wtorek, 26 października 2021 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Antoni Kania +48 509 595 736

Rynek energetyczny

Ceny kontraktów 1Y FWD na rynku niemieckim spadły w ostatnim tygodniu o 3%, głównie z uwagi na mocniejsza korektę notowań węgla ARA (-14%). Notowania kontraktów na lata 2024-25 nadal utrzymują się powyżej 70 EUR/MWh. Ceny uprawnień do emisji CO_2 zatrzymały się w okolicach 60 EUR/t. W Polsce kontrakt roczny również nieznacznie spadł w okolice 432 PLN/MWh i w efekcie zanotowaliśmy dalsze zawężenie modelowej marży CDS (-8 PLN/MWh). Korekta pojawiła się również na zielonych certyfikatach (270 PLN/MWh vs 297 PLN/MWh przed tygodniem), gdzie rynek może obawiać się kolejnej aktualizacji rozporządzenia ws udziału energii zielonej w ramach przeciwdziałania wysokim cenom dla gospodarstw domowych.

Rynek paliwowy

Ceny ropy Brent utrzymują się w okolicach 85 USD/Bbl, czemu sprzyja odbudowujący się popyt, wysokie ceny innych paliw energetycznych oraz brak sygnałów ze strony OPEC+ o możliwym przyspieszeniu zwiększania wydobycia (ostatnio Rosja zadeklarowała pełne poparcie dla uzgodnionej podwyżki o 0,4 mb/d w listopadzie). W tym teoretycznie trudnym otoczeniu marże rafineryjne radzą sobie bardzo dobrze i benchmark utrzymuje się powyżej 6 USD/Bbl (cracki na dieslu stabilne po mocnym wzroście zapasów ARA, benzyna w górę, co neutralizuje pogorszenie na HSFO). Dyferencjał Ural/Brent nieznacznie spadł do 1,8 USD/Bbl z 2,2 USD notowanych tydzień wcześniej. Dobrą informacją dla rafinerii europejskich jest dalsze zawężenie spreadu Brent-WTI do 2 USD/Bbl. W petrochemii po kilku tygodniach spadków tym razem zanotowaliśmy lekką korektę wzrostową. Nadal spadają marże na butadienie, który był „gwiazdą" 3Q'21.

Rynek gazu

Napełnienie magazynów gazu w UE wynosi 77% (bez zmian względem poprzedniego tygodnia) vs średnia 5-letnia 92%. W ostatnim tygodniu ceny kontraktów miesięcznych spadły z 94 EUR/MWh do 88 EUR/MWh (korekta widoczna również na węglu), ale kontrakt 1Y FWD wzrósł z 51 EUR/MWh do 57 EUR/MWh. Krzywa terminowa na kolejne lata implikuje ceny na poziomie 33 EUR/MWh w 2023 i 24 EUR/MWh w 2024 roku.

Rynek metali

Metale szlachetne od początku października znajdują się w trendzie wzrostowym. Rosnące obawy inflacyjne przyczyniają się do kontynuacji trendu, w ostatnim tygodniu kontrakty terminowe na srebro podrożały o (2,9%), a na złoto o (2%). Ceny miedzi po silnych wzrostach w ubiegłym tygodniu wracają do poziomów poniżej 10 tys. USD/t. Spekulacyjne zagrania podsycane informacjami o kończących się zapasach miedzi na giełdzie w Londynie spowodowały dużą zmienność w wycenie tego metalu. Mimo regulacji ze strony LME, zapasy miedzi są na coraz niższych poziomach, a na cenach kontraktów obecny jest efekt backwardation.

Rynek węgla koksowego i stali

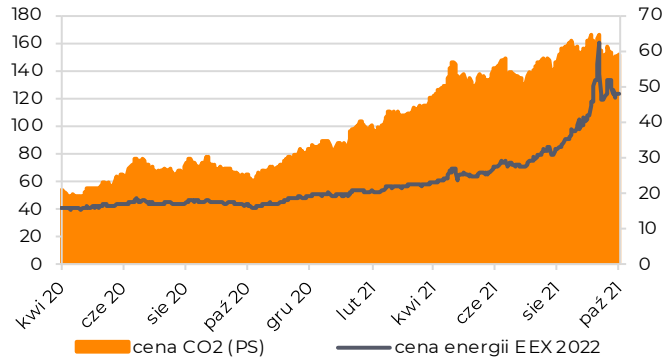
Po długim okresie wzrostów na rynku węgla koksującego ceny zwróciły się na południe. Głównym powodem zmiany kierunku jest informacja o możliwej interwencji rządu chińskiego na rynku tego surowca. Notowania australijskich węgli koksujących spadły we wszystkich sortymentach, a w największym stopniu dla węgli typu semi-soft. Węgiel hard premium LV okazał się odporniejszy na spadki. Produkcja stali surowej w Indiach spadła we wrześniu o 1,8% m/m, odnotowując drugi z rzędu spadek dynamiki miesiąc do miesiąca. Wpływ na tę sytuację mogło mieć zamknięciem przez JSW Steel wielkiego pieca w hucie Vijayanagar na 55 dni prac konserwacyjnych. Mimo zmniejszonej produkcji w Indiach, ceny stali na giełdzie w Szanghaju kontynuują spadki.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

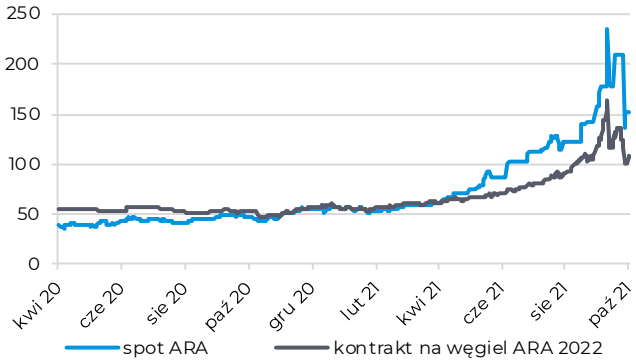
Spółka	1W	YTD
JSW	-11,4%	+109%
LW Bogdanka	-10,6%	+118%
Ciech	-9,4%	+23%
Grupa Azoty	-6,9%	+9%
Tauron	-6,8%	+28%
PGE	-6,0%	+52%
KGHM	-5,4%	-12%
Stalprodukt	-4,6%	+2%
ZE PAK	-3,4%	+98%
ZA Puławy	-3,0%	-2%
Kęty	-2,9%	+37%
Enea	-2,7%	+55%
PGNiG	-2,2%	+19%
CEZ	-2,2%	+57%
Lotos	+0,1%	+54%
PKN Orlen	+0,1%	+63%
Mangata	+0,3%	+24%
OMV	+0,7%	+73%
MOL	+1,0%	+30%
ZCh Police	+1,2%	+2%
Cognor	+1,5%	+168%
Alumetal	+1,5%	+23%
Kernel	+1,7%	+34%
IMC	+1,8%	+115%
Polenergia	+2,5%	+53%
Boryszew	+3,8%	+5%
Tupras	+9,5%	+31%
Astarta	+10,3%	+126%
PCC Rokita	+10,7%	+107%
Indeksy WIG	**1W**	**YTD**
WIG	-1,0%	+30%
Chemia	-5,4%	+18%
Energia	-5,0%	+42%
Paliwa	-0,5%	+48%
Spożywczy	+2,3%	+37%
Surowce	-6,2%	-4%
Ukraina	+5,6%	+69%
Indeksy sektor	**1W**	**YTD**
Górnictwo	-1,3%	+23%
Oil & Gas E&P	+2,0%	+74%
Refining EU	-0,0%	+21%
Refining US	+3,9%	+47%
Agri & Food	+1,0%	+13%
Kauczuki	-1,2%	+6%
Nawozy	-0,1%	+65%
Chemicals EU	+0,8%	+10%
Industrials EU	+0,3%	+21%
Petchem World	-1,3%	+26%
Utilities EU	+2,3%	+3%
Utilities US	+2,9%	+9%

Energetyka

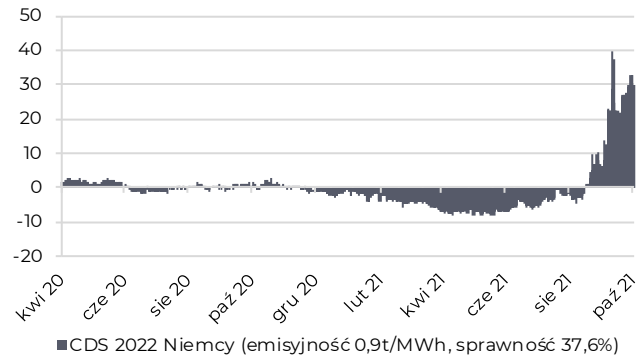
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



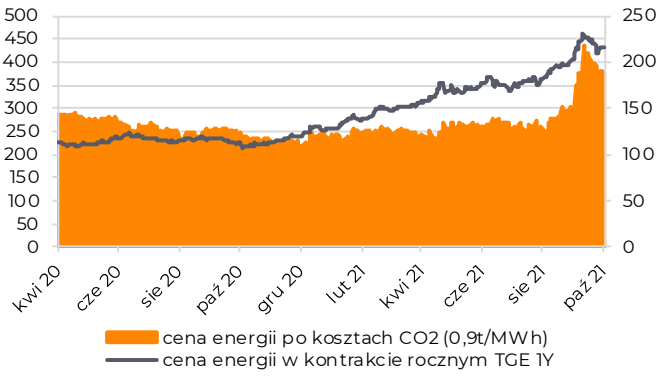
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



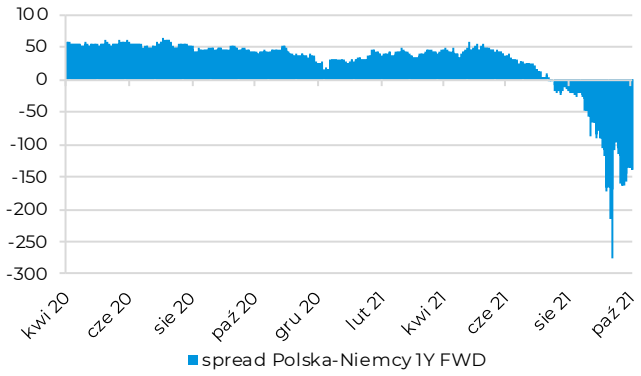
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



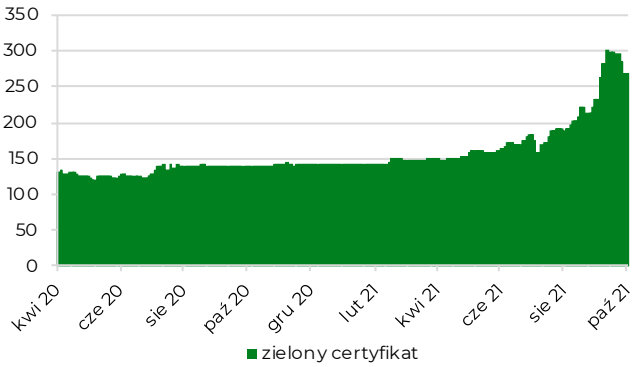
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



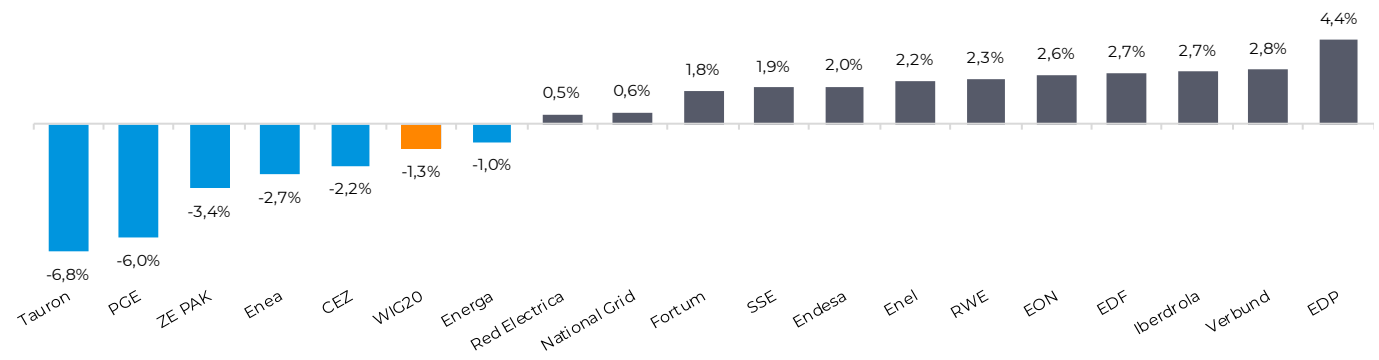
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



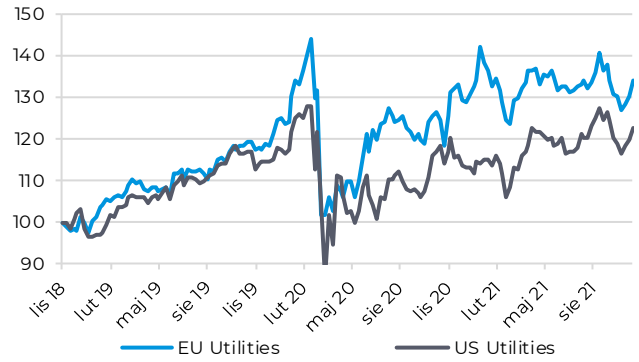
Tygodniowy performance spółek energetycznych



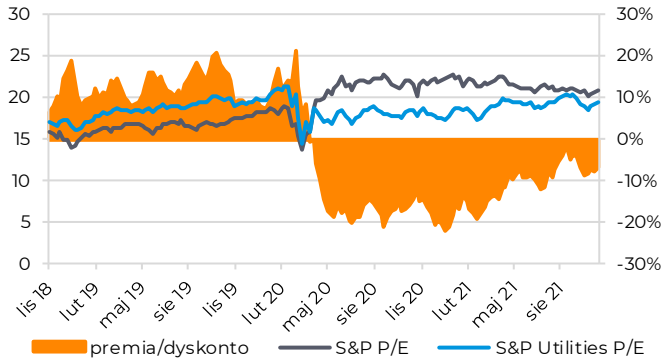
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

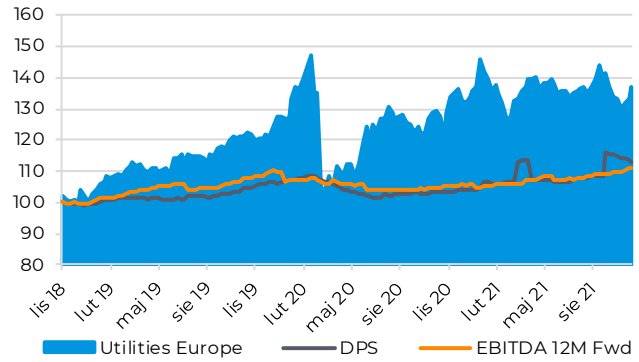
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



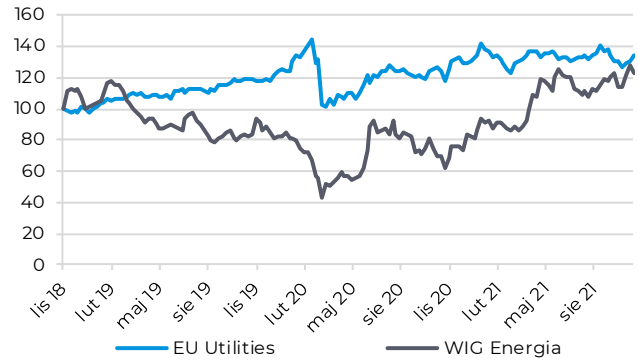
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



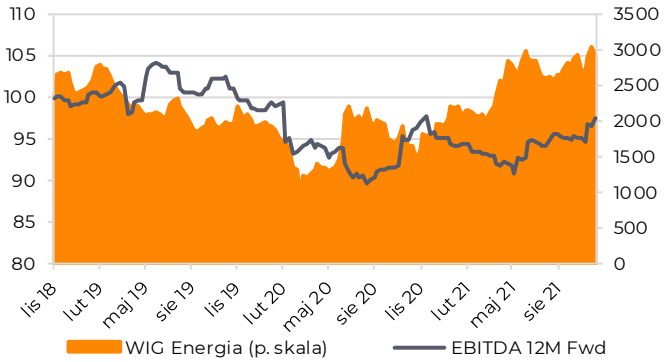
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



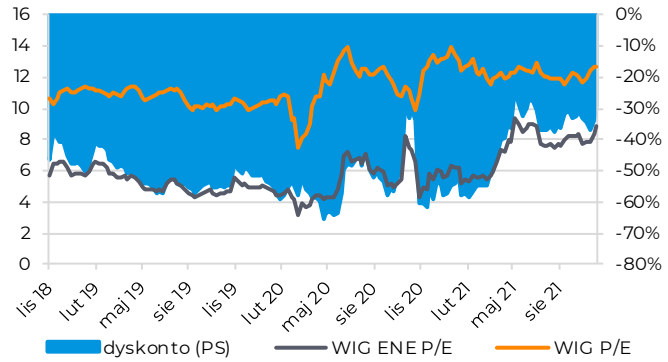
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



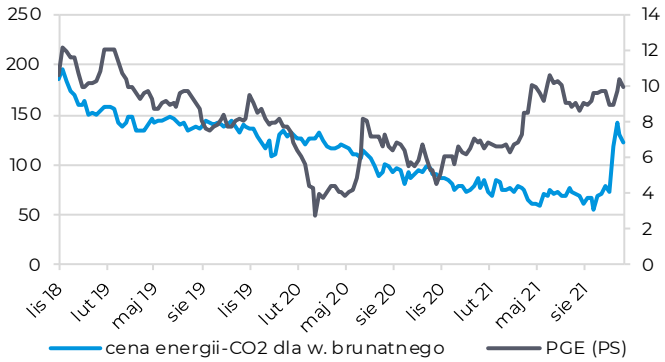
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



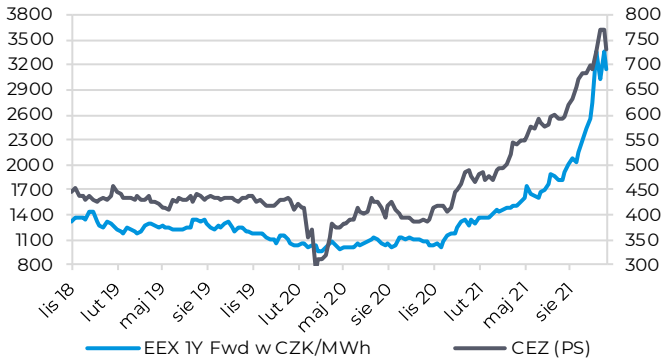
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO_2



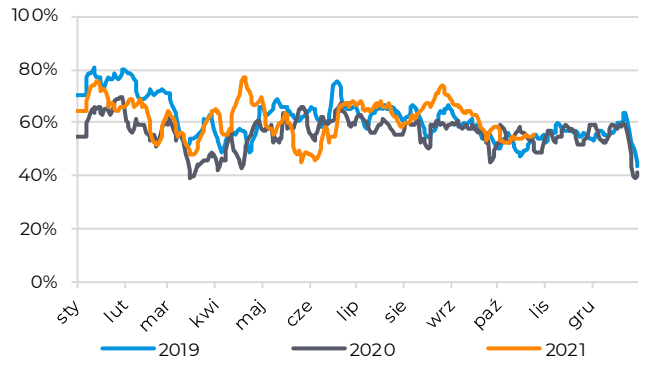
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



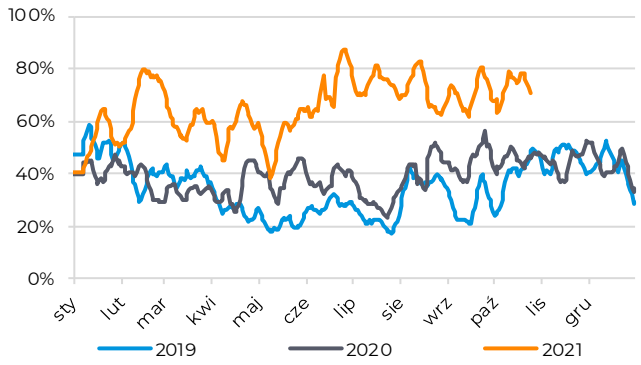
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

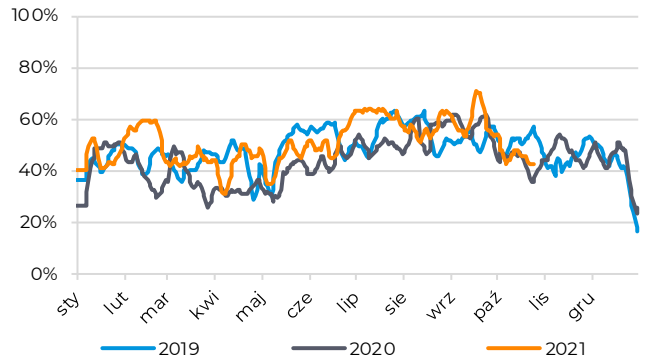
Load factor elektrowni Bełchatów



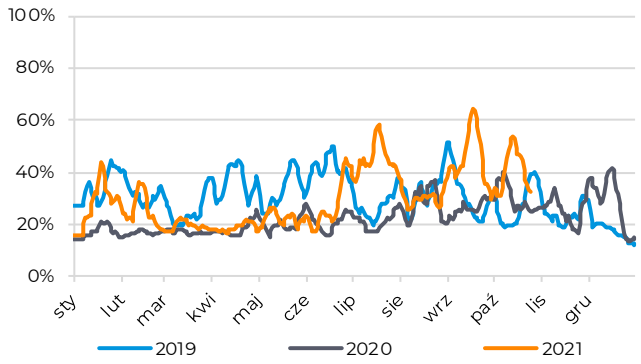
Load factor elektrowni Turów



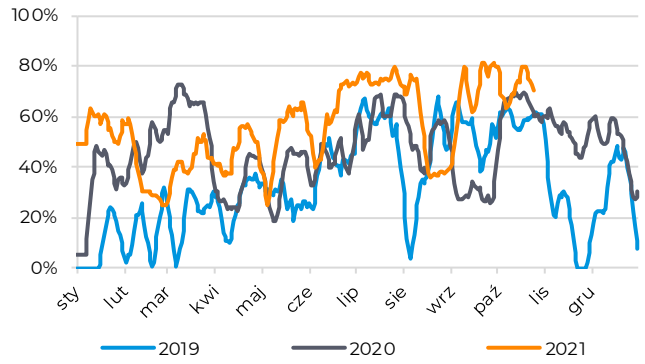
Load factor elektrowni Kozienice



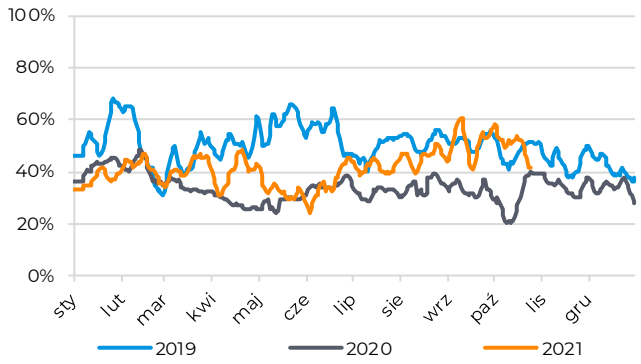
Load factor elektrowni Jaworzno



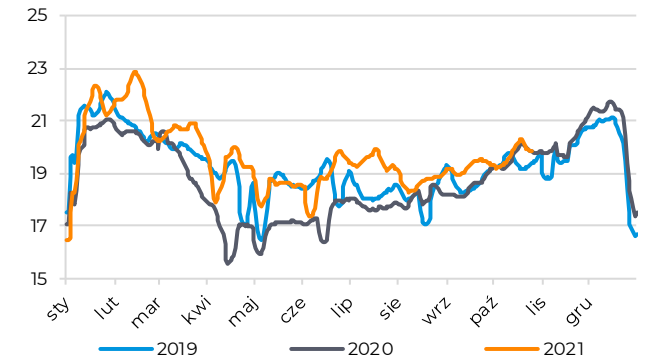
Load factor elektrowni Opole B5/B6



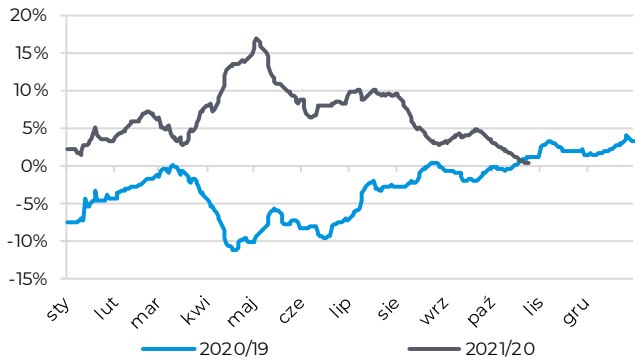
Load factor elektrowni Połaniec



Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)



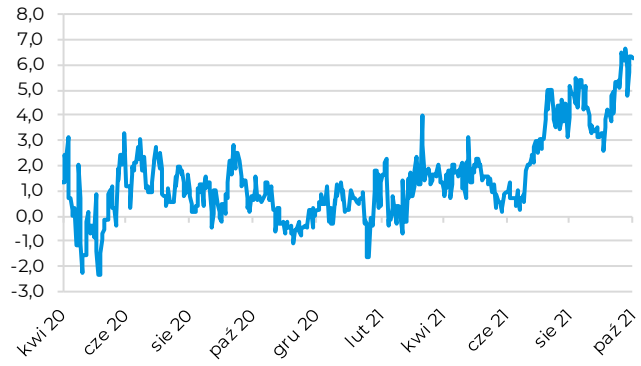
Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE



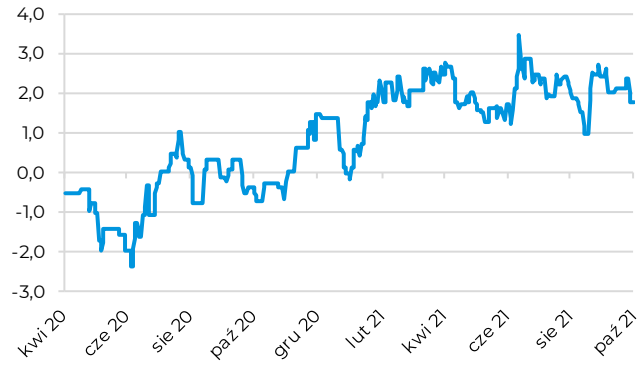
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

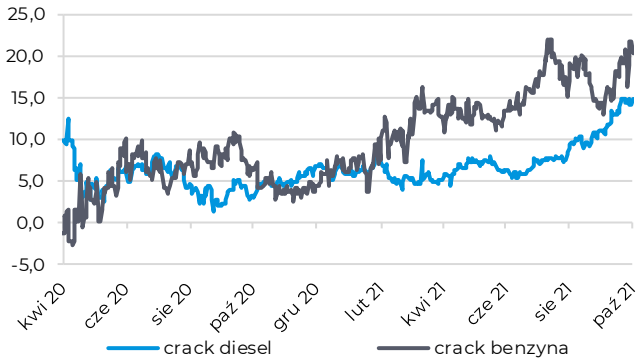
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



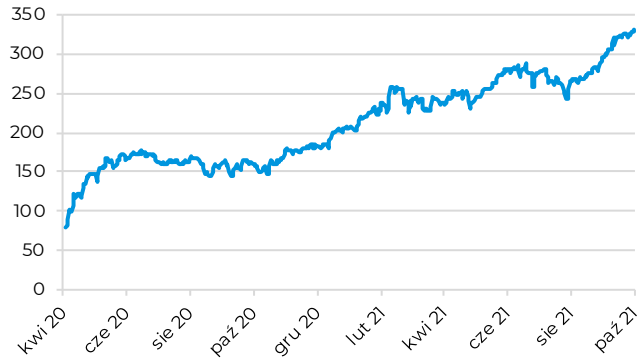
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



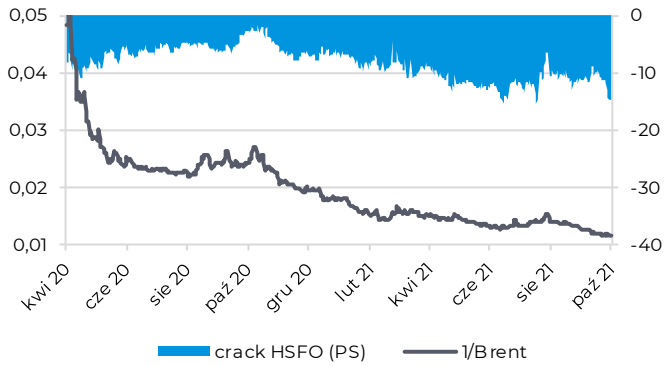
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



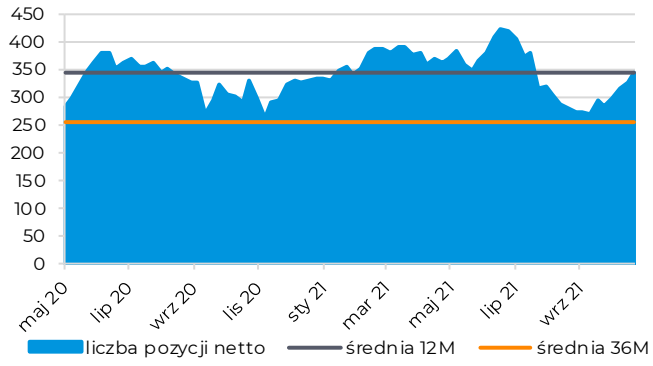
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



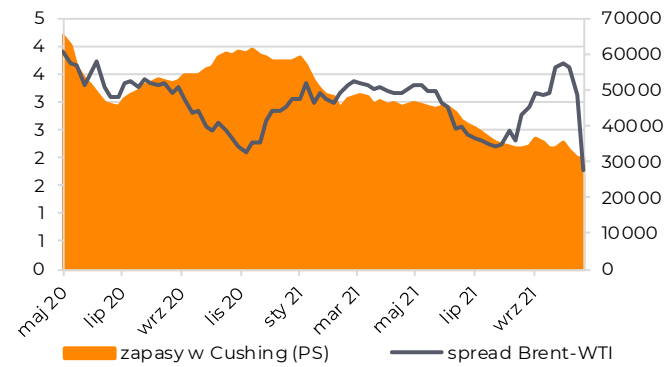
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



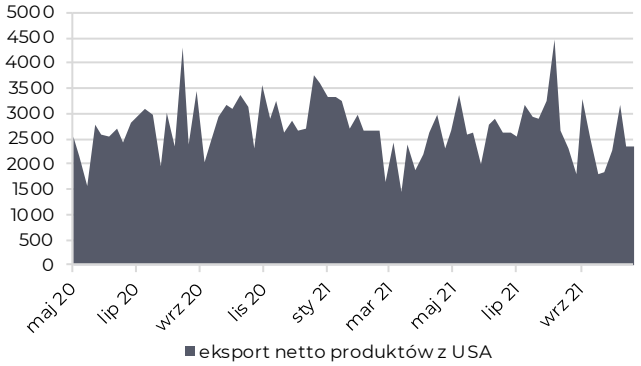
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



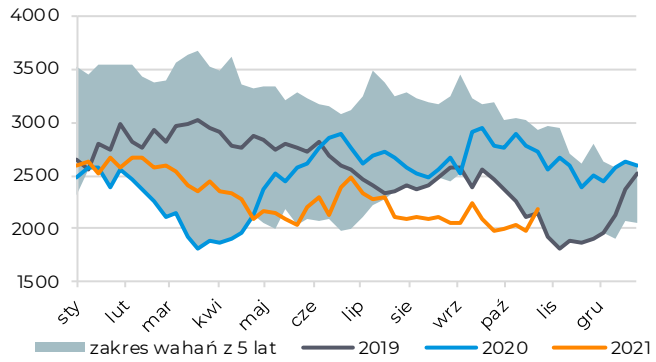
Eksport netto paliw z USA



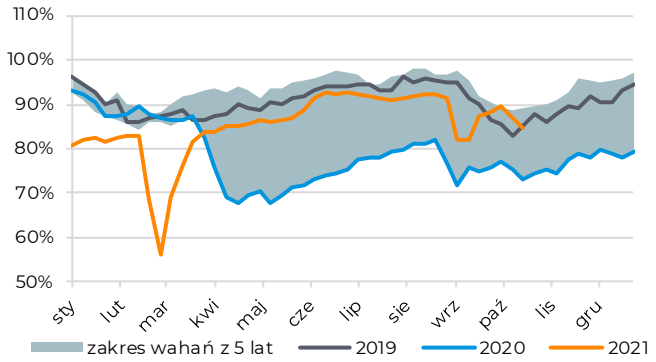
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

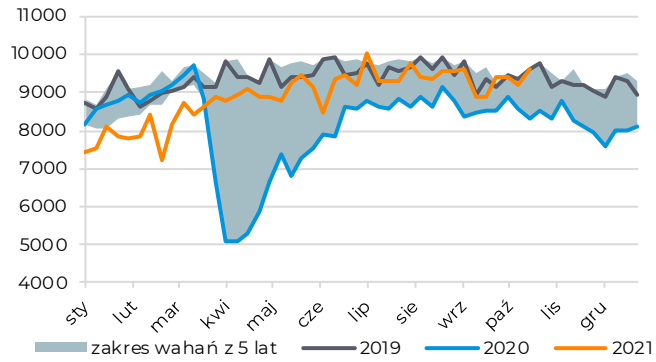
Zapasy diesla w portach ARA



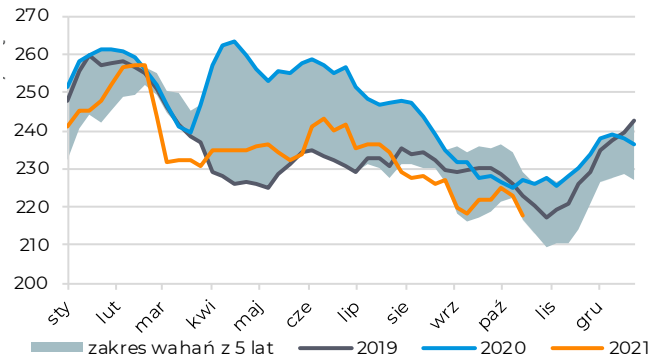
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



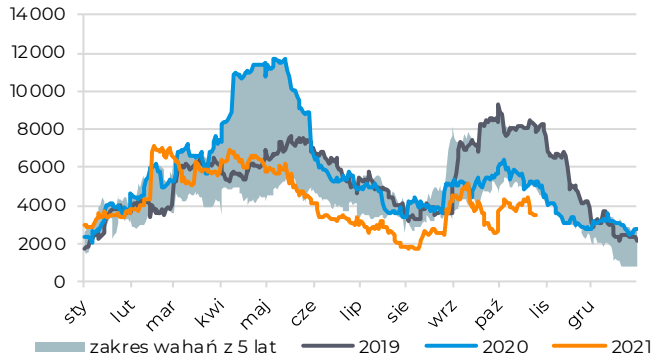
Popyt na benzynę w USA



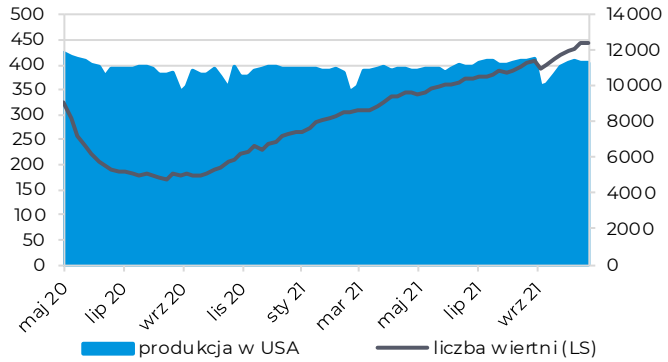
Zapasy benzyny w USA



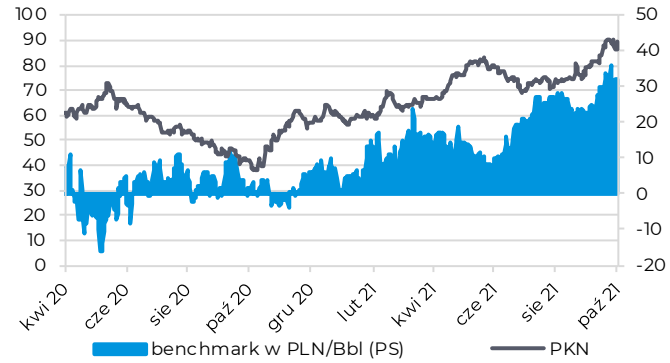
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



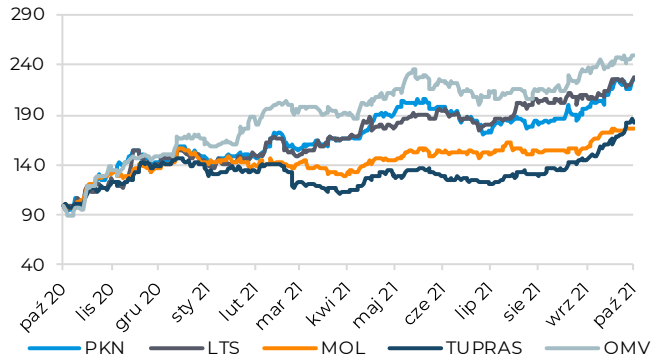
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



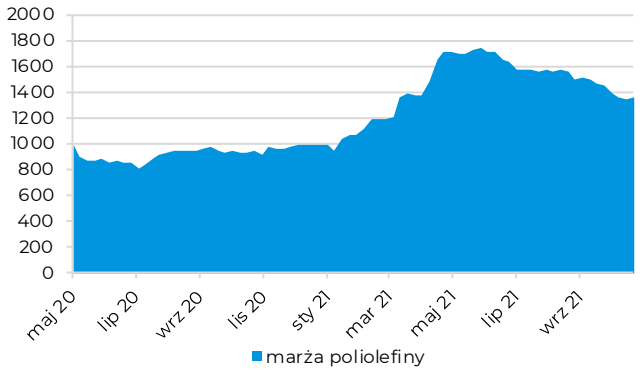
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



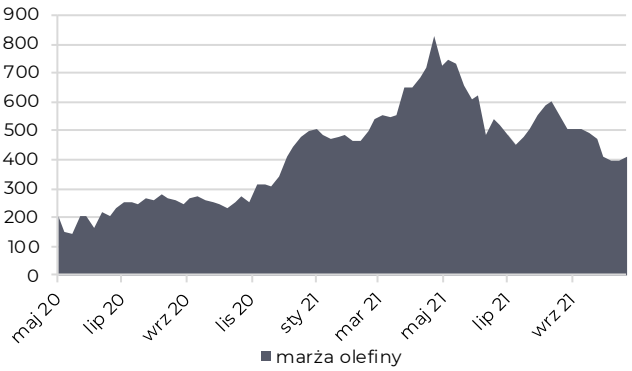
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

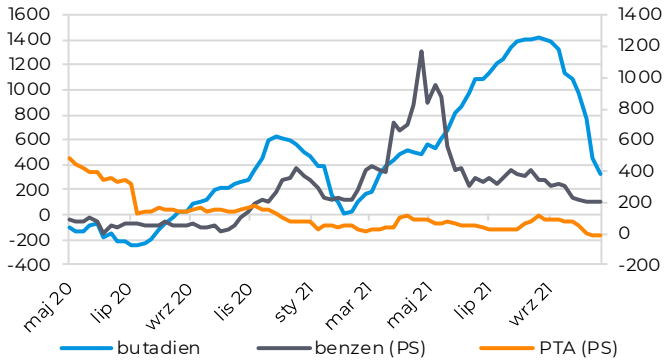
Marża petrochemiczna poliolefiny



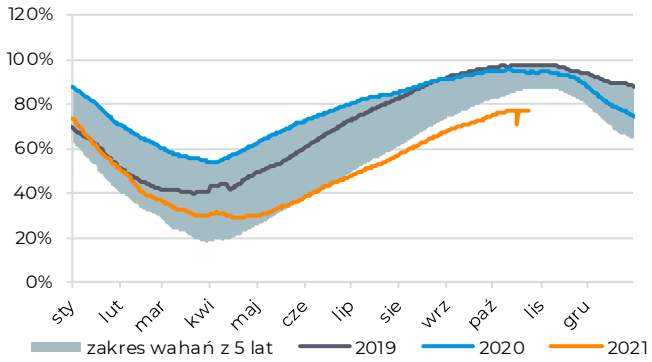
Marża petrochemiczna olefiny



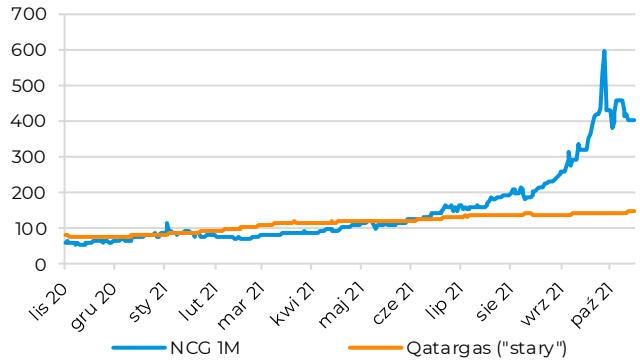
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



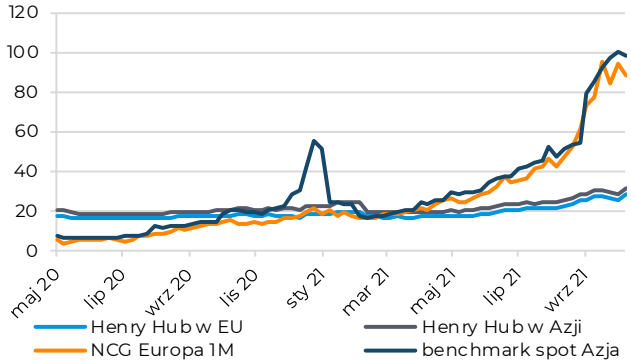
Napełnienie magazynów gazu w UE



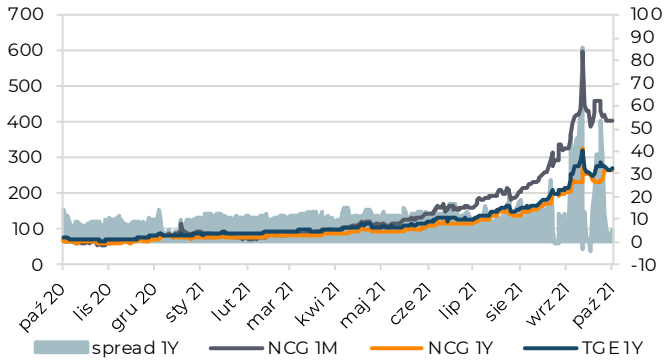
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



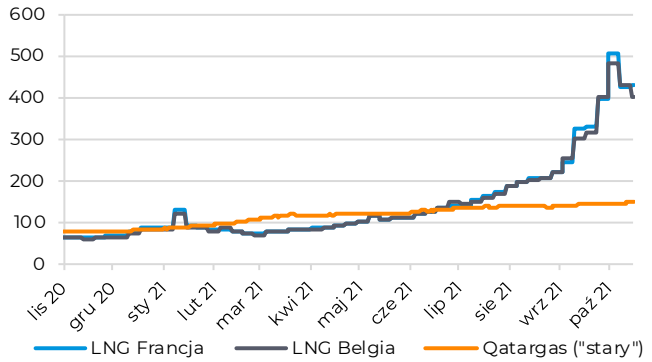
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



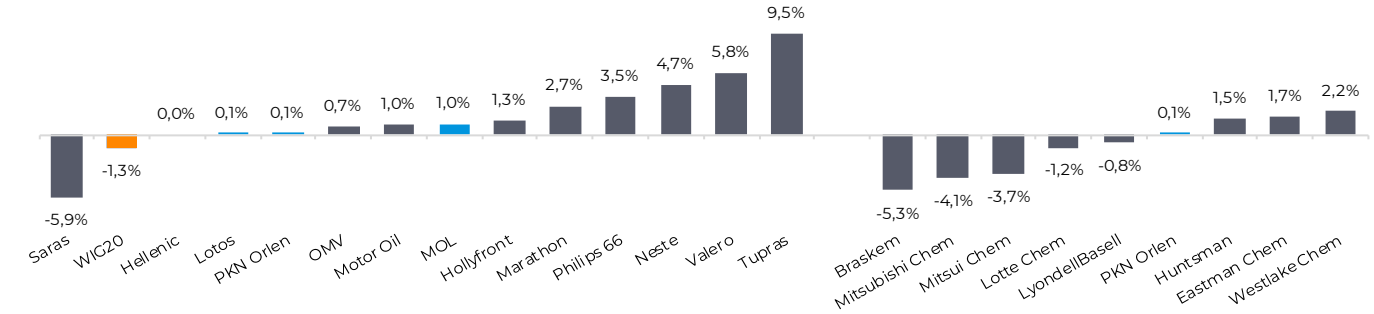
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



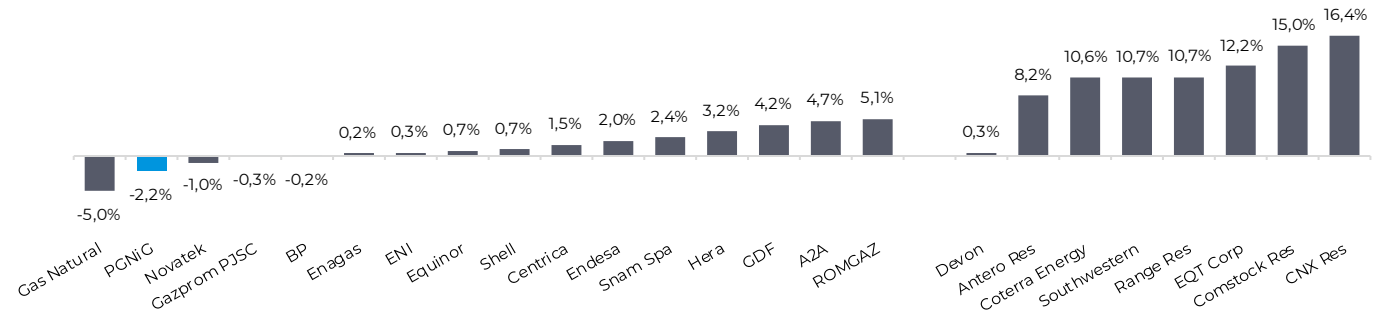
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

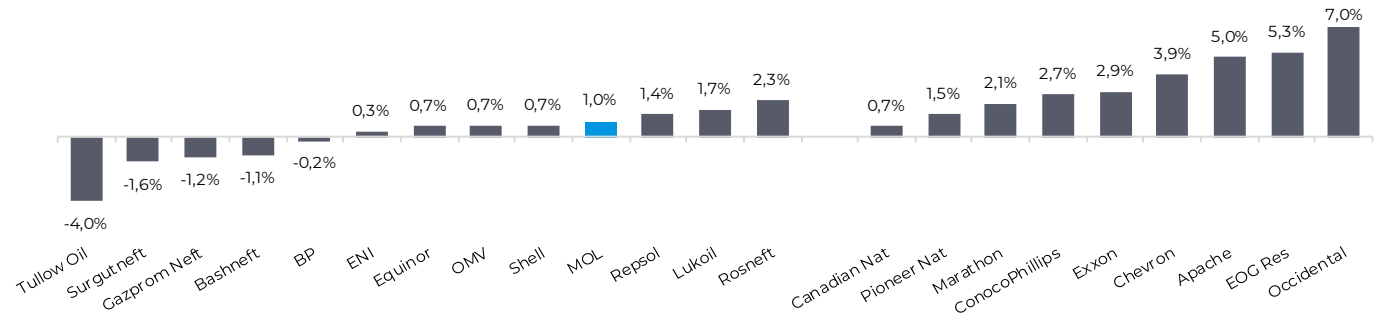
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



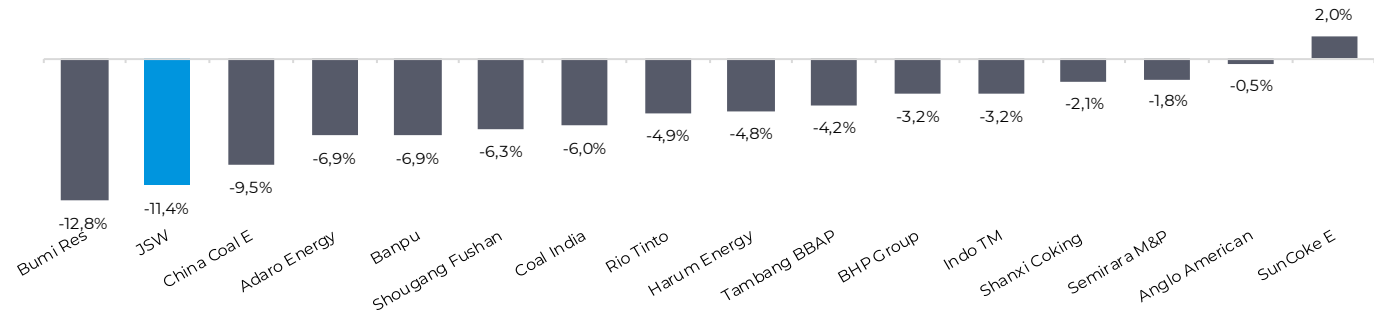
Spółki gazowe



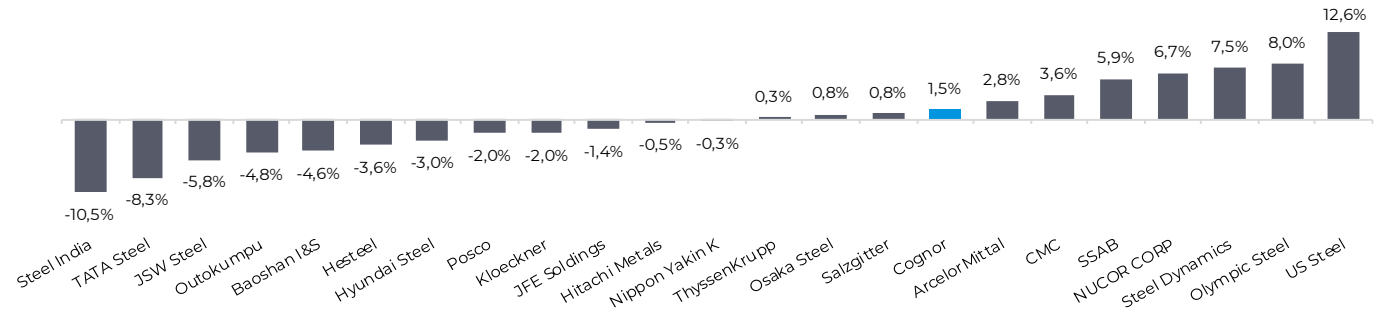
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



Producenci i dystrybutorzy stali



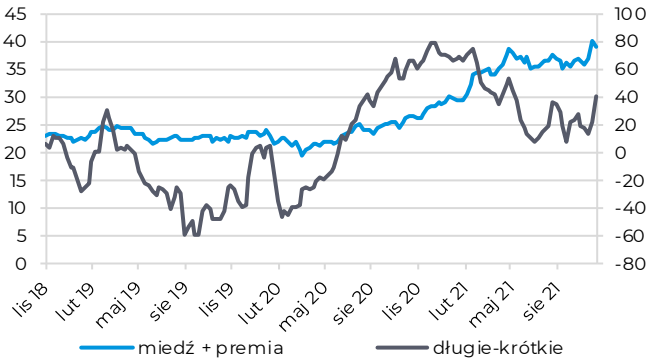
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



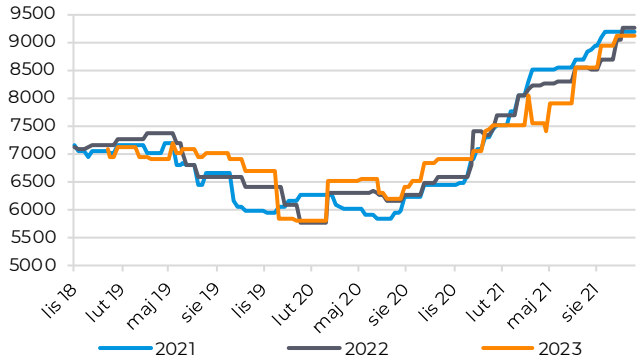
Cena miedzi + wartość premii producenckiej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



Wartości premii producenckiej dla miedzi (USD/t)



Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



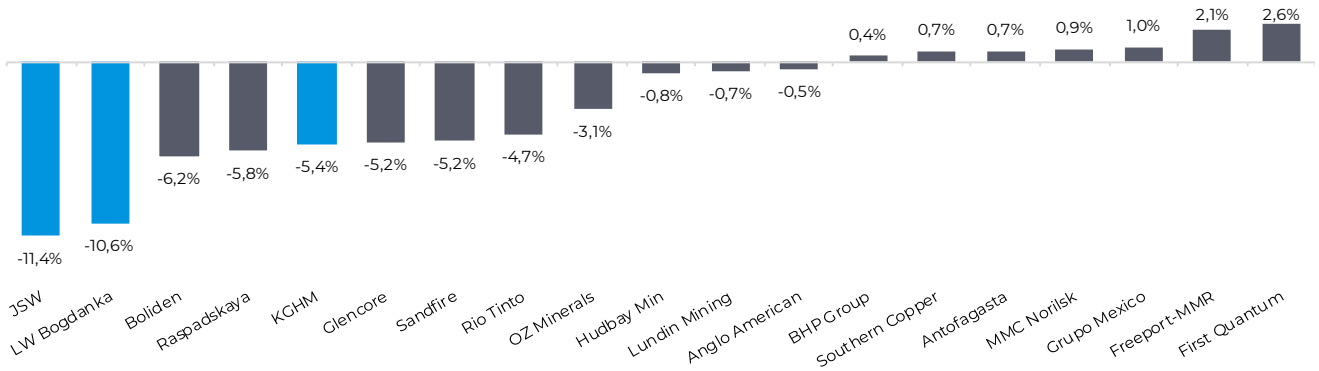
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



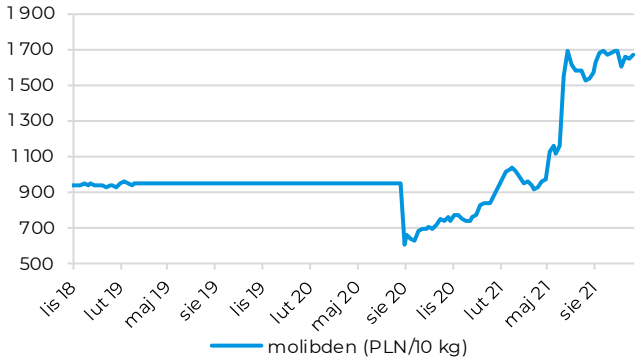
Tygodniowy performance spółek surowcowych



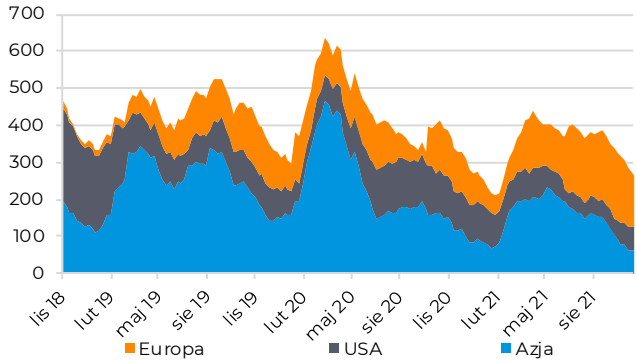
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

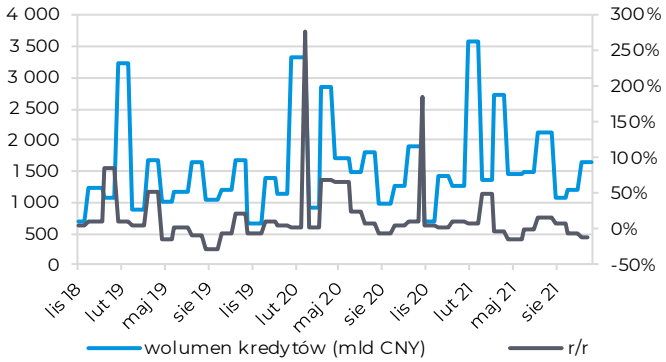
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



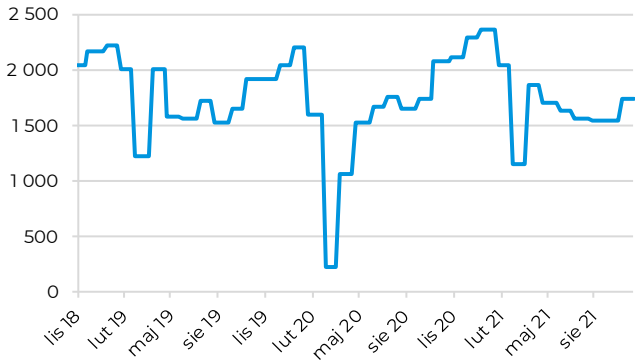
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



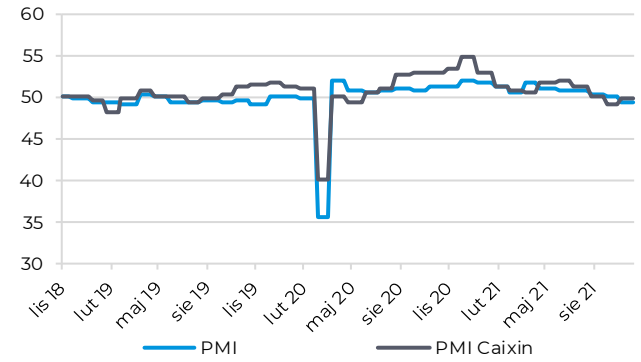
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



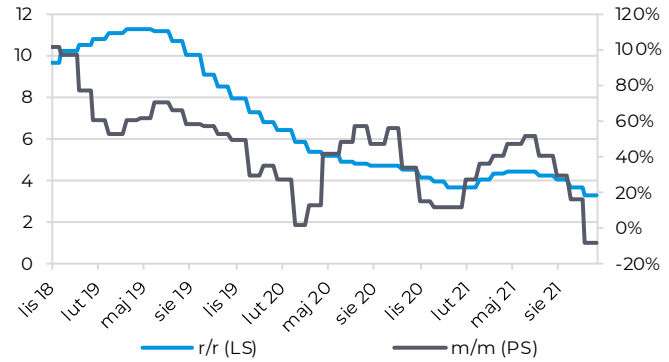
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



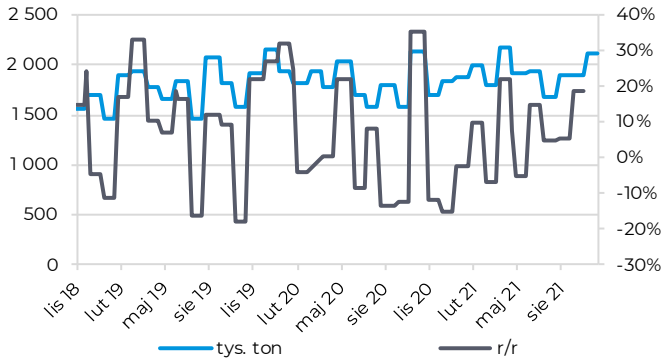
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



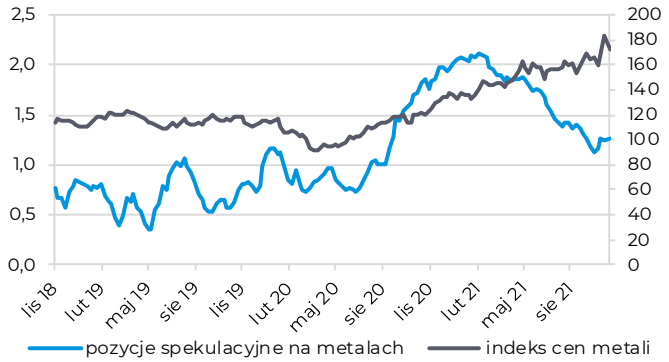
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin



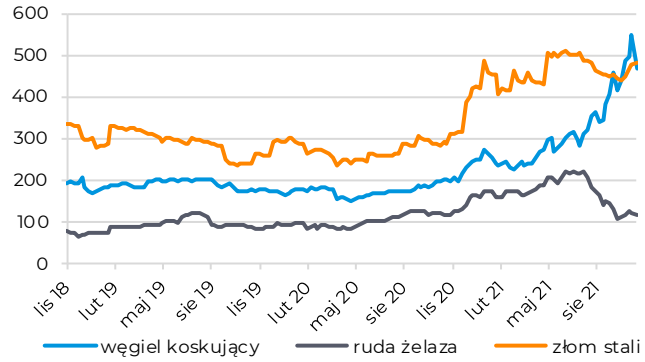
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



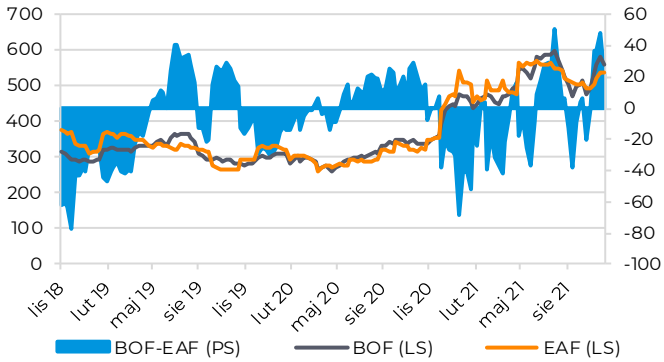
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

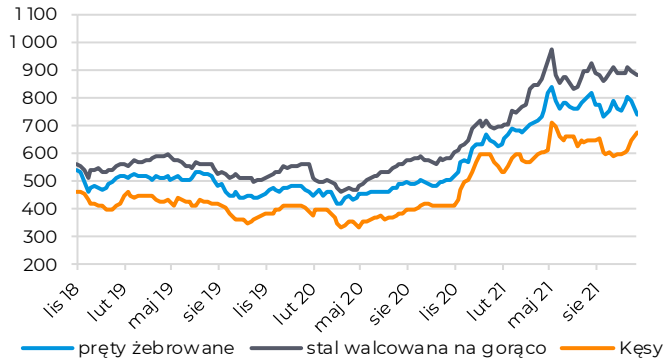
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



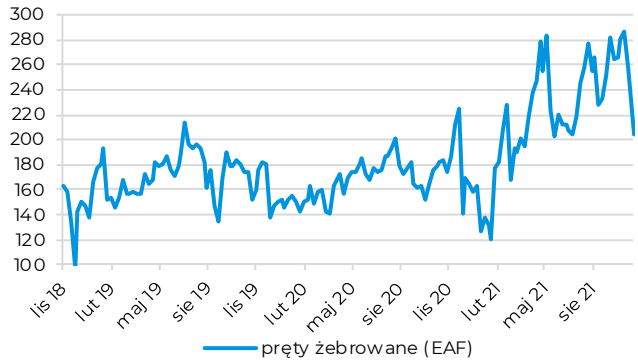
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



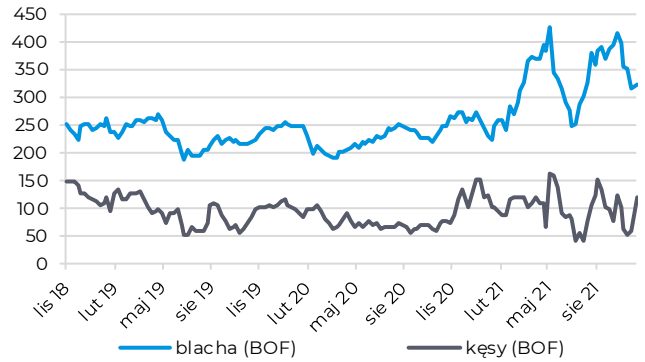
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



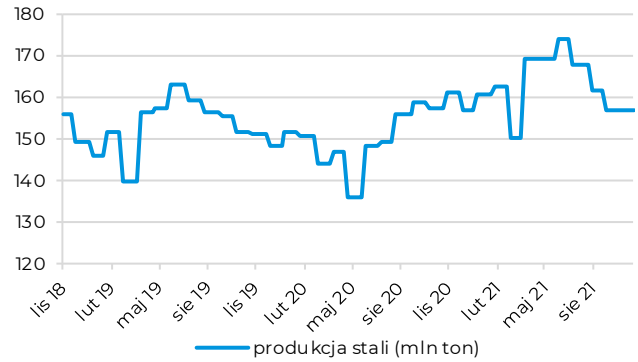
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



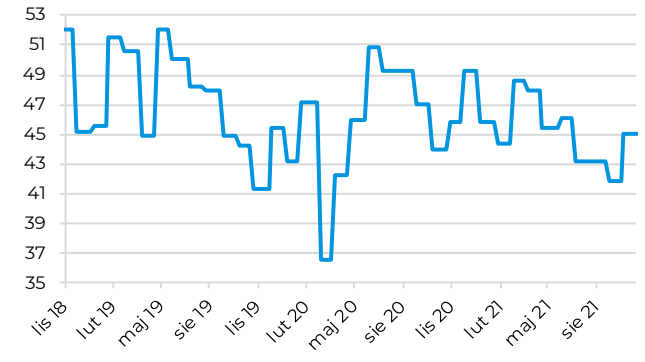
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



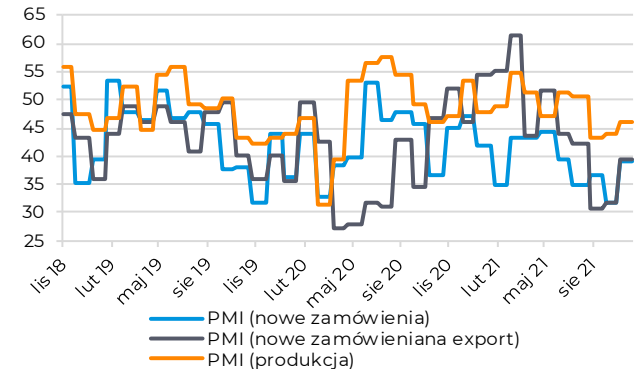
Produkcja stali na świecie (mln ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



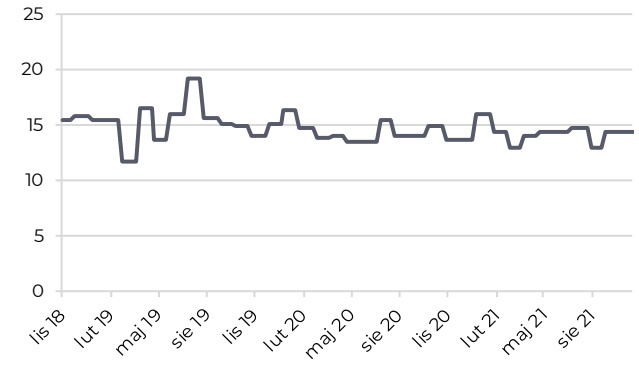
Komponenty PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



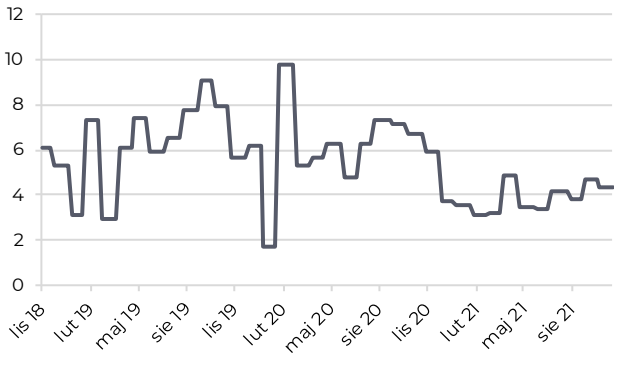
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

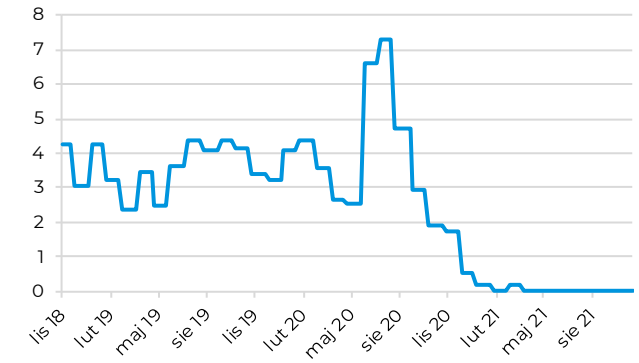
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



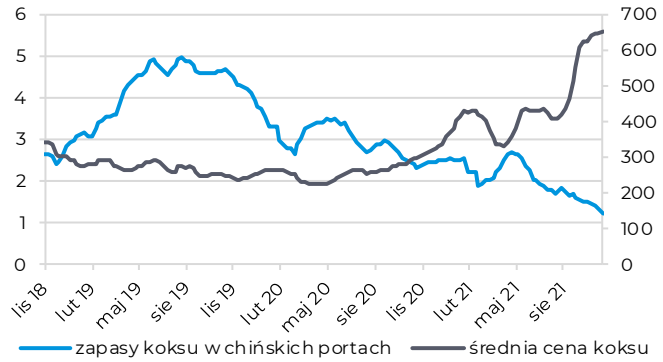
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



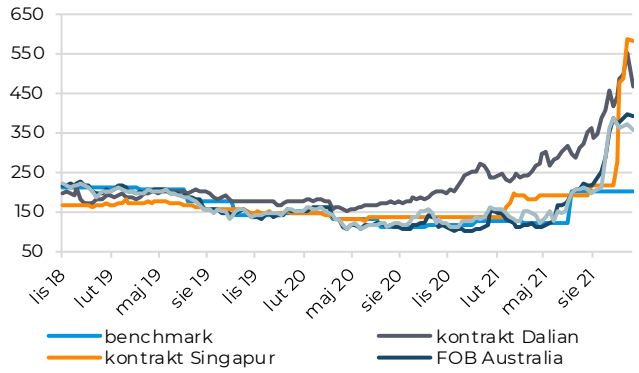
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



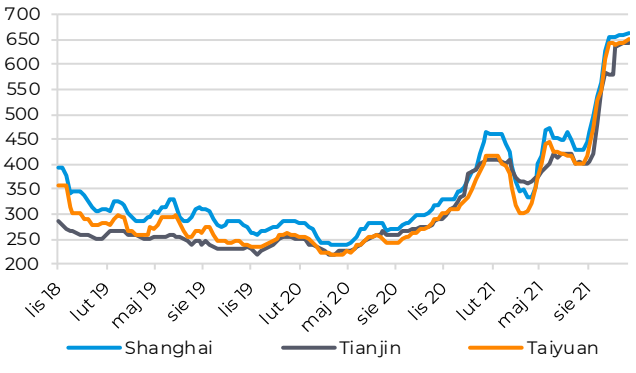
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



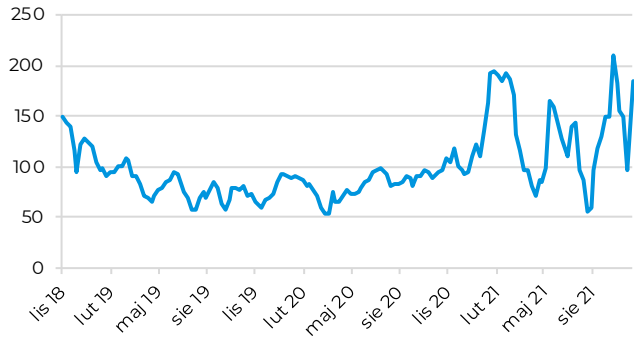
Ceny węgla koksowego (USD/t)



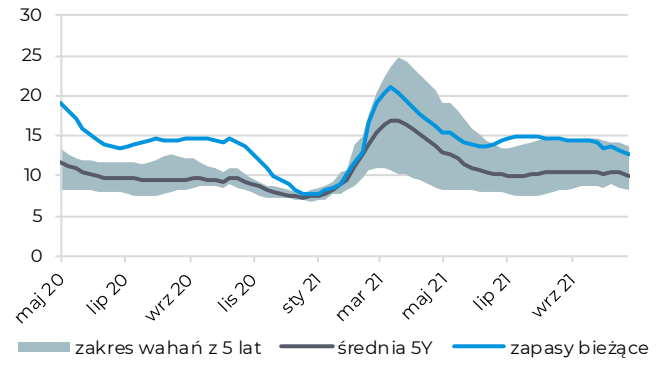
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



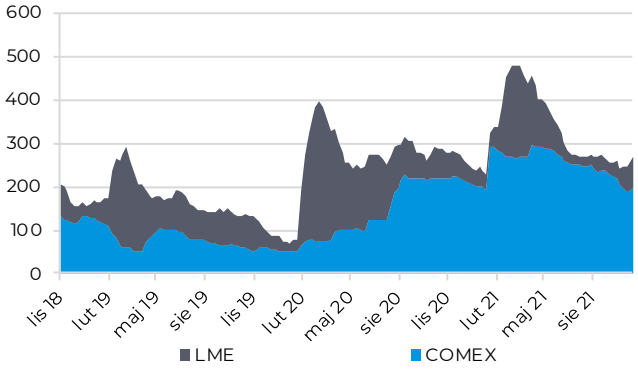
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



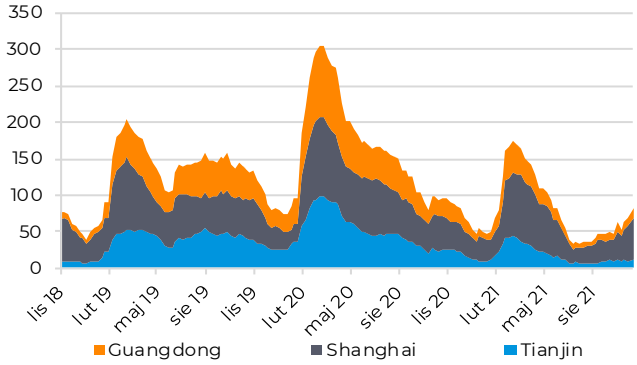
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

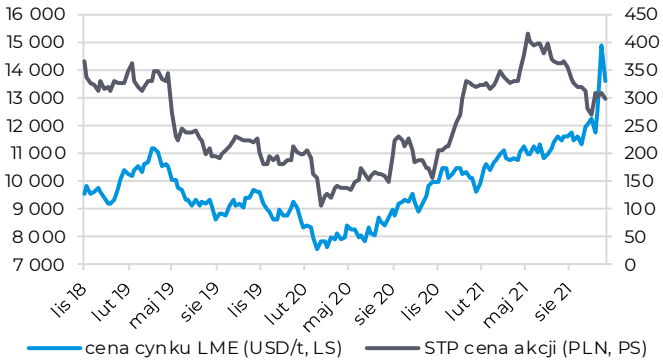
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



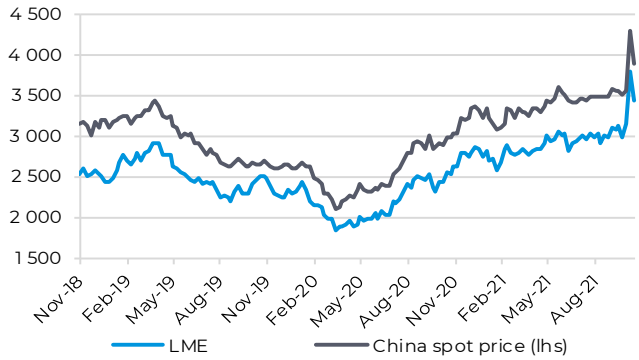
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



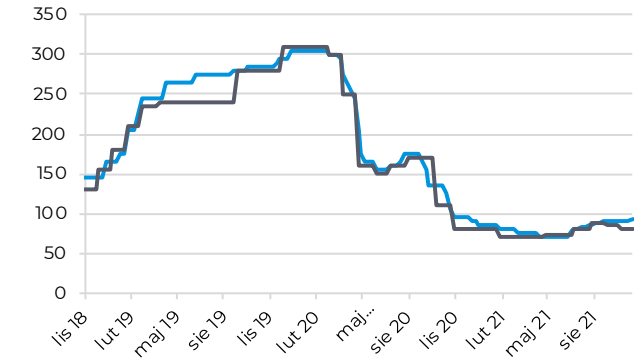
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



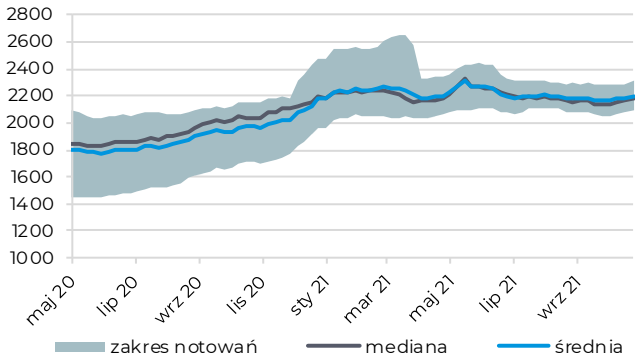
Ceny cynku (USD/t)



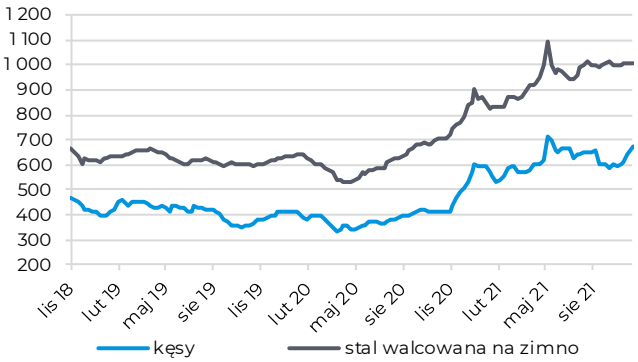
Marża hutnicza na cynku (USD/t)



Notowania blachy elektrotechnicz. w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



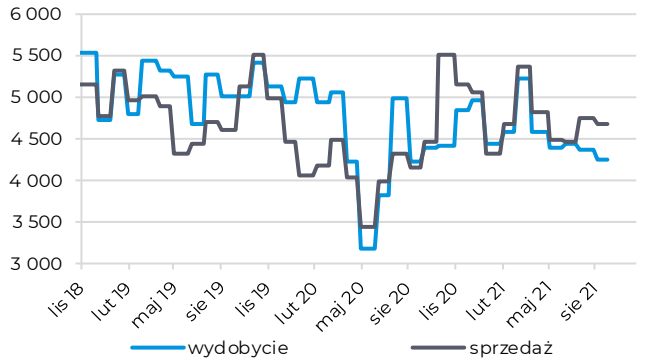
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



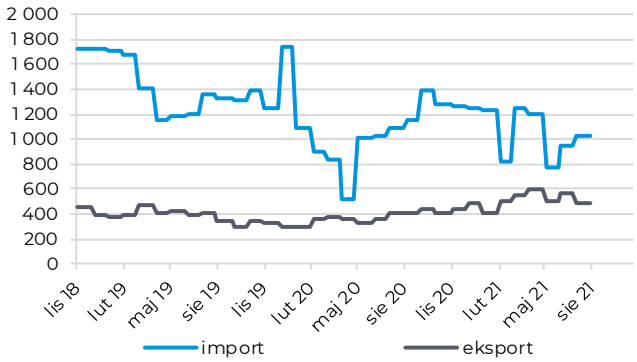
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

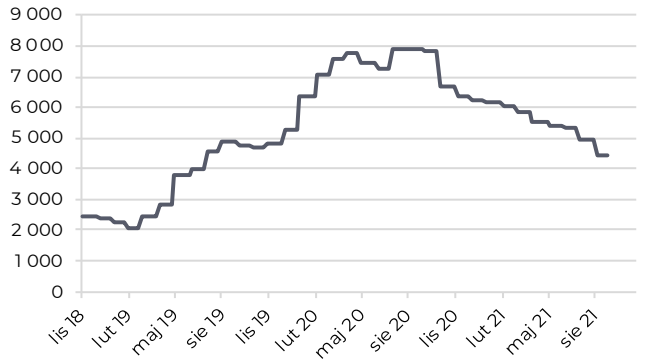
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



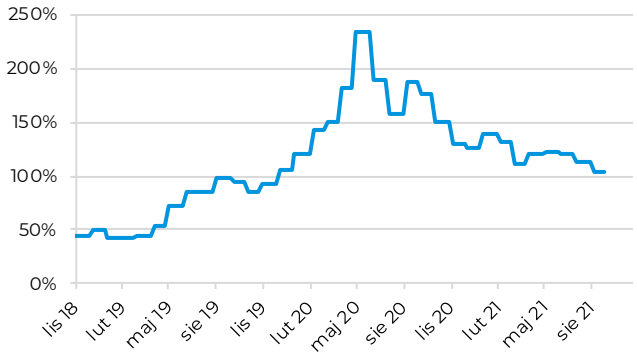
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



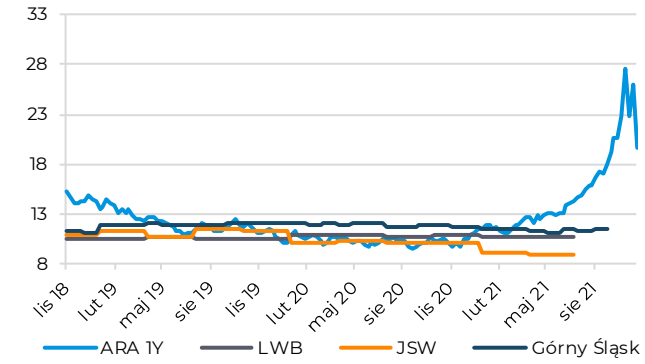
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



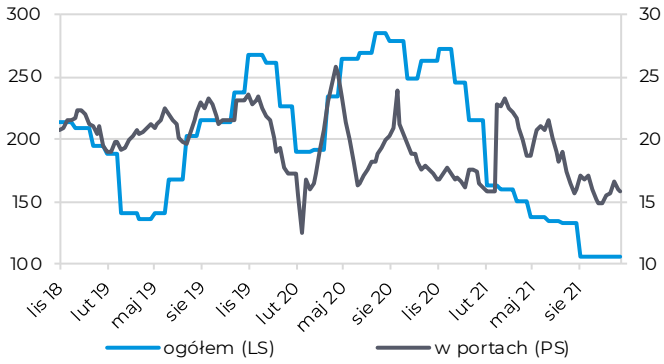
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



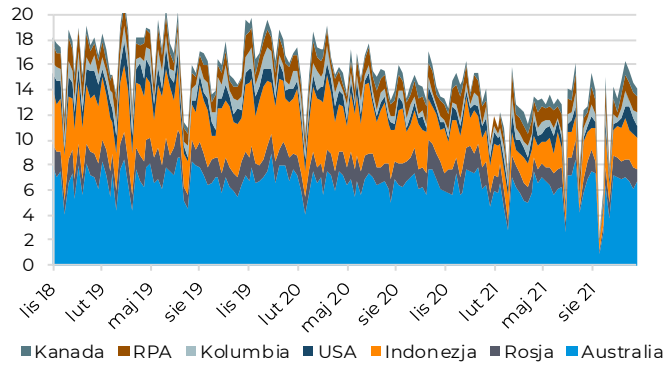
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



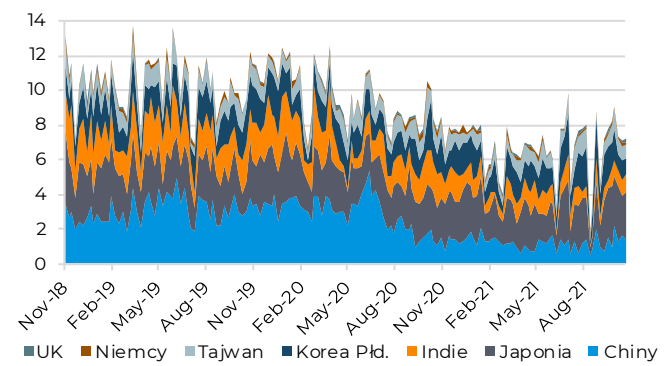
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



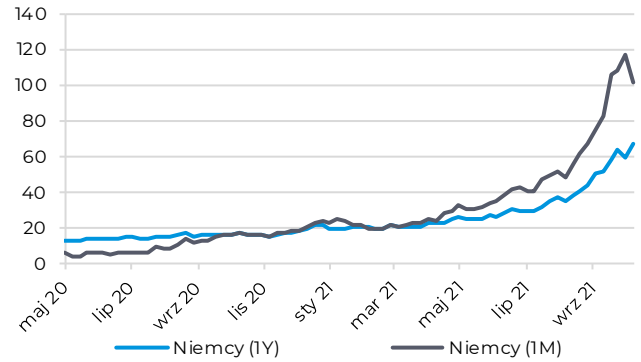
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



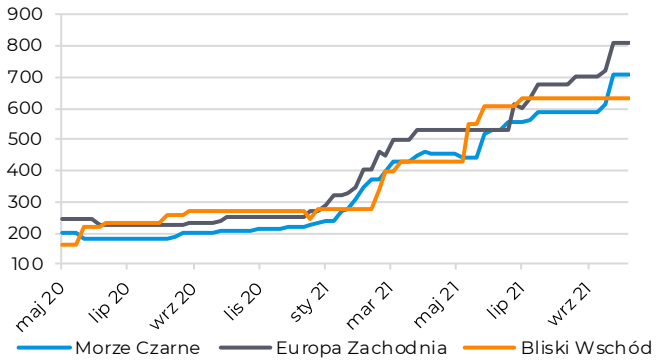
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

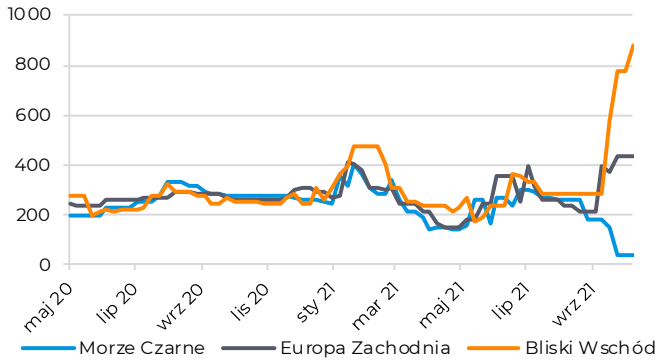
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



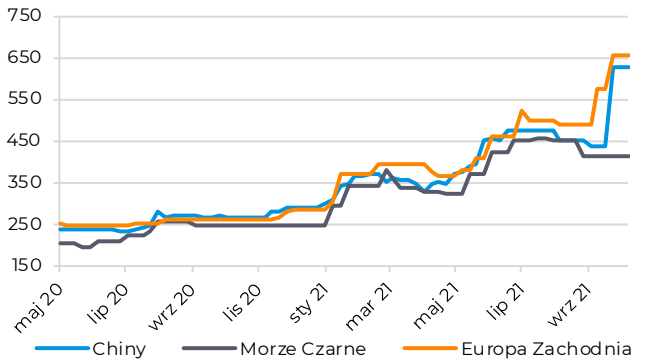
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



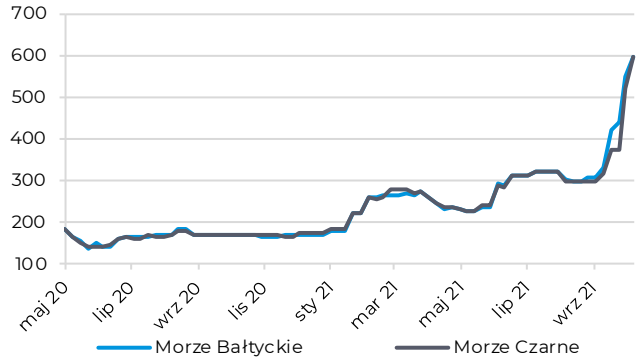
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



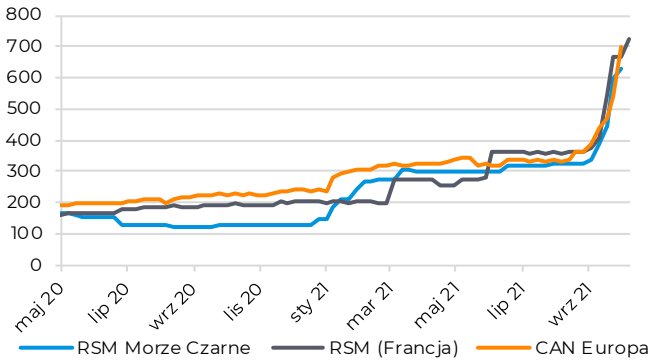
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



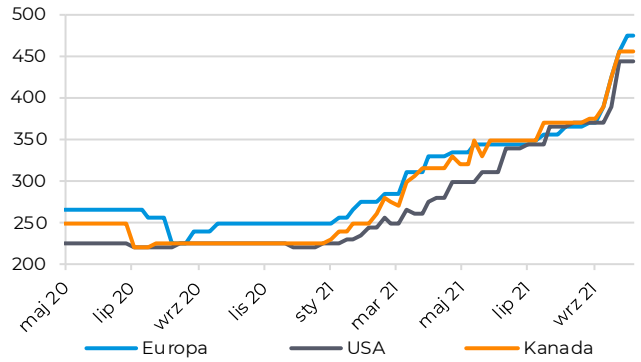
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



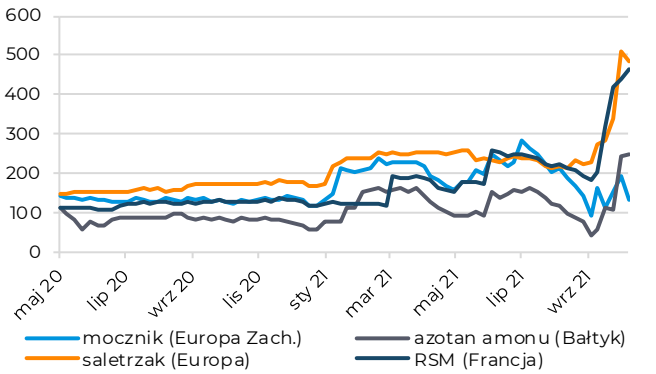
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



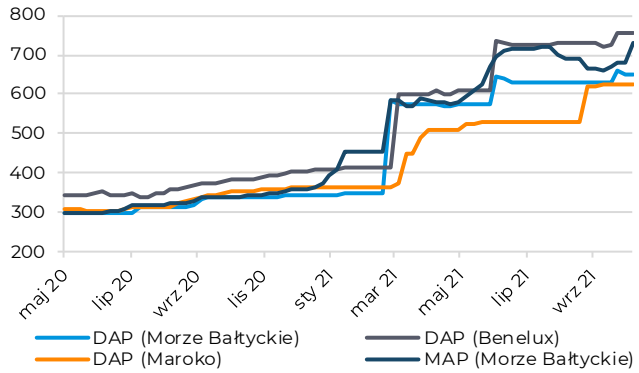
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



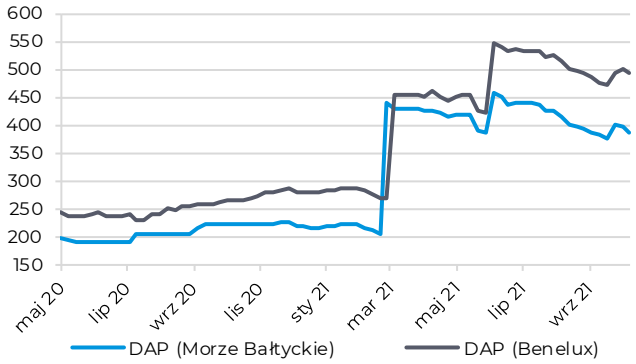
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

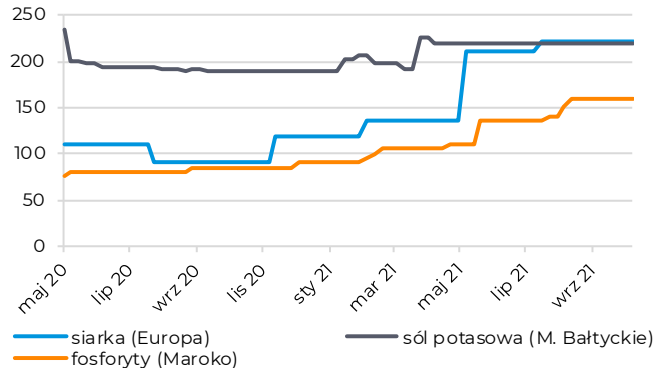
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



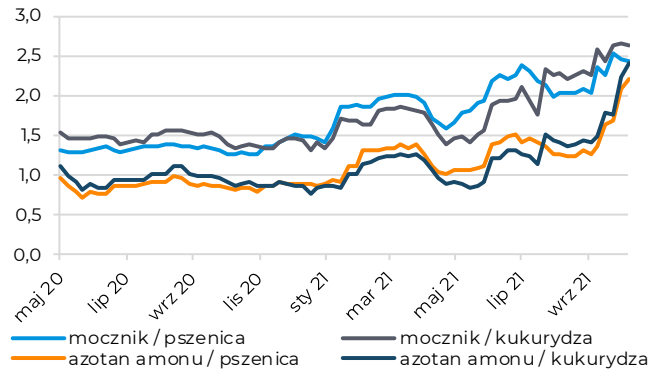
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



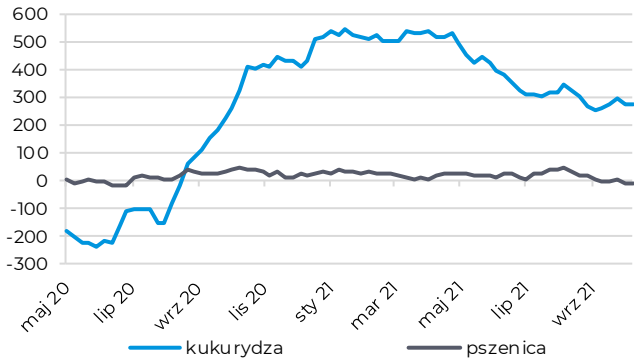
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



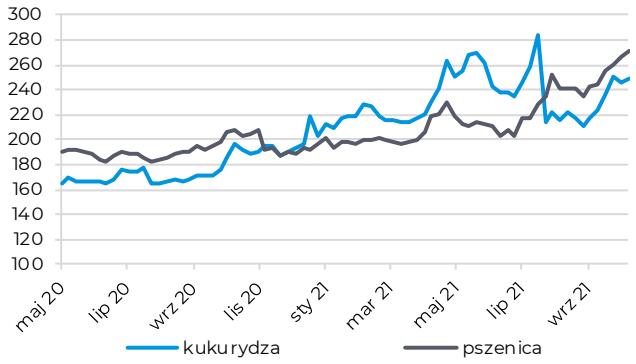
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



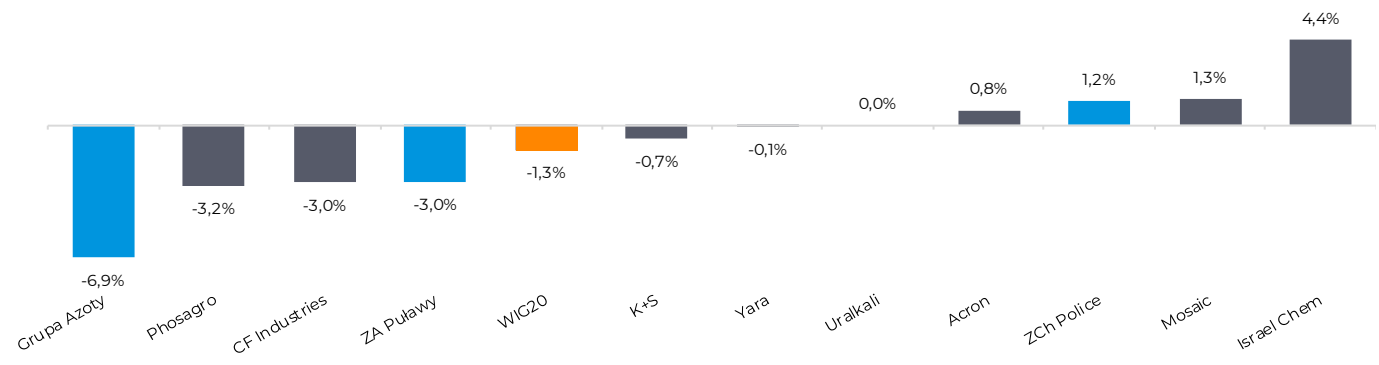
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



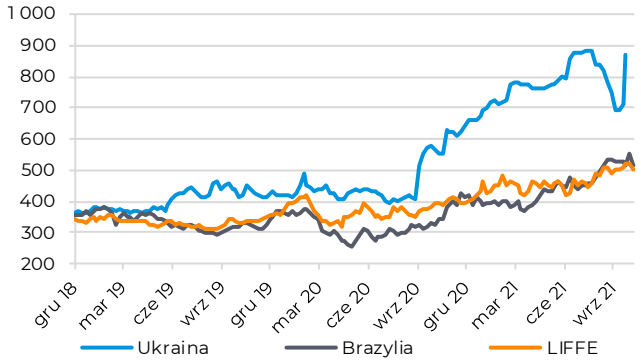
Tygodniowy performance producentów nawozów



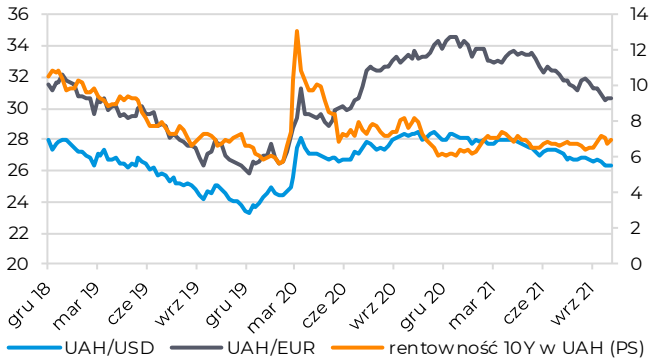
Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek spożywczy

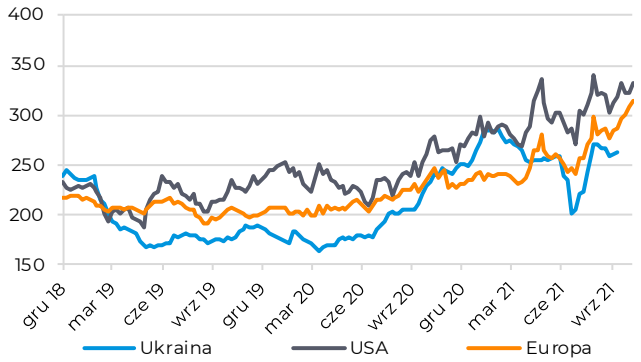
Cena cukru (USD/Mt)



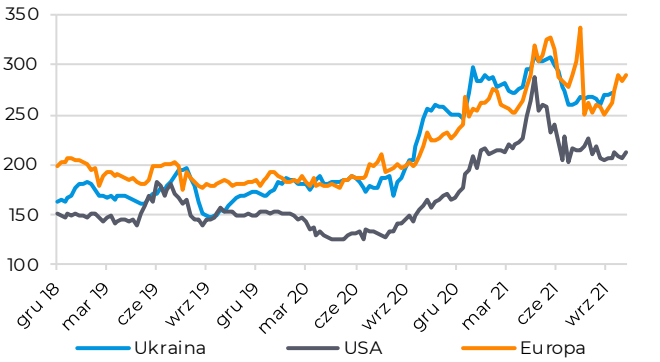
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 10Y



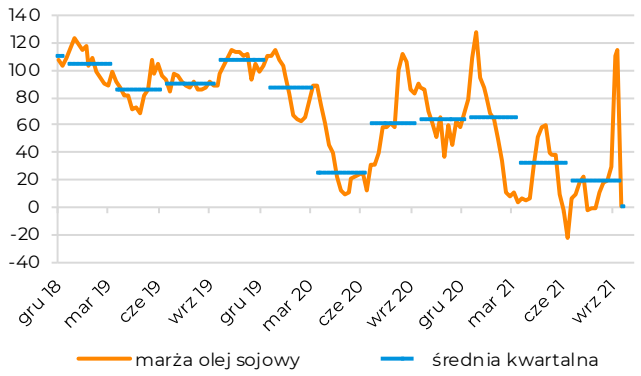
Cena pszenicy (USD/Mt)



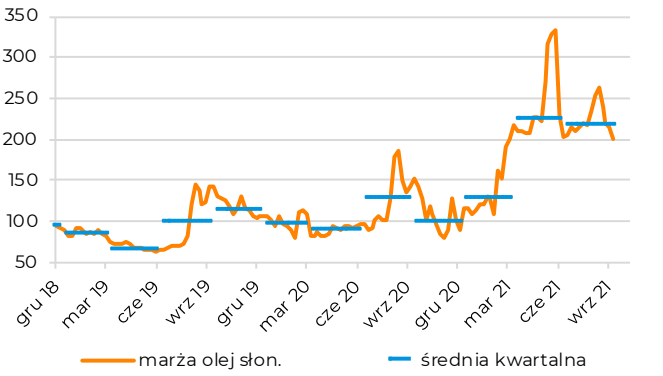
Cena kukurydzy (USD/Mt)



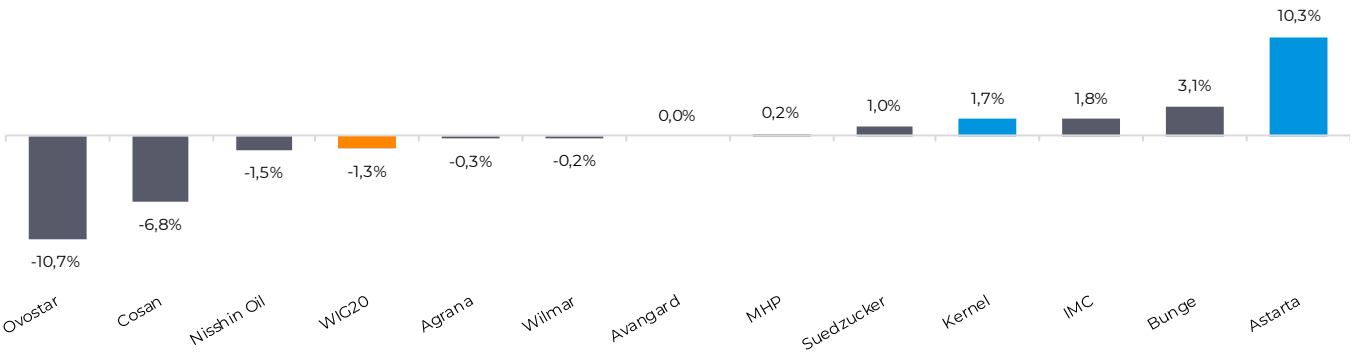
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	744,0	8,8	8,2	6,9	2,7	2,8	2,5	42,3	16,7	12,3	31%	35%	36%	7,0%	4,7%	6,0%
Enea	10,1	3,5	2,6	2,4	0,6	0,4	0,3	3,9	3,4	3,9	17%	14%	12%	0,0%	0,0%	5,8%
PGE	9,9	2,6	3,0	2,7	0,5	0,3	0,3	5,3	19,3	13,7	21%	10%	10%	0,0%	0,0%	2,6%
Tauron	3,5	4,4	4,5	3,9	0,9	0,7	0,6	7,9	5,1	4,2	20%	15%	15%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	18,4	13,9	10,3	5,7	0,5	0,5	0,4	-	-	-	4%	4%	8%	-	-	-
mediana		**4,4**	**4,5**	**3,9**	**0,6**	**0,5**	**0,4**	**6,6**	**10,9**	**8,3**	**20%**	**14%**	**12%**	**0%**	**0%**	**4%**
Zintegrowane																
EDF	12,8	5,1	4,4	4,2	1,3	1,1	1,1	61,2	8,8	8,2	25%	25%	26%	1,6%	5,3%	5,7%
EDP	4,9	10,3	10,2	9,6	3,2	2,7	2,7	23,3	21,3	19,0	31%	27%	28%	3,9%	4,0%	4,1%
Endesa	19,0	7,2	7,2	6,6	1,6	1,4	1,4	14,4	13,3	11,4	23%	20%	21%	6,3%	5,5%	6,3%
Enel	7,1	8,9	7,2	6,8	2,2	1,8	1,8	27,2	12,5	11,4	25%	26%	27%	5,1%	5,7%	6,1%
Engie	12,1	10,3	5,5	5,4	1,0	1,0	1,0	-	10,8	10,3	10%	17%	18%	4,4%	6,5%	6,8%
Fortum	27,0	13,0	10,4	10,8	0,7	0,6	0,5	14,9	17,1	16,5	5%	5%	5%	4,2%	4,3%	4,4%
mediana		**9,6**	**7,2**	**6,7**	**1,5**	**1,3**	**1,2**	**23,3**	**12,9**	**11,4**	**24%**	**22%**	**23%**	**4,3%**	**5,4%**	**5,9%**
Sieci przesyłowe																
EON	10,8	10,0	8,1	8,2	1,0	1,0	1,0	27,8	12,1	11,9	10%	12%	12%	4,3%	4,7%	4,9%
Elia Group	99,9	13,9	12,4	11,5	5,5	5,2	5,0	28,6	24,7	22,6	39%	42%	43%	1,7%	1,8%	1,8%
EVN	25,2	0,3	8,1	8,1	0,0	2,3	2,2	1,0	16,5	15,9	18%	29%	28%	100%+	2,0%	2,1%
IREN	2,7	7,1	6,7	6,4	1,6	1,5	1,5	13,3	12,5	11,7	23%	23%	23%	3,7%	4,1%	4,5%
National Grid	9,1	13,5	11,0	9,8	4,2	4,0	3,8	19,6	15,2	13,6	31%	36%	39%	5,4%	5,5%	5,6%
Red Electrica	17,7	11,0	10,4	10,3	8,2	8,1	8,0	15,4	13,7	13,7	74%	78%	78%	4,8%	5,7%	5,0%
Redes Energeticas	2,7	9,4	9,4	9,3	5,7	5,7	5,6	15,2	14,9	14,7	61%	61%	61%	6,1%	6,7%	5,7%
SSE	16,2	8,2	12,7	11,9	3,9	3,4	3,3	7,4	19,0	16,6	48%	27%	28%	5,0%	5,2%	5,3%
Terna	6,5	12,2	12,4	11,8	8,8	8,8	8,5	16,5	17,4	16,6	72%	71%	72%	4,5%	4,8%	5,2%
mediana		**10,0**	**10,4**	**9,8**	**4,2**	**4,0**	**3,8**	**15,4**	**15,2**	**14,7**	**39%**	**36%**	**39%**	**4,7%**	**4,8%**	**5,0%**

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	83,0	20,3	17,1	11,3	2,1	1,8	1,5	17,4	39,0	20,3	10%	11%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
Wiatrowe																
Abo Wind	59,6	0,4	13,2	12,2	0,1	2,7	2,5	23,2	28,2	25,1	18%	20%	20%	1,8%	0,8%	0,8%
Avangrid	52,1	1,4	10,0	9,5	0,2	3,6	3,5	2,1	21,8	20,8	18%	36%	36%	100%+	3,5%	3,5%
Boralex	38,0	14,4	13,5	12,4	10,8	10,0	9,2	82,8	50,4	36,4	75%	74%	74%	1,7%	1,7%	1,8%
Edp Renovaveis	23,8	17,5	15,8	14,7	15,3	13,8	12,4	44,1	38,1	35,1	88%	87%	85%	0,4%	0,5%	0,5%
Eolus Vind	162,3	15,8	16,0	5,5	0,8	1,5	0,5	24,4	29,5	8,9	5%	9%	9%	0,2%	0,2%	0,2%
Falck Renewables	8,7	0,2	14,7	13,7	0,0	7,2	6,9	0,4	45,7	39,8	18%	49%	50%	100%+	0,8%	0,8%
Iberdrola	9,7	12,6	10,2	9,3	3,7	3,0	2,9	17,5	15,4	13,9	29%	30%	31%	3,4%	4,8%	5,1%
Orsted	900,6	17,3	16,7	16,1	7,1	6,7	6,2	41,2	39,3	38,7	41%	40%	39%	1,4%	1,5%	1,6%
PNE	8,1	32,0	20,9	15,1	5,8	5,8	4,5	-	100+	97,6	18%	28%	30%	0,5%	0,5%	0,5%
Terna Energy	11,9	11,9	11,5	7,7	7,0	6,5	4,7	46,9	24,4	15,3	59%	57%	61%	3,3%	3,7%	3,8%
Tilt Renewables	8,0	26,8	31,1	30,7	25,8	18,5	18,3	44,8	100+	84,3	96%	59%	60%	-	0,4%	0,4%
Transalta Renewables	19,1	0,3	10,8	10,5	0,1	10,8	10,5	0,8	23,0	20,7	18%	99%	99%	100%+	4,9%	4,9%
Xcel Energy	64,7	13,3	12,2	11,5	4,8	4,6	4,5	21,7	20,4	19,1	36%	38%	39%	2,8%	3,0%	3,2%
mediana		**13,3**	**13,5**	**12,2**	**4,8**	**6,5**	**4,7**	**23,8**	**28,2**	**25,1**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Solar																
Azure Power	22,8	24,9	13,5	10,5	12,6	10,7	8,5	-	100+	43,5	51%	79%	81%	-	-	-
Clearway Energy	33,6	13,7	13,1	13,2	11,6	10,8	11,2	56,2	39,5	44,5	85%	82%	85%	4,0%	4,2%	4,5%
Neoen	38,4	0,3	16,3	13,0	0,1	13,3	10,6	1,6	77,1	53,4	18%	81%	82%	100%+	0,1%	0,5%
Renova	4665,0	46,1	38,9	35,0	24,5	16,7	14,5	31,2	66,2	100+	53%	43%	42%	-	-	-
Solaria Energia	16,2	29,8	17,3	12,8	24,5	14,2	10,3	52,2	31,6	23,0	82%	82%	81%	-	-	-
mediana		**24,9**	**16,3**	**13,0**	**12,6**	**13,3**	**10,6**	**41,7**	**52,9**	**44,0**	**0,5**	**0,8**	**0,8**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Mix																
Erg	30,2	12,1	12,5	11,8	5,7	5,7	5,5	33,0	37,2	35,1	47%	45%	47%	2,5%	2,5%	2,5%
Innergex	20,7	15,3	13,7	12,8	11,9	10,7	10,7	-	69,1	84,0	78%	78%	83%	3,5%	3,5%	3,5%
Nextera	83,7	0,8	9,8	8,9	0,1	10,9	9,7	3,4	35,9	31,5	18%	111%	109%	100%+	3,6%	4,1%
Northland Power	40,0	13,9	12,5	11,6	7,7	6,8	6,8	45,2	26,8	23,5	56%	54%	58%	3,0%	3,0%	3,0%
Brookfield Renewable	38,5	26,2	24,4	23,5	11,9	11,3	10,9	-	100+	83,7	46%	46%	46%	3,2%	3,3%	3,4%
Meridian Energy	5,0	16,1	19,4	19,2	3,4	4,1	4,3	30,1	51,8	49,2	21%	21%	23%	3,4%	3,4%	3,4%
Verbund	95,9	27,8	18,9	18,6	11,2	8,7	8,6	52,7	34,6	33,9	40%	46%	46%	0,8%	1,4%	1,5%
mediana		**14,6**	**13,1**	**12,3**	**6,7**	**8,7**	**8,2**	**31,6**	**37,2**	**42,2**	**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	2023
Spółki rafineryjne																
Lotos	63,78	4,0	5,0	4,0	0,5	0,5	0,5	6,9	14,0	9,1	13%	10%	11%	0,0%	4,7%	4,7%
MOL	2748,00	4,0	5,0	4,2	0,6	0,7	0,6	8,5	18,8	11,2	16%	13%	15%	3,5%	3,7%	3,7%
PKN Orlen	89,54	5,3	7,7	6,9	0,6	0,6	0,7	9,3	28,9	17,3	11%	8%	10%	3,9%	3,9%	3,9%
Hellenic Petroleum	6,14	-	6,3	5,8	0,7	0,5	0,5	-	9,2	7,9	-	8%	8%	1,6%	6,0%	6,8%
HollyFrontier	37,18	-	5,7	4,9	0,8	0,5	0,6	-	11,3	9,5	-	9%	12%	3,8%	2,9%	3,8%
Marathon Petroleum	68,20	-	7,1	6,8	0,9	0,6	0,6	-	19,2	15,1	-	9%	9%	3,4%	3,6%	3,8%
Motor Oil	14,84	7,7	5,6	5,4	0,4	0,4	0,4	10,2	6,0	5,6	5%	6%	7%	5,5%	8,0%	8,9%
Neste Oil	51,06	28,8	17,7	14,1	3,4	2,8	2,5	54,9	27,7	21,6	12%	16%	18%	1,6%	1,9%	2,4%
OMV	54,96	9,3	3,7	3,9	1,7	0,9	0,9	14,3	7,4	8,1	18%	25%	24%	3,4%	4,0%	4,2%
Phillips 66	83,73	-	8,9	8,5	0,8	0,5	0,5	-	13,9	12,9	-	5%	6%	4,3%	4,4%	4,6%
Saras	0,67	-	5,0	4,3	0,2	0,1	0,2	-	-	13,5	-	3%	4%	-	1,2%	3,0%
Tupras	141,80	81,8	5,9	5,6	0,7	0,3	0,3	-	7,7	6,4	1%	6%	6%	-	9,1%	12,6%
Valero Energy	82,69	37,3	6,7	6,5	0,7	0,4	0,5	-	14,4	13,8	2%	6%	7%	4,7%	4,8%	5,0%
mediana		**8,5**	**5,9**	**5,6**	**0,7**	**0,5**	**0,5**	**9,8**	**13,9**	**11,2**	**11%**	**8%**	**9%**	**3,5%**	**4,0%**	**4,2%**

Wycena spółek petrochemicznych

		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 petrochemiczne																
PKN Orlen	89,54	5,3	7,7	6,9	0,6	0,6	0,7	9,3	28,9	17,3	11%	8%	10%	3,9%	3,9%	3,9%
Axiall	102,77	12,0	5,8	6,5	2,1	1,5	1,4	40,0	9,8	11,1	18%	25%	22%	1,0%	1,1%	1,2%
Braskem	56,03	19,0	3,9	5,5	1,3	0,8	0,9	-	5,8	13,0	7%	22%	17%	-	8,1%	4,9%
Eastman Chemical	108,79	14,4	8,8	8,6	2,4	2,0	2,0	30,8	11,6	10,8	16%	23%	23%	2,5%	2,7%	2,9%
Huntsman Corp	32,87	11,4	7,0	7,3	1,5	1,1	1,1	7,0	10,2	10,2	13%	16%	15%	2,0%	2,3%	2,4%
Lotte Chemicals	240 000	6,9	3,1	3,0	0,7	0,5	0,4	51,9	6,1	6,0	10%	15%	15%	1,5%	4,1%	4,2%
LyondellBasell	97,61	14,0	5,8	6,0	1,7	1,1	1,1	23,0	6,3	6,3	12%	20%	19%	4,3%	4,7%	5,0%
Mitsubishi Chemical	952,70	13,7	7,0	6,9	1,2	1,0	1,0	-	8,9	9,0	8%	14%	14%	2,5%	2,6%	2,8%
Mitsui Chemicals	3480,00	7,5	4,7	5,0	0,9	0,7	0,7	11,7	6,4	7,3	12%	16%	14%	2,9%	3,2%	3,4%
Westlake Chemical	102,77	12,0	5,8	6,5	2,1	1,5	1,4	40,0	9,8	11,1	18%	25%	22%	1,0%	1,1%	1,2%
mediana		**12,0**	**5,8**	**6,5**	**1,4**	**1,1**	**1,0**	**26,9**	**9,3**	**10,5**	**12%**	**18%**	**16%**	**2,5%**	**2,9%**	**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	6,38	3,6	3,5	3,5	0,7	0,7	0,7	8,6	9,3	10,3	20%	21%	21%	3,3%	3,5%	3,2%
A2A	1,91	9,3	7,4	6,9	1,5	1,3	1,3	16,3	15,9	15,1	16%	17%	18%	4,2%	4,5%	4,7%
BG Group	17,76	9,0	4,4	4,5	1,3	0,8	0,8	-	8,2	8,5	15%	18%	19%	2,9%	4,1%	4,3%
BP	3,61	-	4,4	4,5	0,8	0,7	0,7	-	7,8	7,8	-	17%	16%	6,8%	4,5%	4,7%
Centrica	0,59	2,3	2,5	2,4	0,2	0,3	0,3	84,6	8,5	7,3	8%	11%	10%	-	5,4%	6,6%
Enagas	19,46	13,2	10,8	11,1	8,7	9,7	10,2	11,5	13,2	13,7	66%	90%	92%	8,6%	8,8%	8,7%
Endesa	19,02	7,2	7,2	6,6	1,6	1,4	1,4	14,4	13,3	11,4	23%	20%	21%	6,3%	5,5%	6,3%
Engie	12,09	10,3	5,5	5,4	1,0	1,0	1,0	-	10,8	10,3	10%	17%	18%	4,4%	6,5%	6,8%
Eni	12,28	14,8	3,4	3,4	1,4	0,9	0,8	-	10,6	10,6	9%	25%	24%	2,9%	7,0%	6,5%
Equinor	235,25	14,5	2,8	3,3	1,9	1,2	1,4	-	10,9	13,2	13%	45%	41%	1,6%	2,9%	3,1%
Gas Natural SDG	21,94	11,5	9,7	9,3	2,5	2,0	1,9	-	17,4	16,6	22%	20%	21%	6,4%	5,8%	5,8%
Gazprom	364,04	3,6	3,4	3,9	1,2	1,1	1,2	4,1	4,0	4,9	34%	34%	31%	11,2%	12,4%	10,1%
Hera	3,56	7,1	6,9	6,8	1,1	1,0	1,0	17,5	15,0	14,8	16%	15%	15%	3,1%	3,4%	3,7%
NovaTek	263,70	37,8	13,6	13,4	8,1	5,0	4,9	14,8	13,9	14,6	21%	37%	36%	3,2%	3,6%	3,4%
ROMGAZ	37,30	6,4	3,6	2,9	2,9	1,8	1,6	11,4	6,1	4,9	45%	49%	54%	4,3%	12,4%	18,4%
Shell	21,16	9,4	4,4	4,5	1,4	0,8	0,8	-	8,2	8,5	15%	18%	19%	2,7%	4,1%	4,2%
Snam	4,90	14,2	13,8	13,3	11,1	10,5	10,0	14,9	14,6	14,4	78%	76%	75%	5,1%	5,7%	5,7%
TotalEnergies	43,93	9,8	4,6	4,7	1,4	0,9	0,9	-	8,3	9,0	14%	19%	19%	5,3%	6,0%	6,2%
mediana		**9,4**	**4,5**	**4,6**	**1,4**	**1,1**	**1,1**	**14,6**	**10,7**	**10,4**	**16%**	**20%**	**21%**	**4,3%**	**5,5%**	**5,8%**

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

Wycena spółek wydobywczych

		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 wydobywcze																
MOL	2748,00	5,7	3,8	3,8	0,8	0,6	0,6	-	7,0	7,1	14%	16%	16%	3,1%	4,0%	4,2%
Bashneft	1537,50	12,0	-	-	0,7	-	-	-	-	-	6%	-	-	7,0%	-	-
BP	3,61	-	4,4	4,5	0,8	0,7	0,7	-	7,8	7,8	-	17%	16%	6,8%	4,5%	4,7%
Dana Gas	1,03	-	8,9	8,7	5,5	5,4	5,3	-	14,1	16,9	-	60%	61%	19,6%	10,0%	10,0%
Eni	12,28	14,8	3,4	3,4	1,4	0,9	0,8	-	10,6	10,6	9%	25%	24%	2,9%	7,0%	6,5%
Equinor	235,25	14,5	2,8	3,3	1,9	1,2	1,4	-	10,9	13,2	13%	45%	41%	1,6%	2,9%	3,1%
Gazprom Neft	518,50	8,4	4,0	4,0	1,6	1,0	1,0	20,8	6,5	5,7	18%	26%	25%	4,8%	8,1%	8,3%
Gulf Keystone	2,11	9,7	2,0	2,5	4,5	1,4	1,6	-	3,7	5,4	47%	71%	65%	-	5,1%	5,0%
Lukoil	7471,50	7,6	4,1	4,4	0,9	0,6	0,6	100+	7,6	8,4	12%	15%	14%	5,3%	10,3%	9,3%
Occidental Petroleum	35,22	-	5,7	6,1	4,6	3,0	3,1	-	15,7	26,3	-	52%	51%	2,3%	0,2%	0,5%
Repsol	11,68	-	4,0	4,0	0,8	0,6	0,6	-	7,1	7,3	-	15%	14%	7,8%	5,3%	5,7%
Rosneft Oil	655,80	10,9	4,6	4,7	1,9	1,2	1,2	44,1	5,7	6,0	17%	26%	26%	1,5%	8,1%	7,5%
Shell	21,16	9,4	4,4	4,5	1,4	0,8	0,8	-	8,2	8,5	15%	18%	19%	2,7%	4,1%	4,2%
Surgutneftegas	38,63	-	-	-	-	-	-	4,5	3,8	4,5	-	-	-	7,3%	10,0%	8,6%
Tullow Oil	0,50	-	4,9	4,8	3,2	3,5	3,5	-	5,0	5,7	-	72%	73%	-	-	-
mediana		**9,7**	**4,1**	**4,4**	**1,5**	**1,0**	**1,0**	**20,8**	**7,3**	**7,5**	**14%**	**26%**	**25%**	**4,8%**	**5,3%**	**5,7%**

Wycena spółek z sektora górnictwo i metale

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	cena	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Górnictwo i metale																
JSW	54,14	3,9	1,8	2,4	0,7	0,6	0,6	14,7	4,1	7,4	18%	31%	25%	0,0%	0,0%	12,1%
KGHM	160,50	3,2	4,9	4,2	1,0	1,1	1,0	4,7	11,7	9,6	31%	23%	25%	0,6%	1,9%	3,2%
Stalprodukt	303,00	2,5	3,3	3,0	0,3	0,3	0,3	6,6	12,4	13,0	11%	8%	9%	2,0%	4,5%	4,8%
LW Bogdanka*	41,90	1,6	1,6	1,8	0,6	0,5	0,5	19,6	7,7	10,4	36%	29%	26%	-	-	1,8%
Anglo American	28,13	2,8	3,8	4,2	1,4	1,5	1,6	5,2	7,3	8,6	49%	40%	39%	9,9%	6,5%	5,2%
Antofagasta	14,81	8,0	5,6	5,1	4,0	3,5	3,3	37,0	16,7	15,7	50%	62%	64%	2,9%	3,3%	3,2%
BHP Group	19,96	4,4	4,0	4,8	2,4	2,4	2,8	12,0	7,6	10,1	56%	61%	58%	5,8%	9,7%	7,0%
Freeport-McMoRan	39,34	17,2	5,7	5,6	4,9	2,8	2,9	96,0	12,1	14,1	28%	49%	52%	0,1%	1,7%	1,7%
Glencore	3,72	10,5	4,6	5,4	0,6	0,4	0,4	-	7,1	8,9	6%	9%	8%	-	7,6%	6,3%
Grupo Mexico	95,43	7,2	5,5	5,6	3,7	3,0	3,0	14,8	10,9	10,7	52%	54%	53%	3,1%	6,3%	5,9%
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	47,67	4,9	4,1	4,8	2,3	2,2	2,4	10,1	7,2	9,0	47%	54%	50%	7,6%	10,4%	8,0%
Boliden	307,10	18,6	5,0	5,2	1,2	1,2	1,3	100+	10,2	11,1	6%	24%	24%	0,0%	4,7%	4,8%
OZ Mineralz	25,35	6,9	7,4	7,9	1,2	4,3	4,3	9,9	13,1	13,5	18%	58%	54%	4,2%	1,3%	1,5%
Lundin Mining	10,63	0,4	3,8	4,0	0,1	2,1	2,2	0,4	7,9	8,6	18%	56%	55%	100%+	5,2%	5,6%
First Quantum Minarals	30,75	7,0	5,6	5,8	3,5	3,2	3,3	20,4	10,7	10,7	50%	57%	58%	0,0%	0,2%	0,5%
Norilsk Nickiel	32,69	5,5	5,4	5,8	3,3	3,3	3,4	7,0	6,6	7,5	61%	61%	60%	9,9%	9,4%	8,3%
Peabody Enelgy Group	13,99	3,5	2,6	4,0	0,8	0,6	0,7	32,7	3,9	25,5	22%	25%	19%	-	-	-
ARCH Coal	97,10	0,1	3,3	4,7	0,0	0,9	1,0	4,0	3,6	6,4	18%	26%	22%	100%+	7,5%	5,0%
Bukit Asam	2740,00	3,4	3,5	4,4	1,1	1,0	1,1	5,8	6,0	7,0	31%	29%	24%	7,0%	11,3%	9,9%
Teck resources	28,53	4,5	4,3	4,6	2,1	2,0	1,9	7,4	7,0	9,5	47%	46%	42%	0,6%	0,8%	1,0%
Warrior Met Coal	26,14	4,9	3,8	5,1	1,6	1,3	1,4	12,5	5,5	9,7	32%	34%	28%	0,8%	0,8%	0,8%
Southern CC	65,59	13,8	9,6	9,9	6,9	5,4	5,5	32,3	17,8	18,9	50%	57%	55%	2,3%	4,3%	4,1%
mediana		**4,9**	**4,3**	**4,8**	**1,4**	**2,0**	**1,9**	**10,1**	**7,6**	**9,7**	**32%**	**46%**	**42%**	**2,1%**	**4,5%**	**4,8%**

Wycena spółek surowcowych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	cena	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Spółki surowcowe																
Grupa Kęty	626,00	8,4	9,4	9,2	1,7	1,6	1,6	11,8	13,6	13,5	20%	18%	17%	7,1%	8,0%	7,0%
Alumetal*	55,20	0,2	7,3	7,0	0,0	0,5	0,5	100+	10,8	10,1	6%	7%	7%	0,2%	7,2%	8,2%
Mercor*	17,00	6,5	-	-	-	-	-	9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Alcoa	51,17	10,8	3,4	3,8	1,2	0,8	0,9	-	7,7	8,7	11%	25%	23%	-	0,4%	0,4%
AMAG	38,50	0,1	9,2	8,8	0,0	1,3	1,3	1,6	20,5	18,2	18%	15%	15%	100%+	3,1%	3,2%
Amcor	12,08	13,0	11,5	11,1	1,9	1,9	1,8	20,0	15,0	14,4	15%	16%	16%	3,9%	4,0%	4,2%
Century Aluminum	15,73	8,0	3,2	6,8	0,8	0,6	0,8	-	4,0	12,0	10%	20%	11%	-	-	-
Granges	95,80	0,7	7,0	5,9	0,1	0,7	0,6	3,9	10,9	8,5	18%	10%	11%	100%+	3,3%	3,8%
Constellium	17,31	10,9	6,4	5,8	0,9	0,7	0,6	-	10,7	8,4	8%	10%	11%	-	-	1,0%
Fuji Seal	2516,00	6,8	6,4	5,8	0,9	0,8	0,8	16,7	14,9	13,5	13%	13%	13%	1,3%	1,4%	1,5%
Rusal	8,48	-	-	-	-	-	-	21,9	4,0	4,2	-	-	-	-	3,2%	3,0%
Kaiser Aluminum	97,59	16,6	8,1	7,2	2,0	0,7	0,6	53,6	15,5	12,7	12%	9%	9%	2,7%	3,2%	3,6%
Nippon Steel & Sumitomc	2007,00	18,3	4,8	5,9	0,9	0,7	0,7	-	4,7	6,4	5%	14%	11%	0,5%	6,1%	5,2%
Norsk Hydro Asa	66,02	9,2	4,6	4,8	1,0	0,9	0,9	73,4	8,4	9,2	11%	20%	19%	1,9%	4,4%	4,5%
Uacj	2697,00	10,4	6,9	7,7	0,8	0,6	0,6	-	8,7	10,9	8%	9%	8%	-	2,0%	2,1%
mediana		**8,8**	**6,9**	**6,8**	**0,9**	**0,7**	**0,8**	**16,7**	**10,7**	**10,5**	**11%**	**14%**	**11%**	**1,9%**	**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	29,92	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*	12,40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acron	8918,00	13,2	10,3	9,7	4,0	3,3	3,0	100+	16,0	14,7	30%	32%	31%	5,0%	4,1%	4,2%
CF Industries	59,13	11,5	7,1	8,7	4,5	2,9	3,3	40,0	10,6	14,0	39%	41%	38%	2,0%	2,0%	2,0%
Israel Chemicals	27,70	18,3	8,1	8,3	2,5	1,9	2,0	100+	13,6	16,7	14%	24%	24%	1,2%	3,5%	2,6%
K+S	14,07	9,3	4,5	5,4	1,5	1,1	1,1	-	8,2	11,2	16%	24%	21%	-	2,7%	2,6%
Phosagro	5820,00	10,2	6,4	7,2	3,5	2,5	2,5	44,5	10,2	13,3	34%	39%	35%	4,3%	7,9%	7,1%
The Mosaic Company	42,43	14,5	5,4	6,6	2,2	1,5	1,7	24,1	8,7	11,3	15%	29%	26%	0,5%	0,7%	0,8%
Yara International	429,40	7,1	6,0	6,0	1,3	1,0	1,1	17,7	10,9	11,0	18%	17%	18%	83,3%	5,7%	6,2%
mediana		**10,9**	**6,7**	**7,8**	**2,4**	**1,7**	**1,8**	**24,1**	**10,6**	**13,3**	**17%**	**26%**	**25%**	**2,0%**	**3,1%**	**2,6%**

Wycena spółek spożywczych

		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 spożywcze																
Kernel	64,10	3,3	3,7	4,7	0,4	0,4	0,4	12,0	7,8	7,9	13%	11%	9%	1,8%	1,9%	1,7%
Astarta*	56,60	2,8	3,3	4,2	1,0	1,1	1,1	3,7	3,9	5,9	38%	33%	27%	4,2%	8,0%	10,2%
Agrana Beteiligungs	18,12	9,3	8,2	7,4	0,7	0,6	0,6	18,9	18,7	14,9	7%	7%	8%	4,7%	5,2%	5,4%
Bunge Limited	88,32	10,2	9,9	9,8	0,5	0,4	0,4	11,1	11,4	11,4	5%	4%	4%	2,3%	2,5%	2,6%
Cosan	21,67	33,6	5,3	4,8	1,2	0,7	0,7	9,8	10,8	9,8	4%	14%	15%	2,4%	4,3%	7,1%
MHP	8,10	6,2	5,5	5,2	1,3	1,1	1,1	-	8,4	6,1	21%	20%	21%	3,5%	3,5%	9,3%
Nisshin Oillio	3020,00	8,4	8,7	8,2	0,5	0,5	0,4	10,9	12,5	11,3	6%	5%	5%	2,6%	2,9%	3,0%
Suedzucker	13,56	8,6	7,1	6,0	0,7	0,7	0,7	-	17,0	10,3	9%	10%	11%	1,5%	2,1%	2,8%
Industrial Milk Company	34,80	4,3	6,6	-	2,2	2,4	-	5,7	-	-	51%	36%	-	8,7%	-	-
Archers Daniels Midland	66,63	2,4	10,8	10,7	0,4	0,6	0,6	2,7	14,5	14,5	18%	5%	5%	100%+	2,3%	2,4%
Golden Agri Resources	0,27	5,2	5,2	5,8	0,6	0,6	0,6	8,2	8,4	10,4	12%	12%	10%	4,4%	4,4%	3,7%
Felda Global Ventures	1,44	6,2	6,9	7,0	0,6	0,6	0,6	15,7	17,8	18,5	10%	9%	9%	3,3%	3,1%	3,1%
GrainCorp	6,26	9,4	10,0	12,6	0,6	0,7	0,8	11,0	10,8	17,0	7%	7%	6%	4,5%	5,0%	3,6%
Wilmar Int.	4,37	13,1	11,4	10,6	0,8	0,7	0,7	13,1	12,0	11,4	6%	6%	7%	3,0%	3,8%	3,8%
mediana		**7,3**	**7,0**	**7,0**	**0,6**	**0,7**	**0,6**	**10,9**	**11,4**	**11,3**	**9%**	**10%**	**9%**	**3,3%**	**3,5%**	**3,6%**

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 księgowa), 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, Pozbud, 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, Pozbud, 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 miedzy 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, Energoaparatura, 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, NWAI 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, Rawlplug, 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 | +48 667 770 837
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04 | +48 501 663 510
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel

Antoni Kania
antoni.kania@mbank.pl
przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

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

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

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl