

wtorek, 31 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 w Niemczech wyznaczyły nowe rekordy na poziomie 87 EUR/MWh, napędzane przez drożące uprawnienia do emisji (61 EUR/t) oraz kontynuację wzrostów na węglu i gazie. Takie otoczenie bardzo mocno sprzyja czystym zintegrowanym wytwórcóm (CEZ). W Polsce kontrakt roczny na TGE rośnie zdecydowanie wolniej i w efekcie ostatnim tygodniu modelowa marża CDS spadła o kolejne 5 PLN/MWh, a marża dla węgla brunatnego zanotowała nowe minima. Ujemny spread PL/DE (~20 PLN/MWh) powinien jednak zapewniać wyższą utylizację mocy w polskich elektrowniach, co będzie częściowo kompensować gorsze marże. Nadal notujemy wysoki poziom cen zielonych certyfikatów (193 PLN/MWh).

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne oscylują obecnie w okolicach 4-5 USD/Bbl, ale warto odnotować kontynuację poprawy cracków na średnich destylatach. Zapasy diesla w portach ARA kontynuują trend spadkowy (wbrew wzorcom sezonowym) i są już 22% niższe r/r. Ruch lotniczy w Europie dalej się odbudowuje i obecnie liczba lotów stanowi 71% poziomu referencyjnego z 2019 roku. Huragan Ida powinien w najbliższych tygodniach wspierać dodatkowo cracki benzynowe, co powinno dalej odbudowywać rentowność przerobu. Dyferencjał Ural/Brent utrzymuje się blisko 2 USD/Bbl, co również jest dobrą informacją dla sektora. W petrochemii ostatni tydzień przyniósł nieco gorsze odczyty, zarówno na olefinach jak i polimerach. Nadal rekordowe cracki utrzymują się w przypadku butadienu.

Rynek gazu

Ceny gazu notują kolejne rekordy (1M FWD 47 EUR/MWh, a 1Y FWD 33 EUR/MWh), co oczywiście nadal jest pochodną niskich stanów magazynowych (67% vs 83% 5-letnia średnia) i optymistycznych dla konsumpcji prognoz pogody w zbliżającym się sezonie grzewczym.

Rynek metali

Konferencja w Jackson Hole zaskoczyła pozytywnie i odsunęła w czasie możliwe rozpoczęcie taperingu. To pozytywna informacja dla rynku surowców, któremu dodatkowo wkrótce mogą pomóc problemy po stronie produkcji (4-ta fala COVID, strajki w kopalniach).

Ceny aluminium wzrosły do najwyższego poziomu od 13 lat, co sprzyja jego producentom jak Alcoa, Norsk Hydro i Rusal. Bardzo prawdopodobne dalsze cięcia produkcyjne w Chinach, która odpowiadają za 55% wolumenów produkcji metalu) naszym zdaniem przekładać się będą na kolejne wzrost cen, być może nawet do 3000 USD/t. Ponad 80% produkcji aluminium w Chinach oparte jest na energetyce węglowej, a produkcja metalu emituje najwięcej CO₂ po energetyce zawodowej i produkcji stali. Wyższe ceny wymagają od przetwórców aluminium większego zaangażowania w kapitał obrotowy, co zmniejsza z kolei potencjał dywidendowy w krótkim terminie (patrz Alumetal, Grupa Kęty).

Rynek węgla koksowego

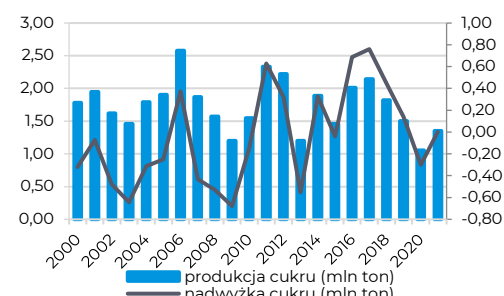
Ceny węgla koksowego biją kolejne rekordy (Australia prawie 250 USD/t, Chiny blisko 400 USD/t, Atlantyk ponad 300 USD/t). Otoczenie mocno sprzyja JSW, która ma szansę na dynamiczną poprawę wyników w 2H'21.

Rynek spożywczy

Dalszy wzrost cen gazu ziemnego przekłada się na spadki marży na produkcji nawozów saletranych (negatywnie dla Grupy Azoty i Yara—patrz strona 15).

Zaplanowane na 10-16 września manewry wojsk rosyjskich ZAPAD-21 mogą tymczasowo osłabić sentyment wokół spółek z Ukrainy.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, mBank

Bilans produkcji cukru na Ukrainie

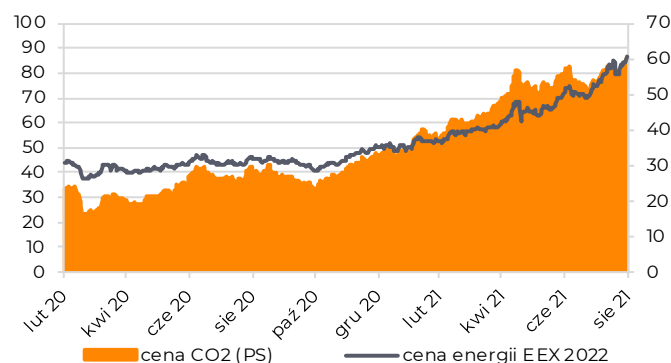
W sezonie 2021/22 zakładamy, że przy większym o 5% r/r areale buraka cukrowego i stabilizacji zbiorów z hektara oczekujemy, że produkcja cukru wrócić może do poziomu 1,35 mln ton, co oznaczać będzie, że rynek w kolejnym sezonie będzie zbilansowany (vs. 0,3 mln ton deficytu w sezonie 2020/21). Obecnie ceny cukru na Ukrainie są o 70% wyższe niż na świecie, co może sugerować nadchodzącą korektę i spadki cen akcji Astarty.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

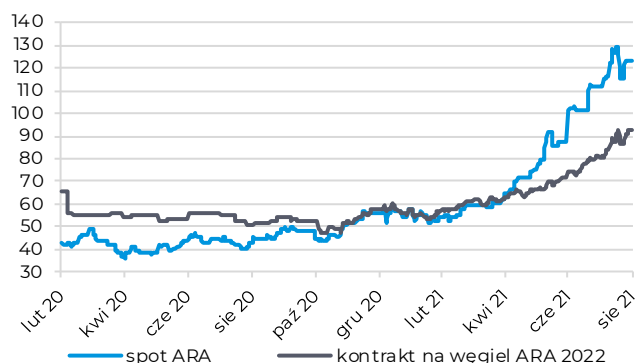
Spółka	1W	YTD
Polenergia	-8,0%	+31%
Astarta	-3,2%	+105%
Cognor	-2,6%	+158%
Grupa Azoty	-2,3%	+6%
Stalprodukt	-1,7%	+9%
ZA Puławy	-1,4%	+1%
ZE PAK	-1,1%	-0%
Alumetal	-0,3%	+37%
Ciech	-0,2%	+52%
ZCh Police	+0,0%	+0%
Tauron	+0,0%	+33%
Enea	+0,3%	+50%
Kernel	+0,3%	+20%
Tupras	+0,5%	-8%
MOL	+0,6%	+15%
Lotos	+0,7%	+41%
Boryszew	+0,8%	+15%
LW Bogdanka	+1,0%	+35%
PGE	+1,0%	+52%
PGNiG	+1,5%	+18%
OMV	+1,7%	+49%
KGHM	+2,0%	-0%
PKN Orlen	+2,0%	+35%
CEZ	+2,0%	+43%
Mangata	+2,4%	+27%
IMC	+2,7%	+85%
Kęty	+3,2%	+49%
PCC Rokita	+5,9%	+65%
JSW	+9,2%	+51%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+2,6%	+24%
Chemia	-0,7%	+23%
Energia	+0,1%	+41%
Paliwa	+1,7%	+30%
Spożywczy	-0,5%	+24%
Surowce	+2,5%	+3%
Ukraina	-1,5%	+50%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+4,9%	+23%
Oil & Gas E&P	+3,2%	+32%
Refining EU	+5,5%	+16%
Refining US	+4,1%	+24%
Agri & Food	+0,5%	+15%
Kauczuki	+2,7%	+10%
Nawozy	+1,6%	+34%
Chemicals EU	+1,1%	+17%
Industrials EU	+0,7%	+25%
Petchem World	+3,9%	+27%
Utilities EU	-2,1%	+6%
Utilities US	-0,5%	+10%

Energetyka

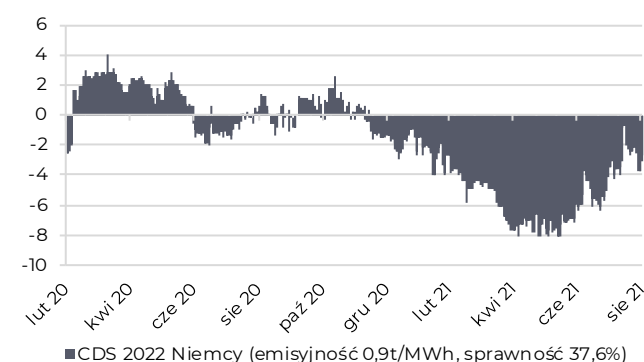
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



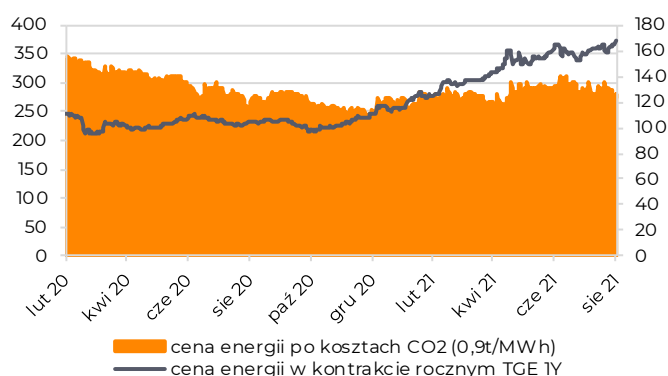
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



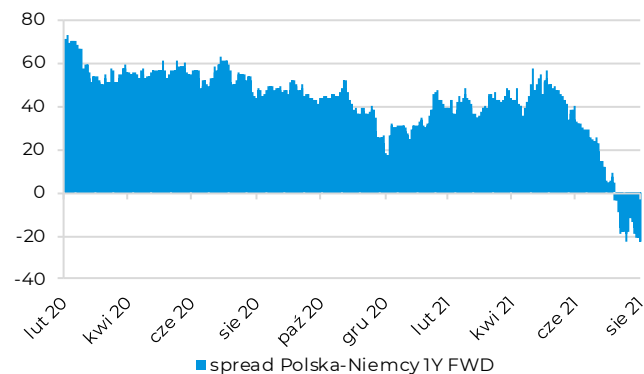
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



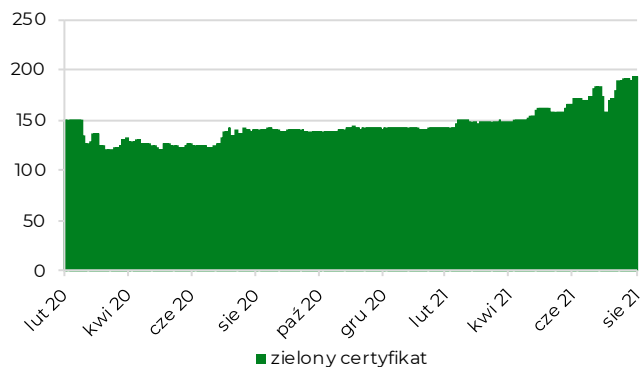
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



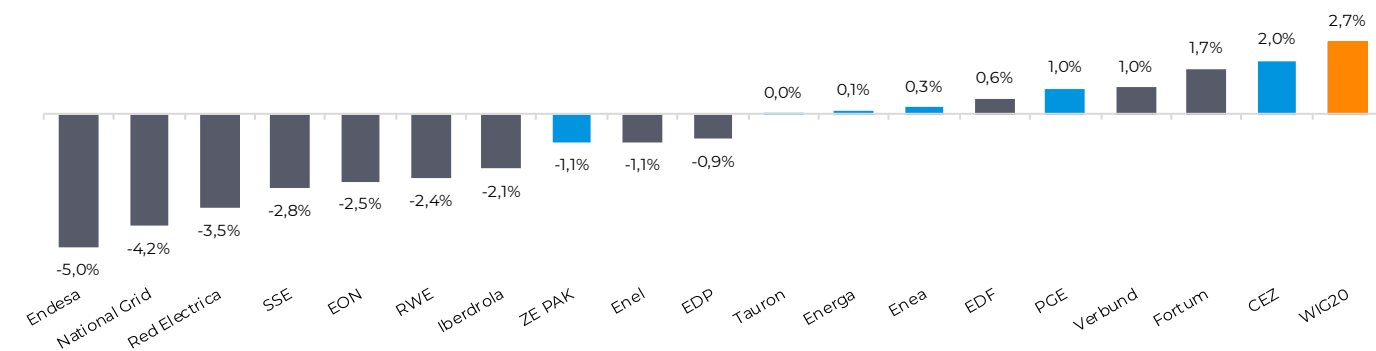
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



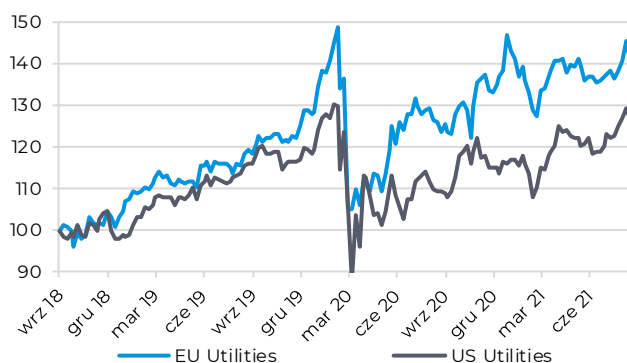
Tygodniowy performance spółek energetycznych



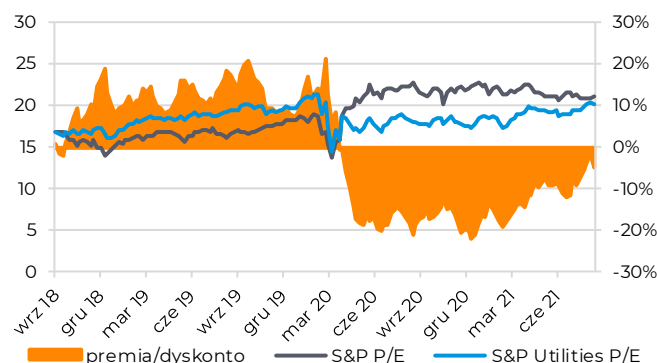
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

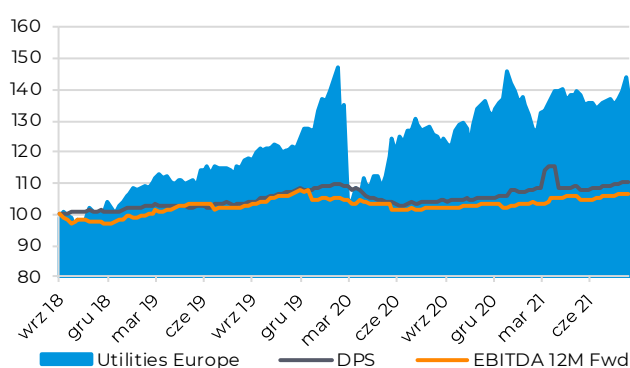
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



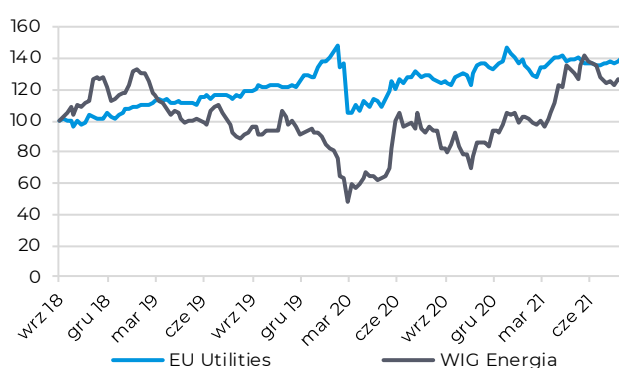
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



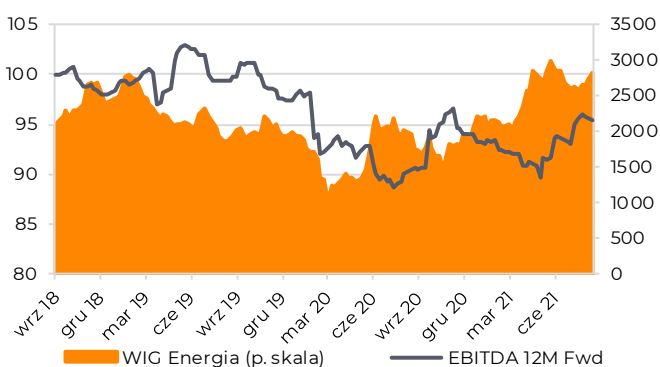
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



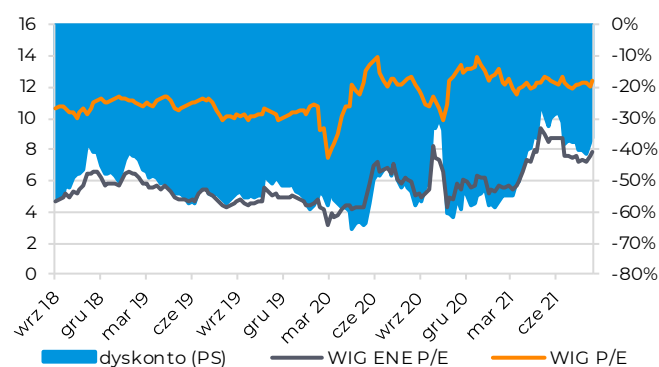
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



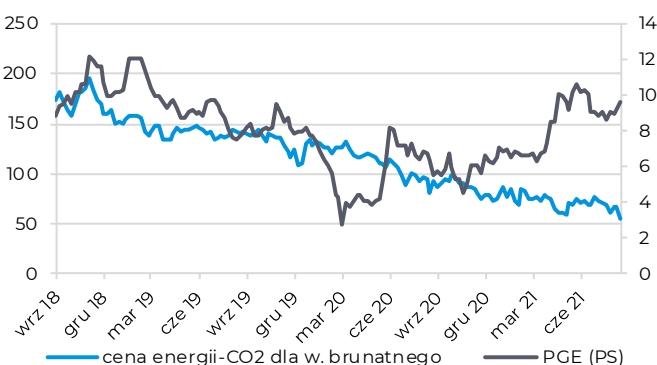
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



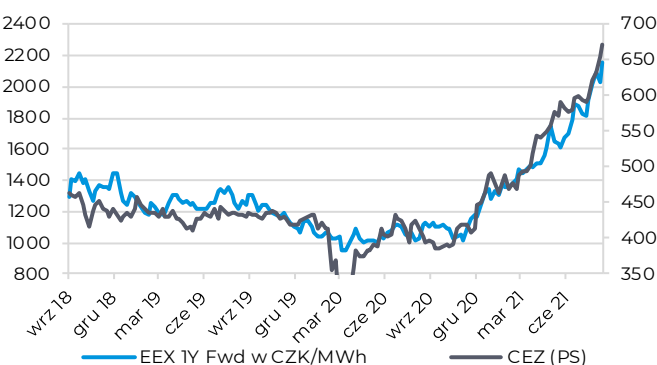
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



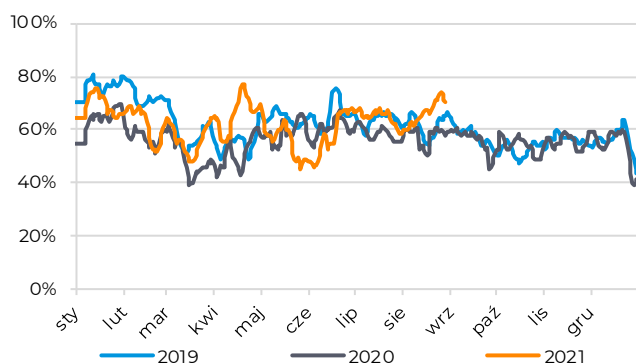
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



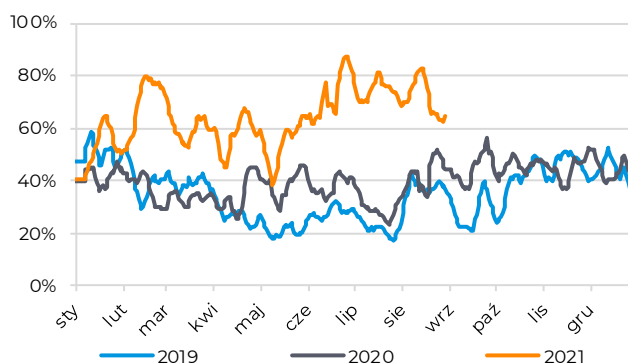
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

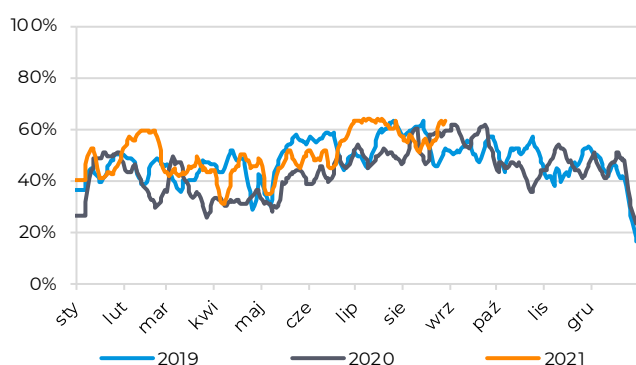
Load factor elektrowni Bełchatów



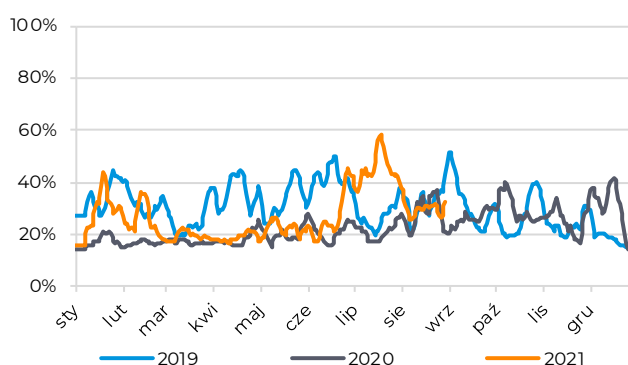
Load factor elektrowni Turów



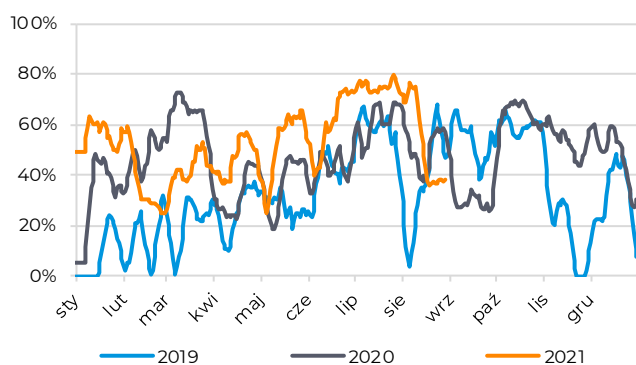
Load factor elektrowni Kozienice



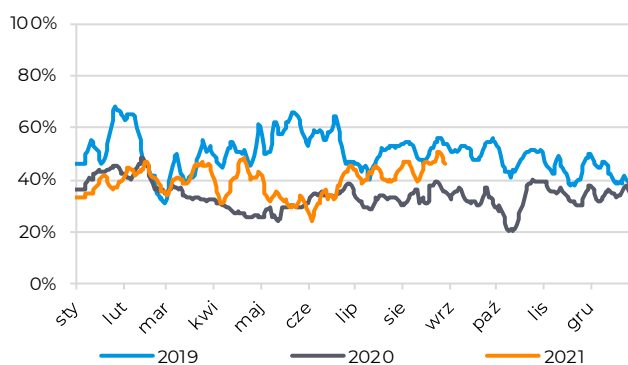
Load factor elektrowni Jaworzno



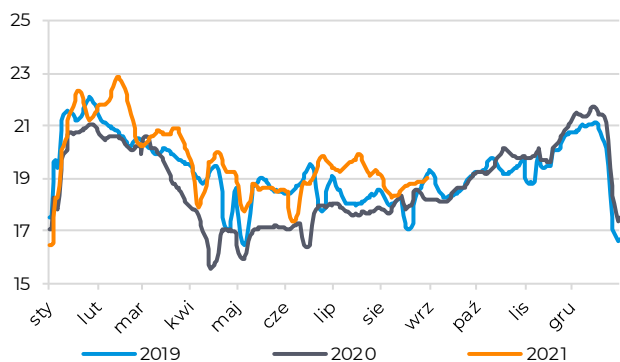
Load factor elektrowni Opole B5/B6



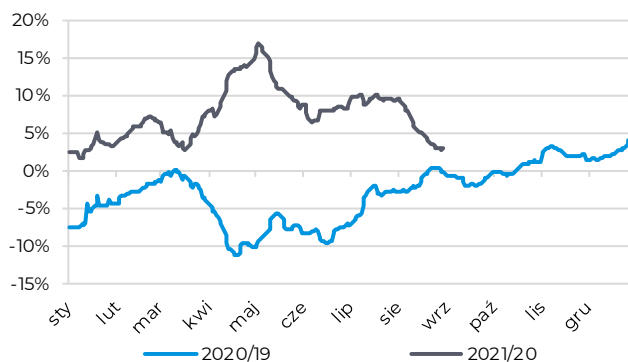
Load factor elektrowni Połaniec



Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)



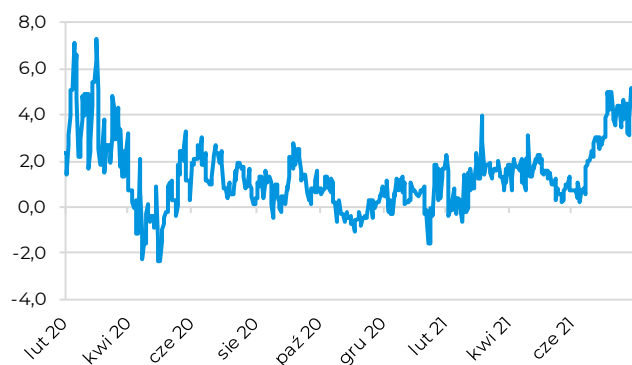
Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE



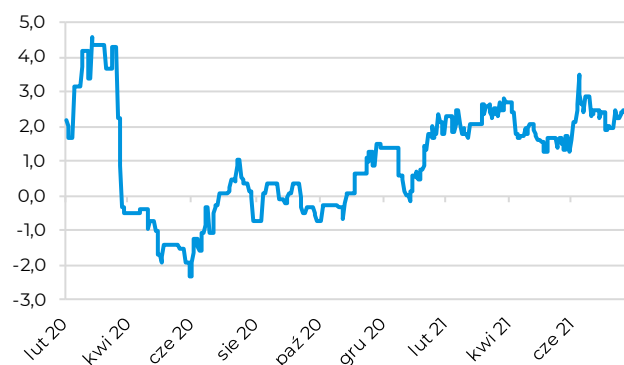
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

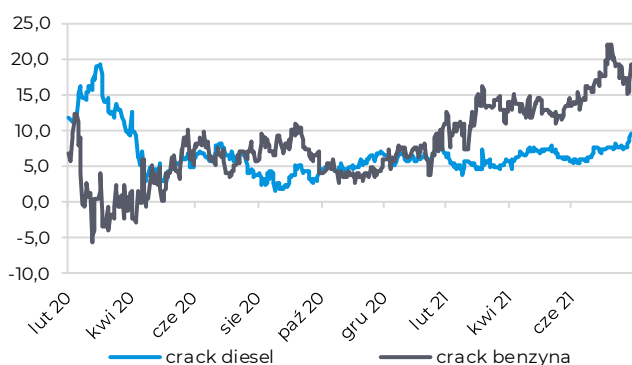
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



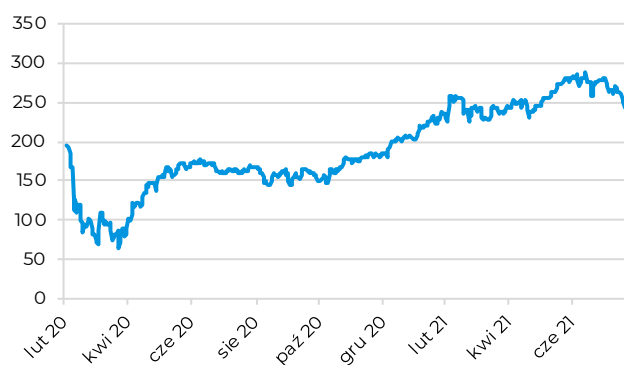
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



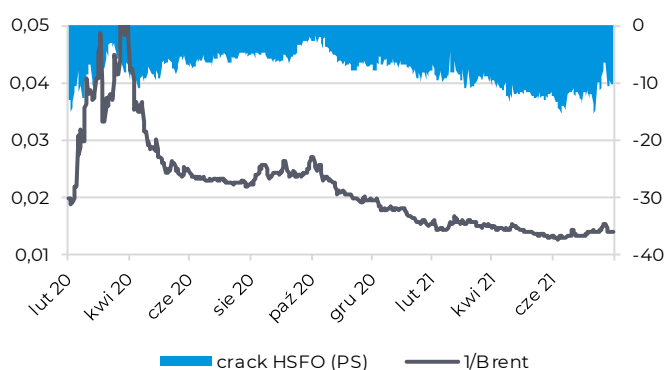
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



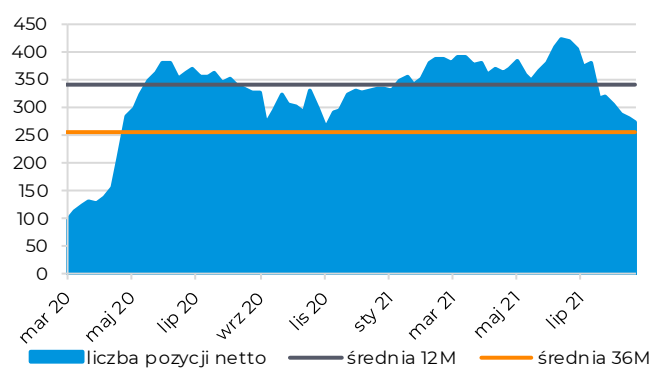
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



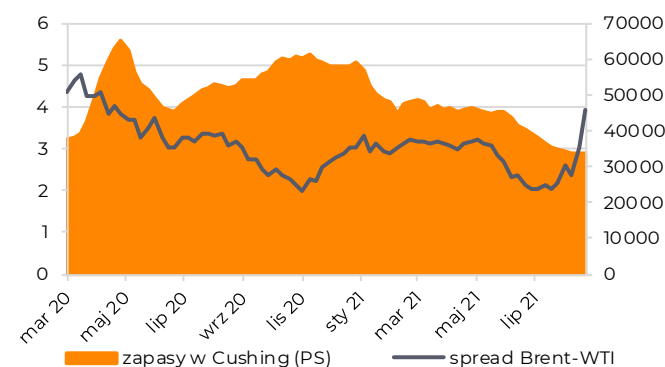
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



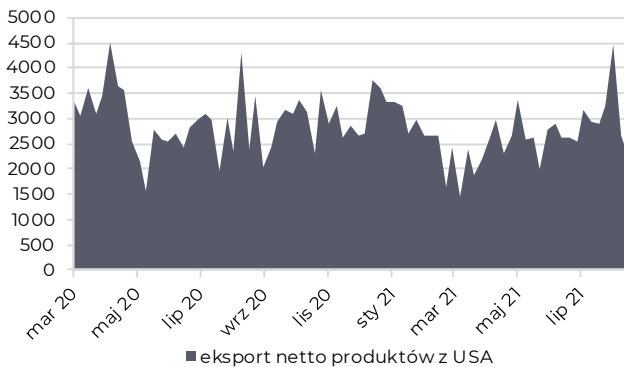
Spekulacyjne pozycje na ropy netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



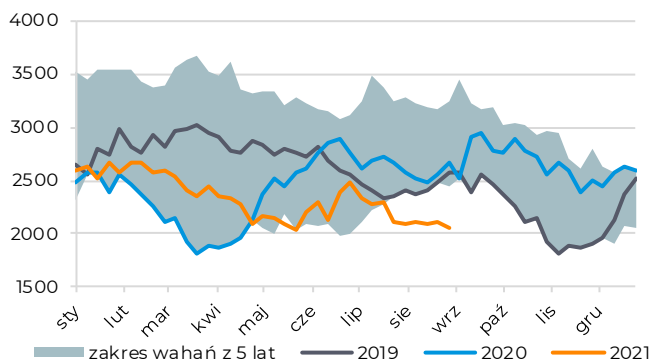
Eksport netto paliw z USA



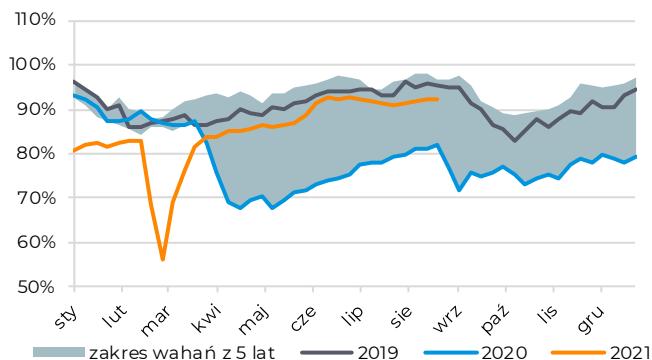
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

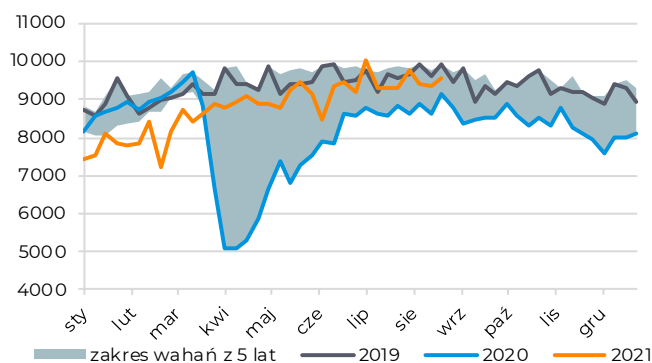
Zapasy diesla w portach ARA



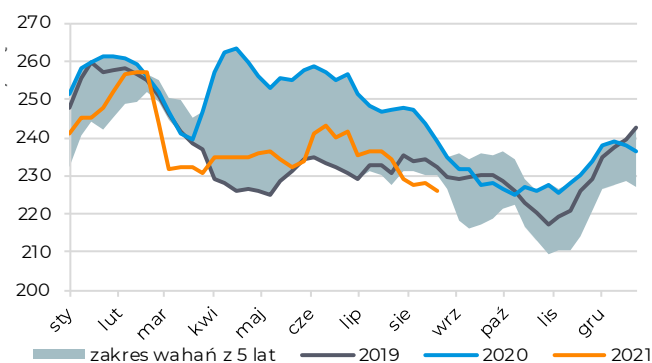
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



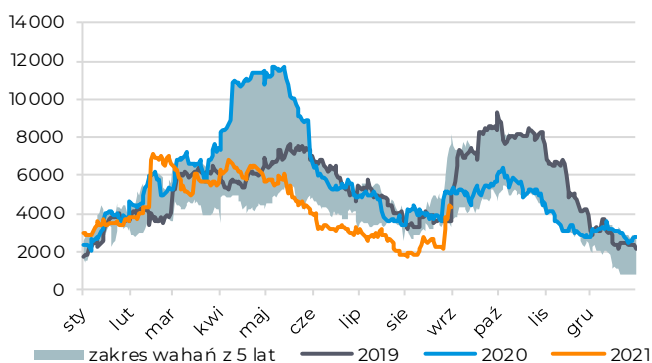
Popyt na benzynę w USA



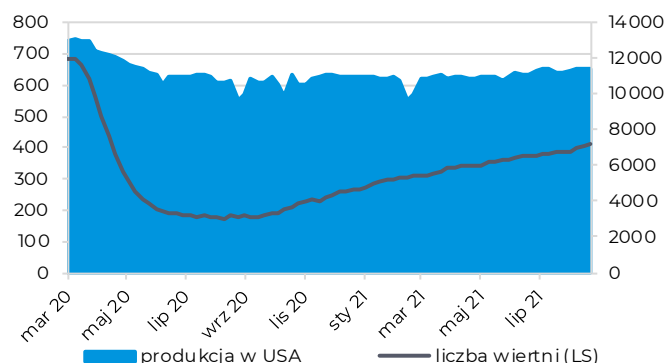
Zapasy benzyny w USA



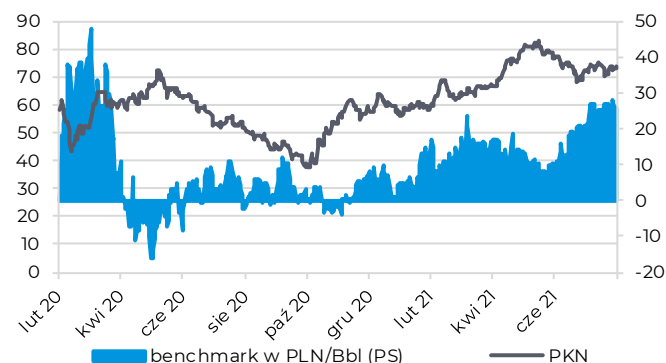
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



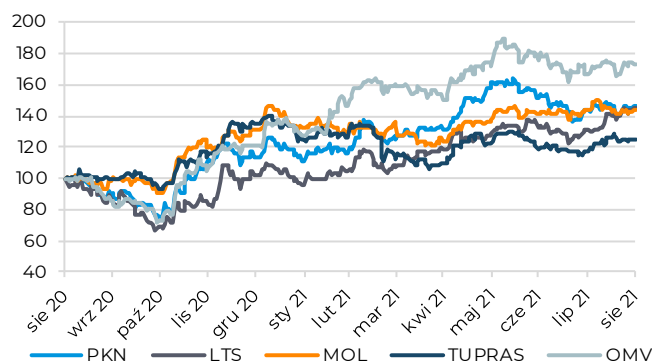
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



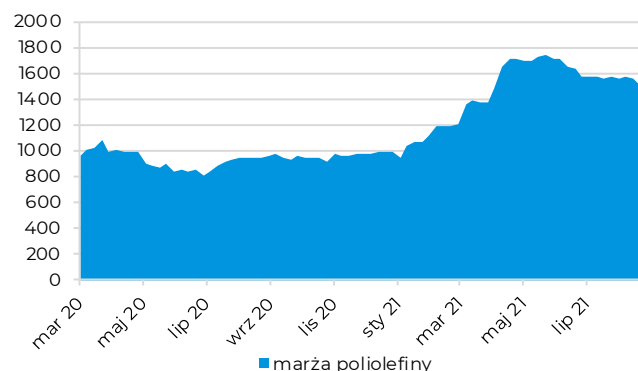
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



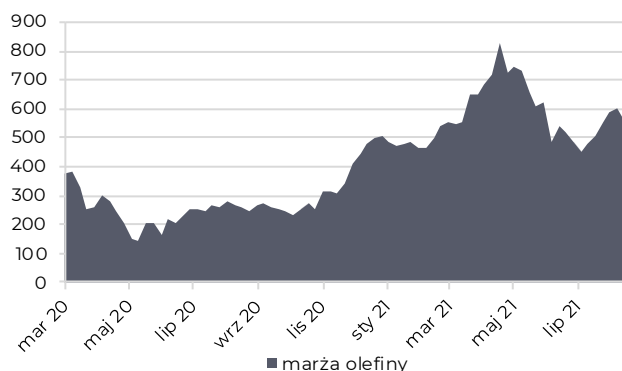
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

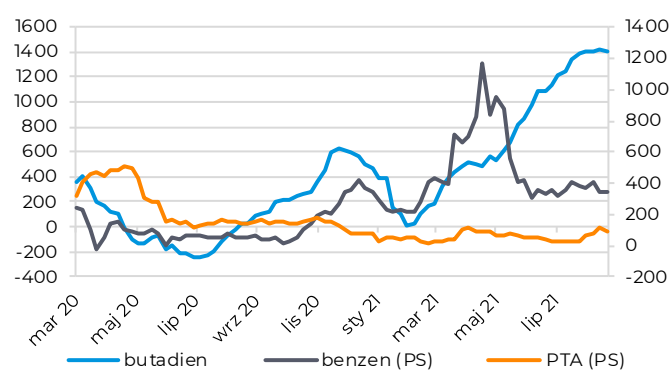
Marża petrochemiczna poliolefiny



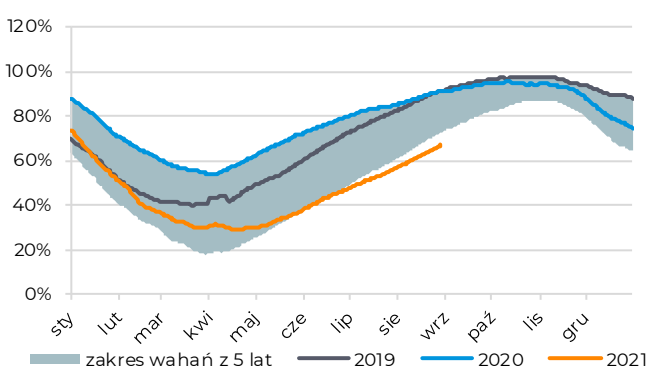
Marża petrochemiczna olefiny



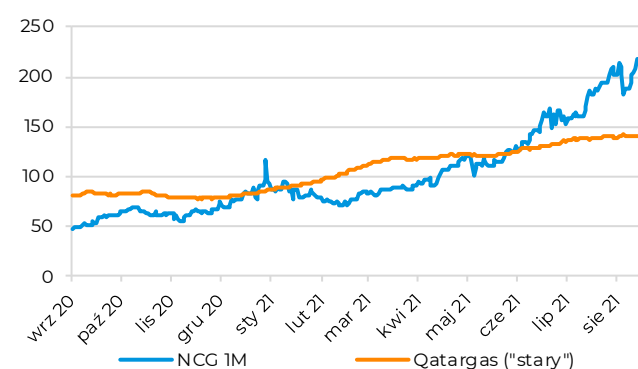
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



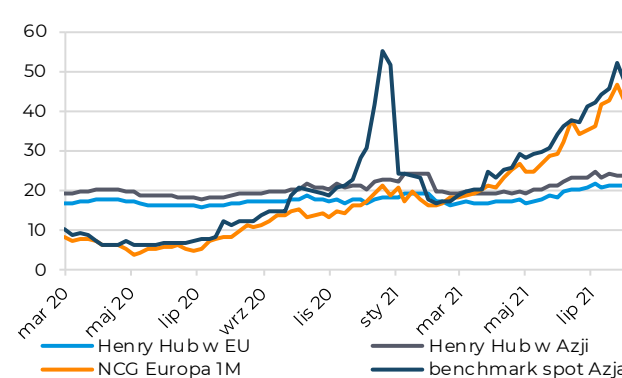
Napełnienie magazynów gazu w UE



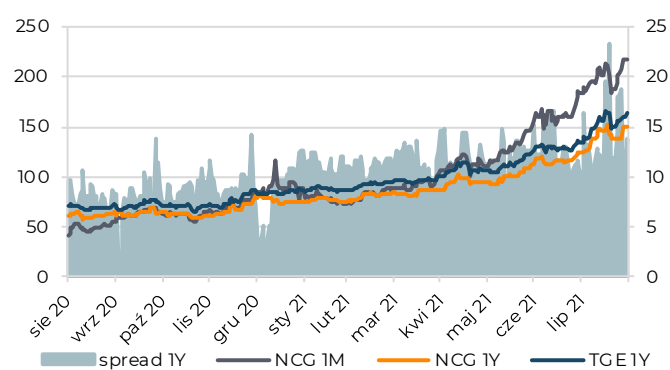
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



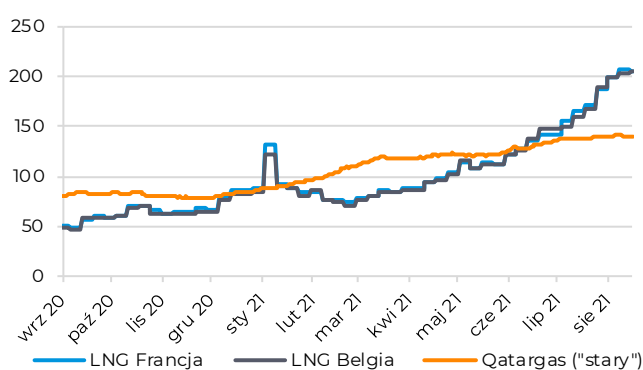
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



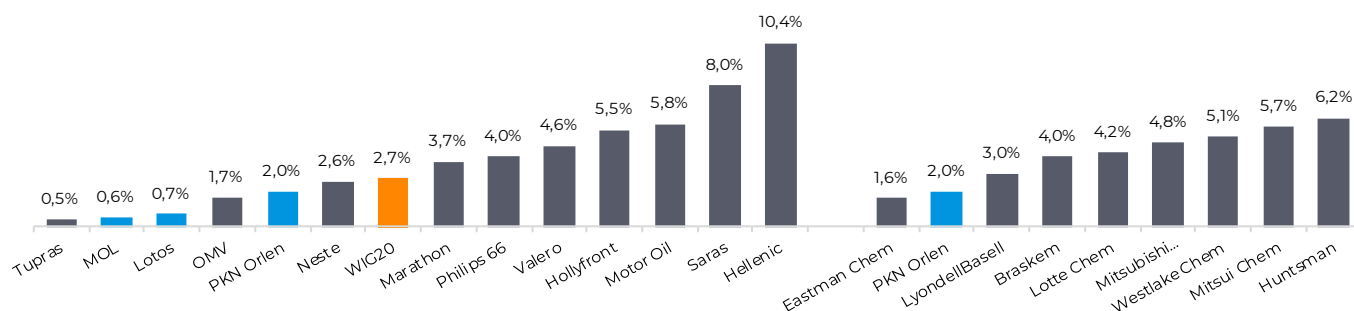
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



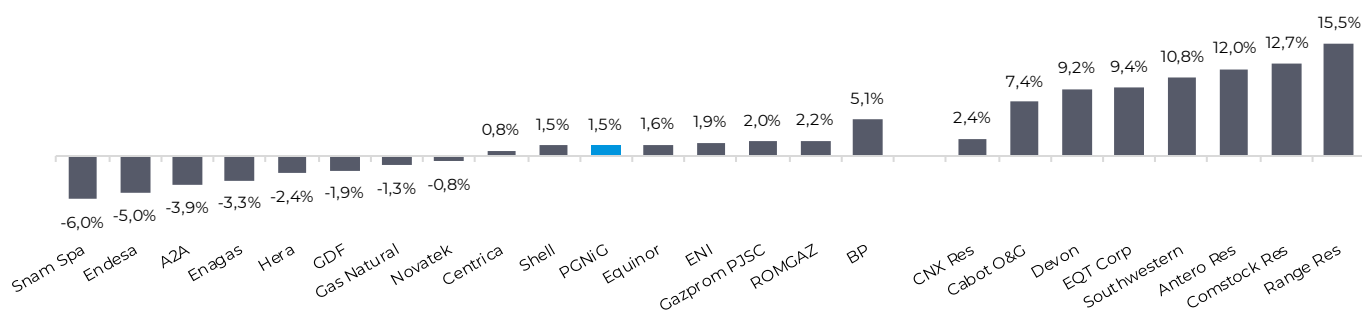
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

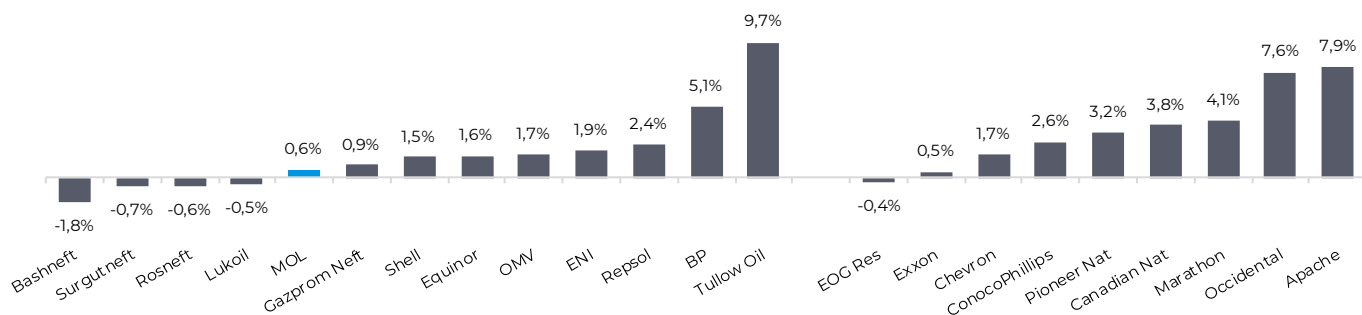
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



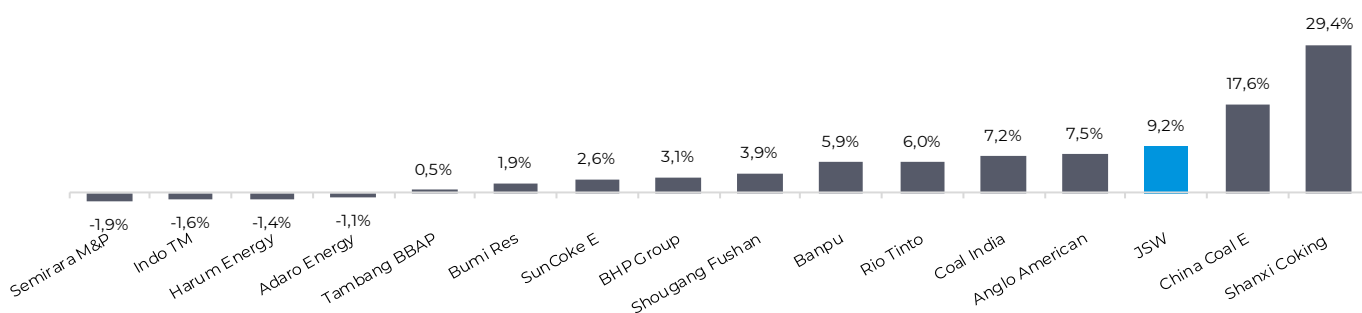
Spółki gazowe



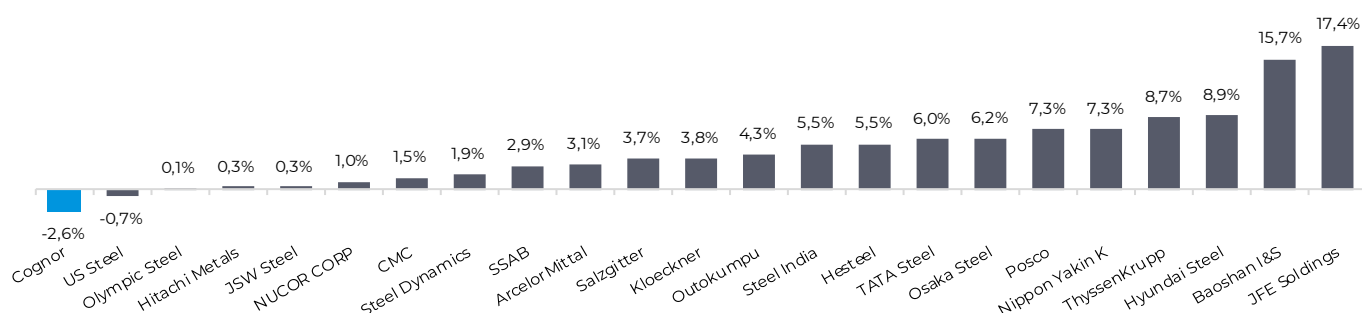
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



Producenci i dystrybutorzy stali



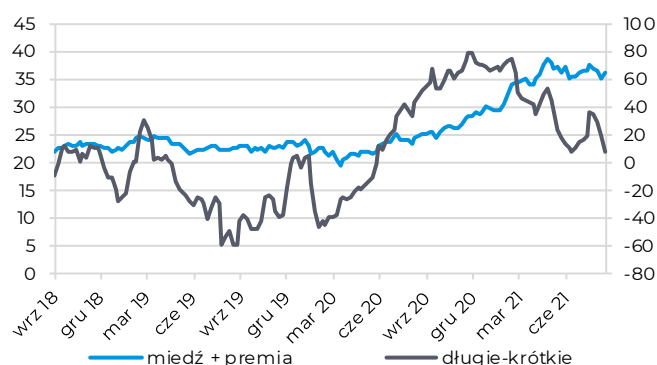
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



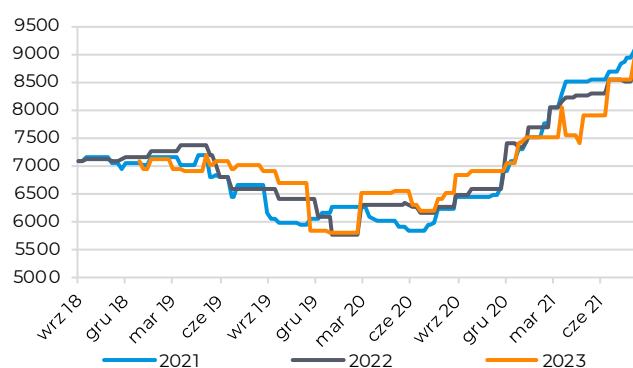
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (USD/t)



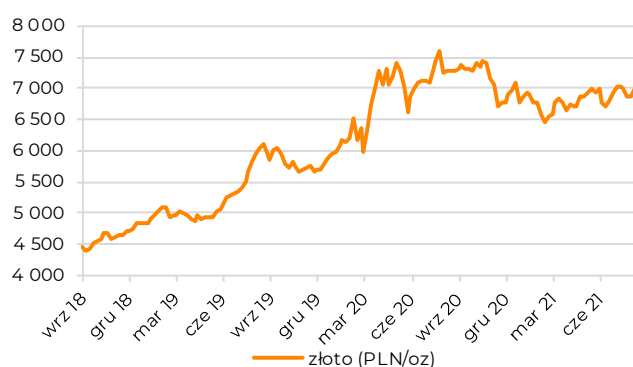
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



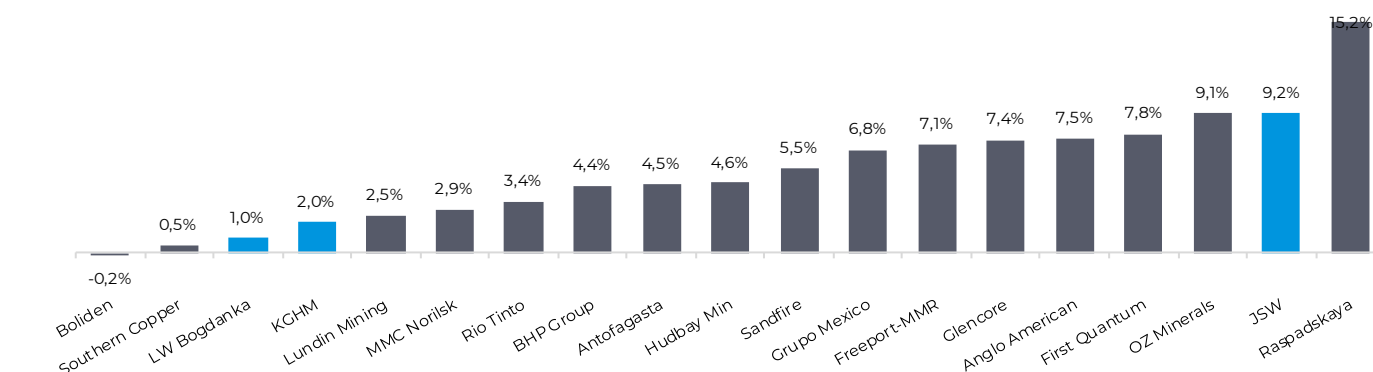
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



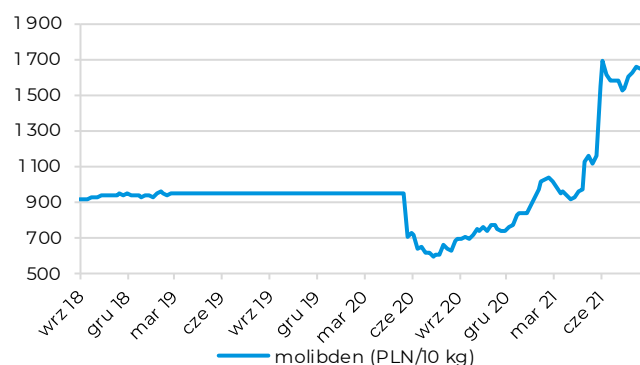
Tygodniowy performance spółek surowcowych



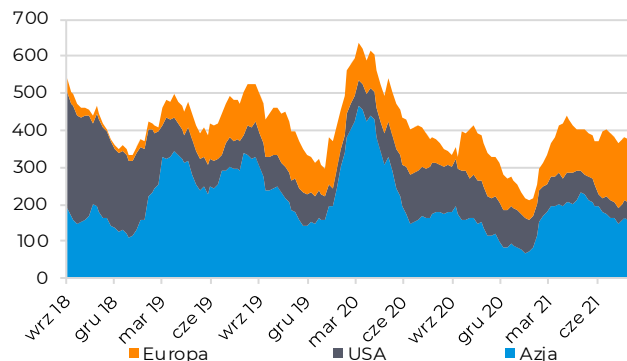
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

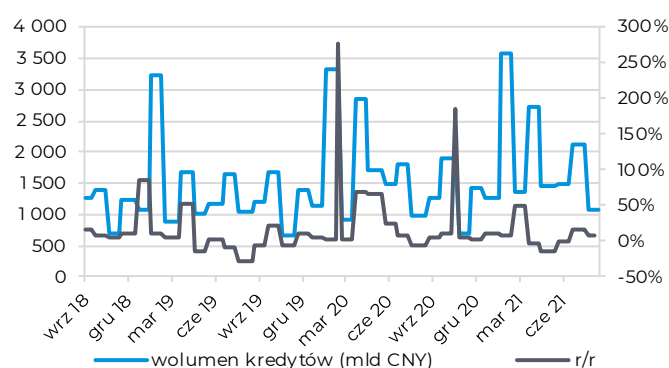
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



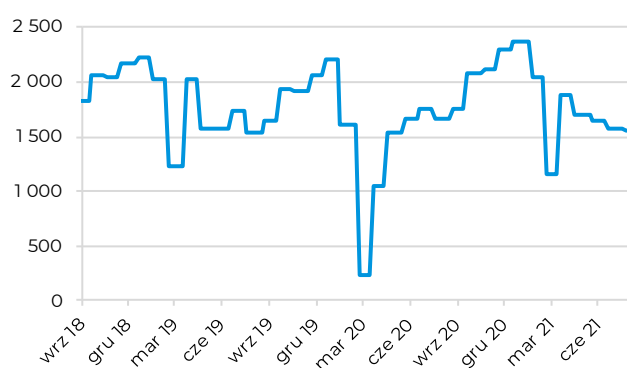
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



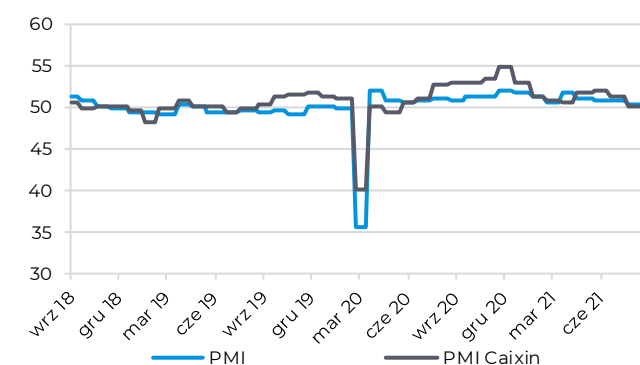
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



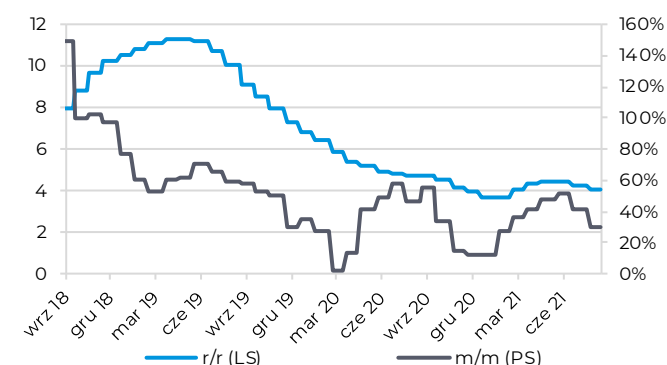
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



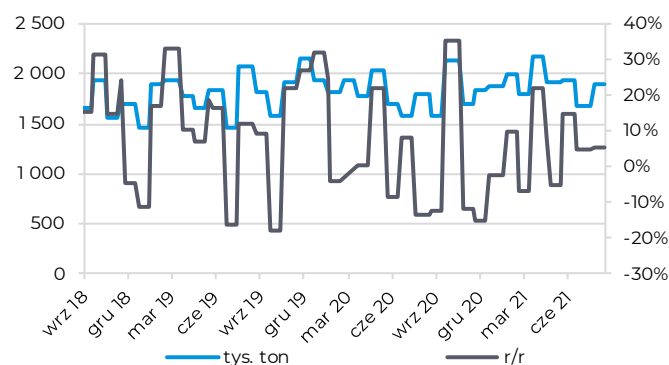
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



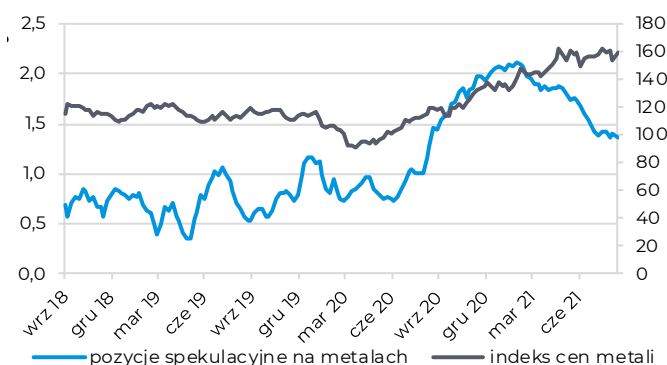
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin



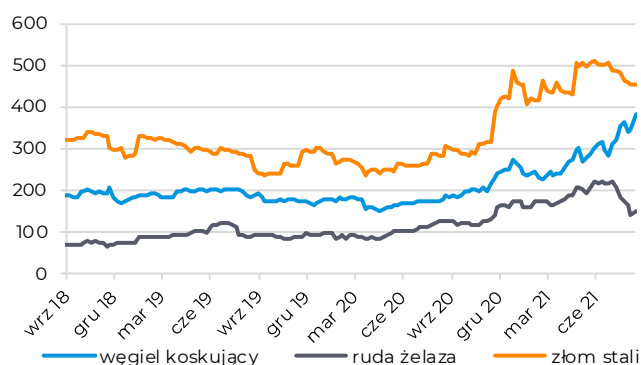
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



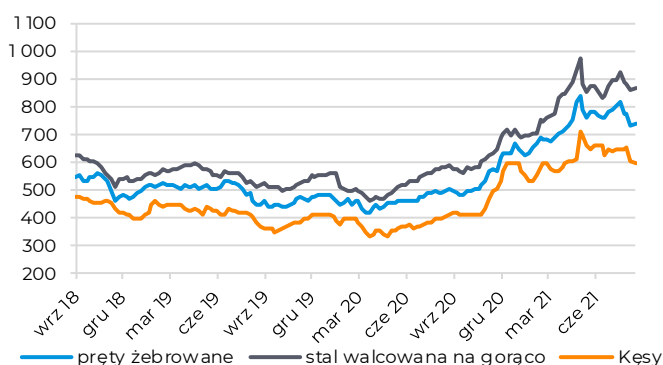
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

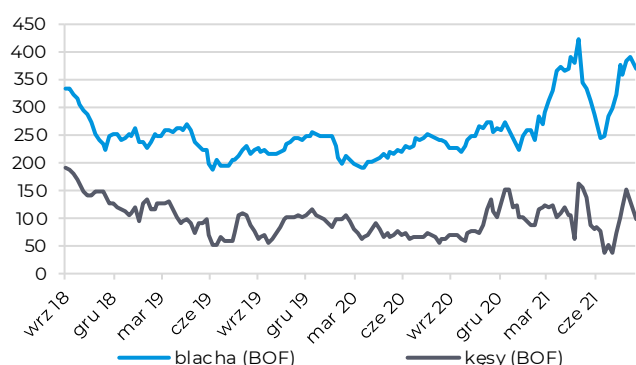
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



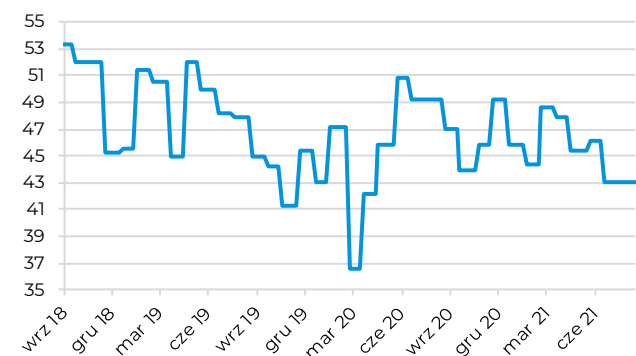
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



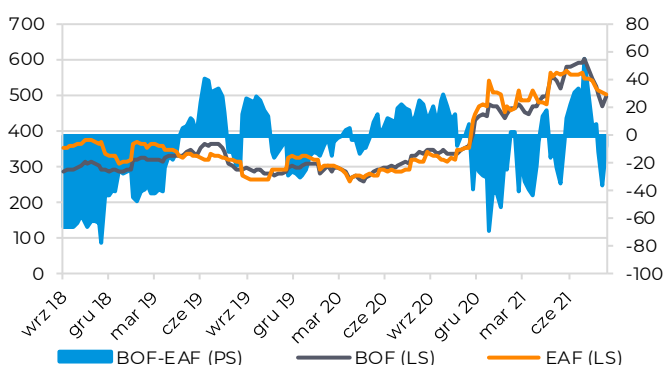
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



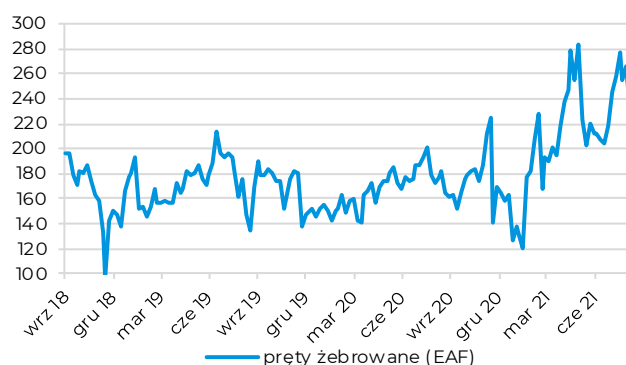
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



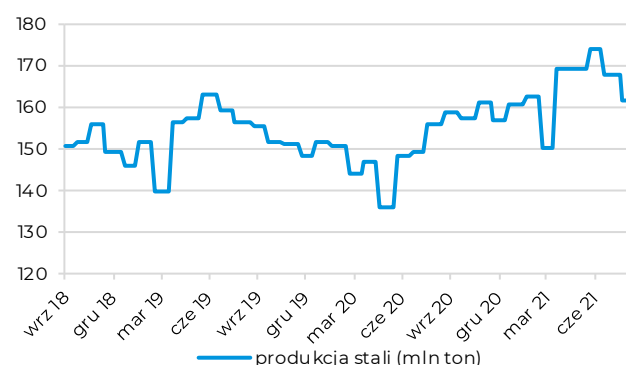
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



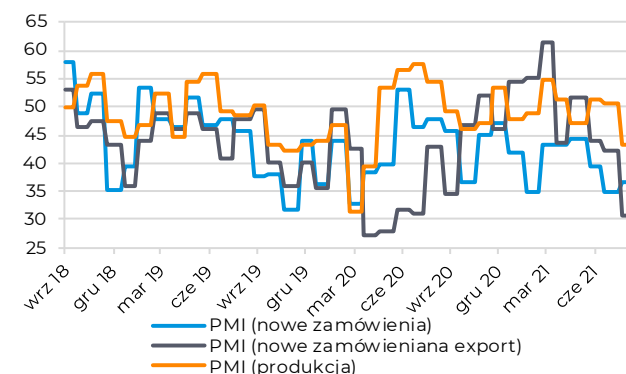
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



Produkcja stali na świecie (mln ton)

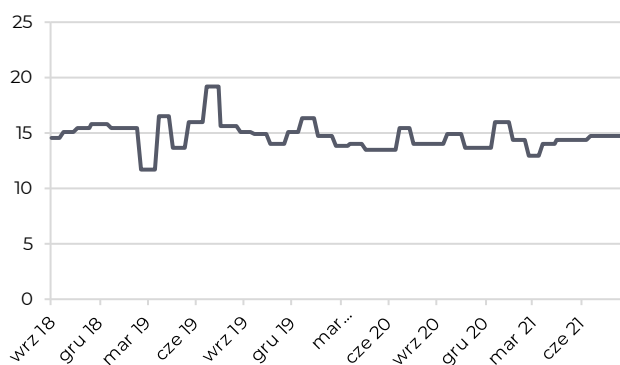


Komponenty PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

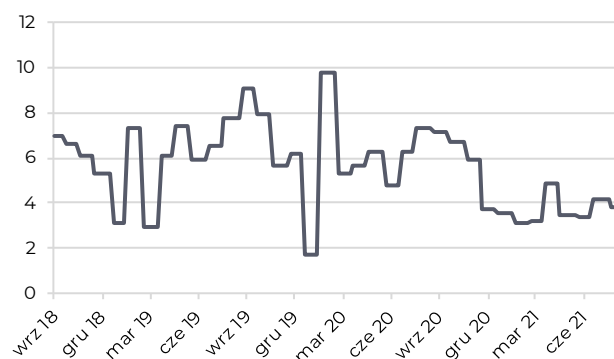


Surowce (stal)

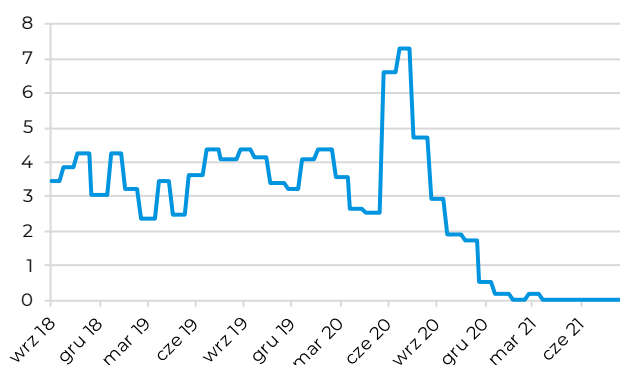
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



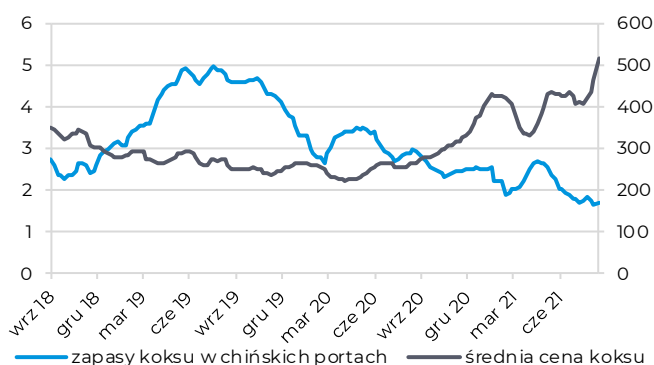
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



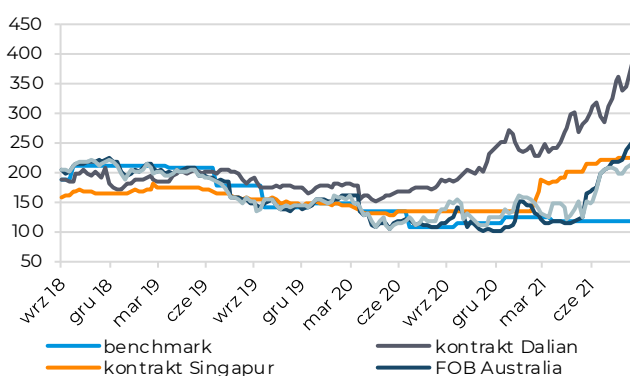
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



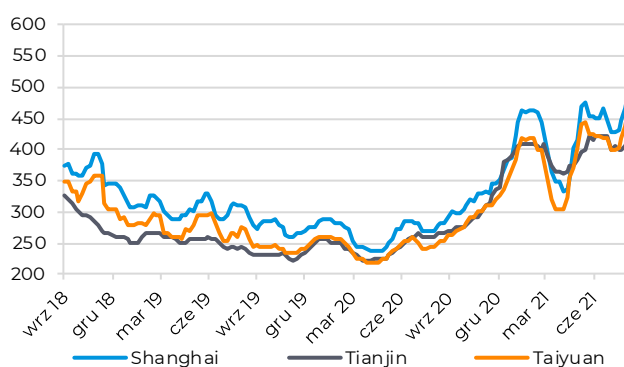
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



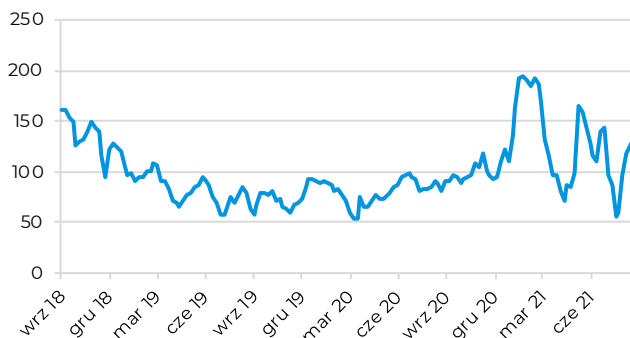
Ceny węgla koksowego (USD/t)



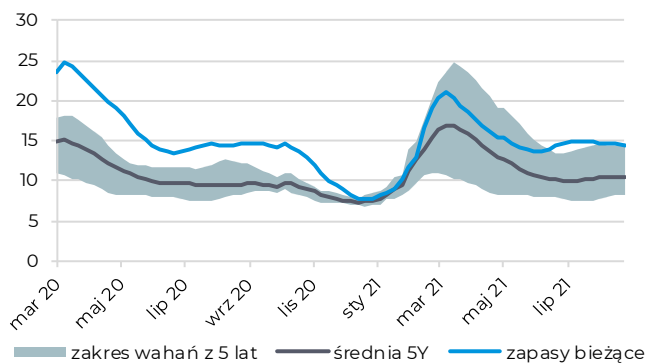
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



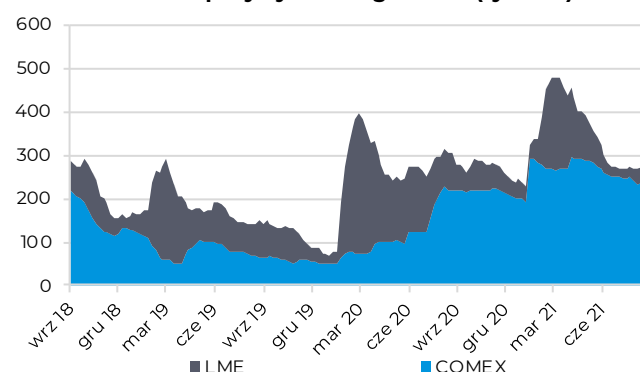
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



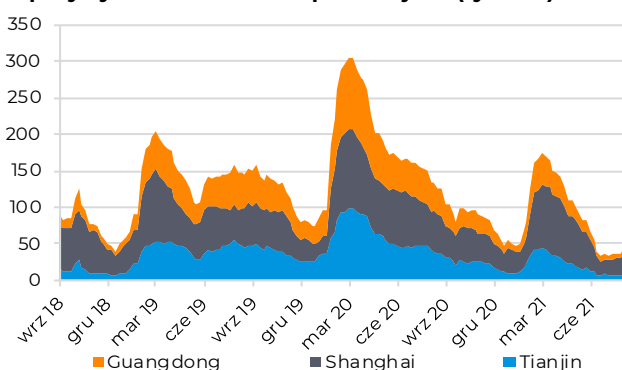
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

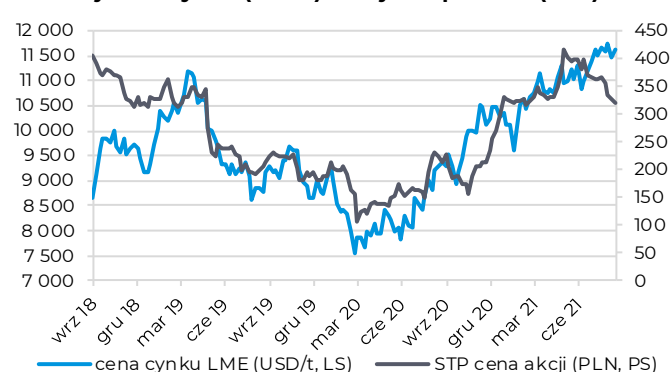
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



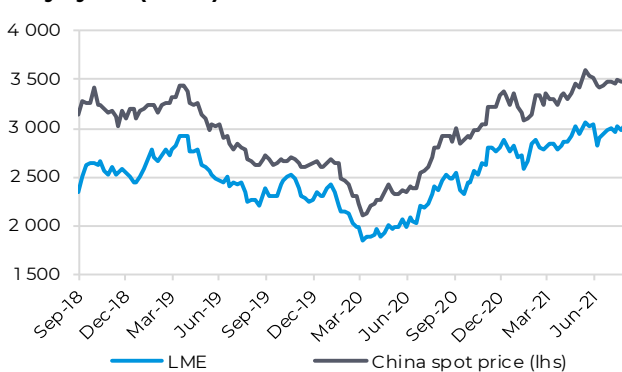
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



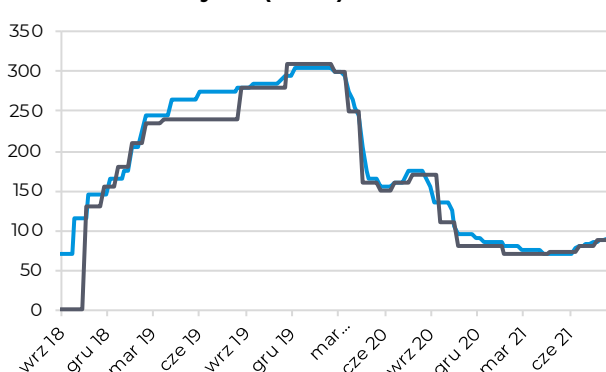
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



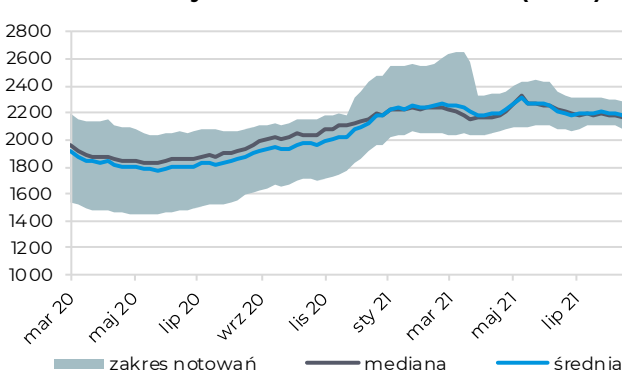
Ceny cynku (USD/t)



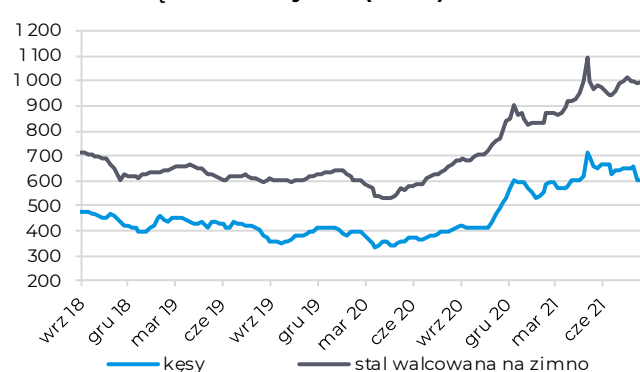
Marża hutnicza na cynku (USD/t)



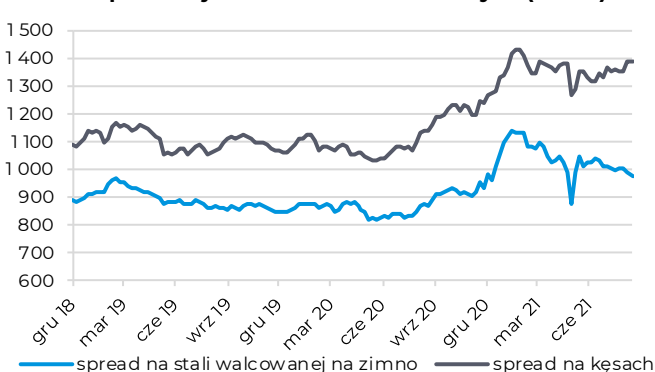
Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



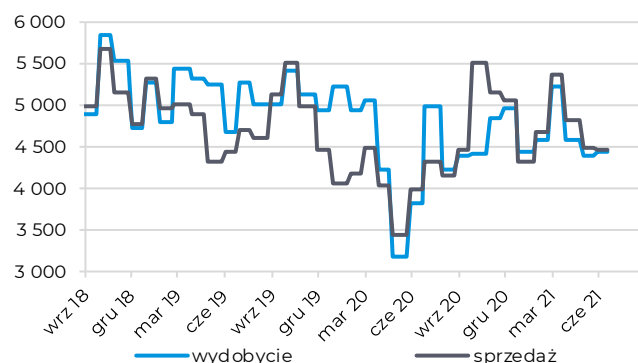
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



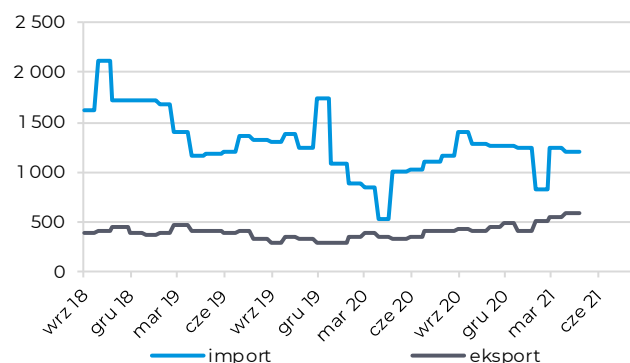
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

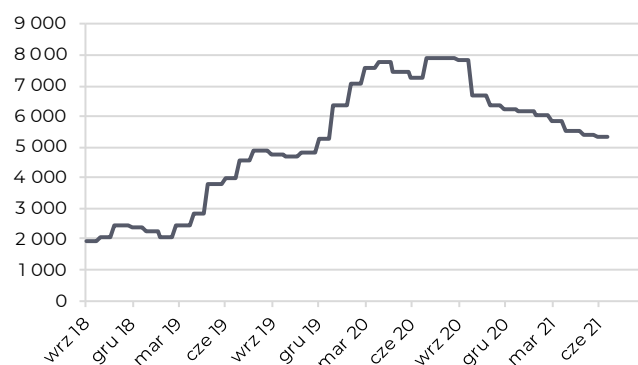
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



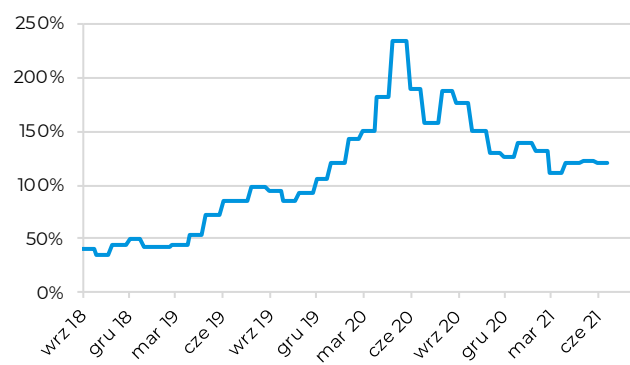
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



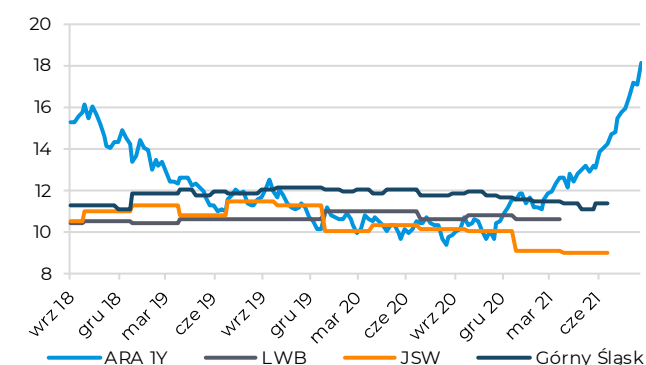
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



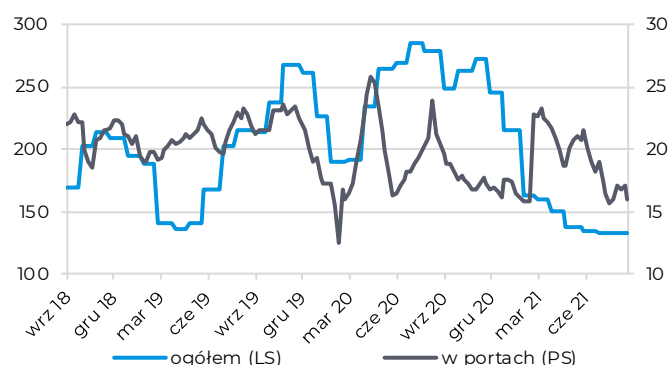
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



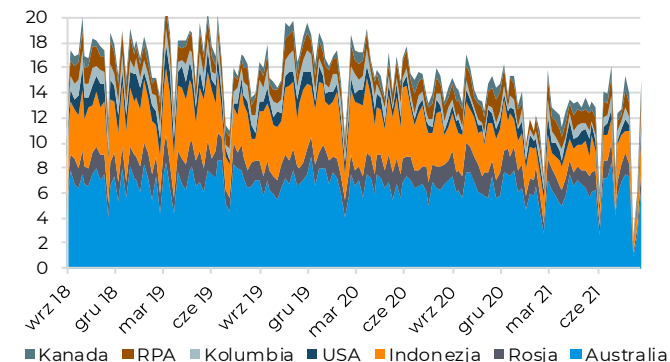
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



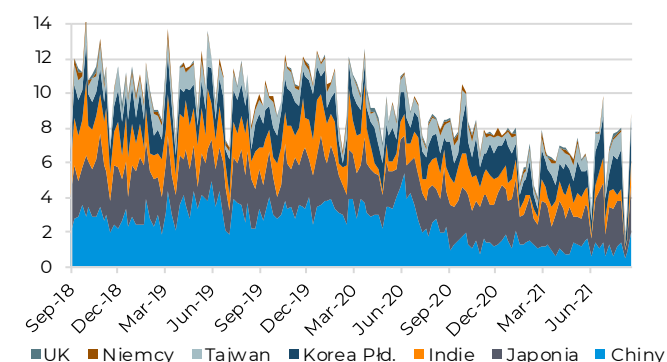
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



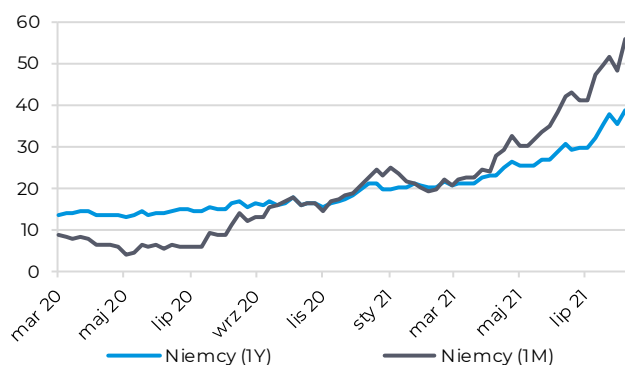
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



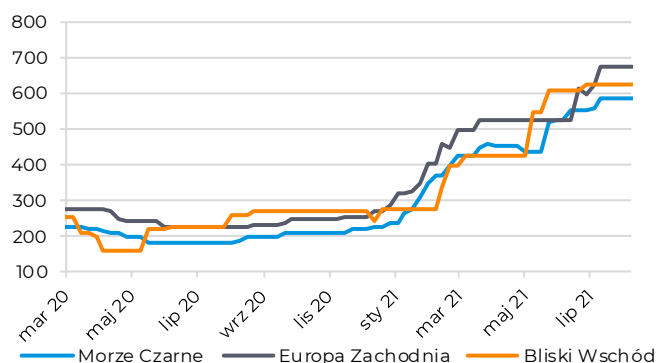
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

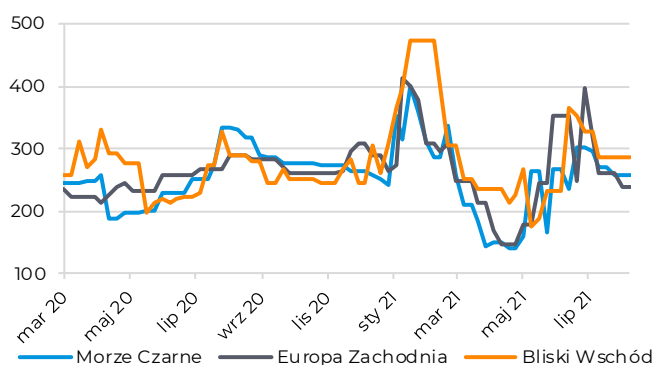
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



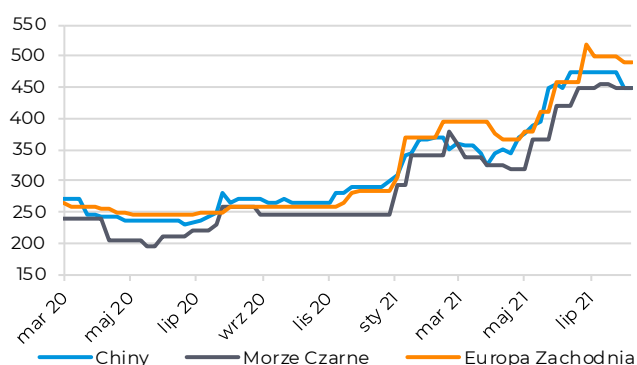
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



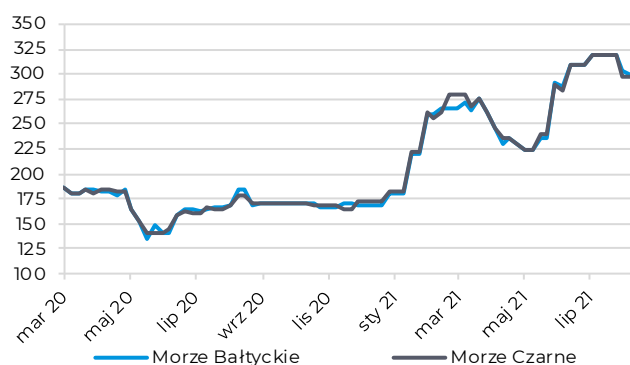
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



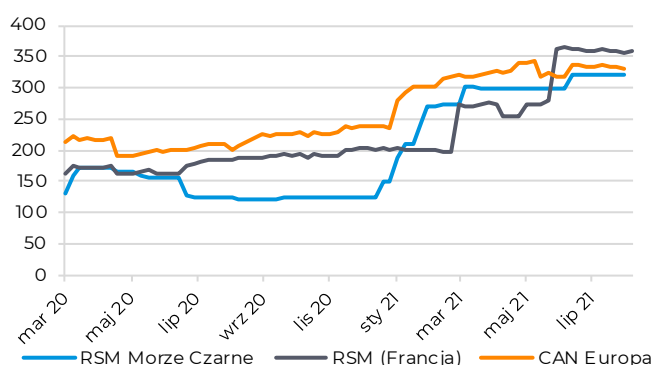
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



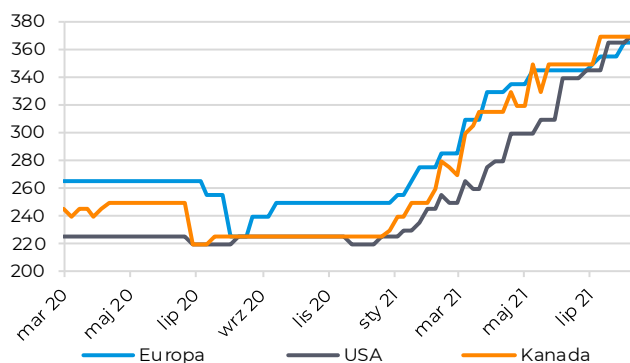
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



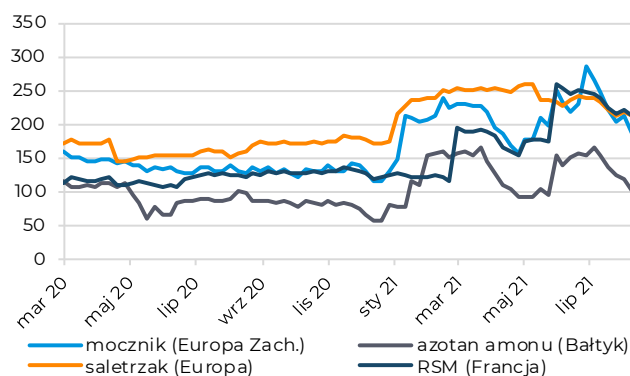
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



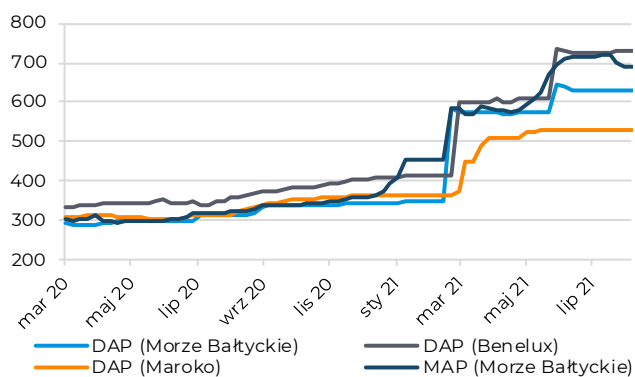
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



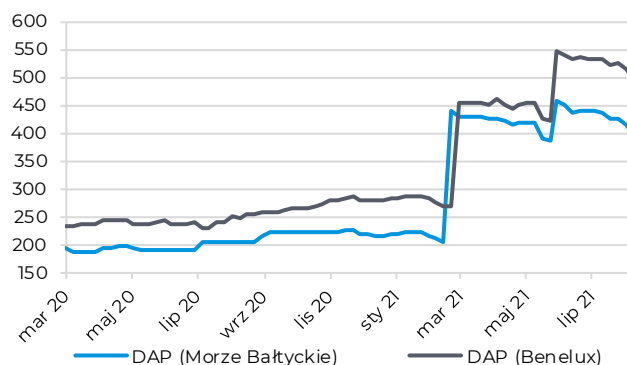
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

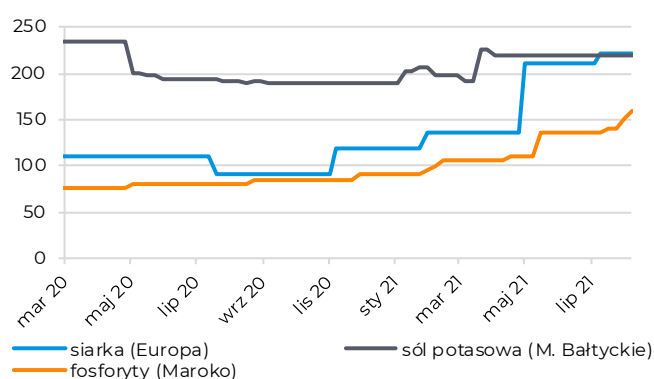
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



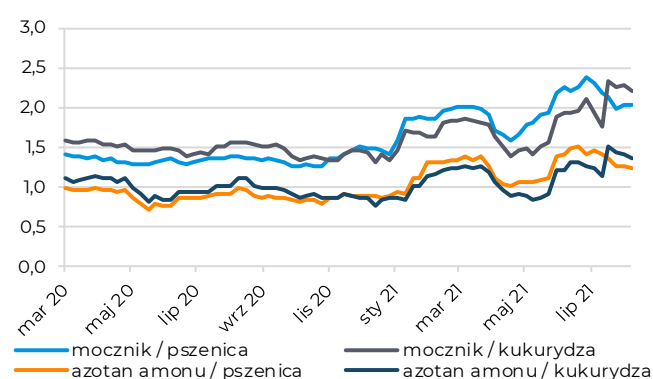
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



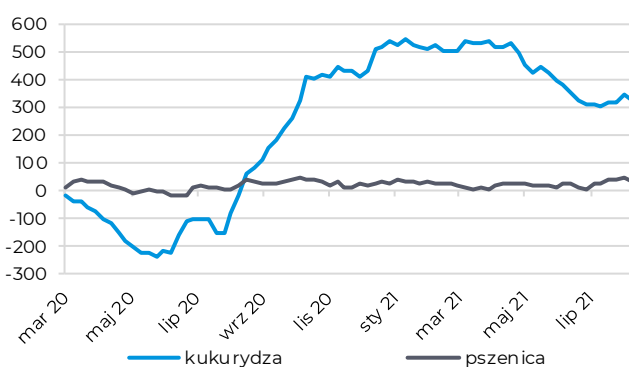
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



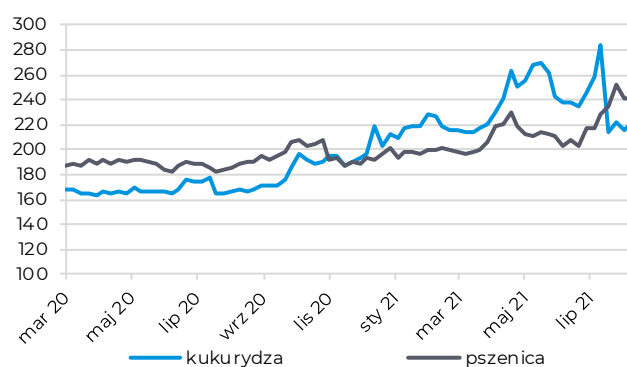
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



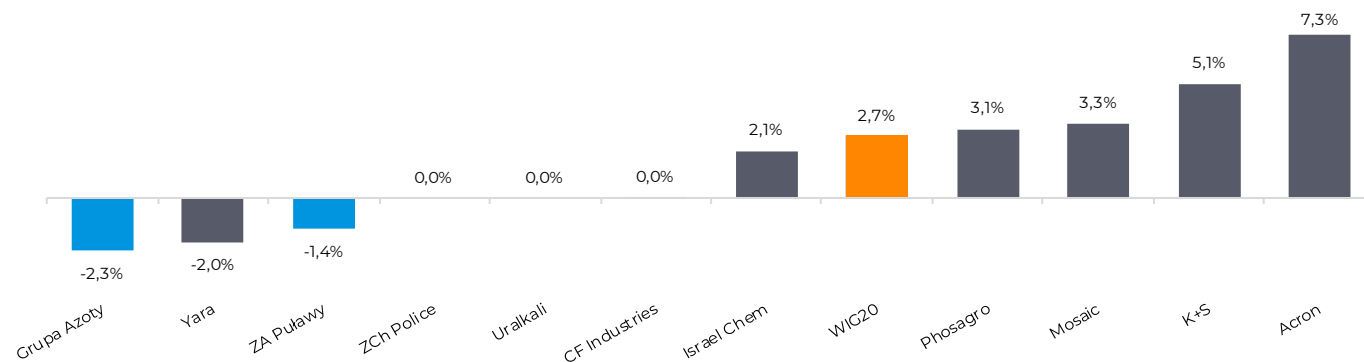
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



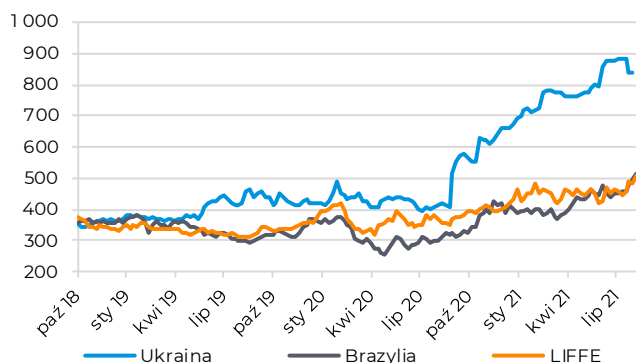
Tygodniowy performance producentów nawozów



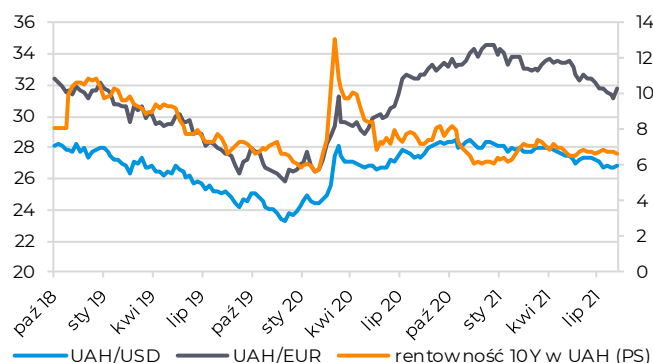
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

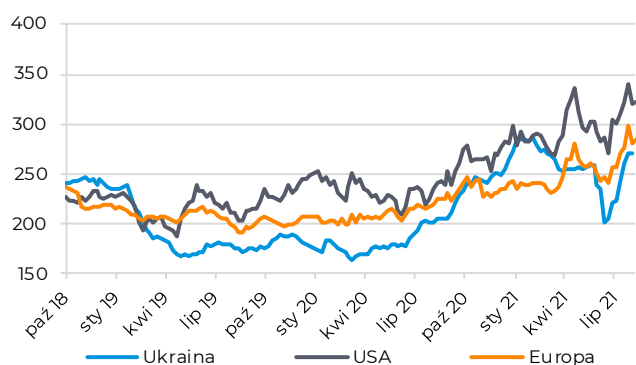
Cena cukru (USD/Mt)



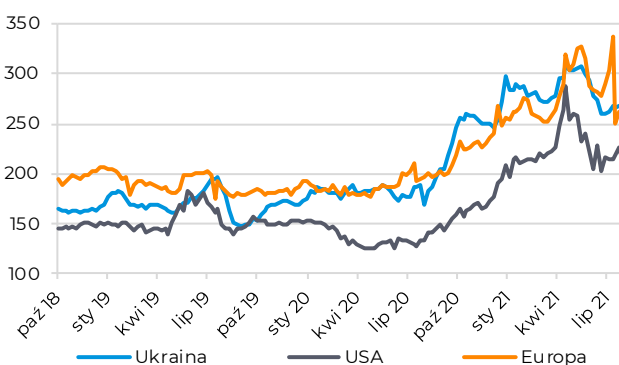
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



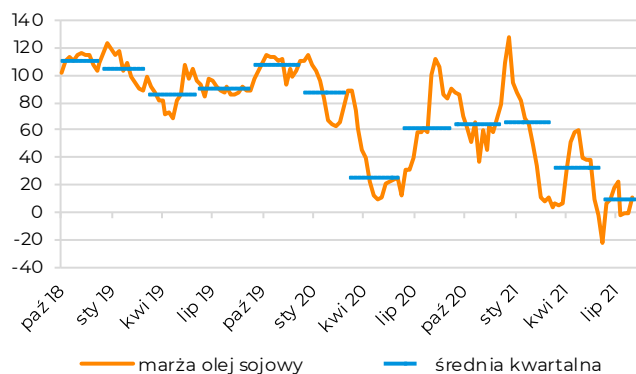
Cena pszenicy (USD/Mt)



Cena kukurydzy (USD/Mt)



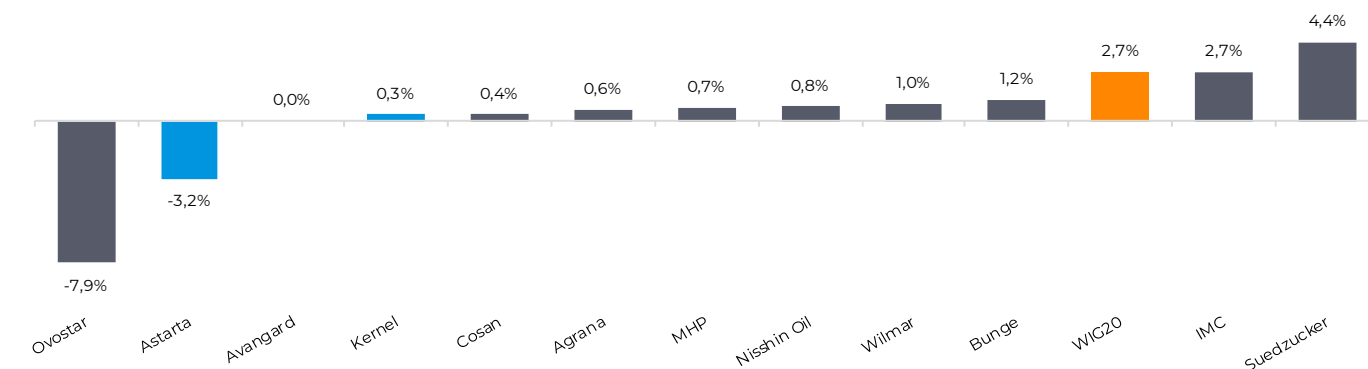
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek energetycznych

	cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Spółki energetyczne																
CEZ	678,0	8,4	8,1	7,8	2,5	2,7	2,6	20,1	16,9	15,6	30%	34%	33%	7,7%	5,0%	5,9%
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	9,9	3,5	3,7	3,5	0,6	0,4	0,4	10,2	44,6	19,7	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*	9,2	5,1	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	7,5	11,8	10,9	20%	15%	15%	0%	0%	3%
Zintegrowane																
EDF	11,5	4,9	4,4	4,1	1,2	1,1	1,1	54,6	9,8	8,8	25%	25%	25%	1,8%	4,6%	5,3%
EDP	4,6	10,0	10,0	9,5	3,1	2,6	2,5	22,0	19,7	18,3	31%	26%	26%	4,1%	4,3%	4,4%
Endesa	20,1	7,5	7,1	6,9	1,7	1,5	1,4	15,2	12,6	12,3	23%	20%	21%	5,9%	5,5%	5,7%
Enel	7,7	9,3	7,5	7,1	2,3	2,0	1,9	29,8	13,5	12,5	25%	27%	27%	4,6%	5,2%	5,6%
Engie	12,1	10,3	5,6	5,4	1,0	1,0	1,0	-	11,1	10,5	10%	18%	19%	4,4%	6,5%	6,8%
Fortum	25,6	12,6	10,9	10,5	0,7	0,5	0,5	15,2	15,6	16,5	5%	5%	5%	4,4%	4,5%	4,6%
mediana		9,7	7,3	7,0	1,5	1,3	1,2	22,0	13,0	12,4	24%	23%	23%	4,4%	4,9%	5,4%
Sieci przesyłowe																
EON	11,1	10,1	8,2	8,3	1,0	1,0	0,9	28,4	12,4	12,3	10%	12%	11%	4,2%	4,6%	4,8%
Elia Group	106,0	14,4	12,6	11,7	5,6	5,3	5,1	31,7	26,5	24,2	39%	42%	44%	1,6%	1,7%	1,7%
EVN	22,0	0,2	8,2	7,8	0,0	2,5	2,4	0,9	22,7	21,0	18%	31%	31%	100%+	1,9%	1,9%
IREN	2,6	7,1	6,7	6,4	1,7	1,6	1,5	13,5	12,5	11,5	23%	24%	24%	3,8%	4,2%	4,6%
National Grid	9,4	13,7	11,2	10,0	4,2	4,0	3,9	20,1	15,8	14,0	31%	36%	39%	5,2%	5,4%	5,5%
Red Electrica	17,1	10,8	10,2	10,1	8,0	7,9	7,8	14,9	13,1	13,1	74%	78%	78%	5,0%	5,9%	5,2%
Redes Energeticas	2,5	9,1	9,1	9,0	5,6	5,6	5,5	14,0	14,0	14,0	62%	61%	61%	6,6%	6,8%	6,7%
SSE	16,2	8,1	12,0	11,7	3,8	3,0	3,4	7,4	17,5	16,8	48%	25%	29%	5,0%	5,1%	5,3%
Terna	6,7	12,4	12,6	12,0	8,9	8,9	8,6	17,1	17,8	16,6	72%	71%	72%	4,3%	4,6%	5,1%
mediana		10,1	10,2	10,0	4,2	4,0	3,9	14,9	15,8	14,0	39%	36%	39%	4,7%	4,6%	5,1%

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	71,0	14,1	13,9	10,6	1,8	1,5	1,5	26,9	27,8	17,7	12%	11%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Wiatrowe																
Abo Wind	48,6	0,3	10,5	9,7	0,1	2,1	1,9	18,9	23,0	20,5	18%	20%	20%	2,2%	1,0%	1,0%
Avangrid	54,8	1,4	10,8	9,8	0,3	3,9	3,7	2,3	23,0	22,2	18%	36%	37%	100%+	3,3%	3,3%
Boralex	38,3	14,4	13,5	12,5	10,8	10,2	9,4	76,8	50,4	37,4	76%	75%	75%	1,7%	1,7%	1,8%
Edp Renovaveis	21,5	16,5	15,3	13,9	14,1	12,6	11,4	41,5	36,9	32,4	85%	83%	82%	0,5%	0,5%	0,6%
Eolus Vind	194,7	18,0	22,1	7,5	1,1	2,1	0,7	23,1	35,1	10,5	6%	9%	9%	0,4%	1,0%	1,4%
Falck Renewables	6,9	0,1	12,5	11,8	0,0	6,2	6,0	0,3	36,5	32,4	18%	50%	51%	100%+	1,0%	1,0%
Iberdrola	10,5	13,1	10,5	9,8	3,8	3,2	3,0	18,9	16,2	15,4	29%	30%	31%	3,1%	4,4%	4,7%
Orsted	1001,5	19,3	18,7	17,8	7,5	7,4	7,0	42,7	45,7	45,5	39%	39%	39%	1,2%	1,3%	1,4%
PNE	7,4	28,8	18,9	13,6	5,2	5,3	4,0	-	100+	89,2	18%	28%	30%	0,5%	0,5%	0,5%
Terna Energy	12,3	12,3	12,3	8,3	7,8	7,2	5,2	66,5	24,6	16,5	63%	59%	63%	2,9%	3,0%	3,2%
Tilt Renewables	8,0	26,8	31,2	30,9	25,8	18,5	18,4	44,8	100+	84,3	96%	59%	60%	-	0,4%	0,4%
Transalta Renewables	19,8	0,3	11,3	11,0	0,1	11,3	11,0	0,8	23,6	19,8	18%	100%	100%	100%+	4,8%	4,8%
Xcel Energy	69,0	13,8	12,7	12,0	4,9	4,8	4,7	23,2	21,8	20,5	36%	38%	39%	2,6%	2,8%	3,0%
mediana		13,8	12,7	11,8	4,9	6,2	5,2	23,1	24,6	22,2	0,3	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Solar																
Azure Power	19,5	21,2	11,2	8,8	10,8	8,9	7,2	-	100+	35,5	51%	79%	82%	-	-	-
Clearway Energy	31,8	13,3	12,5	12,4	11,4	10,8	11,2	36,3	27,0	37,1	85%	86%	90%	4,2%	4,5%	4,8%
Neoen	35,6	0,3	16,0	12,7	0,1	13,1	10,4	1,5	69,6	47,3	18%	81%	82%	100%+	0,1%	0,5%
Renova	4115,0	41,4	34,6	31,7	22,0	14,7	13,1	27,5	67,8	100+	53%	42%	41%	-	-	-
Solaria Energia	16,7	30,6	17,6	12,9	24,2	13,9	10,1	56,3	31,8	23,5	79%	79%	79%	-	-	-
mediana		21,2	16,0	12,7	11,4	13,1	10,4	31,9	49,8	36,3	0,5	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Mix																
Erg	24,6	10,5	11,0	10,4	4,9	5,0	4,8	26,7	31,1	30,0	47%	45%	46%	3,0%	3,0%	3,0%
Innogy	20,0	14,7	14,0	13,3	11,3	11,0	11,1	-	74,5	89,5	77%	79%	83%	3,6%	3,7%	3,7%
Nextera	79,4	0,8	9,9	9,0	0,1	10,9	9,3	3,3	26,2	27,4	18%	110%	103%	100%+	3,7%	4,3%
Northland Power	41,8	14,1	12,7	11,8	7,9	6,9	6,9	46,6	27,7	26,9	56%	54%	58%	2,9%	2,9%	2,9%
Brookfield Renewable	40,8	26,2	25,1	24,0	12,2	11,5	10,6	-	100+	75,1	46%	46%	44%	3,0%	3,1%	3,3%
Meridian Energy	5,1	16,4	19,9	19,6	3,4	4,1	4,3	30,7	54,6	51,3	21%	20%	22%	3,3%	3,3%	3,4%
Verbund	91,6	26,7	19,5	18,8	10,7	8,5	8,2	50,3	36,4	34,9	40%	43%	43%	0,8%	1,3%	1,4%
mediana		14,4	13,4	12,5	6,4	8,9	8,1	28,7	31,1	40,7	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

		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	58,50	3,7	4,6	3,7	0,5	0,5	0,4	6,3	12,8	8,3	13%	10%	11%	0,0%	5,1%	5,1%
MOL	2420,00	3,7	4,6	3,9	0,6	0,6	0,6	7,5	16,6	9,9	16%	13%	15%	4,0%	4,2%	4,2%
PKN Orlen	73,96	4,7	6,9	6,2	0,5	0,6	0,6	7,7	23,9	14,3	11%	8%	10%	4,7%	4,7%	4,7%
Hellenic Petroleum	6,25	-	6,4	6,0	0,7	0,5	0,5	-	9,9	8,1	-	8%	8%	1,6%	5,9%	7,1%
HollyFrontier	32,06	-	5,3	4,6	0,7	0,5	0,4	-	9,9	8,4	-	9%	9%	4,4%	3,5%	4,7%
Marathon Petroleum	58,93	-	6,8	6,2	0,8	0,6	0,6	-	18,9	14,9	-	9%	9%	3,9%	4,1%	4,4%
Motor Oil	14,31	6,5	5,0	4,8	0,3	0,3	0,3	9,6	6,3	5,8	5%	6%	7%	6,3%	8,1%	9,0%
Neste Oil	50,84	28,7	16,9	13,7	3,4	2,8	2,4	54,7	27,1	21,3	12%	16%	18%	1,6%	1,9%	2,4%
OMV	47,31	11,5	5,0	5,1	2,1	1,2	1,2	12,3	7,5	7,8	18%	23%	23%	3,9%	4,5%	4,8%
Phillips 66	71,57	-	8,9	7,9	0,7	0,4	0,5	-	13,6	12,3	-	5%	6%	5,0%	5,2%	5,3%
Saras	0,71	-	4,9	4,1	0,2	0,2	0,2	-	32,1	11,4	-	3%	4%	-	1,1%	3,5%
Tupras	99,60	63,4	5,1	4,9	0,6	0,3	0,3	-	7,2	5,8	1%	5%	6%	-	10,1%	14,6%
Valero Energy	66,02	32,8	6,3	5,8	0,6	0,4	0,5	-	13,8	11,9	2%	6%	8%	5,9%	6,0%	6,1%
mediana		9,0	5,3	5,1	0,6	0,5	0,5	8,7	13,6	9,9	11%	8%	9%	4,0%	4,7%	4,8%

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	73,96	4,7	6,9	6,2	0,5	0,6	0,6	7,7	23,9	14,3	11%	8%	10%	4,7%	4,7%	4,7%
Axiall	87,72	10,5	5,6	6,6	1,9	1,4	1,4	34,1	9,4	10,6	18%	24%	21%	1,2%	1,3%	1,4%
Braskem	62,49	20,4	4,5	6,3	1,4	0,9	1,0	-	6,7	14,2	7%	21%	16%	-	5,7%	5,2%
Eastman Chemical	113,58	14,9	9,1	8,9	2,4	2,1	2,0	32,2	12,0	11,2	16%	23%	23%	2,4%	2,6%	2,9%
Huntsman Corp	26,31	9,5	6,0	6,4	1,2	0,9	0,9	5,6	8,4	8,7	13%	16%	15%	2,5%	2,9%	3,1%
Lotte Chemicals	246 000	7,1	3,2	3,1	0,7	0,5	0,5	53,2	6,3	6,2	10%	15%	15%	1,5%	4,1%	4,2%
LyondellBasell	101,94	14,5	6,0	6,3	1,7	1,2	1,2	24,0	6,7	6,9	12%	20%	19%	4,1%	4,5%	4,9%
Mitsubishi Chemical	954,70	13,7	7,5	7,3	1,2	1,0	1,0	-	11,4	10,4	8%	14%	14%	2,5%	2,5%	2,8%
Mitsui Chemicals	3715,00	7,8	5,6	5,7	1,0	0,8	0,8	12,5	8,3	8,9	12%	14%	14%	2,7%	3,0%	3,1%
Westlake Chemical	87,72	10,5	5,6	6,6	1,9	1,4	1,4	34,1	9,4	10,6	18%	24%	21%	1,2%	1,3%	1,4%
mediana		10,5	5,8	6,3	1,3	1,0	1,0	28,1	8,9	10,5	12%	18%	16%	2,5%	2,9%	3,1%

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	6,33	3,6	3,5	3,5	0,7	0,7	0,7	8,5	9,3	10,2	20%	21%	21%	3,3%	3,5%	3,2%
A2A	1,87	9,2	7,4	6,9	1,5	1,3	1,3	16,0	15,8	15,1	16%	18%	19%	4,3%	4,5%	4,8%
BG Group	14,54	7,8	3,9	4,0	1,2	0,7	0,7	-	6,6	7,2	15%	17%	18%	3,5%	4,8%	5,0%
BP	3,03	-	4,1	4,2	0,7	0,7	0,7	-	7,0	7,2	-	17%	17%	8,1%	5,3%	5,5%
Centrica	0,51	2,1	2,4	2,4	0,2	0,2	0,2	73,1	8,0	7,3	8%	10%	10%	-	6,1%	6,8%
Enagas	19,32	13,1	10,8	11,1	8,7	9,7	10,2	11,4	13,2	13,7	66%	90%	92%	8,7%	8,9%	9,0%
Endesa	20,10	7,5	7,1	6,9	1,7	1,5	1,4	15,2	12,6	12,3	23%	20%	21%	5,9%	5,5%	5,7%
Engie	12,08	10,3	5,6	5,4	1,0	1,0	1,0	-	11,1	10,5	10%	18%	19%	4,4%	6,5%	6,8%
Eni	10,43	13,1	3,2	3,2	1,2	0,8	0,8	-	9,9	9,7	9%	25%	24%	3,5%	7,9%	7,5%
Equinor	188,42	11,8	2,6	2,8	1,6	1,1	1,1	-	10,9	11,8	13%	41%	39%	2,0%	3,6%	3,9%
Gas Natural SDG	21,81	11,4	9,7	9,3	2,5	2,0	2,0	-	17,1	16,4	22%	21%	21%	6,5%	6,1%	5,8%
Gazprom	303,50	3,6	3,6	3,7	1,1	1,1	1,1	3,9	4,0	4,4	31%	30%	29%	11,0%	11,7%	10,7%
Hera	3,67	7,4	7,1	6,9	1,2	1,1	1,0	18,1	15,3	15,0	16%	15%	15%	3,0%	3,3%	3,5%
NovaTek	230,90	33,1	11,1	11,2	7,1	4,9	4,7	14,1	14,4	14,7	21%	44%	42%	3,2%	3,4%	3,3%
ROMGAZ	33,15	5,5	4,1	-	2,5	1,9	-	10,2	7,5	-	45%	46%	-	4,9%	6,6%	-
Shell	17,01	8,1	3,9	4,0	1,2	0,7	0,7	-	6,7	7,2	15%	17%	18%	3,4%	4,8%	5,0%
Snam	4,97	14,3	13,8	13,3	11,2	10,4	9,9	15,2	14,4	14,2	78%	76%	74%	5,0%	5,6%	5,7%
Total	#N/A N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mediana		8,6	4,1	4,8	1,2	1,1	1,1	14,7	10,9	11,2	18%	21%	21%	4,3%	5,5%	5,6%

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	2420,00	5,2	3,6	3,6	0,8	0,5	0,6	-	6,7	6,6	14%	15%	16%	3,5%	4,5%	4,7%
Bashneft	1446,50	11,5	3,1	2,8	0,7	0,5	0,5	-	6,1	4,2	6%	15%	16%	7,5%	8,2%	11,9%
BP	3,03	-	4,1	4,2	0,7	0,7	0,7	-	7,0	7,2	-	17%	17%	8,1%	5,3%	5,5%
Dana Gas	1,07	-	9,9	9,0	5,7	6,3	5,9	-	17,5	17,5	-	64%	65%	18,9%	9,6%	9,6%
Eni	10,43	13,1	3,2	3,2	1,2	0,8	0,8	-	9,9	9,7	9%	25%	24%	3,5%	7,9%	7,5%
Equinor	188,42	11,8	2,6	2,8	1,6	1,1	1,1	-	10,9	11,8	13%	41%	39%	2,0%	3,6%	3,9%
Gazprom Neft	429,45	7,3	3,8	3,9	1,3	0,9	0,9	17,2	5,1	5,2	18%	23%	23%	5,8%	9,4%	8,8%
Gulf Keystone	1,59	7,7	2,0	2,0	3,6	1,3	1,4	-	4,7	4,8	47%	66%	67%	-	6,0%	7,1%
Lukoil	6438,00	6,6	3,8	3,8	0,8	0,6	0,6	100+	7,6	7,9	12%	15%	15%	6,2%	11,0%	9,8%
Occidental Petroleum	25,25	-	5,5	5,9	4,0	2,7	2,8	-	22,6	39,0	-	50%	49%	3,2%	0,6%	0,9%
Repsol	9,90	-	3,8	3,7	0,8	0,5	0,5	-	6,7	6,6	-	14%	14%	9,3%	6,2%	6,6%
Rosneft Oil	540,80	9,7	4,1	4,3	1,7	1,1	1,1	36,3	4,8	5,0	17%	27%	26%	1,8%	9,7%	9,3%
Shell	17,01	8,1	3,9	4,0	1,2	0,7	0,7	-	6,7	7,2	15%	17%	18%	3,4%	4,8%	5,0%
Surgutneftegas	38,62	-	-	-	-	-	-	4,6	4,0	4,8	-	-	-	4,3%	7,0%	7,4%
Tullow Oil	0,45	-	4,9	4,6	3,0	3,5	3,4	-	6,8	6,3	-	72%	74%	-	-	-
mediana		8,1	3,8	3,9	1,3	0,8	0,8	17,2	6,7	6,6	14%	24%	24%	4,3%	6,6%	7,2%

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	39,24	2,5	2,3	1,7	0,6	0,5	0,4	7,1	7,5	5,5	22%	23%	24%	0,0%	0,0%	6,6%
KGHM	180,70	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%	9,6%
Stalprodukt	322,50	3,3	3,6	3,3	0,4	0,4	0,4	7,2	9,9	9,7	12%	11%	11%	1,9%	6,9%	6,0%
LW Bogdanka*	25,90	1,1	1,1	1,1	0,4	0,3	0,3	12,1	5,4	5,6	32%	28%	28%	-	-	-
Anglo American	30,84	2,8	3,6	4,3	1,4	1,6	1,7	5,4	7,2	9,0	51%	44%	40%	9,5%	6,5%	5,1%
Antofagasta	14,62	7,9	4,9	4,9	3,9	3,2	3,3	36,6	14,5	15,6	50%	66%	66%	2,9%	3,8%	3,2%
BHP Group	22,80	5,0	4,5	5,6	3,2	2,9	3,4	13,7	8,1	11,2	63%	65%	61%	9,1%	10,2%	7,1%
Freeport-McMoRan	36,64	16,5	5,2	5,3	4,7	2,7	2,7	89,4	10,5	12,7	28%	52%	52%	0,1%	1,9%	1,7%
Glencore	3,33	9,7	5,2	5,6	0,6	0,4	0,4	-	8,9	9,9	6%	8%	8%	-	6,5%	6,0%
Grupo Mexico	92,74	7,0	5,1	5,4	3,6	2,9	3,0	14,4	9,7	10,3	52%	57%	55%	3,2%	6,3%	5,3%
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	54,04	5,5	3,8	5,0	2,6	2,2	2,6	11,5	6,7	9,5	47%	60%	52%	6,7%	11,2%	7,8%
Boliden	305,10	18,7	5,0	5,3	1,2	1,3	1,3	100+	10,0	11,1	6%	25%	25%	0,0%	5,2%	4,9%
OZ Mineralz	23,27	6,3	6,8	7,2	1,1	4,0	4,0	9,1	12,2	12,4	18%	58%	55%	4,6%	1,4%	1,7%
Lundin Mining	10,22	0,4	3,5	3,8	0,1	2,0	2,1	0,4	7,3	8,3	18%	57%	55%	100%+	5,6%	5,9%
First Quantum Minarals	26,98	6,0	4,8	5,1	3,1	2,8	3,0	15,5	8,4	8,8	51%	59%	59%	0,0%	0,2%	0,5%
Norilsk Nickiel	32,45	5,7	5,4	5,7	3,5	3,3	3,4	8,2	7,8	8,7	61%	61%	61%	8,4%	7,7%	7,1%
Peabody Enelgy Group	15,76	5,0	4,7	5,7	0,9	0,8	0,9	-	100+	-	17%	17%	15%	-	-	-
ARCH Coal	75,72	0,1	4,4	4,8	0,0	0,9	1,0	3,1	6,9	6,7	18%	20%	20%	100%+	2,9%	4,9%
Bukit Asam	2110,00	4,1	4,1	4,0	0,9	0,9	0,9	7,2	7,2	7,1	23%	22%	22%	6,3%	8,4%	8,3%
Teck resources	22,64	4,7	4,5	4,2	2,0	1,9	1,7	7,9	7,5	7,7	42%	41%	41%	0,7%	0,7%	1,1%
Warrior Met Coal	21,78	5,3	4,6	4,8	1,6	1,3	1,3	32,8	10,0	11,2	30%	28%	26%	0,9%	0,9%	0,9%
Southern CC	63,04	13,3	8,8	10,6	6,7	5,1	5,6	31,1	15,3	18,1	50%	58%	54%	2,4%	4,3%	3,5%
mediana		5,3	4,6	4,9	1,4	1,9	1,7	8,6	7,9	9,3	32%	44%	41%	2,1%	5,2%	5,1%

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	680,00	9,0	10,1	9,9	1,8	1,8	1,7	12,8	14,8	14,6	20%	18%	17%	6,6%	7,4%	6,4%
Alumetal*	61,80	0,2	8,0	6,7	0,0	0,5	0,5	100+	11,0	10,3	6%	7%	7%	0,2%	8,6%	7,3%
Mercor*	18,10	7,4	-	-	-	-	-	10,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Alcoa	44,05	10,0	4,2	4,2	1,1	0,9	1,0	-	9,1	9,9	11%	22%	23%	-	0,1%	0,1%
AMAG	39,00	0,1	9,5	8,9	0,0	1,3	1,3	1,6	21,4	18,5	18%	14%	14%	100%+	2,6%	2,6%
Amcor	12,79	13,6	12,0	11,7	2,0	1,9	1,9	21,2	15,9	15,3	15%	16%	16%	3,7%	3,8%	3,9%
Century Aluminum	12,39	7,4	4,5	6,8	0,7	0,6	0,7	-	7,0	13,1	9%	14%	10%	-	-	-
Granges	110,90	0,8	7,2	6,7	0,1	0,8	0,8	4,6	11,2	10,0	18%	11%	11%	100%+	2,6%	3,1%
Constellium	19,83	11,7	6,7	6,1	0,9	0,7	0,7	-	11,4	9,2	8%	11%	11%	-	-	1,3%
Fuji Seal	2483,00	6,7	6,3	5,8	0,8	0,8	0,8	16,5	14,7	13,3	13%	13%	13%	1,3%	1,4%	1,5%
Rusal	5,45	-	-	-	-	-	-	14,1	3,2	3,1	-	-	-	-	4,4%	4,6%
Kaiser Aluminum	123,87	19,8	8,6	8,4	2,4	0,9	0,7	68,1	16,0	15,5	12%	10%	8%	2,2%	2,5%	-
Nippon Steel & Sumitomo	2168,50	19,0	5,3	6,2	0,9	0,7	0,7	-	5,5	7,2	5%	13%	12%	0,5%	5,0%	4,5%
Norsk Hydro Asa	60,50	8,6	5,1	5,1	1,0	0,9	0,9	67,2	9,8	9,7	11%	18%	17%	2,1%	4,1%	4,5%
Uacj	2689,00	10,4	8,1	7,6	0,8	0,7	0,6	-	11,4	10,3	8%	8%	9%	-	1,8%	2,1%
mediana		8,8	7,2	6,7	0,9	0,8	0,8	14,1	11,3	10,3	11%	13%	12%	2,1%	3,2%	3,5%

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	29,20	7,9	11,3	9,1	0,7	0,8	0,8	17,5	-	-	9%	7%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Police*	12,25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acron	6466,00	10,5	8,2	7,6	3,1	2,5	2,4	73,7	11,7	9,3	30%	31%	31%	6,9%	5,8%	5,7%
CF Industries	44,81	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	22,89	15,7	7,3	7,4	2,2	1,7	1,7	100+	13,0	13,7	14%	24%	23%	1,5%	3,6%	3,2%
K+S	12,12	8,4	4,4	4,9	1,3	1,0	1,0	-	9,6	12,4	16%	23%	21%	-	2,6%	3,0%
Phosagro	4722,00	8,6	5,5	5,8	2,9	2,1	2,1	36,1	8,7	10,2	34%	39%	37%	5,3%	9,0%	8,2%
The Mosaic Company	32,30	11,7	5,0	5,7	1,8	1,3	1,4	18,4	8,1	9,6	15%	26%	24%	0,6%	0,9%	1,0%
Yara International	447,00	6,9	6,2	6,0	1,2	1,1	1,1	18,4	12,4	12,0	18%	18%	19%	80,0%	5,3%	5,4%
mediana		9,1	6,5	6,7	2,0	1,5	1,5	24,3	10,3	11,6	17%	25%	24%	2,7%	3,1%	3,1%

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	57,40	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*	51,50	2,8	3,6	3,3	1,0	1,0	1,0	3,2	4,5	4,4	36%	28%	30%	4,5%	6,9%	6,9%
Agrana Beteiligungs	18,92	9,9	8,8	7,8	0,7	0,7	0,6	19,7	18,2	14,0	7%	7%	8%	4,5%	4,8%	5,0%
Bunge Limited	75,73	9,3	9,1	9,0	0,5	0,4	0,4	9,5	9,9	9,7	5%	4%	4%	2,6%	2,9%	3,1%
Cosan	22,20	34,1	6,9	6,2	1,2	0,8	0,7	10,0	15,9	13,1	4%	11%	12%	2,4%	1,7%	2,3%
MHP	5,62	5,4	4,4	4,5	1,1	0,9	0,9	-	5,8	4,3	21%	21%	21%	5,0%	5,0%	13,3%
Nisshin Oillio	3075,00	8,5	8,8	8,3	0,5	0,5	0,4	11,0	12,7	11,5	6%	5%	5%	2,6%	2,8%	2,9%
Suedzucker	14,49	9,6	7,9	6,8	0,8	0,8	0,8	-	17,9	10,8	9%	10%	11%	1,4%	2,0%	2,7%
Industrial Milk Company	29,90	4,4	6,1	-	2,0	2,2	-	-	-	-	46%	36%	-	-	-	-
Archers Daniels Midland	60,07	2,2	10,0	9,9	0,4	0,6	0,5	2,5	13,2	13,1	18%	5%	6%	100%+	2,6%	2,7%
Golden Agri Resources	0,24	4,8	4,9	4,9	0,5	0,5	0,5	6,7	7,8	7,1	11%	11%	11%	4,7%	4,3%	4,3%
Felda Global Ventures	1,49	7,3	7,8	7,8	0,7	0,7	0,6	18,6	20,7	18,9	9%	8%	8%	3,0%	2,8%	3,2%
GrainCorp	6,26	9,5	10,7	13,0	0,6	0,7	0,8	11,0	12,4	18,8	7%	6%	6%	4,6%	4,5%	3,2%
Wilmar Int.	4,23	12,9	11,4	10,6	0,8	0,7	0,7	12,7	11,8	11,2	6%	6%	7%	3,1%	3,9%	3,9%
mediana		7,9	7,8	7,8	0,7	0,7	0,6	11,0	12,4	11,2	9%	9%	8%	3,1%	2,9%	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 ekwiwalent; **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, IZ 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, Rawplug, 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 Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

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

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

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

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