	7,9	4,7	4,8	11%	9%	10%	2,3%	2,4%	4,7%
Agrana Beteiligungs	16,70	8,7	8,2	7,3	0,6	0,6	0,6	21,7	19,6	14,9	7%	8%	8%	4,6%	5,1%	6,0%
Bunge Limited	60,69	8,8	9,6	9,7	0,4	0,4	0,4	9,2	11,1	10,6	5%	4%	4%	3,2%	3,3%	4,0%
Cosan	79,93	7,7	7,0	6,4	0,7	0,6	0,5	23,7	15,4	14,9	9%	8%	9%	1,4%	1,9%	2,0%
MHP	5,98	5,1	4,7	4,4	1,1	1,0	1,0	-	11,4	6,3	21%	22%	24%	4,7%	4,7%	12,5%
Nisshin Oillio	3020,00	7,5	7,8	7,5	0,5	0,5	0,5	12,3	12,1	11,9	6%	6%	6%	2,6%	2,6%	2,6%
Suedzucker	13,53	10,9	7,4	6,6	0,8	0,7	0,7	-	20,2	13,1	7%	10%	11%	1,5%	1,9%	2,6%
Wilmar Int.	4,30	13,8	13,1	12,4	0,9	0,8	0,8	15,1	14,2	13,1	6%	6%	6%	4,0%	3,3%	3,5%
Mediana		8,2	7,6	6,9	0,6	0,6	0,6	13,7	13,2	12,5	7%	8%	9%	2,9%	3,0%	3,7%

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
Pszenvica	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. Prostej 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, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., 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, Primatech, Prochem, Projprzem, 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 wzwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zianę akcji: BOŚ, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NVAI Dom Maklerski, Pfeiderer Group, Primatech.

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.

Prosta 18
00-850 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 Szpigił
+48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniąkowski@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