

wtorek, 6 lipca 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

Ceny energii na rynku niemieckim sięgają już 75 EUR/MWh, a wzrost z ostatniego tygodnia to zarówno pochodna nowych rekordów na CO₂ (58 EUR/t), jak i drożących węgla i gazu. W Polsce te tendencje są podobne i kontrakt roczny zbliżył się do 370 PLN/MWh. Modelowa marża CDS w ostatnich dniach nawet nieznacznie wzrosła, ale naszym zdaniem te rekordowe notowania to bardziej problem dla sektora z uwagi na ryzyko „interwencji” na cenach dla odbiorców końcowych. Zwracamy też uwagę na kolejny wzrostowy ruch na zielonych certyfikatach (172 PLN/MWh), co również będzie podnosić rachunki klientów (średnia cena w zeszłym roku <140 PLN/MWh).

Rynek paliwowy

Nowe lokalne maksima na ropie (zamieszanie wokół OPEC+) wywierają presję na marżę rafineryjne (tylko ~0,5 USD/Bbl) poprzez pogarszający się crack na HSFO. Nadal też nie ma większej poprawy na średnich destylatach. W tych warunkach pewnym wsparciem jest wzrost dyferencjału U/B do 2,5 USD/Bbl. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami postępuje normalizacja marż petrochemicznych, choć nadal na polimerach odczyty są relatywnie wysokie. Nowe rekordy biją natomiast ceny gazu o czym nieco więcej poniżej.

Rynek metali

Ceny miedzi odrabiają straty po dobrych danych o zatrudnieniu w USA. Inwestorzy spekulacyjni pierwszy raz od 7-miu tygodni zwiększyli pozycję długą na miedzi (wzrost z 8 tys. sztuk do 11 tys. sztuk). Widmo czwartej fali COVID-19 i w efekcie utrzymanie luźnej polityki monetarnej sprzyjają notowaniom metali szlachetnych (korzystnie dla KGHM). Rynek spekuluje, że drugi największy producent złota (Rosja) może po miedzi i niklu wprowadzić kolejne podatki na eksport metali szlachetnych.

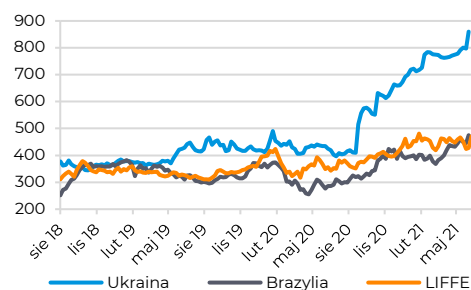
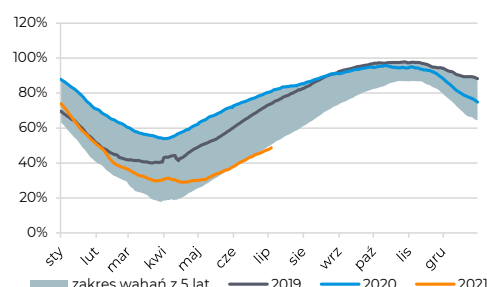
Rynek węgla koksowego

Ceny węgla koksowego w Australii doszły do 190 USD/t, a w Chinach przekraczają 300 USD/t. Ceny koksu w Chinach i Europie dalej rosną (pozytywnie dla JSW).

Rynek spożywczy

Ubiegłotygodniowe przymrozki w Brazylii pozytywnie przełożyły się na ceny cukru, kukurydzy i kawy. Na Ukrainie dalej rosną ceny cukru (pozytywnie dla Astarty). Z kolei APK-Inform poinformował, że tegoroczny zasiew słonecznika wyniesie na Ukrainie 6,9 mln ha (rekord), co przekładać się będzie na najwyższą w historii produkcję słonecznika (16,6 mln ton vs. 16,4 mln ton w 2019 roku i 13,6 mln ton w 2020 roku). Wyższe zbiory naszym zdaniem pozytywnie przekładać się będą na osiąganą marżę na tłoczeniu oleju słonecznikowego (pozytywnie dla Kernel).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

Napełnienie magazynów gazu na minimach

Poziom napełnienia magazynów gazu w UE wynosi obecnie 49% wobec średniej 5-letniej 64% i ostatnich minimów z 2017-18 na poziomie 51-52%. W efekcie ceny w europejskich hubach osiągają nowe rekordy z 1M FWD >37 EUR/MWh i 1Y FWD >26 EUR/MWh. Te trendy odzwierciedlają podobne tendencje z rynku azjatyckiego. Jest to oczywiście wsparcie dla spółek E&P (PGN, MOL) i problem dla konsumentów (PKN, ATT).

Ceny cukru (USD/t)

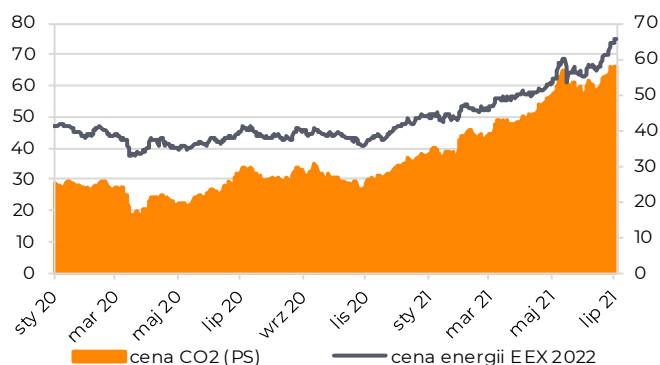
Ceny cukru na Ukrainie znów rosną i osiągają rekordowy poziom 23 500 UAH/t. Ceny na świecie wspierane są przez niekorzystne warunki pogodowe w Brazylii (przymrozki), które powodują, że zbiory trzciny cukrowej będą musiały rozpocząć się szybciej, co negatywnie odbije się na produkcji (Brazylia nr 2 producent cukru na świecie). W naszych całorocznych prognozach zakładamy ceny cukru na poziomie 18 500 UAH/t.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

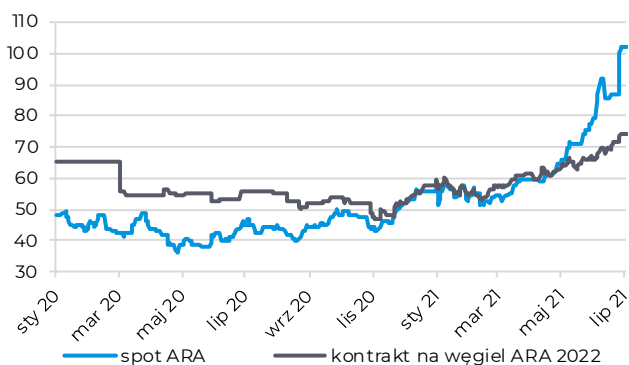
Spółka	1W	YTD
Enea	-9,4%	+30%
Mangata	-8,8%	+30%
PGE	-8,6%	+40%
ZE PAK	-5,6%	-2%
Kernel	-5,4%	+13%
Boryszew	-4,5%	+5%
PGNiG	-4,4%	+19%
Grupa Azoty	-4,0%	+20%
Tauron	-3,8%	+24%
Astarta	-2,5%	+100%
Cognor	-2,2%	+102%
Lotos	-2,2%	+31%
Alumetal	-1,9%	+38%
PKN Orlen	-1,5%	+35%
Stalprodukt	-1,5%	+29%
MOL	-0,9%	+9%
ZA Puławy	-0,2%	+8%
ZCh Police	+0,0%	+3%
OMV	+0,5%	+54%
LW Bogdanka	+1,1%	+47%
Tupras	+1,2%	-10%
KGHM	+1,9%	+5%
PCC Rokita	+2,5%	+66%
IMC	+2,6%	+73%
Ciech	+2,7%	+66%
CEZ	+2,7%	+26%
Kęty	+4,1%	+48%
JSW	+4,8%	+41%
Polenergia	+10,0%	+42%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-1,0%	+18%
Chemia	-0,7%	+35%
Energia	-5,8%	+31%
Paliwa	-2,3%	+29%
Spożywczy	-3,6%	+19%
Surowce	+2,1%	+8%
Ukraina	-2,2%	+45%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+1,6%	+20%
Oil & Gas E&P	+3,6%	+50%
Refining EU	-2,0%	+15%
Refining US	-3,1%	+39%
Agri & Food	-0,2%	+13%
Kauczuki	+2,2%	+13%
Nawozy	+1,7%	+38%
Chemicals EU	+0,1%	+11%
Industrials EU	+1,4%	+19%
Petchem World	+1,3%	+28%
Utilities EU	+0,6%	+1%
Utilities US	+0,1%	+3%

Energetyka

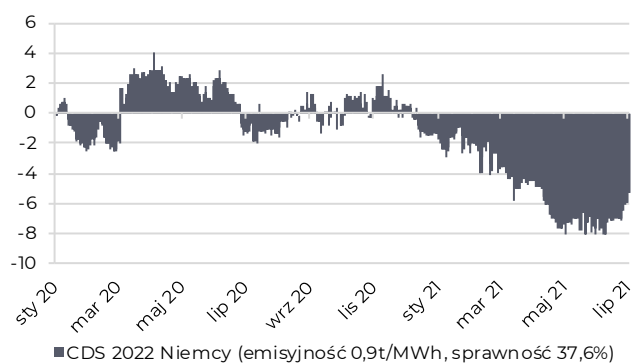
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



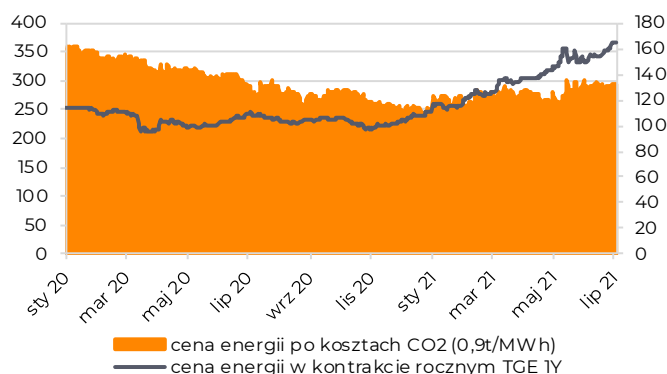
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



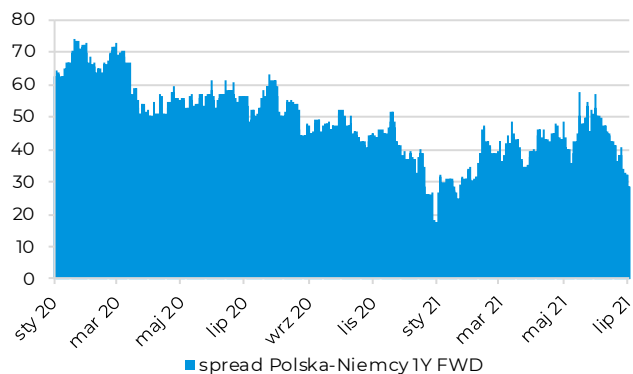
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



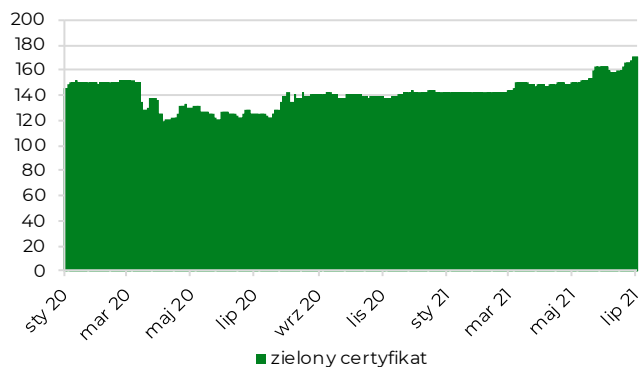
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



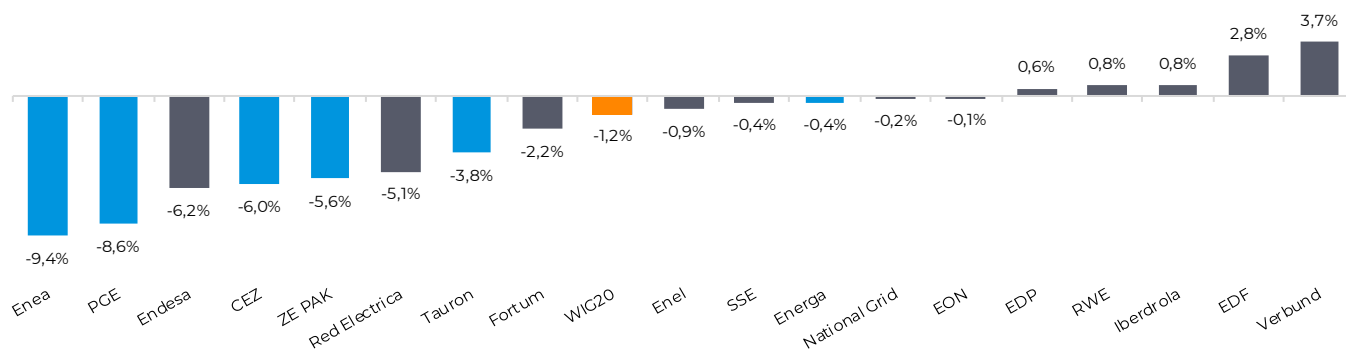
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



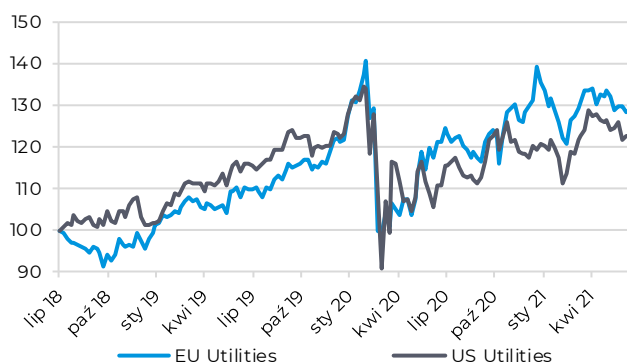
Tygodniowy performance spółek energetycznych



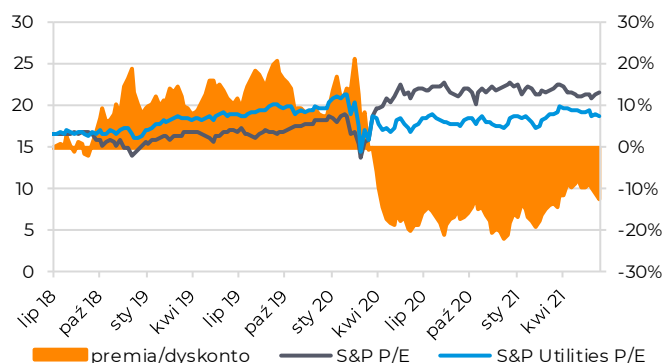
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

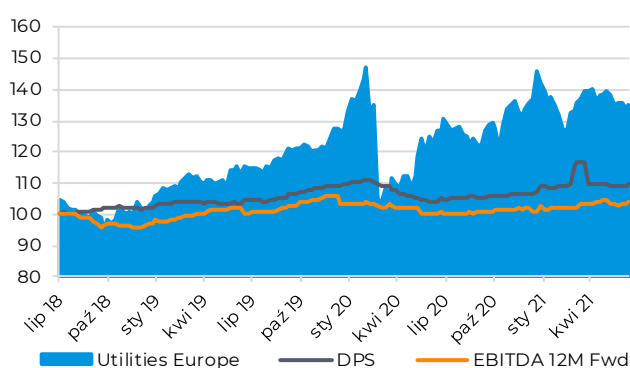
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



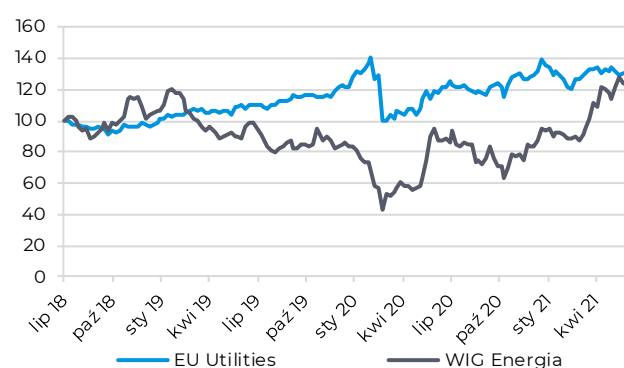
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



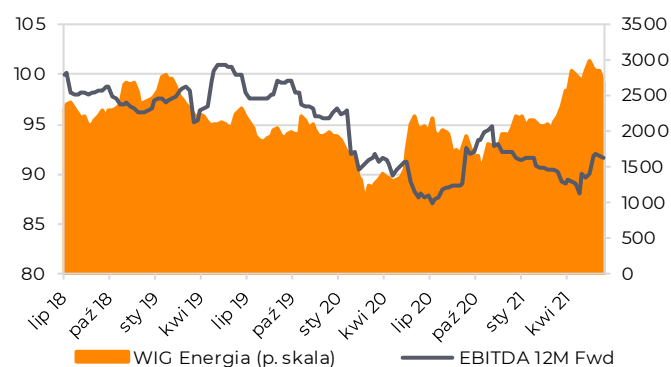
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



