

wtorek, 4 maja 2021 | 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

Na rynku niemieckim ceny energii w kontraktach rocznych wzrosły już powyżej 61 EUR/MWh w ślad za nadal drożącymi uprawnieniami do emisji (blisko 50 EUR/t). W ostatnim miesiącu wskaźnik przenoszenia kosztów CO₂ na ceny prądu sięgał 0,6x, co oznacza że ponownie wzrosła marża modelowa na portfelu wytwórczym CEZ (średnia emisyjność 0,3 t/MWh). W Polsce nie udało się póki co przenieść kosztów emisji na rynku hurtowym i marża CDS spadła w ostatnim tygodniu o 4 PLN/MWh (wskaźnik konwersji CO₂ na ceny energii za ostatni miesiąc sięga tylko 0,7x vs 0,95x YTD). Te tendencje mogą mieć niekorzystny wpływ na wycenę aktywów węglowych w procesie transformacji. Przypominamy, że KE ma w lipcu przedstawić założenia reformy ETS, co może wyznaczyć dalszy kierunek dla notowań uprawnień.

Rynek paliwowy

Ceny ropy nieznacznie wzrosły, mimo perspektywy zwiększania podaży z OPEC oraz tymczasowo gorszych odczytów popytowych z Indii. Sentyment ustawiają jednak optymistyczne dane z rynku amerykańskiego wskazujące na odbudowę zapotrzebowania po zniesieniu restrykcji COVID-19. Perspektywy dla marż rafineryjnych się poprawiają, ale odczyty z ostatnich dni wskazują na stabilizację benchmarku w okolicach 2 USD/Bbl, co jednak wraz z dyferencjałem (2,7 USD/Bbl) oznacza już znaczną poprawę vs średnia z 1Q. W petrochemii marże utrzymują się na rekordach i na razie nie widać żadnych oznak normalizacji. Na rynku gazu zapasy pozostają niskie, co wspiera notowania pomimo zakończenia sezonu (1M FWD powyżej 23 EUR/MWh, a 1Y FWD >19 EUR/MWh). Znowu obserwujemy wzrost spreadu transgranicznego PL/DE (pozytywne dla PGN).

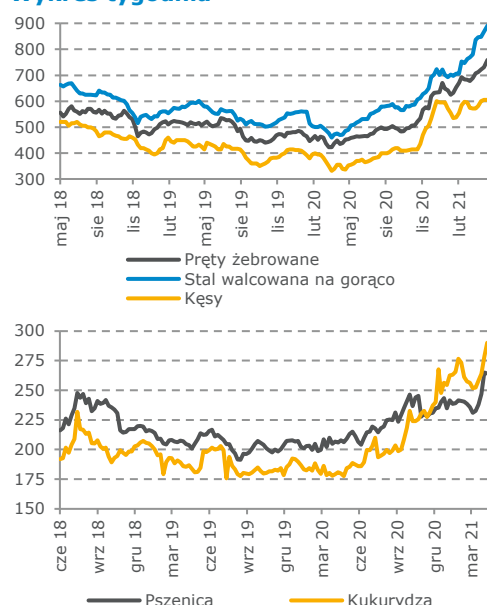
Rynek metali

W krótkim terminie pozytywnie na ceny miedzi wpływają spadające monitorowane zapasy miedzi na rynkach (2-gi tydzień z rzędu), 10-ty z rzędu miesiąc spadku produkcji miedzi w Chile w III'21 (największy producent metalu), perspektywa uzależnienia opłat za wydobycie (Royalty) od cen miedzi w Chile, dobre notowania socjalisty—Pedro Castillo—kandydata na Prezydenta w Peru (ten chce bardziej opodatkować przemysł wydobywczy) oraz perspektywa odmrażania gospodarek w USA i Europie. Naszym zdaniem rajd cen surowców może w nadchodzących tygodniach spowolnić ze względu na obserwowane umocnienie się USD, słaby odczyt PMI dla przemysłu w Chinach i duże wykupienie rynku metali.

Rynek spożywczy

Niespodziewanie ceny nawozów saletranych spadły w ostatnim tygodniu w Europie (mocznik, saletra, RSM; patrz strona 15). Przy wyższych cenach gazu marże na produkcji nawozów saletranych wyraźnie cofnęły się z ostatnio obserwowanych wysokich poziomów. Negatywnie dla Grupy Azoty, Yara.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
PGNiG	-3,3%	+19%
KGHM	-3,1%	+6%
ZCh Police	-3,1%	+3%
Alumetal	-2,3%	+28%
Boryszew	-1,9%	+2%
Kernel	-1,4%	+7%
Ciech	-0,4%	+21%
JSW	-0,2%	+17%
PCC Rokita	+0,0%	+44%
MOL	+0,3%	-6%
PKN Orlen	+0,3%	+16%
OMV	+0,4%	+27%
LW Bogdanka	+0,4%	+19%
Lotos	+1,4%	+15%
Energa	+2,2%	+2%
CEZ	+2,2%	+17%
Tarczyński	+2,9%	+63%
ZE PAK	+3,4%	+14%
Kęty	+4,1%	+25%
Tupras	+5,3%	-16%
Grupa Azoty	+5,7%	+36%
ZA Puławy	+6,3%	+19%
IMC	+8,9%	+30%
Tauron	+9,0%	+24%
Enea	+9,5%	+29%
Orzeł Biały	+9,8%	+41%
Astarta	+14,7%	+67%
PGE	+18,2%	+55%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+2,5%	+7%
Chemia	+2,5%	+27%
Energia	+11,5%	+39%
Paliwa	-0,6%	+16%
Spożywczy	+0,8%	+11%
Surowce	-2,9%	+7%
Ukraina	+5,1%	+23%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,8%	+21%
Oil & Gas E&P	+5,5%	+32%
Refining EU	-1,0%	+4%
Refining US	+9,1%	+33%
Agri & Food	+0,5%	+6%
Kauczuki	-1,9%	+15%
Nawozy	+2,0%	+32%
Chemicals EU	-0,6%	+7%
Industrials EU	-0,9%	+13%
Petchem World	+0,6%	+22%
Utilities EU	-1,0%	+2%
Utilities US	+0,8%	+7%

Ceny stali w Chinach (USD/t)

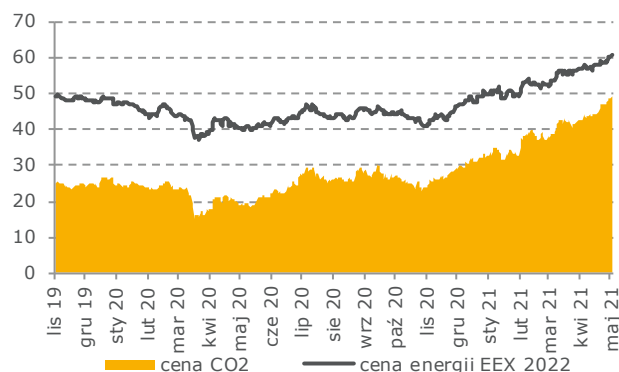
Ceny produktów stalowych w Chinach biją nowe rekordy cenowe w obawie o środowiskowe cięcia produkcyjne oraz wysokie ceny rudy żelaza. W Europie cena blachy walcowanej na gorąco przebiła 1000 EUR/t (kolejny rekord). Chiny z kolei zamierzają od maja zaprzestać dopłacać do eksportu wyrobów stalowych. Otoczenie pozostaje sprzyjające dla spółek stalowych (Cognora, Stalproduktu) i pośrednio JSW.

Ceny kukurydzy i pszenicy na Ukrainie

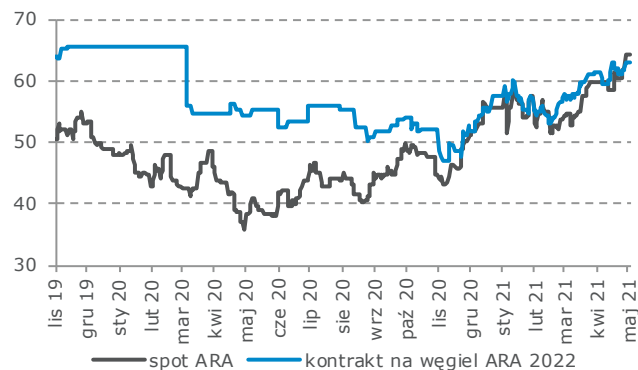
Ceny zbóż ponownie biją rekordy cenowe z uwagi na przymrozki w Północnej Ameryce (pszenica) oraz suchą pogodę w Brazylii (kukurydza). Dodatkowo agencja SOVECON podwyższyła swoje oczekiwania zbiorów na Ukrainie, oczekując rekordowej produkcji kukurydzy i pszenicy. Otoczenie naszym zdaniem pozostaje bardzo sprzyjające dla Astartay i Kernela, które mogą skorzystać nie tylko z wysokich cen, ale też obfitych zbiorów.

Energetyka

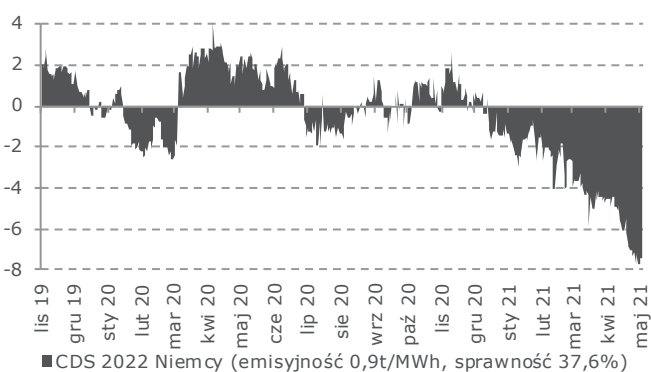
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



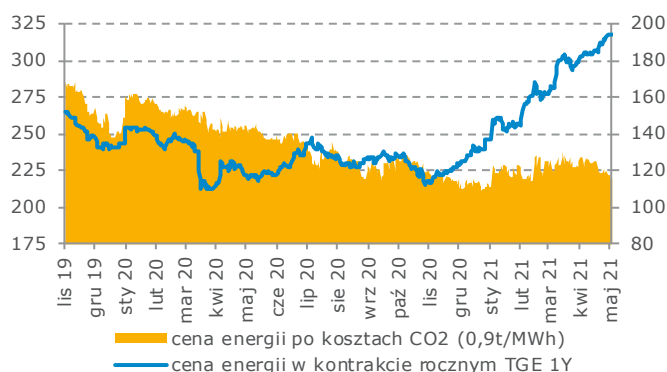
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



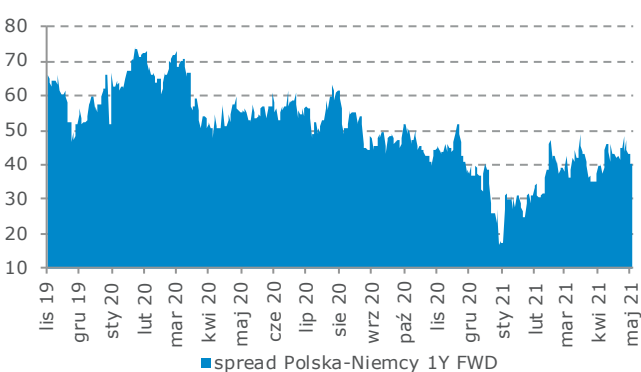
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



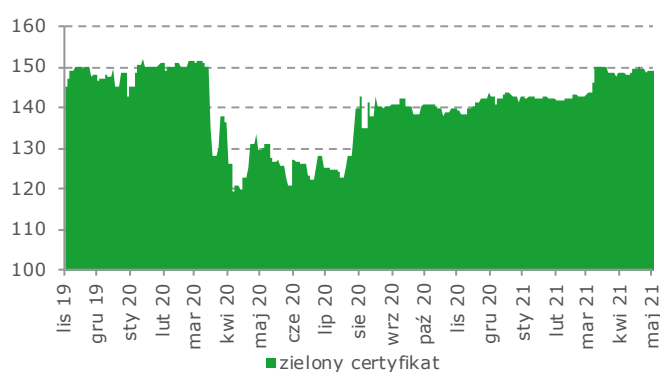
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



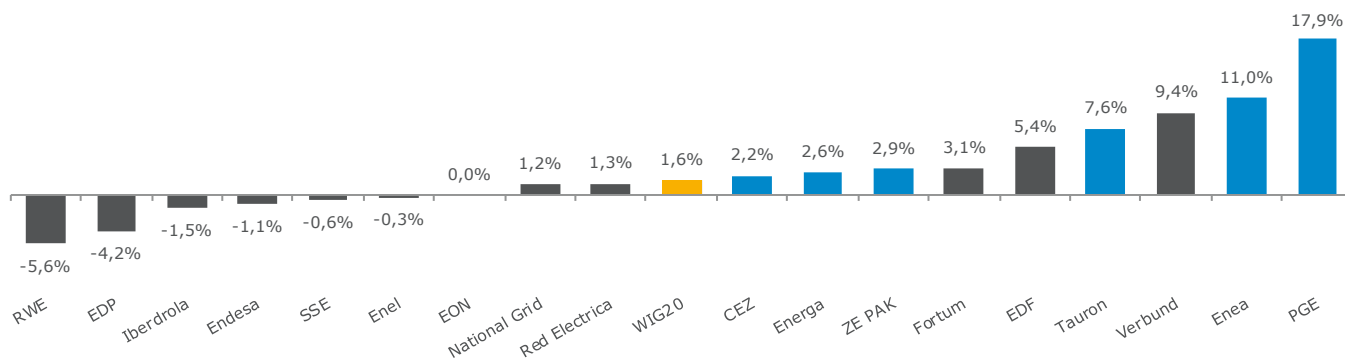
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



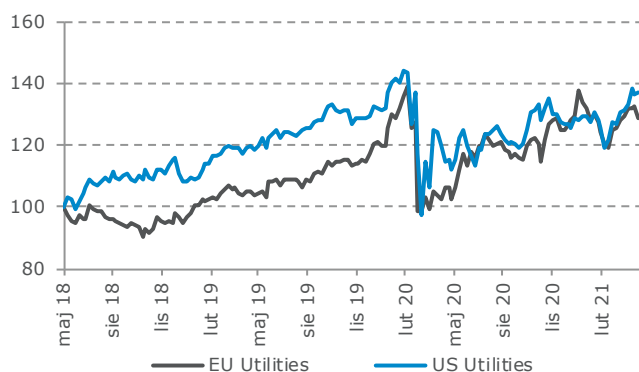
Tygodniowy performance spółek energetycznych



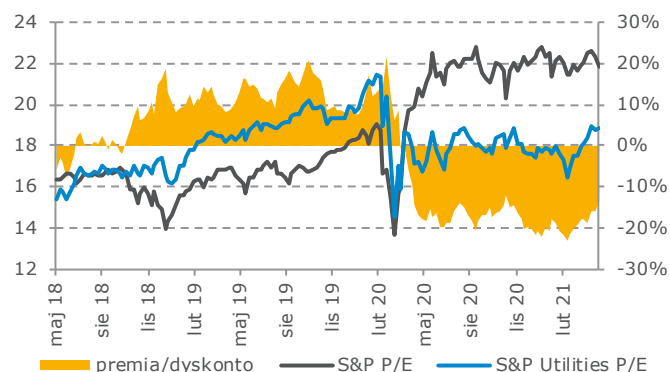
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

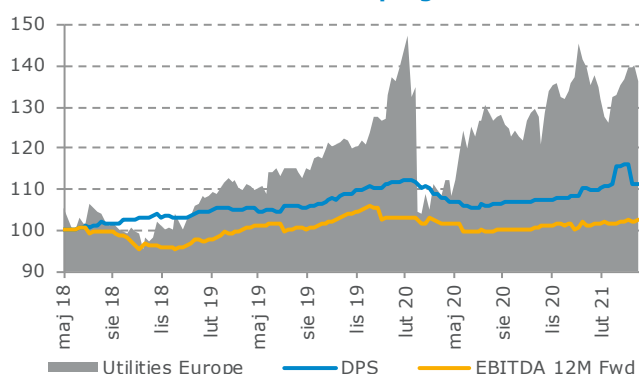
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



