

wtorek, 20 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

Na rynku niemieckim ceny energii pozostawały stabilne, przy braku większej zmienności notowań uprawnień do emisji CO₂. Nadal rosły ceny węgla ARA (+6%), ale nie przekłada się to już na benchmarki na EEX. W Polsce kontrakt roczny oscyluje wokół 350 PLN/MWh, co utrzymuje w mocy sygnalizowane przez nas ryzyko rentowności w segmencie obrotu w 2022 (zarówno w segmencie regulowanym jak i SME). Nadal rosną ceny zielonych certyfikatów, które obecnie kosztują 175 PLN/MWh. Na pewno nie bez znaczenia w tym kontekście są dobre odczyty popytowe (zapotrzebowanie na energię rośnie o 7% w stosunku do referencyjnego poziomu z 2019- średnia za ostatnie 4 tygodnie).

Rynek paliwowy

Zakończenie sporu w OPEC+ i jasna perspektywa zwiększania podaży w kolejnych miesiącach (plus zwiększenie bazy odniesienia dla kilku krajów od maja 2022 r.) spowodowały notowania Brent poniżej 70 USD/Bbl. W takim otoczeniu marże rafinerijne odbudowały się powyżej 2 USD/Bbl, co przy dyferencjale 2,3 USD/Bbl jest dobrą informacją dla rafinerii europejskich. Nadal budulcem marż pozostaje benzyna, ale ponownie zaczęły się odbudowywać średnie destylaty (zapasy diesla ARA na dolnym ograniczeniu wahań z 5 lat). Na razie jednak sektor jest pod presją szerokiej przeceny w sektorze paliwowym, w tym rafinerii amerykańskich (w tym wypadku dodatkowym argumentem jest zawężenie spreadu na lokalnych ropach do Brent). W najbliższych tygodniach istotnym czynnikiem wpływającym na ceny/marże produktowe w rafinerii i petrochemii mogą być ograniczenia transportowe na Renie. Ważny będzie też rozwój sytuacji epidemiologicznej, gdyż masowy wzrost zachorowań, szczególnie widoczny w krajach azjatyckich może zachwiać scenariuszem odbudowy popytu na paliwa. Odczyty marż petrochemicznych w ostatnim tygodniu nie przyniosły jakichś przełomowych informacji (monomery w górę, polimery w dół).

Na europejskim rynku gazu sytuacja pozostaje stabilna i notowania oscylują wokół historycznych szczytów, 1M FWD 35 EUR/MWh a 1Y FWD 25 EUR/MWh. Poziom napełnienia magazynów w UE (51%) coraz bardziej oddala się nie tylko od 5-letniej średniej (69%), ale również od ostatnich minimów wyznaczonych w latach 2017-18 (56-57%). Zwiastuje to duże napięcie podaży-popytu w kolejnym okresie grzewczym.

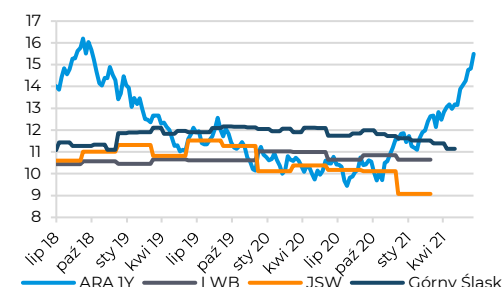
Rynek metali

Ceny metali zanotowały głębokie spadki na początku bieżącego tygodnia z uwagi na obawy w rozprzestrzenianiu się COVID-19 (szczególnie w USA). W naszym przeglądzie miesięcznym zwracaliśmy uwagę na możliwą wyższą zmienność cen surowców w obliczu nadchodzącej czwartej fali COVID-19. O ile rosnące nowe przypadki nadal mogą ciążyć na sentymencie do spółek surowcowych, to długoterminowe fundamenty pozostają silne. Dlatego krótkoterminowe korekty wykorzystywalibyśmy do zakupów spółek wydobywających miedź (KGHM). Warto zwrócić uwagę na ubiegłotygodniowy opublikowany przez Komisję Europejską pakiet klimatyczny, który tylko przyspieszy procesy dekarbonizacyjne, co będzie za sobą nieść zwiększony popyt na miedź.

Rynek węgla koksowego

Ceny węgla koksowego w Australii utrzymują się na poziomie ponad 200 USD/t, a kolei w Chinach biją kolejne rekordy (320 USD/t). Takie otoczenie sprzyja JSW na nadchodzący kwartał (3Q), w którym Spółka może wygenerować nawet 600-700 mln PLN EBITDA.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

Ceny węgla energetycznego (USD/GJ)

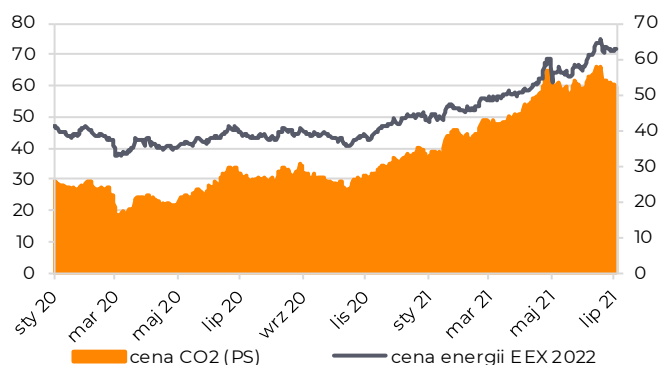
Ceny węgla energetycznego wyraźnie rosną w obawie o nowe zakażenia COVID-19 w Indonezji, która jest jednym z największych eksporterów surowca. Dodatkowo zapotrzebowaniu na węgiel sprzyja fala upałów obserwowana na północnej półkuli (Europa, Chiny), co zwiększa zapotrzebowanie na energię elektryczną w okresie letnim. Potencjalnie pozytywna informacja dla JSW, Bogdanki, lub Peabody Energy.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

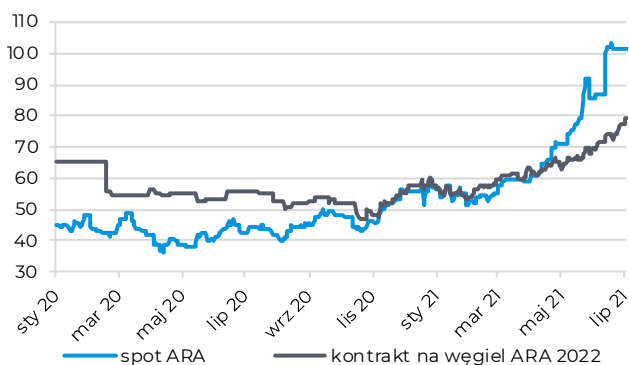
Spółka	1W	YTD
Kernel	-9,5%	+4%
LW Bogdanka	-9,3%	+29%
PCC Rokita	-8,6%	+49%
Cognor	-8,5%	+91%
JSW	-8,2%	+25%
OMV	-7,0%	+39%
Lotos	-6,9%	+20%
Astarta	-6,5%	+81%
Kęty	-6,3%	+44%
PGE	-6,0%	+29%
ZA Puławy	-6,0%	-1%
Ciech	-6,0%	+56%
ZE PAK	-5,8%	-8%
Alumetal	-5,4%	+24%
IMC	-5,3%	+55%
PKN Orlen	-5,1%	+24%
Grupa Azoty	-4,9%	+14%
Tauron	-4,1%	+15%
CEZ	-2,7%	+24%
MOL	-2,6%	+5%
PCNiG	-2,5%	+14%
Stalprodukt	-2,2%	+18%
KGHM	-2,2%	+0%
Enea	-2,0%	+25%
Tupras	-1,9%	-12%
Mangata	-1,8%	+29%
Polenergia	-0,4%	+28%
ZCh Police	-0,4%	+2%
Boryszew	-0,3%	+8%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-2,1%	+15%
Chemia	-5,2%	+27%
Energia	-4,6%	+22%
Paliwa	-4,5%	+20%
Spożywczy	-6,9%	+11%
Surowce	-2,6%	+2%
Ukraina	-6,2%	+34%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-5,7%	+14%
Oil & Gas E&P	-11,5%	+28%
Refining EU	-5,4%	+6%
Refining US	-13,6%	+13%
Agri & Food	-0,7%	+12%
Kauczuki	-4,2%	+9%
Nawozy	-4,5%	+31%
Chemicals EU	-2,0%	+11%
Industrials EU	-4,0%	+16%
Petchem World	-5,0%	+20%
Utilities EU	-3,3%	+0%
Utilities US	+0,3%	+5%

Energetyka

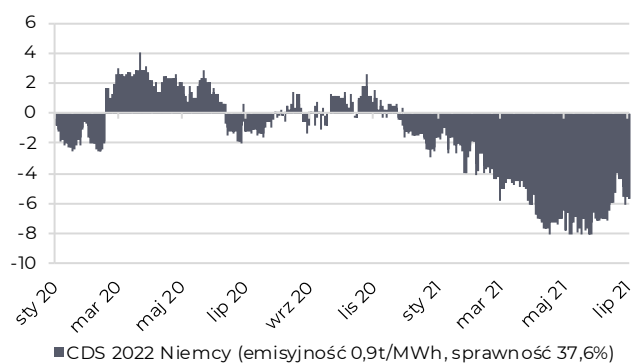
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



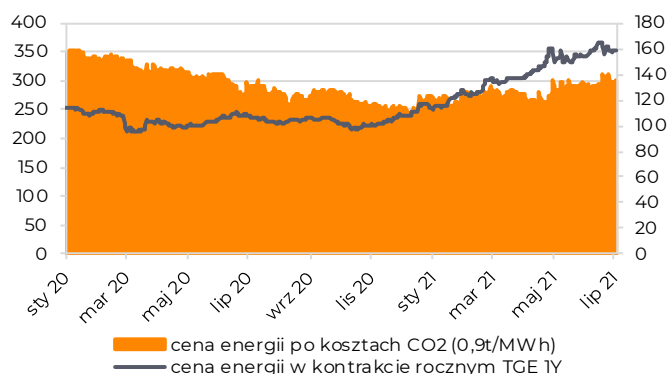
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



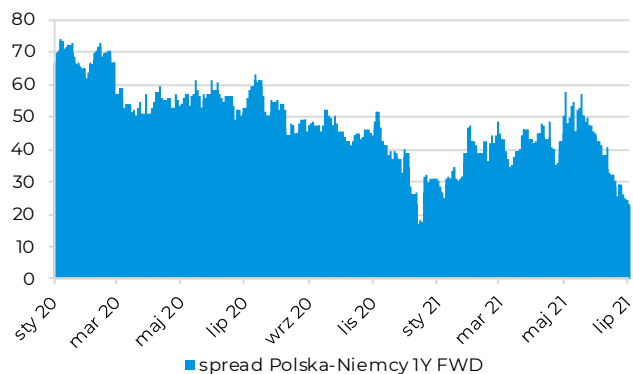
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



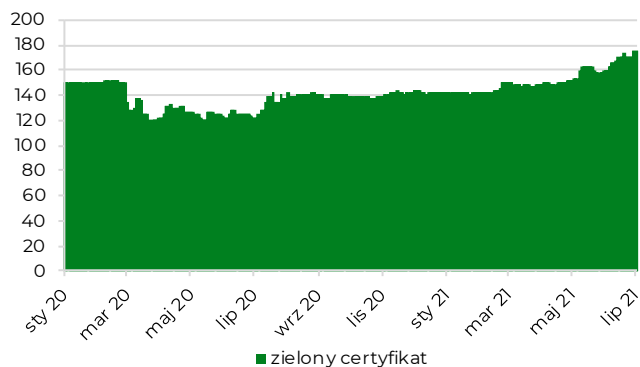
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



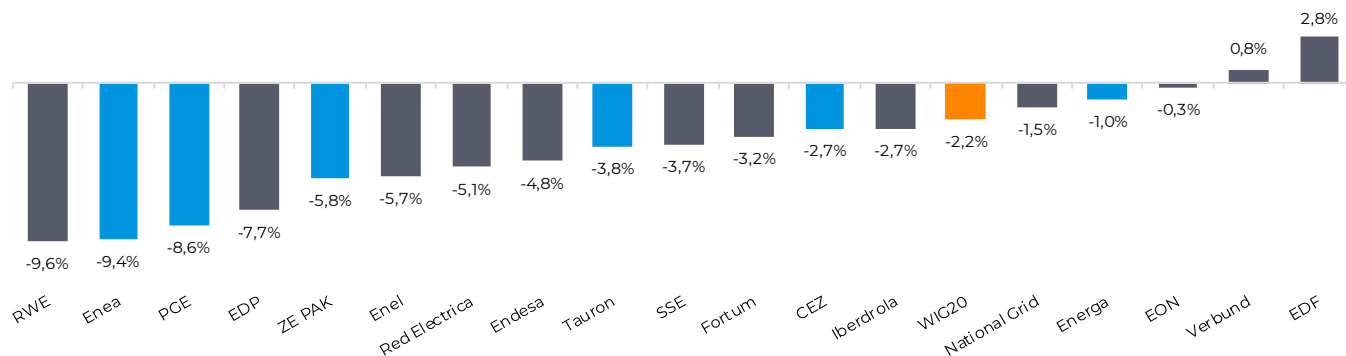
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



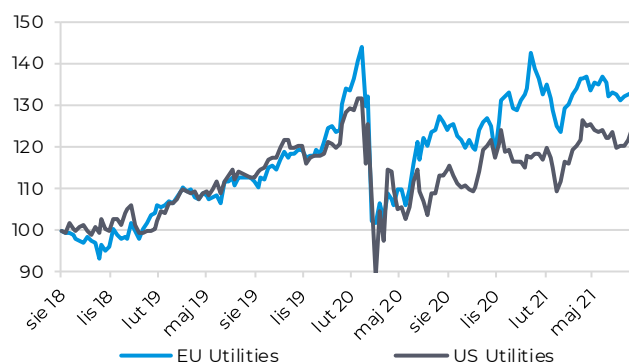
Tygodniowy performance spółek energetycznych



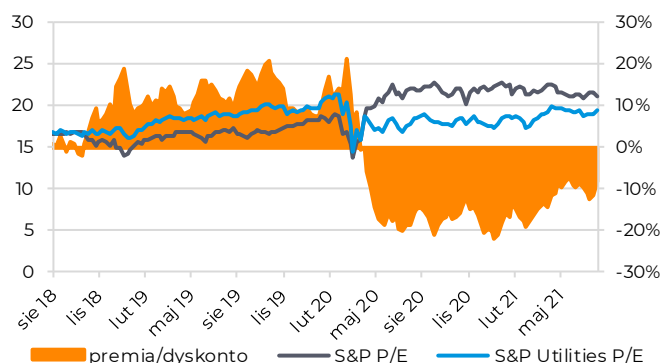
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

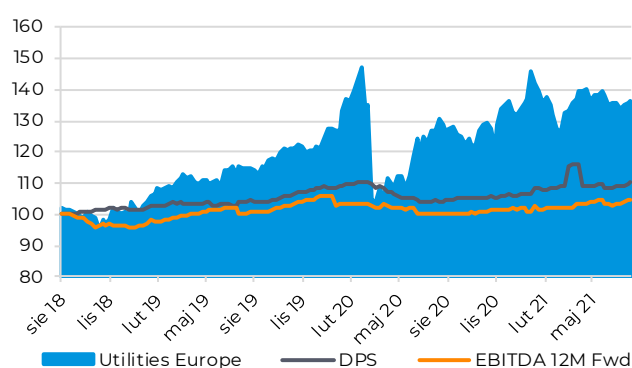
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



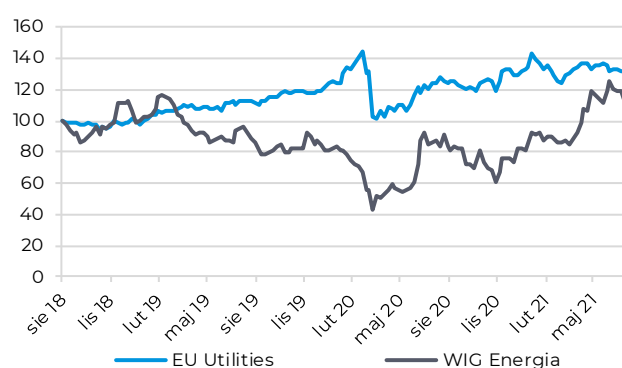
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



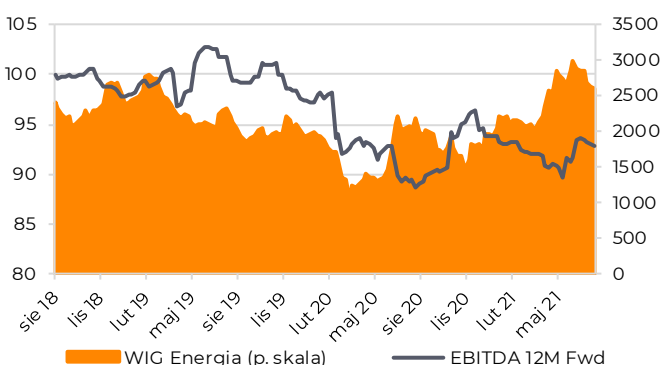
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