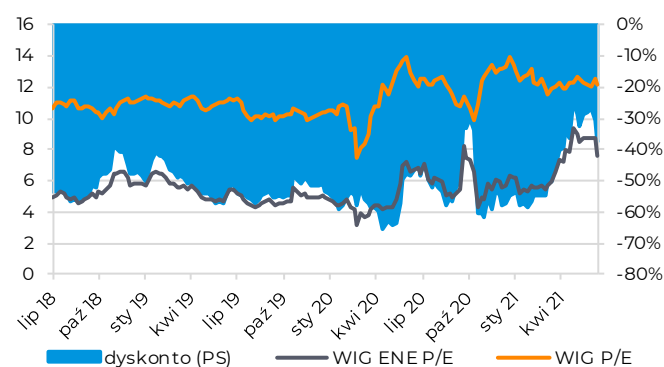
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



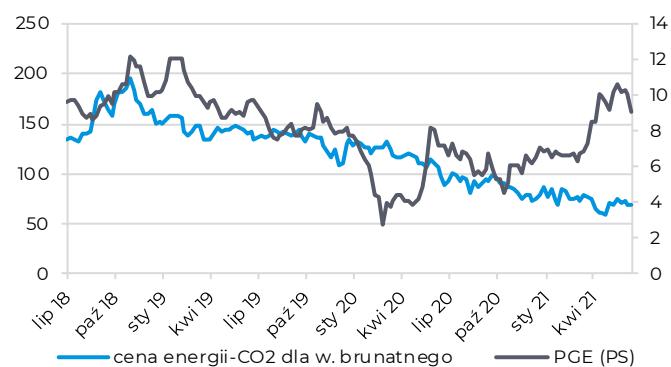
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



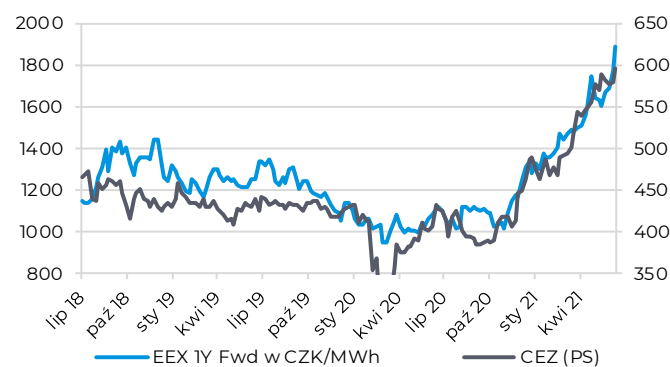
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



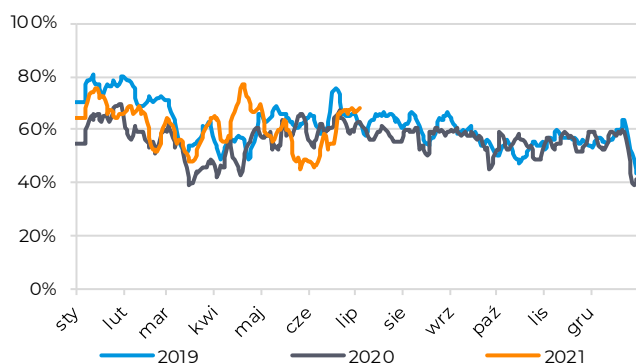
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



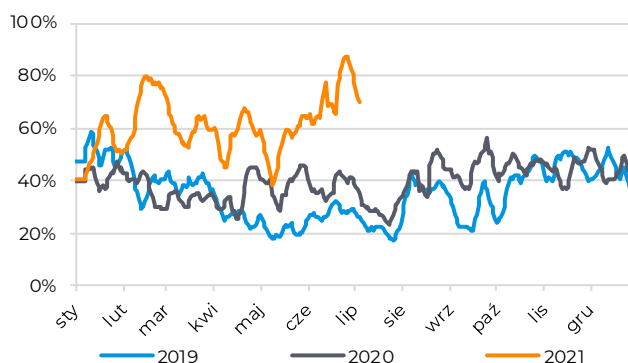
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

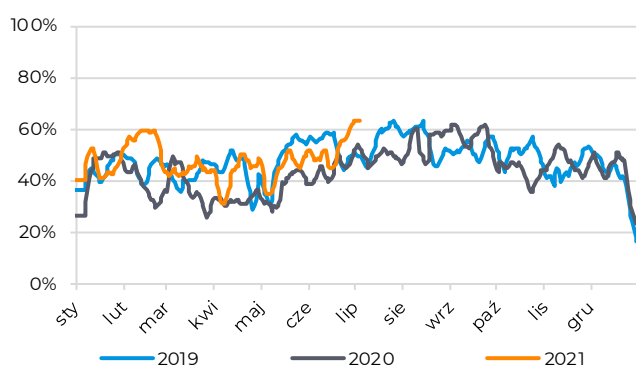
Load factor elektrowni Bełchatów



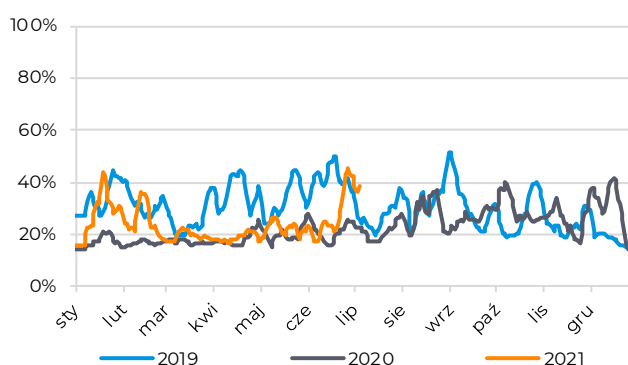
Load factor elektrowni Turów



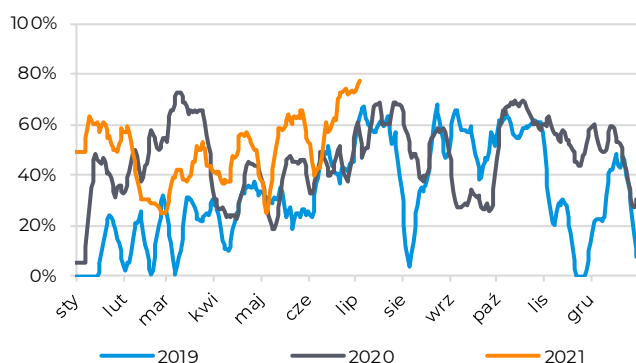
Load factor elektrowni Kozienice



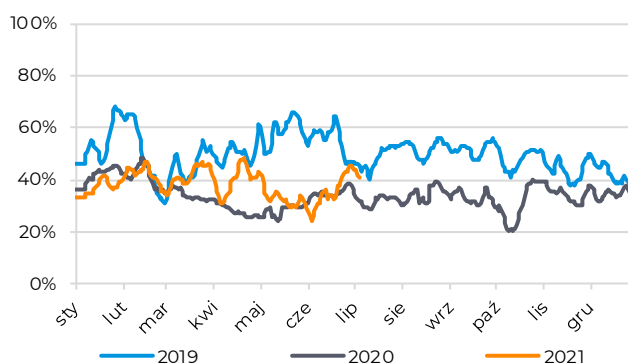
Load factor elektrowni Jaworzno



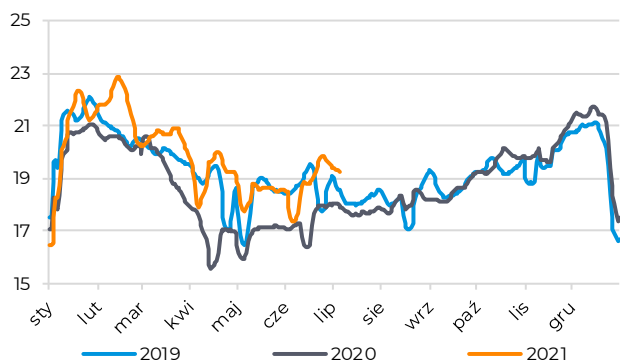
Load factor elektrowni Opole B5/B6



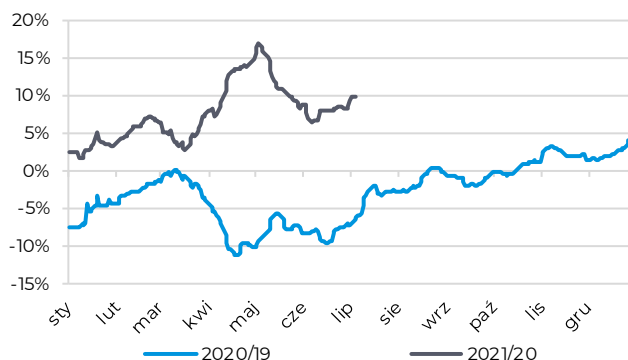
Load factor elektrowni Połaniec



Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)



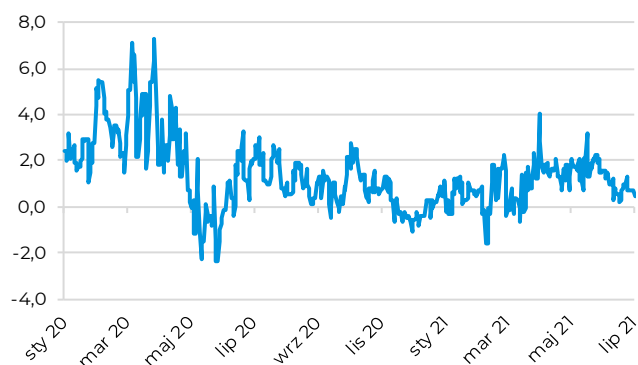
Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE



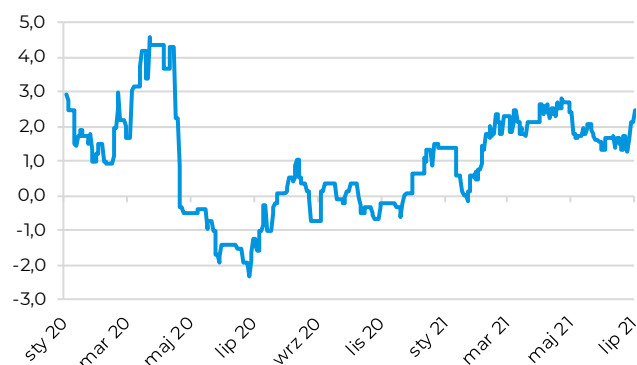
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

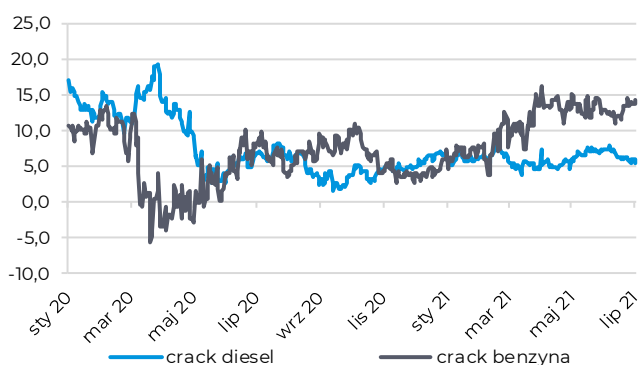
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



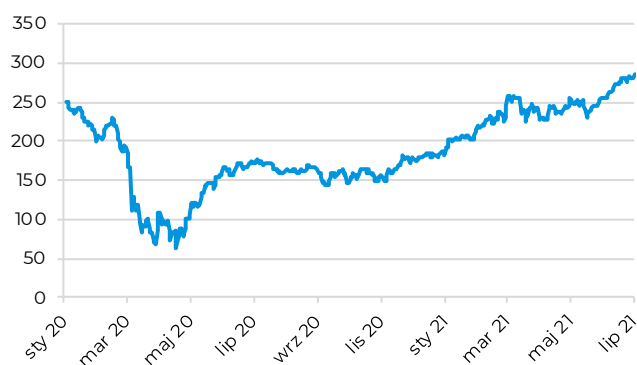
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



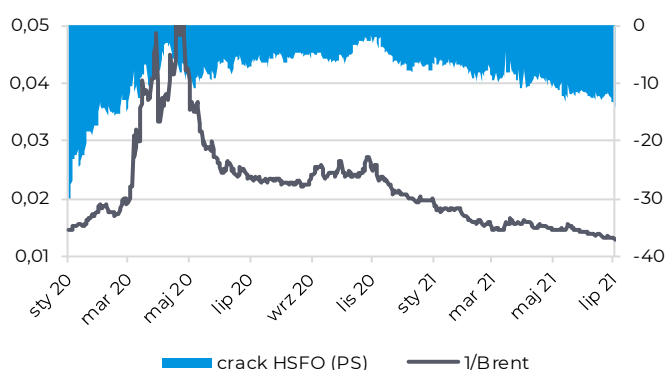
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



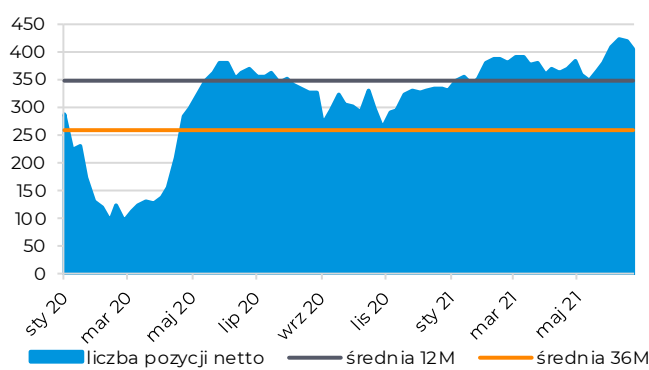
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



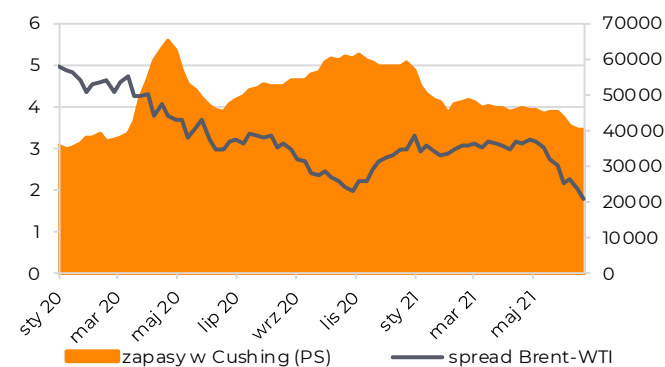
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



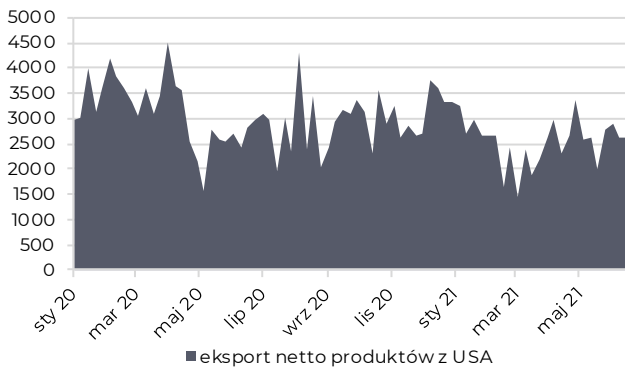
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



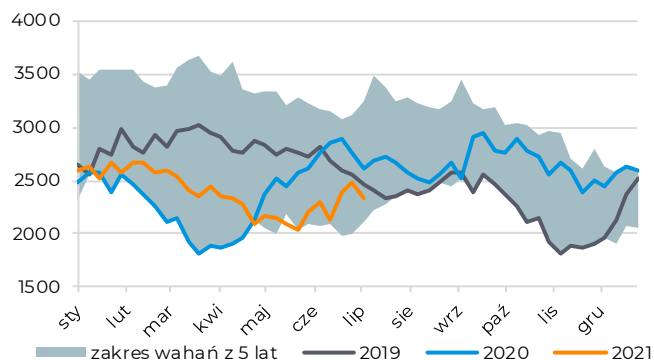
Eksport netto paliw z USA



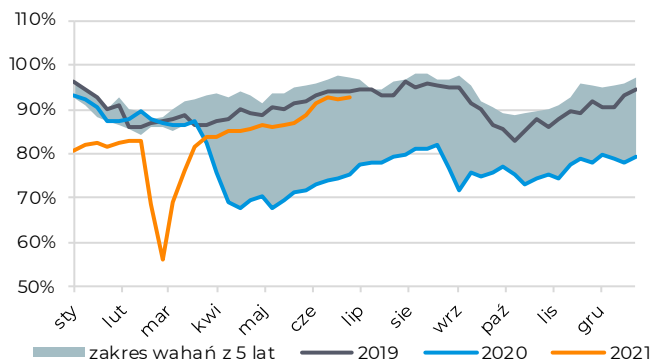
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

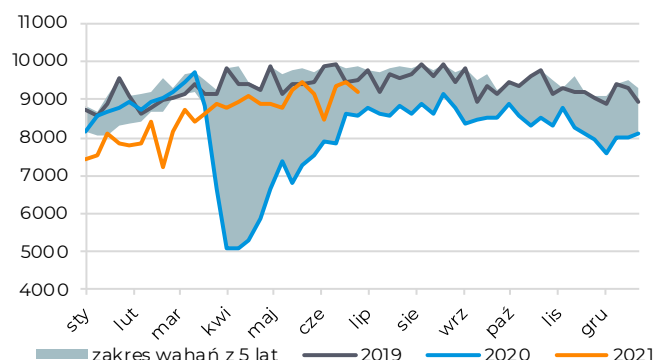
Zapasy diesla w portach ARA



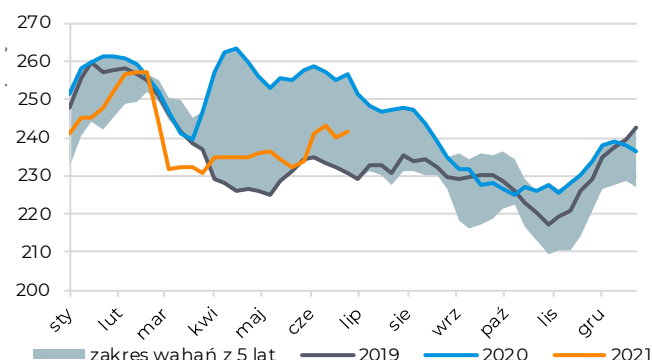
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



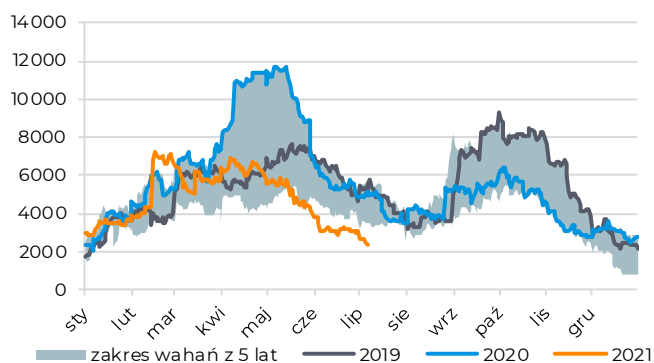
Popyt na benzynę w USA



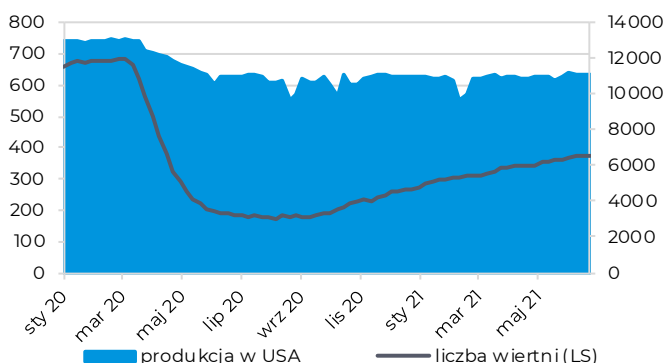
Zapasy benzyny w USA



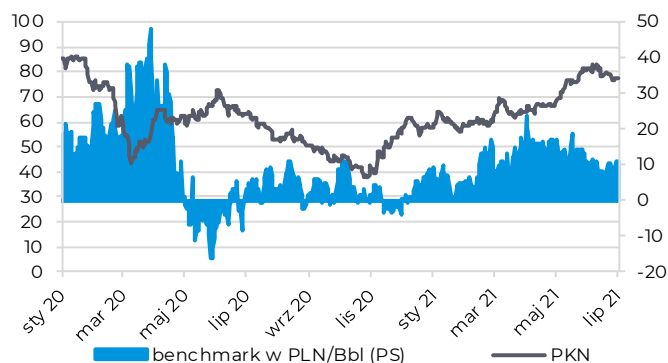
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



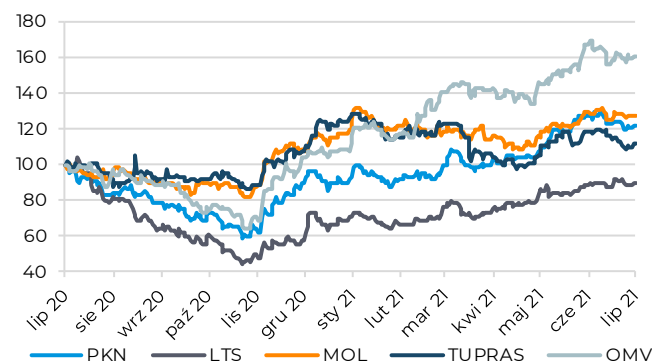
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



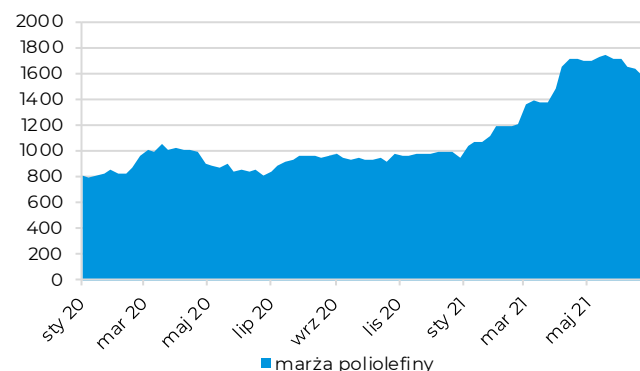
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



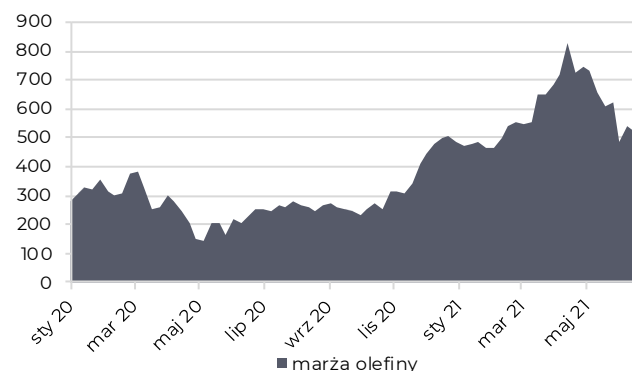
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

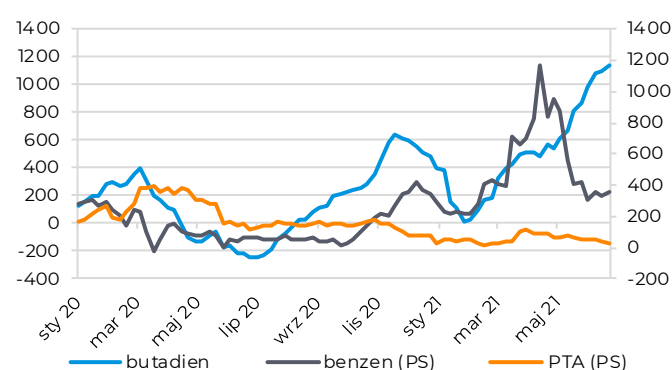
Marża petrochemiczna poliolefiny



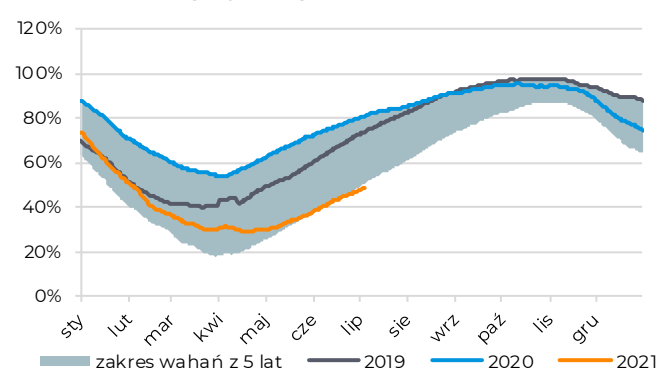
Marża petrochemiczna olefiny



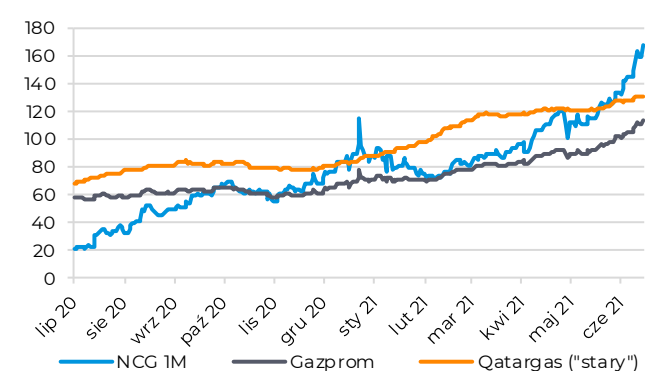
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



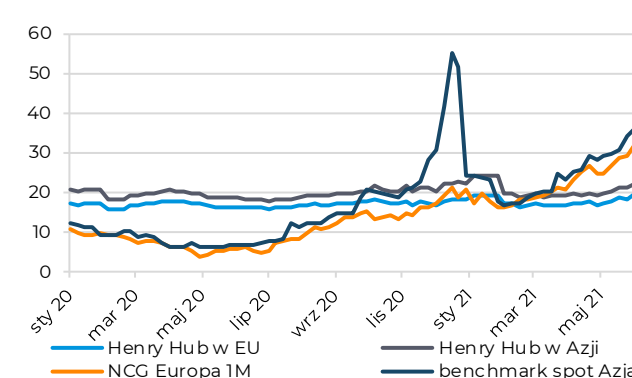
Napełnienie magazynów gazu w UE



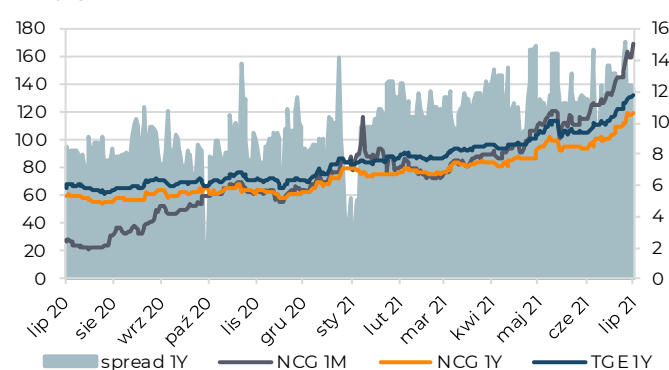
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



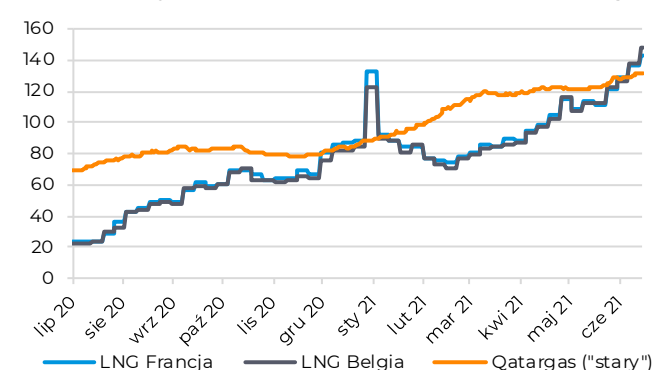
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



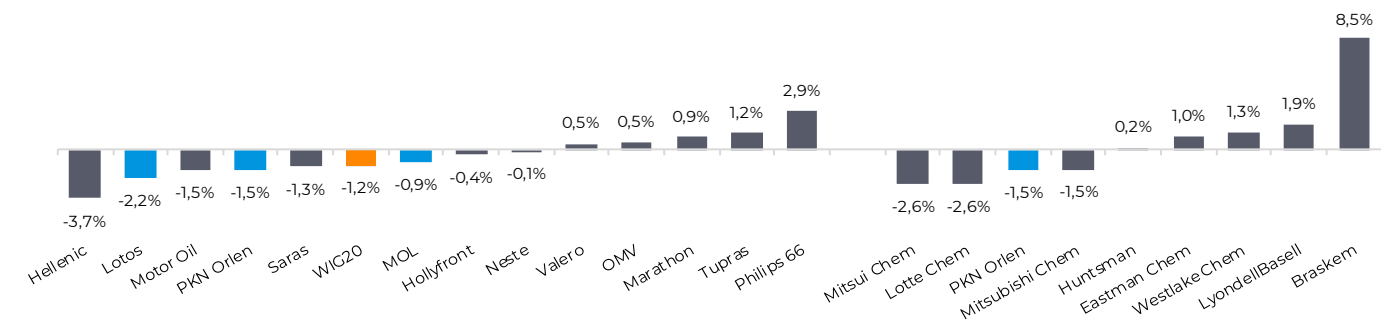
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



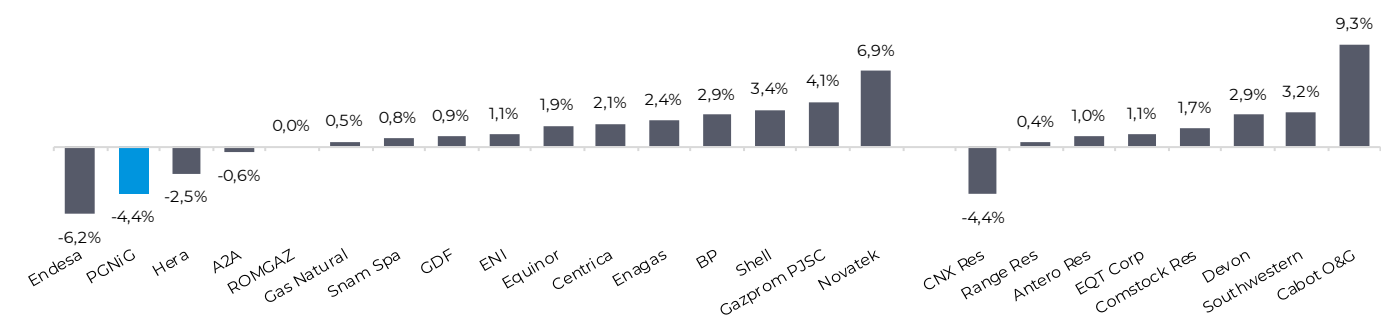
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

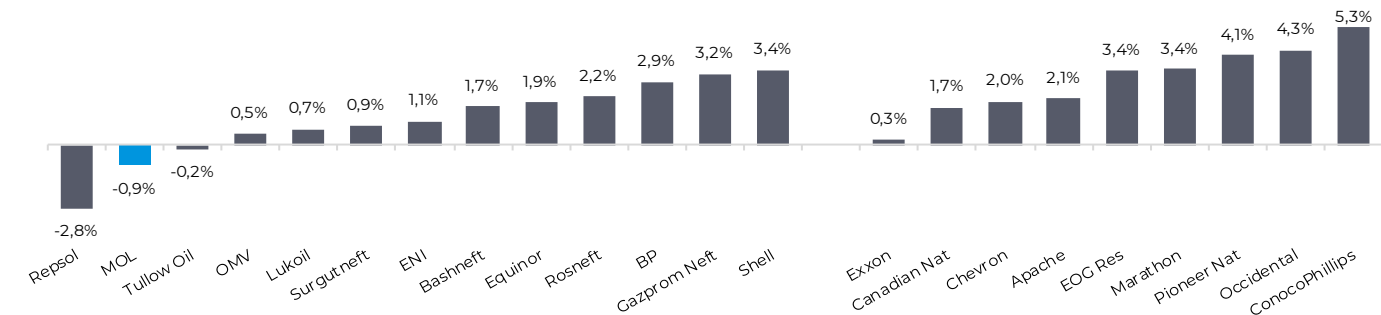
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



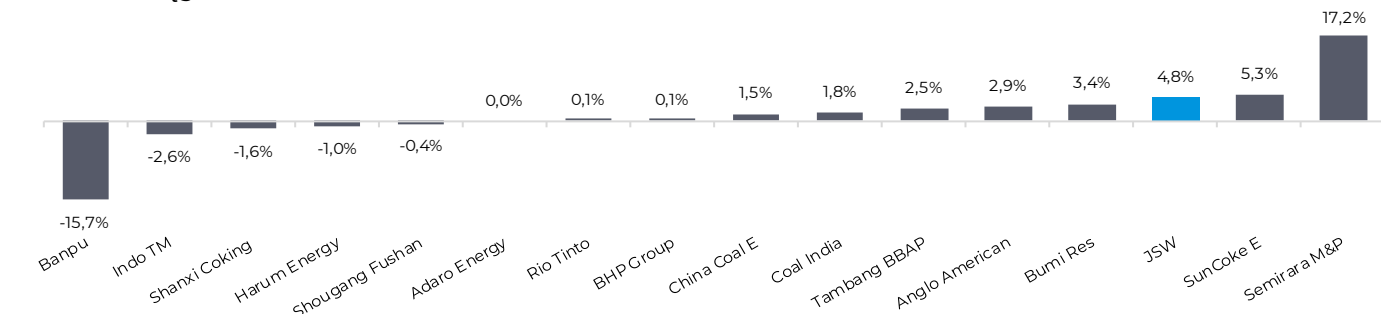
Spółki gazowe



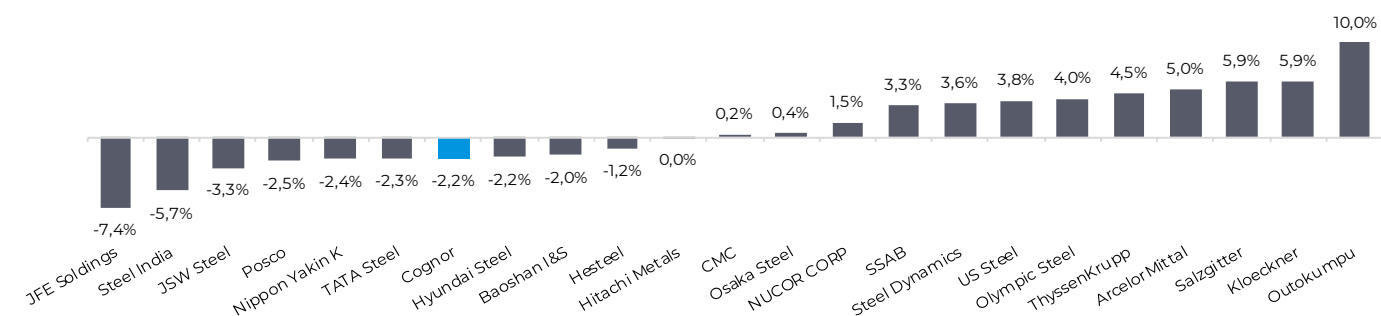
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



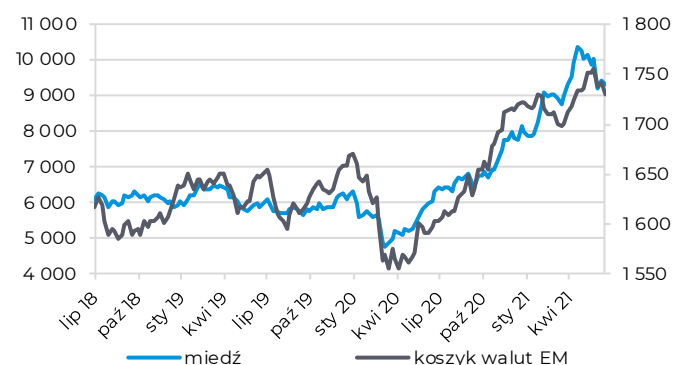
Producenci i dystrybutorzy stali



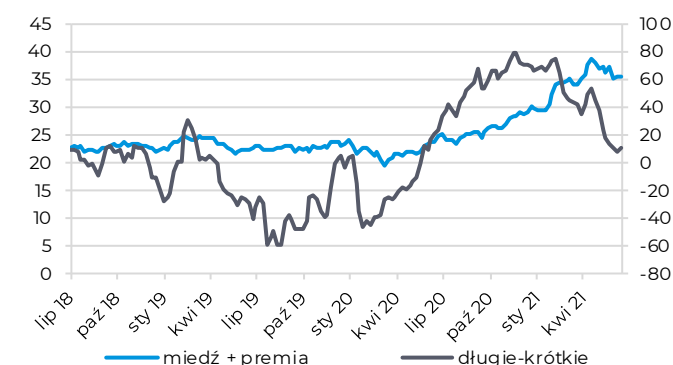
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



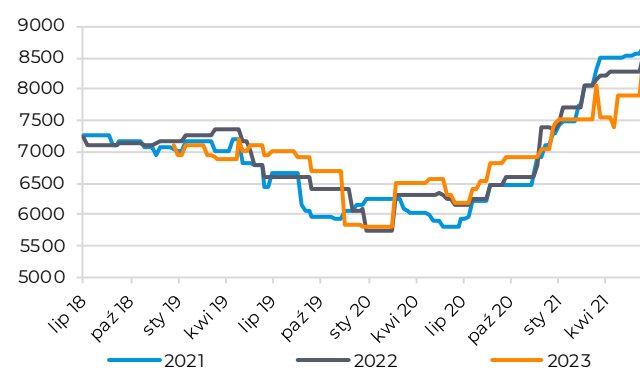
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (USD/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



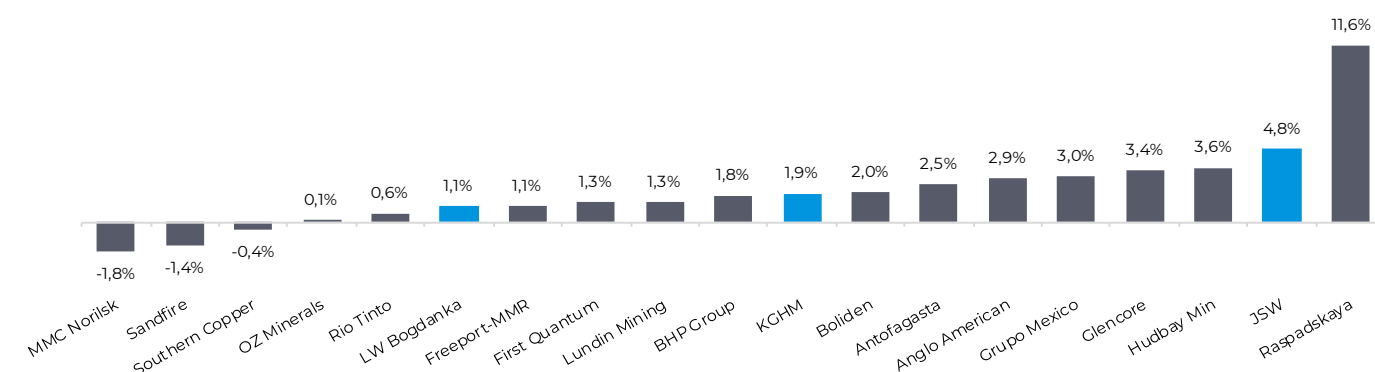
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



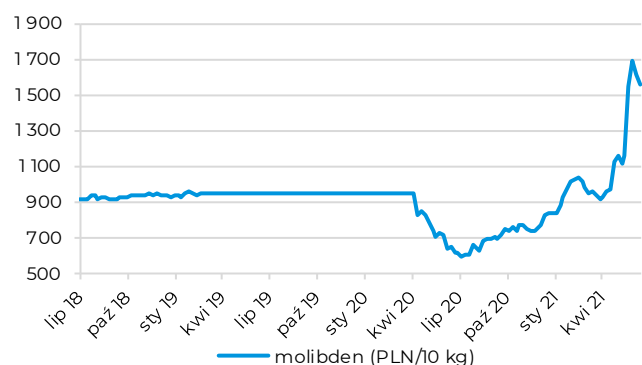
Tygodniowy performance spółek surowcowych



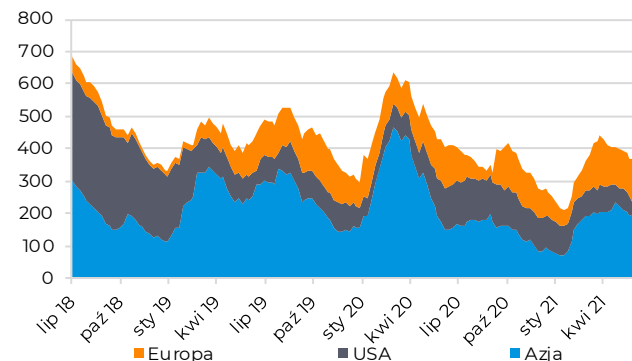
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

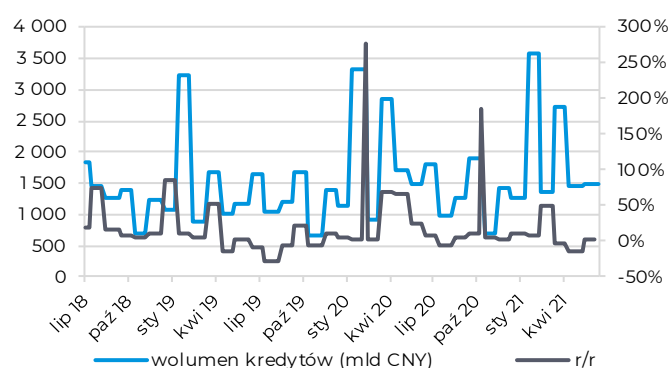
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



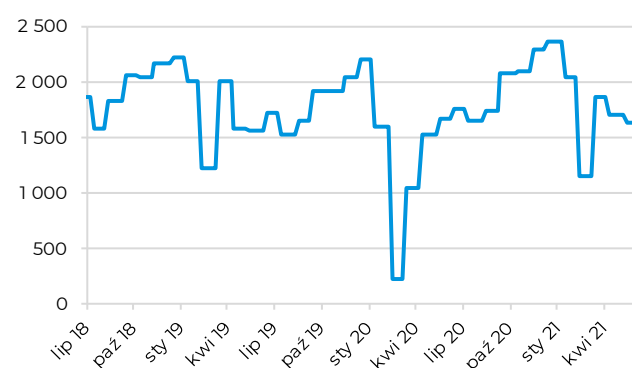
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



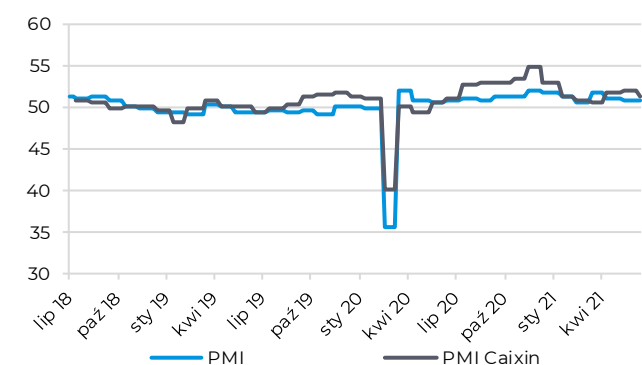
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



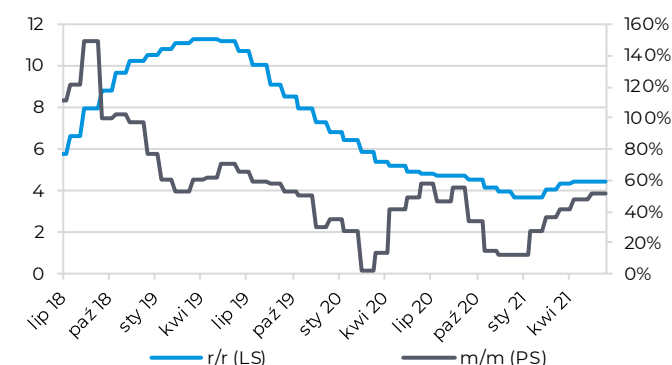
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



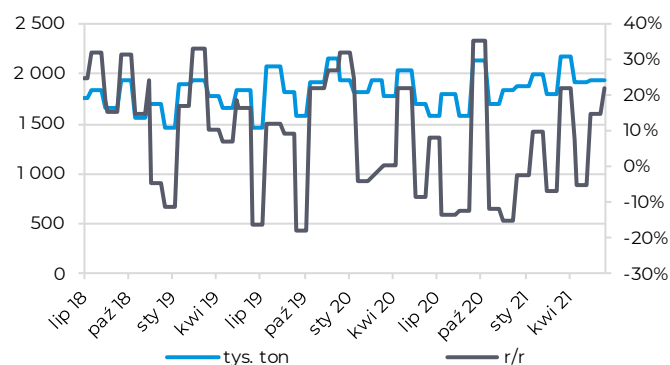
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



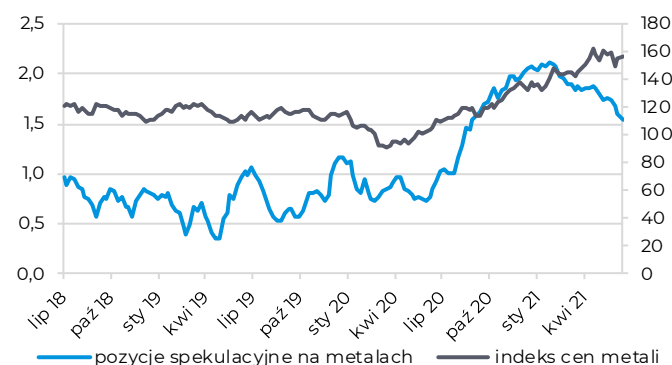
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin



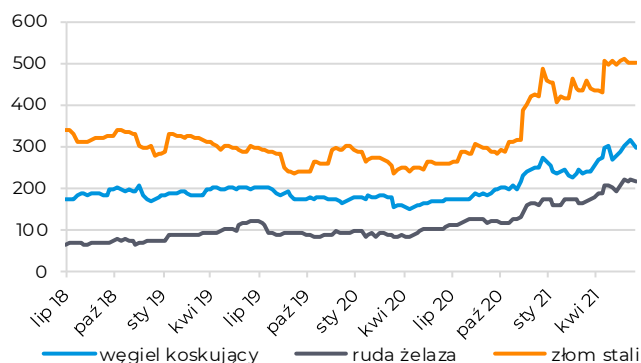
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



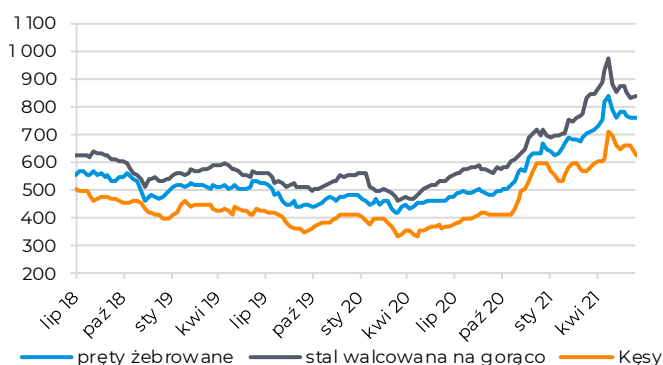
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

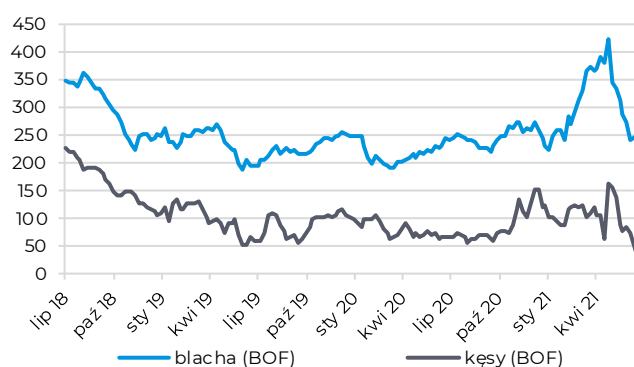
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



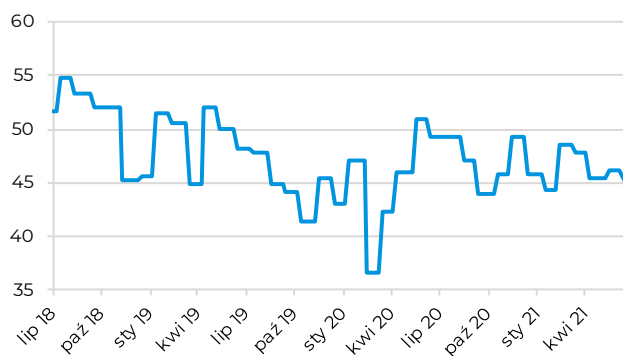
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



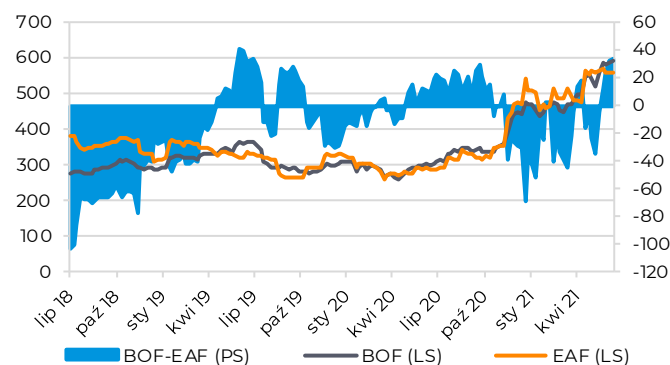
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



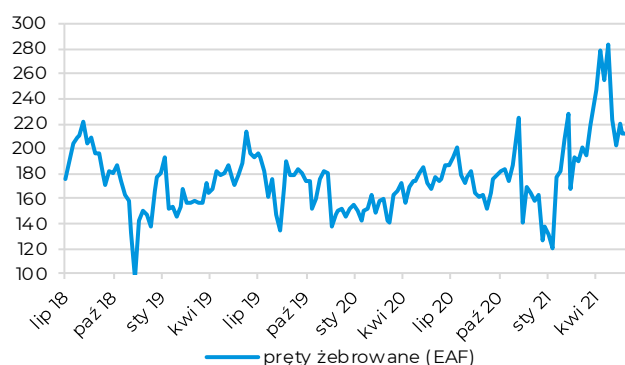
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



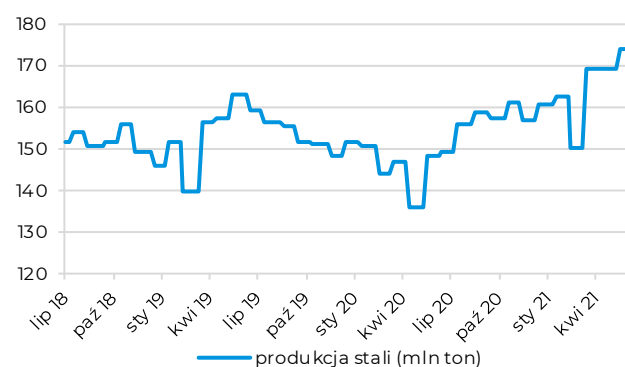
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



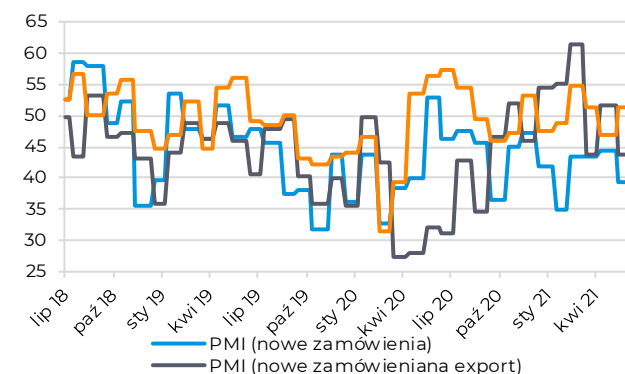
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



Produkcja stali na świecie (mln ton)



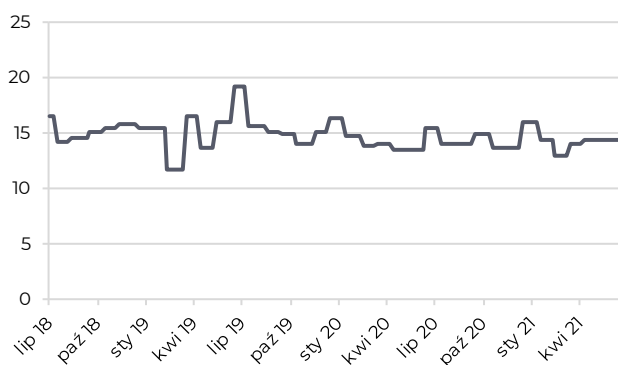
Komponenty PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



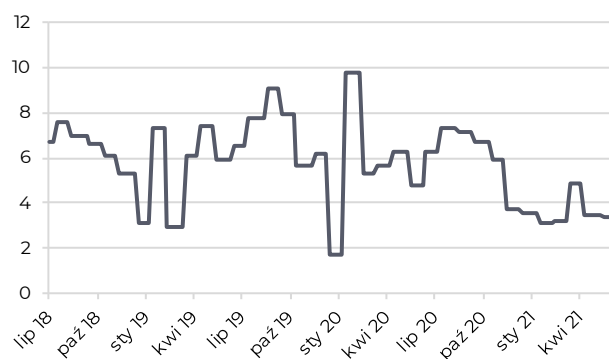
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

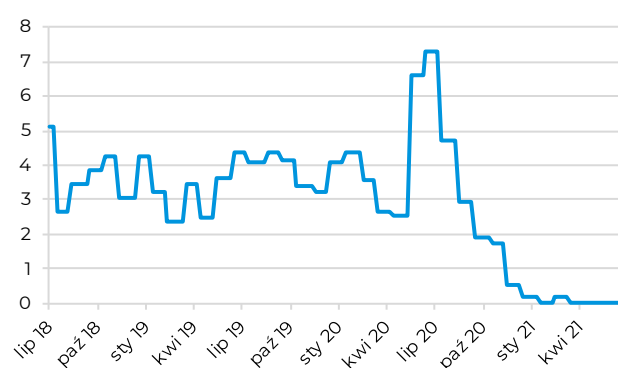
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



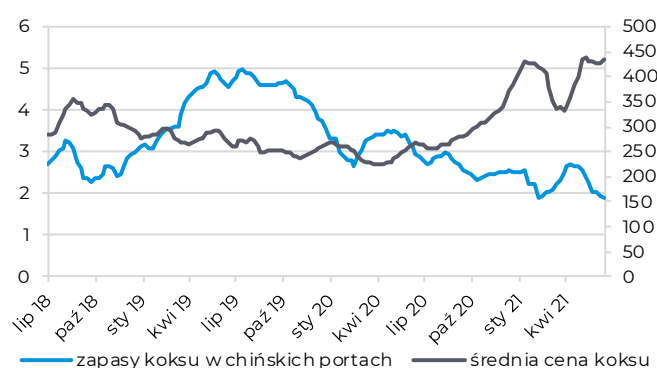
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



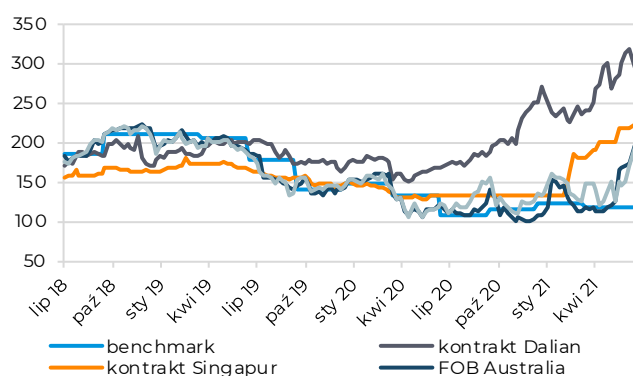
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



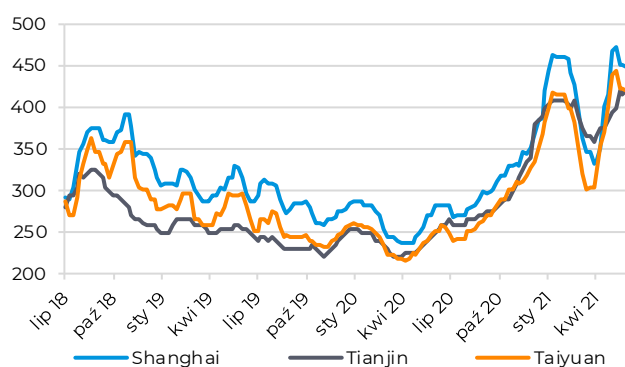
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



Ceny węgla koksowego (USD/t)



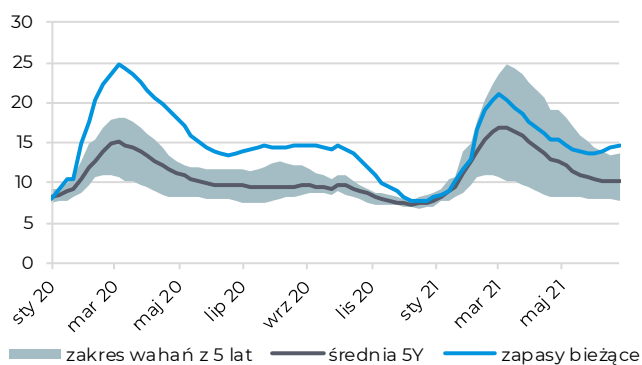
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



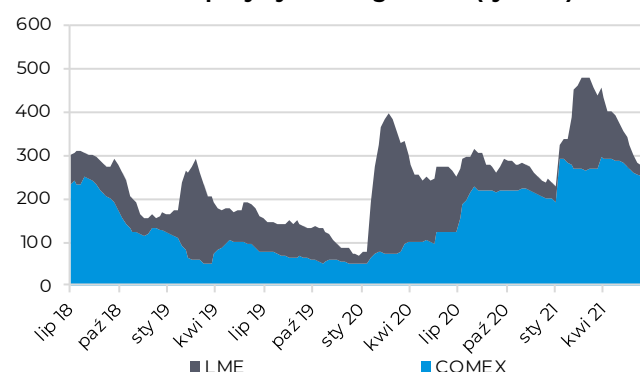
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



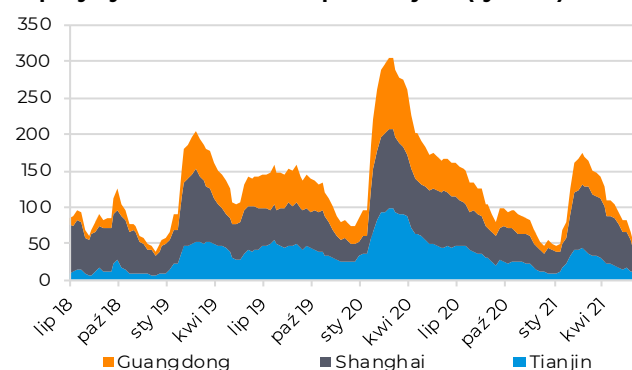
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

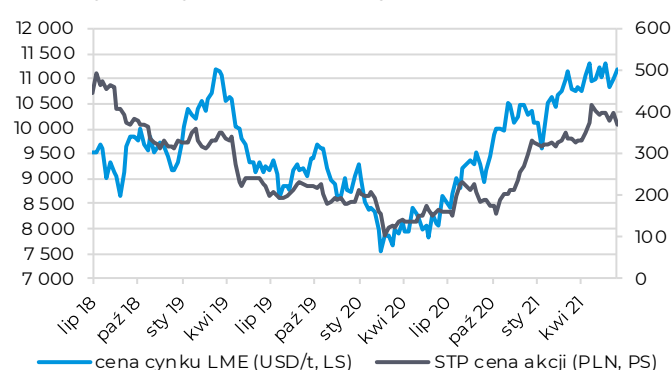
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



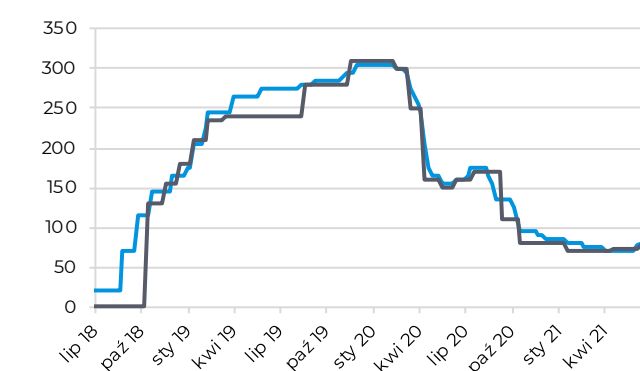
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



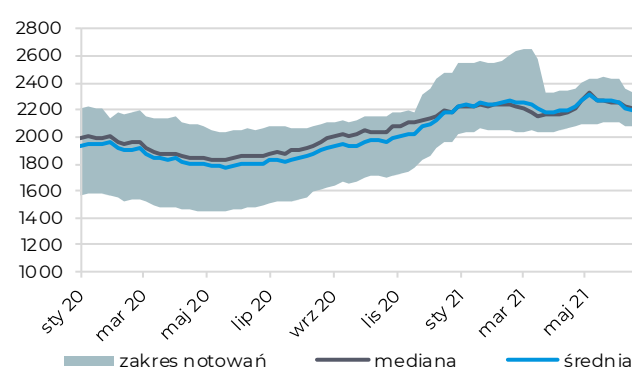
Ceny cynku (USD/t)



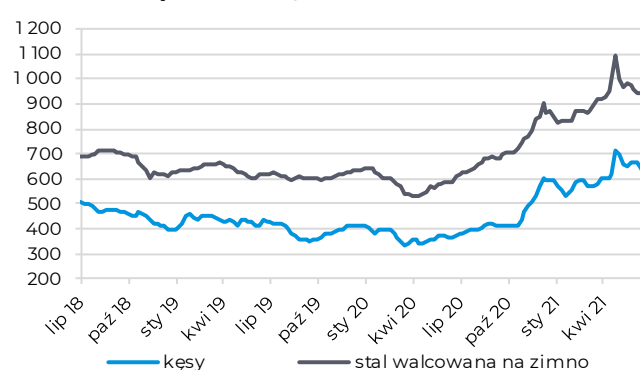
Marża hutnicza na cynku (USD/t)



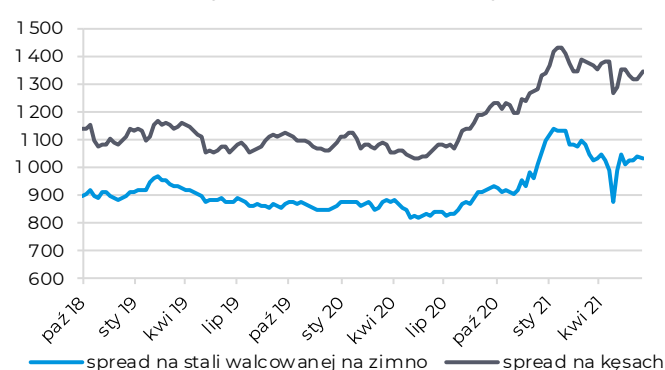
Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



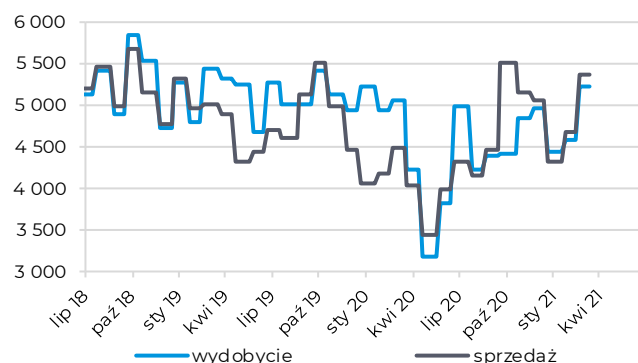
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



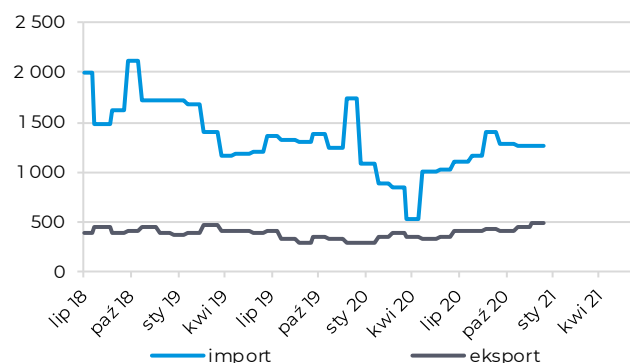
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

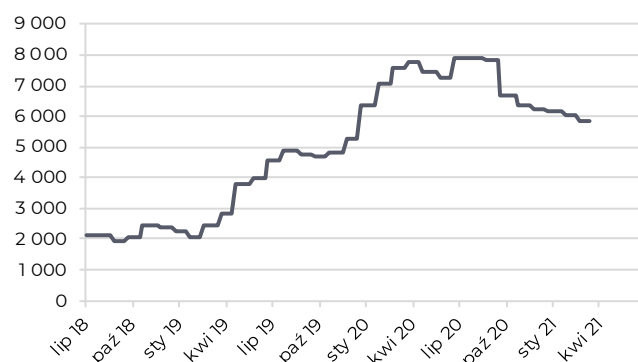
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



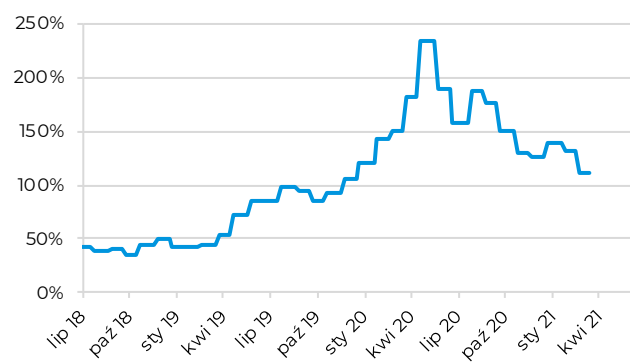
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



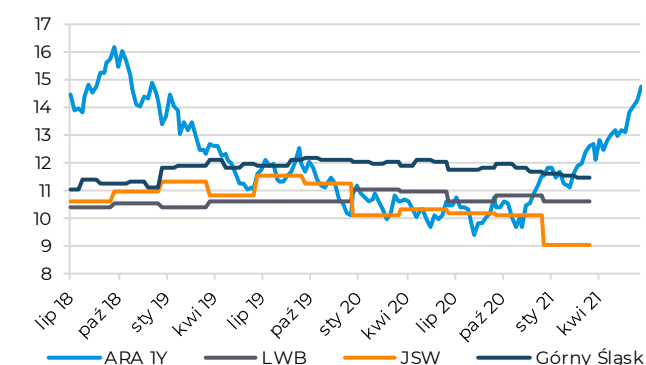
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



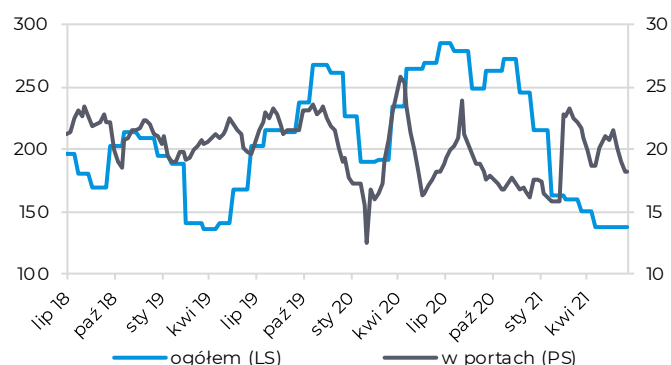
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



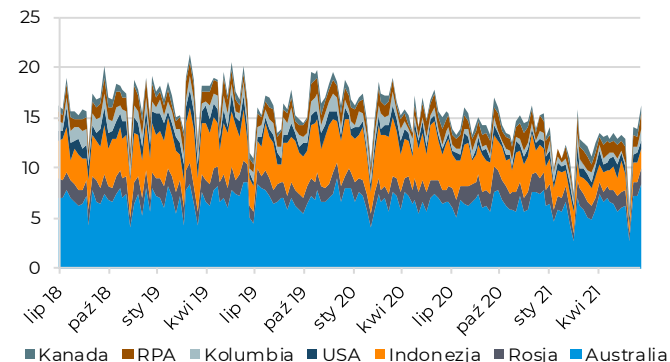
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



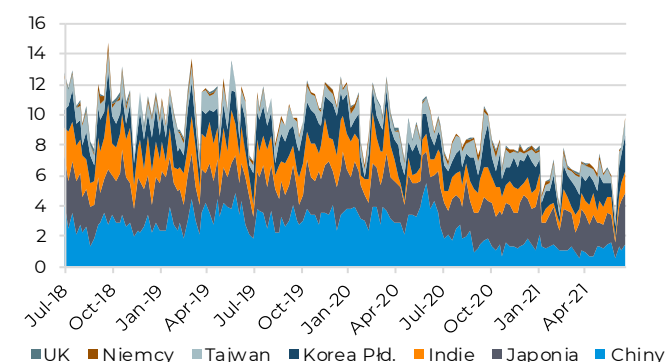
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



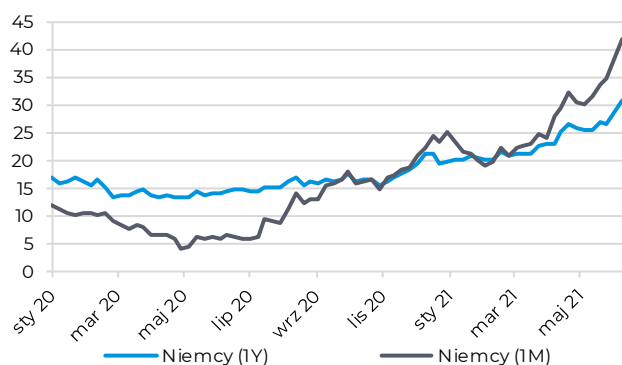
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



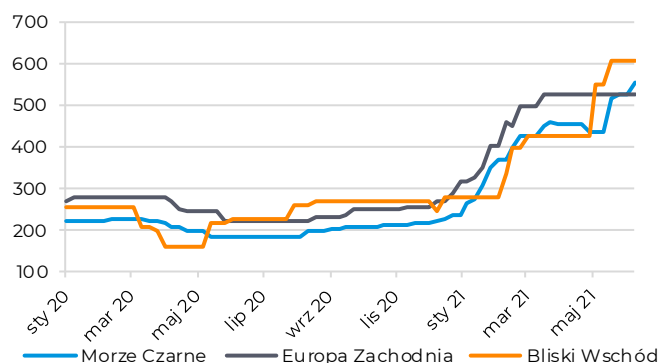
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

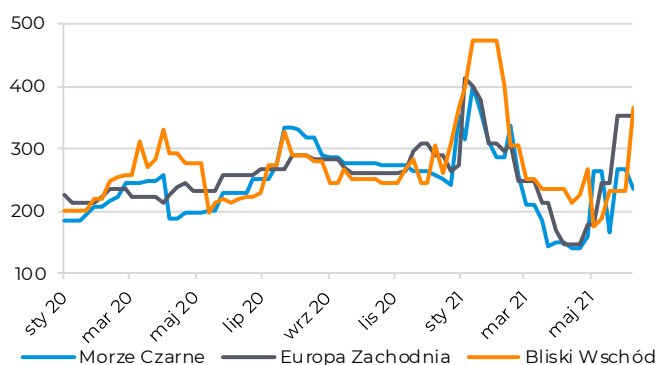
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



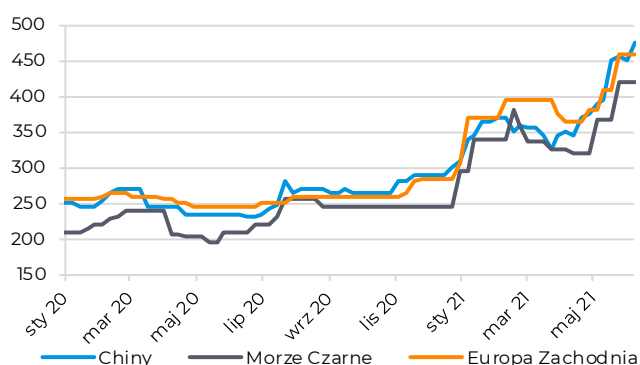
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



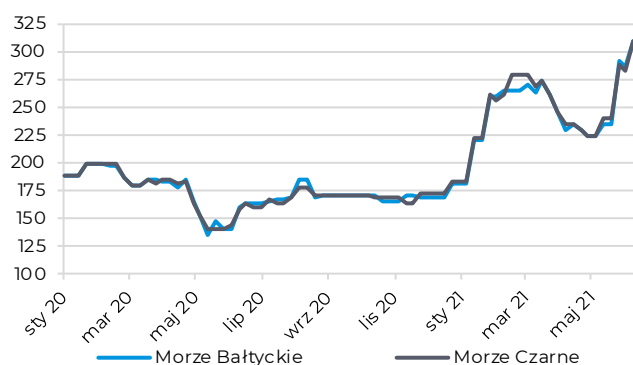
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



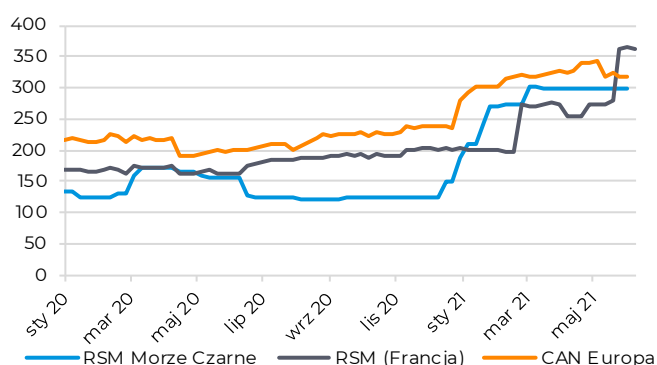
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



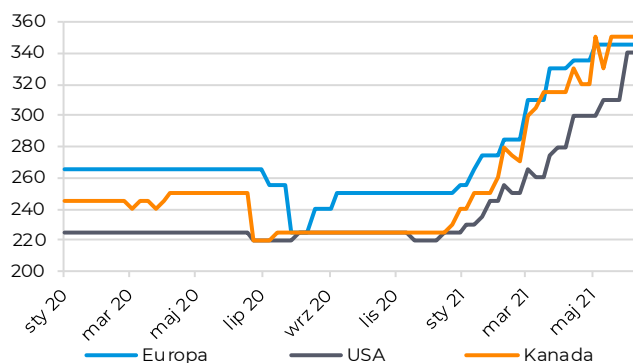
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



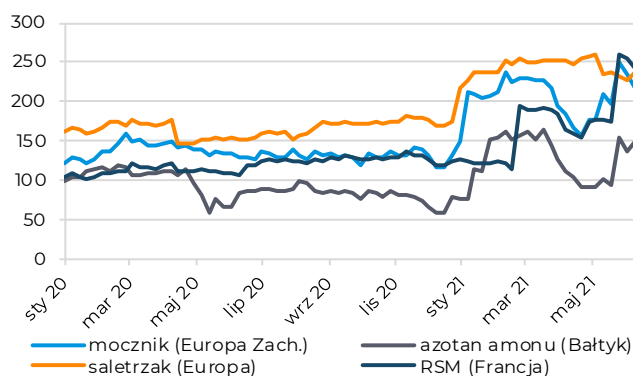
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



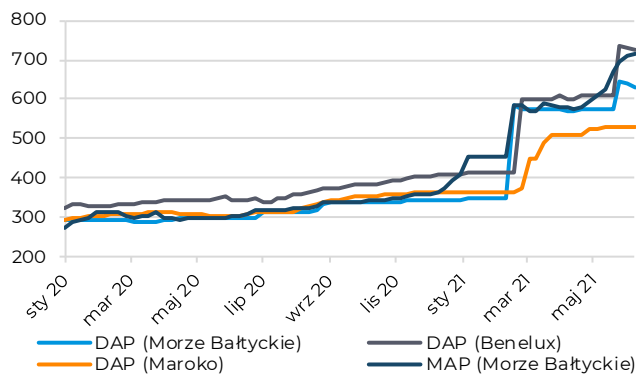
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



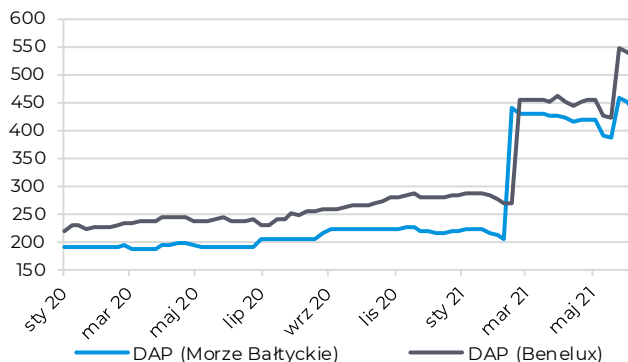
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

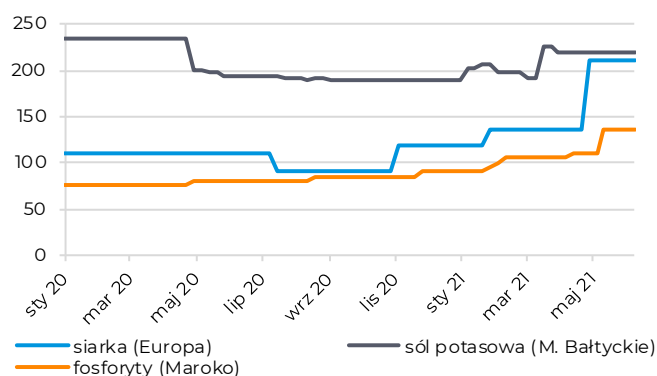
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



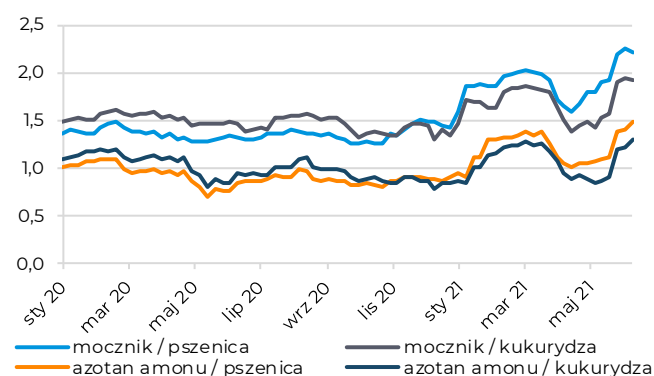
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



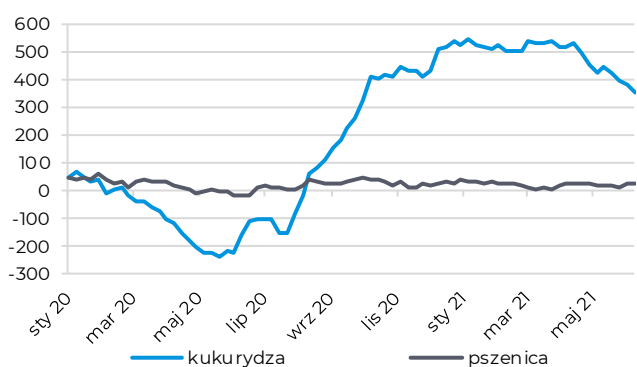
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



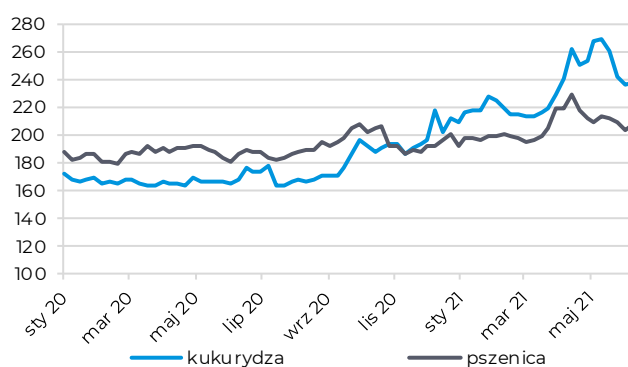
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



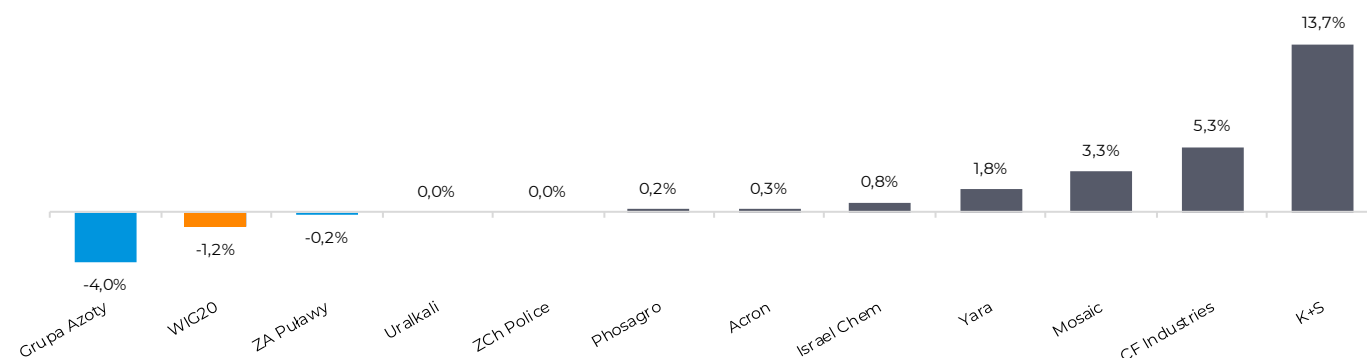
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



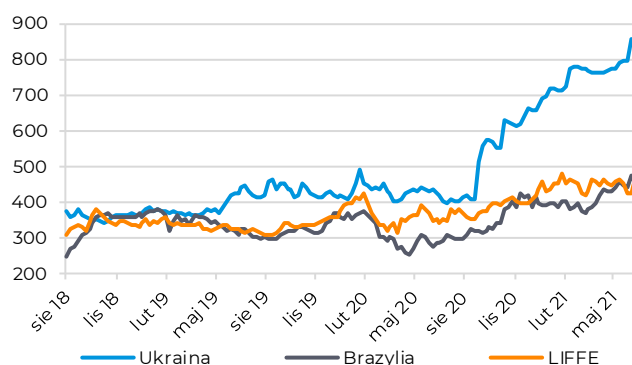
Tygodniowy performance producentów nawozów



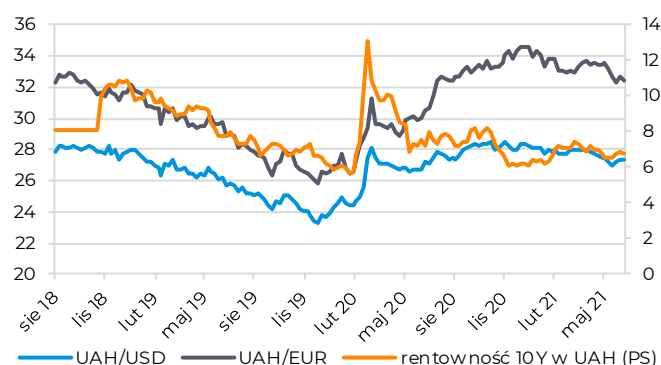
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

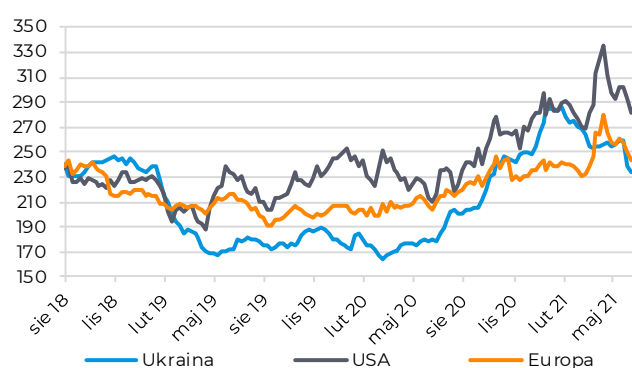
Cena cukru (USD/Mt)



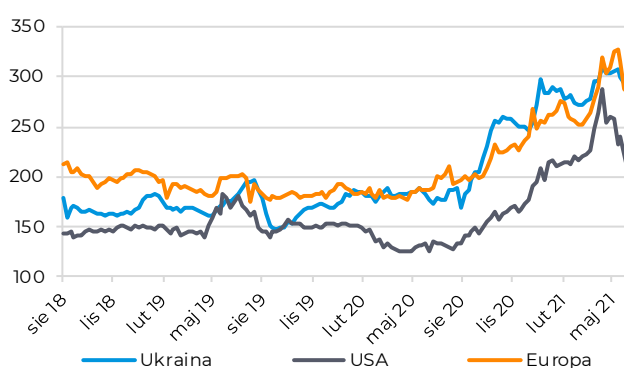
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



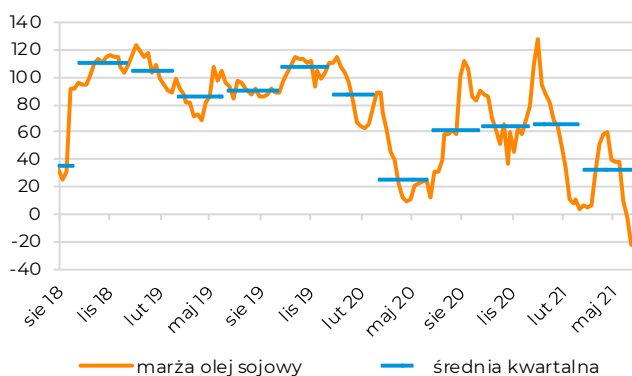
Cena pszenicy (USD/Mt)



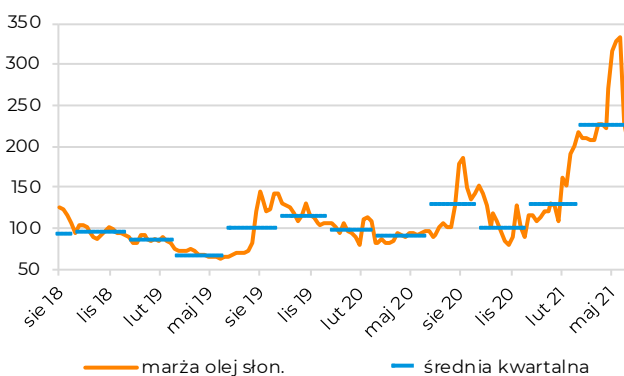
Cena kukurydzy (USD/Mt)



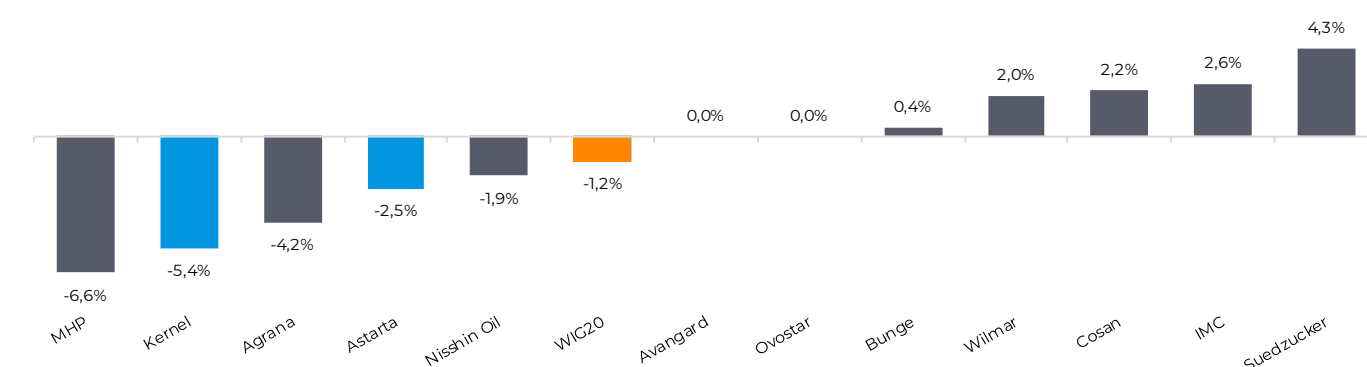
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	598,0	7,7	7,4	7,1	2,3	2,5	2,3	17,7	14,9	13,8	30%	34%	33%	8,7%	5,7%	6,7%
Enea	8,5	3,2	2,9	2,7	0,6	0,4	0,4	3,4	4,2	4,1	20%	15%	15%	0,0%	0,0%	4,8%
PGE	9,1	3,3	3,4	3,3	0,6	0,4	0,4	9,4	41,0	18,1	17%	10%	11%	0,0%	0,0%	1,2%
Tauron	3,4	4,8	5,1	4,8	1,0	0,8	0,8	4,4	6,2	5,8	21%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	9,1	1,1	1,0	0,6	0,1	0,1	0,1	-	-	-	5%	6%	9%	-	-	-
mediana		3,3	3,4	3,3	0,6	0,4	0,4	6,9	10,6	9,8	20%	15%	15%	0%	0%	3%
Zintegrowane																
EDF	11,9	5,1	4,7	4,4	1,3	1,2	1,2	56,7	13,8	11,2	25%	25%	26%	1,8%	3,6%	4,4%
EDP	4,6	9,7	9,6	9,2	3,0	2,7	2,6	21,7	19,1	17,8	31%	28%	28%	4,2%	4,4%	4,5%
Endesa	20,8	7,6	7,0	6,8	1,7	1,5	1,5	15,8	12,8	12,3	23%	21%	21%	5,7%	5,5%	5,7%
Enel	7,9	9,5	7,6	7,2	2,4	1,9	1,8	30,4	13,7	12,6	25%	25%	26%	4,5%	5,1%	5,5%
Engie	11,7	10,0	5,4	5,3	1,0	0,9	0,9	-	10,9	10,4	10%	17%	18%	4,5%	6,7%	7,0%
Fortum	23,2	11,2	10,0	9,7	0,6	0,5	0,5	14,5	16,1	15,8	5%	5%	5%	4,9%	4,9%	5,0%
mediana		9,6	7,3	7,0	1,5	1,3	1,3	21,7	13,7	12,5	24%	23%	23%	4,5%	5,0%	5,2%
Sieci przesyłowe																
EON	9,9	9,7	7,8	7,9	1,0	0,9	0,9	25,3	11,1	11,0	10%	12%	11%	4,8%	5,2%	5,3%
Elia Group	90,4	14,7	13,3	12,4	5,8	5,5	5,3	26,0	22,6	20,7	40%	42%	43%	1,9%	2,0%	2,0%
EVN	20,3	0,2	7,0	6,9	0,0	2,0	1,9	0,8	15,6	14,7	18%	28%	27%	100%+	2,5%	2,7%
IREN	2,4	6,9	6,5	6,2	1,6	1,5	1,5	12,9	11,7	10,7	23%	23%	24%	4,1%	4,5%	4,9%
National Grid	9,2	13,5	10,8	9,7	4,2	3,9	3,8	19,8	15,3	13,9	31%	36%	39%	5,3%	5,4%	5,5%
Red Electrica	15,7	10,1	9,5	9,3	7,5	7,4	7,4	13,7	12,2	12,1	74%	79%	79%	5,4%	6,4%	5,7%
Redes Energeticas	2,4	9,0	9,0	8,9	5,5	5,4	5,4	13,3	13,3	13,3	61%	60%	60%	6,8%	7,0%	6,9%
SSE	15,2	7,7	11,6	11,5	3,7	2,9	3,3	6,9	16,4	15,9	48%	25%	28%	5,3%	5,5%	5,6%
Terna	6,3	11,9	11,9	11,3	8,5	8,5	8,1	16,2	16,7	15,8	72%	71%	72%	4,6%	4,9%	5,3%
mediana		9,7	9,5	9,3	4,2	3,9	3,8	13,7	15,3	13,9	40%	36%	39%	5,0%	5,2%	5,3%

Wycena spółek energetycznych ze źródeł odnawialnych

	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
Spółki odnawialne																
Polenergia	77,3	15,1	14,8	11,3	1,9	1,6	1,6	29,2	30,3	19,2	12%	11%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Wiatrowe																
Abo Wind	46,2	0,3	10,0	9,3	0,1	2,0	1,9	18,0	21,8	19,5	18%	20%	20%	2,3%	1,1%	2,2%
Avangrid	51,7	1,6	12,2	11,2	0,3	4,5	4,3	2,1	21,0	20,0	18%	36%	38%	100%+	3,5%	3,6%
Boralex	38,9	14,4	13,7	12,8	10,6	10,1	9,5	60,9	48,0	36,0	73%	74%	74%	1,7%	1,7%	1,7%
Edp Renovaveis	19,7	16,0	14,8	13,5	13,9	12,2	11,1	37,0	34,1	30,2	87%	83%	82%	0,5%	0,6%	0,7%
Eolus Vind	212,9	20,0	25,2	8,7	1,2	2,3	0,8	26,6	39,3	12,3	6%	9%	9%	0,7%	1,0%	1,9%
Falck Renewables	5,6	0,1	10,9	10,3	0,0	5,8	5,6	0,2	30,5	27,5	18%	53%	54%	100%+	1,2%	1,3%
Iberdrola	10,4	12,5	10,0	9,3	3,6	3,0	2,9	18,9	16,2	15,2	29%	30%	31%	3,1%	4,4%	4,7%
Orsted	916,0	17,8	17,6	16,4	6,8	6,7	6,2	42,8	47,7	44,2	38%	38%	38%	1,4%	1,5%	1,6%
PNE	7,4	29,6	18,9	13,7	5,5	5,3	4,0	-	100+	89,2	18%	28%	30%	0,5%	0,5%	0,5%
Terna Energy	12,0	12,1	12,1	8,1	7,7	7,1	5,2	64,9	24,0	16,1	63%	59%	63%	3,0%	3,1%	3,3%
Tilt Renewables	8,1	26,8	30,4	30,0	25,5	18,1	17,9	45,1	100+	83,1	95%	59%	60%	-	0,4%	0,4%
Transalta Renewables	21,1	0,3	11,7	11,5	0,1	11,8	11,6	0,9	26,5	22,5	18%	101%	101%	100%+	4,5%	4,5%
Xcel Energy	66,8	13,2	12,3	11,5	4,8	4,7	4,6	22,5	21,1	19,8	37%	38%	40%	2,7%	2,9%	3,1%
mediana		13,2	12,3	11,5	4,8	5,8	5,2	24,5	26,5	22,5	0,3	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Solar																
Azure Power	27,4	23,7	12,8	10,2	12,6	10,3	8,4	-	100+	54,2	53%	81%	82%	-	-	-
Clearway Energy	26,4	12,4	11,7	11,7	10,3	10,1	10,4	23,3	22,9	30,7	83%	86%	89%	5,0%	5,4%	5,7%
Neoen	38,1	0,3	16,5	13,2	0,1	13,4	10,8	1,6	72,4	50,0	18%	81%	82%	100%+	0,2%	0,6%
Renova	4175,0	41,8	33,4	30,3	22,2	14,8	14,5	27,9	56,0	100+	53%	44%	48%	-	-	-
Solaria Energia	15,8	31,1	17,6	12,9	24,9	13,9	10,1	51,9	31,0	21,5	80%	79%	79%	-	-	-
mediana		23,7	16,5	12,9	12,6	13,4	10,4	25,6	43,5	40,4	0,5	0,8	0,8	0,1	0,0	0,0
Mix																
Erg	25,4	10,4	10,0	9,6	4,9	4,7	4,6	31,3	30,1	28,7	47%	47%	48%	3,0%	3,0%	3,0%
Innogy	22,5	14,4	14,1	13,2	11,4	11,6	11,3	-	86,4	93,6	80%	83%	86%	3,2%	3,2%	3,2%
Nextera	77,0	0,8	9,3	8,6	0,1	9,6	8,6	3,2	32,2	37,5	18%	104%	99%	100%+	3,8%	4,5%
Northland Power	42,7	14,4	13,4	12,6	8,1	7,2	7,3	32,8	25,0	23,7	56%	54%	58%	2,8%	2,8%	2,8%
Brookfield Renewable	38,9	26,0	24,5	23,0	13,4	12,4	12,7	-	100+	100+	52%	51%	55%	3,1%	3,3%	3,4%
Meridian Energy	5,2	21,2	20,9	20,7	3,7	4,5	4,6	62,9	58,7	53,8	17%	21%	22%	3,3%	3,3%	3,4%
Verbund	81,3	23,2	18,4	17,2	9,3	7,0	6,7	44,6	36,1	32,8	40%	38%	39%	0,9%	1,4%	1,5%
mediana		14,4	13,7	12,9	6,5	8,4	7,9	32,1	32,2	37,5	0,5	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0

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

Wycena spółek rafineryjnych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		cena	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022
Spółki rafineryjne																
Lotos	54,40	4,9	5,0	3,7	0,4	0,4	0,4	12,0	16,7	8,7	9%	9%	11%	0,0%	5,5%	5,5%
MOL	2378,00	3,6	4,6	3,8	0,6	0,6	0,6	7,4	16,3	9,7	16%	13%	15%	4,1%	4,3%	4,3%
PKN Orlen	77,80	4,8	7,1	6,4	0,5	0,6	0,6	8,1	25,1	15,0	11%	8%	10%	4,5%	4,5%	4,5%
Hellenic Petroleum	6,00	-	7,1	6,7	0,7	0,6	0,5	-	8,9	8,0	-	8%	8%	1,7%	6,1%	7,4%
HollyFrontier	32,59	-	5,6	5,4	0,7	0,5	0,5	-	9,9	8,9	-	9%	9%	4,3%	3,2%	4,3%
Marathon Petroleum	61,07	-	9,3	8,6	1,2	1,0	1,0	-	17,5	14,6	-	11%	11%	3,8%	4,0%	4,2%
Motor Oil	14,07	6,1	4,9	4,4	0,3	0,3	0,3	9,3	6,5	5,5	5%	7%	7%	5,7%	7,9%	9,2%
Neste Oil	52,42	29,6	17,4	14,7	3,5	3,0	2,8	56,4	27,2	21,5	12%	17%	19%	1,5%	1,9%	2,3%
OMV	48,97	11,7	5,1	5,1	2,1	1,2	1,2	12,7	8,0	8,0	18%	23%	24%	3,8%	4,4%	4,6%
Phillips 66	87,90	-	8,7	8,3	0,8	0,5	0,5	-	12,7	11,9	-	6%	6%	4,1%	4,3%	4,4%
Saras	0,70	-	4,9	4,2	0,2	0,2	0,2	-	35,1	13,7	-	3%	4%	-	1,7%	2,9%
Tupras	97,60	64,6	5,2	5,3	0,6	0,3	0,3	-	7,2	6,4	1%	6%	6%	-	10,6%	13,4%
Valero Energy	78,07	37,9	6,9	6,9	0,7	0,4	0,5	-	13,2	13,3	2%	7%	7%	5,0%	5,2%	5,3%
mediana		8,9	5,6	5,4	0,7	0,5	0,5	10,6	13,2	9,7	10%	8%	9%	4,1%	4,4%	4,5%

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	77,80	4,8	7,1	6,4	0,5	0,6	0,6	8,1	25,1	15,0	11%	8%	10%	4,5%	4,5%	4,5%
Axiall	90,87	11,2	6,5	7,1	2,0	1,5	1,5	35,4	11,4	12,9	18%	24%	22%	1,2%	1,3%	1,3%
Braskem	61,06	22,2	6,0	7,1	1,5	1,1	1,1	-	8,8	16,4	7%	18%	16%	-	5,3%	3,8%
Eastman Chemical	116,71	15,3	9,4	9,3	2,5	2,2	2,1	33,1	12,7	12,0	16%	23%	23%	2,3%	2,6%	2,8%
Huntsman Corp	26,58	9,4	6,3	6,3	1,2	1,0	1,0	5,7	9,2	8,7	13%	15%	15%	2,4%	2,9%	3,0%
Lotte Chemicals	263 000	7,7	3,2	3,1	0,7	0,5	0,5	56,9	6,1	5,9	10%	16%	16%	1,4%	4,0%	4,1%
LyondellBasell	103,61	14,9	6,8	7,0	1,8	1,3	1,3	24,4	7,7	7,7	12%	19%	18%	4,1%	4,4%	4,6%
Mitsubishi Chemical	926,90	13,9	7,9	7,3	1,2	1,1	1,0	-	11,8	9,9	8%	13%	14%	2,6%	2,6%	2,9%
Mitsui Chemicals	3755,00	8,1	6,1	6,0	1,0	0,9	0,8	12,6	9,2	9,4	12%	14%	14%	2,7%	2,9%	3,1%
Westlake Chemical	90,87	11,2	6,5	7,1	2,0	1,5	1,5	35,4	11,4	12,9	18%	24%	22%	1,2%	1,3%	1,3%
mediana		11,2	6,5	7,0	1,4	1,1	1,1	28,7	10,3	11,0	12%	17%	16%	2,4%	2,9%	3,0%

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	3,7	3,7	3,6	0,7	0,8	0,8	8,8	9,6	10,6	20%	21%	21%	3,2%	3,4%	3,1%
A2A	1,74	8,6	7,1	6,6	1,4	1,3	1,2	14,9	16,1	15,6	16%	18%	18%	4,6%	4,9%	5,0%
BG Group	14,90	8,1	4,3	4,3	1,2	0,8	0,8	-	8,0	7,8	15%	18%	18%	3,4%	3,5%	3,8%
BP	3,24	-	4,5	4,5	0,8	0,7	0,7	-	8,5	8,2	-	15%	16%	7,6%	4,7%	4,7%
Centrica	0,53	3,8	4,7	4,5	0,3	0,5	0,5	75,6	8,7	7,8	8%	10%	10%	-	6,4%	7,2%
Enagas	20,17	13,4	10,9	11,2	8,9	9,9	10,5	11,9	13,8	13,9	66%	91%	93%	8,3%	8,5%	8,6%
Endesa	20,82	7,6	7,0	6,8	1,7	1,5	1,5	15,8	12,8	12,3	23%	21%	21%	5,7%	5,5%	5,7%
Engie	11,70	10,0	5,4	5,3	1,0	0,9	0,9	-	10,9	10,4	10%	17%	18%	4,5%	6,7%	7,0%
Eni	10,46	13,7	3,5	3,4	1,3	0,9	0,8	-	10,7	9,9	9%	25%	24%	3,4%	7,4%	7,2%
Equinor	184,40	12,2	3,0	3,0	1,6	1,2	1,2	-	11,9	12,0	13%	39%	38%	2,1%	3,7%	3,9%
Gas Natural SDG	22,01	11,5	9,7	9,6	2,5	2,1	2,1	-	17,0	16,9	22%	21%	22%	6,4%	7,2%	6,2%
Gazprom	288,88	4,0	4,0	4,1	1,2	1,2	1,2	4,5	4,7	4,8	30%	29%	29%	9,3%	10,6%	9,8%
Hera	3,43	7,4	7,1	6,9	1,1	1,1	1,1	16,9	15,1	14,9	15%	15%	16%	3,2%	3,5%	3,8%
NovaTek	227,50	32,7	12,4	12,3	7,0	4,9	4,8	15,0	15,1	14,9	21%	40%	39%	3,1%	3,3%	3,2%
ROMGAZ	31,30	5,0	3,4	3,1	2,2	1,7	1,6	9,6	7,9	7,2	45%	50%	51%	5,1%	7,2%	7,3%
Shell	17,52	8,4	4,3	4,3	1,2	0,8	0,8	-	8,1	7,8	15%	18%	18%	3,3%	3,5%	3,7%
Snam	4,94	14,1	13,4	12,9	11,0	10,4	10,0	15,1	14,4	14,4	78%	78%	77%	5,1%	5,6%	5,7%
Total	#N/A N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mediana		8.5	4.7	4.5	1.3	1.2	1.2	14.9	10.9	10.6	18%	21%	21%	4.6%	5.5%	5.7%

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

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	2378,00	5,5	3,8	3,7	0,8	0,6	0,6	-	6,4	6,1	14%	15%	17%	3,6%	4,7%	5,0%
Bashneft	1521,00	12,0	3,2	3,0	0,7	0,5	0,5	-	6,4	4,4	6%	15%	16%	7,1%	7,8%	11,3%
BP	3,24	-	4,5	4,5	0,8	0,7	0,7	-	8,5	8,2	-	15%	16%	7,6%	4,7%	4,7%
Dana Gas	0,82	-	7,8	7,0	4,3	3,8	4,3	-	14,8	14,8	-	48%	61%	24,8%	7,2%	7,2%
Eni	10,46	13,7	3,5	3,4	1,3	0,9	0,8	-	10,7	9,9	9%	25%	24%	3,4%	7,4%	7,2%
Equinor	184,40	12,2	3,0	3,0	1,6	1,2	1,2	-	11,9	12,0	13%	39%	38%	2,1%	3,7%	3,9%
Gazprom Neft	443,90	7,9	4,5	4,9	1,5	1,0	1,0	17,8	6,1	6,9	18%	22%	21%	5,6%	7,8%	6,3%
Gulf Keystone	1,85	9,1	2,4	2,4	4,2	1,6	1,6	-	5,5	5,6	47%	66%	67%	-	5,1%	6,1%
Lukoil	6819,00	7,1	4,0	4,2	0,9	0,6	0,6	100+	7,8	8,3	12%	15%	14%	5,8%	10,6%	9,1%
Occidental Petroleum	32,58	-	6,9	7,3	4,6	3,3	3,4	-	-	-	-	48%	46%	2,5%	0,3%	0,5%
Repsol	10,38	-	4,4	4,3	0,9	0,6	0,6	-	7,6	7,2	-	15%	15%	8,8%	5,9%	6,3%
Rosneft Oil	567,00	10,0	4,5	4,5	1,7	1,2	1,2	38,1	5,6	5,5	17%	26%	26%	1,8%	8,4%	8,3%
Shell	17,52	8,4	4,3	4,3	1,2	0,8	0,8	-	8,1	7,8	15%	18%	18%	3,3%	3,5%	3,7%
Surgutneftegas	46,80	-	-	-	-	-	-	5,6	5,1	-	-	-	-	4,1%	6,9%	-
Tullow Oil	0,60	-	5,3	5,0	3,2	3,8	3,7	-	8,3	7,6	-	72%	74%	-	-	-
mediana		9,1	4,4	4,3	1,4	0,9	0,9	17,8	7,7	7,6	14%	23%	23%	4,1%	6,4%	6,3%

Wycena spółek z sektora górnictwo i metale

	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
Górnictwo i metale																
JSW	36,69	2,4	2,1	1,6	0,5	0,5	0,4	6,6	7,0	5,2	22%	23%	24%	0,0%	0,0%	7,1%
KGHM	191,45	3,4	3,3	3,2	1,1	1,0	1,0	6,1	6,6	6,9	33%	31%	30%	0,8%	5,2%	9,0%
Stalprodukt	383,00	3,9	4,4	4,1	0,5	0,5	0,5	8,6	11,8	11,5	12%	11%	11%	1,6%	5,8%	5,1%
LW Bogdanka*	28,30	1,2	1,2	1,2	0,4	0,3	0,3	13,2	5,8	6,2	32%	29%	29%	-	-	-
Anglo American	29,86	3,3	4,1	4,7	1,5	1,6	1,7	6,0	7,5	9,0	44%	39%	36%	7,4%	5,8%	4,5%
Antofagasta	14,72	8,2	5,0	5,2	4,1	3,3	3,5	36,8	14,6	15,4	50%	66%	67%	2,9%	3,9%	3,0%
BHP Group	21,83	8,4	5,0	6,1	4,0	3,1	3,7	17,5	8,3	10,9	48%	63%	60%	5,2%	9,0%	6,7%
Freeport-McMoRan	37,14	17,0	5,7	5,7	4,8	2,8	3,1	90,6	10,9	13,5	28%	50%	54%	0,1%	1,9%	1,8%
Glencore	3,20	9,8	5,2	5,6	0,6	0,4	0,4	-	9,6	10,1	6%	8%	8%	-	5,1%	4,4%
Grupo Mexico	95,08	7,1	5,4	5,6	3,7	3,1	3,1	14,7	10,7	11,3	52%	57%	56%	3,1%	5,7%	5,3%
Kaz Minerals	8,49	6,2	5,0	2,8	3,2	2,7	2,0	8,1	6,2	4,0	53%	53%	72%	0,4%	1,1%	3,1%
Rio Tinto	60,40	6,4	4,8	6,0	3,0	2,9	3,1	12,8	8,3	10,9	47%	60%	53%	6,0%	9,0%	6,8%
Boliden	331,60	19,9	5,2	5,6	1,3	1,4	1,4	100+	10,8	11,9	6%	26%	25%	0,0%	4,6%	4,6%
OZ Mineralz	22,42	6,2	7,1	7,9	1,1	4,0	4,2	8,7	13,2	14,0	18%	57%	53%	4,8%	1,6%	1,9%
Lundin Mining	11,33	0,5	3,9	4,2	0,1	2,2	2,3	0,5	8,5	10,1	18%	58%	56%	100%+	2,9%	4,0%
First Quantum Minarals	28,78	6,7	5,4	5,7	3,4	3,1	3,3	16,7	9,7	10,5	51%	58%	58%	0,1%	0,1%	0,1%
Norilsk Nickiel	33,85	5,6	5,4	5,7	3,5	3,3	3,5	8,2	8,1	9,3	62%	62%	61%	7,5%	7,0%	6,5%
Peabody Enelgy Group	8,53	4,5	3,9	4,2	0,6	0,6	0,6	-	-	-	14%	15%	14%	-	-	-
ARCH Coal	58,75	0,1	4,5	4,4	0,0	0,8	0,8	2,4	7,0	6,7	18%	17%	19%	100%+	1,3%	1,3%
Bukit Asam	2060,00	4,2	4,1	3,9	0,9	0,9	0,9	7,0	7,2	7,0	22%	21%	22%	6,8%	8,3%	8,0%
Teck resources	23,18	5,2	4,7	4,3	2,0	1,9	1,7	9,2	8,7	8,6	38%	40%	41%	0,7%	0,7%	1,0%
Warrior Met Coal	17,29	6,4	4,4	4,7	1,4	1,1	1,1	51,3	8,7	8,6	22%	26%	23%	1,2%	1,2%	1,2%
Southern CC	64,19	13,6	9,2	10,4	6,8	5,4	5,6	31,6	16,7	18,7	50%	58%	54%	2,3%	4,0%	3,7%
mediana		6,2	4,8	4,7	1,4	1,9	1,7	9,0	8,6	10,1	32%	40%	41%	2,0%	4,0%	4,4%

Wycena spółek surowcowych

	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 surowcowe																
Grupa Kęty	679,00	9,0	10,1	9,9	1,8	1,8	1,7	12,8	14,8	14,6	20%	18%	17%	6,6%	7,4%	6,4%
Alumetal*	62,00	0,2	7,8	-	0,0	0,5	-	100+	11,4	-	6%	6%	-	0,2%	10,7%	-
Mercor*	19,50	-	-	-	-	-	-	11,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Alcoa	37,92	8,8	3,6	3,6	1,0	0,8	0,8	-	8,8	9,0	11%	23%	23%	-	0,1%	0,1%
AMAG	38,00	0,1	9,2	-	0,0	1,4	-	1,6	21,1	-	18%	15%	-	100%+	2,4%	-
Amcor	11,54	11,9	11,4	11,1	1,9	1,9	1,8	15,6	14,6	13,9	16%	16%	17%	4,1%	4,2%	4,4%
Century Aluminum	13,19	6,7	5,3	7,9	0,7	0,6	0,7	24,4	9,1	21,4	10%	12%	9%	-	-	-
Granges	122,50	0,8	7,7	7,2	0,1	0,9	0,9	5,0	12,0	10,8	18%	12%	12%	100%+	2,6%	3,0%
Constellium	19,40	11,5	6,8	6,2	0,9	0,7	0,7	-	12,8	9,2	8%	11%	12%	-	-	2,8%
Fuji Seal	2344,00	6,4	6,1	5,7	0,8	0,8	0,7	15,5	14,0	12,6	13%	13%	13%	1,4%	1,5%	1,6%
Rusal	5,16	-	-	-	-	-	-	13,3	3,0	3,0	-	-	-	-	4,5%	4,8%
Kaiser Aluminum	123,22	19,4	-	-	2,3	-	-	67,7	-	-	12%	-	-	2,2%	-	-
Nippon Steel & Sumitomo	1830,00	17,5	5,6	5,9	0,9	0,7	0,7	-	6,7	6,6	5%	12%	12%	0,5%	3,8%	4,3%
Norsk Hydro Asa	56,98	8,4	5,3	5,3	0,9	0,9	0,9	63,3	10,3	10,0	11%	18%	17%	2,2%	3,9%	4,5%
Uacj	2758,00	11,5	9,0	8,4	0,9	0,8	0,7	-	12,7	10,5	8%	9%	9%	-	1,9%	2,4%
mediana		8,8	7,2	6,7	0,9	0,8	0,8	14,4	12,0	10,5	11%	12%	13%	2,2%	3,8%	3,7%

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	33,00	6,8	10,3	6,0	0,7	0,9	0,7	9,8	100+	11,9	11%	8%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	12,60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acron	5966,00	10,3	8,1	7,5	3,1	2,5	2,3	68,0	10,8	8,6	30%	31%	31%	7,5%	6,3%	6,2%
CF Industries	51,59	10,5	8,7	9,1	4,1	3,3	3,4	34,9	15,6	16,0	39%	38%	37%	2,3%	2,3%	2,3%
Israel Chemicals	22,56	15,9	8,3	8,2	2,2	1,9	1,8	100+	15,4	14,5	14%	22%	22%	1,5%	3,5%	4,0%
K+S	12,87	15,7	10,8	10,2	2,5	2,0	2,0	-	18,3	15,6	16%	19%	20%	-	1,8%	2,4%
Phosagro	4820,00	8,9	6,9	6,9	3,0	2,4	2,4	36,9	9,7	9,8	34%	35%	35%	5,2%	6,7%	6,5%
The Mosaic Company	31,44	12,0	6,5	6,5	1,9	1,5	1,5	17,9	11,6	10,6	15%	23%	24%	0,6%	0,9%	1,0%
Yara International	468,20	7,6	6,9	6,7	1,4	1,3	1,3	19,3	12,8	12,2	18%	19%	19%	76,4%	6,7%	8,5%
mediana		10,4	8,2	7,2	2,3	1,9	1,9	27,1	12,8	12,1	17%	23%	23%	2,3%	2,9%	3,2%

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																
Kernel	54,10	3,2	3,5	4,4	0,4	0,4	0,4	12,0	7,8	7,9	13%	11%	9%	1,8%	1,9%	1,7%
Astarta*	50,10	2,4	3,5	-	0,8	0,9	-	5,2	-	-	35%	27%	-	5,4%	-	-
Agrana Beteiligungs	19,60	9,5	-	-	0,7	-	-	20,4	-	-	7%	-	-	4,3%	-	-
Bunge Limited	79,69	9,6	10,1	10,1	0,5	0,4	0,4	10,0	11,4	11,6	5%	4%	4%	2,5%	2,8%	2,9%
Cosan	24,79	36,6	6,5	6,0	1,3	0,8	0,8	11,2	15,1	13,4	4%	12%	13%	2,1%	1,3%	1,3%
MHP	5,64	5,4	4,1	-	1,1	0,9	-	-	-	-	21%	21%	-	5,0%	-	-
Nisshin Oillio	3075,00	7,8	8,1	7,6	0,5	0,4	0,4	11,0	12,7	11,5	6%	5%	5%	2,6%	2,8%	2,9%
Suedzucker	13,92	10,3	8,4	7,3	0,9	0,9	0,8	-	17,5	11,2	9%	10%	11%	1,4%	2,0%	2,6%
Industrial Milk Company	27,90	4,2	5,8	-	1,9	2,1	-	-	-	-	46%	36%	-	-	-	-
Archers Daniels Midland	60,63	2,3	10,8	10,5	0,4	0,6	0,6	2,5	13,7	14,1	18%	6%	6%	100%+	2,5%	2,6%
Golden Agri Resources	0,23	4,8	4,8	4,7	0,5	0,5	0,5	7,0	6,8	7,0	11%	11%	11%	4,3%	4,3%	3,0%
Felda Global Ventures	1,31	6,8	7,3	7,3	0,6	0,6	0,6	16,4	18,2	16,8	9%	8%	8%	3,4%	3,2%	3,6%
GrainCorp	5,13	10,2	10,7	12,2	0,6	0,7	0,7	12,4	13,5	16,6	6%	6%	6%	4,1%	4,2%	3,4%
Wilmar Int.	4,60	11,8	10,5	9,7	0,8	0,7	0,7	13,8	12,8	12,2	6%	6%	7%	2,9%	3,5%	3,5%
mediana		7,3	7,3	7,5	0,6	0,7	0,6	11,2	13,1	11,9	9%	10%	7%	3,2%	2,8%	2,9%

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
	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: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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, Sygnity. 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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, Sygnity, 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 emitenta 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, Energooparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, IZ Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, 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 Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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.lempicka-wilim@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