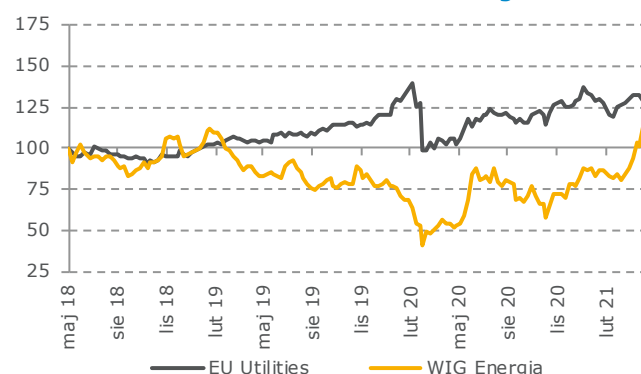
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



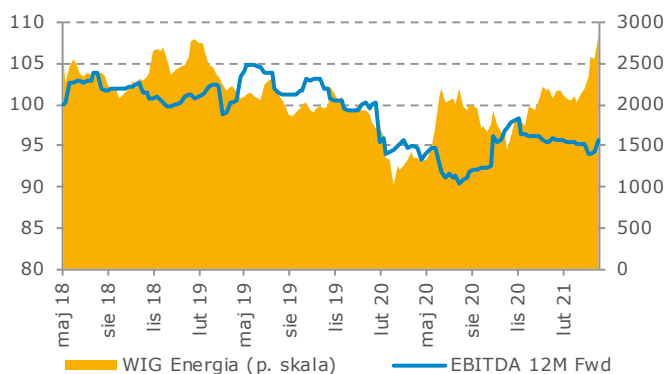
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



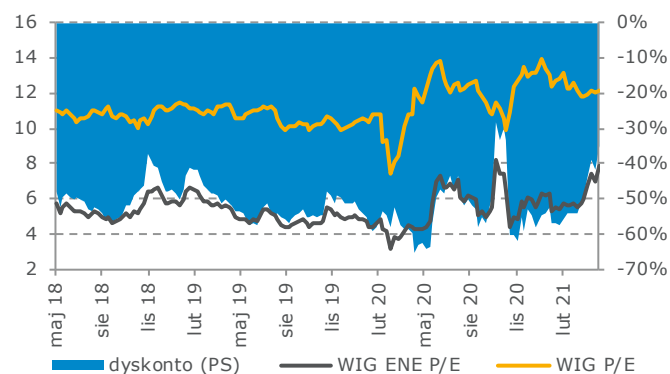
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



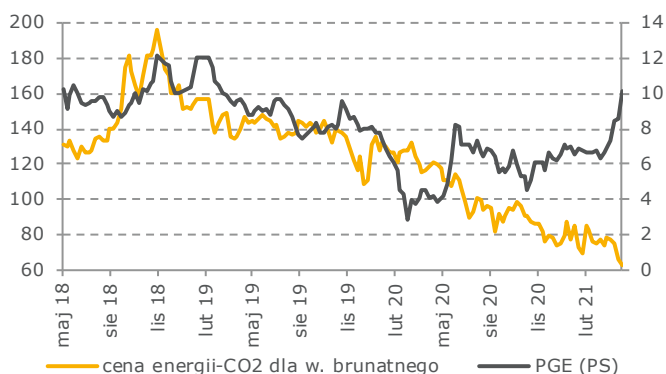
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



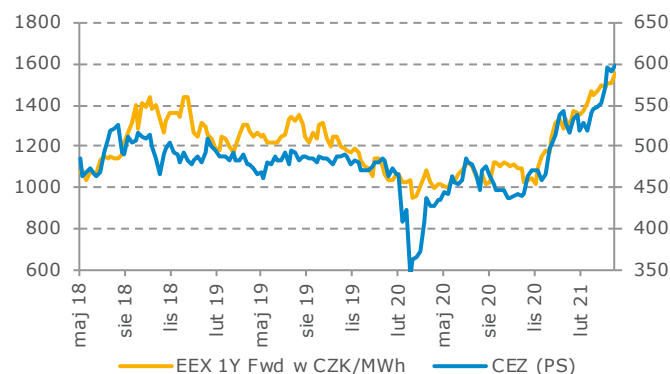
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



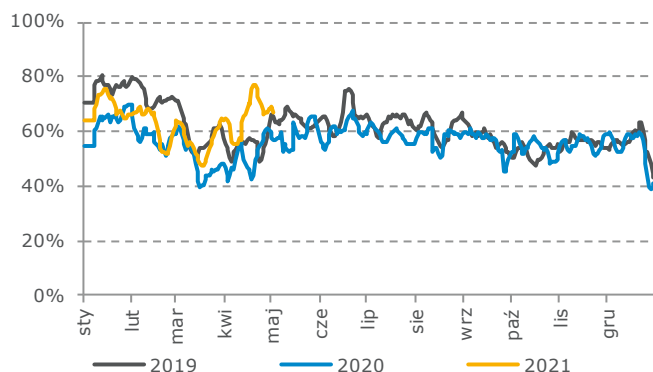
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



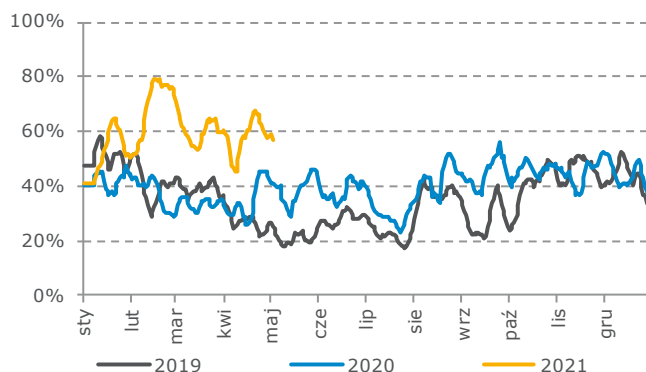
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

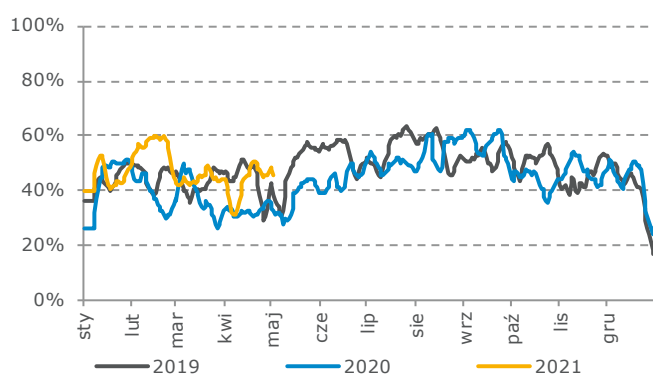
Load factor elektrowni Bełchatów



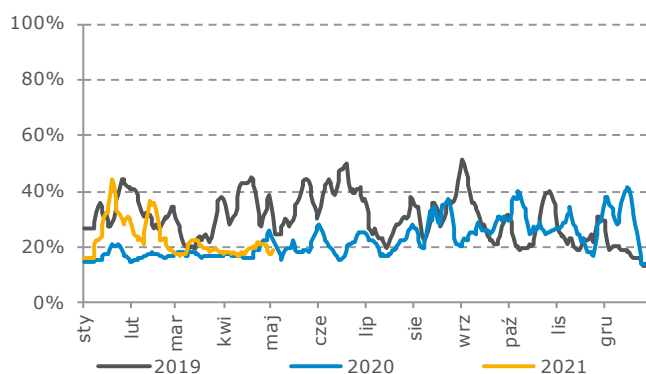
Load factor elektrowni Turów



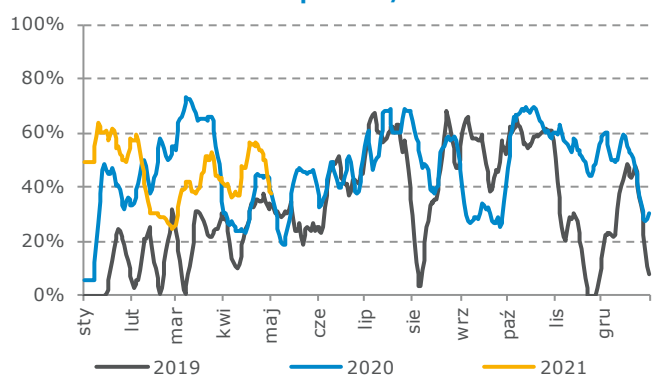
Load factor elektrowni Kozienice



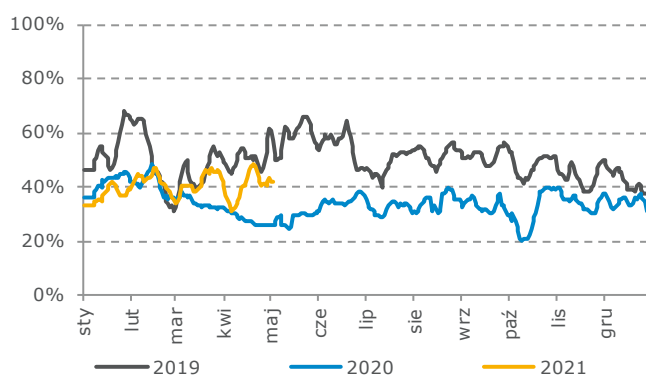
Load factor elektrowni Jaworzno



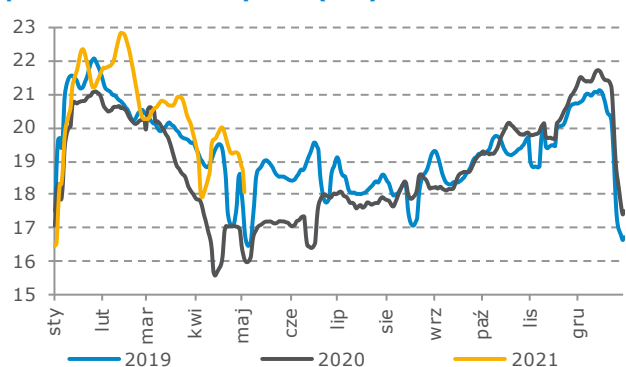
Load factor elektrowni Opole B5/B6



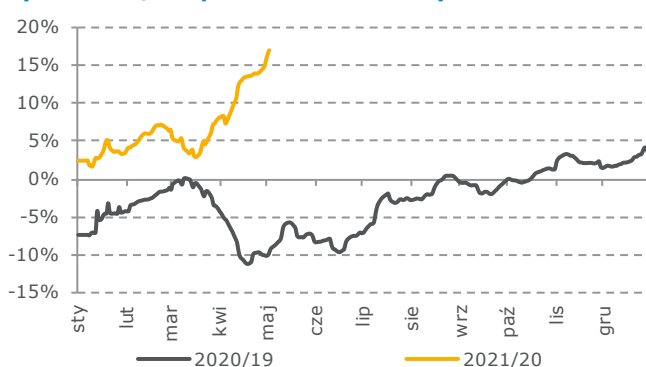
Load factor elektrowni Połaniec



Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)



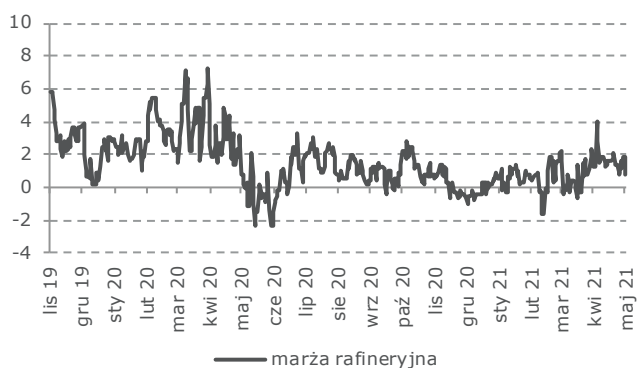
Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE



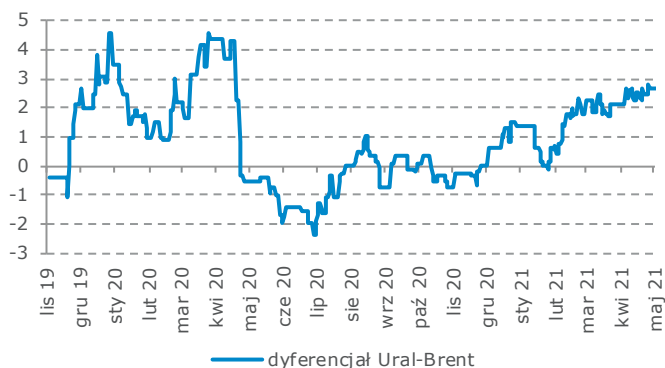
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

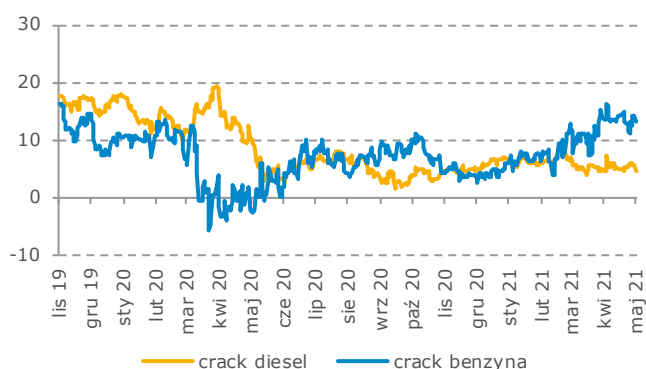
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



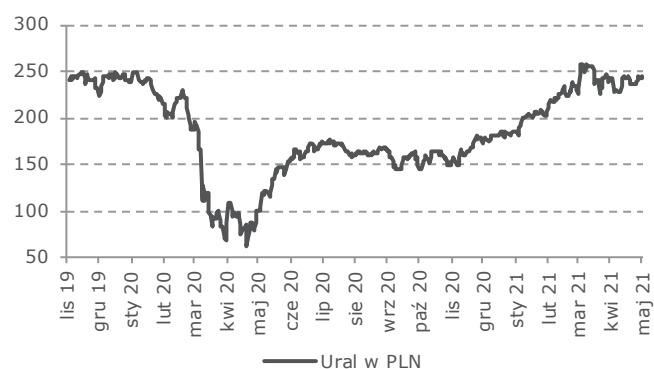
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



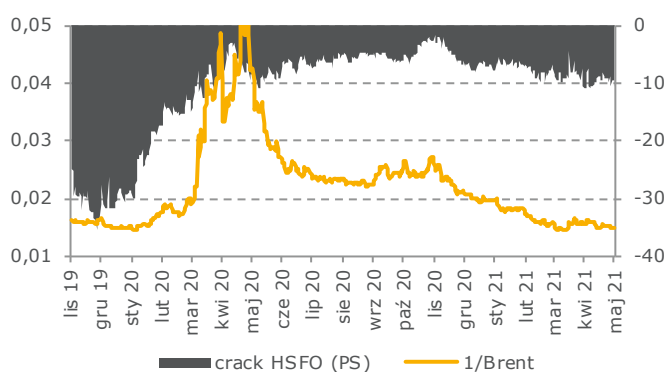
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



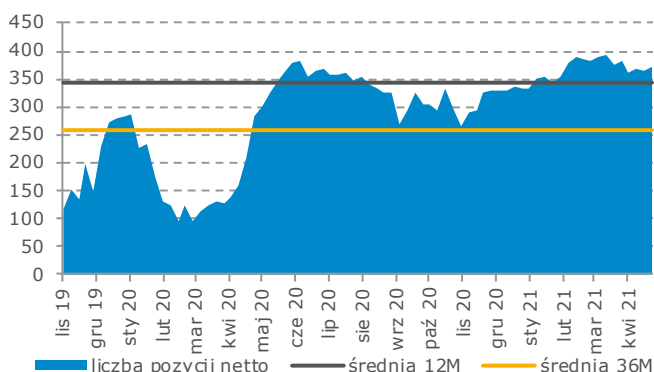
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



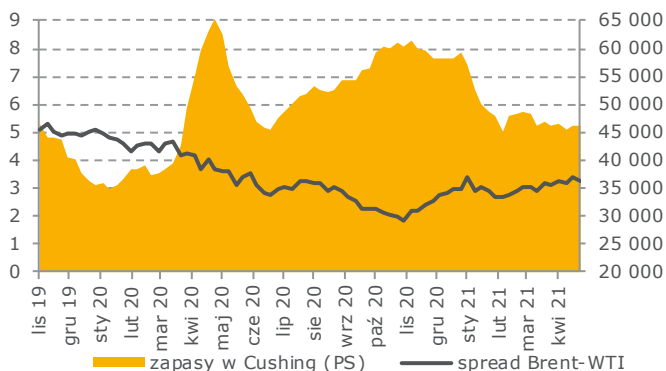
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