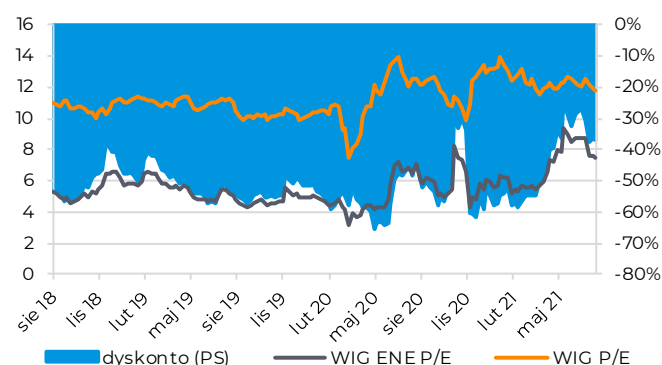
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



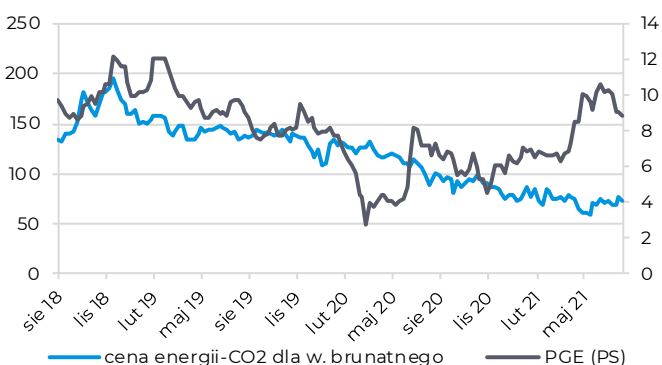
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



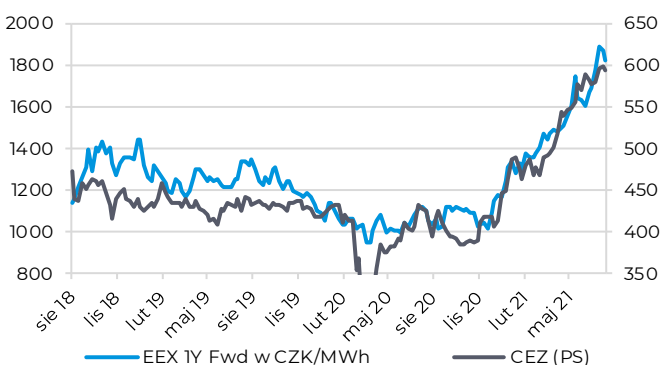
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



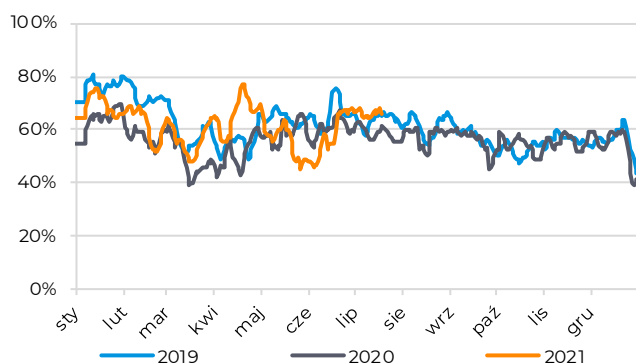
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



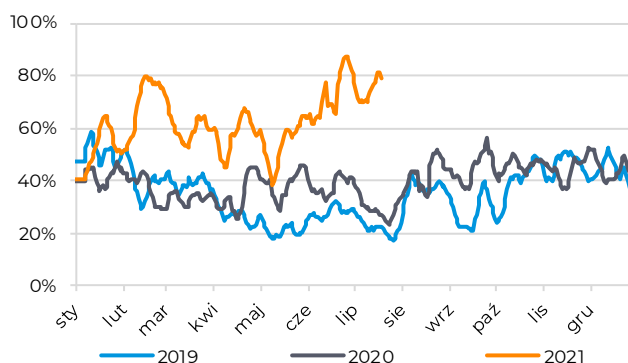
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

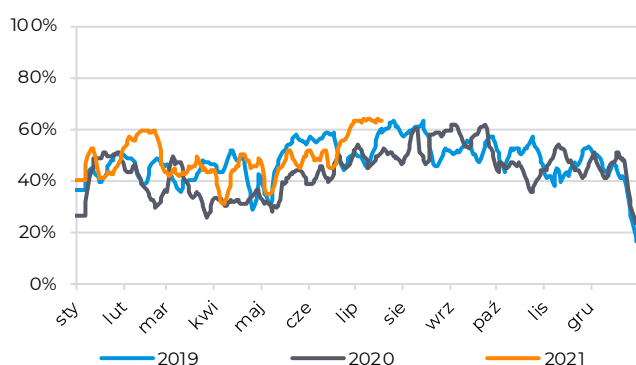
Load factor elektrowni Bełchatów



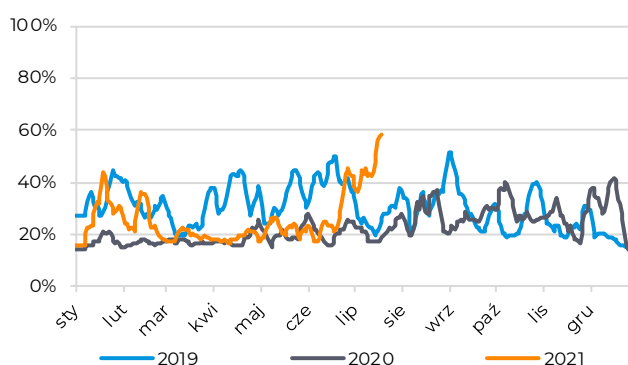
Load factor elektrowni Turów



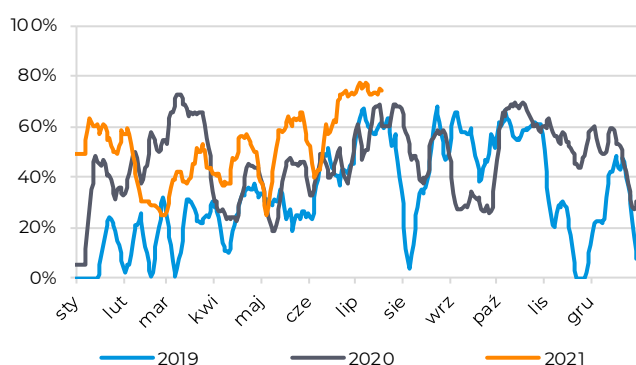
Load factor elektrowni Kozienice



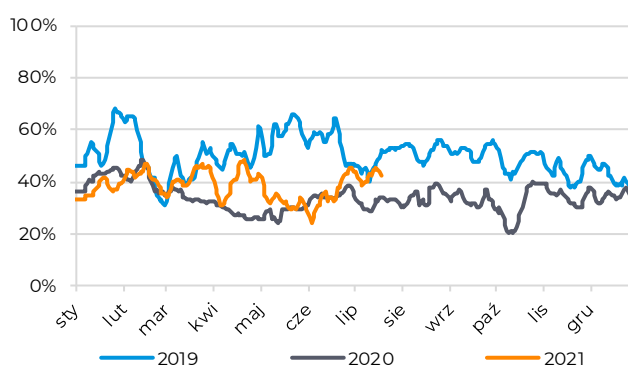
Load factor elektrowni Jaworzno



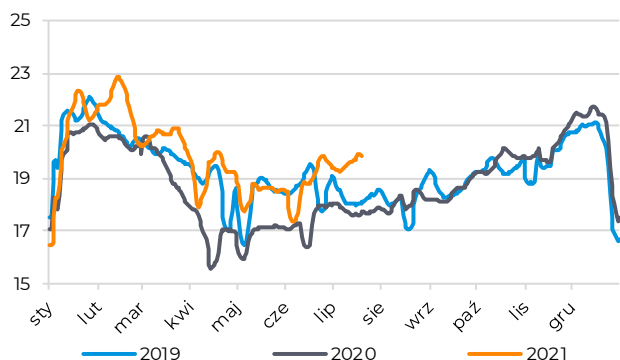
Load factor elektrowni Opole B5/B6



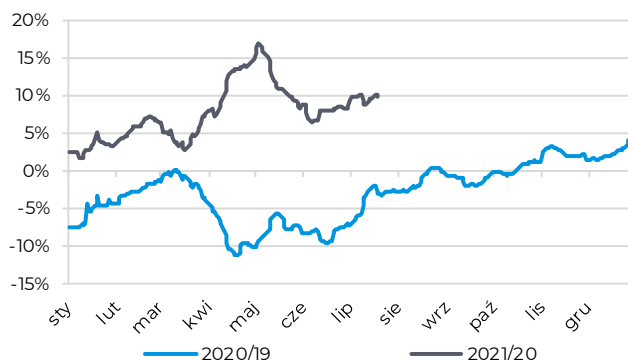
Load factor elektrowni Połaniec



Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)



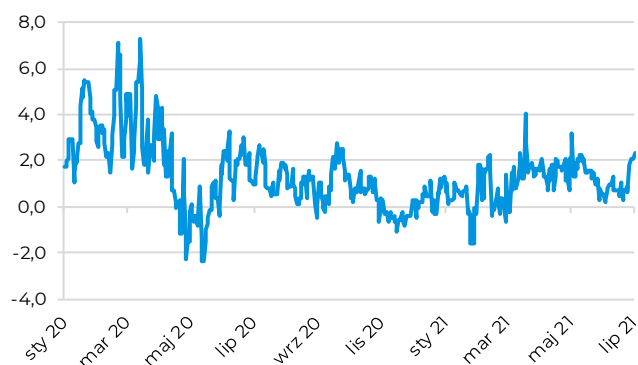
Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE



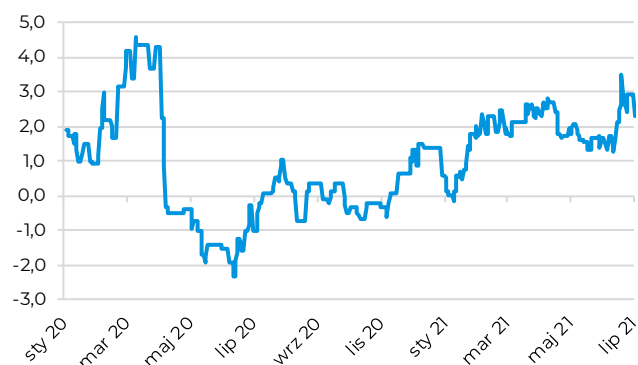
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

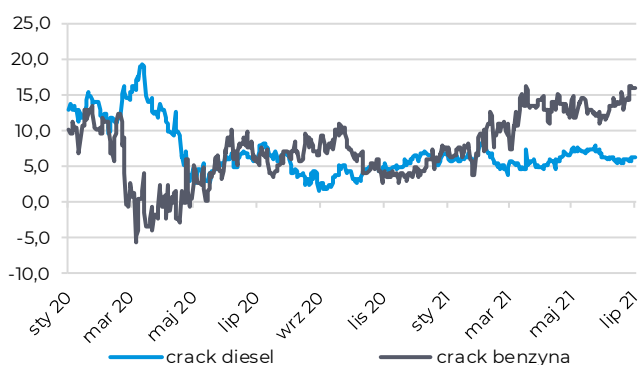
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



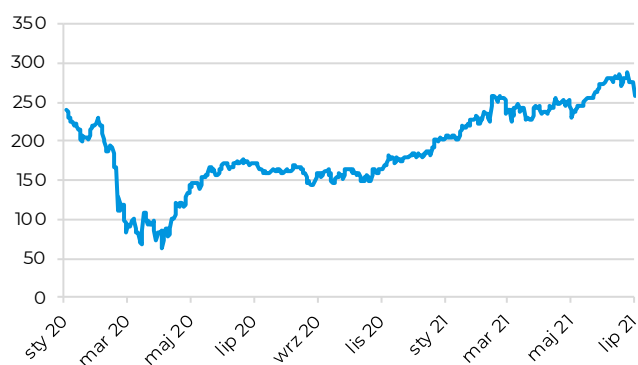
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



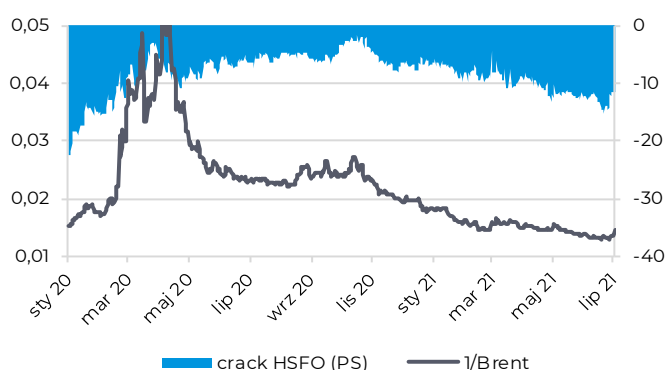
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



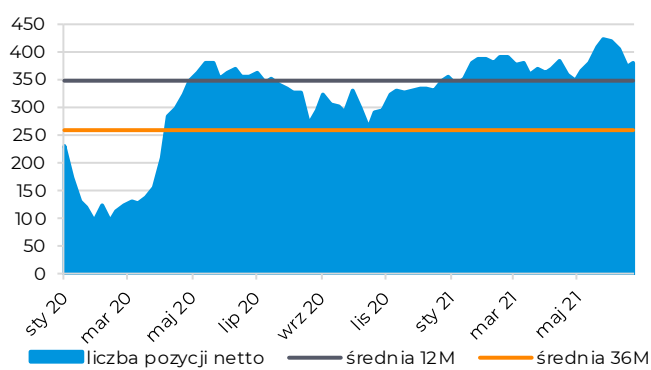
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



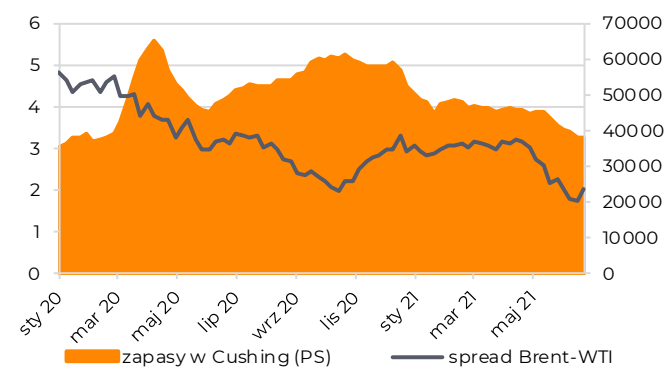
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrótności ceny Brent



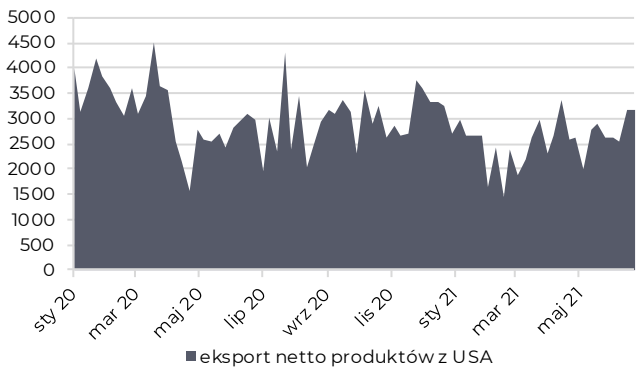
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



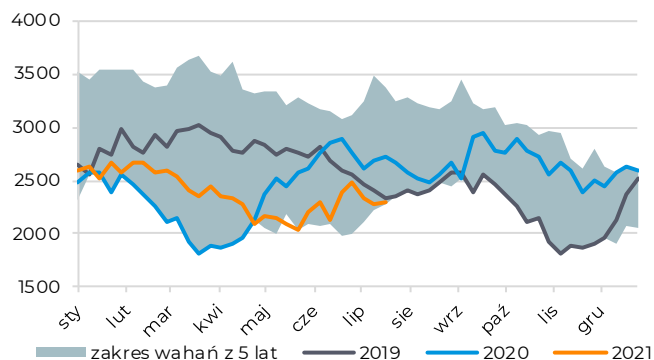
Eksport netto paliw z USA



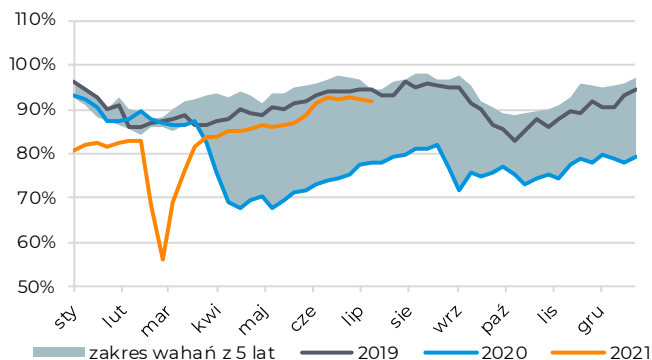
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

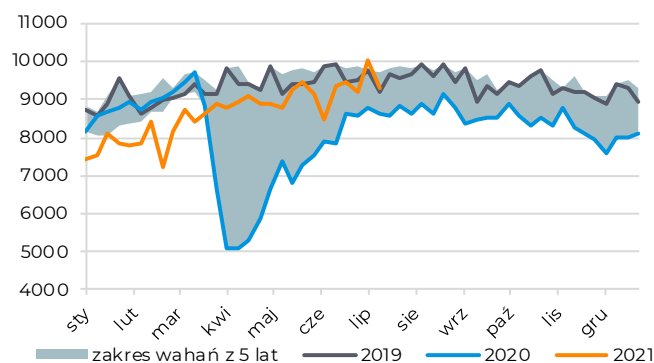
Zapasy diesla w portach ARA



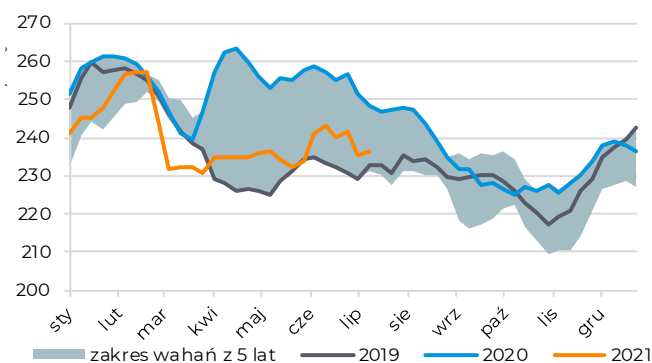
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



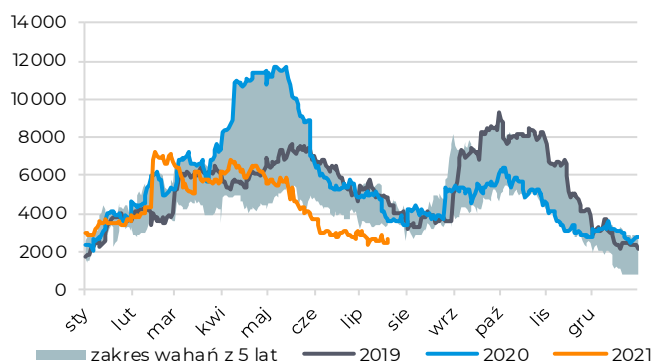
Popyt na benzynę w USA



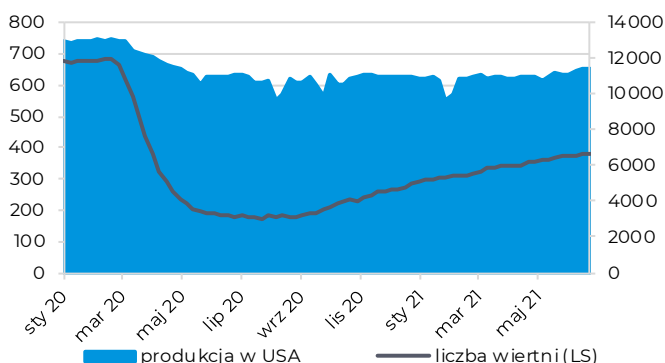
Zapasy benzyny w USA



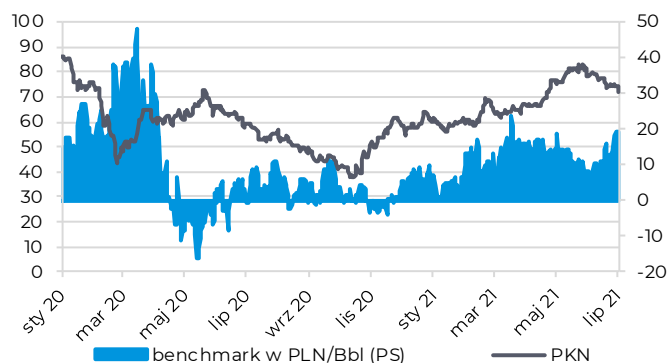
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



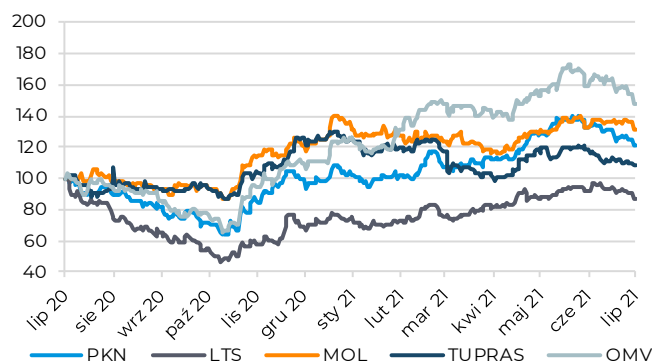
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



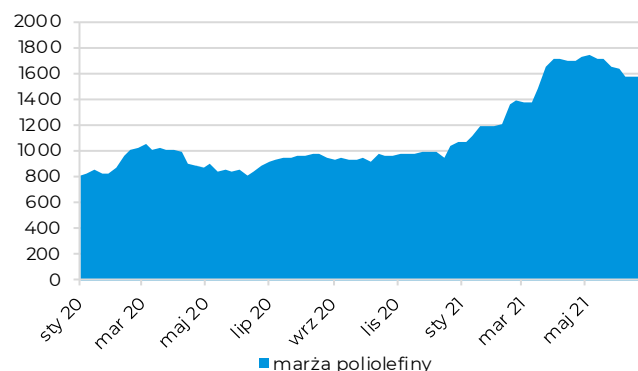
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



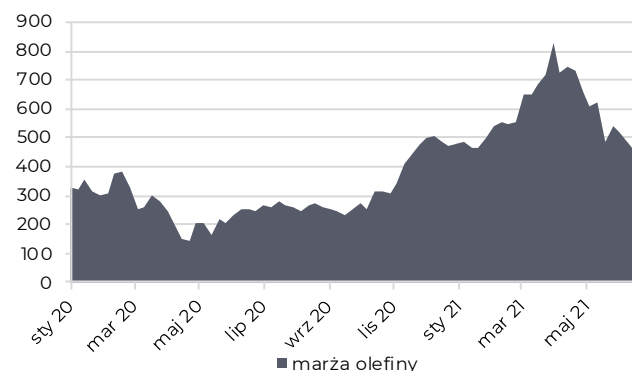
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

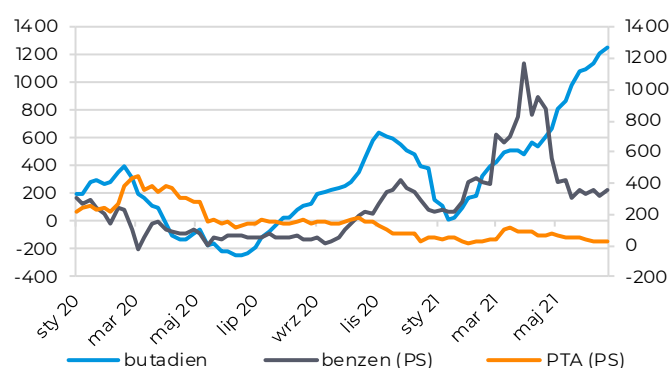
Marża petrochemiczna poliolefiny



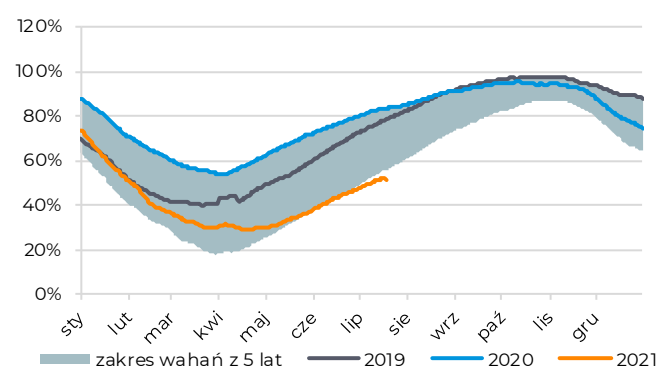
Marża petrochemiczna olefiny



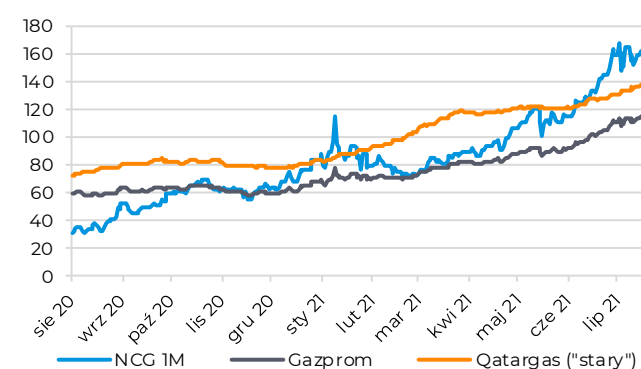
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



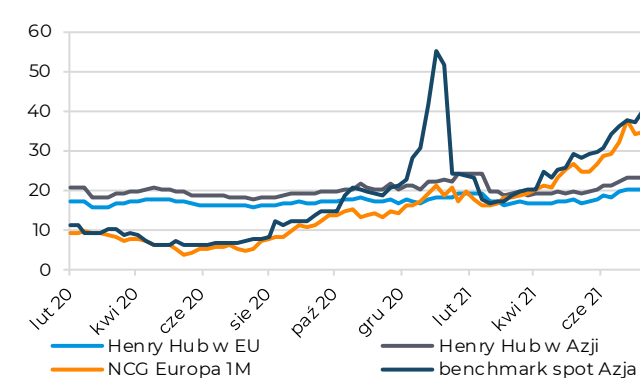
Napełnienie magazynów gazu w UE



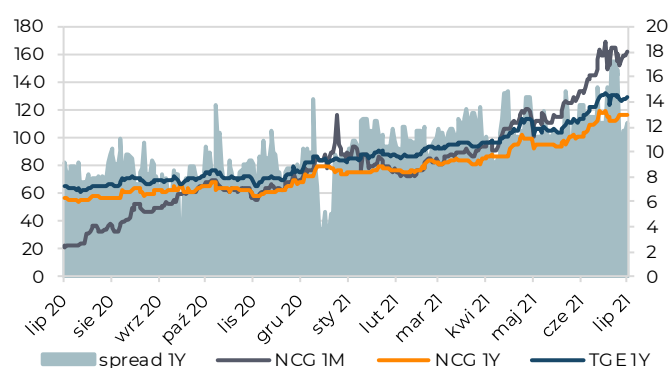
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



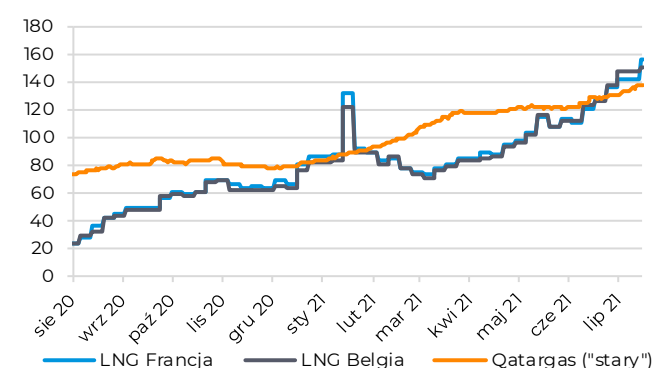
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



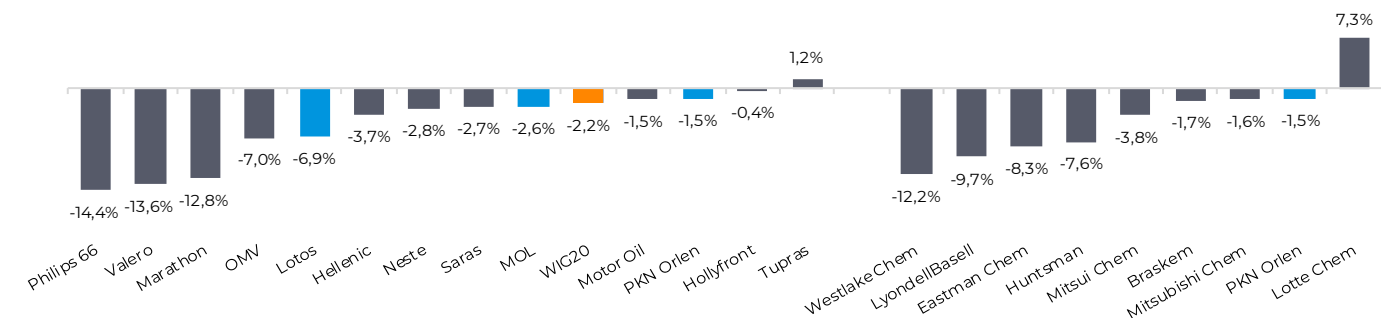
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



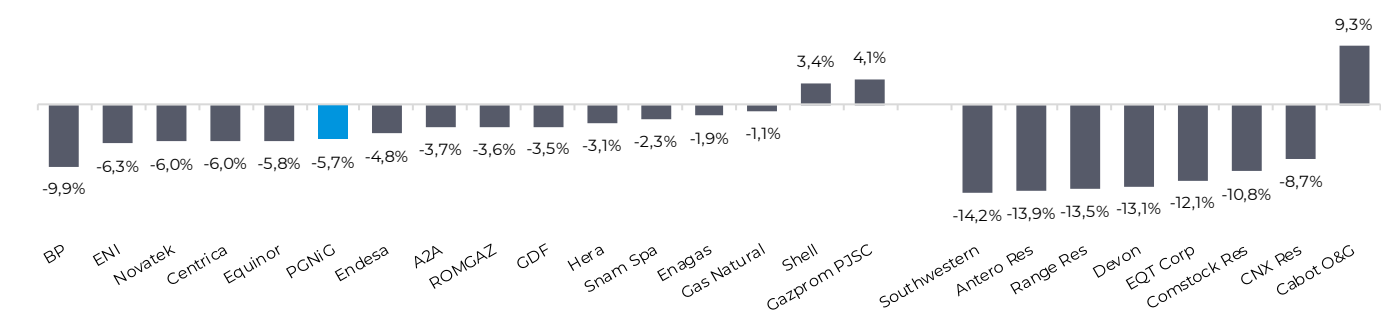
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

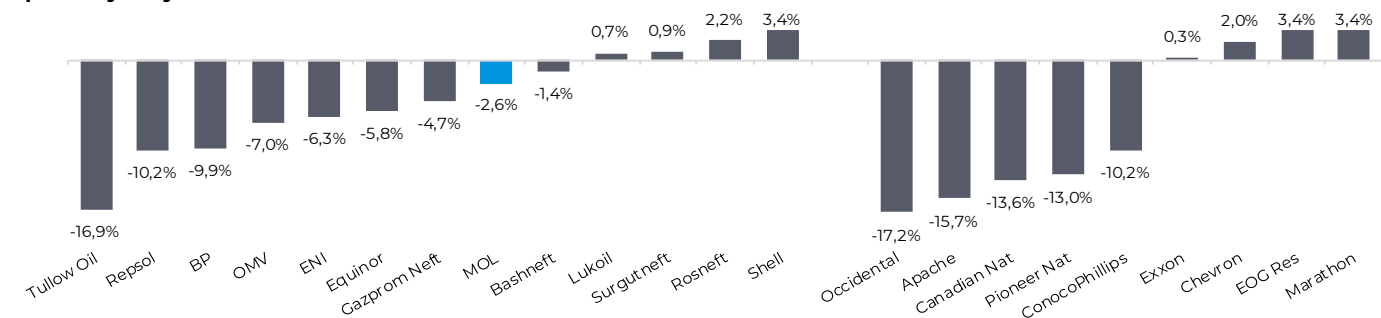
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



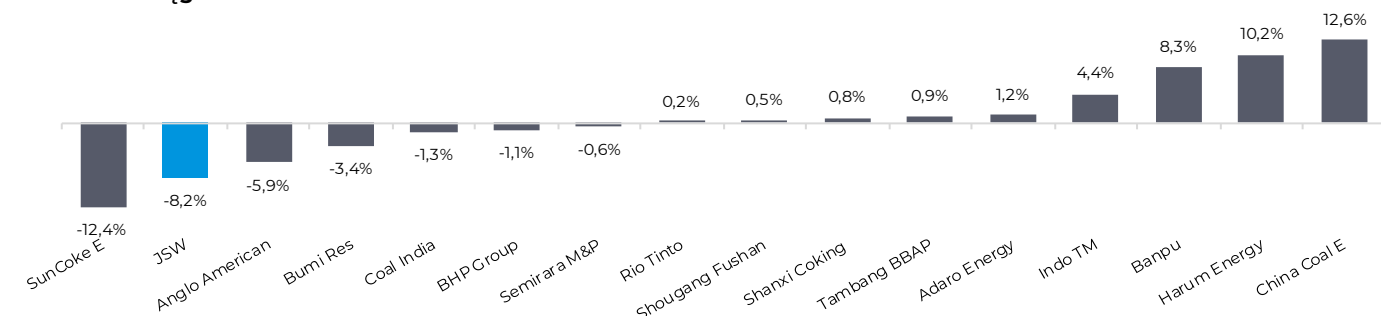
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



Producenci węgla



Producenci i dystrybutorzy stali



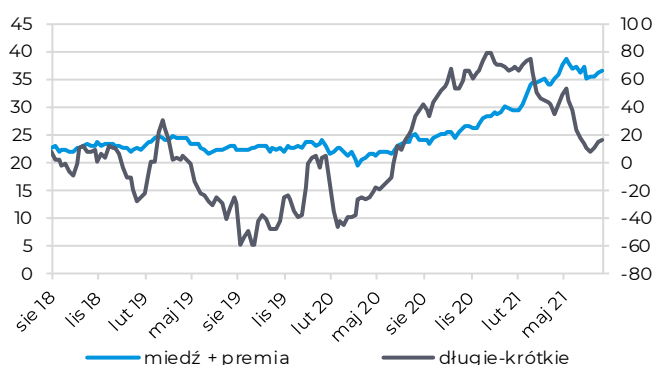
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



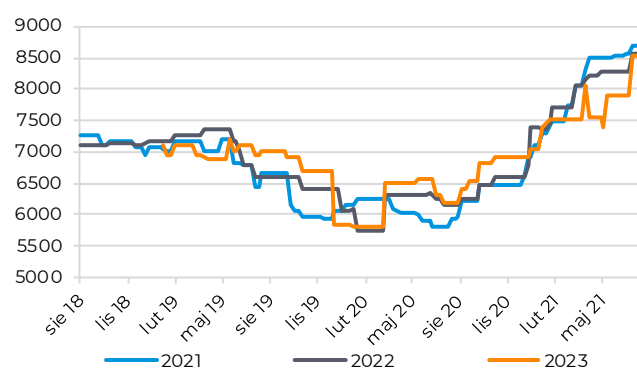
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (USD/t)



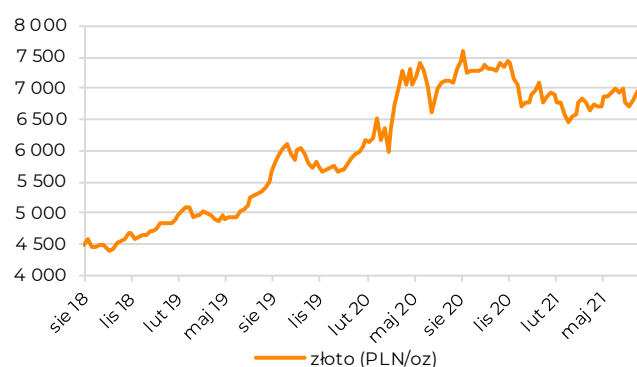
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



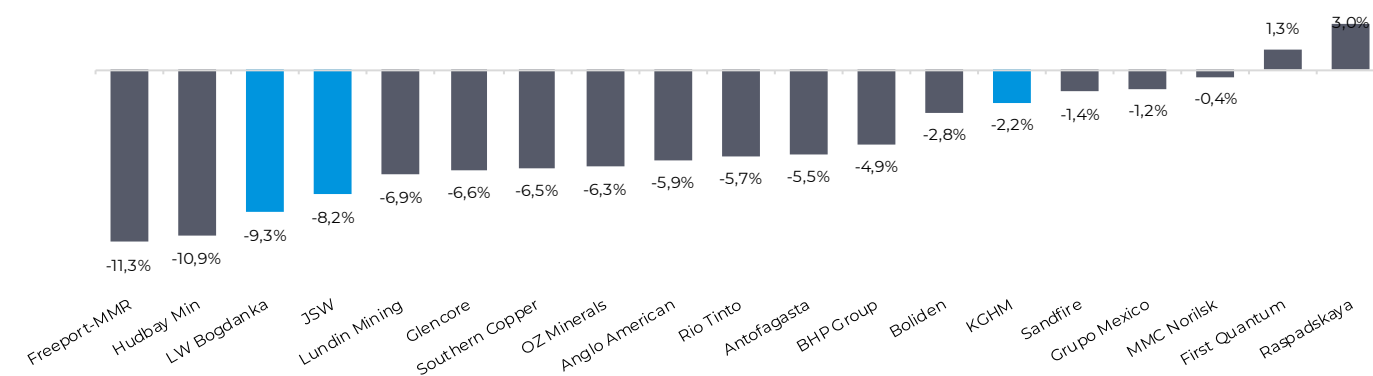
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



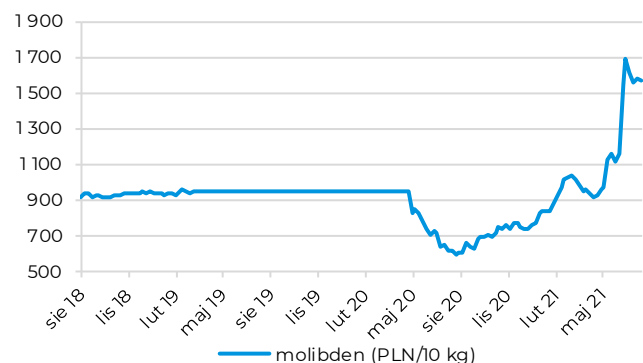
Tygodniowy performance spółek surowcowych



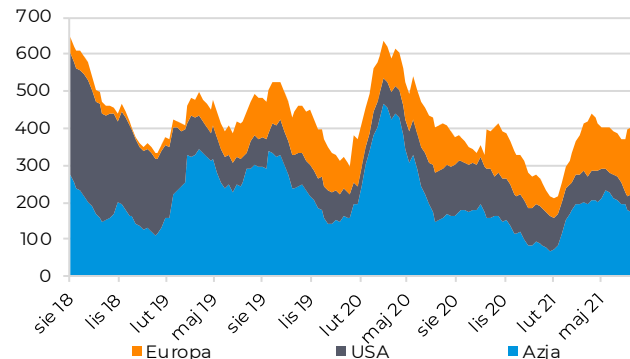
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

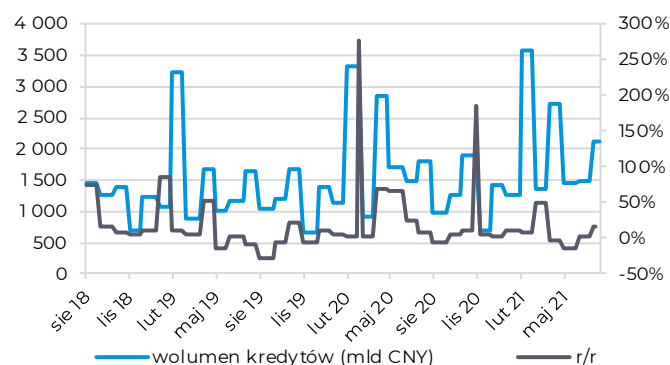
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



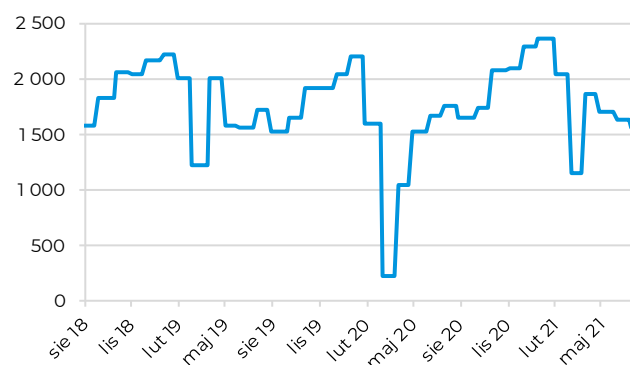
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



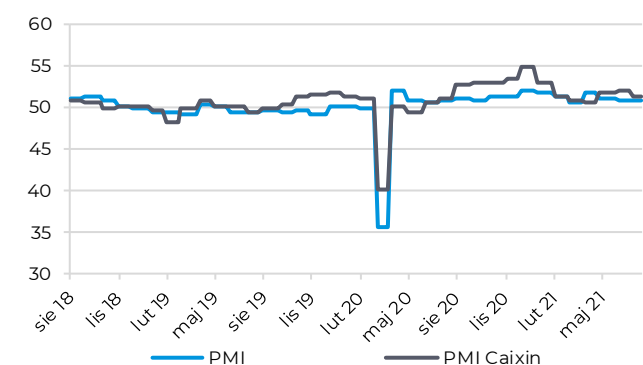
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



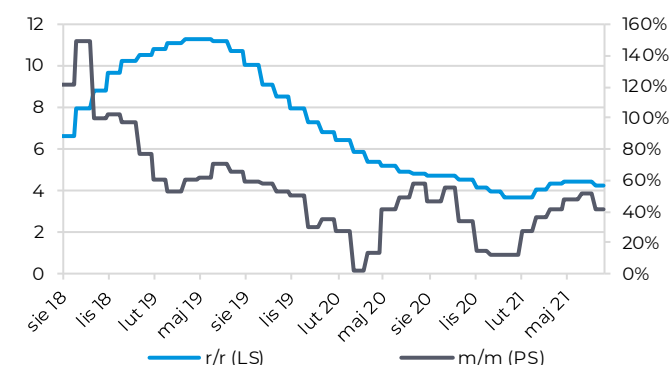
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



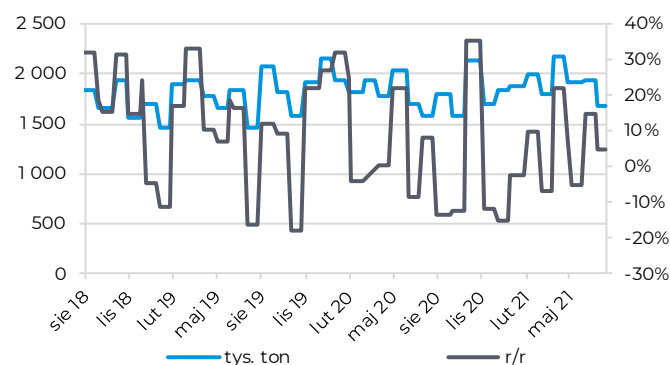
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



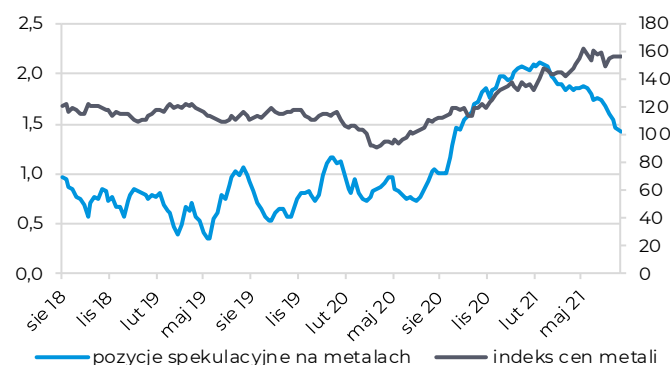
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin



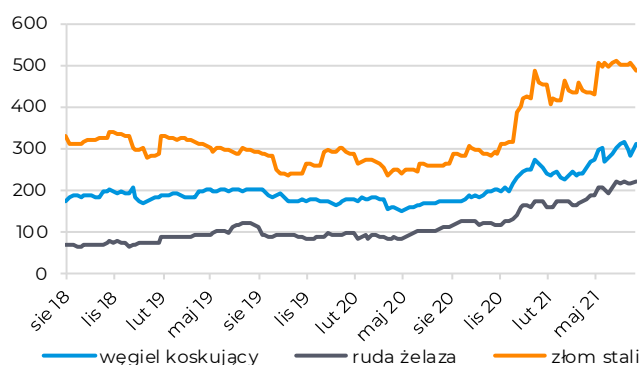
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



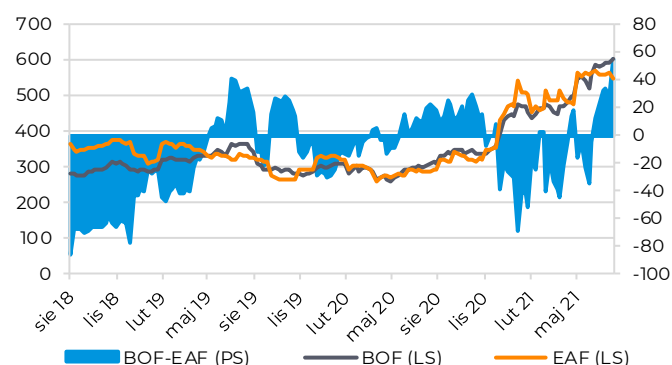
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

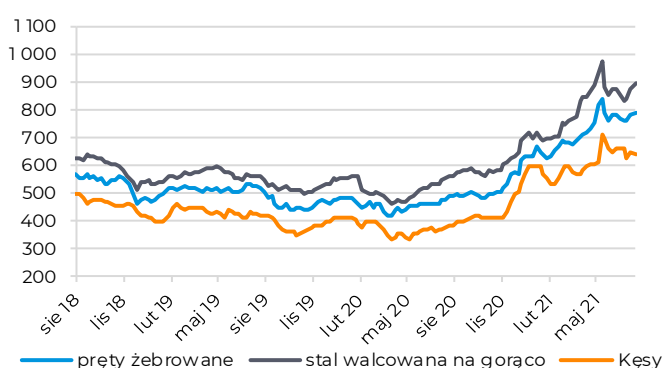
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



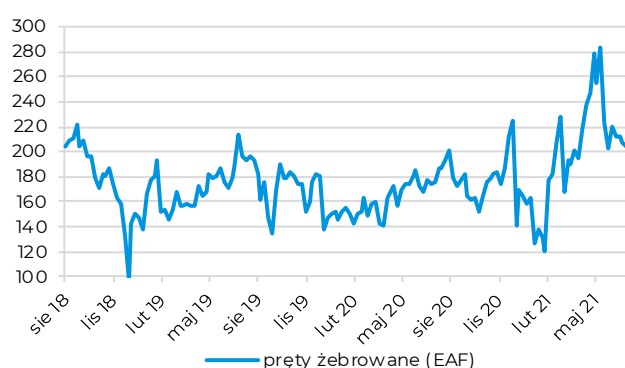
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



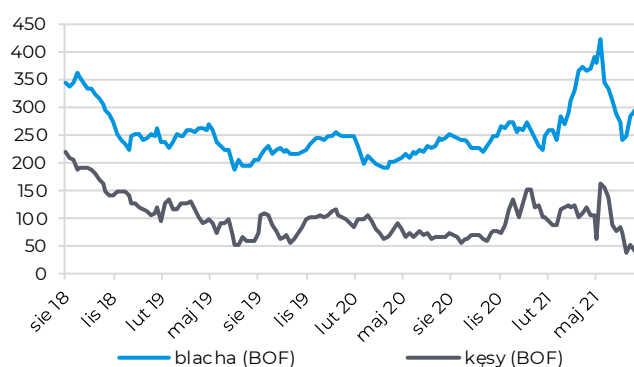
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



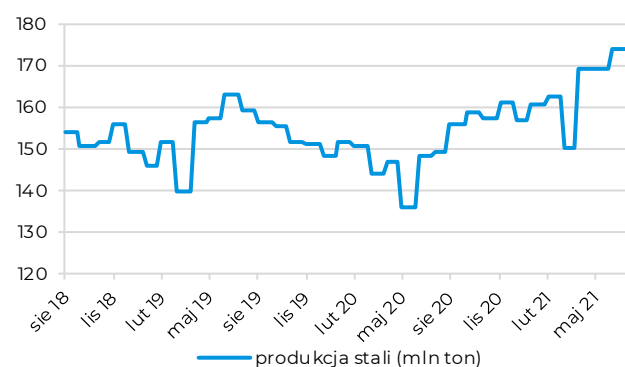
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



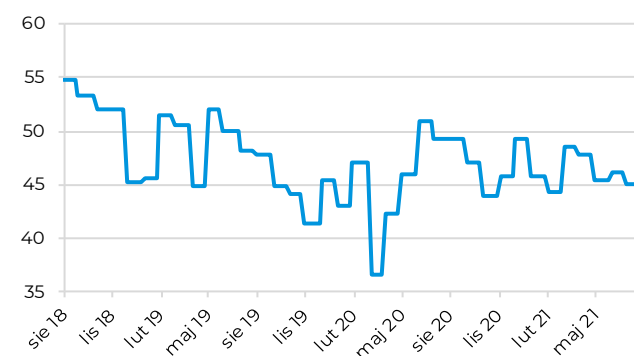
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęśków dla producentów BOF (USD/t)



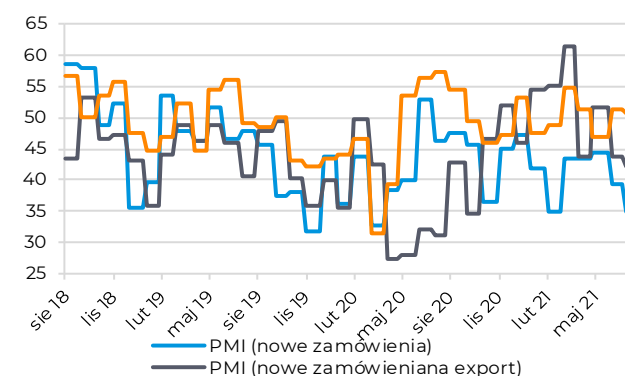
Produkcja stali na świecie (mln ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



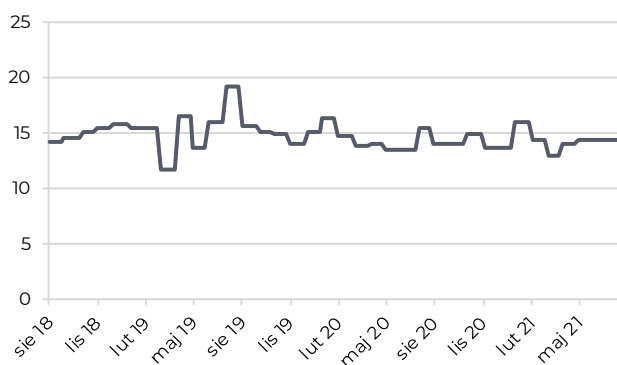
Komponenty PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



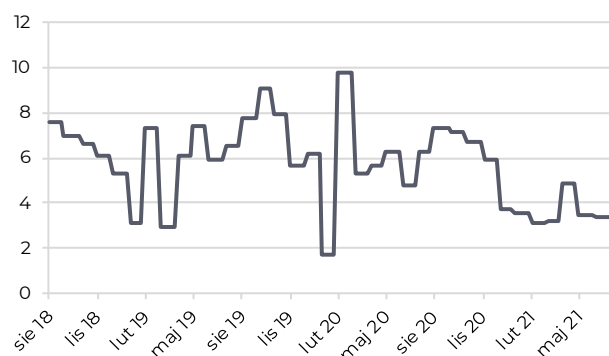
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

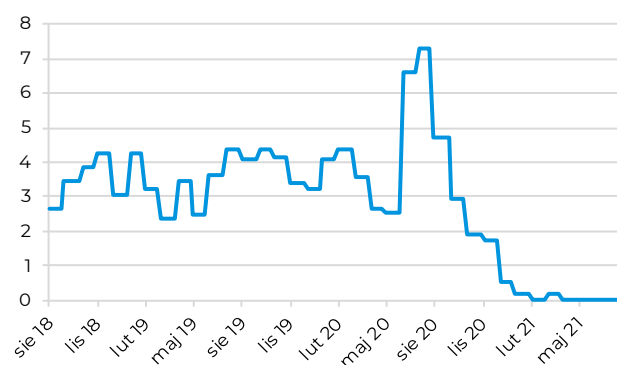
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



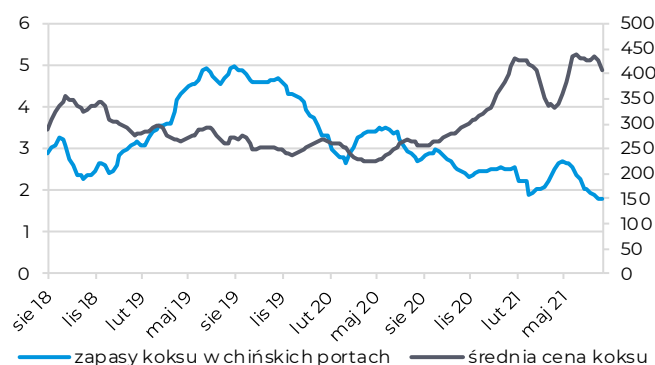
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



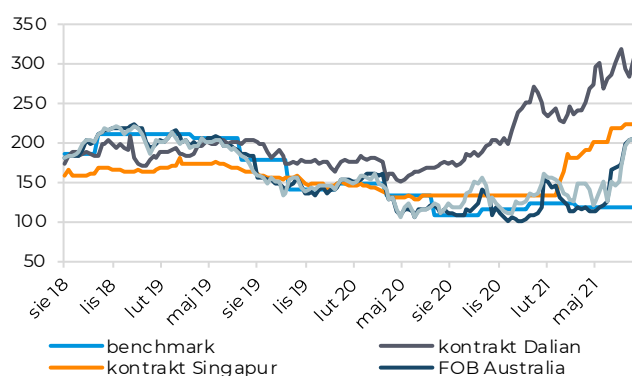
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



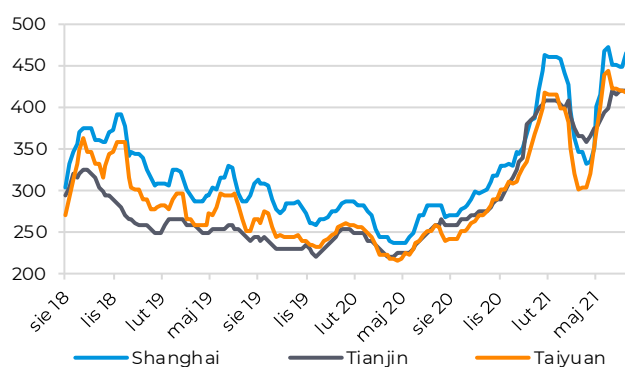
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



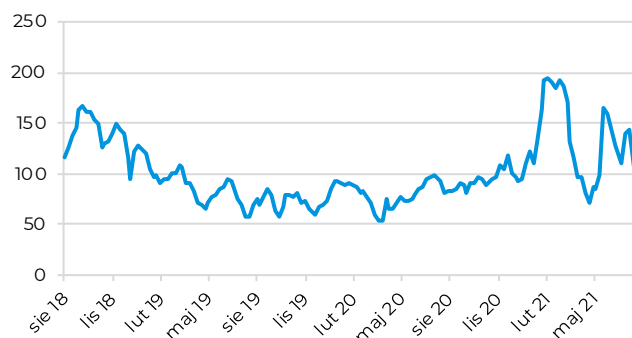
Ceny węgla koksowego (USD/t)



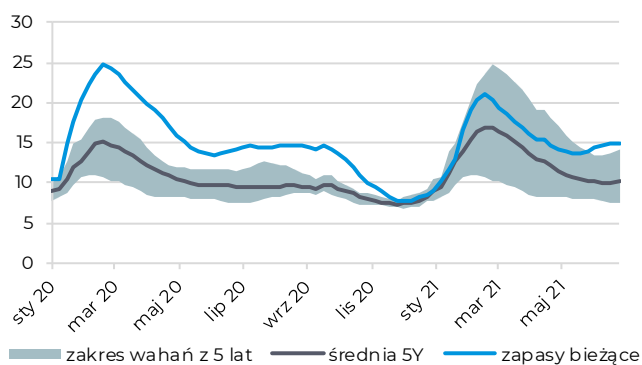
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



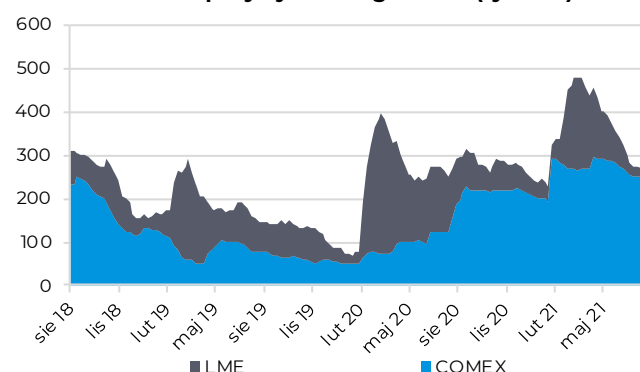
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



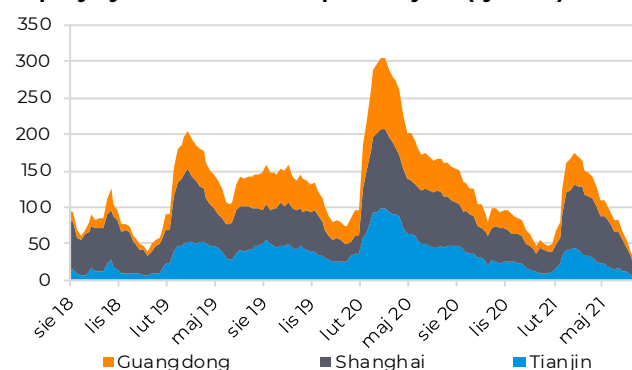
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

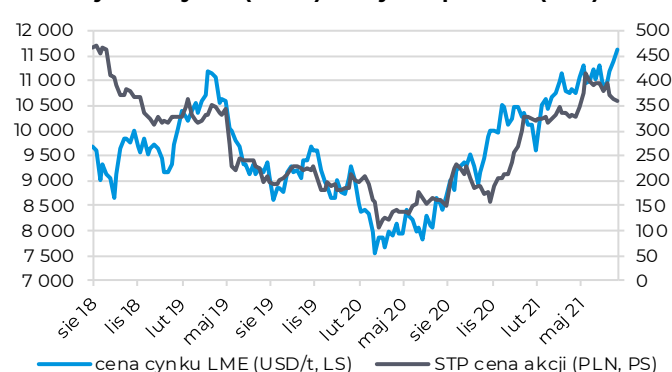
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



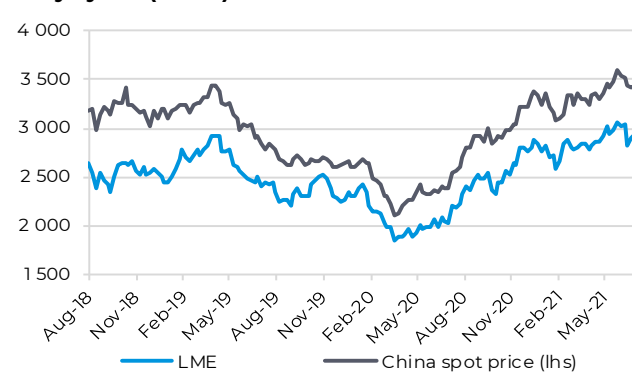
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



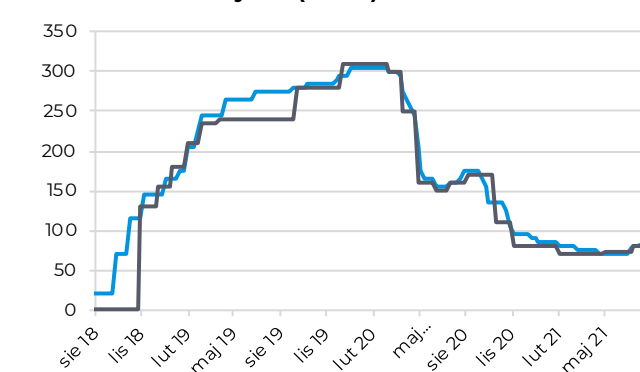
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



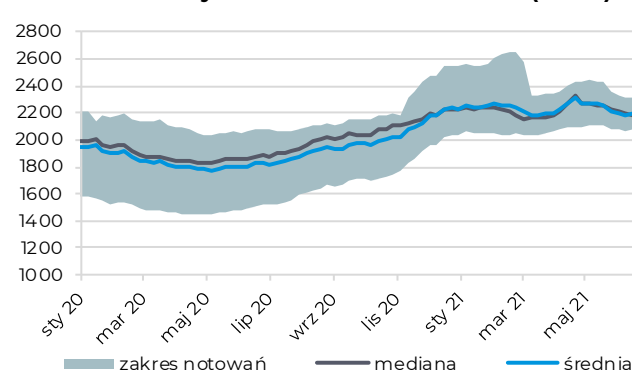
Ceny cynku (USD/t)



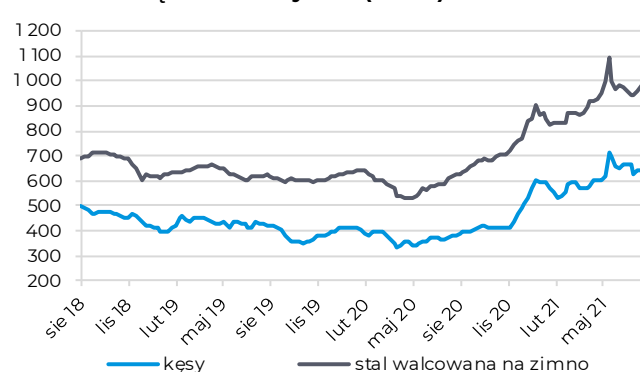
Marża hutnicza na cynku (USD/t)



Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



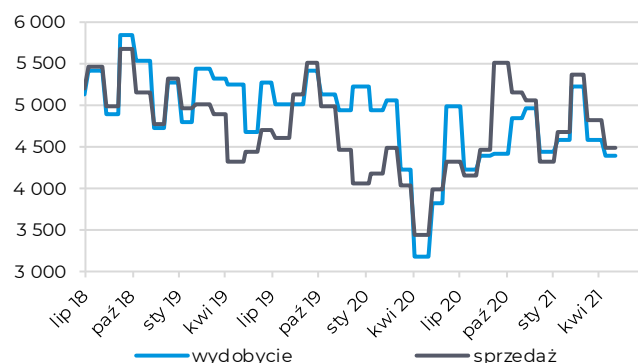
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



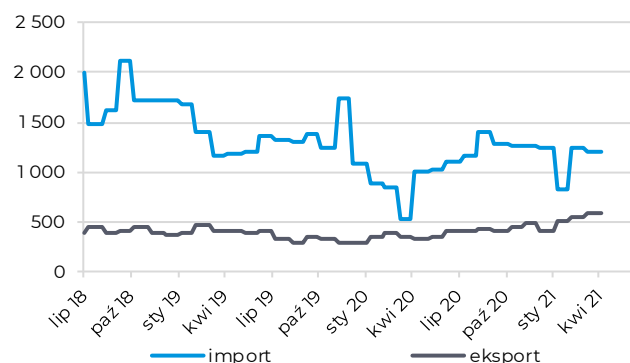
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

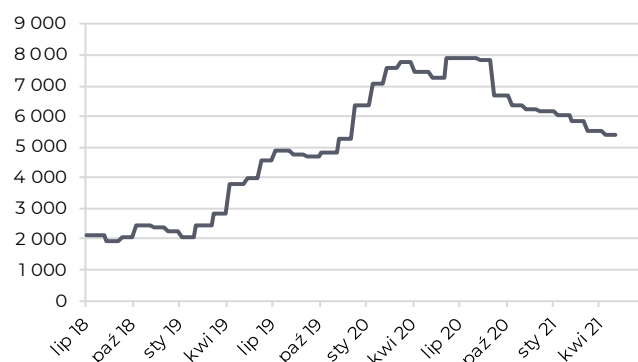
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



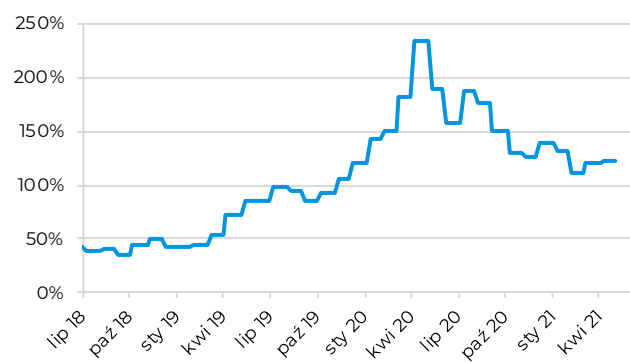
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



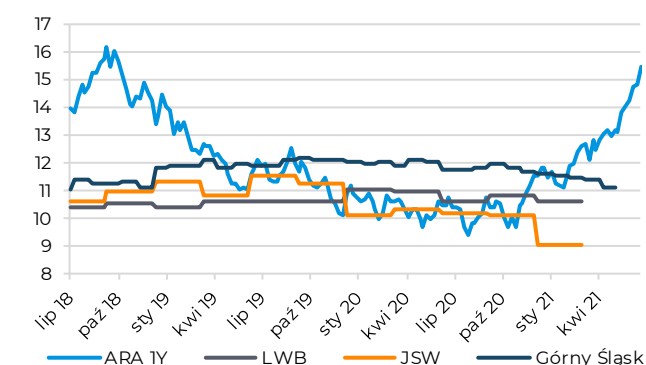
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



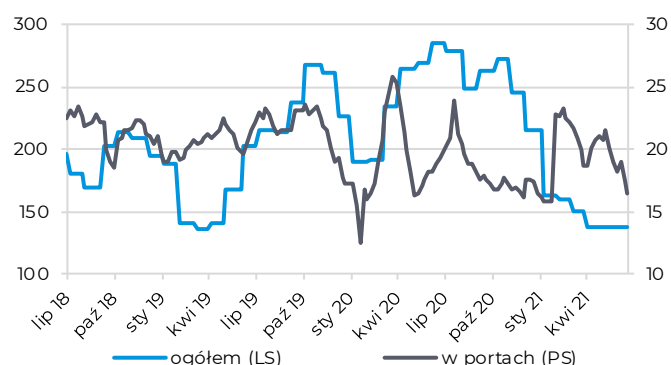
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



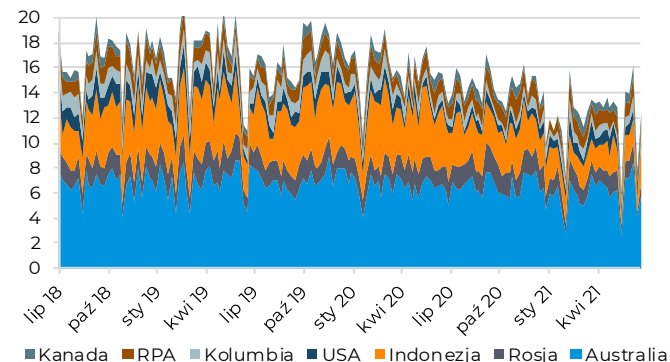
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



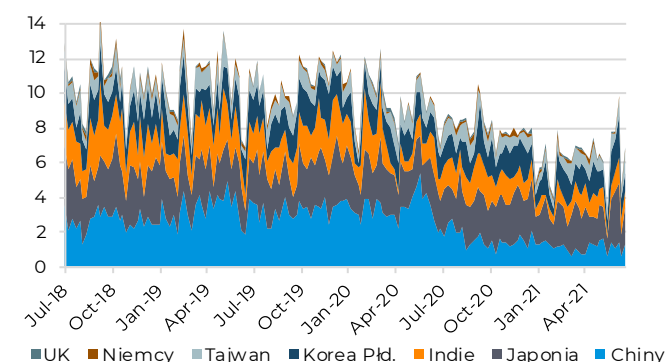
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



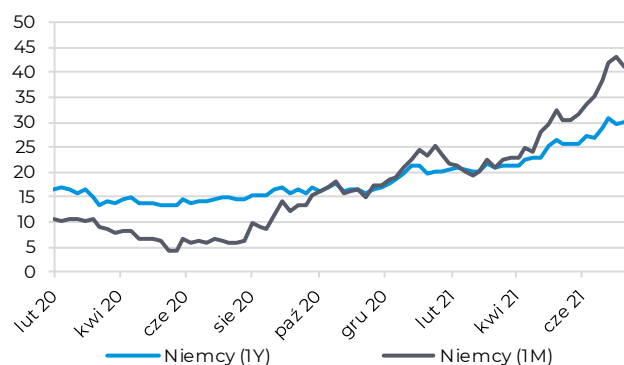
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



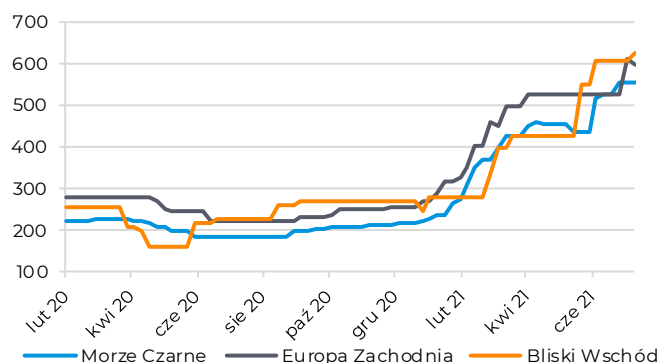
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

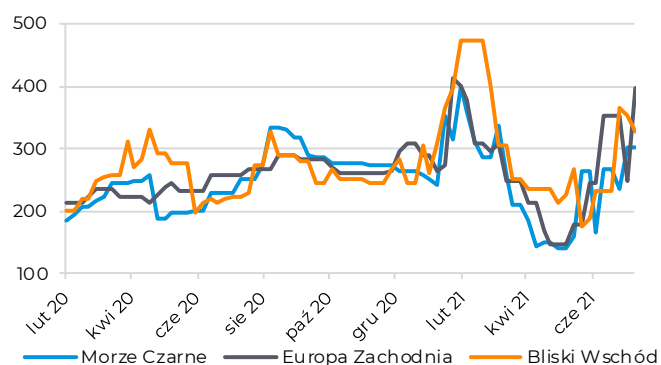
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



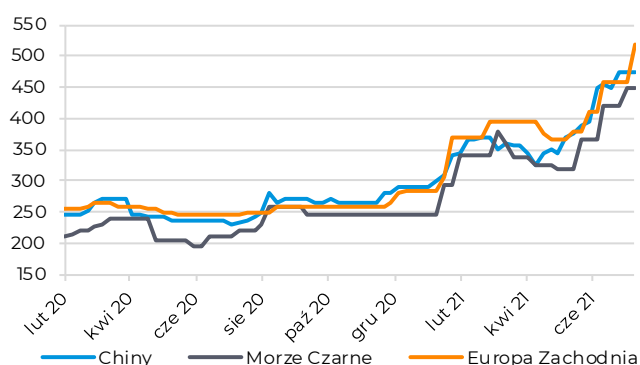
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



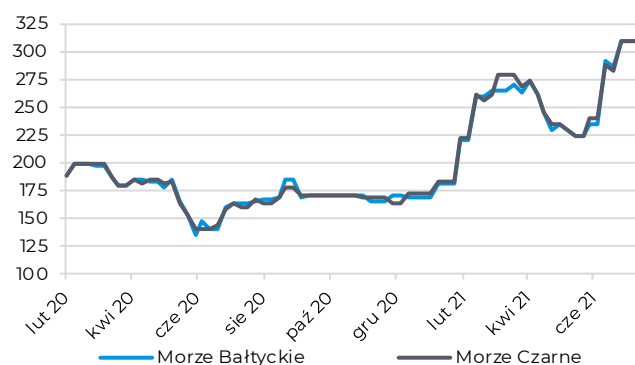
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



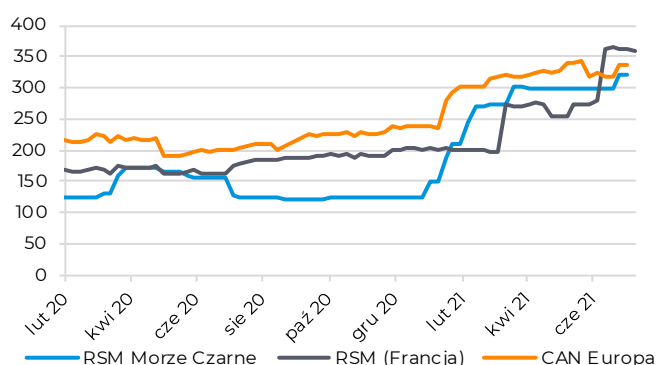
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



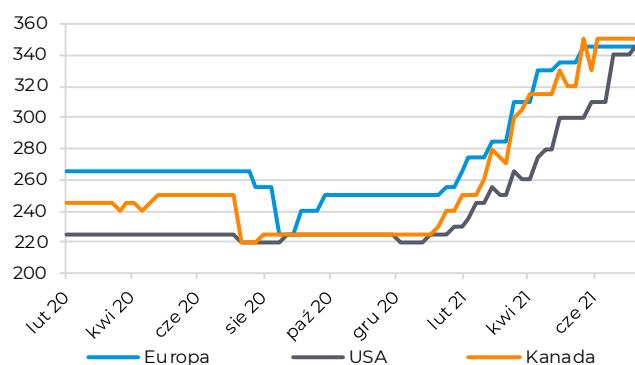
Ceny azotanów amonowych (AN) na świecie (USD/t)



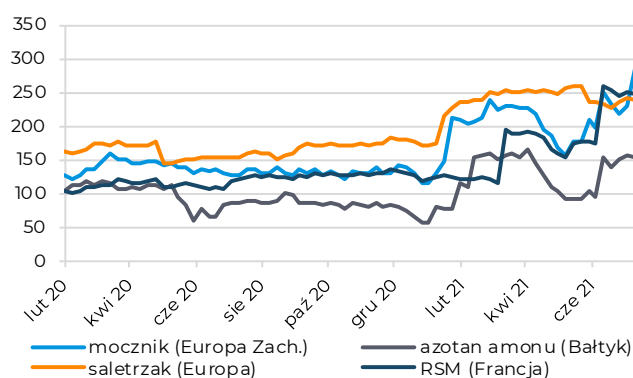
Ceny saletrazaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



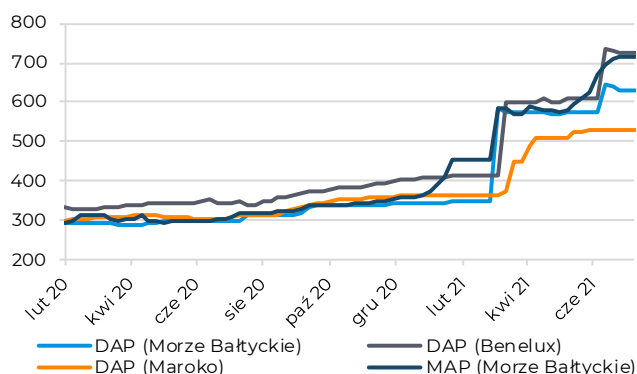
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



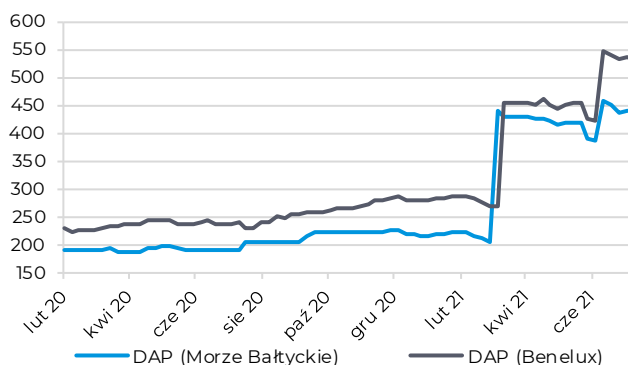
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

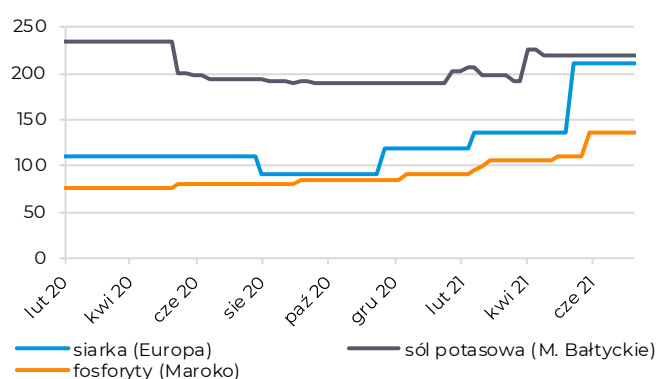
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



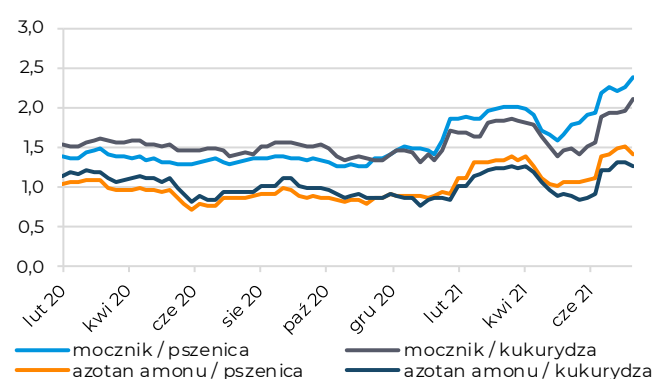
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



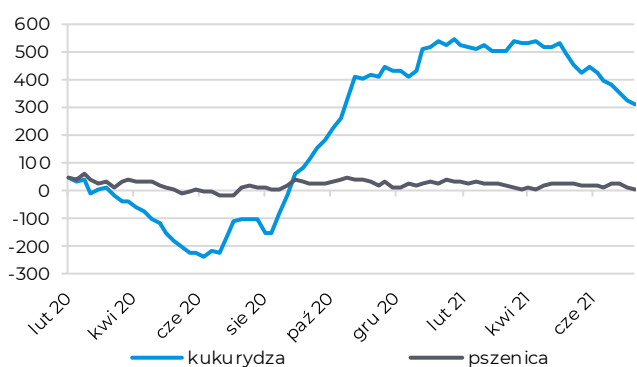
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



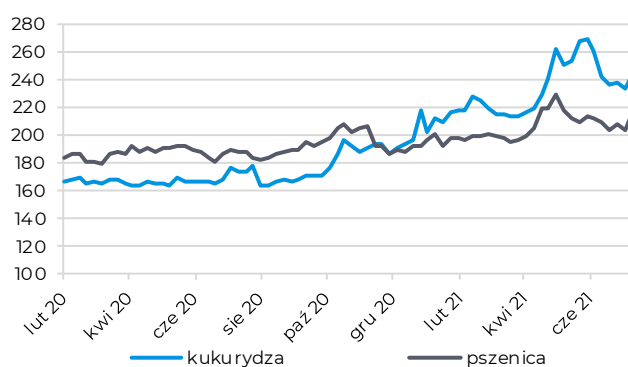
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



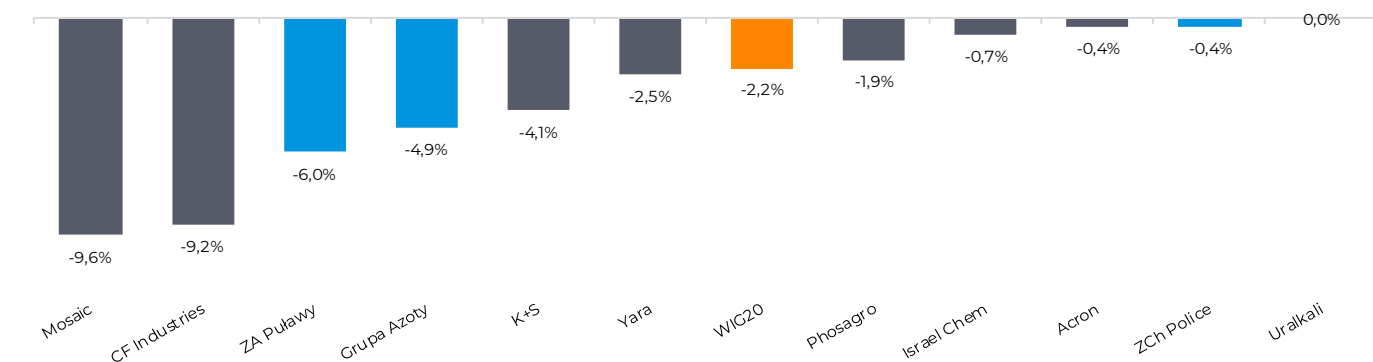
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



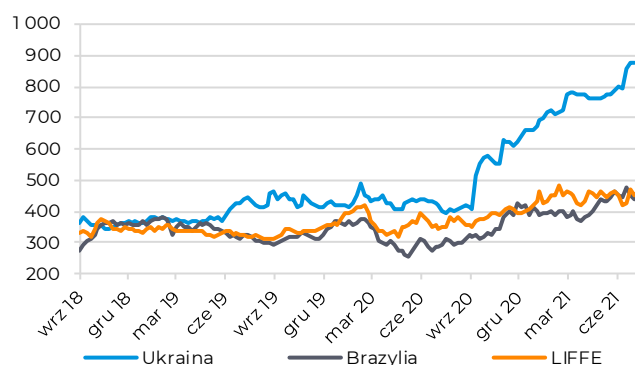
Tygodniowy performance producentów nawozów



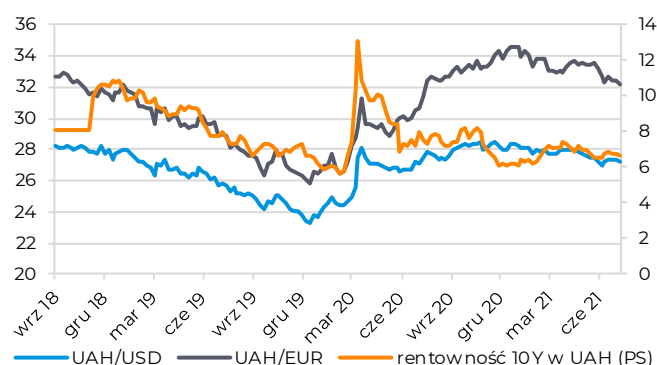
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

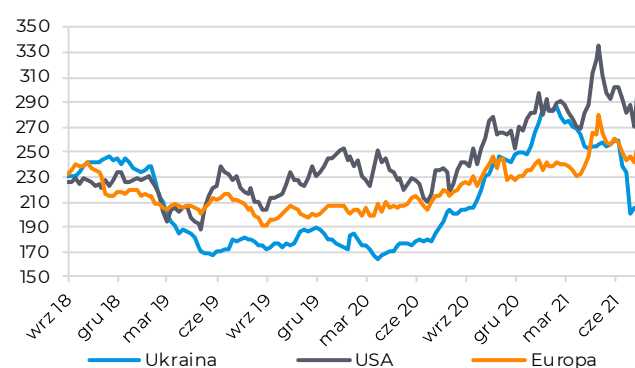
Cena cukru (USD/Mt)



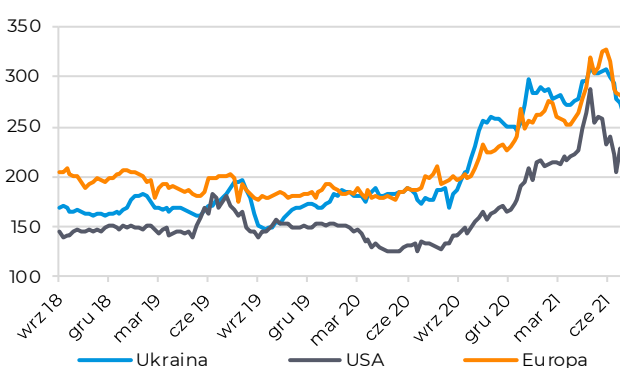
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



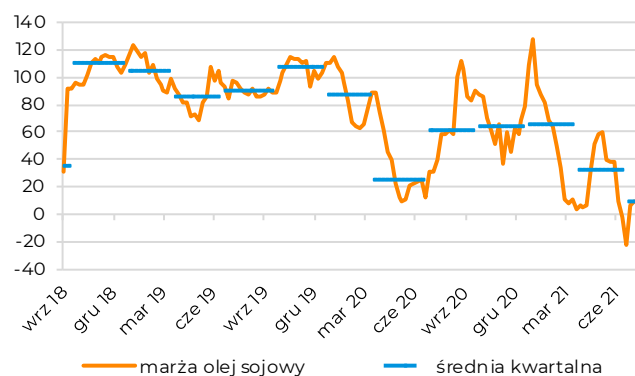
Cena pszenicy (USD/Mt)



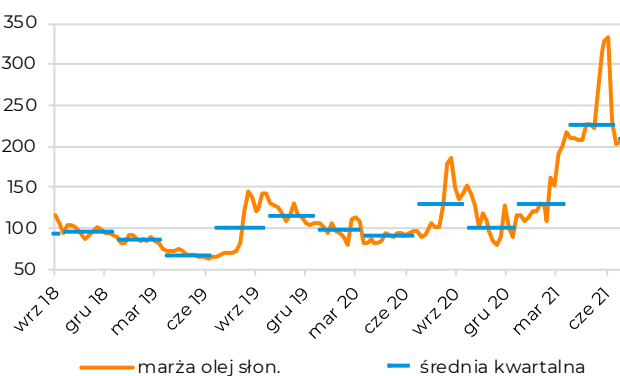
Cena kukurydzy (USD/Mt)



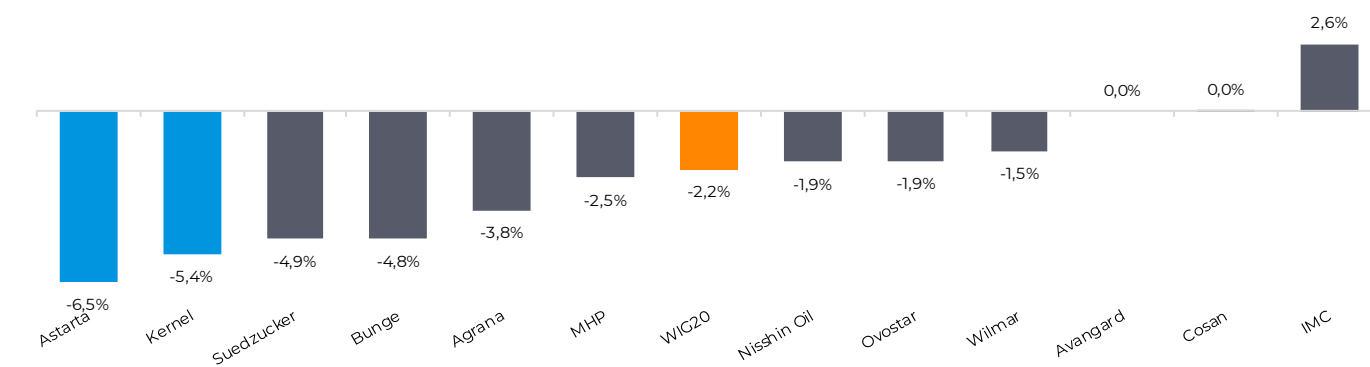
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek energetycznych

	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 energetyczne																
CEZ	585,0	7,5	7,3	7,0	2,3	2,4	2,3	17,3	14,6	13,5	30%	34%	33%	8,9%	5,8%	6,9%
Enea	8,2	3,1	2,8	2,7	0,6	0,4	0,4	3,3	4,0	4,0	20%	15%	15%	0,0%	0,0%	5,0%
PGE	8,4	3,1	3,2	3,1	0,5	0,3	0,3	8,7	37,9	16,7	17%	10%	11%	0,0%	0,0%	1,3%
Tauron	3,1	4,7	5,0	4,7	1,0	0,8	0,8	4,1	5,8	5,4	21%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	8,5	1,1	1,0	0,6	0,1	0,1	0,1	-	-	-	5%	6%	9%	-	-	-
mediana		3,1	3,2	3,1	0,6	0,4	0,4	6,4	10,2	9,4	20%	15%	15%	0%	0%	3%
Zintegrowane																
EDF	10,5	4,8	4,4	4,1	1,2	1,1	1,1	50,0	11,0	9,5	25%	25%	26%	2,0%	4,4%	5,0%
EDP	4,4	9,5	9,4	9,0	2,9	2,6	2,5	21,0	18,5	17,2	31%	28%	28%	4,3%	4,5%	4,7%
Endesa	20,4	7,4	7,0	6,7	1,7	1,5	1,5	15,5	12,6	12,1	23%	21%	22%	5,8%	5,6%	5,8%
Enel	7,6	9,3	7,4	7,1	2,3	1,9	1,8	29,2	13,2	12,1	25%	25%	26%	4,7%	5,3%	5,7%
Engie	11,2	9,8	5,3	5,2	1,0	0,9	0,9	-	10,5	10,0	10%	17%	18%	4,7%	7,0%	7,3%
Fortum	22,2	10,9	9,7	9,5	0,6	0,5	0,4	13,8	15,6	15,2	5%	5%	5%	5,1%	5,2%	5,2%
mediana		9,4	7,2	6,9	1,4	1,3	1,3	21,0	12,9	12,1	24%	23%	24%	4,7%	5,2%	5,5%
Sieci przesyłowe																
EON	10,1	9,8	7,9	8,0	1,0	0,9	0,9	26,0	11,4	11,2	10%	12%	11%	4,6%	5,1%	5,2%
Elia Group	92,7	14,9	13,5	12,5	5,9	5,6	5,4	26,7	23,2	21,2	40%	42%	43%	1,9%	1,9%	1,9%
EVN	19,6	0,2	6,9	6,9	0,0	2,0	1,9	0,8	15,4	14,6	18%	28%	27%	100%+	2,6%	2,7%
IREN	2,4	6,9	6,5	6,2	1,6	1,5	1,5	12,9	11,7	10,7	24%	24%	24%	4,1%	4,5%	4,9%
National Grid	9,3	13,5	11,1	9,9	4,2	4,0	3,8	20,0	15,5	14,0	31%	36%	39%	5,3%	5,4%	5,5%
Red Electrica	15,7	10,1	9,5	9,3	7,5	7,5	7,3	13,7	12,3	12,2	74%	79%	79%	5,4%	6,4%	5,7%
Redes Energeticas	2,3	8,9	8,9	8,9	5,5	5,4	5,4	13,1	13,1	13,1	61%	60%	60%	6,9%	7,1%	7,0%
SSE	14,8	7,6	11,4	11,0	3,6	2,7	3,2	6,8	15,9	15,5	48%	24%	29%	5,5%	5,6%	5,8%
Terna	6,4	12,0	12,1	11,5	8,6	8,6	8,2	16,4	17,1	16,2	72%	71%	72%	4,5%	4,8%	5,2%
mediana		9,8	9,5	9,3	4,2	4,0	3,8	13,7	15,4	14,0	40%	36%	39%	5,0%	5,1%	5,2%

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	69,6	13,9	13,7	10,4	1,7	1,5	1,5	26,3	27,3	17,3	12%	11%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Wiatrowe																
Abo Wind	45,0	0,3	9,8	9,0	0,1	2,0	1,8	17,5	21,3	19,0	18%	20%	20%	2,4%	1,1%	2,2%
Avangrid	52,2	1,6	12,0	10,9	0,3	4,5	4,3	2,1	21,2	20,1	18%	37%	39%	100%+	3,5%	3,6%
Boralex	37,6	14,2	13,5	12,6	10,4	10,0	9,3	59,8	46,6	34,9	74%	74%	74%	1,8%	1,8%	1,8%
Edp Renovaveis	19,8	15,9	14,8	13,5	13,9	12,4	11,2	37,3	34,8	30,9	87%	83%	83%	0,5%	0,6%	0,6%
Eolus Vind	187,6	17,5	22,1	7,6	1,0	2,0	0,7	23,4	34,6	10,8	6%	9%	9%	0,8%	1,1%	2,1%
Falck Renewables	5,4	0,1	10,6	10,0	0,0	5,6	5,4	0,2	29,2	26,4	18%	53%	54%	100%+	1,3%	1,3%
Iberdrola	10,1	12,3	9,8	9,2	3,6	3,0	2,9	18,4	15,8	14,9	29%	31%	31%	3,2%	4,6%	4,8%
Orsted	908,2	17,5	17,5	16,2	7,2	6,7	6,3	40,0	46,3	42,0	41%	38%	39%	1,4%	1,5%	1,6%
PNE	6,9	28,1	18,0	13,0	5,2	5,0	3,8	-	100+	82,5	18%	28%	30%	0,6%	0,6%	0,6%
Terna Energy	11,0	11,5	11,4	7,7	7,3	6,7	4,9	59,6	22,0	14,8	63%	59%	63%	3,3%	3,4%	3,6%
Tilt Renewables	8,1	26,9	31,0	30,6	25,6	18,4	18,2	45,1	100+	84,0	95%	59%	60%	-	0,4%	0,4%
Transalta Renewables	21,3	0,3	11,8	11,6	0,1	11,9	11,7	0,9	26,7	22,6	18%	101%	101%	100%+	4,4%	4,4%
Xcel Energy	68,3	13,4	12,4	11,6	4,9	4,8	4,6	23,0	21,6	20,3	37%	38%	40%	2,7%	2,8%	3,0%
mediana		13,4	12,4	11,6	4,9	5,6	4,9	23,2	26,7	22,6	0,3	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Solar																
Azure Power	22,9	21,8	12,4	9,7	11,6	9,8	7,9	-	-	42,9	53%	79%	82%	-	-	-
Clearway Energy	25,7	12,3	11,6	11,8	10,6	10,0	10,3	28,9	22,3	29,9	85%	86%	87%	5,2%	5,5%	5,8%
Neoen	35,1	0,3	15,7	12,6	0,1	12,8	10,3	1,4	66,7	46,1	18%	81%	82%	100%+	0,2%	0,7%
Renova	4850,0	46,6	37,6	34,0	24,8	16,5	15,7	32,4	66,2	100+	53%	44%	46%	-	-	-
Solaria Energia	16,0	31,1	17,6	12,9	24,9	13,9	10,1	53,4	30,6	22,6	80%	79%	79%	-	-	-
mediana		21,8	15,7	12,6	11,6	12,8	10,3	30,7	48,4	36,4	0,5	0,8	0,8	0,1	0,0	0,0
Mix																
Erg	24,4	10,1	9,6	9,3	4,8	4,6	4,5	30,0	28,1	26,5	47%	48%	48%	3,1%	3,1%	3,1%
Innergex	21,1	14,0	13,6	12,8	11,2	11,3	11,0	-	81,1	87,9	80%	83%	87%	3,4%	3,5%	3,5%
Nextera	72,6	0,7	9,0	8,3	0,1	9,5	8,4	3,0	30,3	35,0	18%	105%	101%	100%+	4,1%	4,7%
Northland Power	42,9	14,5	13,3	12,6	8,1	7,5	7,3	33,0	24,8	23,8	56%	57%	58%	2,8%	2,8%	2,8%
Brookfield Renewable	36,6	25,7	24,1	22,6	13,2	12,2	12,6	-	100+	100+	52%	51%	56%	3,3%	3,5%	3,6%
Meridian Energy	5,3	21,5	21,3	21,1	3,8	4,4	4,7	62,8	60,0	55,1	17%	21%	22%	3,2%	3,2%	3,3%
Verbund	81,3	23,2	18,0	16,8	9,3	6,7	6,3	44,6	35,7	32,2	40%	37%	37%	0,9%	1,4%	1,6%
mediana		14,2	13,5	12,7	6,4	8,5	7,9	31,5	30,3	35,0	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	49,64	4,6	4,6	3,4	0,4	0,4	0,4	10,9	15,2	8,0	9%	9%	11%	0,0%	6,0%	6,0%
MOL	2302,00	3,6	4,5	3,8	0,6	0,6	0,6	7,1	15,8	9,4	16%	13%	15%	4,2%	4,5%	4,5%
PKN Orlen	71,68	4,6	6,8	6,1	0,5	0,6	0,6	7,5	23,1	13,9	11%	8%	10%	4,9%	4,9%	4,9%
Hellenic Petroleum	5,64	-	6,9	6,5	0,7	0,5	0,5	-	8,3	7,5	-	8%	8%	1,8%	6,5%	7,9%
HollyFrontier	27,59	-	5,2	4,6	0,7	0,4	0,4	-	8,8	7,5	-	9%	9%	5,1%	3,9%	5,4%
Marathon Petroleum	50,88	-	8,7	8,0	1,1	0,9	0,9	-	16,0	13,5	-	10%	11%	4,6%	4,7%	5,0%
Motor Oil	12,98	6,0	4,6	4,5	0,3	0,3	0,3	8,5	5,7	5,3	5%	7%	7%	7,1%	9,3%	9,9%
Neste Oil	52,22	29,5	17,3	14,7	3,5	3,0	2,8	56,2	26,7	21,4	12%	18%	19%	1,5%	1,9%	2,3%
OMV	44,18	11,2	4,9	4,8	2,0	1,1	1,2	11,5	7,1	7,3	18%	23%	24%	4,2%	4,8%	5,1%
Phillips 66	70,55	-	7,8	7,6	0,7	0,5	0,4	-	10,7	10,5	-	6%	5%	5,1%	5,3%	5,5%
Saras	0,64	-	4,7	4,0	0,2	0,2	0,1	-	33,5	12,5	-	3%	4%	-	1,9%	3,1%
Tupras	93,80	63,0	5,1	5,0	0,6	0,3	0,3	-	7,0	5,9	1%	6%	6%	-	11,1%	14,5%
Valero Energy	61,92	32,4	6,0	6,3	0,6	0,4	0,4	-	11,2	11,5	2%	6%	7%	6,3%	6,5%	6,6%
mediana		8,6	5,2	5,0	0,6	0,5	0,4	9,7	11,2	9,4	10%	8%	9%	4,6%	4,9%	5,4%

Wycena spółek petrochemicznych

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	71,68	4,6	6,8	6,1	0,5	0,6	0,6	7,5	23,1	13,9	11%	8%	10%	4,9%	4,9%	4,9%
Axiall	78,98	10,0	5,5	6,2	1,8	1,3	1,4	30,7	9,3	10,8	18%	24%	22%	1,3%	1,4%	1,5%
Braskem	59,38	21,8	5,5	6,8	1,5	1,0	1,1	-	7,6	14,9	7%	19%	16%	-	7,2%	4,5%
Eastman Chemical	105,69	14,2	8,8	8,6	2,3	2,0	2,0	29,9	11,5	10,8	16%	23%	23%	2,5%	2,8%	3,1%
Huntsman Corp	25,03	9,0	6,0	6,0	1,2	0,9	0,9	5,3	8,5	8,1	13%	16%	15%	2,6%	3,1%	3,1%
Lotte Chemicals	273 500	8,0	3,5	3,4	0,8	0,5	0,5	59,2	6,8	6,6	10%	15%	16%	1,3%	3,8%	4,0%
LyondellBasell	92,29	13,7	6,0	6,3	1,6	1,2	1,2	21,8	6,5	6,7	12%	19%	18%	4,6%	5,0%	5,3%
Mitsubishi Chemical	926,90	13,9	7,7	7,5	1,2	1,0	1,0	-	11,7	10,4	8%	13%	14%	2,6%	2,6%	2,8%
Mitsui Chemicals	3540,00	7,8	5,8	5,8	1,0	0,8	0,8	11,9	8,6	8,8	12%	14%	14%	2,8%	3,1%	3,2%
Westlake Chemical	78,98	10,0	5,5	6,2	1,8	1,3	1,4	30,7	9,3	10,8	18%	24%	22%	1,3%	1,4%	1,5%
mediana		10,0	5,9	6,2	1,3	1,0	1,0	25,9	9,0	10,6	12%	17%	16%	2,6%	3,1%	3,2%

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	6,12	3,4	3,4	3,4	0,7	0,7	0,7	8,2	9,0	9,8	20%	21%	21%	3,4%	3,6%	3,3%
A2A	1,66	8,4	6,8	6,3	1,3	1,2	1,2	14,1	14,1	14,1	16%	18%	19%	4,8%	5,3%	5,3%
BG Group	13,39	7,5	3,9	3,9	1,1	0,7	0,7	-	7,0	6,7	15%	18%	18%	3,8%	4,1%	4,4%
BP	2,79	-	4,0	4,0	0,7	0,6	0,6	-	7,1	5,7	-	15%	16%	8,8%	6,6%	6,8%
Centrica	0,49	3,7	4,3	4,3	0,3	0,4	0,4	70,4	7,8	7,4	8%	10%	10%	-	6,7%	7,7%
Enagas	18,17	12,7	10,4	10,7	8,4	9,4	9,9	10,7	12,4	12,8	66%	90%	92%	9,2%	9,5%	9,6%
Endesa	20,43	7,4	7,0	6,7	1,7	1,5	1,5	15,5	12,6	12,1	23%	21%	22%	5,8%	5,6%	5,8%
Engie	11,23	9,8	5,3	5,2	1,0	0,9	0,9	-	10,5	10,0	10%	17%	18%	4,7%	7,0%	7,3%
Eni	9,45	12,8	3,2	3,1	1,2	0,8	0,7	-	9,2	8,8	9%	24%	24%	3,8%	8,2%	8,0%
Equinor	167,94	11,3	2,6	2,6	1,5	1,0	1,0	-	10,1	10,4	13%	39%	38%	2,3%	4,3%	4,6%
Gas Natural SDG	21,95	11,5	9,7	9,5	2,5	2,0	2,1	-	16,9	16,8	22%	21%	22%	6,4%	7,1%	6,2%
Gazprom	274,97	3,7	3,7	3,8	1,1	1,1	1,1	3,9	3,9	4,3	30%	30%	29%	10,7%	12,1%	10,9%
Hera	3,35	7,3	7,1	6,9	1,1	1,1	1,1	16,5	14,9	13,9	15%	15%	16%	3,3%	3,6%	3,9%
NovaTek	203,10	29,2	11,2	11,2	6,2	4,5	4,4	13,4	13,3	13,3	21%	40%	39%	3,5%	3,7%	3,6%
ROMGAZ	30,55	4,8	3,3	3,0	2,2	1,7	1,5	9,4	7,7	7,0	45%	50%	51%	5,3%	7,4%	7,5%
Shell	15,69	7,8	3,9	3,9	1,2	0,7	0,7	-	7,0	6,8	15%	18%	18%	3,6%	4,1%	4,4%
Snam	4,86	14,0	13,3	12,9	10,9	10,4	9,9	14,8	14,3	14,3	78%	78%	77%	5,1%	5,7%	5,8%
Total	#N/A N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mediana		8,1	4,3	4,3	1,2	1,1	1,1	13,8	10,1	10,0	18%	21%	22%	4,8%	5,7%	5,8%

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	2302,00	5,4	3,8	3,7	0,8	0,6	0,6	-	6,6	6,3	14%	15%	17%	3,7%	4,8%	5,0%
Bashneft	1454,00	11,6	3,1	2,9	0,7	0,5	0,5	-	6,1	4,2	6%	15%	16%	7,4%	8,2%	11,8%
BP	2,79	-	4,0	4,0	0,7	0,6	0,6	-	7,1	5,7	-	15%	16%	8,8%	6,6%	6,8%
Dana Gas	0,83	-	7,9	7,1	4,4	3,8	4,4	-	15,1	15,1	-	48%	61%	24,4%	7,1%	7,1%
Eni	9,45	12,8	3,2	3,1	1,2	0,8	0,7	-	9,2	8,8	9%	24%	24%	3,8%	8,2%	8,0%
Equinor	167,94	11,3	2,6	2,6	1,5	1,0	1,0	-	10,1	10,4	13%	39%	38%	2,3%	4,3%	4,6%
Gazprom Neft	414,75	7,5	4,3	4,6	1,4	1,0	1,0	16,6	5,7	6,4	18%	22%	21%	6,0%	8,4%	6,8%
Gulf Keystone	1,69	8,2	2,2	2,2	3,9	1,4	1,4	-	5,0	5,1	47%	66%	67%	-	5,6%	6,7%
Lukoil	6235,50	6,5	3,7	3,9	0,8	0,5	0,6	100+	7,1	7,7	12%	15%	14%	6,4%	11,6%	10,1%
Occidental Petroleum	24,82	-	6,1	6,4	4,2	3,0	3,0	-	-	-	-	48%	47%	3,3%	0,6%	0,9%
Repsol	8,76	-	4,0	3,9	0,8	0,6	0,6	-	6,3	6,0	-	15%	15%	10,5%	7,0%	7,5%
Rosneft Oil	544,70	9,8	4,4	4,4	1,7	1,2	1,1	36,6	5,3	5,2	17%	26%	26%	1,8%	8,9%	8,8%
Shell	15,69	7,8	3,9	3,9	1,2	0,7	0,7	-	7,0	6,8	15%	18%	18%	3,6%	4,1%	4,4%
Surgutneftegas	38,67	-	-	-	-	-	-	5,0	4,0	4,9	-	-	-	3,9%	6,8%	5,0%
Tullow Oil	0,44	-	4,9	4,5	3,0	3,5	3,4	-	6,5	6,0	-	72%	74%	-	-	-
mediana		8.2	3.9	3.9	1.3	0.9	0.9	16.6	6.5	6.2	14%	23%	22%	3.9%	6.9%	6.8%

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	32,50	2,1	1,9	1,4	0,5	0,4	0,3	5,8	6,2	4,6	22%	23%	24%	0,0%	0,0%	8,0%
KGHM	181,50	3,2	3,1	3,0	1,1	1,0	0,9	5,8	6,3	6,5	33%	31%	30%	0,8%	5,5%	9,5%
Stalprodukt	350,00	3,6	4,0	3,7	0,4	0,4	0,4	7,8	10,8	10,5	12%	11%	11%	1,7%	6,4%	5,6%
LW Bogdanka*	24,75	1,1	1,1	1,1	0,3	0,3	0,3	11,6	5,1	5,4	32%	28%	28%	-	-	-
Anglo American	27,80	2,9	3,7	4,3	1,3	1,5	1,6	5,2	6,7	8,0	46%	40%	37%	8,7%	6,5%	5,1%
Antofagasta	13,42	7,5	4,5	4,6	3,7	3,0	3,1	33,5	12,9	13,5	50%	67%	67%	3,2%	4,4%	3,4%
BHP Group	21,47	8,5	4,6	5,9	4,1	3,0	3,6	17,2	7,5	10,2	48%	66%	62%	5,3%	10,3%	7,1%
Freeport-McMoRan	32,40	15,3	5,2	5,1	4,3	2,6	2,7	79,0	9,7	11,6	28%	51%	52%	0,2%	2,2%	2,1%
Glencore	2,96	9,4	4,9	5,3	0,6	0,4	0,4	-	8,0	9,0	6%	8%	7%	-	6,2%	5,5%
Grupo Mexico	90,50	6,8	5,1	5,3	3,5	2,9	2,9	14,0	10,1	10,6	52%	56%	55%	3,2%	6,4%	5,9%
Kaz Minerals	8,49	6,2	4,9	2,8	3,2	2,6	2,0	8,1	6,2	3,9	53%	53%	72%	0,4%	1,1%	3,1%
Rio Tinto	57,55	6,2	4,2	5,6	2,9	2,6	3,0	12,2	7,3	10,3	47%	60%	54%	6,3%	9,8%	6,9%
Boliden	323,90	19,4	5,1	5,4	1,3	1,3	1,4	100+	10,6	11,6	6%	26%	25%	0,0%	4,6%	4,7%
OZ Mineralz	20,81	5,8	6,7	6,7	1,0	3,8	3,7	8,1	12,4	11,7	18%	57%	55%	5,1%	1,7%	2,1%
Lundin Mining	10,96	0,4	3,6	3,8	0,1	2,1	2,2	0,5	7,3	8,3	18%	57%	57%	100%+	3,1%	4,3%
First Quantum Minarals	23,12	5,6	4,5	4,7	2,9	2,6	2,7	12,4	7,0	7,9	51%	57%	58%	0,0%	0,2%	0,4%
Norilsk Nickiel	33,59	5,6	5,3	5,6	3,4	3,3	3,4	8,1	8,0	9,0	62%	62%	61%	7,8%	7,3%	6,8%
Peabody Enelgy Group	8,87	4,1	3,6	4,3	0,6	0,6	0,6	-	-	-	15%	16%	14%	-	-	-
ARCH Coal	56,12	0,1	4,0	4,2	0,0	0,7	0,8	2,3	6,0	5,7	18%	19%	19%	100%+	1,3%	1,3%
Bukit Asam	2140,00	4,4	4,3	4,1	1,0	0,9	0,9	7,3	7,5	7,3	22%	21%	22%	6,0%	7,9%	7,7%
Teck resources	20,02	4,6	4,4	4,0	1,8	1,8	1,6	7,7	7,8	8,0	40%	40%	40%	0,8%	0,8%	1,1%
Warrior Met Coal	16,43	5,5	4,0	4,5	1,3	1,1	1,0	26,1	8,1	8,2	24%	27%	23%	1,2%	1,2%	1,2%
Southern CC	60,87	12,9	9,0	10,0	6,5	5,2	5,3	30,0	15,8	17,7	50%	58%	53%	2,5%	4,2%	4,0%
mediana		5,6	4,4	4,5	1,3	1,8	1,6	8,1	7,6	8,7	32%	40%	40%	2,1%	4,4%	4,7%

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	660,00	8,8	9,9	9,7	1,8	1,7	1,7	12,4	14,4	14,2	20%	18%	17%	6,8%	7,6%	6,6%
Alumetal*	56,00	0,2	6,8	6,4	0,0	0,4	0,5	100+	10,0	9,4	6%	6%	7%	0,2%	9,5%	8,0%
Mercor*	18,00	6,8	-	-	-	-	-	10,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Alcoa	31,62	7,7	3,2	3,2	0,9	0,7	0,7	-	6,9	7,1	11%	23%	23%	-	0,1%	0,1%
AMAG	37,20	0,1	9,1	-	0,0	1,4	-	1,5	20,7	-	18%	15%	-	100%+	2,4%	-
Amcor	11,25	11,7	11,2	10,9	1,9	1,8	1,8	15,2	14,2	13,6	16%	16%	17%	4,2%	4,3%	4,5%
Century Aluminum	10,73	5,4	4,2	5,8	0,6	0,5	0,6	15,8	6,8	12,1	11%	13%	10%	-	-	-
Granges	109,80	0,8	7,0	6,5	0,1	0,8	0,8	4,5	10,8	9,7	18%	12%	12%	100%+	2,9%	3,4%
Constellium	16,54	10,6	6,3	5,7	0,8	0,7	0,7	-	10,9	7,9	8%	11%	12%	-	-	3,2%
Fuji Seal	2196,00	6,0	5,7	5,3	0,7	0,7	0,7	14,5	13,2	11,8	13%	13%	13%	1,5%	1,6%	1,7%
Rusal	5,01	-	-	-	-	-	-	12,9	2,9	2,9	-	-	-	-	4,7%	4,9%
Kaiser Aluminum	109,31	17,8	-	-	2,1	-	-	60,1	-	-	12%	-	-	2,5%	-	-
Nippon Steel & Sumitomo	1785,50	17,3	5,6	5,9	0,9	0,7	0,7	-	6,5	6,5	5%	12%	12%	0,6%	4,0%	4,4%
Norsk Hydro Asa	53,52	7,9	5,0	4,9	0,9	0,9	0,8	59,5	9,4	9,3	11%	18%	17%	2,3%	4,3%	4,8%
Uacj	2798,00	11,6	9,0	8,4	0,9	0,8	0,7	-	12,9	10,6	8%	9%	9%	-	1,9%	2,3%
mediana		7,8	6,5	5,9	0,9	0,7	0,7	13,7	10,8	9,5	11%	13%	12%	2,3%	4,0%	4,4%

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	31,30	6,7	10,1	5,9	0,7	0,8	0,7	9,3	100+	11,3	11%	8%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	12,45	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acron	5964,00	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	45,97	9,7	7,9	8,3	3,8	3,0	3,1	31,1	13,4	14,0	39%	38%	37%	2,6%	2,6%	2,6%
Israel Chemicals	21,70	15,4	7,8	7,3	2,1	1,8	1,7	100+	14,7	13,8	14%	23%	23%	1,5%	3,5%	4,0%
K+S	11,72	15,1	9,8	9,9	2,4	1,9	1,9	-	13,9	14,0	16%	20%	19%	-	2,0%	2,6%
Phosagro	4710,00	8,8	6,6	6,6	3,0	2,4	2,3	36,0	10,2	9,1	34%	36%	36%	5,4%	7,2%	7,0%
The Mosaic Company	28,79	11,2	5,9	6,0	1,7	1,4	1,4	16,4	10,1	9,4	15%	23%	23%	0,7%	1,0%	1,1%
Yara International	464,40	7,2	6,1	5,9	1,3	1,1	1,1	19,1	12,2	11,8	18%	19%	19%	77,0%	5,2%	5,6%
mediana		10,0	7,9	6,9	2,2	1,9	1,8	25,1	12,2	11,6	17%	23%	23%	2,6%	3,1%	3,3%

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	49,80	3,0	3,3	4,1	0,4	0,4	0,4	12,0	7,8	7,9	13%	11%	9%	1,8%	1,9%	1,7%
Astarta*	45,30	2,2	3,2	-	0,8	0,9	0,9	3,1	-	-	35%	27%	-	6,1%	-	-
Agrana Beteiligungs	17,90	9,5	8,5	7,5	0,7	0,6	0,6	18,6	17,2	13,3	7%	7%	8%	4,7%	5,0%	5,3%
Bunge Limited	73,78	9,2	9,7	9,7	0,5	0,4	0,4	9,3	10,6	10,7	5%	4%	4%	2,7%	3,0%	3,2%
Cosan	26,14	37,6	6,7	6,1	1,3	0,8	0,8	11,8	15,9	14,2	4%	12%	13%	2,0%	1,2%	1,2%
MHP	5,42	5,3	4,1	-	1,1	0,9	-	-	-	-	21%	21%	-	5,2%	-	-
Nisshin Oillio	3105,00	7,9	8,2	7,7	0,5	0,4	0,4	11,2	12,8	11,6	6%	5%	5%	2,6%	2,8%	2,9%
Suedzucker	12,35	8,8	7,3	6,3	0,8	0,7	0,7	-	15,5	9,9	9%	10%	11%	1,6%	2,2%	2,9%
Industrial Milk Company	25,10	3,8	5,3	-	1,7	1,9	-	-	-	-	46%	36%	-	-	-	-
Archers Daniels Midland	57,45	2,2	10,3	10,1	0,4	0,6	0,6	2,4	12,9	13,4	18%	6%	6%	100%+	2,7%	2,8%
Golden Agri Resources	0,22	4,8	4,9	4,9	0,5	0,5	0,5	7,4	8,0	8,0	11%	11%	11%	4,7%	4,2%	3,3%
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	5,22	10,2	11,0	12,7	0,6	0,7	0,7	12,5	13,4	16,8	6%	6%	6%	4,0%	4,2%	3,4%
Wilmar Int.	4,50	11,7	10,1	9,5	0,8	0,7	0,6	13,5	12,4	11,7	6%	7%	7%	2,9%	3,7%	3,8%
mediana		7,3	7,3	7,5	0,6	0,6	0,6	11,8	12,9	11,7	9%	9%	8%	3,2%	3,0%	3,2%

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

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

Surowiec	Nazwa instrumentu (nazwa w serwisie mdm.pl)	Rynek	Kod ISIN	Ticker
Produkty rolne				
Cukier	WISDOMTREE SUGAR (OD7R GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJ85	OD7R:GR
Kakao	WISDOMTREE 2X DAILY LONG COCOA (4RUP GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0V9ZE9	4RUP:GR
Kawa	WISDOMTREE COFFEE (OD7B GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJT2	OD7B:GR
Pszenica	WISDOMTREE WHEAT (OD7S GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJ93	OD7S:GR
Metale				
Miedź	WISDOMTREE COPPER (OD7C GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJU0	OD7C:GR
Nikiel	WISDOMTREE NICKEL (OD7M GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJ44	OD7M:GR
Platyna	WISDOMTREE PHYSICAL PLATINUM	DEU-XETRA	DE000A0N62D7	VZLA:GR
Srebro	WISDOMTREE PHYSICAL SILVER (VZLC GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0N62F2	VZLC:GR
	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, Energoaparatúra, 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 Kliszczy
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl