

wtorek, 24 sierpnia 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 skorygowały się do 80 EUR/MWh za sprawą nieco niższych notowań CO₂ (56 EUR/t) oraz paliw (węgiel -3%, gaz -5%). W Polsce kontrakt roczny również zareagował na tańsze uprawnienia do emisji i obecnie oscyluje wokół 360 PLN/MWh. Utrzymuje się negatywny spread PL/DE, ale różnica wynosi już tylko 4 PLN/MWh vs ~20 PLN/MWh przed tygodniem. Póki co nie odnotowaliśmy w danych PSE istotnego zwiększenia utylizacji mocy elektrowni węglowych w Polsce z tytułu zmian na imporcie netto. Dynamika popytu na energię za ostatni miesiąc wynosi obecnie +3% r/r (+4% w relacji do roku 2019). Warto odnotować kontynuację wzrostowego trendu na zielonych certyfikatach (192 PLN/MWh), pomimo obniżenia limitu zielonej energii w rozporządzeniu ministerstwa klimatu.

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne utrzymują się powyżej 4 USD/Bbl, co przy dyferencjale Ural/Brent rzędu 2,3-2,5 USD/Bbl oferuje korzystne otoczenie dla sektora. Oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów w tym zakresie. Marże petrochemiczne utrzymują się wciąż na wysokich poziomach (w olefinach obserwujemy nawet wzrosty) i póki co nie widać negatywnego wpływu wzrostu przypadków COVID-19 w Azji. Ostatnia korekta surowcowa nie ominęła rynku gazu i obecnie na kontrakcie rocznym jesteśmy 5% niżej, a na miesięcznym -14%. Fundamenty pozostają jednak bardzo mocne, gdyż napełnienie magazynów w UE wynosi 63% (średnia 5-letnia 80%).

Rynek metali

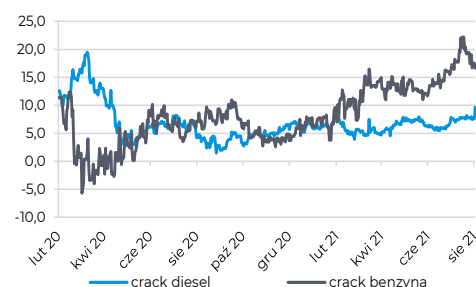
Ceny metali dyskontują zaczynające się w końcówce tygodnia spotkanie monetarystów w Jackson Hole. Możliwy tapering wydaje się już znajdować w cenach, co może generować okazję do kupna surowców pod dobre perspektywy na 2H'21. Naszym zdaniem możliwa 4-ta fala zachorowań może uderzyć w kraje, które są czołowymi producentami surowców, co powodować będzie szoki podażowe i możliwe wzrosty cen.

Rynek węgla koksowego

Gwałtowny spadek cen rudy żelaza w ubiegłym tygodniu przełożył się na wyraźny wzrost rentowności producentów wielkopiecowych (patrz strona 11). Spadek cen rudy żelaza to zagrożenie dla kształtowania się cen stali na koniec 2021 roku. Jeśli ceny spadłyby dalej, to istnieje ryzyko korekty cen produktów końcowych i w efekcie ujemny efekt FIFO w spółkach stalowych (Cognor, Stalprodukt) oraz dystrybutorach stali (Stalprofil, Bowim).

Ceny węgla koksowego w Australii utrzymują się na poziomie 225 USD/t. Problemy z dostawami węgla koksowego notują Chiny, które poinformowały o czasowym zamknięciu granicy z Mongolią po tym jak wykryto COVID-19 u kilku kierowców ciężarówek przewożących węgiel. W efekcie ceny koksu w Chinach szybką w kierunku nowych rekordów. Pozytywnie dla JSW.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

Diesel zaczyna wstawać z kolan

Utrzymujące się niskie zapasy (-17% r/r w portach ARA) oraz kontynuacja odbicia w ruchu lotniczym (w Europie spadek vs 2019 wynosi już „tylko” 30%) zaczynają przekładać się na crack na średnich destylatach. Powinien to być teraz główny motor napędowy kompleksowej marzy rafinerijnej w naszej opinii. Najlepszą ekspozycję na taki scenariusz oferuje Lotos.

Wartość premii producenckiej na miedzi (USD/t)

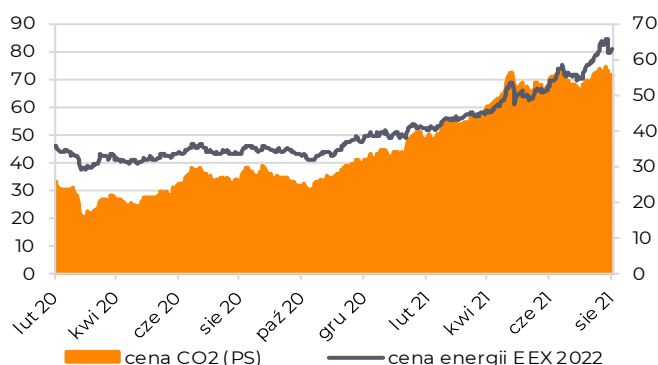
Ostatni gwałtowny spadek cen miedzi na rynkach spowodował istotny wzrost premii hutniczej (TC). W efekcie według źródeł rynkowych hut w Chinach dynamicznie wracają z zakupami koncentratów na rynku. Ostatnia korekta cen miedzi, naszym zdaniem to dobry moment na zakupy pod średni termin. Więcej o perspektywach cen miedzi pisaliśmy w naszym [komentarzu specjalnym](#).

Zwrot tygodniowy oraz YTD

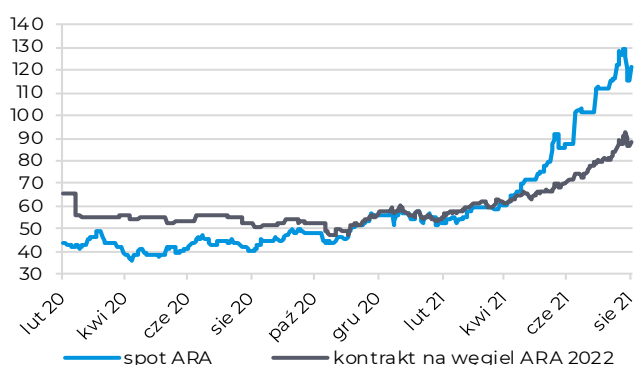
Spółka	1W	YTD
Mangata	-6,9%	+24%
Cognor	-6,1%	+165%
KGHM	-5,6%	-2%
Ciech	-4,6%	+52%
Alumetal	-4,0%	+38%
JSW	-3,5%	+39%
PKN Orlen	-2,0%	+32%
Boryszew	-1,7%	+14%
Astarta	-1,5%	+112%
Stalprodukt	-1,2%	+11%
OMV	-1,1%	+46%
PGNiG	-1,0%	+16%
IMC	-0,7%	+80%
PCC Rokita	-0,6%	+56%
Tupras	-0,6%	-7%
ZA Puławy	-0,5%	+2%
Kęty	-0,3%	+44%
LW Bogdanka	+0,0%	+34%
ZCh Police	+0,0%	+0%
Grupa Azoty	+0,4%	+9%
MOL	+0,7%	+14%
ZE PAK	+1,5%	+1%
Lotos	+2,1%	+40%
Kernel	+3,8%	+20%
CEZ	+4,2%	+40%
Enea	+7,4%	+50%
PGE	+9,3%	+50%
Polenergia	+9,5%	+42%
Tauron	+9,8%	+33%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,1%	+21%
Chemia	-1,6%	+24%
Energia	+8,3%	+41%
Paliwa	-1,1%	+28%
Spożywczy	+2,3%	+24%
Surowce	-5,4%	+0%
Ukraina	+0,5%	+52%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-4,4%	+18%
Oil & Gas E&P	-0,9%	+27%
Refining EU	+0,1%	+10%
Refining US	-2,3%	+19%
Agri & Food	+0,8%	+14%
Kauczuki	-4,1%	+7%
Nawozy	-1,8%	+32%
Chemicals EU	-0,9%	+15%
Industrials EU	-0,2%	+24%
Petchem World	-1,9%	+22%
Utilities EU	+2,6%	+8%
Utilities US	-0,2%	+11%

Energetyka

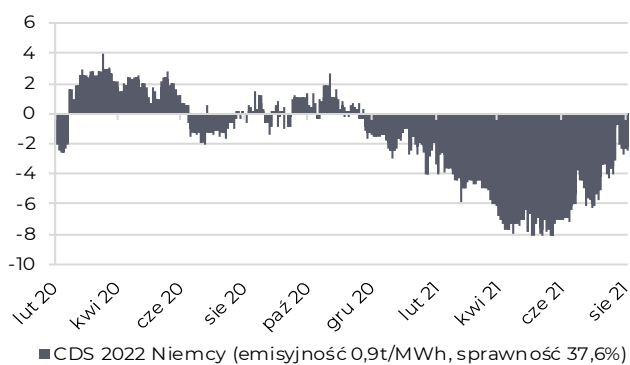
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



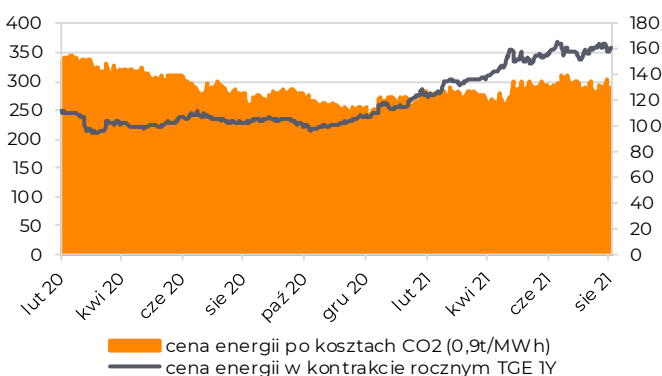
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



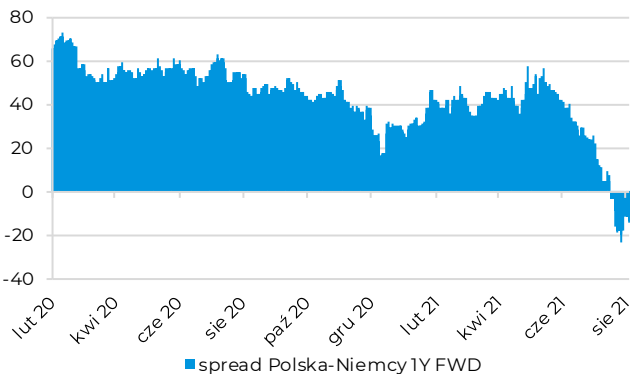
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



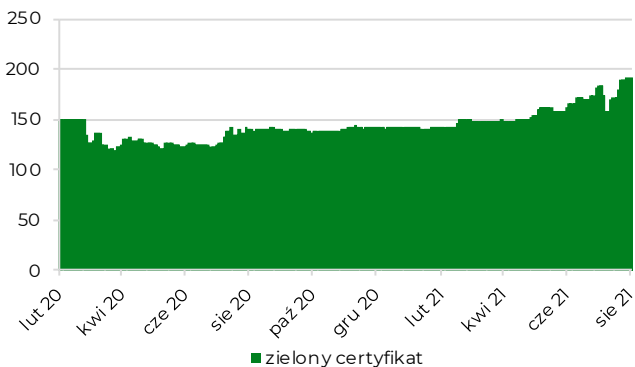
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



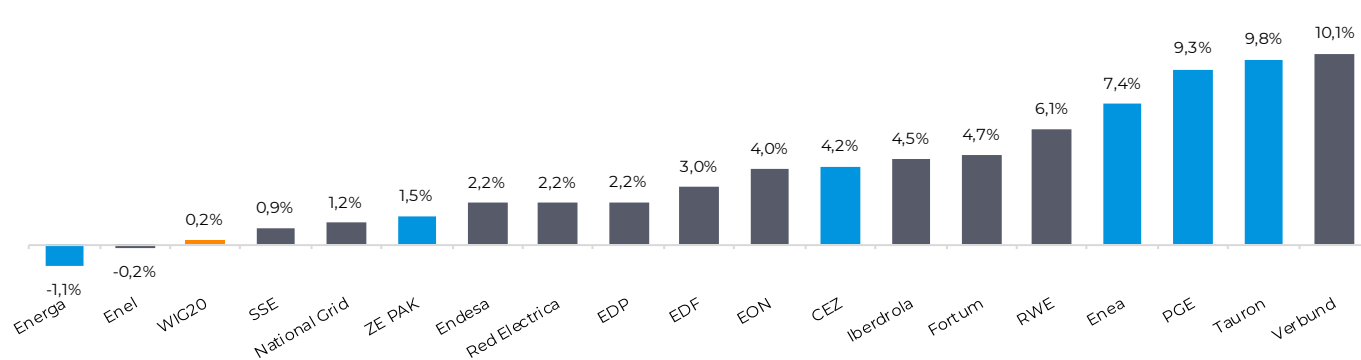
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



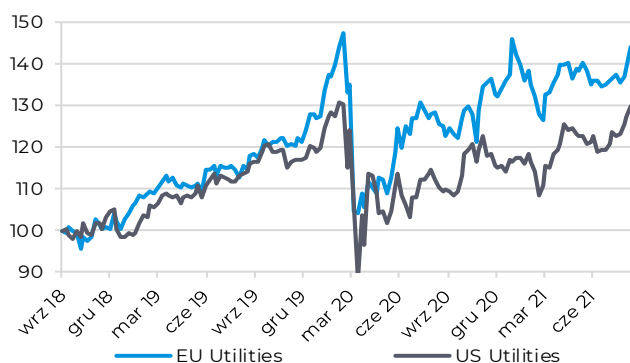
Tygodniowy performance spółek energetycznych



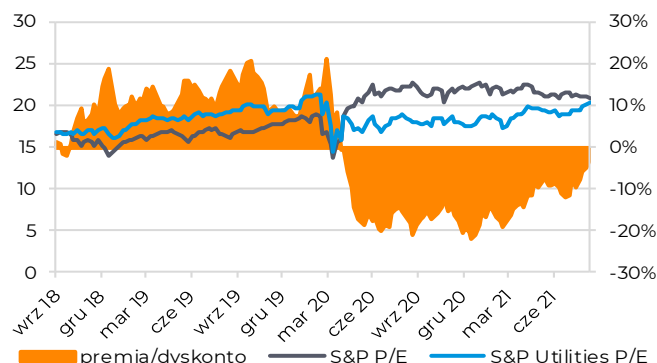
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

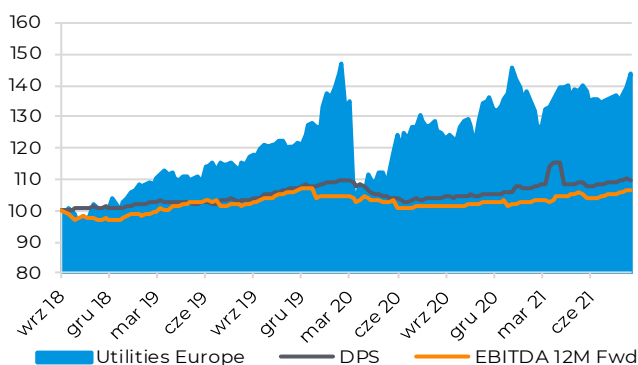
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



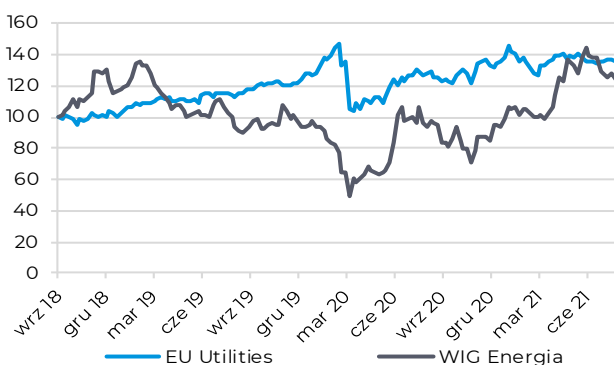
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



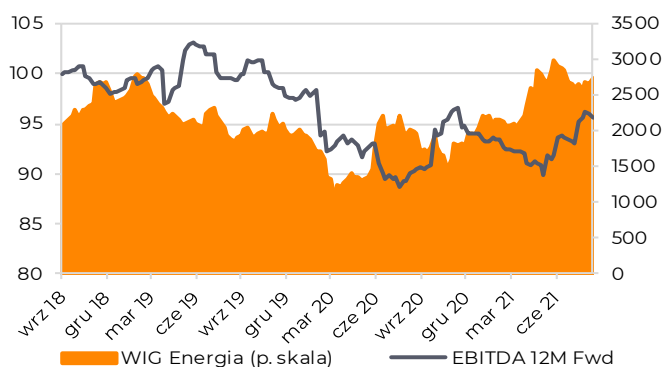
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



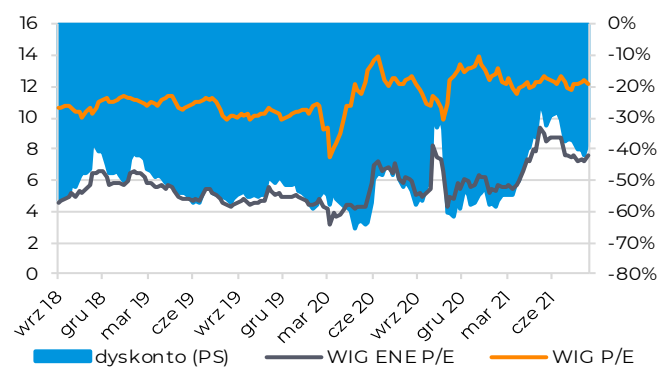
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



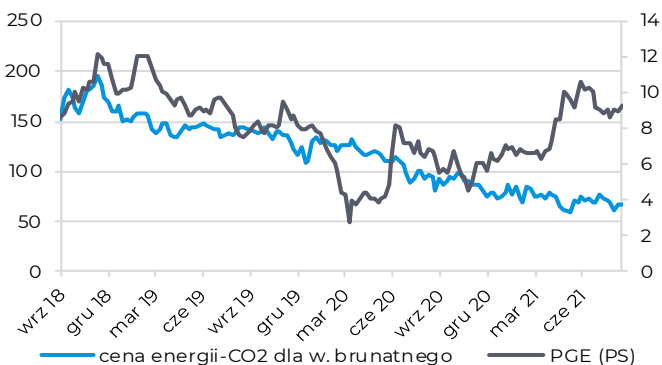
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



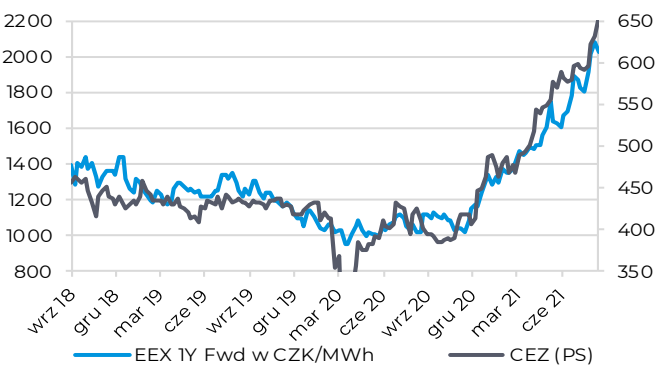
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



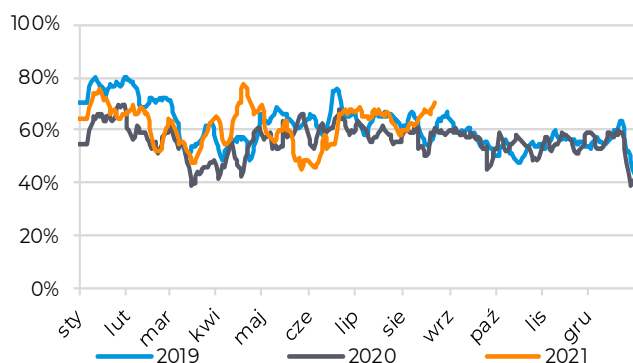
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



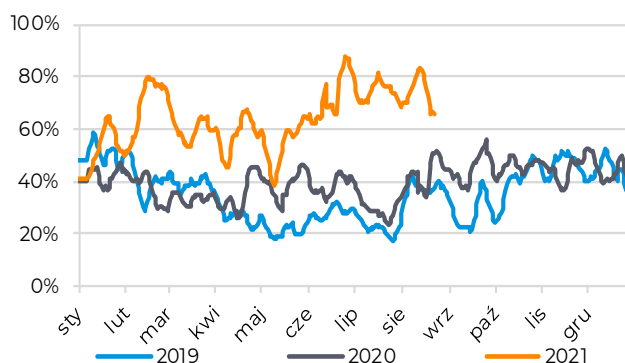
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

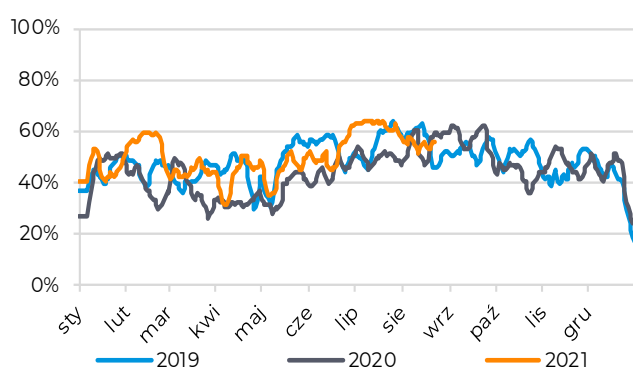
Load factor elektrowni Bełchatów



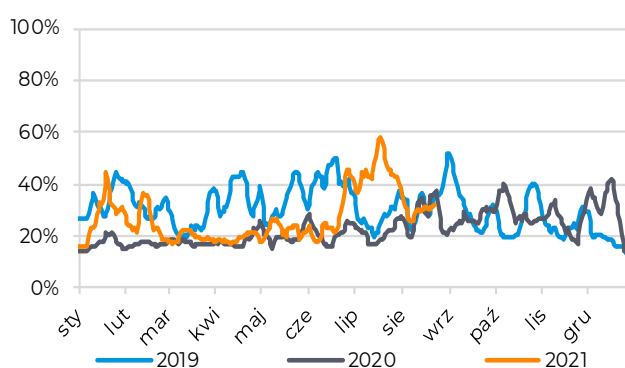
Load factor elektrowni Turów



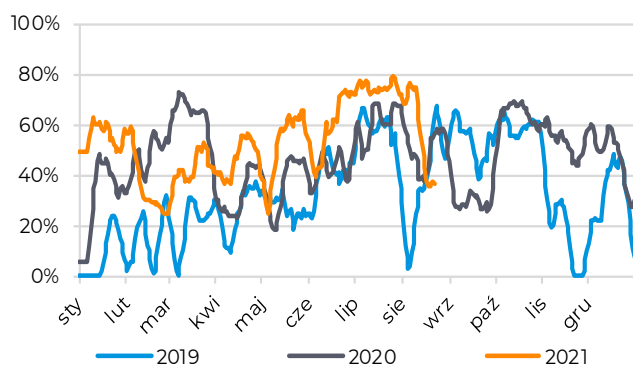
Load factor elektrowni Kozienice



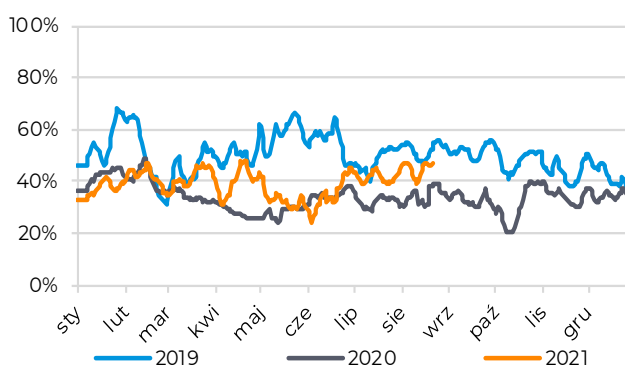
Load factor elektrowni Jaworzno



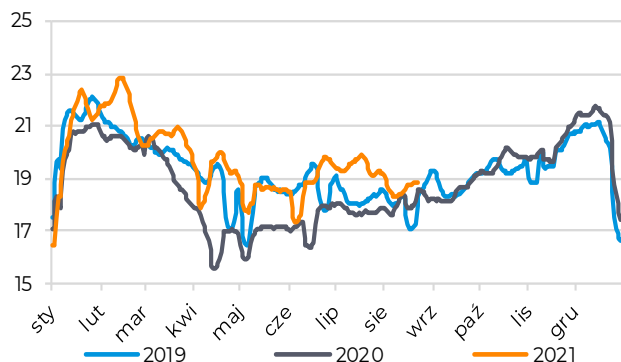
Load factor elektrowni Opole B5/B6



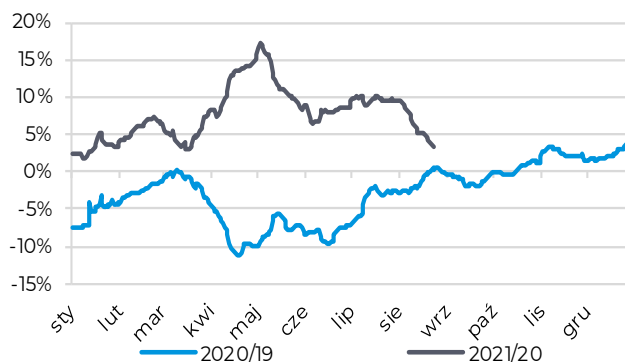
Load factor elektrowni Połaniec



Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)



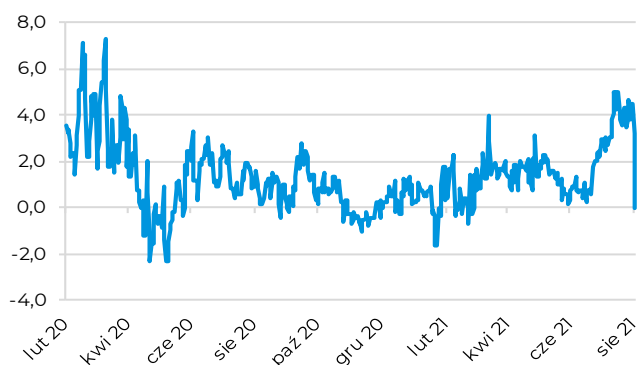
Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE



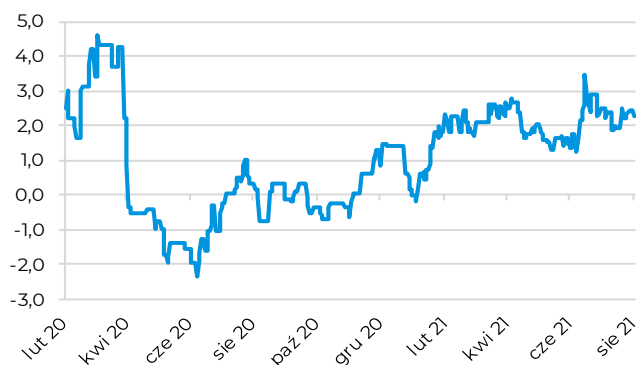
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

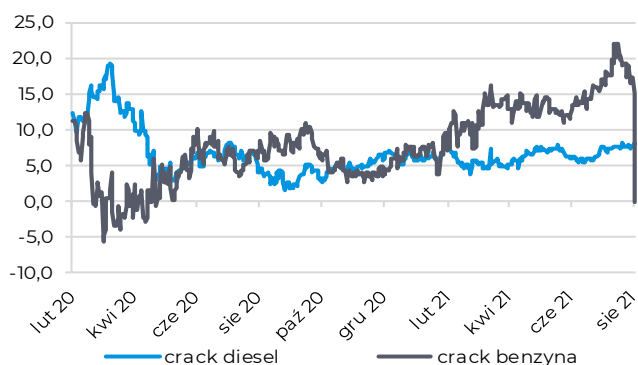
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



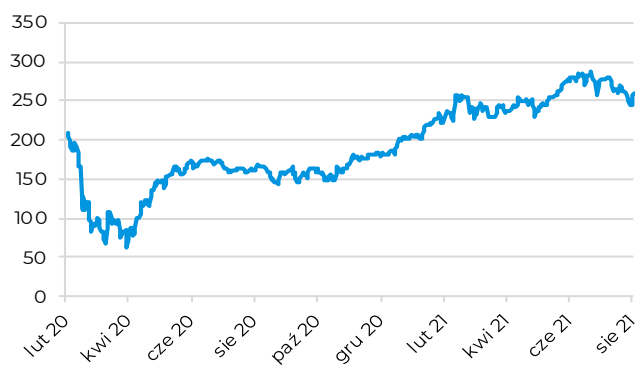
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



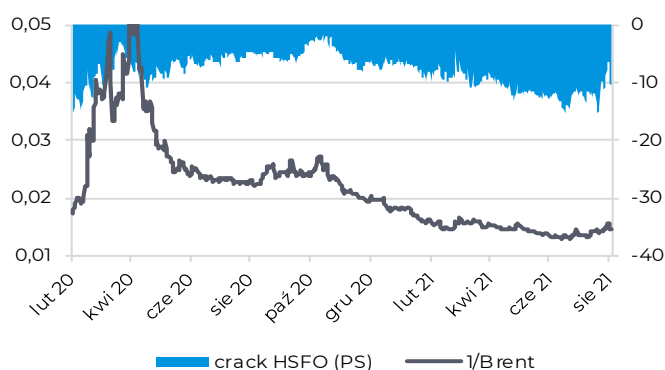
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



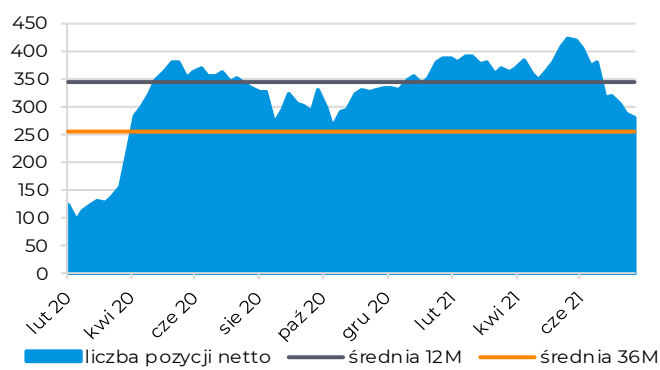
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



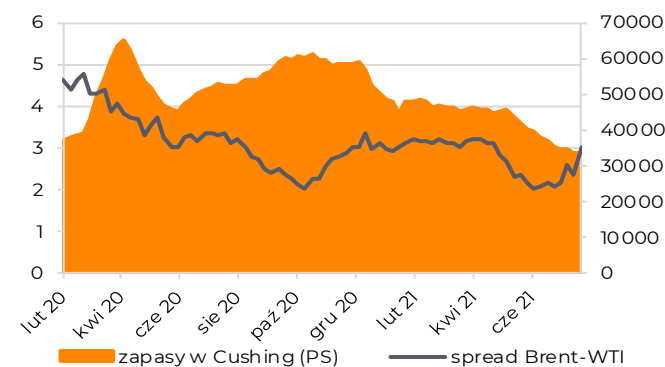
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



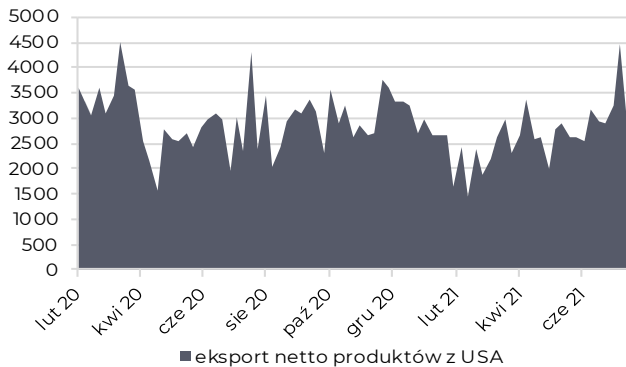
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



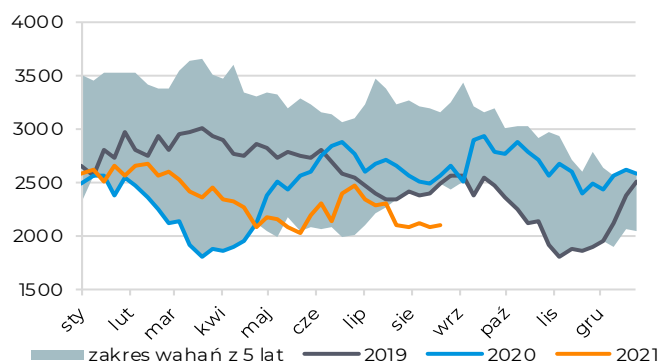
Eksport netto paliw z USA



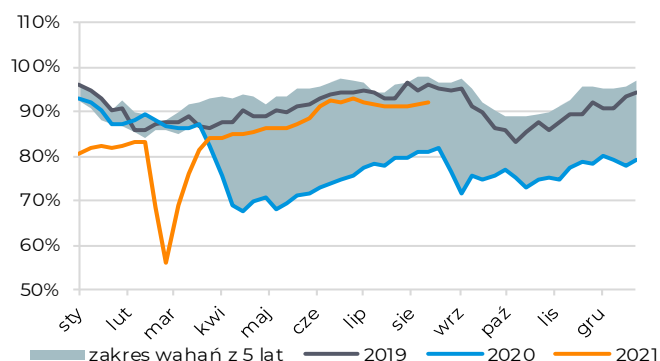
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

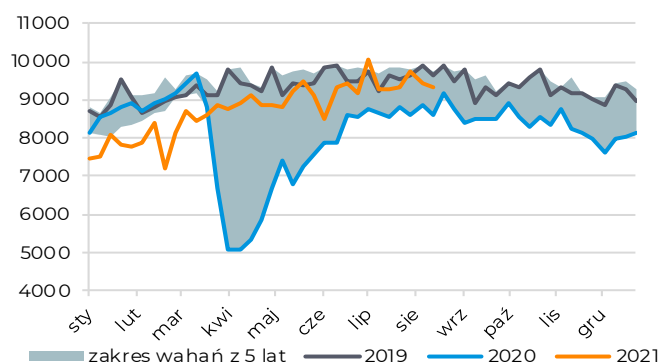
Zapasy diesla w portach ARA



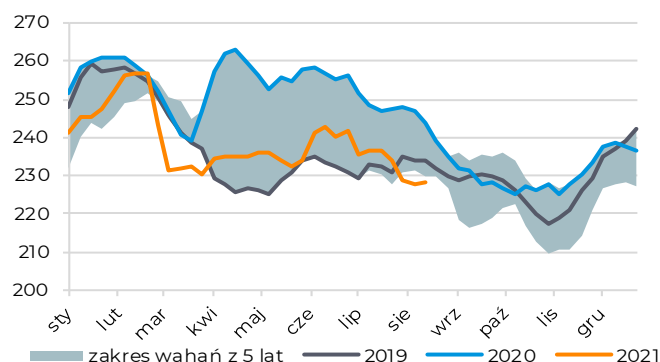
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



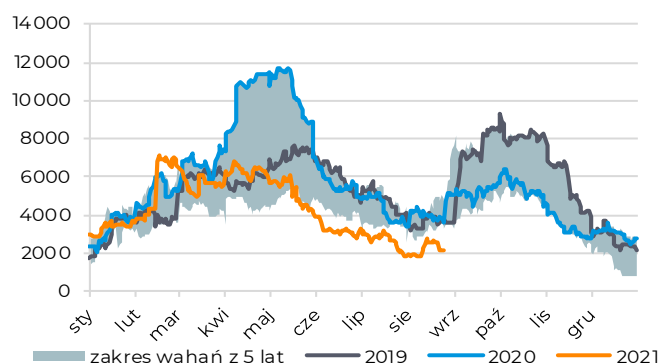
Popyt na benzynę w USA



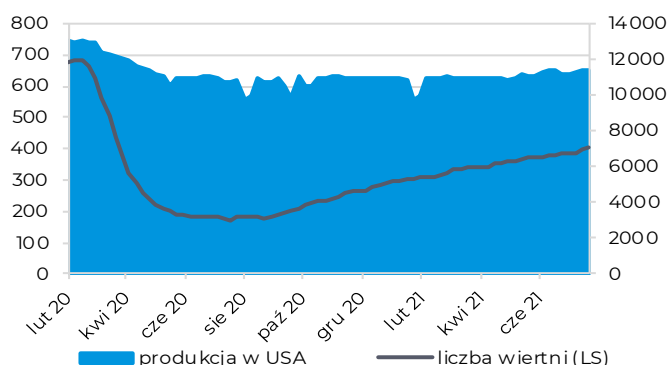
Zapasy benzyny w USA



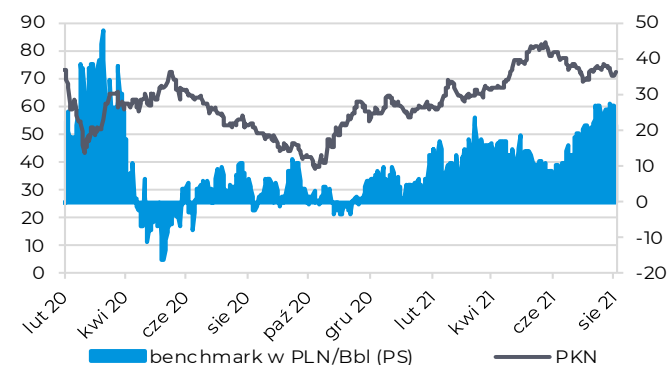
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



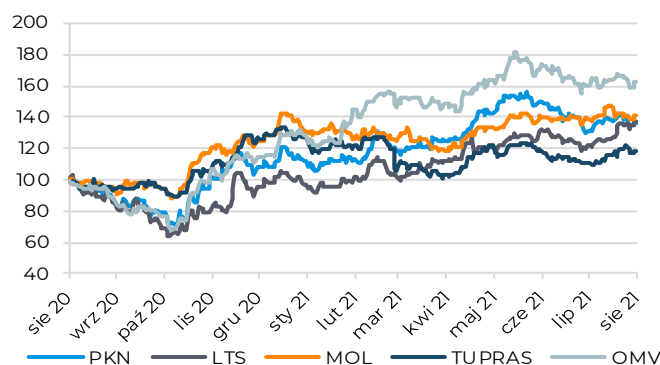
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



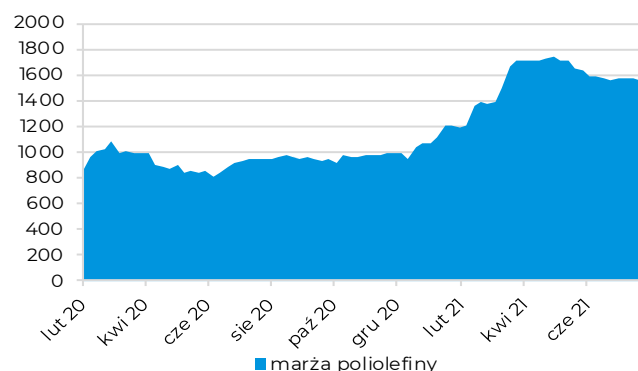
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



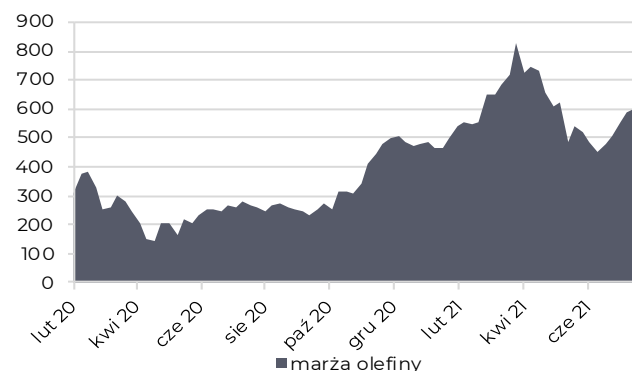
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

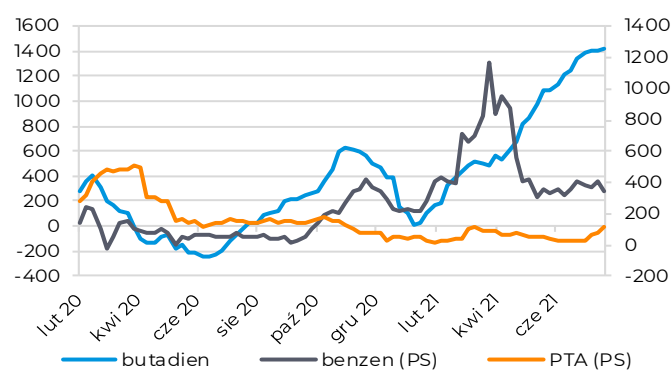
Marża petrochemiczna poliolefiny



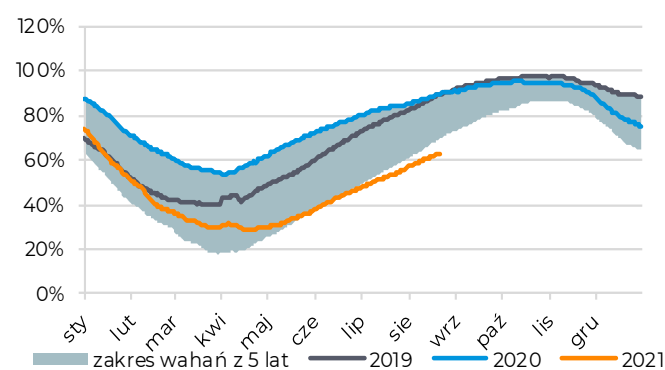
Marża petrochemiczna olefiny



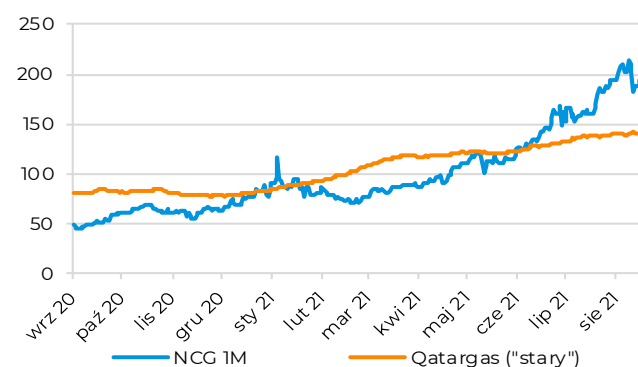
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



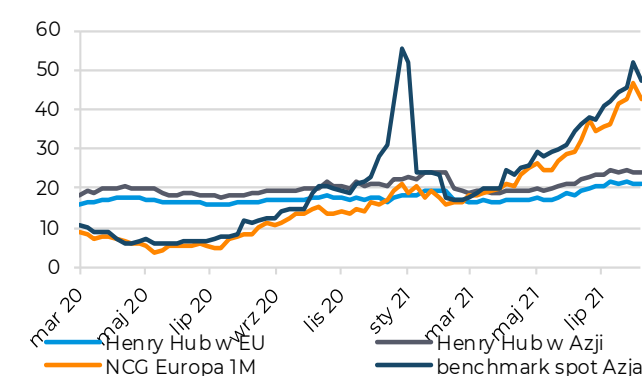
Napełnienie magazynów gazu w UE



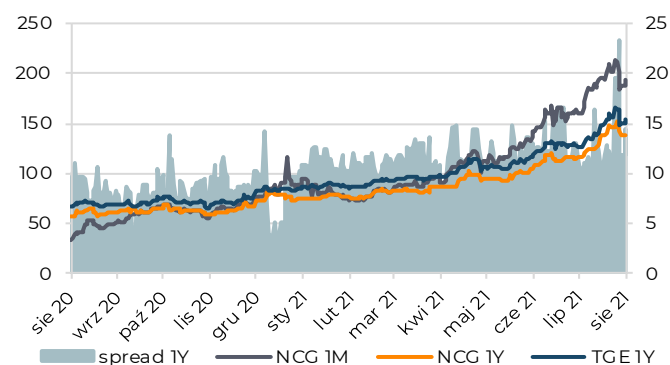
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



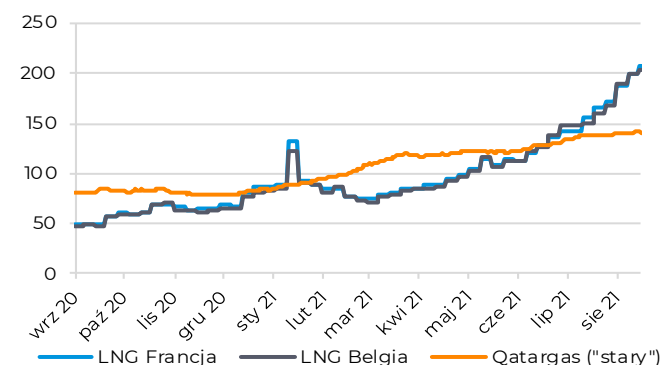
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



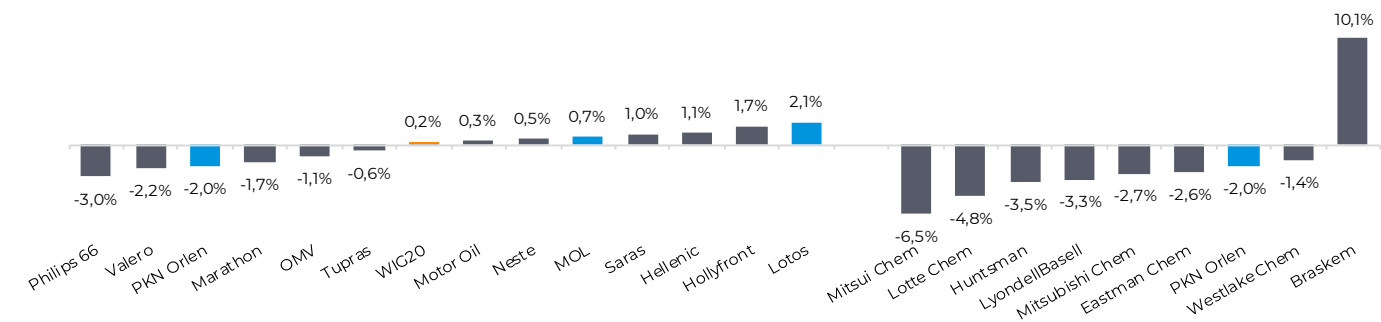
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



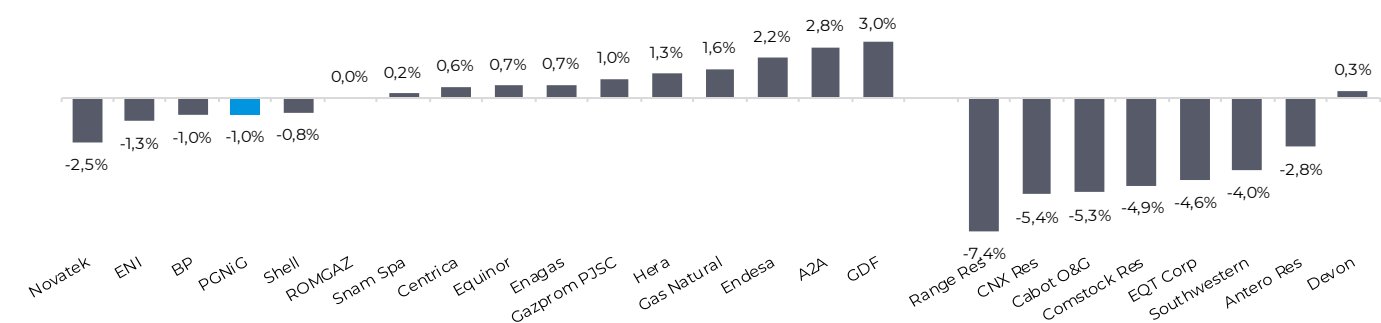
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

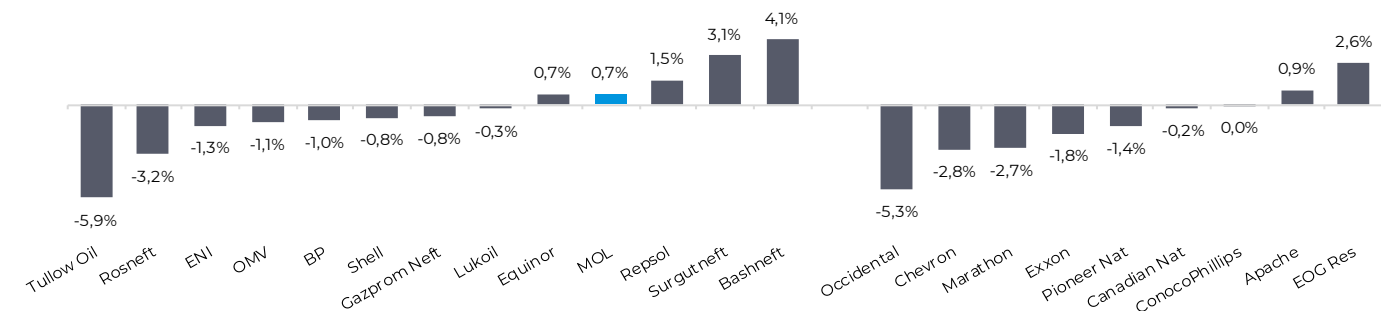
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



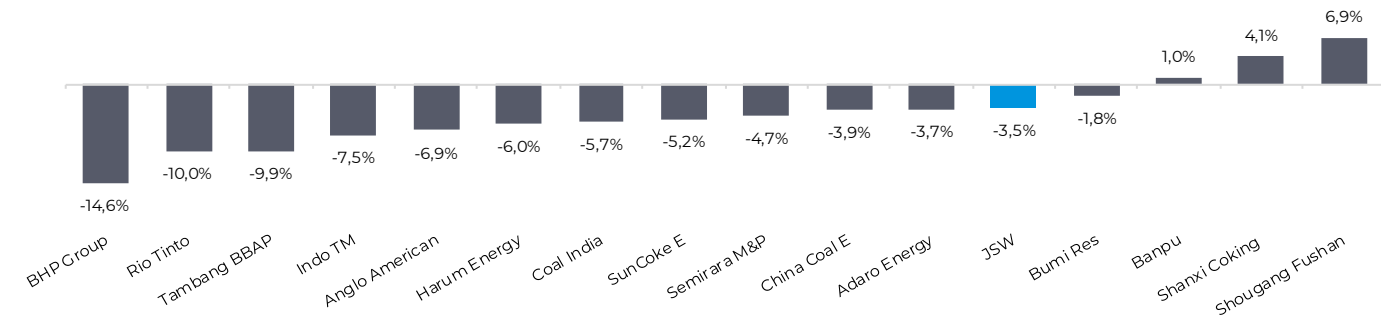
Spółki gazowe



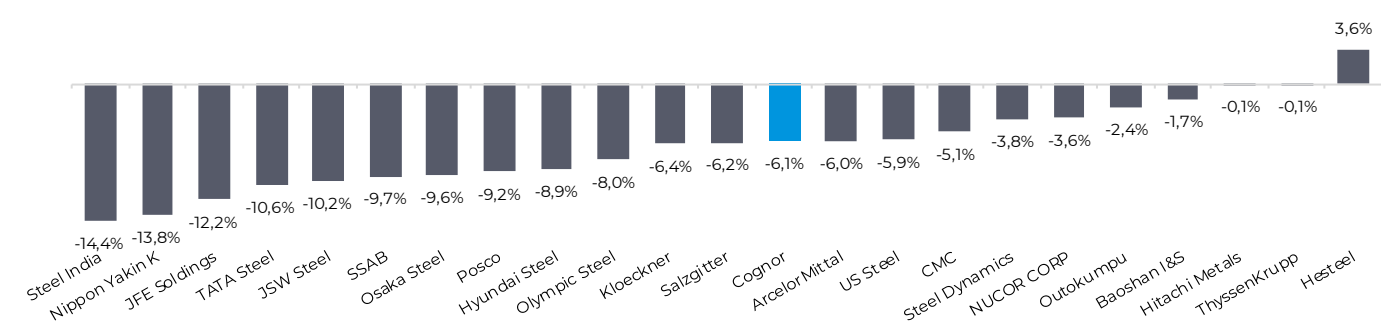
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



Producenci i dystrybutorzy stali



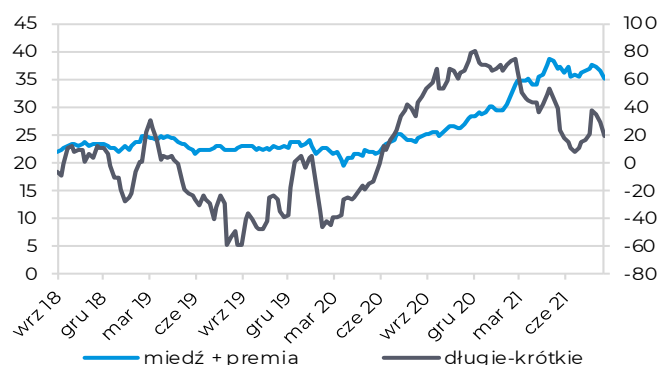
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



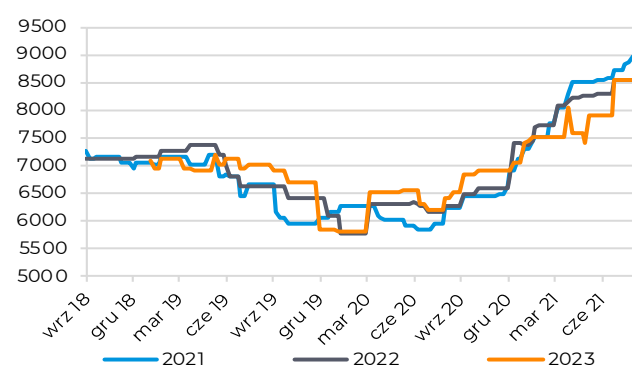
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



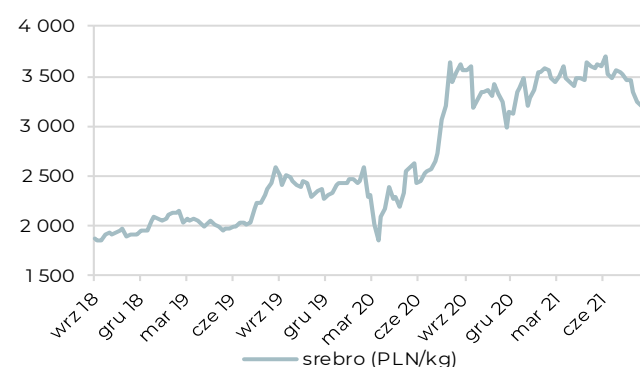
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (USD/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



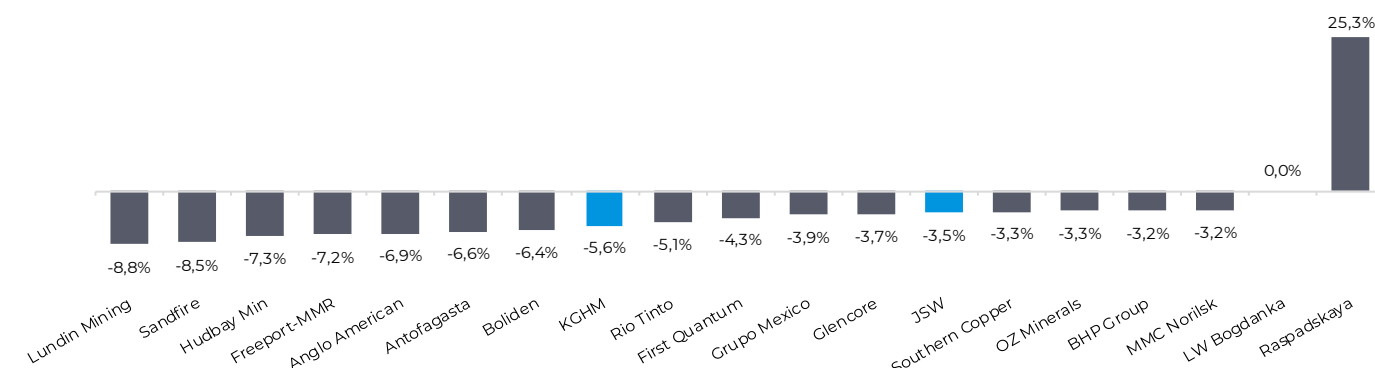
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



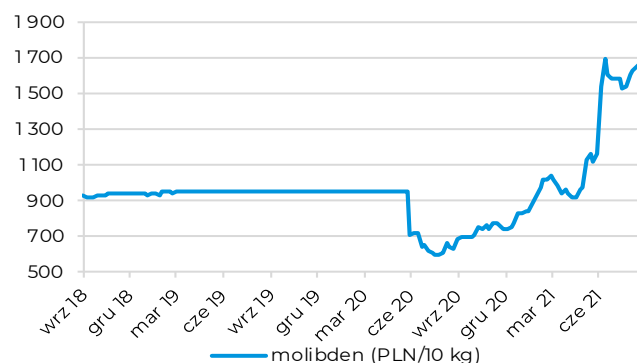
Tygodniowy performance spółek surowcowych



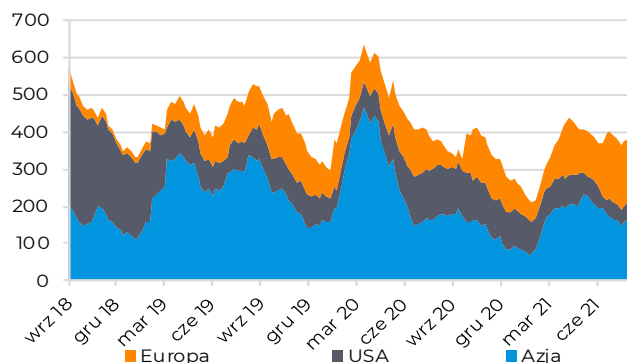
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

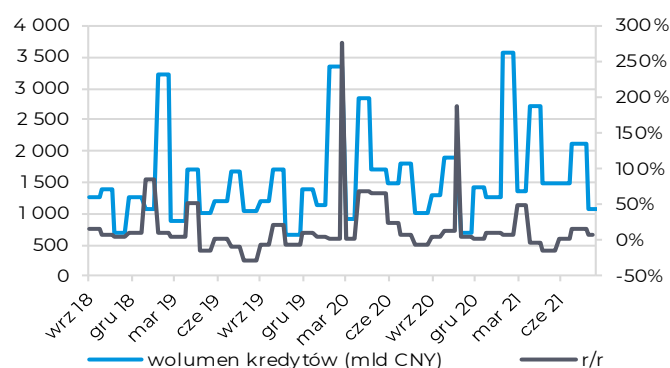
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



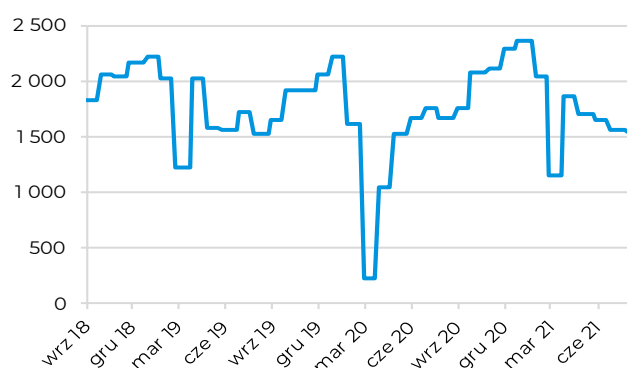
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



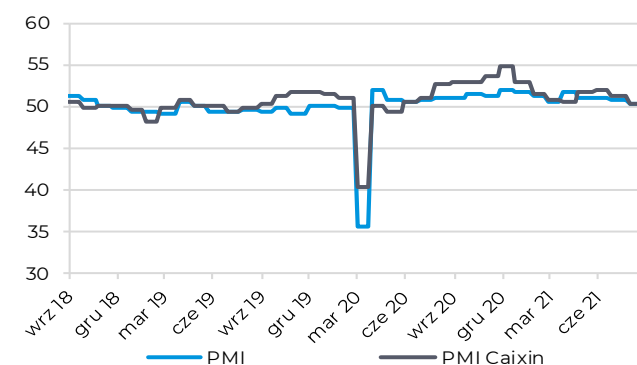
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



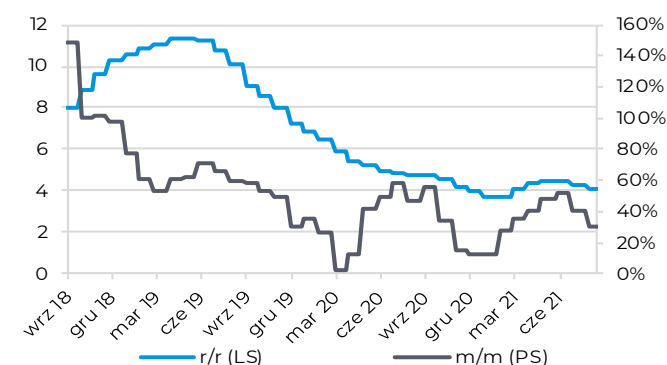
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



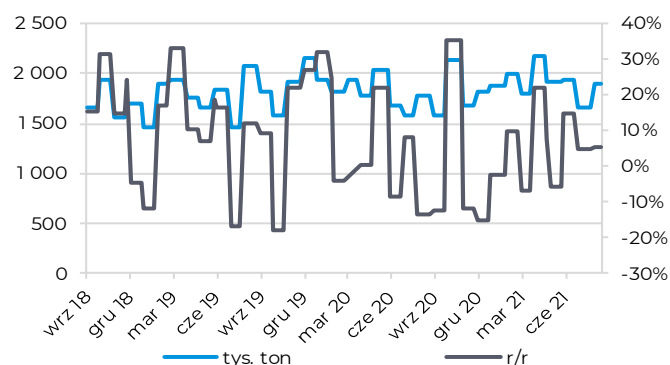
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



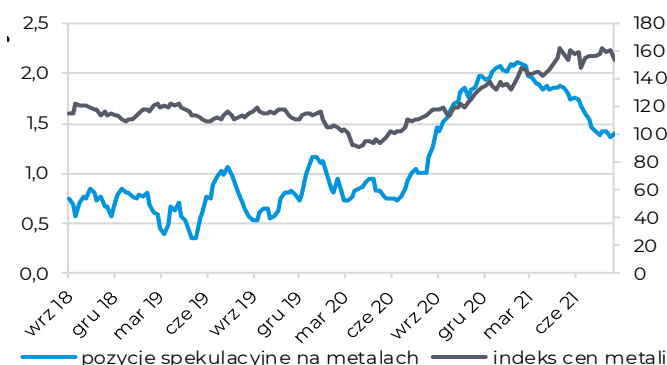
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin



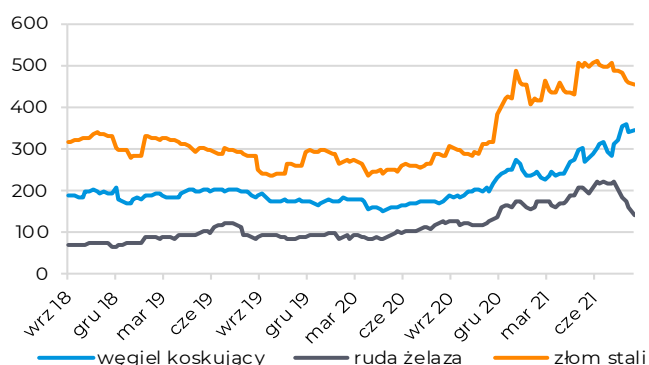
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



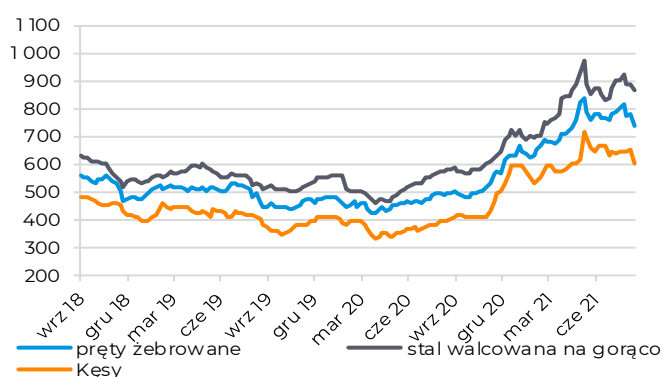
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

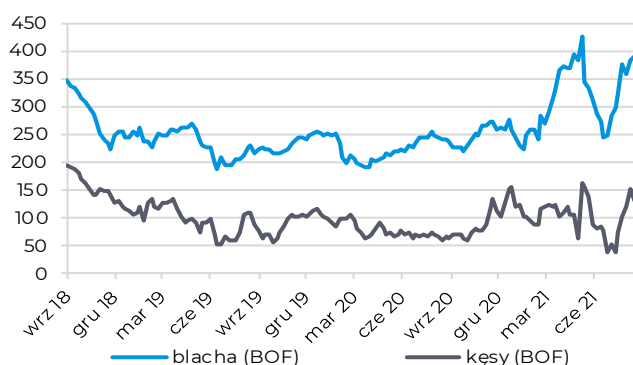
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



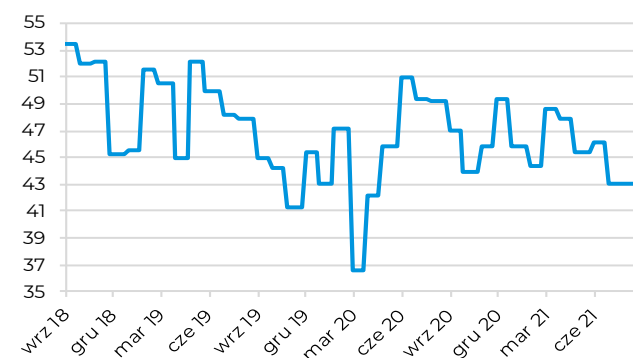
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



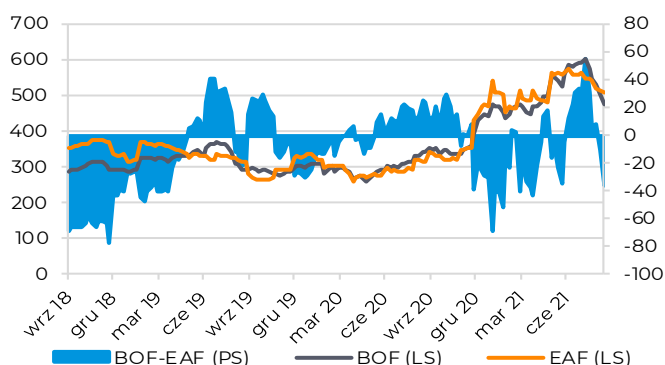
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



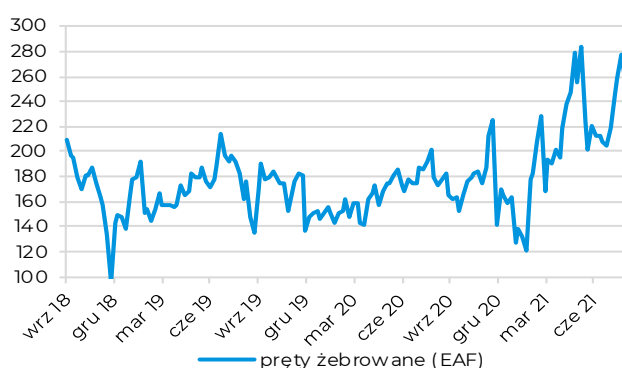
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



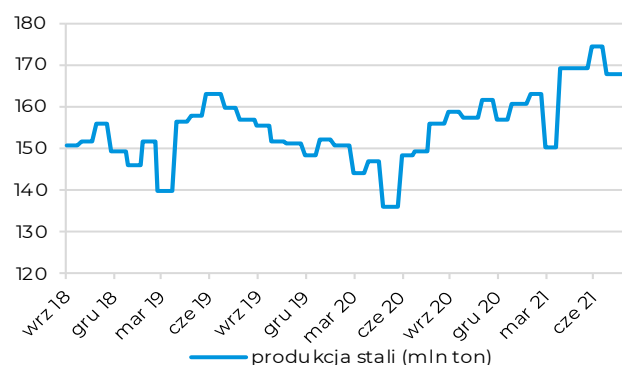
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



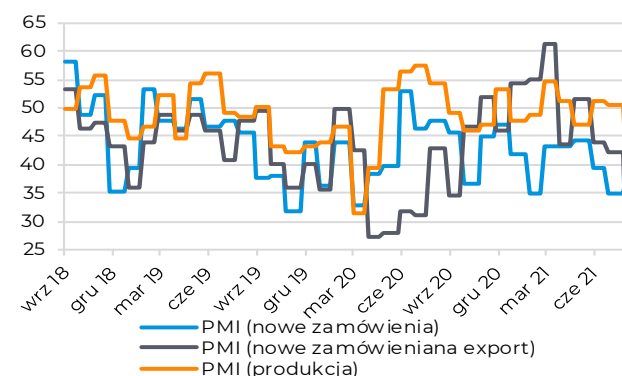
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



Produkcja stali na świecie (mln ton)

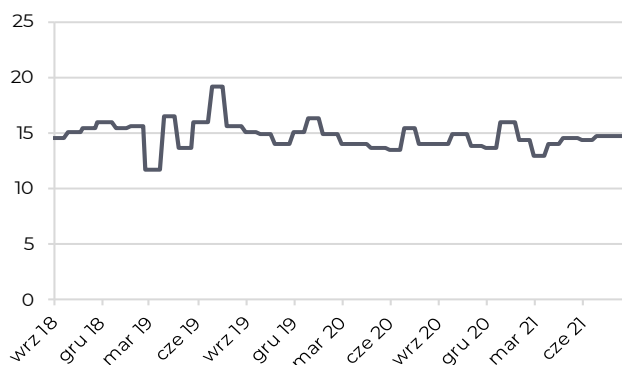


Komponenty PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

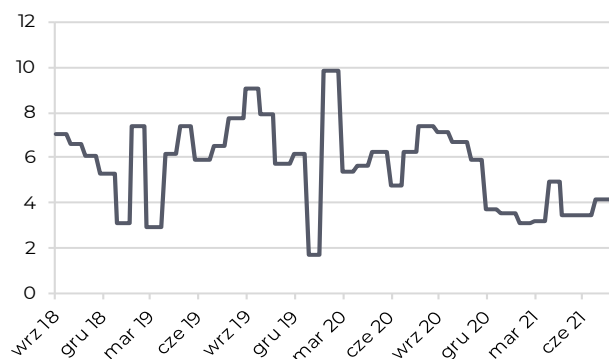


Surowce (stal)

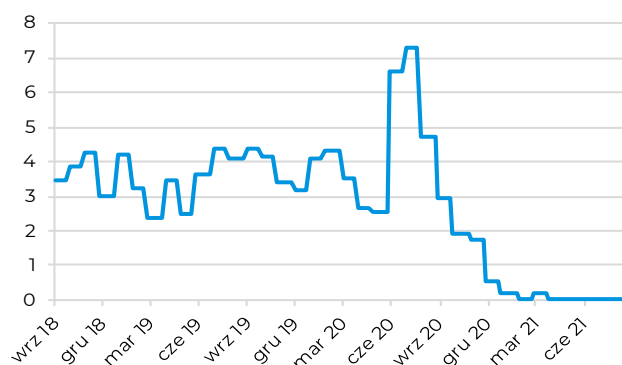
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



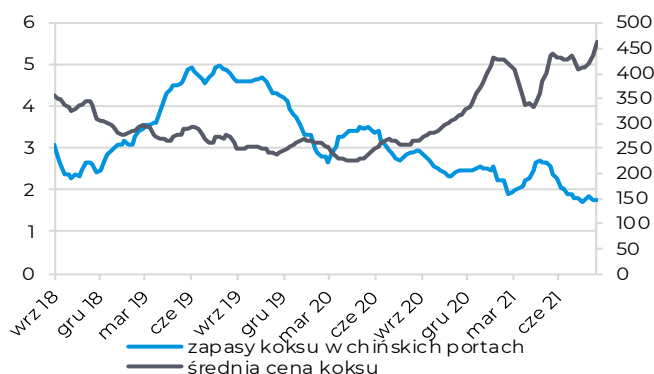
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



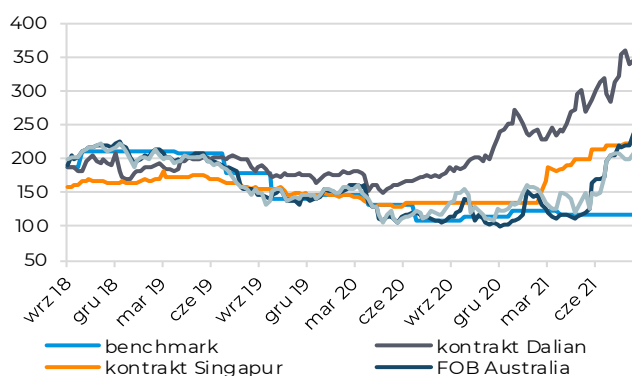
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



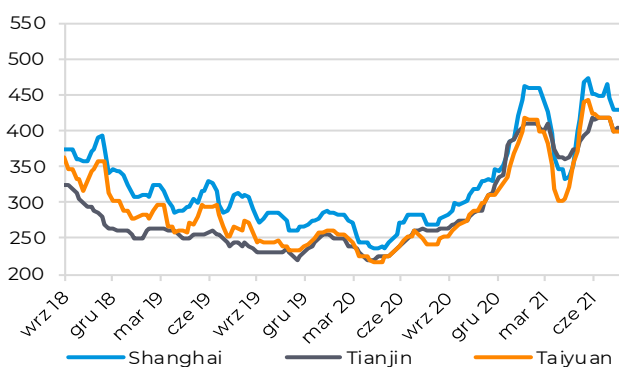
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



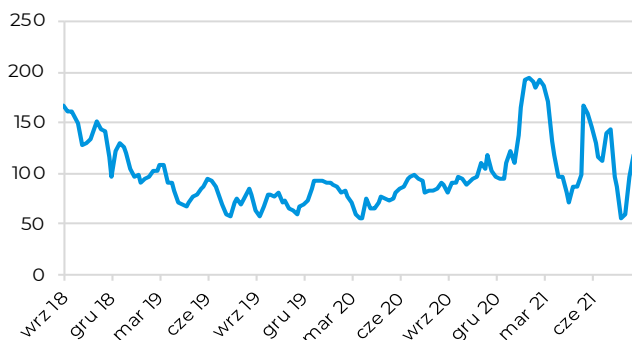
Ceny węgla koksowego (USD/t)



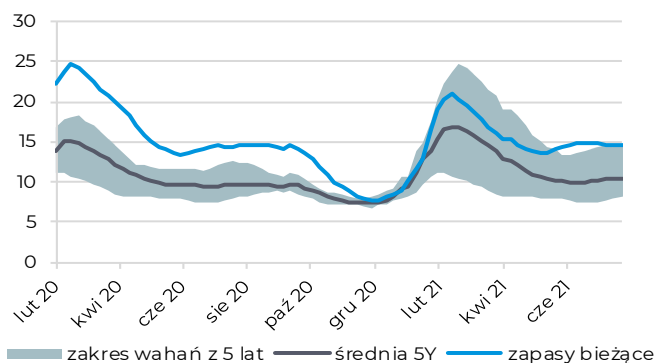
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



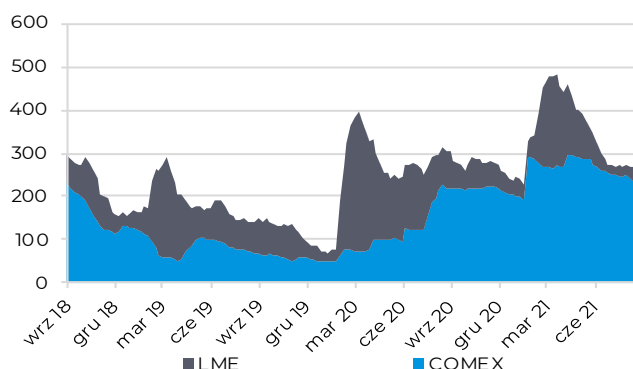
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



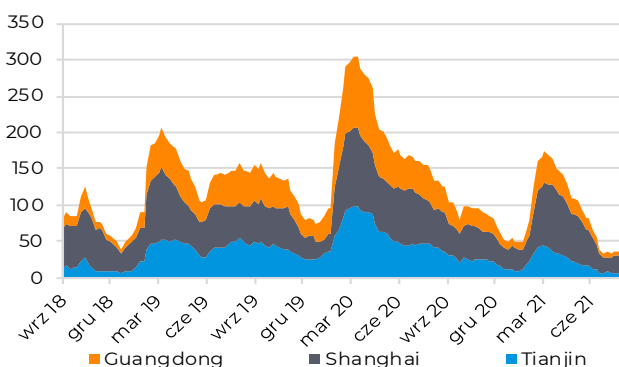
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

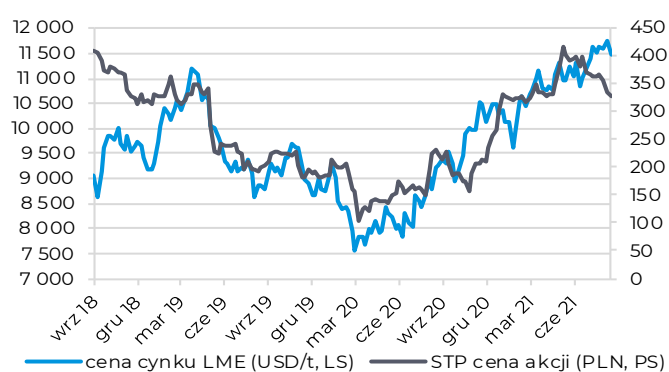
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



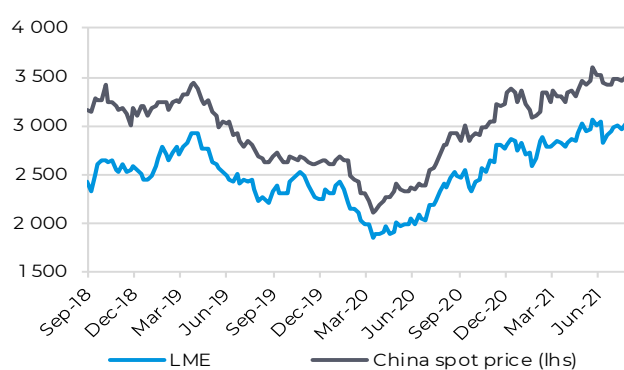
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



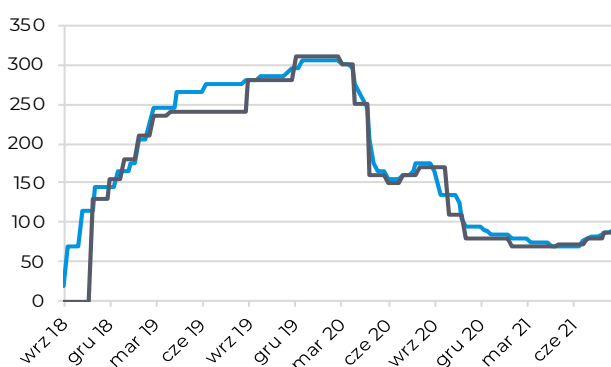
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



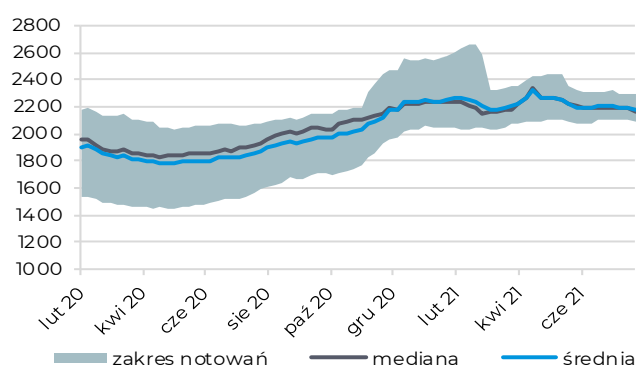
Ceny cynku (USD/t)



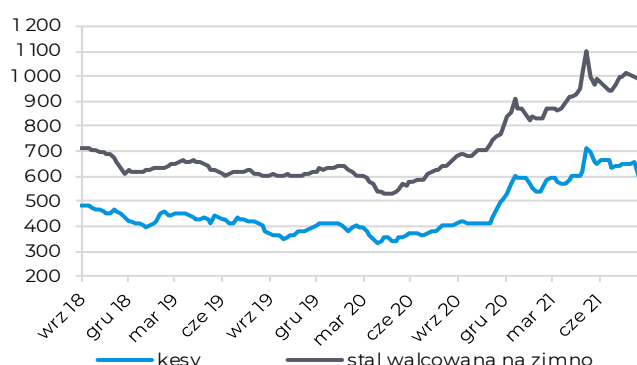
Marża hutnicza na cynku (USD/t)



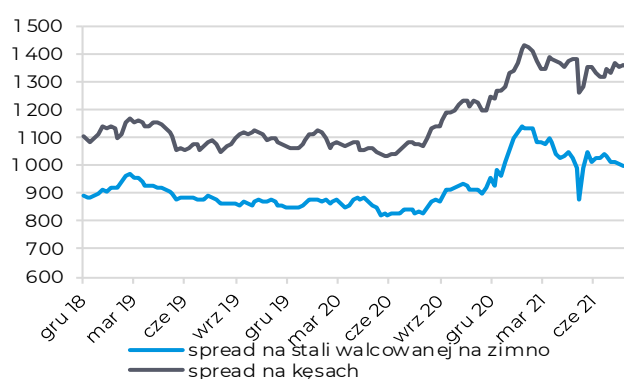
Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



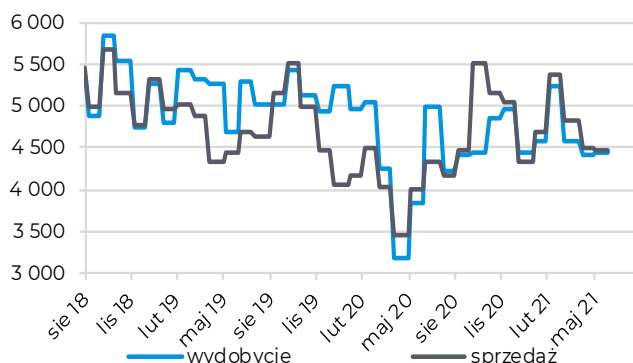
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



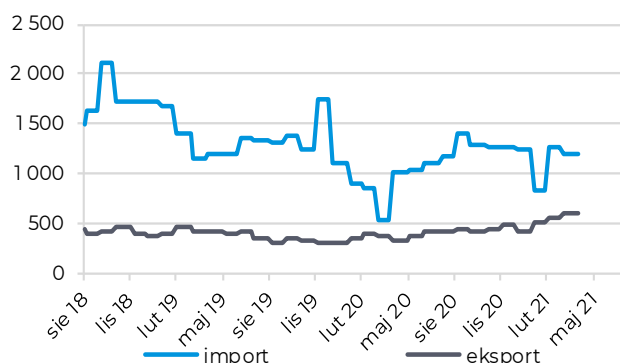
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

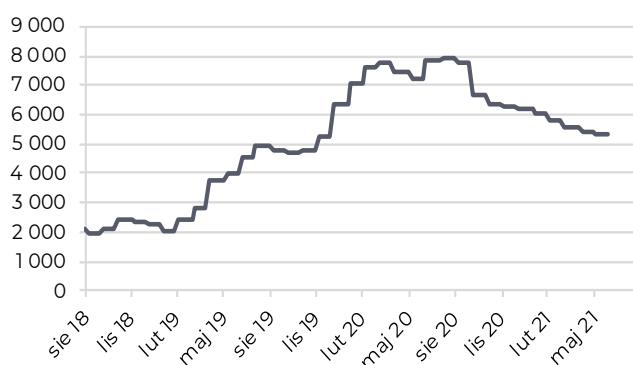
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



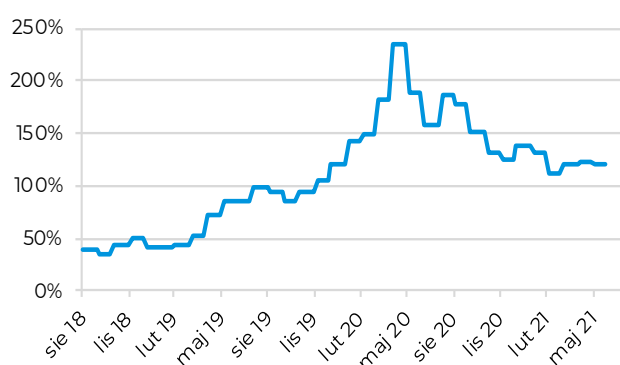
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



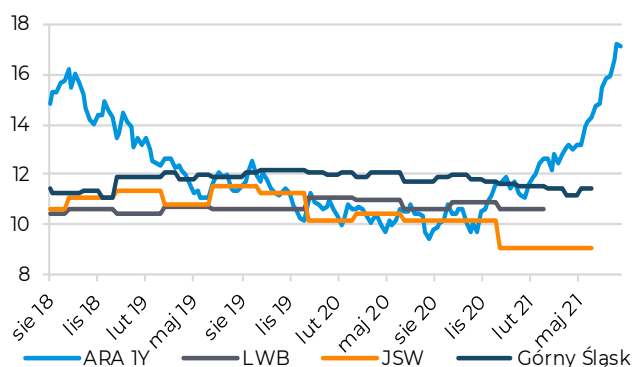
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



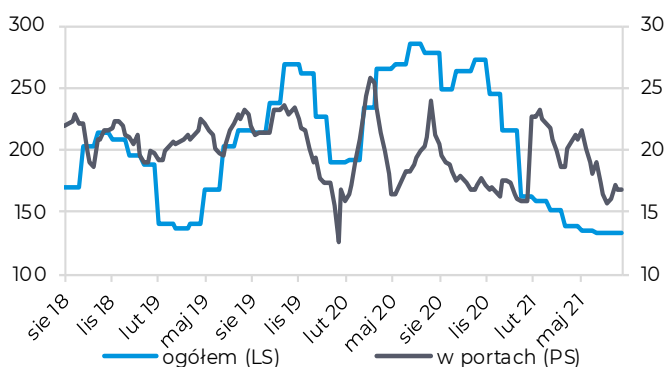
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



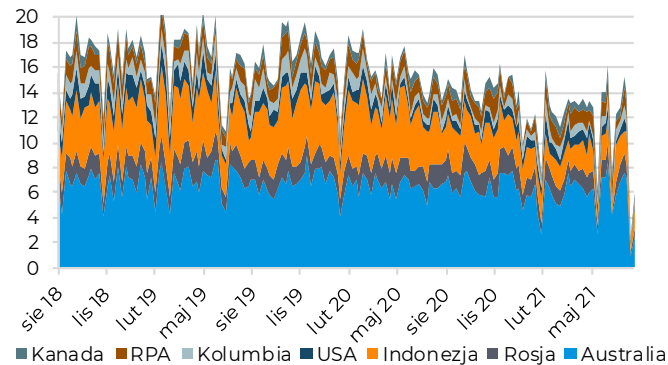
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



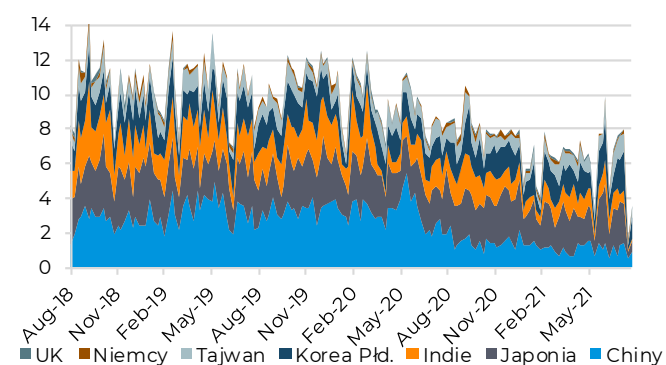
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



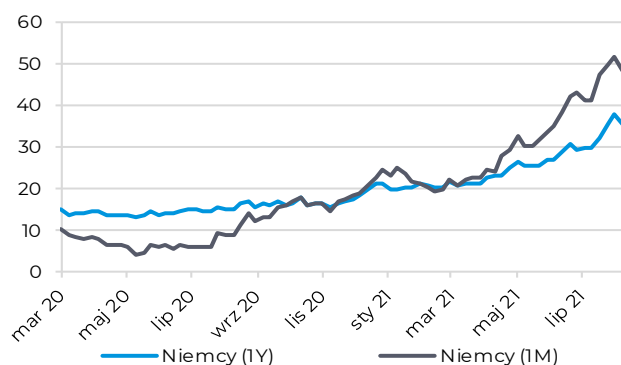
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



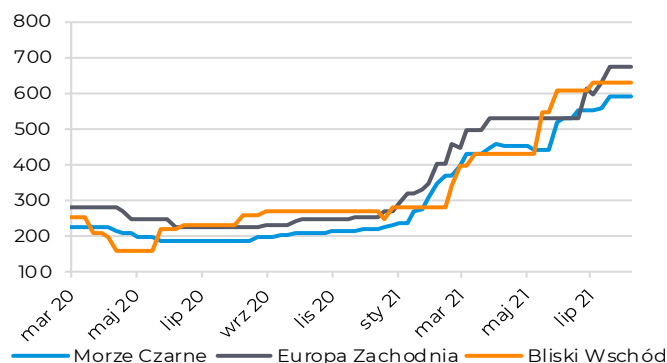
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

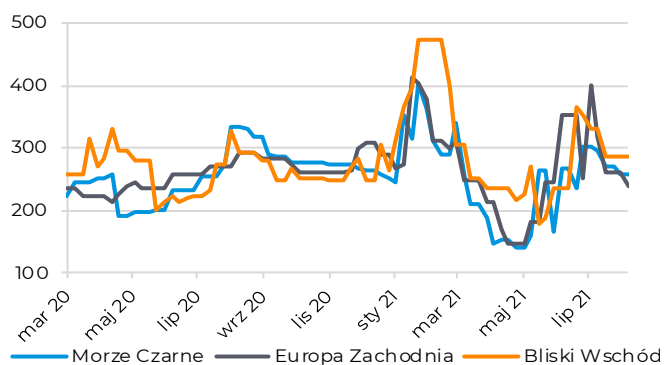
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



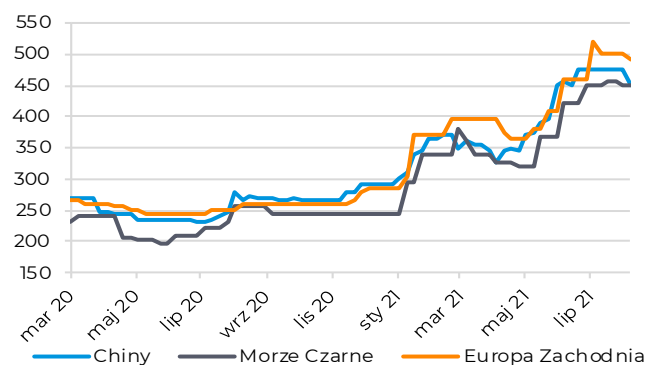
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



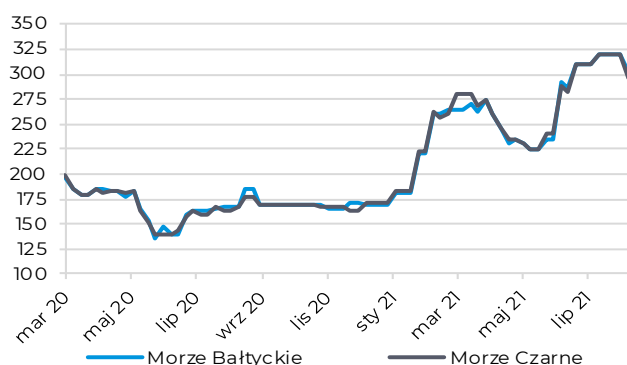
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



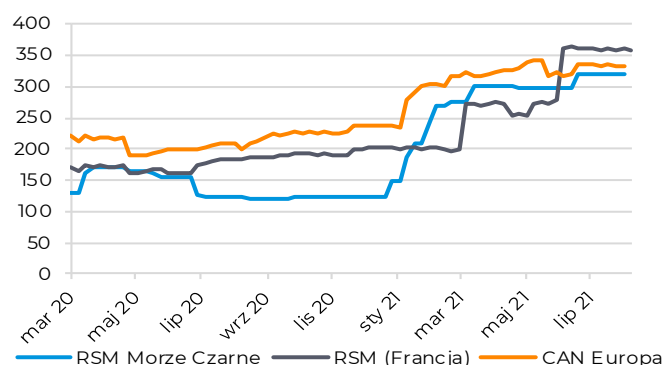
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



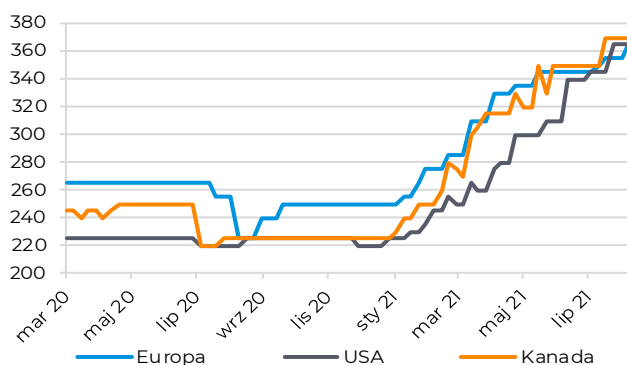
Ceny azotanów amonowych (AN) na świecie (USD/t)



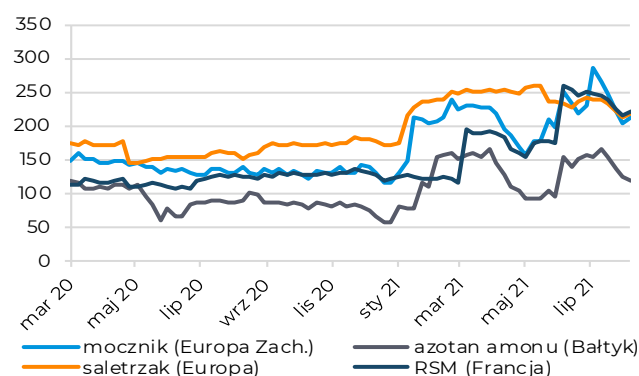
Ceny saletrazaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



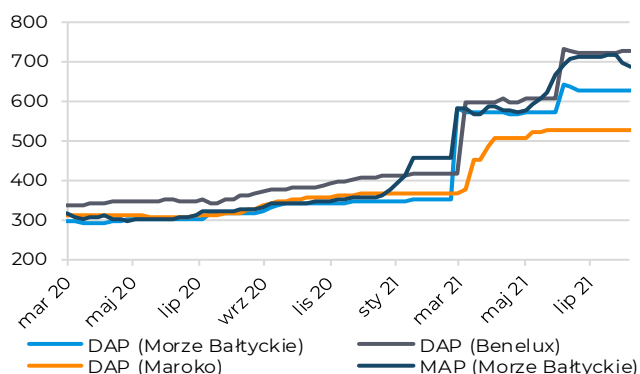
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



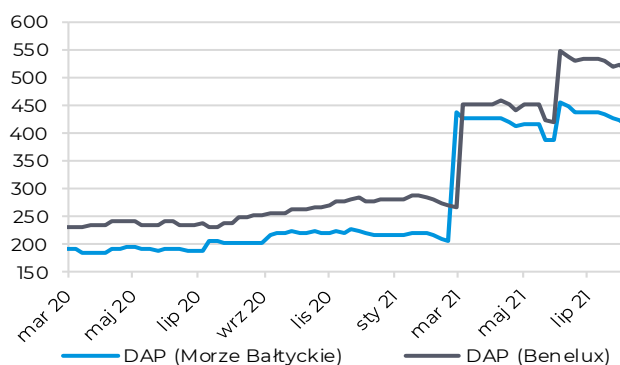
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

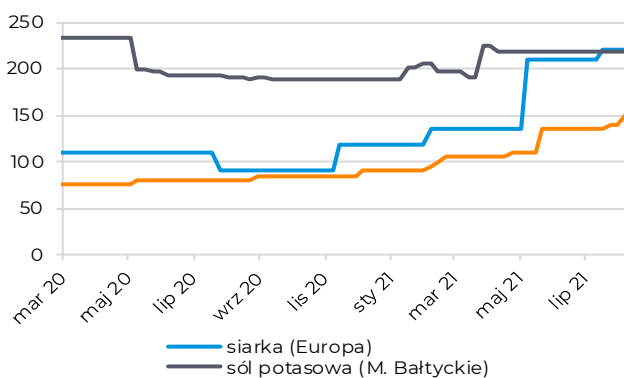
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



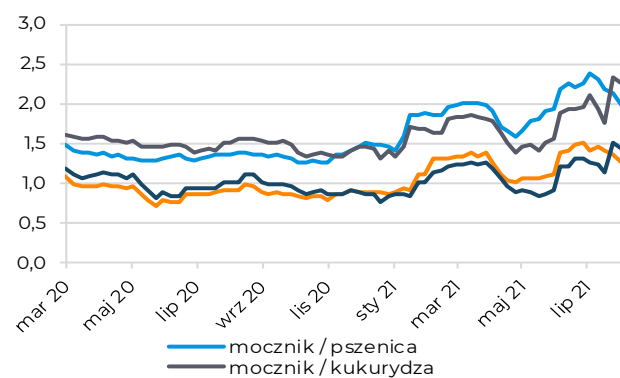
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



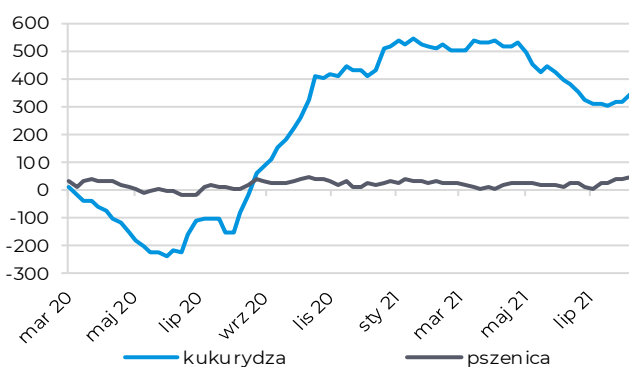
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



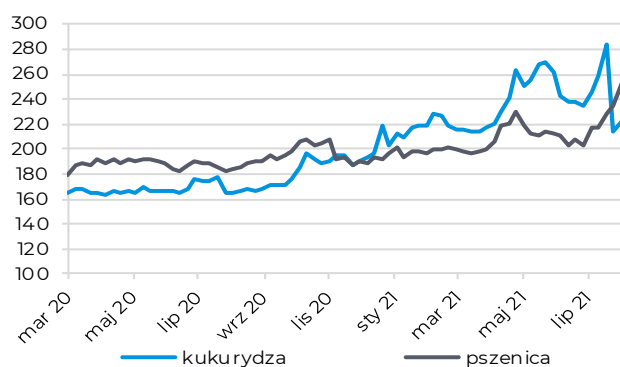
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



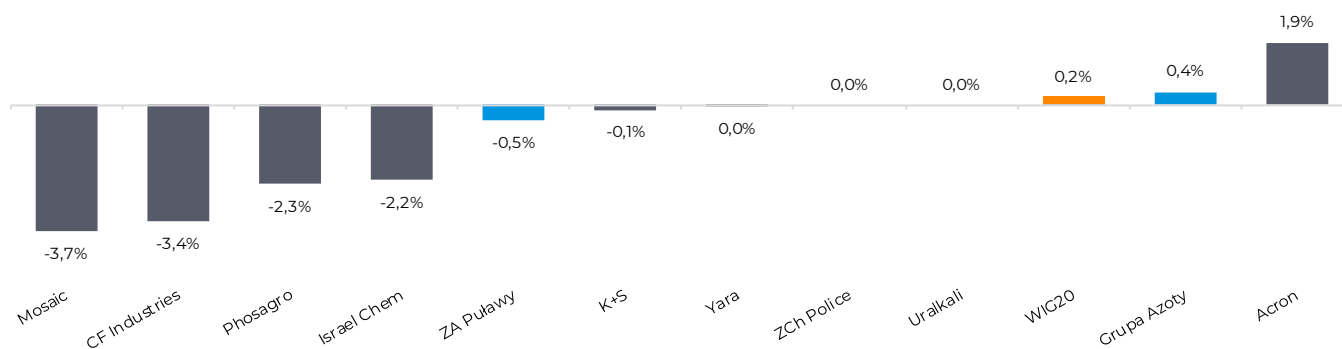
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



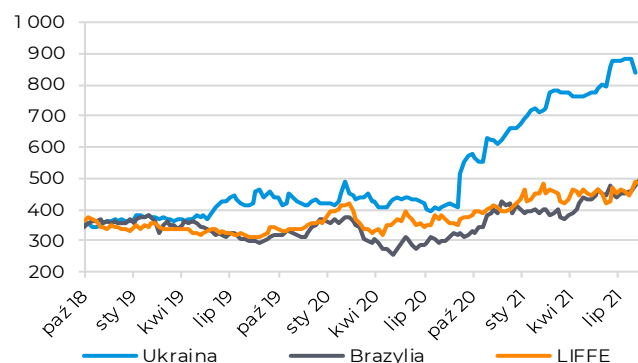
Tygodniowy performance producentów nawozów



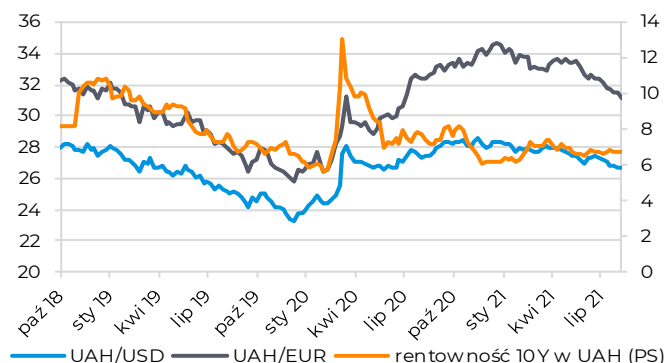
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

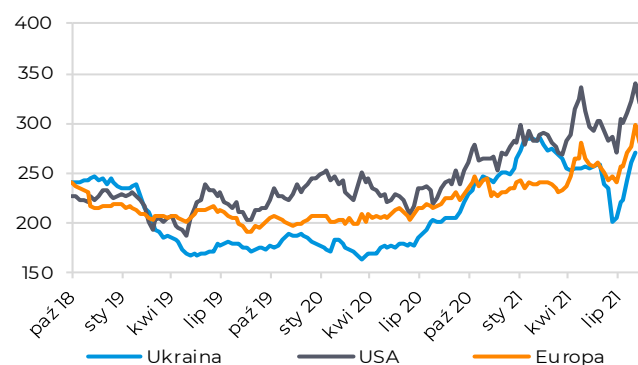
Cena cukru (USD/Mt)



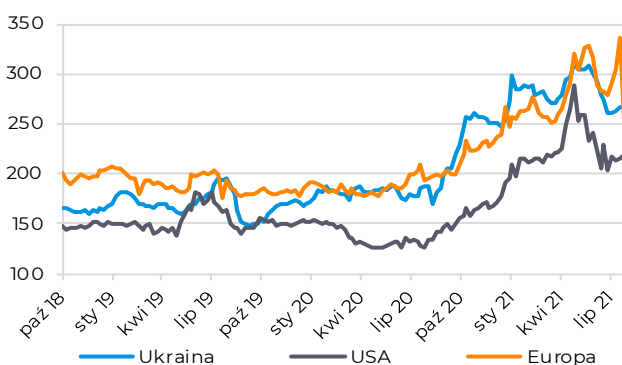
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



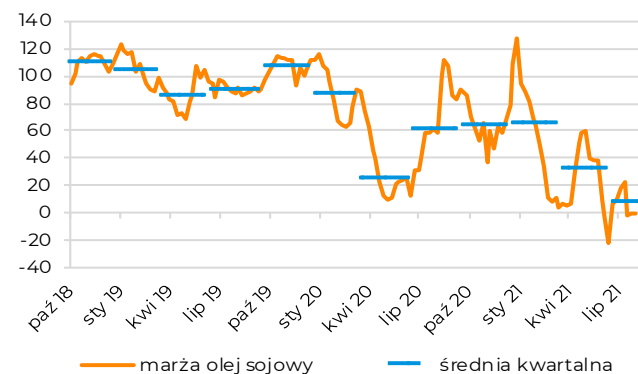
Cena pszenicy (USD/Mt)



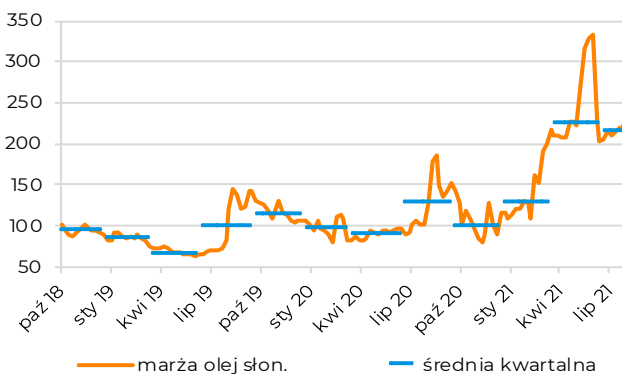
Cena kukurydzy (USD/Mt)



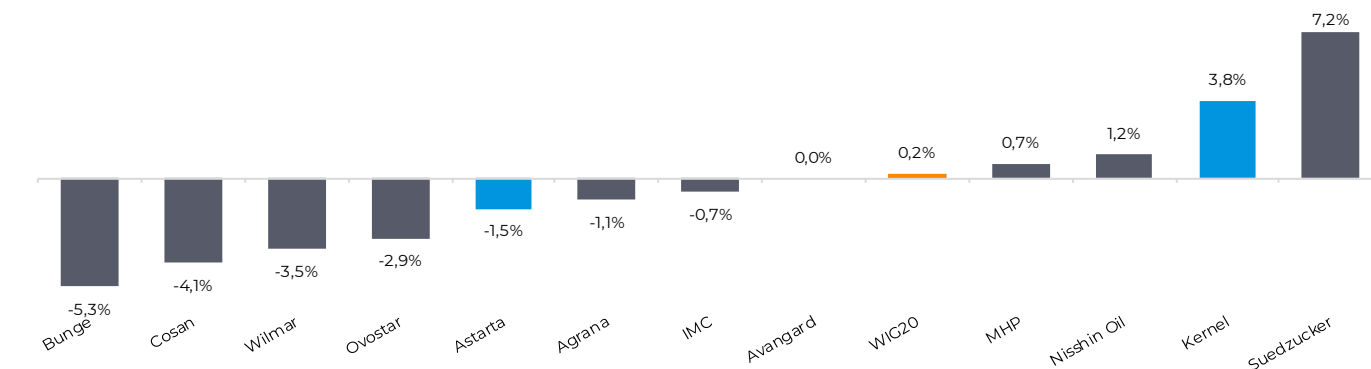
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	664,5	8,3	8,0	7,7	2,5	2,7	2,5	19,7	16,6	15,3	30%	34%	33%	7,8%	5,1%	6,0%
Enea	9,8	3,3	3,1	2,9	0,7	0,5	0,4	3,9	4,8	4,7	20%	15%	15%	0,0%	0,0%	4,2%
PGE	9,8	3,4	3,7	3,5	0,6	0,4	0,4	10,1	44,1	19,5	17%	10%	11%	0,0%	0,0%	1,1%
Tauron	3,6	4,9	5,2	5,0	1,1	0,9	0,8	4,8	6,7	6,2	21%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	9,3	5,2	4,4	2,9	0,3	0,3	0,3	-	-	-	5%	6%	9%	-	-	-
mediana		4,9	4,4	3,5	0,7	0,5	0,4	7,4	11,6	10,8	20%	15%	15%	0%	0%	3%
Zintegrowane																
EDF	11,4	4,9	4,4	4,1	1,2	1,1	1,1	54,3	10,1	8,7	25%	25%	26%	1,8%	4,4%	5,2%
EDP	4,7	10,1	10,0	9,5	3,1	2,7	2,5	22,2	19,8	18,3	31%	27%	27%	4,1%	4,2%	4,4%
Endesa	21,2	7,8	7,4	7,1	1,8	1,5	1,5	16,0	13,2	12,7	23%	21%	21%	5,6%	5,3%	5,5%
Enel	7,8	9,5	7,6	7,2	2,3	2,0	1,9	30,1	13,7	12,5	25%	26%	27%	4,6%	5,1%	5,5%
Engie	12,3	10,4	5,6	5,5	1,0	1,0	1,0	-	11,3	10,7	10%	18%	18%	4,3%	6,4%	6,7%
Fortum	25,2	12,4	10,8	10,3	0,7	0,5	0,5	15,0	15,5	16,2	5%	5%	5%	4,5%	4,6%	4,7%
mediana		9,8	7,5	7,2	1,5	1,3	1,3	22,2	13,4	12,6	24%	23%	24%	4,4%	4,8%	5,4%
Sieci przesyłowe																
EON	11,4	10,2	8,3	8,4	1,0	1,0	1,0	29,2	12,7	12,6	10%	12%	11%	4,1%	4,5%	4,6%
Elia Group	107,7	14,4	13,0	12,1	5,7	5,4	5,2	31,0	27,0	24,6	40%	42%	43%	1,6%	1,6%	1,7%
EVN	22,1	0,3	8,4	7,9	0,0	2,6	2,5	0,9	24,5	23,2	18%	31%	31%	100%+	1,8%	1,9%
IREN	2,7	7,2	6,8	6,5	1,7	1,6	1,6	14,0	13,0	12,0	23%	24%	24%	3,7%	4,1%	4,4%
National Grid	9,7	14,0	11,4	10,1	4,3	4,1	3,9	20,8	16,4	14,4	31%	36%	39%	5,1%	5,2%	5,3%
Red Electrica	17,7	11,0	10,5	10,3	8,2	8,1	8,0	15,4	13,8	13,8	74%	78%	78%	4,8%	5,7%	5,0%
Redes Energeticas	2,5	9,1	9,2	9,1	5,6	5,5	5,5	14,0	14,0	14,0	61%	60%	60%	6,4%	6,6%	6,5%
SSE	16,4	8,1	12,1	11,7	3,9	3,1	3,4	7,5	17,6	17,0	48%	25%	29%	5,0%	5,1%	5,2%
Terna	7,2	13,0	13,1	12,5	9,3	9,3	8,9	18,3	19,1	17,9	72%	71%	72%	4,0%	4,3%	4,7%
mediana		10,2	10,5	10,1	4,3	4,1	3,9	15,4	16,4	14,4	40%	36%	39%	4,5%	4,5%	4,7%

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	77,2	15,1	14,8	11,2	1,9	1,6	1,6	29,2	30,3	19,2	12%	11%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Wiatrowe																
Abo Wind	48,0	0,3	10,4	9,5	0,1	2,1	1,9	18,7	22,7	20,2	18%	20%	20%	2,2%	1,1%	1,1%
Avangrid	53,7	1,4	10,6	9,7	0,3	3,8	3,6	2,2	22,6	21,8	18%	36%	37%	100%+	3,4%	3,4%
Boralex	37,6	14,2	13,4	12,4	10,7	10,1	9,3	75,4	49,5	36,8	76%	75%	75%	1,8%	1,8%	1,8%
Edp Renovaveis	22,2	16,6	15,4	14,1	14,4	12,9	11,7	41,6	37,2	33,2	87%	84%	83%	0,4%	0,5%	0,5%
Eolus Vind	192,4	17,0	20,9	7,1	1,0	1,9	0,7	22,8	34,7	10,4	6%	9%	9%	0,4%	1,0%	1,4%
Falck Renewables	6,5	0,1	12,1	11,4	0,0	6,0	5,8	0,3	34,6	30,7	18%	50%	51%	100%+	1,1%	1,1%
Iberdrola	10,7	13,3	10,6	10,0	3,9	3,2	3,1	19,3	16,6	15,7	29%	30%	31%	3,0%	4,3%	4,6%
Orsted	1047,0	19,7	19,5	18,5	7,9	7,7	7,2	45,8	47,8	47,7	40%	39%	39%	1,2%	1,3%	1,4%
PNE	7,2	28,8	18,9	13,6	5,2	5,3	4,0	-	100+	86,7	18%	28%	30%	0,6%	0,6%	0,6%
Terna Energy	11,7	11,9	11,9	8,0	7,5	7,0	5,1	63,1	23,4	15,7	63%	59%	63%	3,1%	3,2%	3,4%
Tilt Renewables	8,0	26,8	31,1	30,8	25,8	18,5	18,4	44,8	100+	84,3	96%	59%	60%	-	0,4%	0,4%
Transalta Renewables	20,2	0,3	11,5	11,2	0,1	11,5	11,2	0,8	24,0	20,2	18%	100%	100%	100%+	4,7%	4,7%
Xcel Energy	69,0	13,7	12,7	11,9	4,9	4,8	4,7	23,2	21,8	20,5	36%	38%	39%	2,6%	2,8%	3,0%
mediana		13,7	12,7	11,4	4,9	6,0	5,1	23,0	24,0	21,8	0,3	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Solar																
Azure Power	18,9	21,0	11,2	8,8	10,6	8,9	7,2	-	100+	34,9	51%	79%	82%	-	-	-
Clearway Energy	31,1	13,2	12,4	12,3	11,3	10,7	11,1	35,4	26,4	36,3	85%	86%	90%	4,3%	4,6%	4,9%
Neoen	35,9	0,3	16,1	12,9	0,1	13,0	10,5	1,5	74,6	50,7	18%	81%	81%	100%+	0,1%	0,6%
Renova	4475,0	44,0	36,8	33,7	23,3	15,6	13,9	29,9	73,8	100+	53%	42%	41%	-	-	-
Solaria Energia	17,5	30,6	17,6	12,9	24,2	13,9	10,1	59,2	33,5	24,7	79%	79%	79%	-	-	-
mediana		21,0	16,1	12,9	11,3	13,0	10,5	32,7	53,6	35,6	0,5	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Mix																
Erg	24,9	10,6	10,9	10,3	5,0	5,0	4,9	28,0	30,3	28,6	47%	46%	47%	3,0%	3,0%	3,0%
Innervest	19,9	14,9	14,3	14,0	11,3	11,0	11,0	-	74,3	89,3	76%	77%	79%	3,6%	3,7%	3,7%
Nextera	79,1	0,8	9,9	9,0	0,1	10,7	9,1	3,3	25,6	26,7	18%	109%	101%	100%+	3,7%	4,3%
Northland Power	41,8	14,1	12,7	11,7	7,8	6,8	6,9	45,0	27,4	24,3	55%	54%	59%	2,9%	2,9%	2,9%
Brookfield Renewable	40,3	26,6	24,8	23,6	12,4	11,6	10,8	-	100+	56,3	47%	47%	46%	3,0%	3,2%	3,3%
Meridian Energy	5,3	20,9	21,0	21,1	3,5	4,4	4,6	60,0	58,0	56,2	17%	21%	22%	3,2%	3,2%	3,3%
Verbund	90,7	26,4	19,3	18,7	10,6	8,2	7,9	49,8	35,9	34,5	40%	42%	42%	0,8%	1,4%	1,4%
mediana		14,5	13,5	12,8	6,4	8,8	8,0	36,5	30,3	42,4	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0

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

Wycena spółek rafineryjnych

	cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Spółki rafineryjne																
Lotos	58,08	3,7	4,6	3,6	0,5	0,4	0,4	6,3	12,8	8,3	13%	10%	11%	0,0%	5,2%	5,2%
MOL	2406,00	3,7	4,6	3,9	0,6	0,6	0,6	7,5	16,5	9,8	16%	13%	15%	4,0%	4,3%	4,3%
PKN Orlen	72,50	4,6	6,8	6,1	0,5	0,6	0,6	7,6	23,4	14,0	11%	8%	10%	4,8%	4,8%	4,8%
Hellenic Petroleum	5,66	-	6,9	6,5	0,7	0,5	0,5	-	9,1	7,5	-	8%	8%	1,8%	6,5%	7,9%
HollyFrontier	30,39	-	5,1	4,4	0,7	0,4	0,4	-	9,3	7,9	-	9%	9%	4,6%	3,6%	4,9%
Marathon Petroleum	56,82	-	6,7	6,2	0,8	0,6	0,6	-	18,3	14,6	-	9%	9%	4,1%	4,2%	4,5%
Motor Oil	13,52	6,3	4,8	4,6	0,3	0,3	0,3	9,1	5,9	5,5	5%	6%	7%	6,6%	8,6%	9,5%
Neste Oil	49,55	28,0	16,6	13,7	3,3	2,8	2,5	53,3	26,6	20,8	12%	17%	18%	1,6%	2,0%	2,4%
OMV	46,53	11,4	5,0	5,0	2,0	1,2	1,2	12,1	7,3	7,5	18%	23%	24%	4,0%	4,7%	5,0%
Phillips 66	68,80	-	8,2	7,8	0,7	0,4	0,4	-	12,1	10,4	-	5%	5%	5,2%	5,4%	5,6%
Saras	0,65	-	4,9	4,1	0,2	0,2	0,2	-	29,7	10,5	-	3%	4%	-	1,2%	3,8%
Tupras	100,00	63,6	5,1	4,9	0,6	0,3	0,3	-	7,2	5,8	1%	5%	6%	-	10,0%	14,6%
Valero Energy	63,11	31,8	6,1	5,6	0,6	0,4	0,4	-	12,6	11,3	2%	6%	7%	6,2%	6,4%	6,6%
mediana		8,9	5,1	5,0	0,6	0,4	0,4	8,3	12,6	9,8	11%	8%	9%	4,1%	4,8%	5,0%

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	72,50	4,6	6,8	6,1	0,5	0,6	0,6	7,6	23,4	14,0	11%	8%	10%	4,8%	4,8%	4,8%
Axiall	83,44	10,1	5,3	6,3	1,8	1,3	1,3	32,5	8,9	10,1	18%	24%	21%	1,3%	1,4%	1,5%
Braskem	60,08	20,0	4,7	6,2	1,4	0,9	1,0	-	7,0	13,7	7%	20%	16%	-	5,4%	5,6%
Eastman Chemical	111,78	14,7	9,0	8,8	2,4	2,0	2,0	31,7	11,8	11,0	16%	23%	23%	2,4%	2,7%	2,9%
Huntsman Corp	24,78	9,1	5,8	6,0	1,2	0,9	0,9	5,3	8,0	8,2	13%	16%	15%	2,6%	3,0%	3,2%
Lotte Chemicals	236 000	6,8	3,0	2,9	0,7	0,5	0,4	51,0	6,0	5,9	10%	15%	15%	1,5%	4,3%	4,4%
LyondellBasell	100,04	14,3	5,9	6,2	1,7	1,2	1,2	23,6	6,6	6,7	12%	20%	19%	4,2%	4,6%	5,0%
Mitsubishi Chemical	911,20	13,5	7,4	7,2	1,1	1,0	1,0	-	11,1	10,1	8%	14%	14%	2,6%	2,6%	2,9%
Mitsui Chemicals	3515,00	7,5	5,4	5,5	0,9	0,8	0,8	11,8	7,8	8,5	12%	14%	14%	2,8%	3,2%	3,3%
Westlake Chemical	83,44	10,1	5,3	6,3	1,8	1,3	1,3	32,5	8,9	10,1	18%	24%	21%	1,3%	1,4%	1,5%
mediana		10,1	5,6	6,2	1,3	1,0	1,0	27,6	8,5	10,1	12%	18%	16%	2,6%	3,1%	3,2%

Wycena spółek gazowych

		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 gazowe																
PGNiG	6,24	3,5	3,5	3,4	0,7	0,7	0,7	8,4	9,1	10,0	20%	21%	21%	3,4%	3,6%	3,3%
A2A	1,95	9,4	7,5	7,0	1,5	1,4	1,3	16,6	16,8	15,7	16%	18%	19%	4,1%	4,4%	4,5%
BC Group	14,22	7,7	3,9	4,0	1,1	0,7	0,7	-	6,5	7,0	15%	18%	19%	3,6%	4,7%	5,0%
BP	2,95	-	4,0	4,1	0,7	0,7	0,7	-	7,0	7,0	-	17%	17%	8,3%	5,5%	5,7%
Centrica	0,51	2,1	2,4	2,4	0,2	0,2	0,2	72,6	7,9	7,3	8%	10%	10%	-	5,9%	6,9%
Enagas	19,98	13,3	10,9	11,3	8,8	9,9	10,4	11,8	13,6	14,1	66%	90%	92%	8,4%	8,6%	8,7%
Endesa	21,16	7,8	7,4	7,1	1,8	1,5	1,5	16,0	13,2	12,7	23%	21%	21%	5,6%	5,3%	5,5%
Engie	12,32	10,4	5,6	5,5	1,0	1,0	1,0	-	11,3	10,7	10%	18%	18%	4,3%	6,4%	6,7%
Eni	10,23	13,0	3,2	3,2	1,2	0,8	0,7	-	9,7	9,5	9%	24%	24%	3,5%	8,1%	7,6%
Equinor	185,48	11,6	2,6	2,7	1,5	1,0	1,0	-	10,7	11,5	13%	40%	39%	2,1%	3,8%	4,0%
Gas Natural SDG	22,10	11,5	9,7	9,4	2,5	2,0	2,0	-	16,8	16,3	22%	21%	21%	6,4%	6,3%	5,9%
Gazprom	297,58	3,8	3,7	3,9	1,2	1,1	1,2	4,0	4,0	4,3	31%	30%	30%	10,8%	11,8%	10,9%
Hera	3,76	7,5	7,3	7,1	1,2	1,1	1,1	18,5	16,4	16,1	16%	15%	15%	2,9%	3,2%	3,4%
NovaTek	235,50	33,8	13,5	13,3	7,2	5,2	5,0	15,2	15,0	15,0	21%	38%	38%	3,3%	3,4%	3,3%
ROMGAZ	32,45	5,4	3,7	3,4	2,4	1,9	1,7	10,0	8,2	7,4	45%	50%	51%	5,0%	6,9%	7,1%
Shell	16,76	7,9	3,9	4,0	1,2	0,7	0,7	-	6,6	7,1	15%	18%	19%	3,4%	4,7%	5,0%
Snam	5,29	14,8	14,2	13,7	11,5	11,0	10,4	16,1	15,5	15,4	78%	77%	76%	4,7%	5,3%	5,3%
Total	#N/A N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mediana		8,7	4,0	4,1	1,2	1,1	1,1	15,6	10,7	10,7	18%	21%	21%	4,2%	5,3%	5,5%

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	2406,00	5,2	3,6	3,5	0,7	0,6	0,6	-	6,8	6,6	14%	15%	16%	3,5%	4,6%	4,8%
Bashneft	1473,00	11,6	3,1	2,9	0,7	0,5	0,5	-	6,2	4,3	6%	15%	16%	7,3%	8,1%	11,7%
BP	2,95	-	4,0	4,1	0,7	0,7	0,7	-	7,0	7,0	-	17%	17%	8,3%	5,5%	5,7%
Dana Gas	0,95	-	8,8	8,0	5,1	5,2	5,2	-	15,6	15,6	-	59%	65%	21,2%	10,8%	10,8%
Eni	10,23	13,0	3,2	3,2	1,2	0,8	0,7	-	9,7	9,5	9%	24%	24%	3,5%	8,1%	7,6%
Equinor	185,48	11,6	2,6	2,7	1,5	1,0	1,0	-	10,7	11,5	13%	40%	39%	2,1%	3,8%	4,0%
Gazprom Neft	425,50	7,2	3,8	3,9	1,3	0,9	0,9	17,1	5,1	5,2	18%	23%	23%	5,8%	9,5%	8,8%
Gulf Keystone	1,52	7,3	1,9	1,9	3,4	1,3	1,3	-	4,5	4,6	47%	66%	67%	-	6,3%	7,4%
Lukoil	6469,00	6,8	3,7	3,9	0,8	0,6	0,6	100+	7,0	7,3	12%	15%	15%	6,1%	11,7%	9,7%
Occidental Petroleum	23,47	-	5,4	5,7	3,9	2,7	2,8	-	25,1	52,2	-	49%	48%	3,5%	1,7%	0,9%
Repsol	9,66	-	3,8	3,7	0,7	0,5	0,5	-	6,7	6,5	-	14%	15%	9,5%	6,3%	6,8%
Rosneft Oil	544,20	9,8	4,0	4,2	1,7	1,1	1,1	36,6	4,7	5,0	17%	27%	26%	1,8%	9,9%	9,3%
Shell	16,76	7,9	3,9	4,0	1,2	0,7	0,7	-	6,6	7,1	15%	18%	19%	3,4%	4,7%	5,0%
Surgutneftegas	38,88	-	-	-	-	-	-	4,6	4,0	4,8	-	-	-	4,3%	6,9%	7,3%
Tullow Oil	0,43	-	4,8	4,5	3,0	3,5	3,4	-	6,4	5,9	-	72%	74%	-	-	-
mediana		7,9	3,8	3,9	1,3	0,8	0,8	17,1	6,7	6,6	14%	24%	24%	4,3%	6,6%	7,4%

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	35,95	2,3	2,1	1,6	0,5	0,5	0,4	6,5	6,9	5,1	22%	23%	24%	0,0%	0,0%	7,3%
KGHM	177,15	3,1	3,0	2,9	1,0	0,9	0,9	5,6	6,1	6,4	33%	31%	30%	0,8%	5,6%	9,8%
Stalprodukt	328,00	3,3	3,7	3,4	0,4	0,4	0,4	7,3	10,1	9,9	12%	11%	11%	1,8%	6,8%	5,9%
LW Bogdanka*	25,65	1,1	1,1	1,1	0,4	0,3	0,3	12,0	5,3	5,6	32%	28%	28%	-	-	-
Anglo American	29,11	2,7	3,4	4,1	1,4	1,5	1,6	5,2	6,8	8,5	50%	43%	39%	9,7%	6,8%	5,3%
Antofagasta	14,28	7,7	4,8	4,8	3,9	3,1	3,2	35,7	14,1	15,2	50%	66%	66%	3,0%	3,9%	3,3%
BHP Group	22,08	5,0	4,5	5,6	3,2	2,9	3,4	13,3	7,7	10,8	63%	65%	61%	9,4%	10,6%	7,3%
Freeport-McMoRan	34,20	15,6	4,9	5,0	4,4	2,5	2,6	83,4	9,8	11,9	28%	52%	52%	0,1%	2,0%	1,9%
Glencore	3,18	9,4	5,0	5,4	0,6	0,4	0,4	-	8,5	9,4	6%	8%	8%	-	6,8%	6,2%
Grupo Mexico	88,56	6,7	4,8	4,8	3,5	2,7	2,7	13,7	8,7	8,5	52%	57%	56%	3,3%	6,8%	6,2%
Kaz Minerals	8,49	6,2	4,9	2,8	3,2	2,6	2,0	8,1	6,2	4,0	53%	53%	72%	0,4%	1,1%	3,1%
Rio Tinto	52,54	5,3	3,7	4,8	2,5	2,2	2,5	11,2	6,5	9,3	47%	59%	52%	6,9%	11,4%	8,0%
Boliden	305,70	18,7	5,0	5,3	1,2	1,3	1,3	100+	10,1	11,1	6%	25%	25%	0,0%	5,2%	4,9%
OZ Mineralz	21,32	5,9	6,3	6,6	1,0	3,6	3,7	8,3	11,4	11,4	18%	58%	55%	5,0%	1,6%	1,8%
Lundin Mining	9,97	0,4	3,4	3,7	0,1	1,9	2,0	0,4	7,0	7,9	18%	57%	55%	100%+	5,7%	6,1%
First Quantum Minarals	25,03	5,7	4,5	4,8	2,9	2,7	2,8	14,3	7,7	8,3	51%	59%	58%	0,0%	0,2%	0,6%
Norilsk Nickel	32,04	5,6	5,4	5,6	3,4	3,3	3,4	8,1	7,7	8,7	61%	61%	61%	8,5%	7,8%	7,1%
Peabody Enelgy Group	13,76	4,6	4,3	5,2	0,8	0,7	0,8	-	100+	-	17%	17%	15%	-	-	-
ARCH Coal	68,89	0,1	4,1	4,4	0,0	0,8	0,9	2,8	6,2	6,1	18%	20%	20%	100%+	3,2%	5,3%
Bukit Asam	2100,00	4,0	4,1	3,9	0,9	0,9	0,9	7,1	7,2	7,1	23%	22%	22%	6,4%	8,4%	8,3%
Teck resources	20,99	4,6	4,3	4,0	1,9	1,8	1,6	7,5	7,0	7,2	42%	42%	41%	0,8%	0,8%	1,1%
Warrior Met Coal	19,75	4,9	4,3	4,4	1,5	1,2	1,2	30,9	9,1	10,1	30%	28%	26%	1,0%	1,0%	1,0%
Southern CC	62,70	13,2	9,0	9,6	6,6	5,2	5,3	30,9	15,1	15,9	50%	58%	55%	2,4%	4,2%	3,9%
mediana		5,0	4,3	4,8	1,4	1,8	1,6	8,2	7,7	8,6	32%	43%	41%	2,1%	5,2%	5,3%

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	659,00	8,7	9,8	9,6	1,8	1,7	1,7	12,4	14,3	14,2	20%	18%	17%	6,8%	7,6%	6,6%
Alumetal*	62,00	0,2	8,0	6,7	0,0	0,5	0,5	100+	11,0	10,4	6%	7%	7%	0,2%	8,6%	7,3%
Mercor*	17,45	7,4	-	-	-	-	-	10,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Alcoa	41,11	9,5	3,7	4,0	1,1	0,9	0,9	-	8,5	9,2	11%	24%	23%	-	0,1%	0,1%
AMAG	38,30	0,1	9,3	8,8	0,0	1,3	1,3	1,6	21,0	18,2	18%	14%	14%	100%+	2,6%	2,6%
Amcor	12,68	12,7	11,2	10,9	1,9	1,8	1,8	21,0	15,7	15,1	15%	16%	16%	4,6%	3,8%	3,9%
Century Aluminum	11,45	7,0	2,2	6,4	0,7	0,6	0,6	-	6,5	12,1	9%	26%	10%	-	-	-
Granges	104,90	0,7	6,9	6,4	0,1	0,8	0,7	4,3	10,6	9,4	18%	11%	11%	100%+	2,7%	3,3%
Constellium	19,43	11,6	6,7	6,0	0,9	0,7	0,7	-	11,2	9,0	8%	11%	11%	-	-	1,4%
Fuji Seal	2413,00	6,5	6,1	5,6	0,8	0,8	0,7	16,0	14,2	12,9	13%	13%	13%	1,3%	1,5%	1,6%
Rusal	5,19	-	-	-	-	-	-	13,4	3,0	3,0	-	-	-	-	4,6%	4,9%
Kaiser Aluminum	121,40	19,5	8,5	8,3	2,3	0,9	0,7	66,7	15,6	15,2	12%	10%	8%	2,2%	2,5%	-
Nippon Steel & Sumitomo	1909,00	18,0	5,2	6,0	0,9	0,7	0,7	-	5,1	6,5	5%	13%	12%	0,5%	5,4%	5,0%
Norsk Hydro Asa	58,50	8,3	4,9	4,9	0,9	0,9	0,9	65,0	9,5	9,4	11%	18%	17%	2,1%	4,2%	4,7%
Uacj	2496,00	10,2	8,0	7,5	0,8	0,7	0,6	-	10,6	9,5	8%	8%	9%	-	1,9%	2,2%
mediana		8,5	6,9	6,4	0,9	0,8	0,7	13,4	10,8	9,9	11%	13%	12%	2,1%	3,3%	3,6%

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

Wycena spółek nawozowych

		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 nawozowe																
Grupa Azoty	29,90	8,0	11,4	9,2	0,7	0,8	0,8	17,9	-	-	9%	7%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	12,25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acron	6026,00	10,0	7,8	7,3	3,0	2,4	2,3	68,7	10,9	8,7	30%	31%	31%	7,4%	6,2%	6,1%
CF Industries	44,80	9,6	6,9	7,6	3,8	2,7	2,9	30,3	10,3	11,6	39%	40%	39%	2,7%	2,7%	2,7%
Israel Chemicals	22,42	15,4	7,1	7,2	2,1	1,7	1,7	100+	13,2	14,3	14%	24%	23%	1,5%	3,9%	3,7%
K+S	11,53	8,1	4,2	4,8	1,3	1,0	1,0	-	9,1	11,8	16%	23%	21%	-	2,7%	3,1%
Phosagro	4581,00	8,4	5,4	5,7	2,8	2,1	2,1	35,0	7,9	9,1	34%	39%	37%	5,5%	9,8%	9,1%
The Mosaic Company	31,26	11,4	4,9	5,6	1,8	1,3	1,4	17,8	8,1	9,7	15%	27%	25%	0,6%	0,9%	1,0%
Yara International	455,90	7,0	6,1	5,9	1,3	1,1	1,1	18,8	12,3	11,9	18%	18%	19%	78,5%	5,3%	5,4%
mediana		9,0	6,5	6,6	1,9	1,5	1,5	24,5	10,3	11,6	17%	25%	24%	2,7%	3,3%	3,4%

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	57,20	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*	53,20	2,8	3,7	3,4	1,0	1,0	1,0	3,3	4,6	4,5	36%	28%	30%	4,4%	6,7%	6,7%
Agrana Beteiligungs	18,80	9,8	8,8	7,8	0,7	0,6	0,6	19,6	18,1	13,9	7%	7%	8%	4,5%	4,8%	5,1%
Bunge Limited	74,86	9,2	9,1	8,9	0,5	0,3	0,4	9,4	9,8	9,6	5%	4%	4%	2,7%	3,0%	3,1%
Cosan	22,12	34,0	6,9	6,2	1,2	0,8	0,7	10,0	15,8	13,0	4%	11%	12%	2,4%	1,7%	2,3%
MHP	5,48	5,4	4,4	4,5	1,1	0,9	0,9	-	5,6	4,2	21%	21%	21%	5,1%	5,1%	13,7%
Nisshin Oillio	3050,00	8,5	8,8	8,2	0,5	0,5	0,4	11,0	12,6	11,4	6%	5%	5%	2,6%	2,9%	3,0%
Suedzucker	13,88	9,3	7,7	6,6	0,8	0,8	0,7	-	17,2	10,6	9%	10%	11%	1,4%	2,0%	2,8%
Industrial Milk Company	29,10	4,3	6,0	-	2,0	2,1	-	-	-	-	46%	36%	-	-	-	-
Archers Daniels Midland	59,31	2,2	9,9	9,8	0,4	0,5	0,5	2,4	13,0	13,0	18%	5%	6%	100%+	2,6%	2,7%
Golden Agri Resources	0,24	4,8	5,0	4,9	0,5	0,5	0,5	6,9	7,7	7,3	11%	11%	11%	4,6%	4,2%	4,2%
Felda Global Ventures	1,31	6,8	7,3	7,3	0,6	0,6	0,6	16,4	18,2	16,6	9%	8%	8%	3,4%	3,2%	3,6%
GrainCorp	6,10	9,3	10,5	12,9	0,6	0,7	0,8	10,7	12,1	18,3	7%	6%	6%	4,7%	4,6%	3,3%
Wilmar Int.	4,19	12,9	11,2	10,5	0,8	0,7	0,7	12,6	11,6	11,0	6%	6%	7%	3,2%	4,0%	4,0%
mediana		7,6	7,5	7,3	0,7	0,7	0,6	10,7	12,1	11,0	9%	9%	8%	3,3%	3,2%	3,3%

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, Energoaparaty, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, 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, Vercom, 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 Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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

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

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

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

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