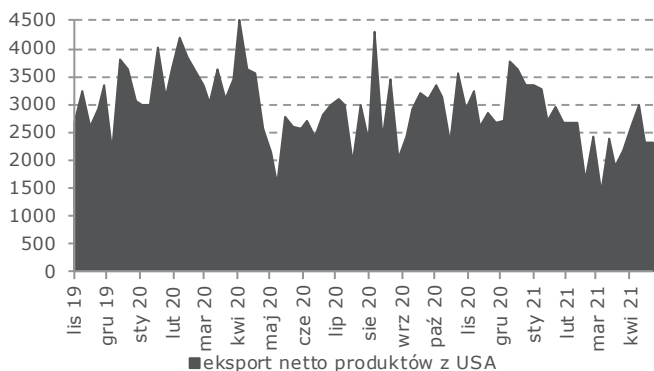
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



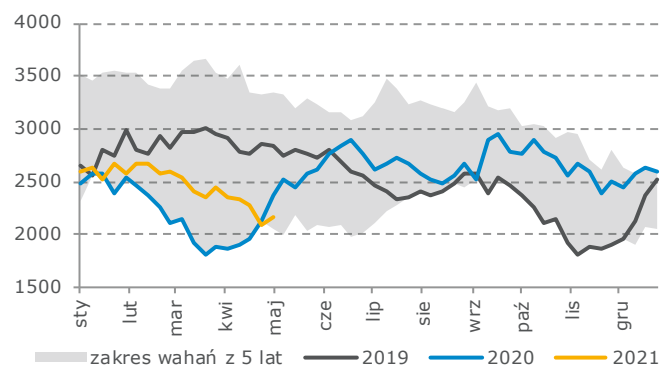
Eksport netto paliw z USA



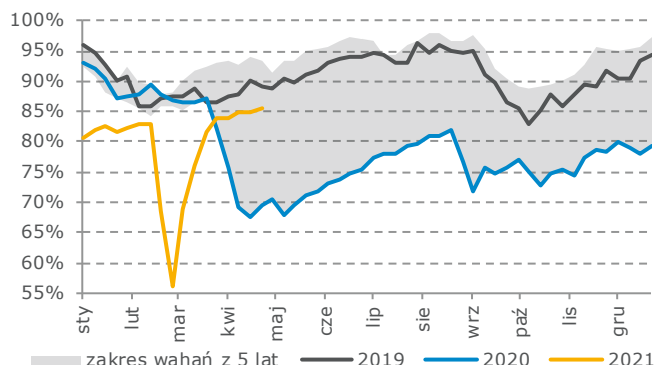
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

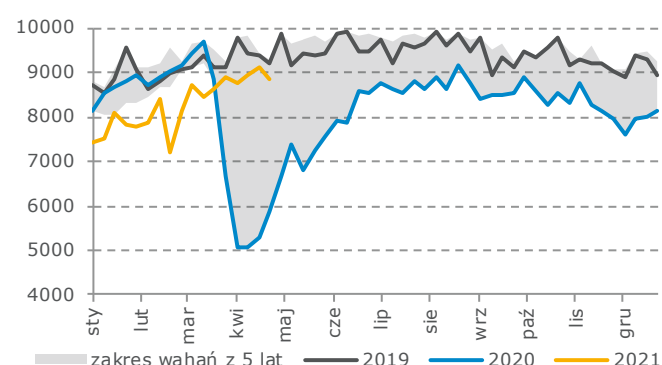
Zapasy diesla w portach ARA



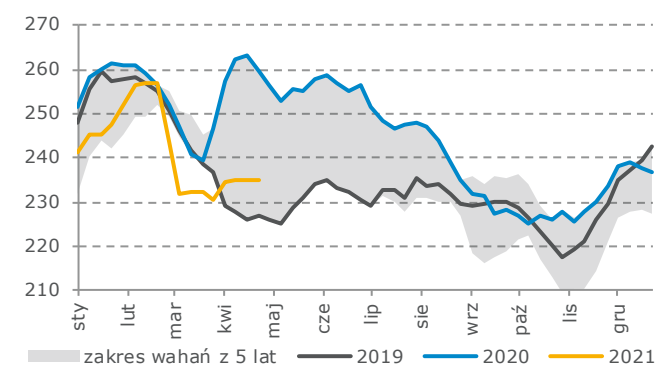
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



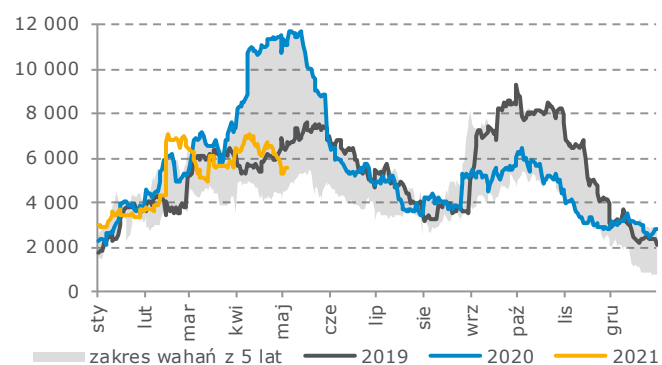
Popyt na benzynę w USA



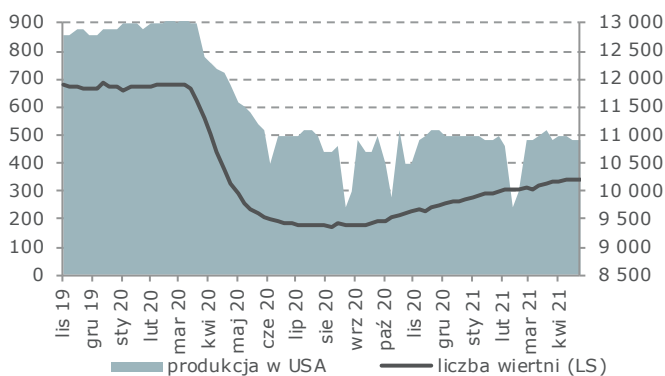
Zapasy benzyny w USA



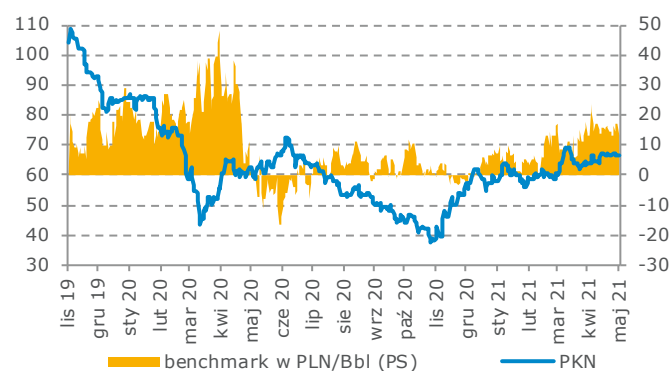
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



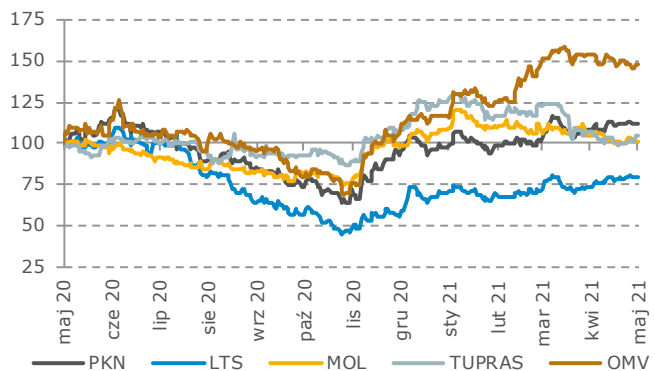
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



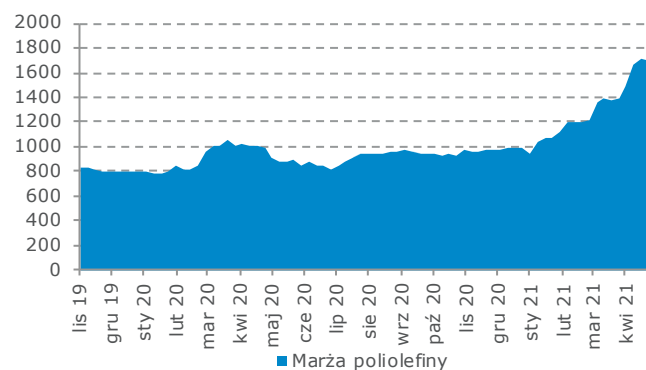
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



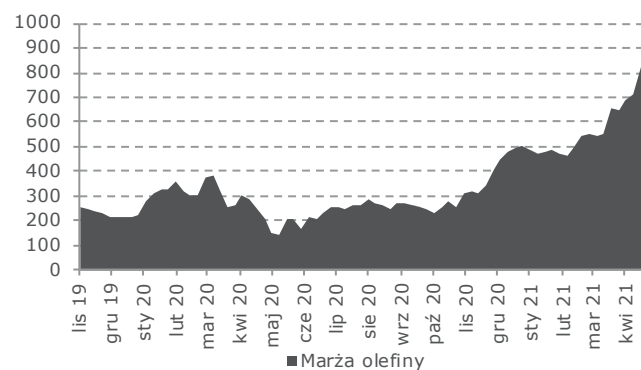
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

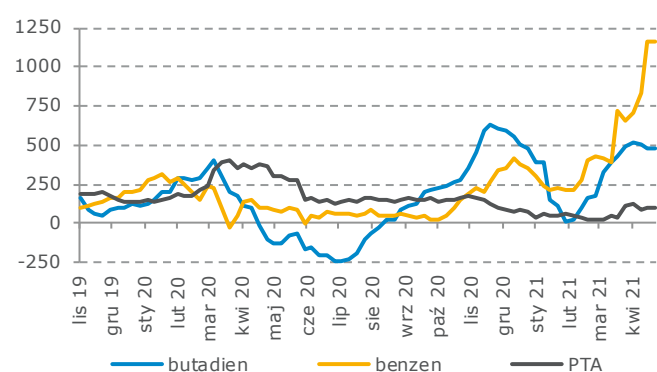
Marża petrochemiczna poliolefiny



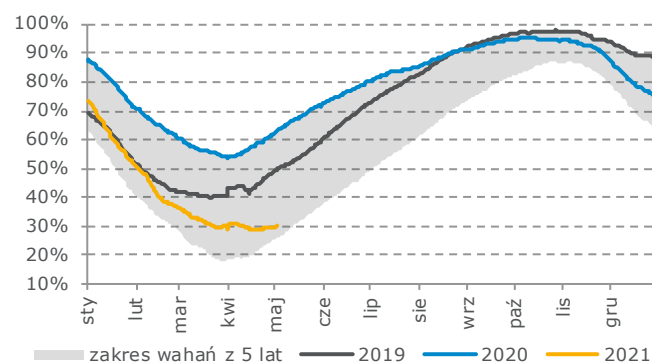
Marża petrochemiczna olefiny



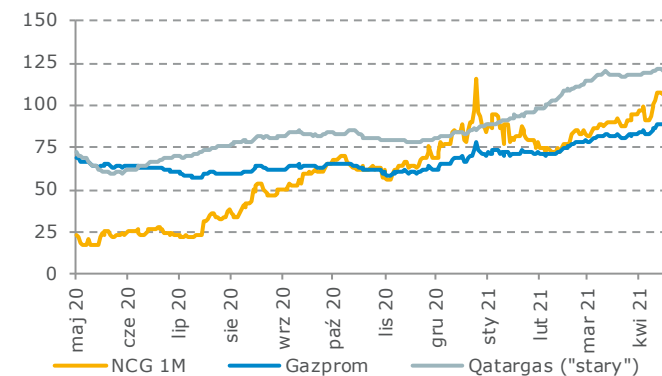
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



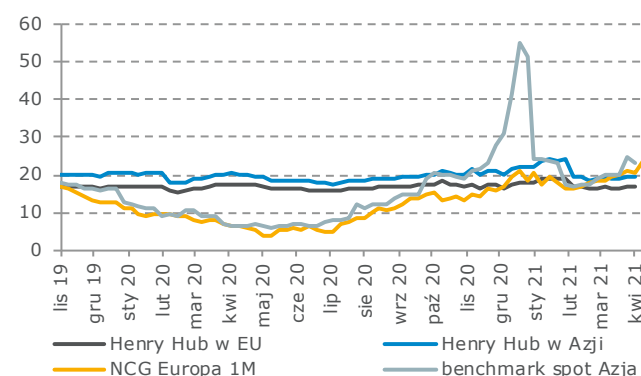
Napełnienie magazynów gazu w UE



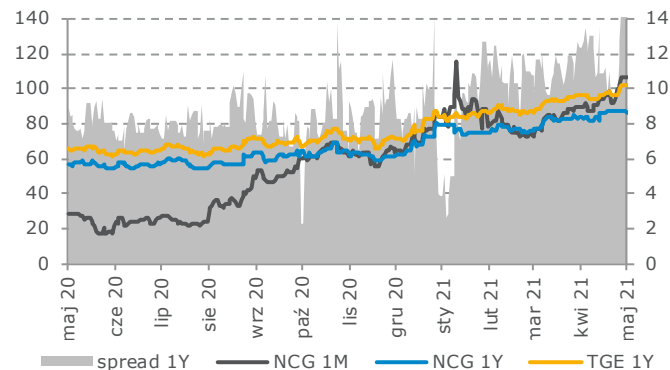
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



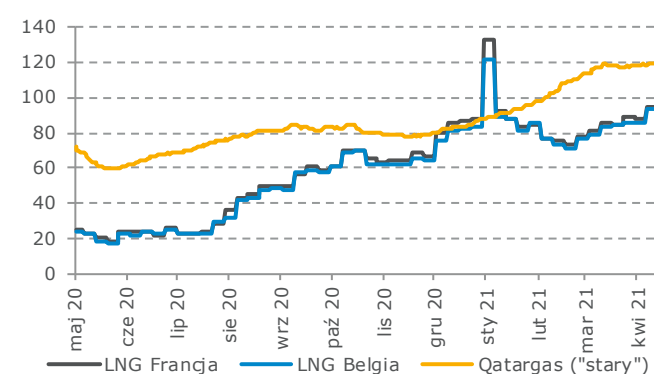
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



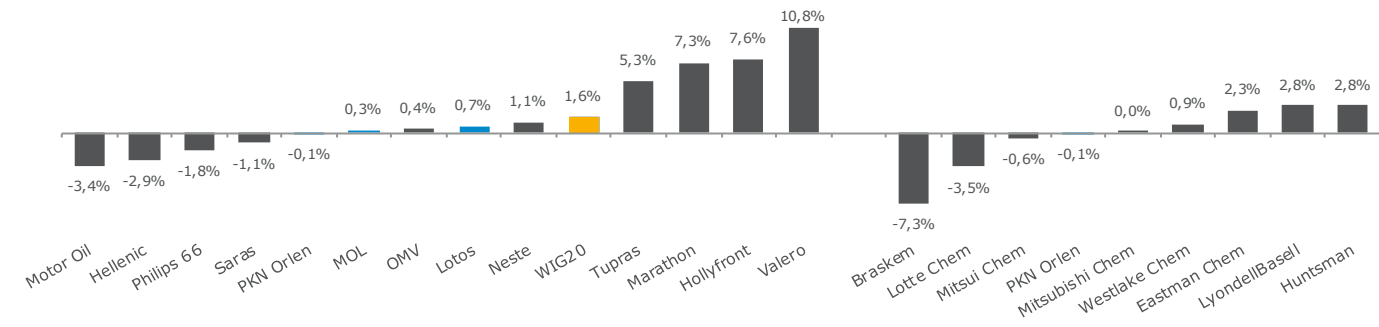
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



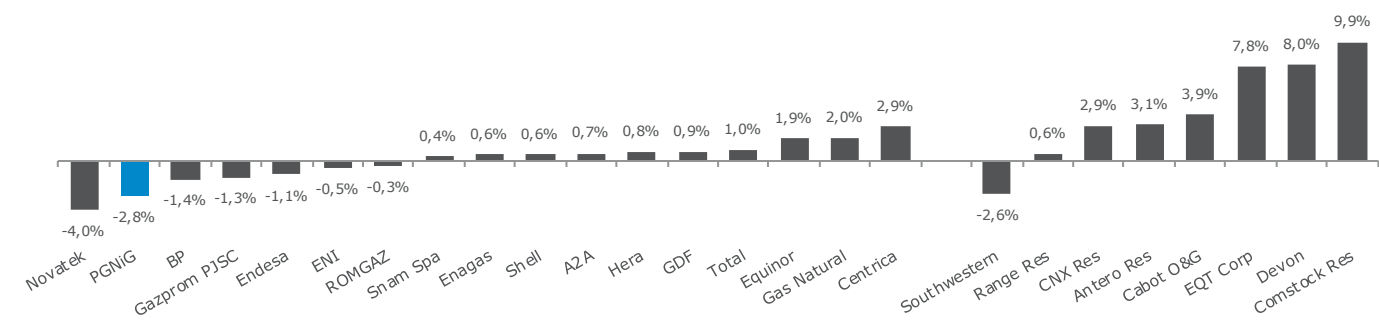
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

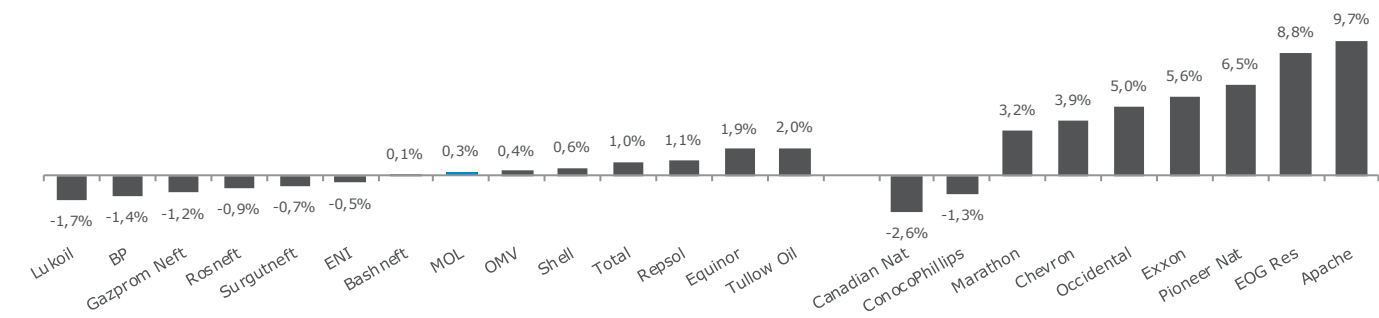
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



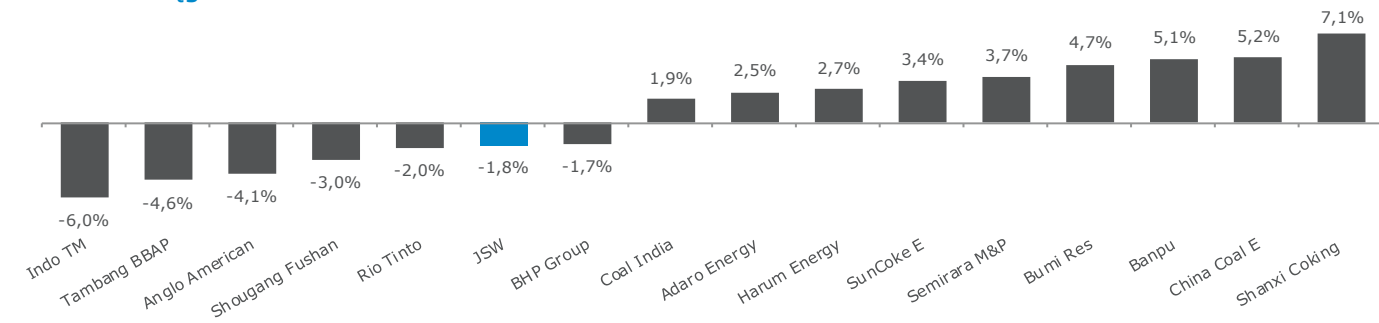
Spółki gazowe



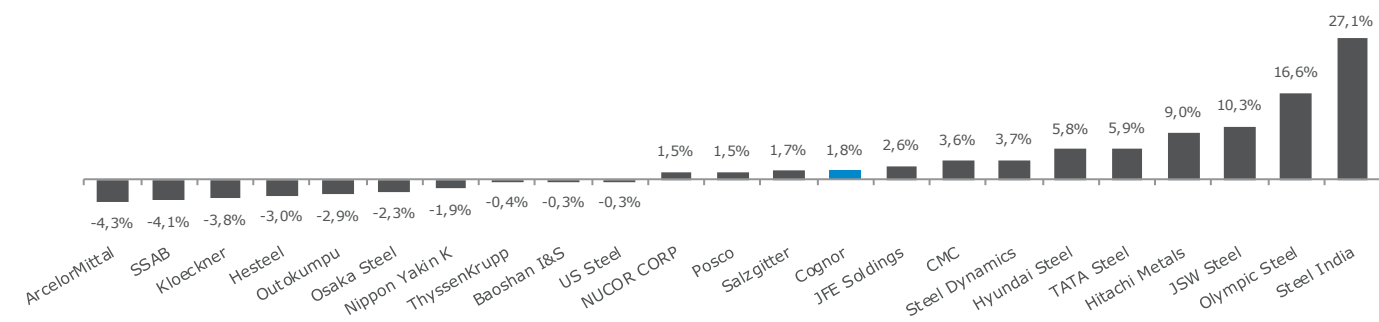
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



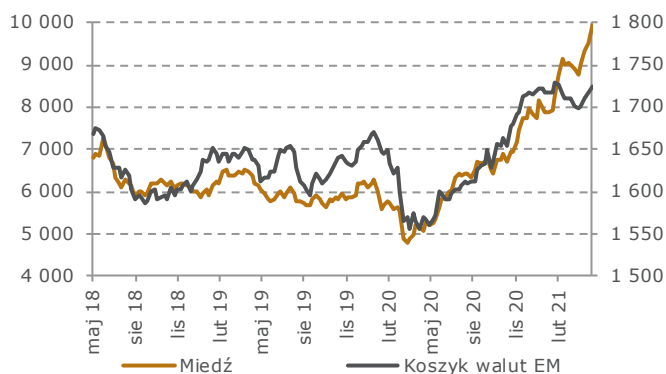
Producenci i dystrybutorzy stali



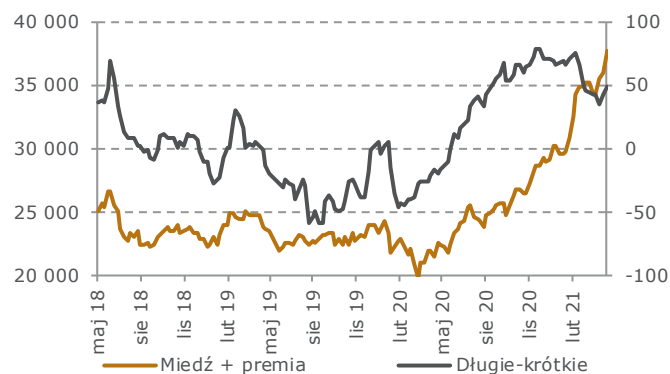
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



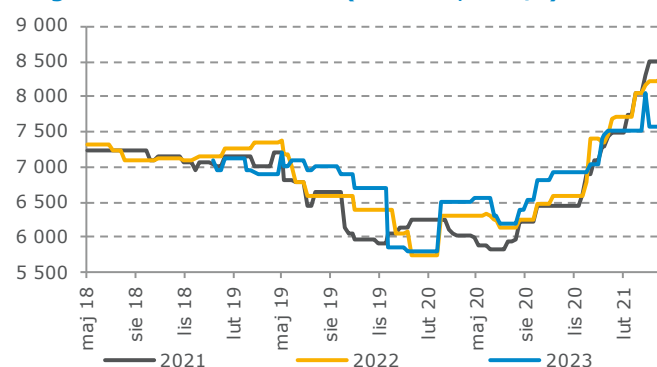
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



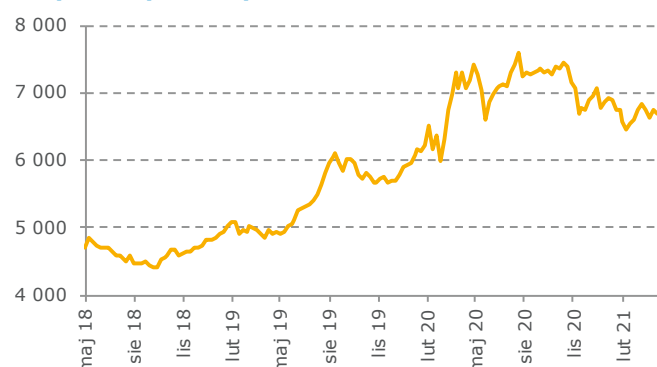
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



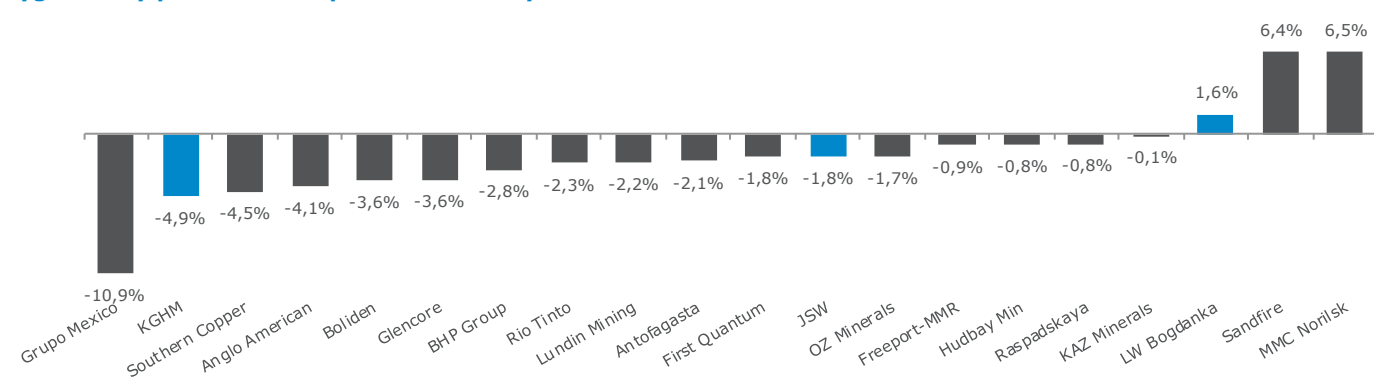
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



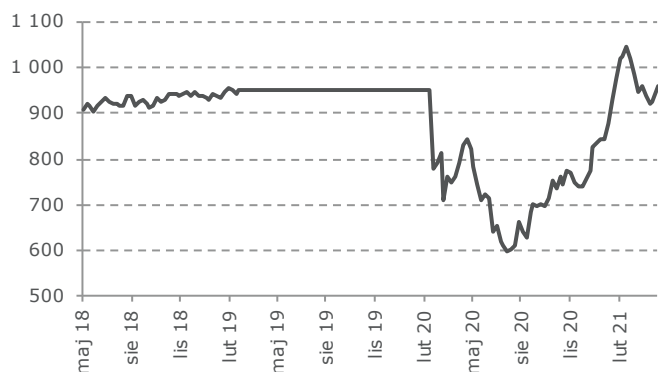
Tygodniowy performance spółek surowcowych



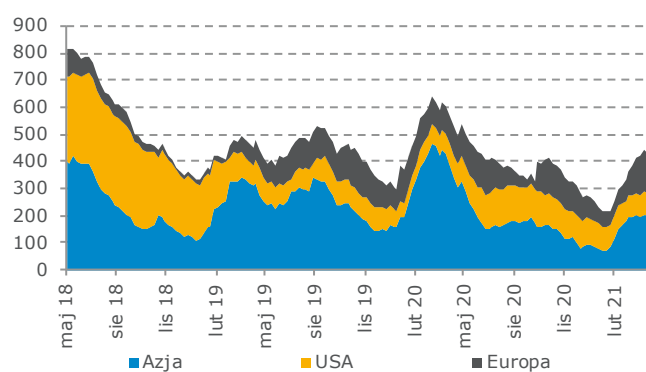
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

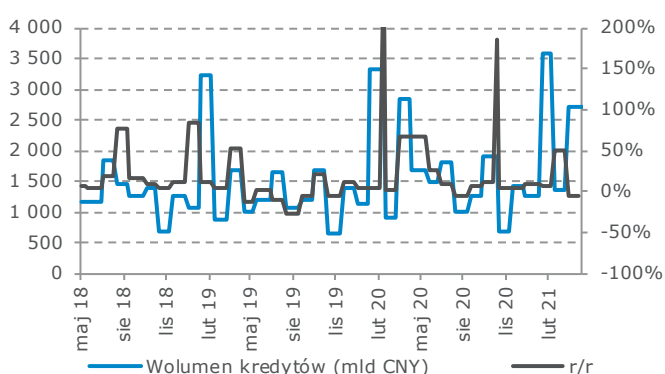
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



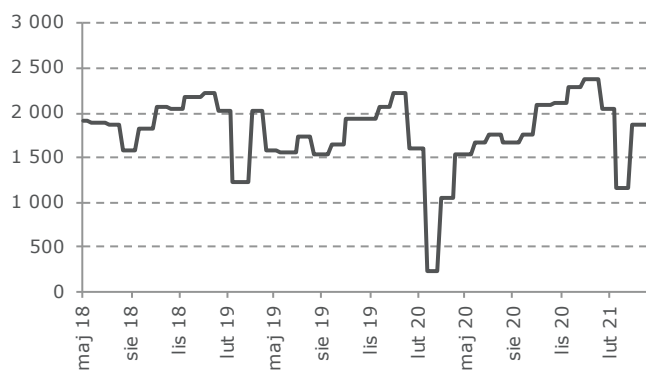
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



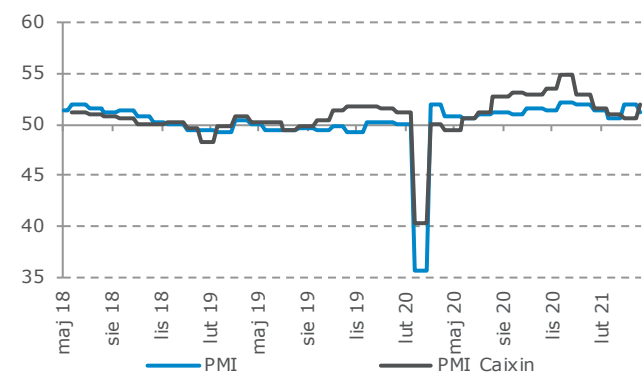
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



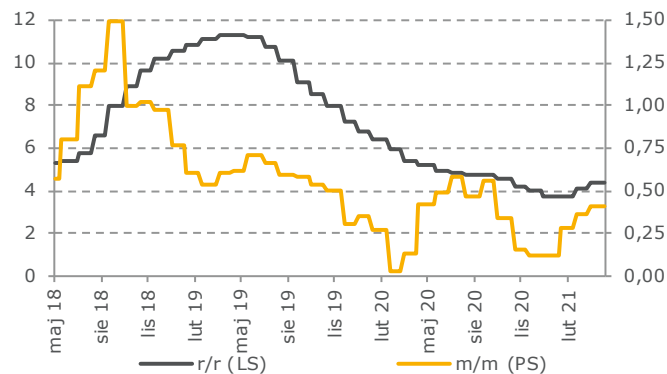
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



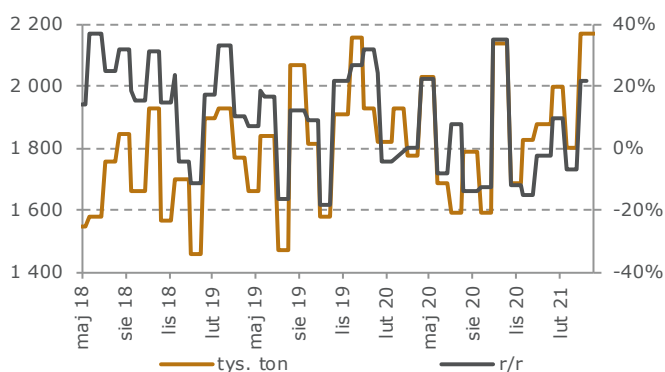
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



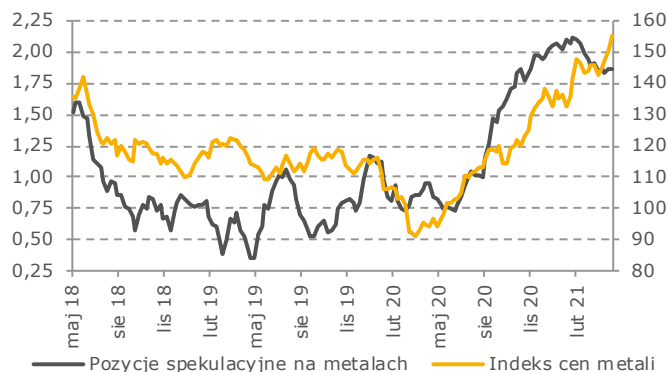
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin



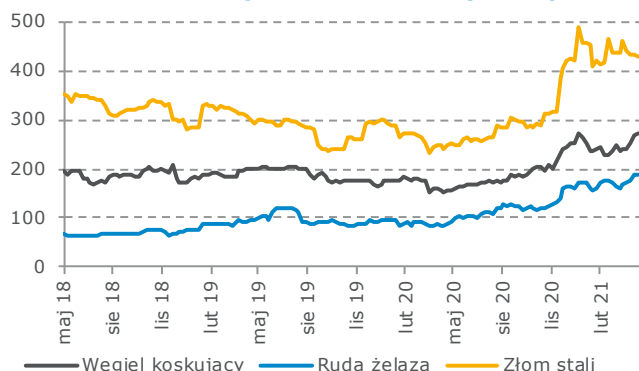
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



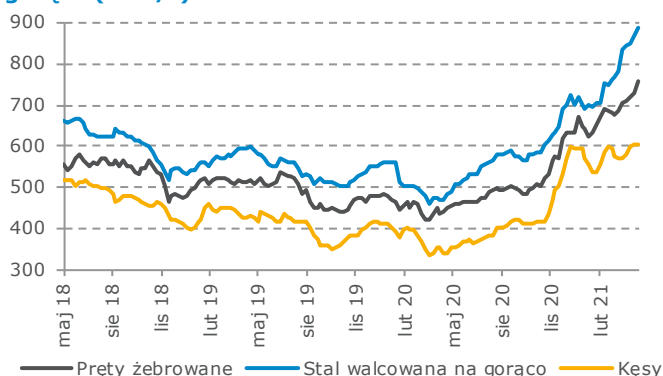
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

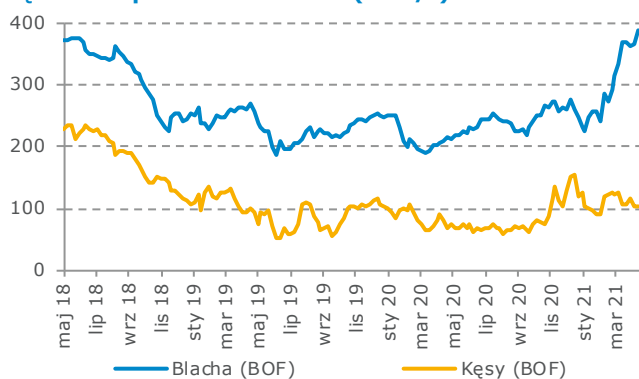
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



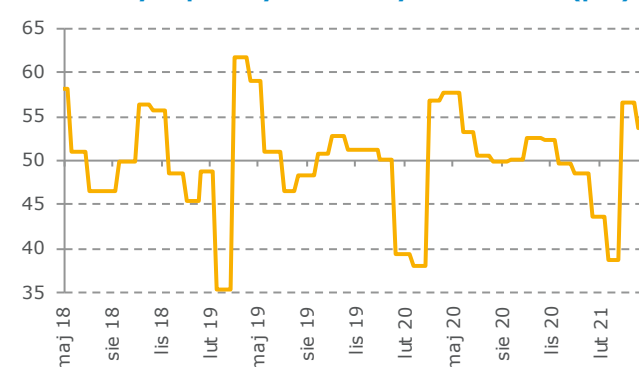
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



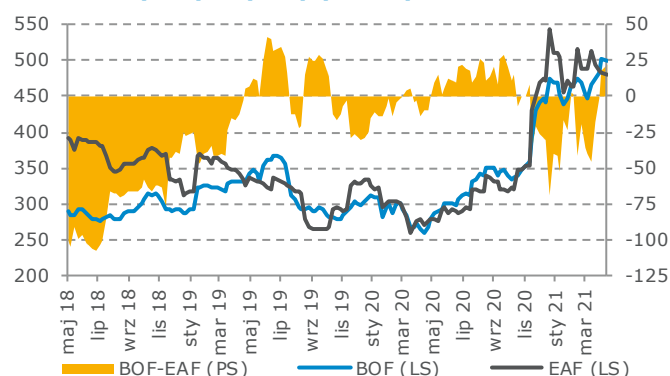
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



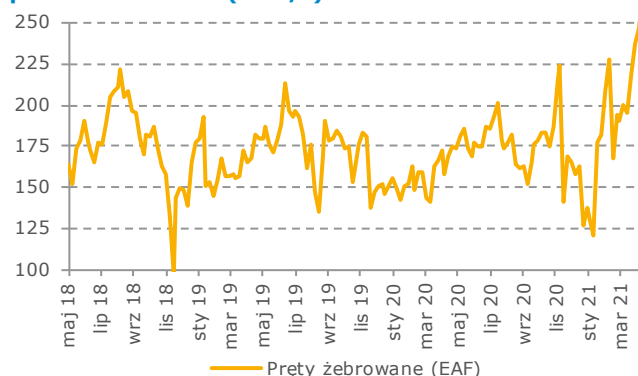
PMI cenowy w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



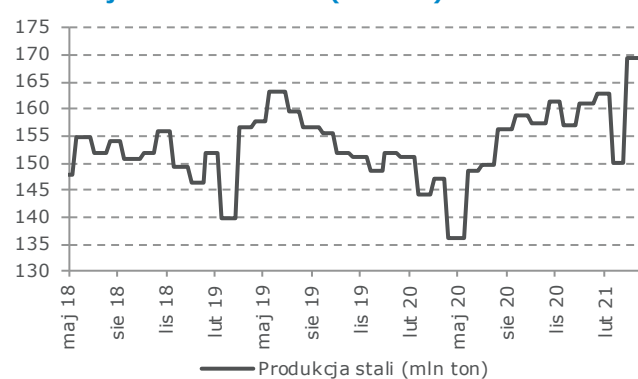
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



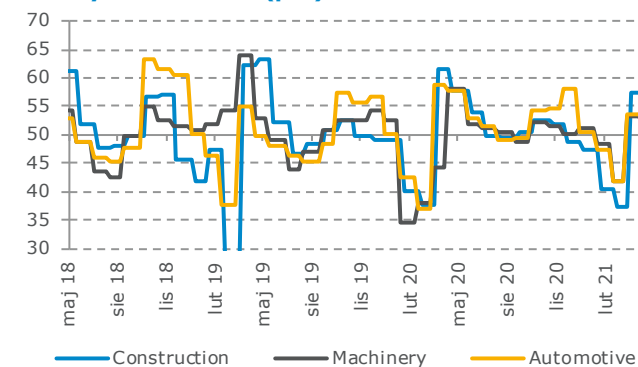
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



Produkcja stali na świecie (mln ton)

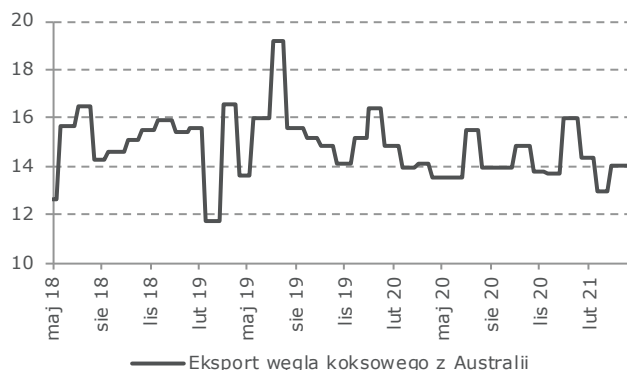


Wybrane komponenty PMI cenowego w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

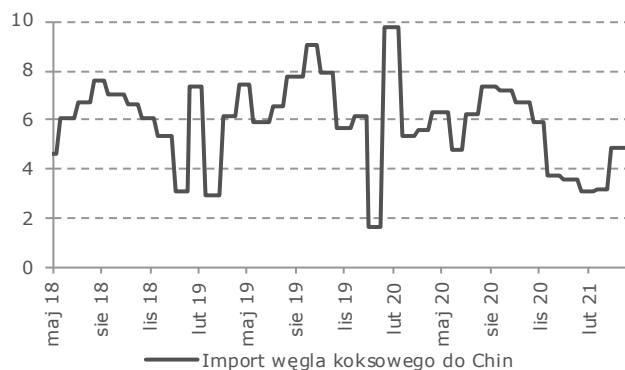


Surowce (stal)

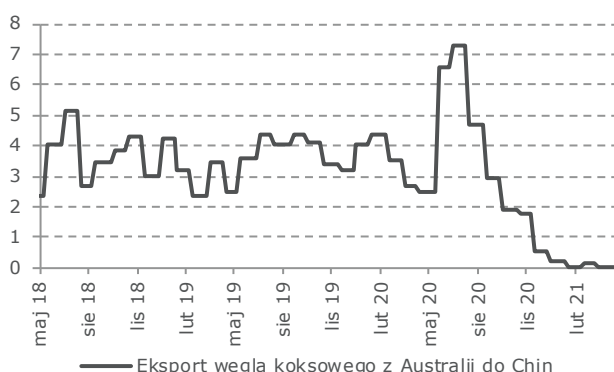
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



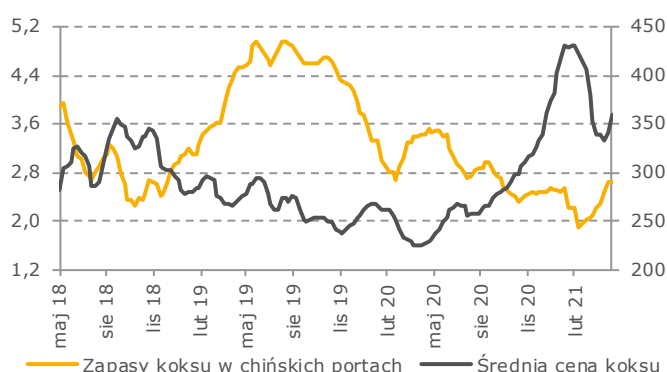
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



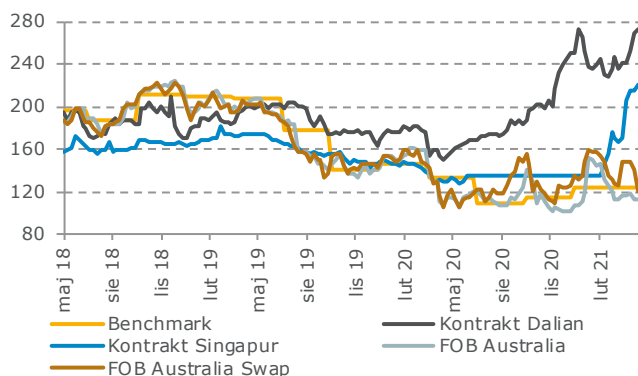
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



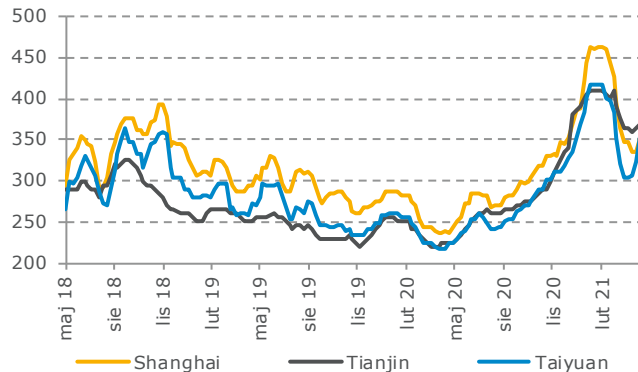
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



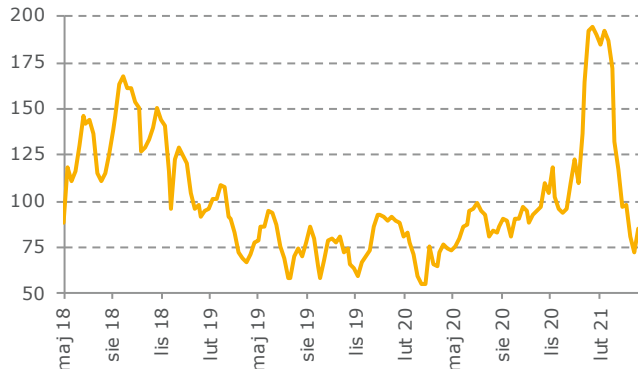
Ceny węgla koksowego (USD/t)



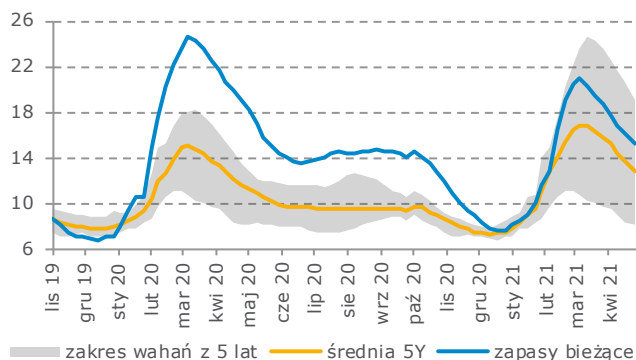
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



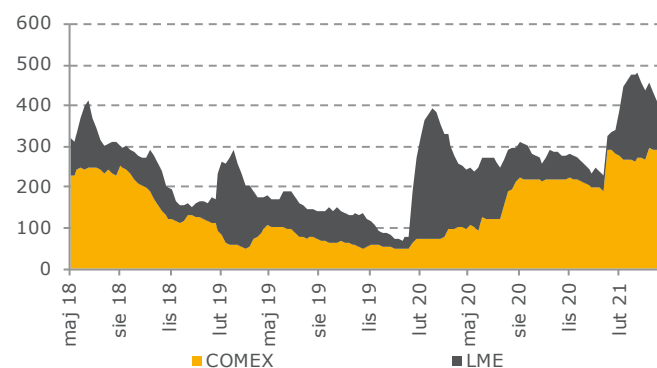
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



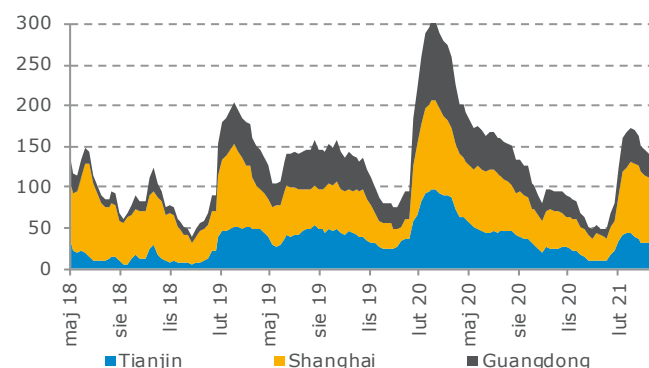
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

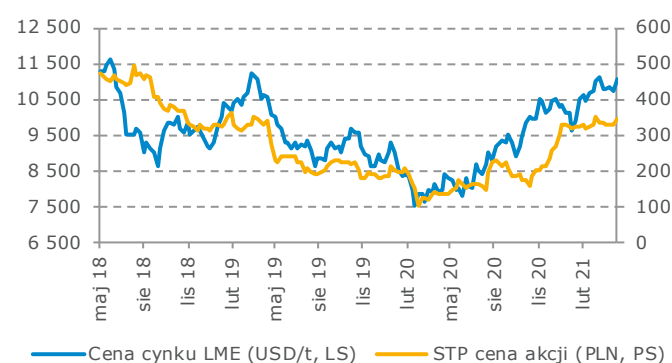
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



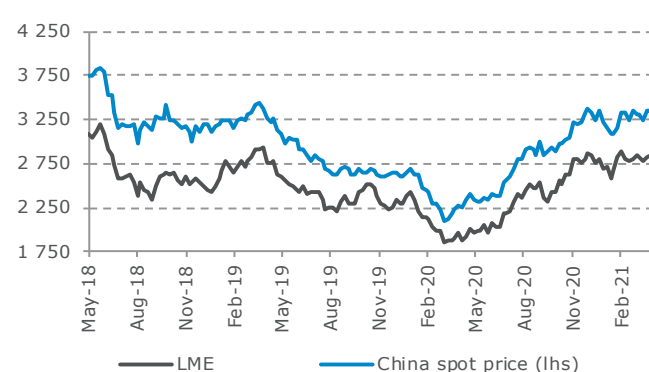
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



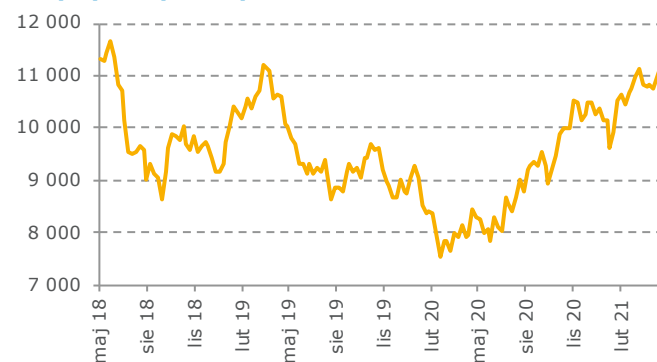
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



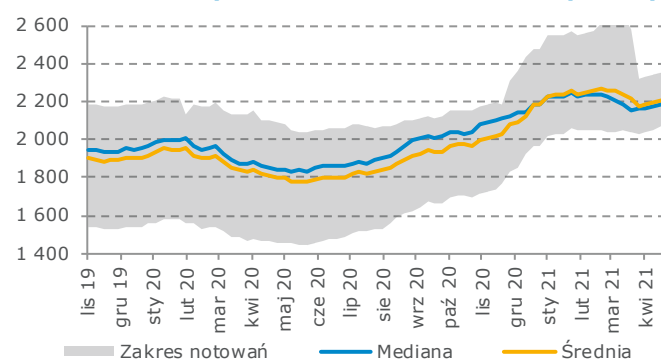
Ceny cynku (USD/t)



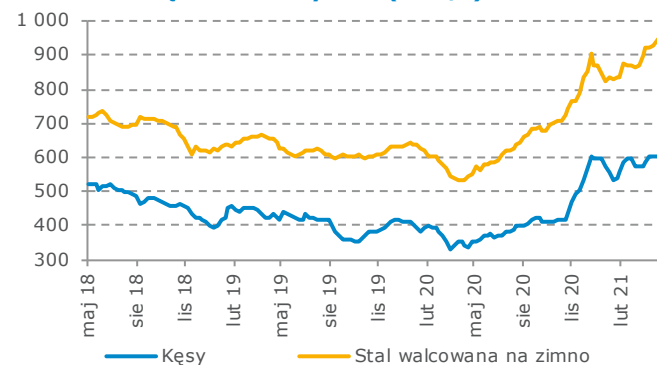
Ceny cynku (PLN/t)



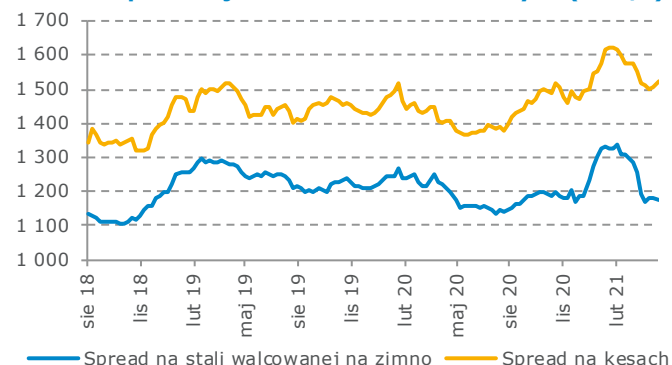
Notowania blachy elektrotechnicz. w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



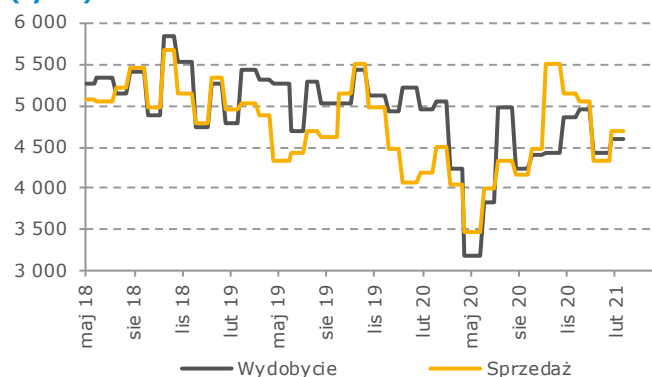
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



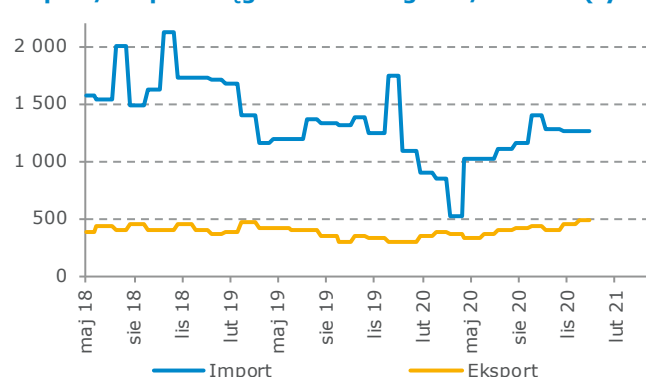
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

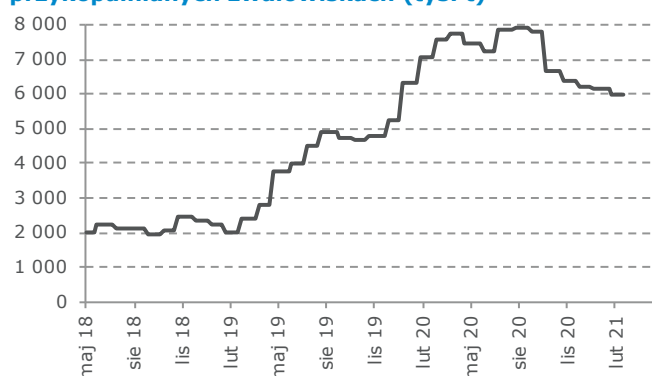
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



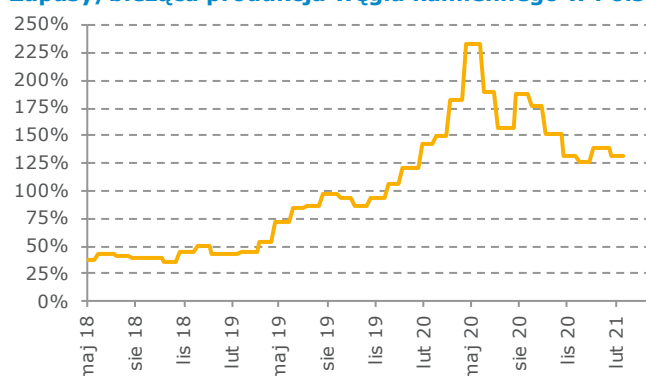
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



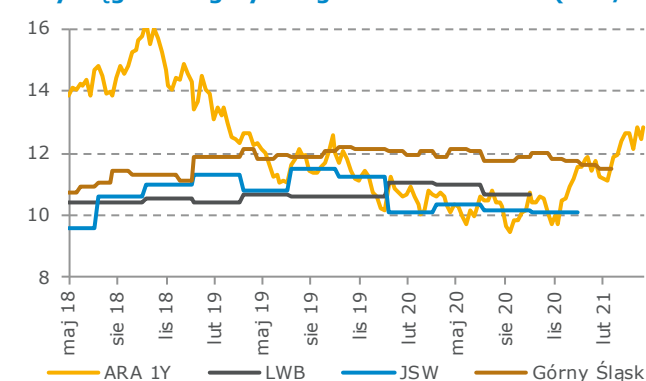
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



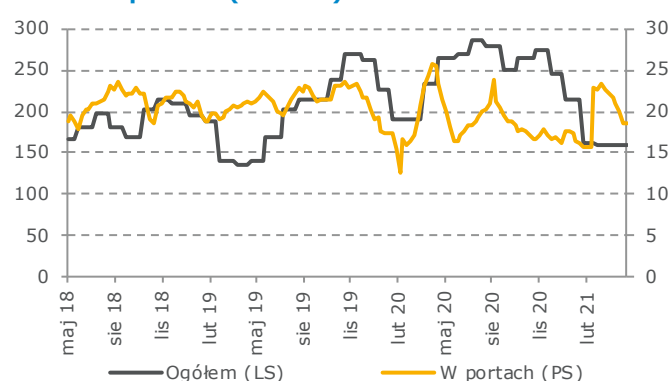
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



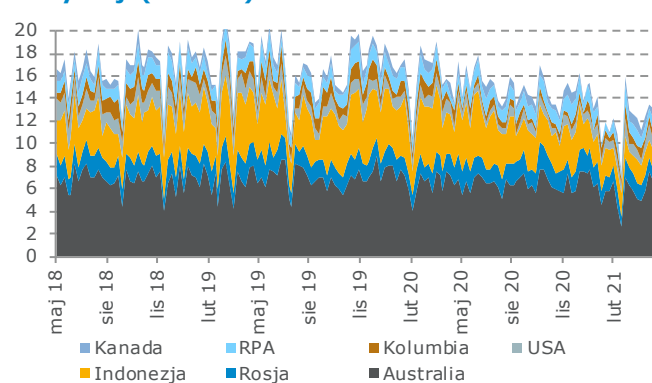
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



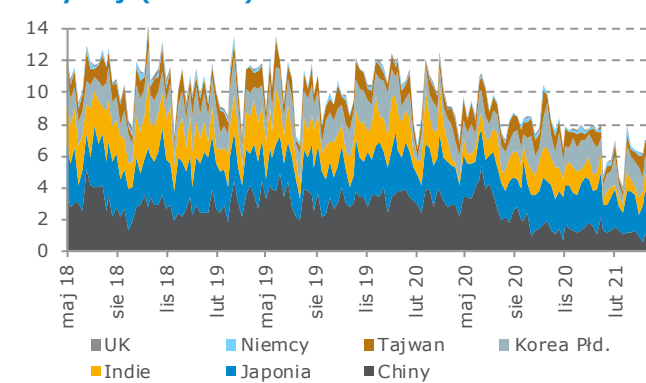
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



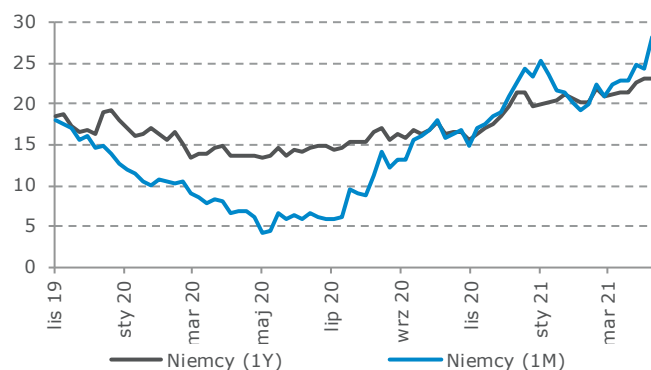
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



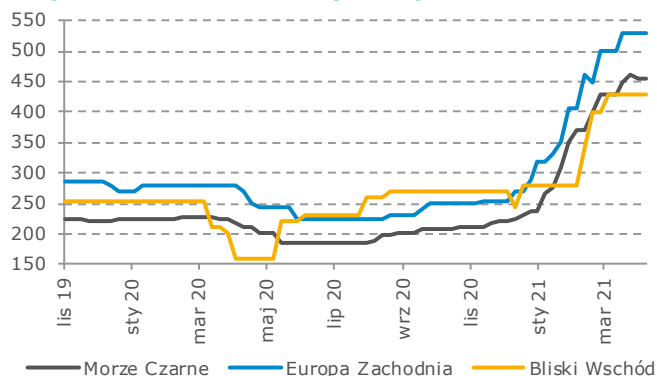
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

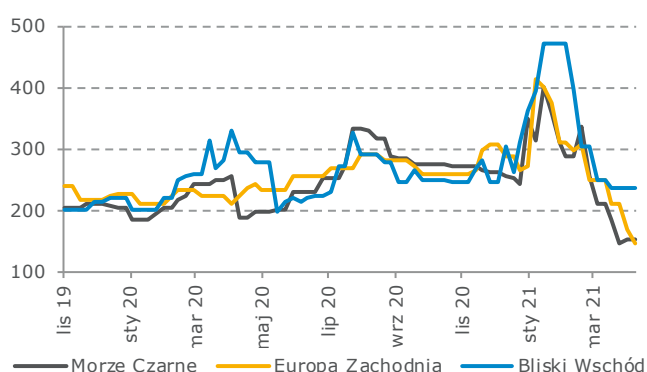
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



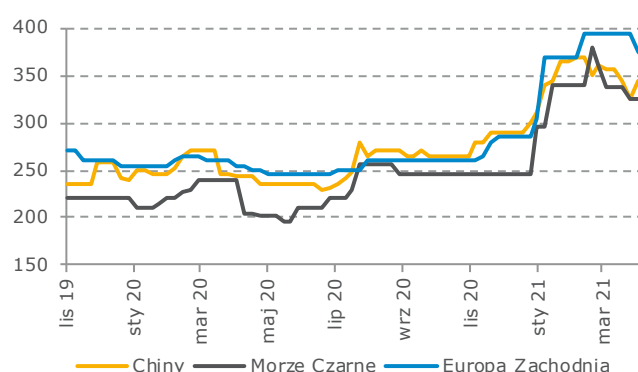
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



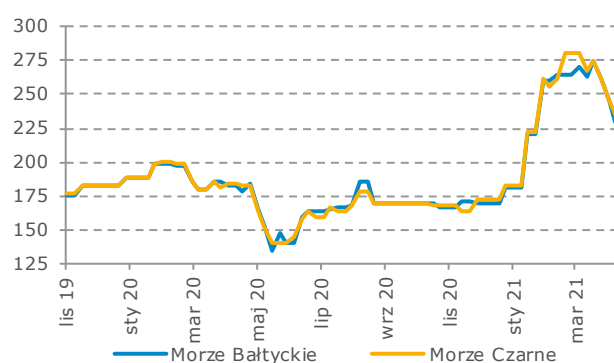
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



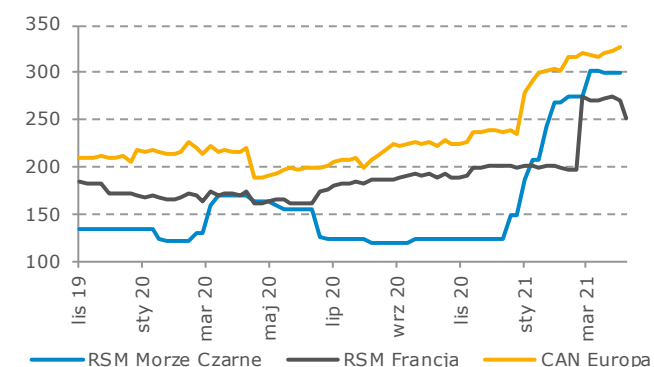
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



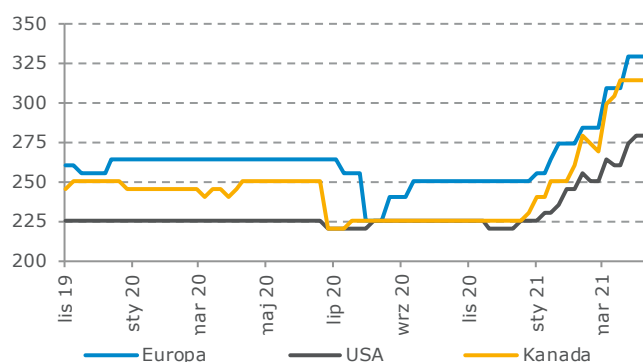
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



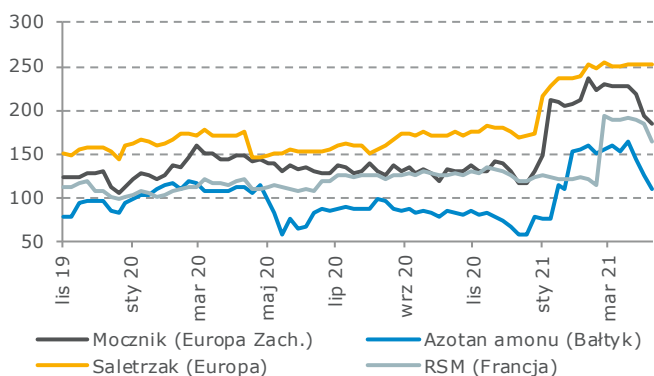
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



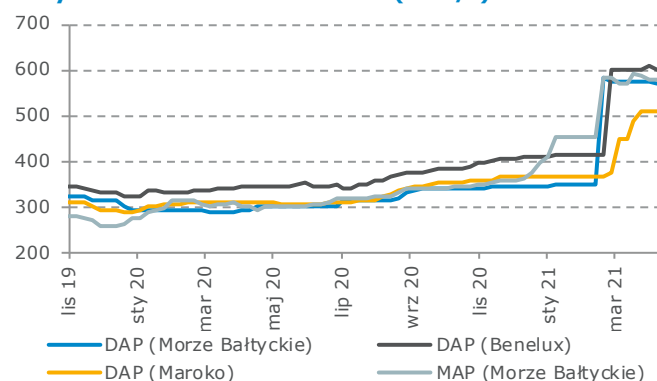
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



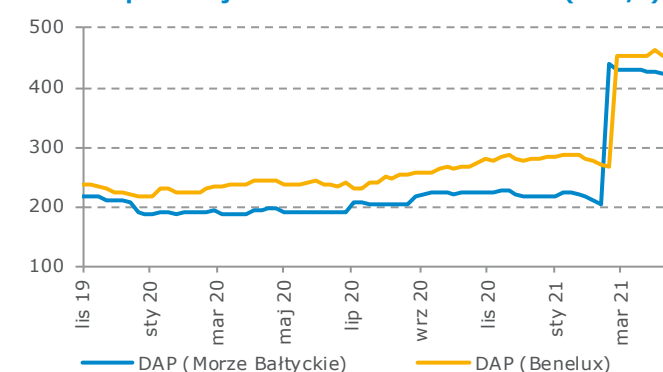
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

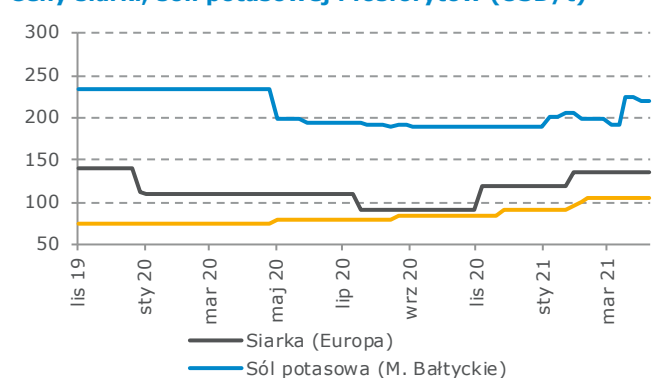
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



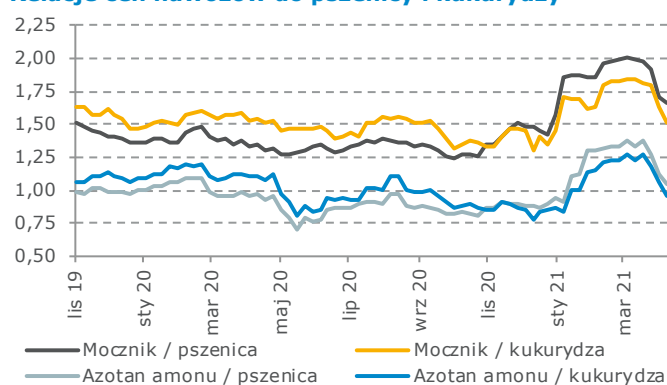
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



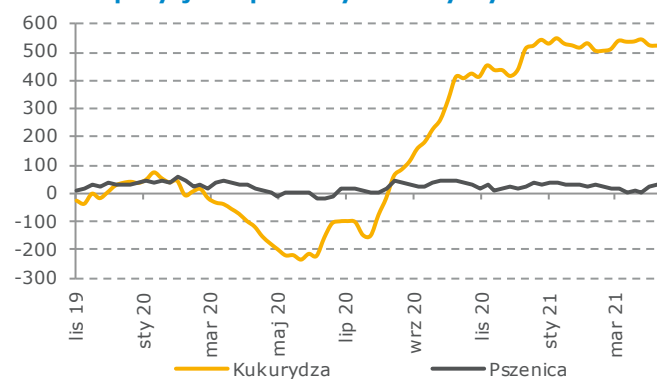
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



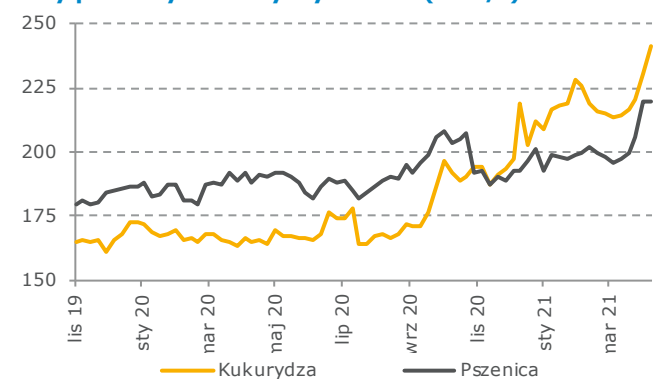
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



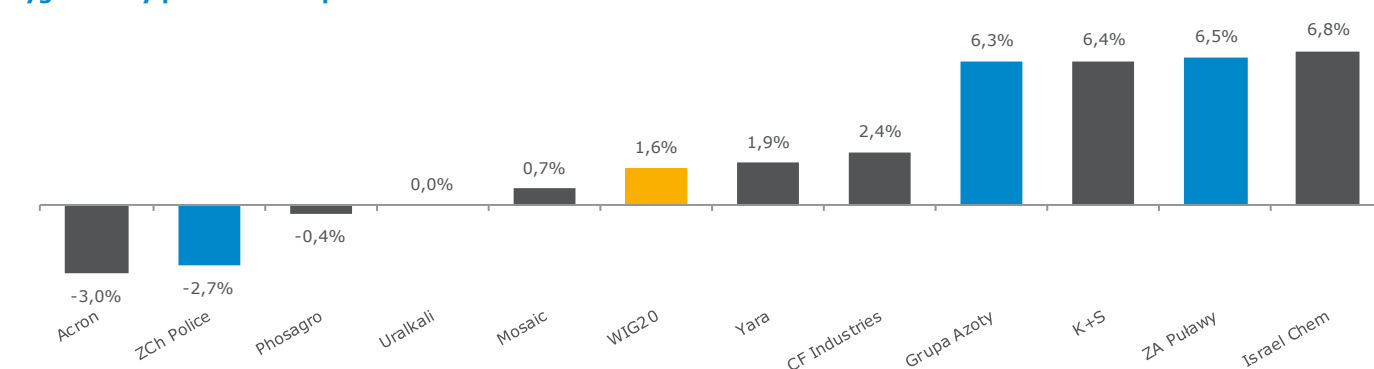
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



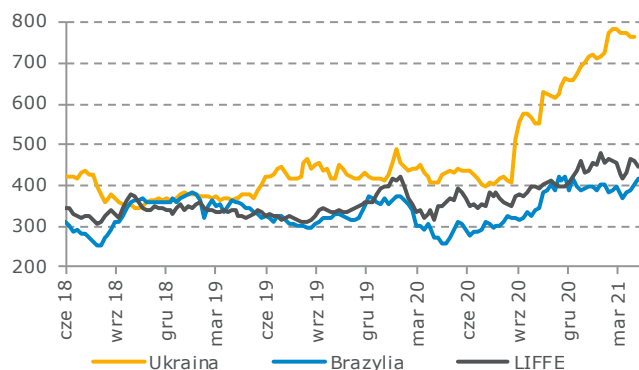
Tygodniowy performance producentów nawozów



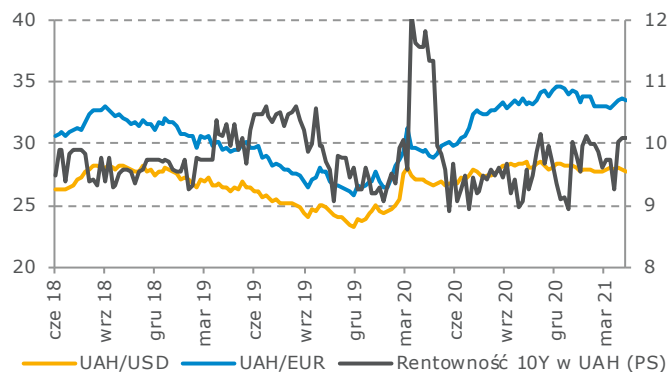
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

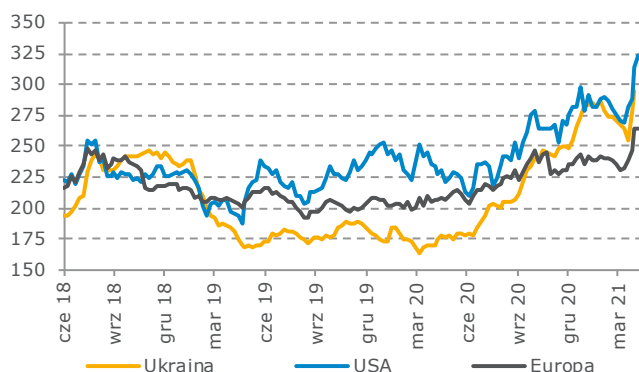
Cena cukru (USD/Mt)



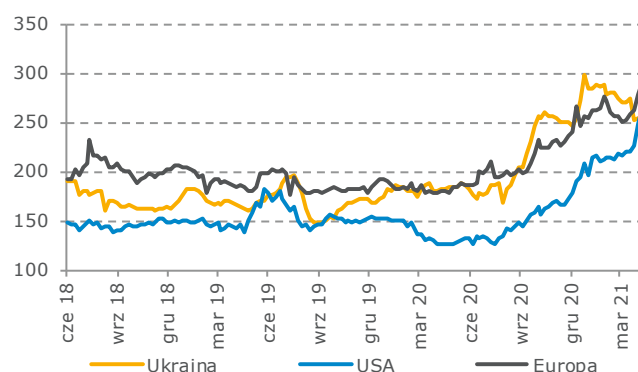
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



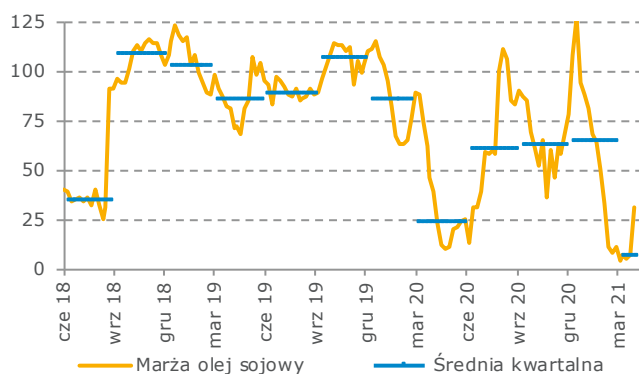
Cena pszenicy (USD/Mt)



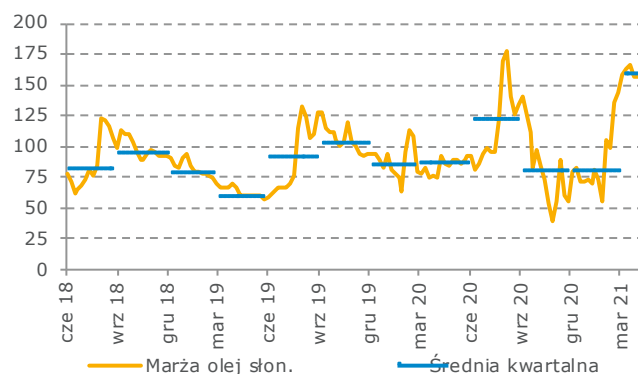
Cena kukurydzy (USD/Mt)



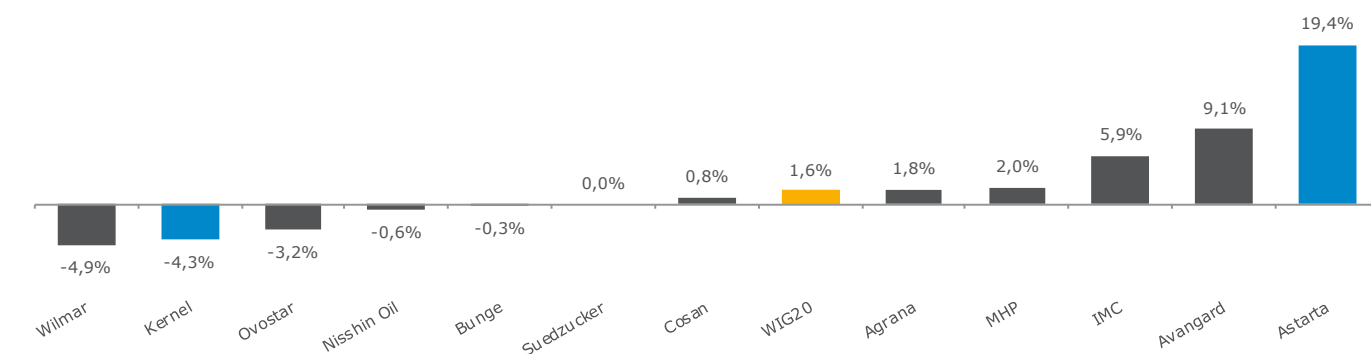
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	604,5	7,5	7,5	7,3	2,3	2,5	2,4	17,1	16,0	15,1	30%	34%	33%	6,6%	5,3%	5,6%
Enea	8,4	3,1	2,8	2,7	0,6	0,5	0,4	3,3	3,7	3,7	20%	17%	17%	0,0%	0,0%	5,4%
PGE	10,1	3,8	3,7	3,7	0,6	0,5	0,5	12,6	23,3	16,5	16%	12%	13%	0,0%	0,0%	2,2%
Tauron	3,4	5,5	5,1	4,9	1,0	0,9	0,9	6,2	5,8	5,5	19%	18%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	10,6	0,9	0,8	0,7	0,1	0,1	0,1	35,2	-	-	8%	7%	9%	-	0,9%	-
EDF	12,2	5,1	4,8	4,5	1,3	1,2	1,1	58,0	14,7	12,7	25%	25%	25%	1,7%	3,4%	3,7%
EDP	4,7	9,5	9,4	8,9	2,9	2,5	2,4	22,4	19,1	18,0	31%	26%	27%	4,0%	4,3%	4,5%
Endesa	22,0	7,7	7,1	6,9	1,8	1,5	1,4	16,7	13,1	12,8	23%	21%	21%	5,4%	5,4%	5,5%
Enel	8,4	9,7	7,7	7,3	2,4	2,0	1,9	32,1	14,7	13,7	25%	25%	26%	4,3%	4,8%	5,1%
EON	10,2	9,3	7,6	7,6	0,9	0,9	0,9	26,0	11,7	11,3	10%	12%	11%	4,6%	5,0%	5,1%
Fortum	22,5	11,3	10,2	10,0	0,6	0,5	0,5	15,0	16,5	15,6	5%	5%	5%	5,0%	5,1%	5,2%
Iberdola	11,4	13,5	10,7	10,1	3,9	3,3	3,2	20,6	17,8	16,8	29%	30%	31%	2,8%	4,1%	4,3%
National Grid	9,1	14,2	10,9	10,3	4,3	4,0	3,9	24,9	15,2	14,3	30%	37%	38%	5,3%	5,4%	5,5%
Red Electrica	15,3	10,1	9,5	9,4	7,5	7,4	7,4	13,3	12,1	12,1	74%	78%	78%	5,6%	6,6%	5,8%
RWE	32,0	25,7	5,6	6,1	1,4	1,2	1,2	20,5	17,7	21,3	5%	22%	20%	2,7%	3,0%	3,1%
SSE	14,7	15,0	12,1	11,8	3,9	3,4	3,3	-	16,1	15,8	26%	28%	28%	5,4%	5,6%	5,8%
Verbund	69,0	20,0	17,0	16,1	8,0	6,5	6,3	37,9	33,7	31,5	40%	38%	39%	1,1%	1,4%	1,5%
Mediana		9.5	7.6	7.3	1.8	1.5	1.4	20.6	15.6	14.7	25%	25%	25%	4.2%	4.3%	5.1%

Wycena spółek rafineryjnych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	47,82	6,2	4,5	3,6	0,4	0,4	0,4	19,5	12,8	7,9	7%	9%	11%	2,1%	6,3%	6,3%
MOL	2066,00	4,2	4,7	3,9	0,6	0,6	0,6	11,8	18,9	9,9	14%	13%	14%	5,0%	5,0%	5,0%
PKN Orlen	66,72	6,2	6,5	6,0	0,5	0,6	0,6	15,9	18,2	12,0	8%	8%	10%	5,2%	5,2%	5,2%
Hellenic Petroleum	5,78	-	6,0	5,3	0,6	0,5	0,5	-	8,6	6,8	-	8%	9%	1,7%	5,5%	6,8%
HollyFrontier	37,00	-	6,3	5,9	0,8	0,6	0,6	-	12,2	10,6	-	10%	11%	3,8%	3,9%	3,9%
Marathon Petroleum	57,16	-	9,7	9,0	1,1	1,0	1,0	-	20,2	14,2	-	10%	11%	4,1%	4,1%	4,5%
Motor Oil	12,85	5,8	4,6	4,6	0,3	0,3	0,3	9,0	5,8	5,6	6%	7%	7%	6,0%	8,4%	9,6%
Neste Oil	51,36	29,0	17,0	14,1	3,4	3,0	2,7	55,2	26,5	21,2	12%	17%	19%	1,6%	1,9%	2,4%
OMV	41,98	11,0	5,0	5,0	2,0	1,2	1,2	10,9	7,5	7,4	18%	23%	23%	4,4%	4,9%	5,1%
Phillips 66	83,94	-	8,4	7,8	0,8	0,6	0,5	-	12,3	10,5	-	7%	7%	4,3%	4,5%	4,6%
Saras	0,58	-	5,5	4,3	0,2	0,1	0,1	-	-	16,6	-	3%	3%	-	1,4%	3,3%
Tupras	90,85	56,3	5,2	4,9	0,5	0,3	0,3	-	7,1	6,0	1%	5%	6%	-	9,7%	13,4%
Valero Energy	78,15	37,9	6,9	6,7	0,7	0,5	0,5	-	13,6	12,6	2%	7%	7%	5,0%	5,2%	5,4%
Mediana		8,6	6,0	5,3	0,6	0,6	0,5	13,9	12,5	10,5	8%	8%	10%	4,3%	5,0%	5,1%

Wycena spółek petrochemicznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	66,72	6,2	6,5	6,0	0,5	0,6	0,6	15,9	18,2	12,0	8%	8%	10%	5,2%	5,2%	5,2%
Axiall	94,79	11,7	7,9	7,9	2,1	1,8	1,7	36,9	16,1	16,1	18%	22%	21%	1,1%	1,2%	1,3%
Braskem	50,04	19,5	5,5	5,8	1,3	0,9	0,9	-	9,3	11,4	7%	17%	16%	-	7,0%	4,4%
Eastman Chemical	118,35	15,3	9,6	9,5	2,5	2,2	2,1	33,5	13,4	12,7	16%	23%	22%	2,3%	2,5%	2,7%
Huntsman Corp	29,72	10,3	7,0	6,9	1,3	1,1	1,1	6,3	10,5	10,0	13%	15%	15%	2,2%	2,5%	2,6%
Lotte Chemicals	286 500	8,6	3,9	3,6	0,8	0,6	0,6	62,0	7,9	7,2	10%	15%	16%	1,3%	3,2%	3,5%
LyondellBasell	107,87	15,3	7,4	7,4	1,8	1,4	1,3	25,4	8,8	8,5	12%	19%	18%	3,9%	4,0%	4,3%
Mitsubishi Chemical	813,50	9,8	7,8	7,4	1,0	1,0	1,0	21,4	10,7	8,9	10%	13%	14%	3,9%	3,1%	3,4%
Mitsui Chemicals	3440,00	8,9	6,2	5,9	0,8	0,8	0,8	17,6	10,4	9,4	9%	13%	13%	2,9%	2,9%	3,1%
Westlake Chemical	94,79	11,7	7,9	7,9	2,1	1,8	1,7	36,9	16,1	16,1	18%	22%	21%	1,1%	1,2%	1,3%
Mediana		11,0	7,2	7,2	1,3	1,1	1,0	25,4	10,6	10,7	11%	16%	16%	2,3%	3,0%	3,3%

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

Wycena spółek gazowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,58	4,4	3,9	4,1	0,8	0,9	0,8	11,5	10,0	11,5	19%	22%	20%	2,9%	4,3%	5,0%
A2A	1,64	8,3	6,9	6,5	1,3	1,2	1,2	14,0	14,9	14,7	16%	18%	18%	4,9%	5,2%	5,3%
BG Group	13,65	7,5	4,1	4,2	1,1	0,7	0,7	-	7,8	7,4	15%	17%	17%	3,7%	3,8%	3,9%
BP	3,03	-	4,4	4,5	0,7	0,6	0,6	-	8,4	6,6	-	13%	12%	8,1%	5,9%	5,0%
Centrica	0,57	3,9	5,0	4,8	0,3	0,5	0,5	81,0	9,5	8,6	8%	10%	10%	-	5,5%	6,5%
Enagas	18,23	12,7	10,5	10,9	8,4	9,2	9,7	10,8	12,4	12,7	66%	88%	88%	9,2%	9,2%	9,3%
Endesa	22,01	7,7	7,1	6,9	1,8	1,5	1,4	16,7	13,1	12,8	23%	21%	21%	5,4%	5,4%	5,5%
Engie	12,45	10,3	5,6	5,4	1,0	1,0	0,9	-	11,8	11,0	10%	17%	17%	4,3%	6,2%	6,7%
Eni	10,10	13,4	3,4	3,3	1,2	0,8	0,8	-	11,0	9,8	9%	24%	25%	3,6%	7,1%	7,3%
Equinor	170,34	11,4	3,1	3,0	1,5	1,2	1,2	-	12,4	12,5	13%	39%	40%	2,3%	3,8%	4,2%
Gas Natural SDG	21,41	11,3	9,5	9,5	2,4	2,0	2,2	-	16,9	17,0	22%	21%	23%	6,6%	7,4%	6,0%
Gazprom	230,10	4,5	3,9	3,9	1,2	1,1	1,1	4,3	4,0	4,0	27%	28%	28%	10,5%	13,0%	12,6%
Hera	3,40	7,4	7,2	6,9	1,1	1,1	1,0	16,7	14,7	14,1	15%	15%	15%	3,2%	3,5%	3,8%
NovaTek	180,05	25,8	11,3	10,9	5,5	4,0	3,8	12,5	12,7	12,2	21%	35%	35%	4,0%	4,2%	4,1%
ROMGAZ	32,60	5,5	4,3	4,1	2,5	2,1	1,9	10,0	7,8	7,8	45%	48%	48%	4,9%	6,1%	7,2%
Shell	16,00	7,8	4,2	4,2	1,2	0,7	0,7	-	7,9	7,5	15%	17%	17%	3,6%	3,7%	3,9%
Snam	4,71	13,3	12,7	12,3	10,4	9,8	9,4	14,4	13,9	13,5	78%	77%	76%	5,3%	5,9%	6,0%
Total	37,24	8,7	4,8	4,7	1,3	0,9	0,9	-	9,5	9,4	14%	19%	19%	6,2%	7,1%	7,2%
Mediana		8.3	4.9	4.8	1.2	1.1	1.1	13.2	11.4	11.2	16%	21%	21%	4.9%	5.7%	5.7%

Wycena spółek wydobywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	2066,00	5,0	3,7	3,5	0,7	0,5	0,6	-	7,0	6,0	14%	15%	16%	4,1%	5,2%	5,7%
Bashneft	1561,50	11,8	3,2	2,9	0,7	0,5	0,5	-	6,6	4,5	6%	15%	16%	6,9%	7,6%	11,0%
BP	3,03	-	4,4	4,5	0,7	0,6	0,6	-	8,4	6,6	-	13%	12%	8,1%	5,9%	5,0%
Dana Gas	0,82	-	10,1	7,8	4,4	5,5	5,3	-	20,1	11,9	-	54%	67%	24,5%	11,1%	16,4%
Eni	10,10	13,4	3,4	3,3	1,2	0,8	0,8	-	11,0	9,8	9%	24%	25%	3,6%	7,1%	7,3%
Equinor	170,34	11,4	3,1	3,0	1,5	1,2	1,2	-	12,4	12,5	13%	39%	40%	2,3%	3,8%	4,2%
Gazprom Neft	361,20	6,9	4,2	4,2	1,3	0,9	0,9	14,5	4,8	5,1	18%	22%	21%	6,9%	10,2%	11,0%
Gulf Keystone	1,77	8,6	2,4	2,2	4,0	1,6	1,4	-	5,3	4,5	47%	67%	66%	-	5,2%	6,3%
Lukoil	5796,50	6,3	3,6	3,6	0,8	0,5	0,5	100+	6,6	6,9	12%	15%	15%	6,8%	12,1%	11,1%
Occidental Petroleum	26,14	-	7,2	7,1	4,3	3,4	3,4	-	-	-	-	48%	48%	3,1%	1,3%	1,5%
Repsol	10,24	-	4,6	4,3	0,9	0,6	0,6	-	8,0	7,3	-	14%	14%	8,9%	6,0%	6,4%
Rosneft Oil	525,55	9,5	4,3	4,2	1,6	1,1	1,1	35,3	5,0	4,9	17%	26%	26%	1,9%	9,3%	9,6%
Shell	16,00	7,8	4,2	4,2	1,2	0,7	0,7	-	7,9	7,5	15%	17%	17%	3,6%	3,7%	3,9%
Surgutneftegas	42,85	-	-	-	-	-	-	6,3	4,5	5,0	-	-	-	52,7%	5,6%	3,6%
Total	37,24	8,7	4,8	4,7	1,3	0,9	0,9	-	9,5	9,4	14%	19%	19%	6,2%	7,1%	7,2%
Tullow Oil	0,54	-	5,3	4,9	3,1	3,8	3,6	-	8,0	6,8	-	71%	73%	-	-	-
Mediana		8,7	4,2	4,2	1,3	0,9	0,9	14,5	7,9	6,8	14%	22%	21%	6,5%	6,0%	6,4%

Wycena spółek surowcowych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	30,30	2,0	1,8	1,3	0,4	0,4	0,3	5,5	5,8	4,3	22%	23%	24%	0,0%	0,0%	8,6%
KGHM	194,60	3,8	4,1	4,0	1,2	1,2	1,1	6,8	8,1	8,4	32%	29%	29%	1,0%	5,1%	7,4%
LW Bogdanka*	22,90	1,0	1,1	1,1	0,3	0,3	0,3	10,7	7,2	8,2	31%	27%	28%	-	-	-
Anglo American	30,70	3,6	4,5	4,9	1,6	1,7	1,7	7,0	8,8	10,1	43%	38%	36%	6,0%	4,9%	4,0%
Antofagasta	18,66	10,1	7,0	6,9	5,0	4,3	4,6	46,6	21,1	21,0	50%	62%	67%	2,3%	2,5%	2,2%
BHP Group	21,85	8,5	5,9	6,7	4,0	3,6	3,9	17,5	10,2	12,1	48%	60%	58%	5,2%	7,5%	6,0%
Freeport-McMoRan	38,71	17,6	6,6	6,9	5,0	3,1	3,3	94,4	12,7	15,7	28%	47%	47%	0,1%	1,2%	1,0%
Glencore	2,95	9,3	5,6	6,0	0,6	0,4	0,4	-	10,7	10,6	6%	7%	7%	-	5,0%	5,0%
Grupo Mexico	90,93	6,8	5,5	5,3	3,6	3,0	2,9	14,1	10,4	10,5	52%	55%	54%	3,2%	5,7%	5,8%
Kazakhmys	8,48	6,2	4,7	4,8	3,2	2,7	2,8	8,1	6,0	6,3	53%	59%	60%	0,4%	0,6%	1,4%
Rio Tinto	60,76	6,4	5,5	6,5	3,0	3,0	3,3	12,9	9,8	12,2	47%	55%	50%	6,0%	6,8%	5,5%
Southern CC	69,58	14,6	10,7	10,6	7,3	6,1	5,9	34,3	19,0	18,9	50%	56%	55%	2,2%	3,4%	3,3%
Mediana		6,6	5,5	5,7	3,1	2,9	2,9	12,9	10,0	10,6	45%	51%	49%	2,2%	4,9%	5,0%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	615,00	10,4	10,1	9,9	1,7	1,7	1,6	15,5	15,1	15,0	17%	16%	16%	7,3%	5,5%	5,6%
Alcoa	37,61	8,6	3,9	3,9	1,0	0,8	0,9	-	11,7	10,3	11%	22%	22%	-	0,1%	0,1%
Constellium	15,42	10,3	5,9	5,5	0,8	0,6	0,7	-	9,7	7,4	8%	11%	12%	-	-	-
Kaiser Aluminum	126,12	13,1	7,2	-	1,6	0,9	-	69,3	18,5	-	12%	13%	-	2,1%	2,4%	-
Norsk Hydro	54,26	8,0	5,7	5,7	0,9	0,9	0,9	60,3	11,6	11,6	11%	16%	15%	2,3%	3,7%	3,9%
Rusal	5,30	-	-	-	-	-	-	13,7	3,6	3,4	-	-	-	-	3,8%	3,6%
Mediana		10,3	5,9	5,6	1,0	0,9	0,9	37,9	11,7	10,3	11%	16%	16%	2,3%	3,7%	3,8%

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		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	37,22	6,9	10,1	6,0	0,7	0,8	0,7	12,6	100+	14,6	10%	8%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	12,60	8,2	7,5	-	1,5	1,5	-	-	-	-	18%	19%	-	27,8%	27,8%	-
Acron	5982,00	9,9	8,1	7,5	3,0	2,4	2,3	68,2	11,1	9,0	30%	30%	30%	7,4%	6,2%	6,1%
CF Industries	49,61	10,5	10,1	10,2	4,1	3,5	3,4	33,5	21,1	20,1	39%	34%	33%	2,4%	2,5%	2,4%
Israel Chemicals	21,74	15,2	8,6	8,0	2,1	1,9	1,8	100+	17,2	15,7	14%	22%	22%	1,5%	2,8%	2,9%
K+S	9,34	13,9	11,0	9,6	2,2	1,9	1,9	-	24,3	17,6	16%	17%	20%	-	1,2%	1,8%
Phosagro	4367,00	8,4	6,5	6,5	2,8	2,3	2,3	33,4	11,2	11,6	34%	36%	36%	5,8%	6,1%	6,3%
The Mosaic Company	35,03	12,9	7,5	7,5	2,0	1,6	1,6	19,9	14,5	13,0	15%	22%	21%	0,6%	0,8%	0,8%
Yara International	437,40	7,2	6,9	6,6	1,3	1,3	1,3	18,0	13,3	12,4	18%	19%	19%	81,8%	5,2%	9,1%
Mediana		9,9	8,1	7,5	2,1	1,9	1,8	26,7	14,5	13,8	18%	22%	22%	4,1%	2,8%	2,7%

Wycena spółek spożywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Kemel	51,00	3,4	3,9	4,2	0,4	0,4	0,4	12,0	7,8	7,9	12%	10%	9%	1,8%	1,9%	1,7%
Astarta*	43,80	2,7	3,3	3,4	0,9	0,9	0,9	4,1	4,6	5,9	32%	29%	26%	0,0%	7,4%	8,1%
Agrana Beteiligungs	18,32	9,2	8,2	-	0,7	0,6	-	23,8	19,5	-	7%	8%	-	4,2%	5,5%	-
Bunge Limited	85,83	10,1	11,0	11,1	0,5	0,5	0,5	10,8	13,3	13,1	5%	4%	4%	2,3%	2,7%	3,0%
Cosan	90,90	22,1	6,8	6,0	0,8	0,7	0,7	41,1	20,0	15,2	4%	11%	12%	0,6%	2,8%	3,8%
MHP	5,10	5,1	4,6	4,3	1,1	0,9	0,9	-	5,3	3,9	21%	20%	21%	5,5%	5,5%	14,7%
Nisshin Oillio	3070,00	7,5	7,7	7,3	0,5	0,4	0,4	12,5	12,2	11,4	6%	6%	6%	2,6%	2,7%	2,8%
Suedzucker	13,63	11,2	7,6	6,6	0,8	0,8	0,7	-	16,9	11,2	7%	10%	11%	1,5%	2,1%	2,7%
Wilmar Int.	5,01	12,4	11,0	10,3	0,8	0,7	0,7	15,0	14,0	13,3	6%	7%	7%	2,6%	3,2%	3,3%
Mediana		9.2	7.6	6.3	0.8	0.7	0.7	12.5	13.3	11.3	7%	10%	10%	2.3%	2.8%	3.1%

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

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

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

Źródło: mBank

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. 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, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, 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, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

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

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

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

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

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

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemicka-wilim@mbank.pl

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl