

wtorek, 26 kwietnia 2022 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 | +48 667 770 837, Antoni Kania +48 22 438 24 03 | +48 509 595 736

Rynek energetyczny

Cena energii w kontraktach rocznych na rynku niemieckim wzrosła powyżej 200 EUR/MWh, głównie w związku z drożącym węglem ARA (222 EUR/t) i gazem (>90 EUR/MWh w dostawie na 2023 rok). Notowania uprawnień do emisji poruszają się w przedziale 80-90 EUR/t i na razie nie odnotowaliśmy większej reakcji na przegłosowanie na komisji ITRE pomysłu wyeliminowania instytucji finansowych z handlu certyfikatami. W Polsce ceny 1Y FWD na TGE spadły w okolice 750 PLN/MWh, co prawdopodobnie jest pochodną udanej synchronizacji bloku w Jaworznie po remoncie oraz widocznej mniejszej presji na wykorzystanie mocy elektrowni węglowych po dość napiętej sytuacji w 1Q. Jeśli chodzi o stronę popytową to odczyty PSE za ostatnie 4 tygodnie wskazują na dynamikę rzędu 3-4% r/r.

Rynek paliwowy

Presja na ceny ropy związana z ograniczeniem popytu na surowiec ze strony Chin (lockdown) wspiera marże rafinerijne, gdyż popyt na produkty utrzymuje się na wysokim poziomie. Modelowa rentowność przerobu nadal przekracza 20 USD/Bbl, a głównym jej budulcem są cracki na dieslu (>50 USD/Bbl). Zapasy paliwa w portach ARA notują kolejne minima, a kraje europejskie zwiększają import (prognozy na kwiecień są najwyższe od sierpnia 2019, czyli szczytu sezonu sprzed pandemii), przy czym starają się kupować coraz więcej spoza Rosji (przed wojną udział dostaw do UE z Rosji 56%, teraz około 43%), co również podnosi premie lądowe. Bardzo wysokie są również marże benzynowe (ponad 20 USD/Bbl) i odzwierciedlają mocne odczyty rynkowe z USA. Dyferencjał Ural/Brent bez zmian na poziomie 35 USD/Bbl. Marże petrochemiczne kontynuują odbicie (pochodna wzrostu cen produktów przy stabilizacji cen nafty) i praktycznie zamknęły już lukę jaka powstała po wybuchu wojny na Ukrainie.

Rynek gazu

Ceny gazu 1Y FWD na europejskim rynku nieznacznie wzrosły w ostatnim tygodniu do poziomu 92 EUR/MWh, generalnie w ostatnim czasie podniosła się cała krzywa terminowa. Nawiązując do naszego komentarza o rekordowych premiach arbitrażowych USA/EU w poniższej tabeli prezentujemy aktualne spready HH/TTF. Pomimo ostatnich wzrostów na rynku amerykańskim, atrakcyjność importu LNG z USA wzrosła wyraźnie w stosunku do poziomów, które wskazywaliśmy w marcu (istotna pozytywna informacja dla PGNiG).

Terminowe spready cenowe Henry Hub (z kosztami dostawy do EU) vs TTF

EUR/MWh	spot	1Y FWD	2Y FWD	3Y FWD
TTF	92,8	81,2	67,1	53,6
Henry Hub	33,1	27,0	24,0	23,6
spread	59,7	54,2	43,1	29,9

Źródło: Bloomberg, mBank

Rynek metali

Spadki na rynku metali tymczasowo się zakończyły. Na LME o procent odbija miedź, jednak nadal znajduje się poniżej 10 tys. USD za tonę. Dolar kanadyjski oraz australijski rosną, ten drugi o 0,5%. Silnie spadły długie pozycje netto na miedź, wracając do poziomów z połowy marca. Wówczas widzieliśmy ostatnie większe spadki na miedzi i spółkach wydobywczych. Pozytywną informacją jest to, że konsensus prognoz dla miedzi na 2022 rok osiągnął poziom 10 tys. USD za tonę. W perspektywie najbliższego tygodnia będziemy mieć trzy informacje, kształtujące przyszłe ceny czerwonego metalu. Pierwsza, produkcja i eksport miedzi z Chile powinna pojawić się pod koniec tego tygodnia, z początkiem następnego zobaczymy globalne PMI w Chinach a dwa dni później zapadnie decyzja Fedu.

Rynek węgla koksowego i stali

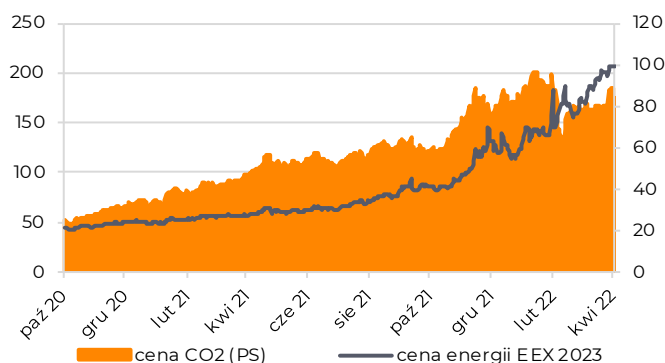
Węgiel koksowy z Australii ponownie zawrócił w górę i obecnie wyceniany jest na poziomie 480 USD za tonę. Warto zwrócić uwagę na słabe wyniki produkcyjne globalnych spółek wydobywczych, Anglo American obcięło roczne prognozy wydobycia w. koksowego o 2 mln ton, a w samym Q1'22 spółka zanotowała o 32% gorszy wynik produkcyjny r/r. Inne koncerny doświadczają podobnej sytuacji np. Vale -27,5% q/q czy BHP -2% r/r. Rynek stali w Europie pokazuje zdecydowane oznaki chłodzenia. Mimo, że ceny znajdują się nadal na wysokich poziomach to wolumen transakcji jest bardzo niski. Większe zakupy odkładane są w czasie.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

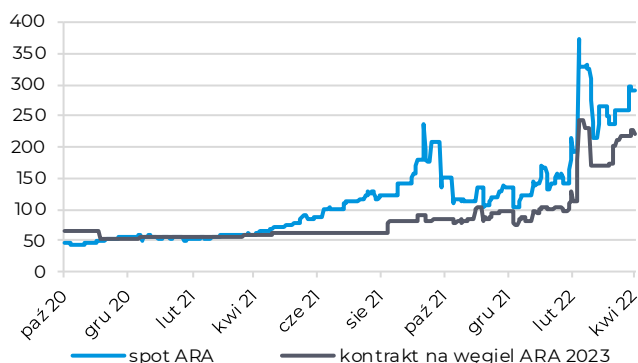
Spółka	1W	YTD
KGHM	-17,7%	+1%
JSW	-14,3%	+83%
PKN Orlen	-10,1%	-2%
Ciech	-9,0%	-4%
Kernel	-8,7%	-47%
LW Bogdanka	-7,7%	+62%
IMC	-6,6%	-43%
Lotos	-6,4%	+12%
ZE PAK	-5,8%	-5%
PGNiG	-5,4%	+0%
Astarta	-5,4%	-40%
Polenergia	-4,6%	-7%
Stalprodukt	-4,2%	+31%
CEZ	-3,1%	+17%
Alumetal	-2,5%	+30%
ZCh Police	-2,4%	+7%
OMV	-1,9%	-12%
Cognor	-1,2%	+55%
PCC Rokita	-0,4%	+14%
ZA Puławy	-0,2%	+2%
MOL	+0,3%	+19%
Mangata	+0,8%	-5%
Enea	+1,1%	+10%
Kęty	+1,8%	+5%
Grupa Azoty	+2,6%	+28%
PGE	+3,0%	+19%
Tupras	+3,1%	+68%
Tauron	+3,4%	+19%
Boryszew	+4,9%	-1%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-6,8%	-14%
Chemia	-1,6%	+14%
Energia	+1,6%	+14%
Paliwa	-8,0%	+1%
Spożywczy	-6,0%	-39%
Surowce	-17,0%	+9%
Ukraina	-6,9%	-43%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-14,4%	+13%
Oil & Gas E&P	-9,4%	+33%
Refining EU	-4,4%	+8%
Refining US	-7,3%	+27%
Agri & Food	+1,2%	+0%
Kauczuki	+0,5%	-13%
Nawozy	-11,4%	+37%
Chemicals EU	-2,6%	-18%
Industrials EU	-0,8%	-14%
Petchem World	-1,0%	+5%
Utilities EU	+0,2%	-1%
Utilities US	-2,6%	+3%

Energetyka

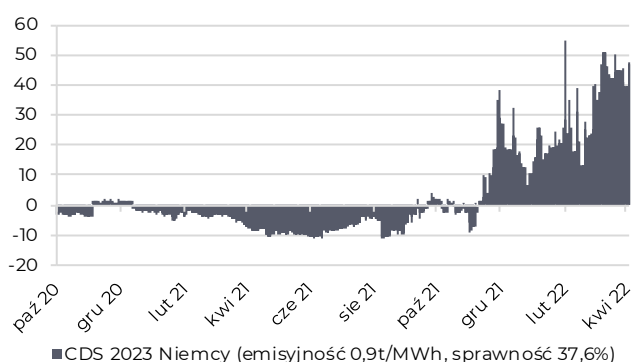
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



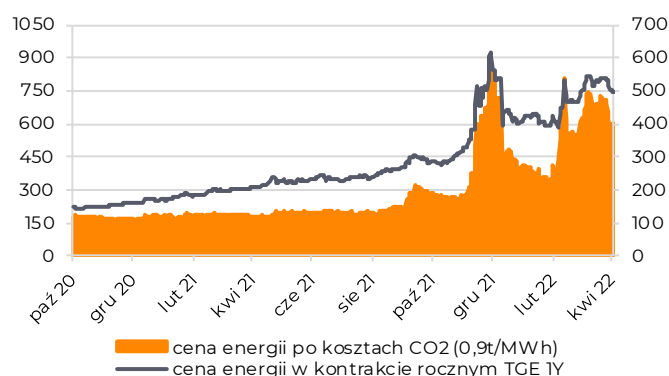
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



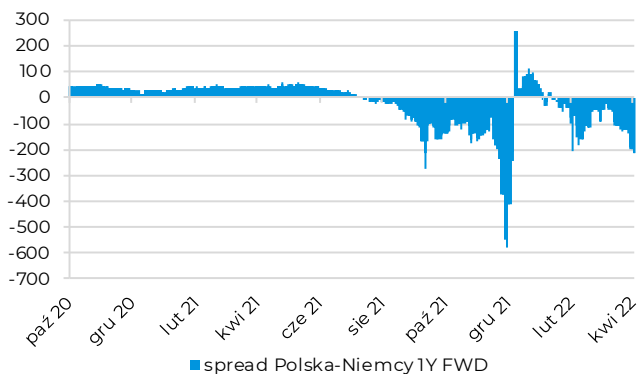
Clean dark spread, rynek niemiecki (EUR/MWh)



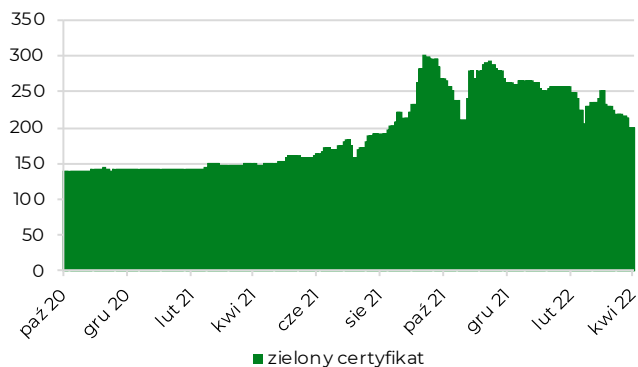
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



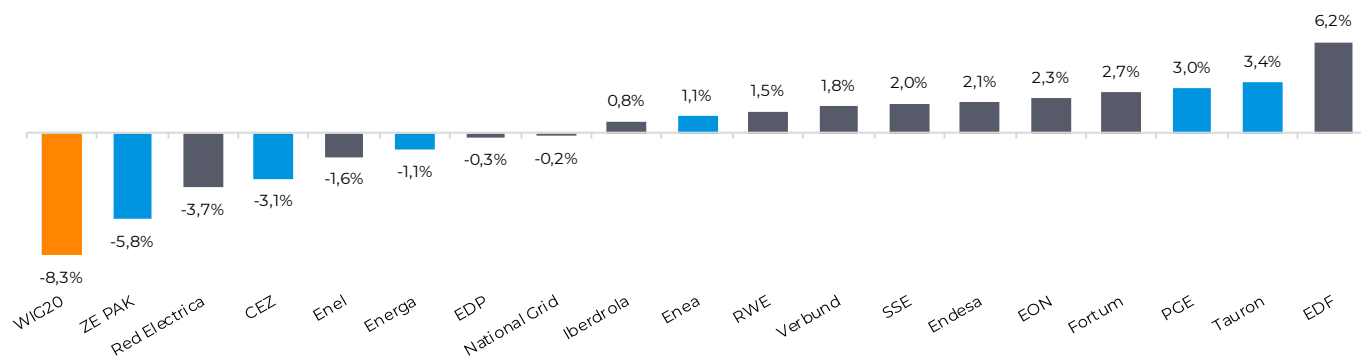
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



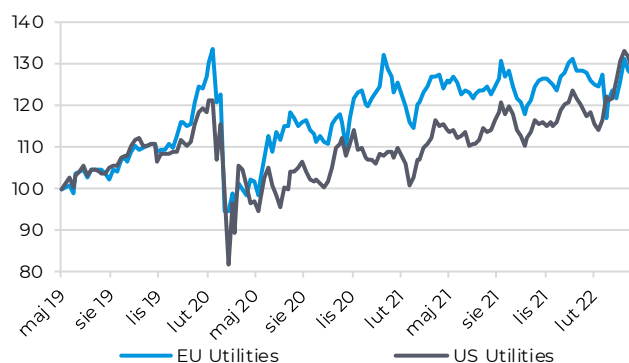
Tygodniowy performance spółek energetycznych



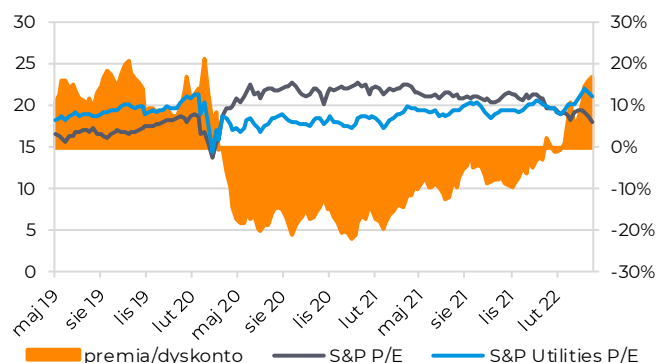
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

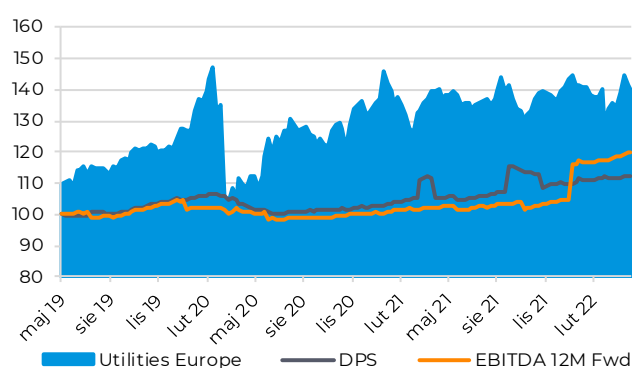
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



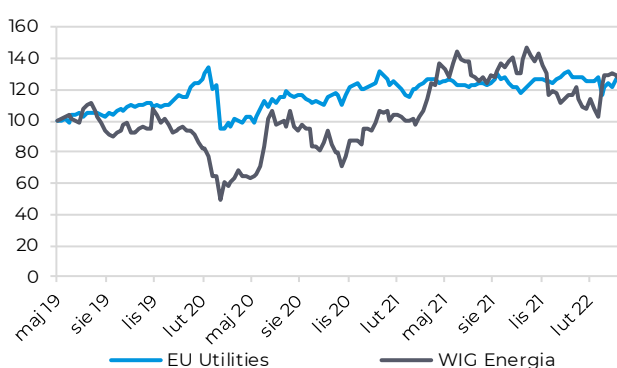
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



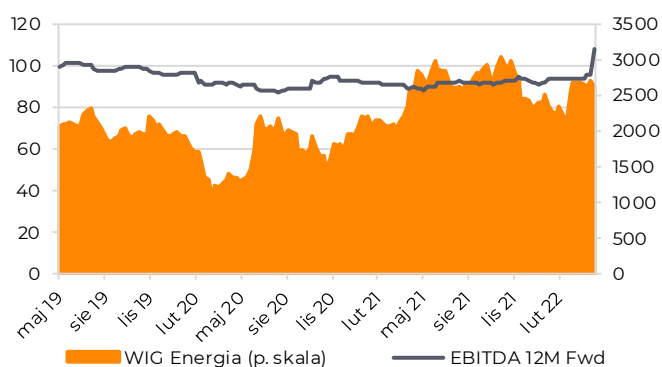
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



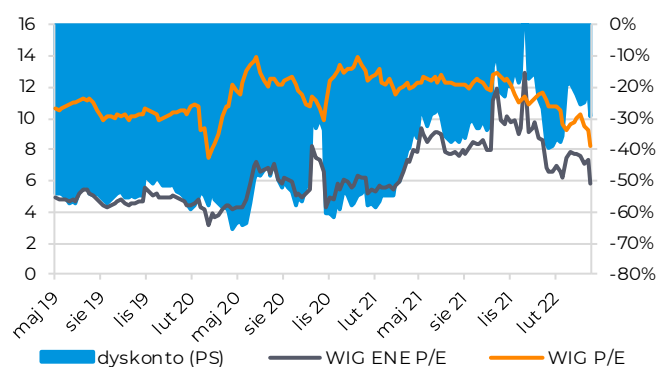
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



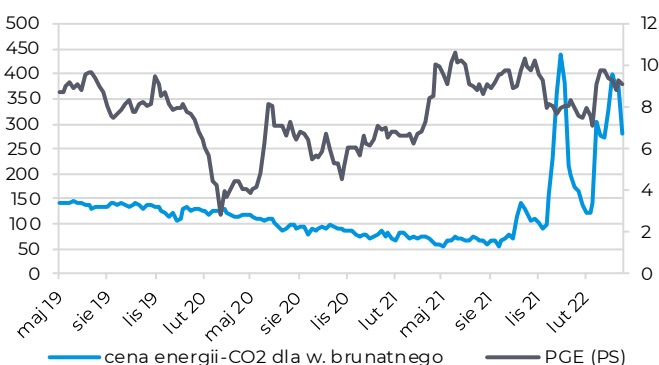
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



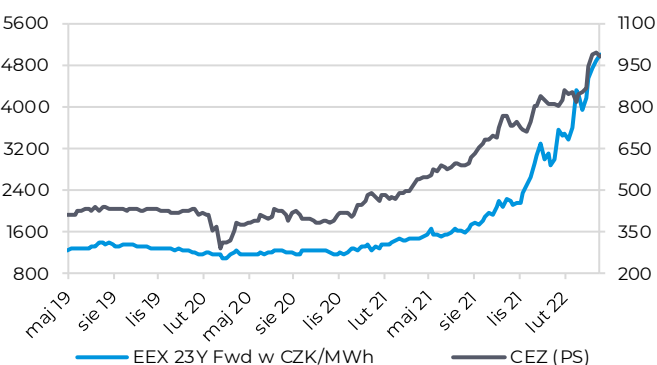
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



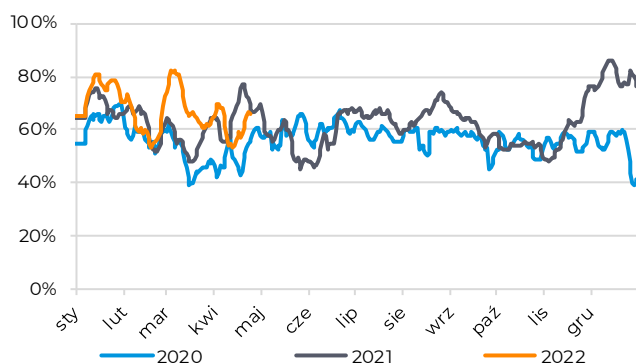
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



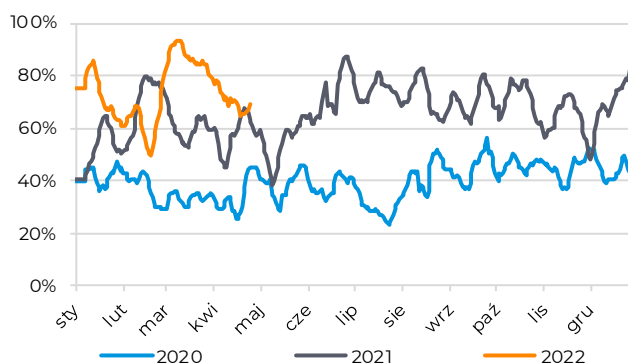
Źródło: Bloomberg, mBank

Energetyka

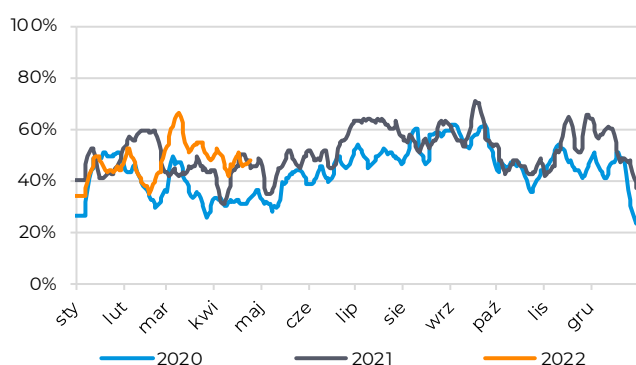
Load factor elektrowni Bełchatów



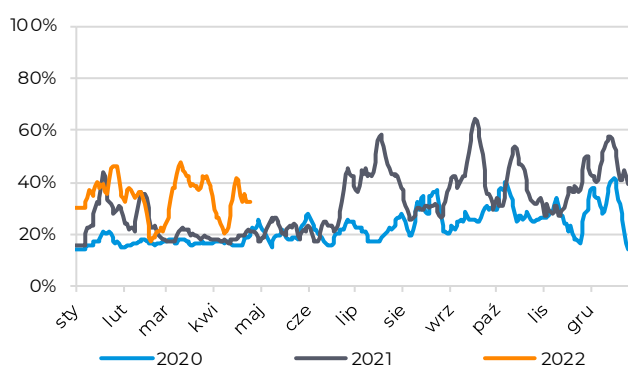
Load factor elektrowni Turów



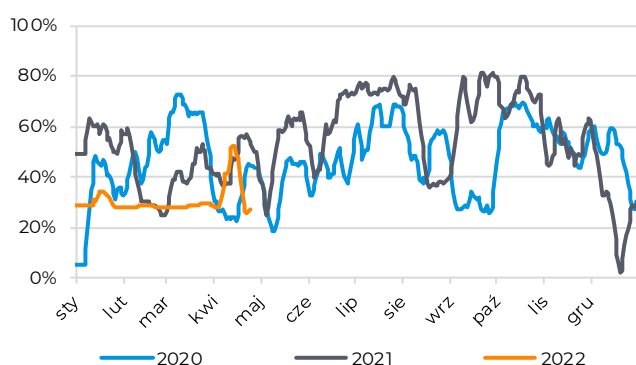
Load factor elektrowni Kozienice



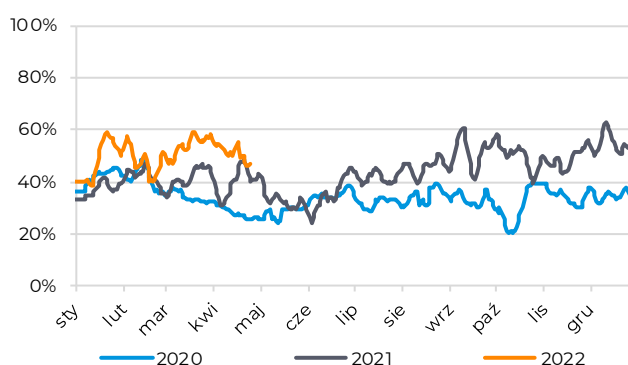
Load factor elektrowni Jaworzno



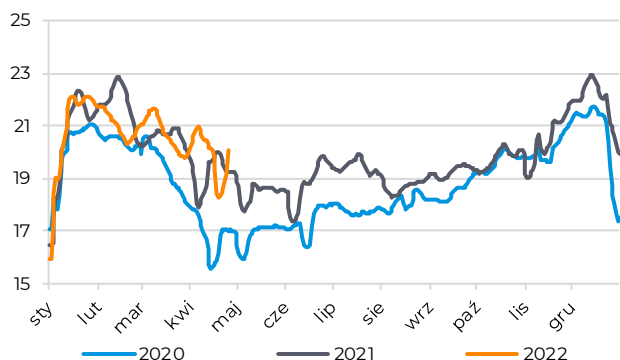
Load factor elektrowni Opole B5/B6



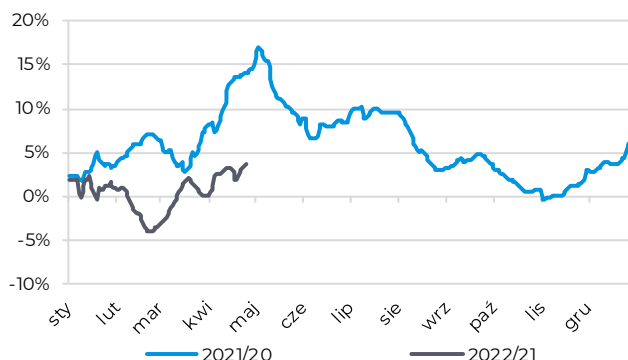
Load factor elektrowni Połaniec



Zapotrzebowanie mocy KSE (GW)



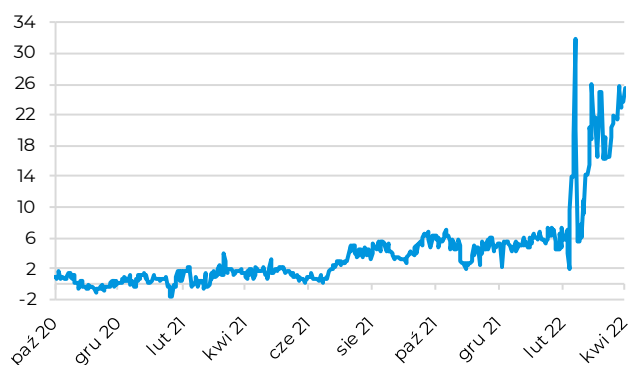
Dynamika r/r zapotrzebowania mocy KSE



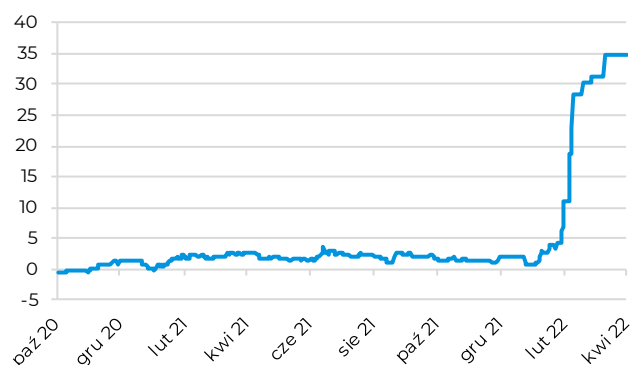
Źródło: PSE, mBank; Load factor – średnia produkcja do średniej mocy zainstalowanej w elektrowni z wyłączeniem bloków oddanych do remontu

Paliwa

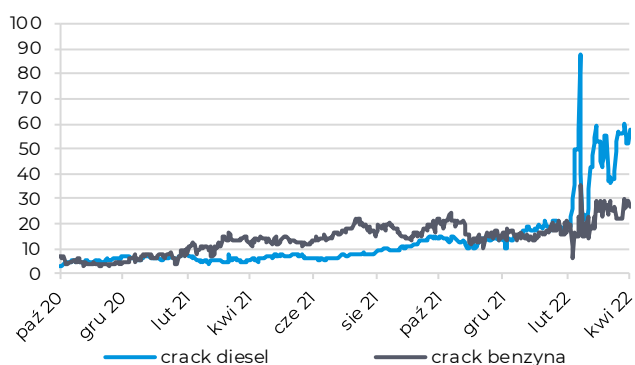
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



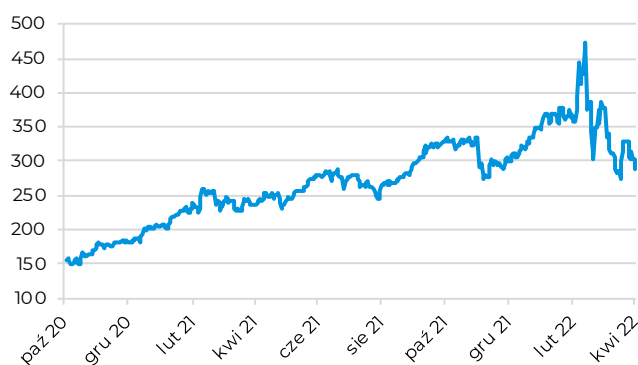
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



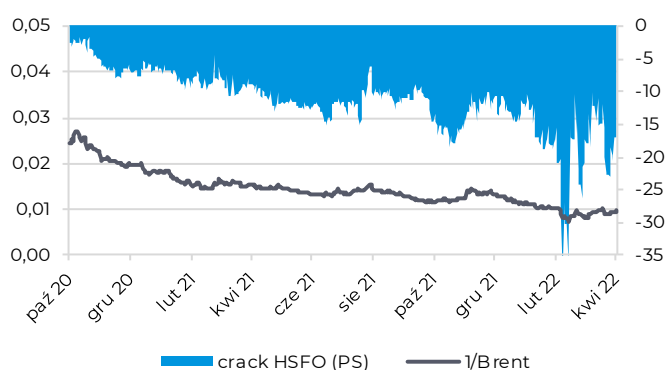
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



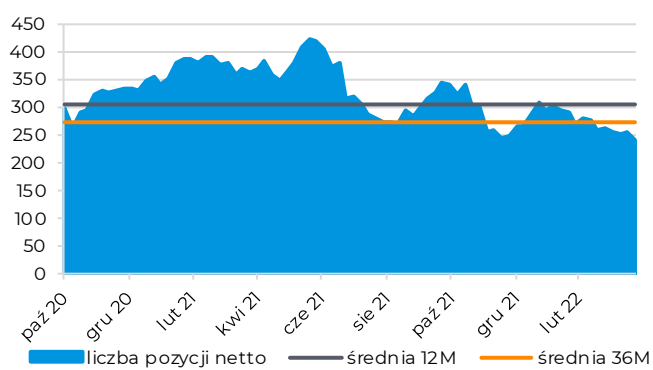
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



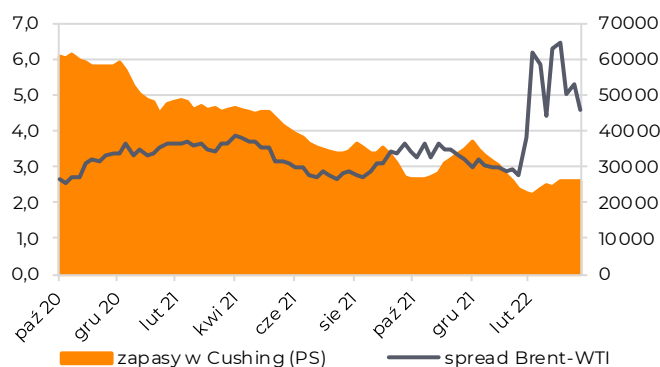
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



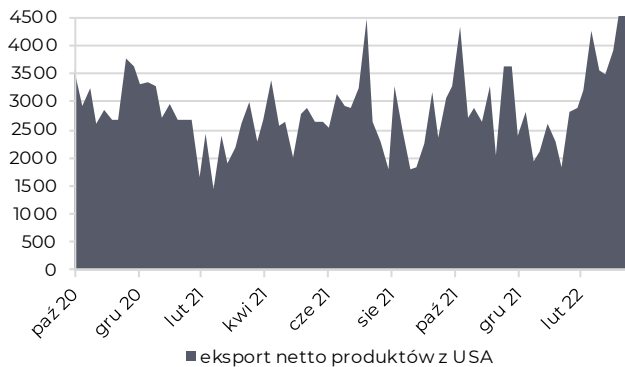
Spekulacyjne pozycje na ropy netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



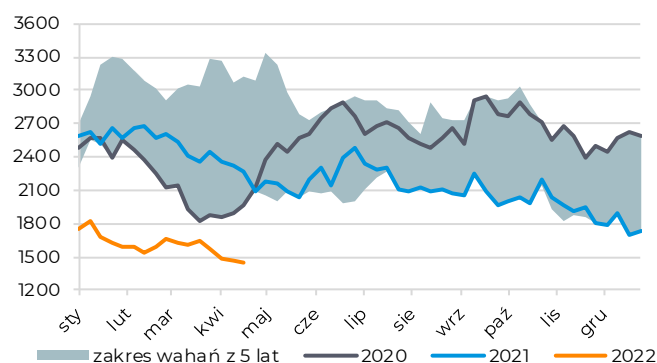
Eksport netto paliw z USA



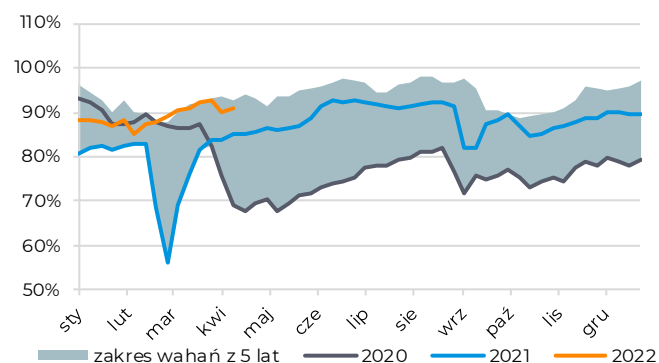
Źródło: Bloomberg, mBank

Paliwa

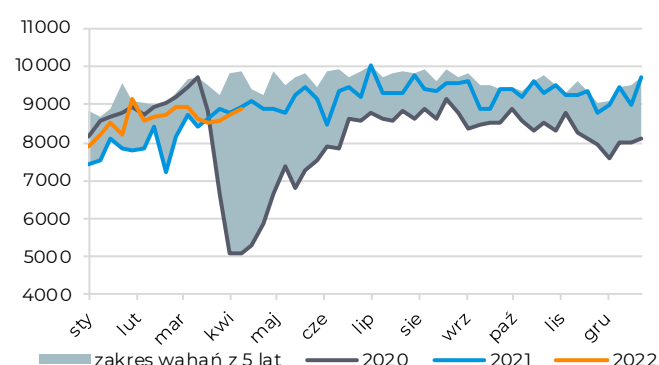
Zapasy diesla w portach ARA



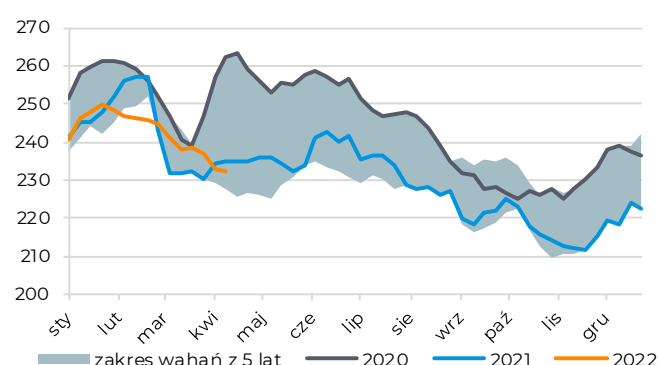
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



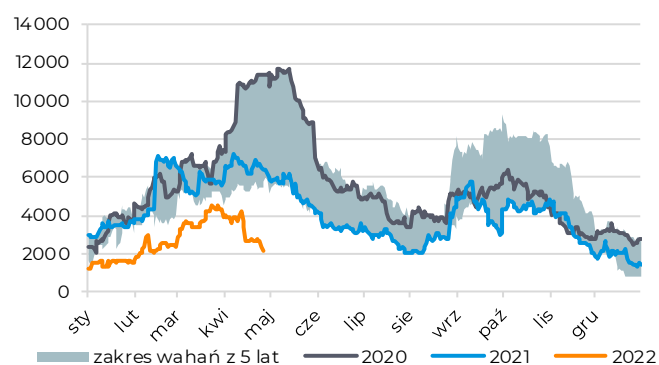
Popyt na benzynę w USA



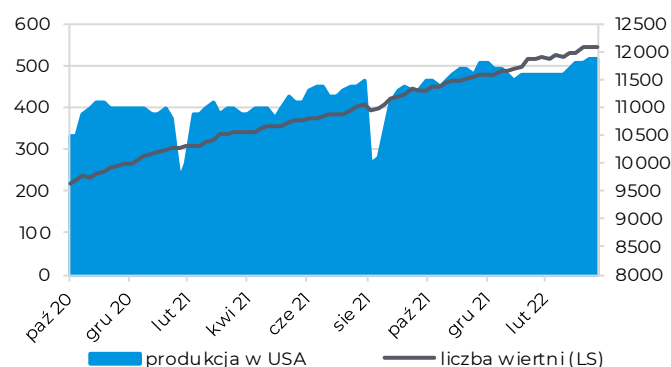
Zapasy benzyny w USA



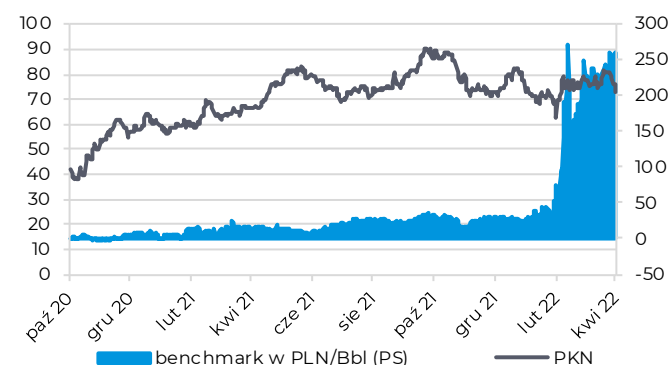
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



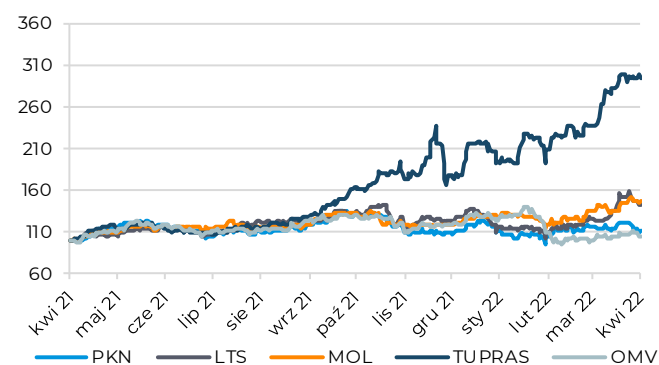
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



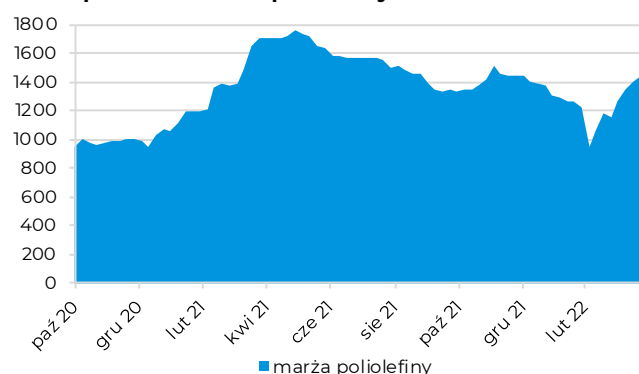
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



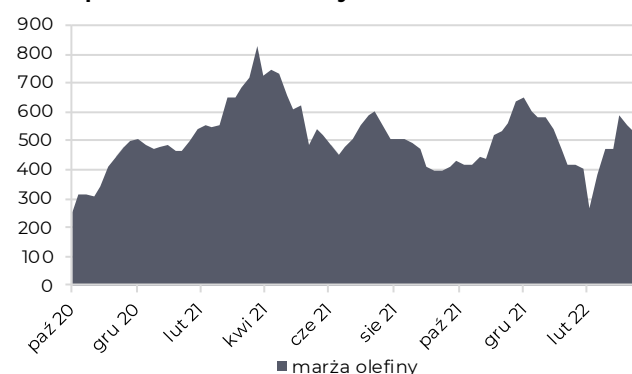
Źródło: Bloomberg, mBank

Petrochemia/Gaz

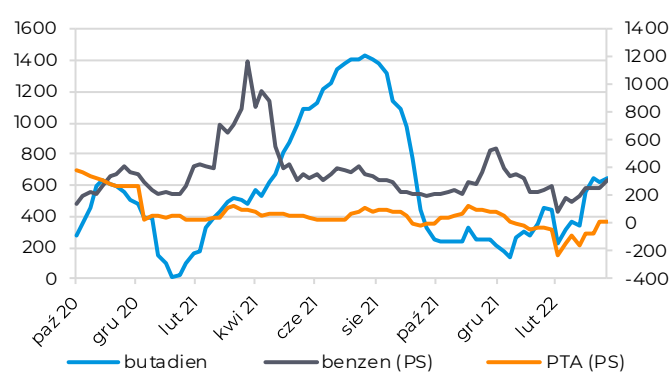
Marża petrochemiczna poliolefiny



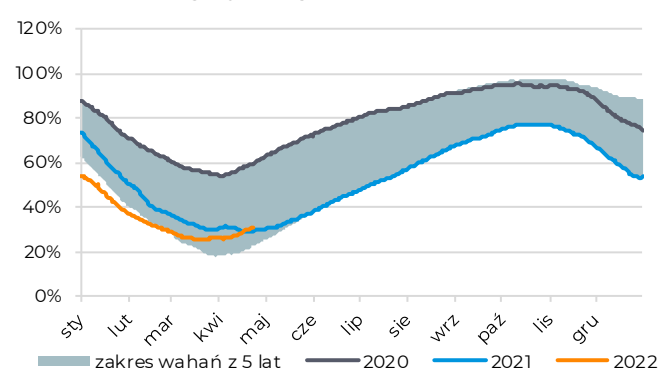
Marża petrochemiczna olefiny



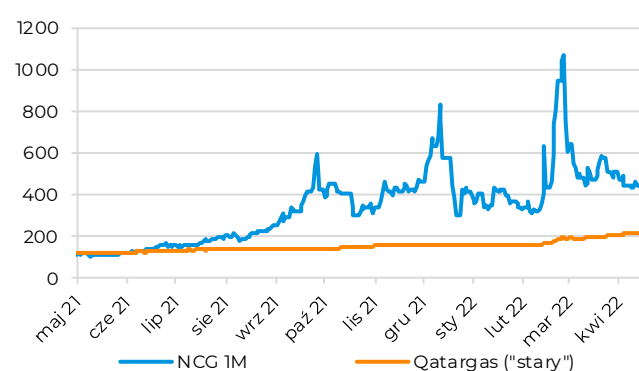
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



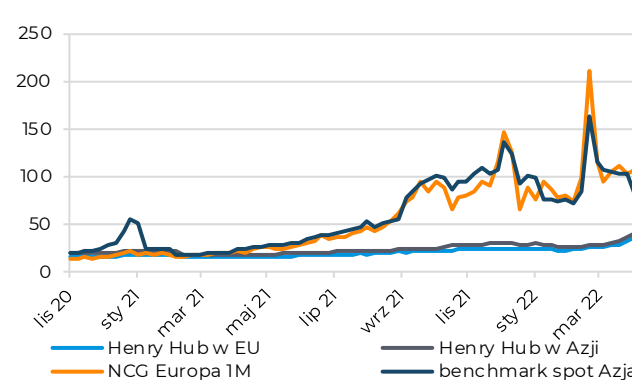
Napełnienie magazynów gazu w UE



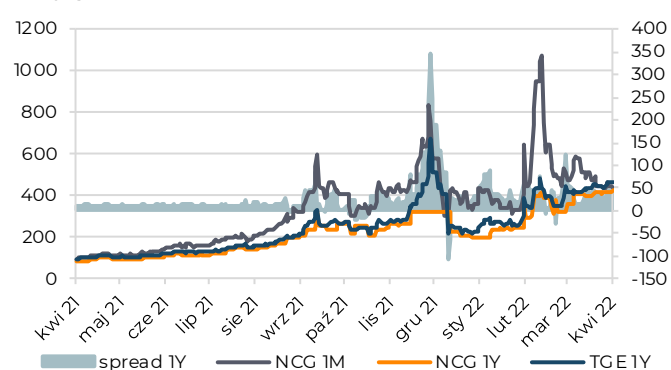
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



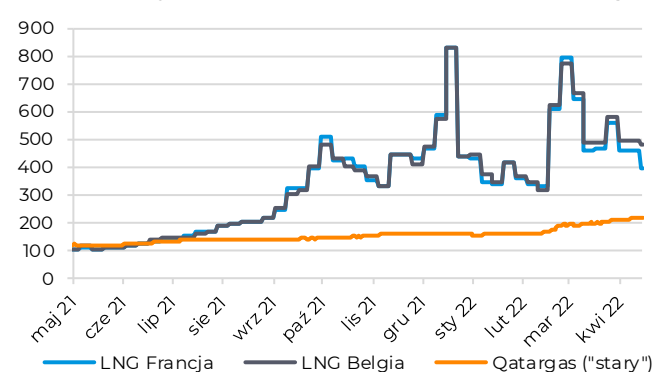
Ceny US LNG w dostawie do EU i Azji



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



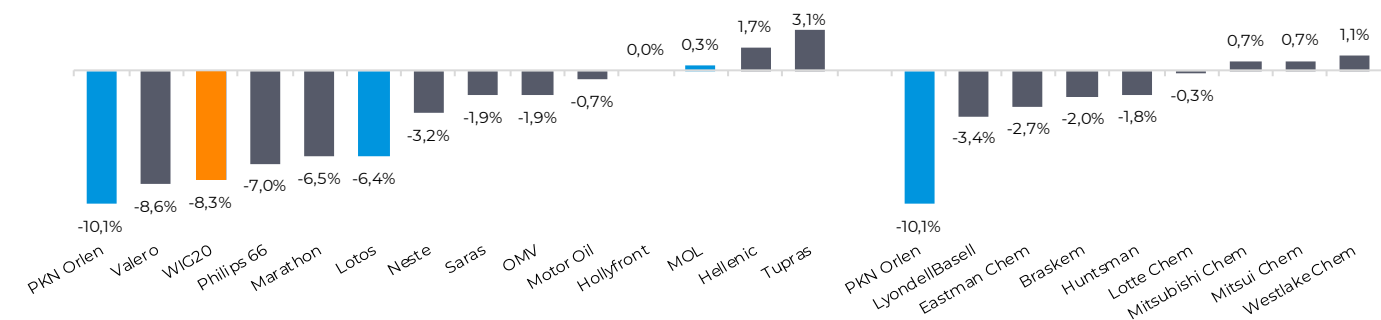
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



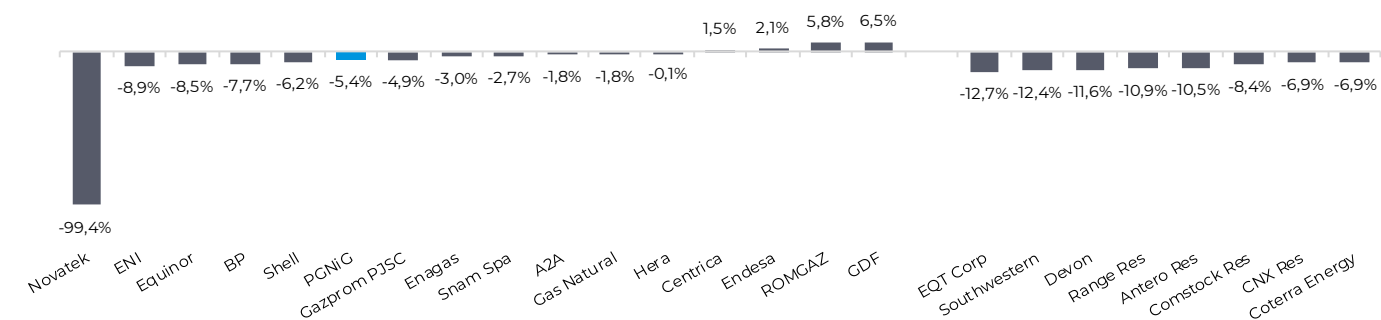
Źródło: Bloomberg, mBank

Tygodniowy performance

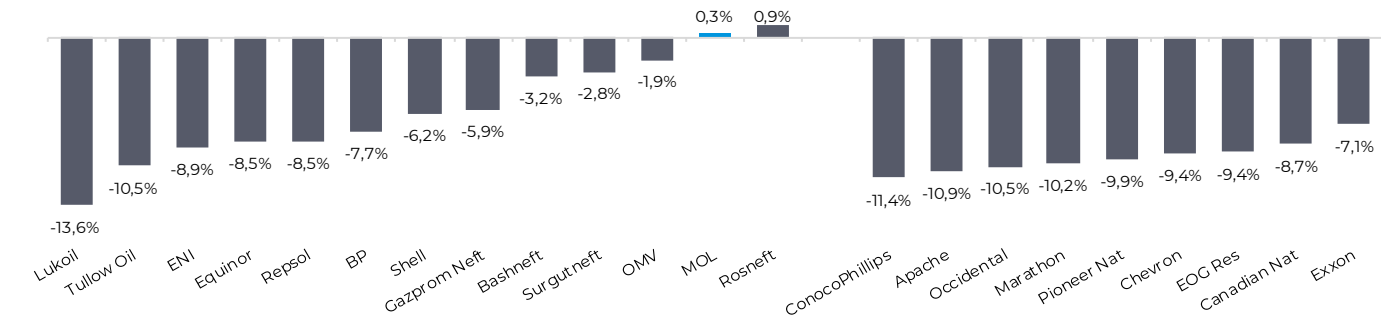
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



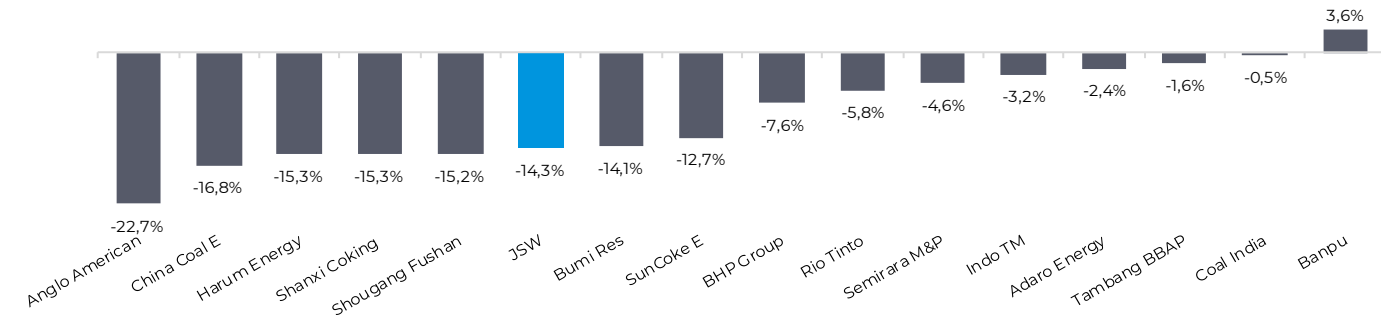
Spółki gazowe



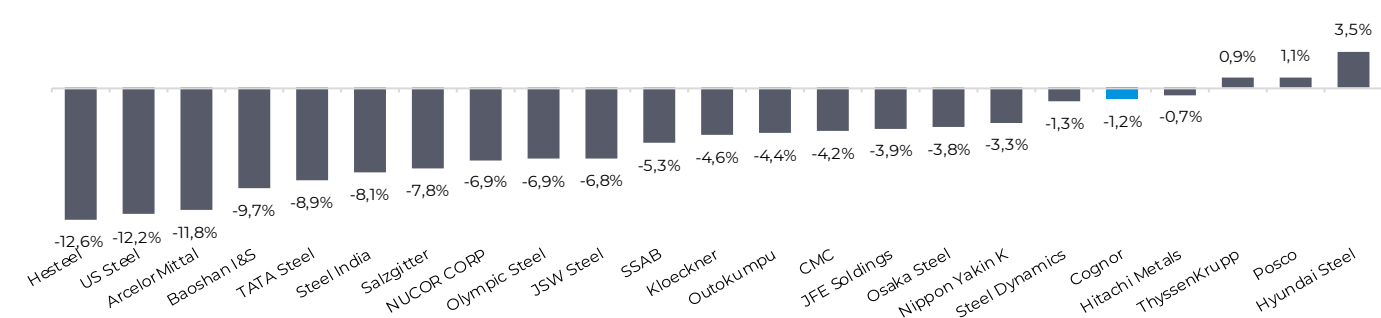
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



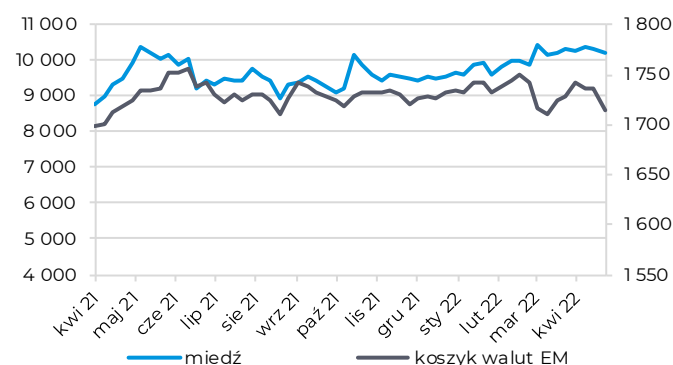
Producenci i dystrybutorzy stali



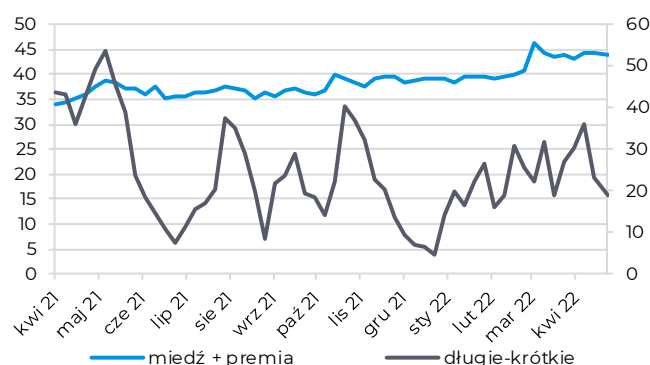
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

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



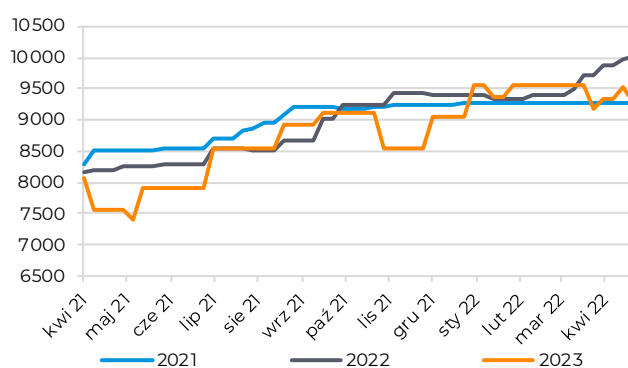
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



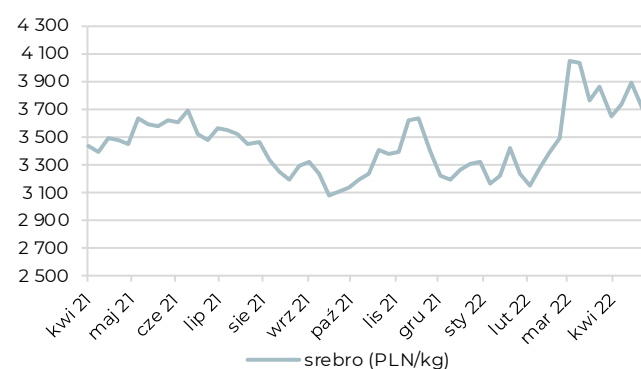
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (USD/t)



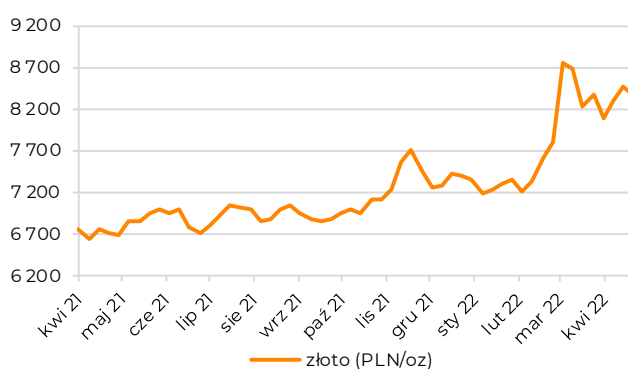
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



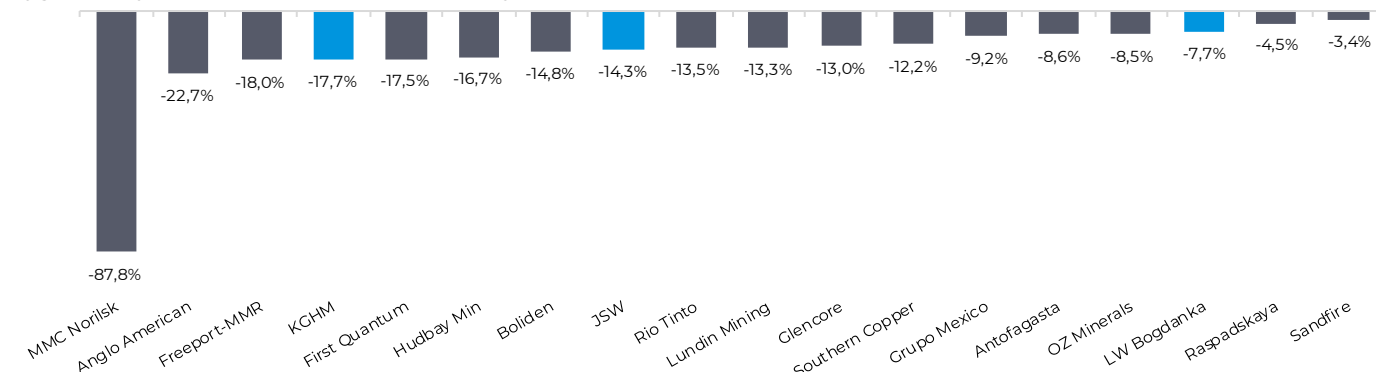
Ceny srebra (PLN/kg)



Ceny złota (PLN/oz)



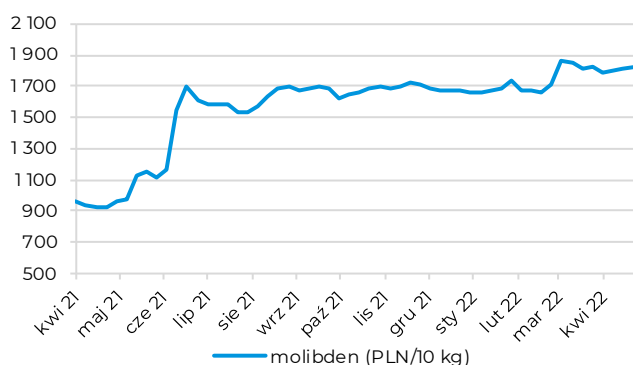
Tygodniowy performance spółek surowcowych



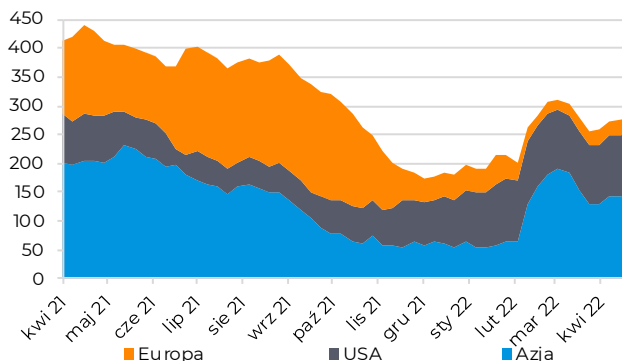
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (miedź)

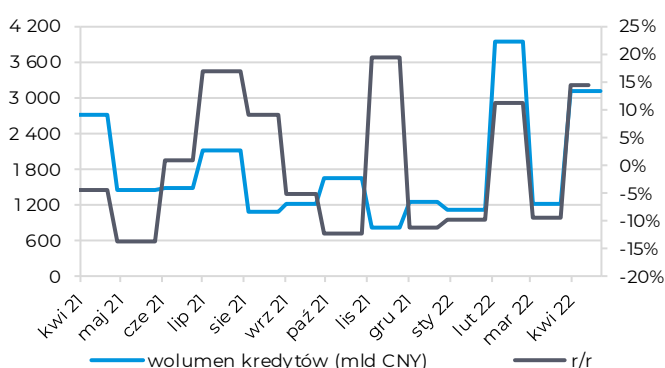
Ceny molibdenu (PLN/10kg)



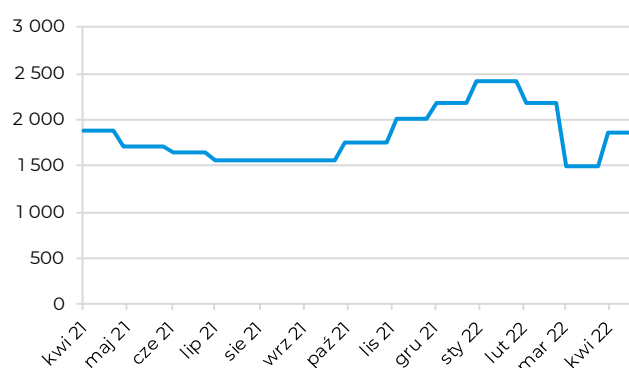
Zapasy miedzi na świecie (tys. ton)



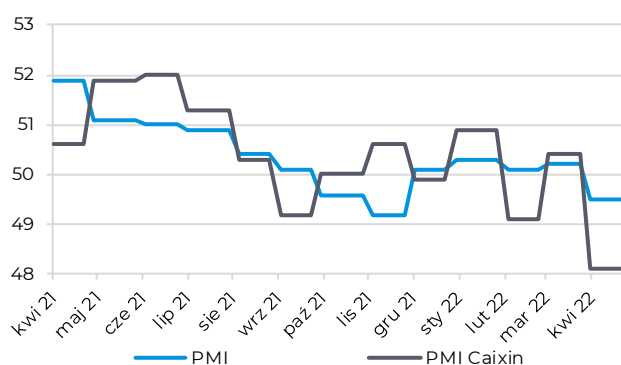
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



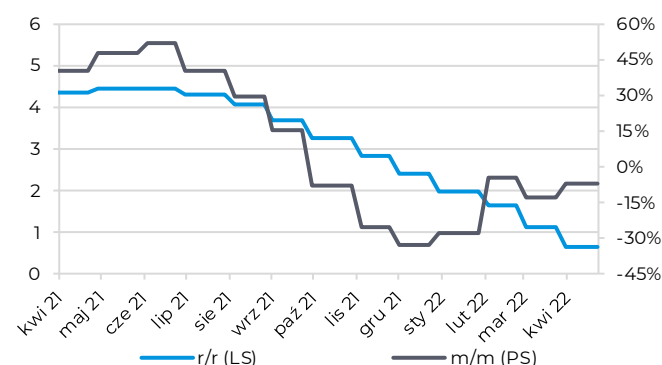
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



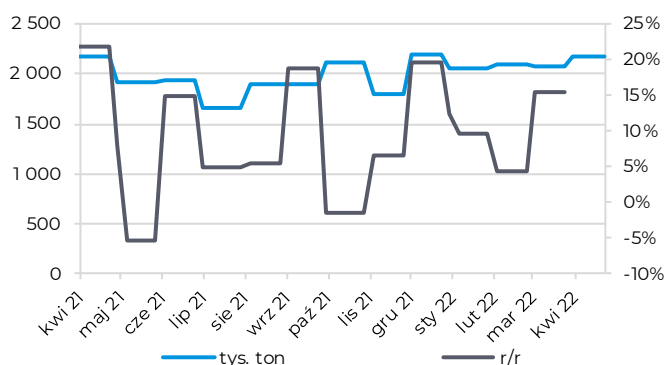
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



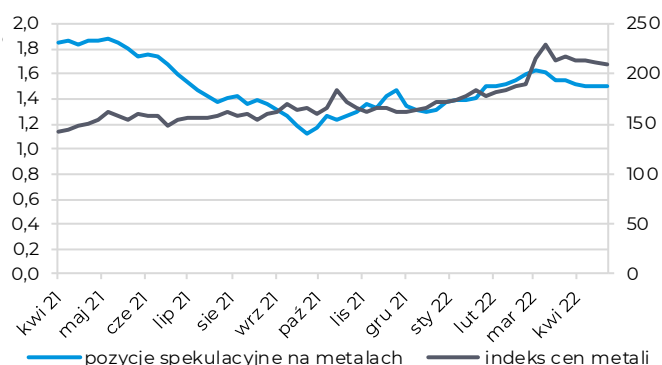
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



Zmiana importu koncentratu miedzi do Chin



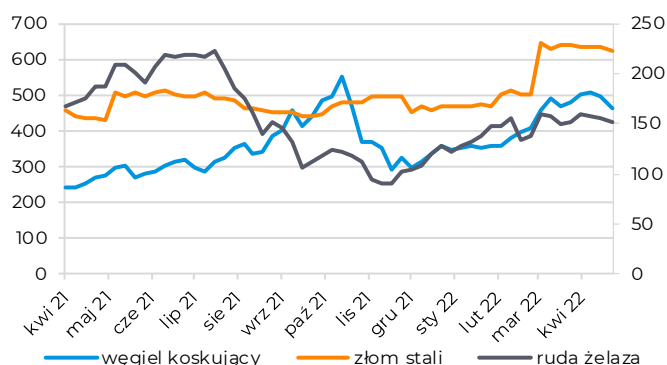
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



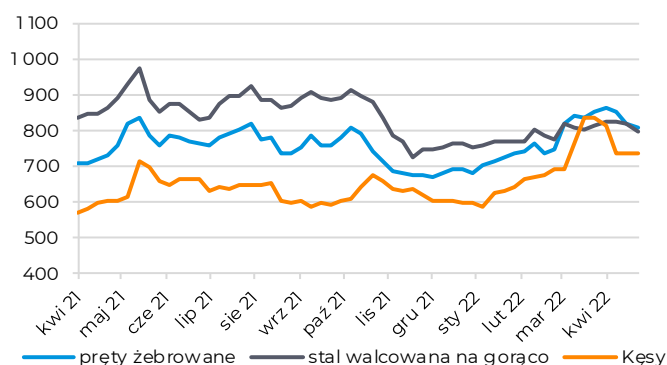
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

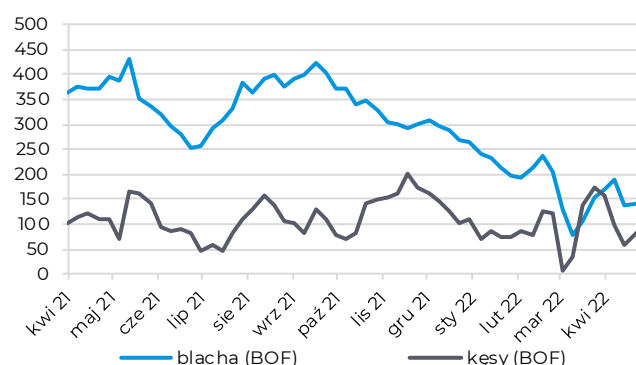
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



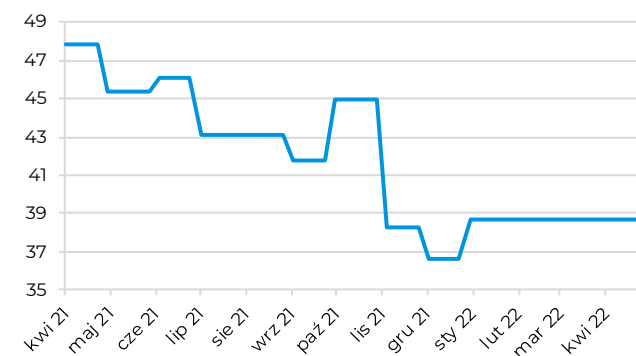
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



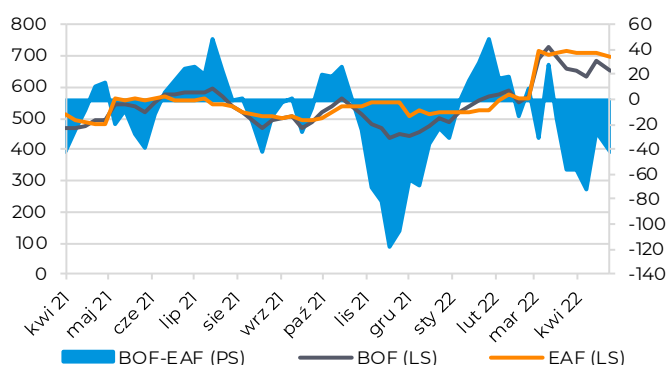
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



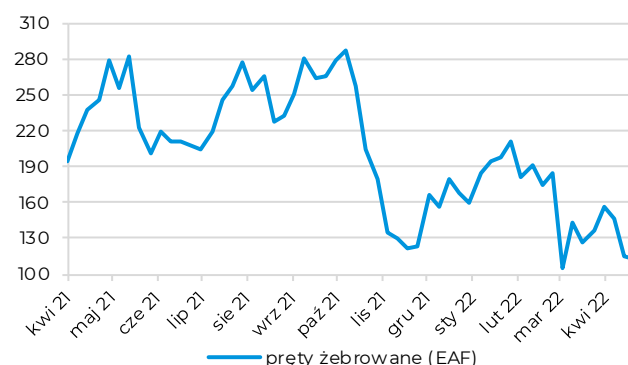
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



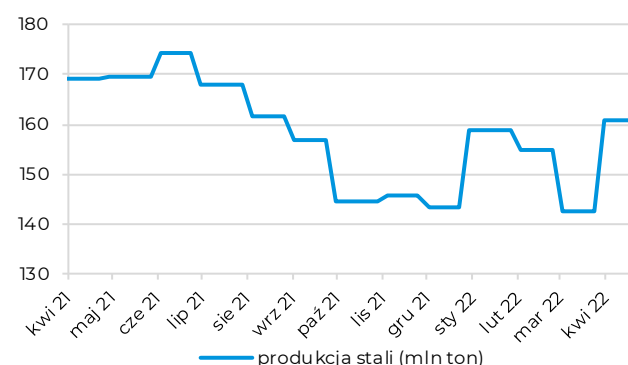
Koszty produkcji stali dla prod. wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



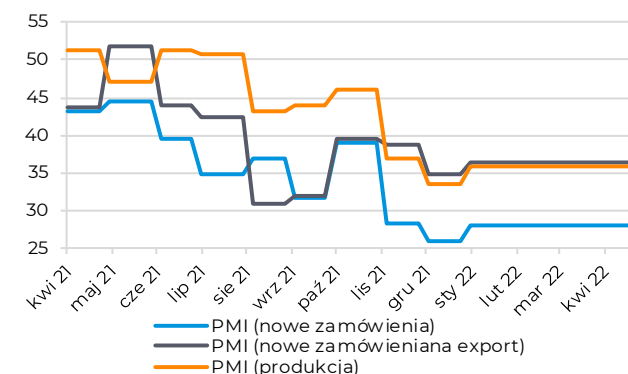
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



Produkcja stali na świecie (mln ton)



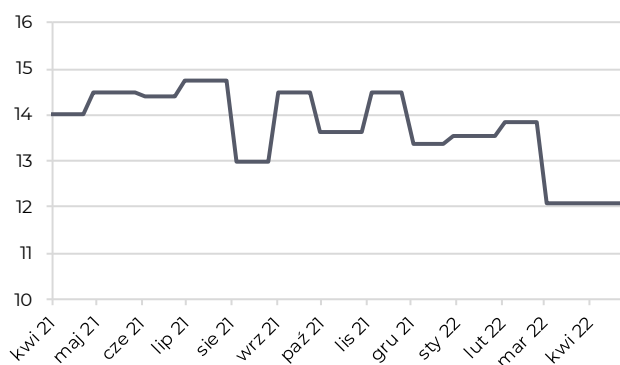
Komponenty PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



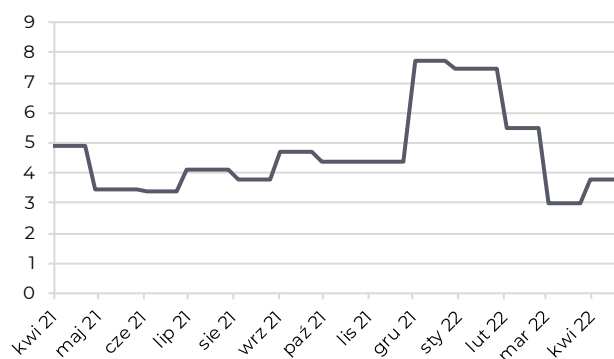
Źródło: Bloomberg, mBank

Surowce (stal)

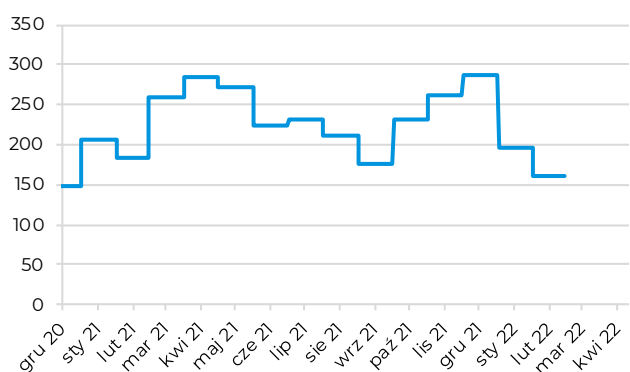
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



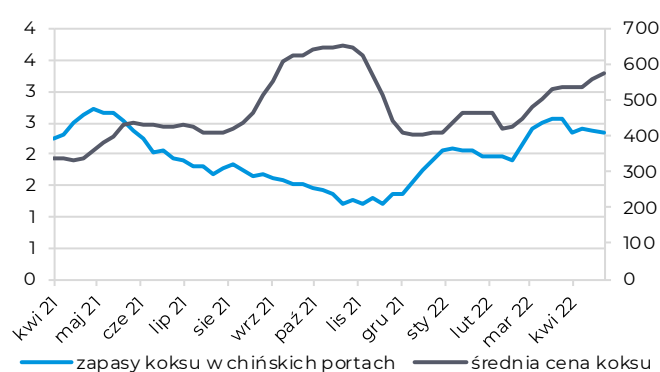
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



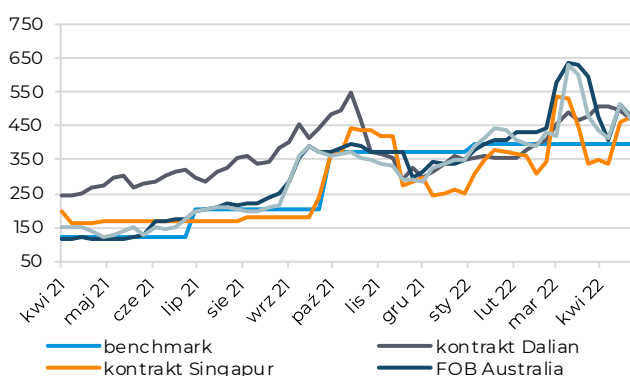
Marża producentów koksu w Europie (USD/t)



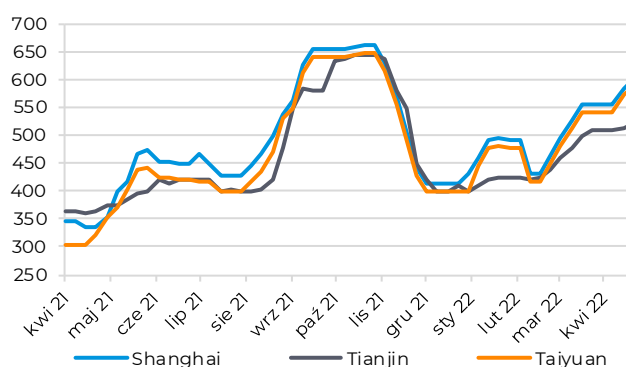
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



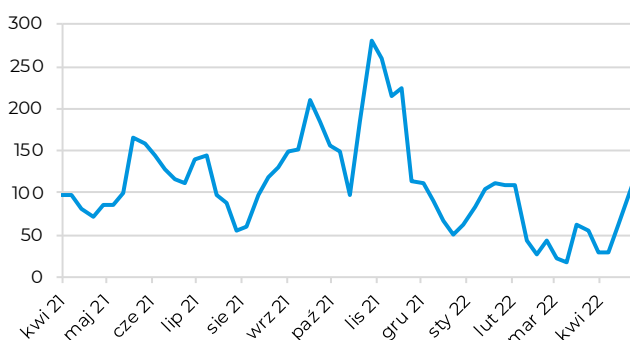
Ceny węgla koksowego (USD/t)



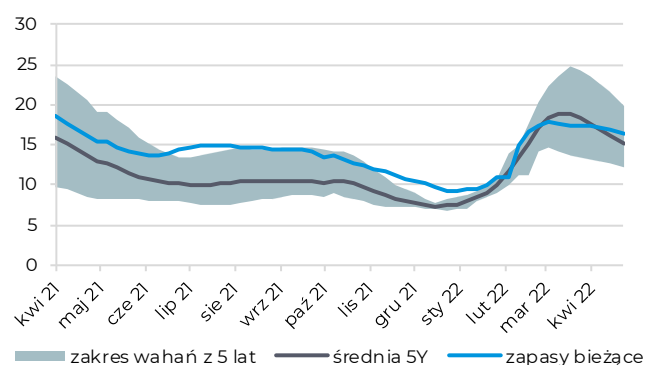
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)

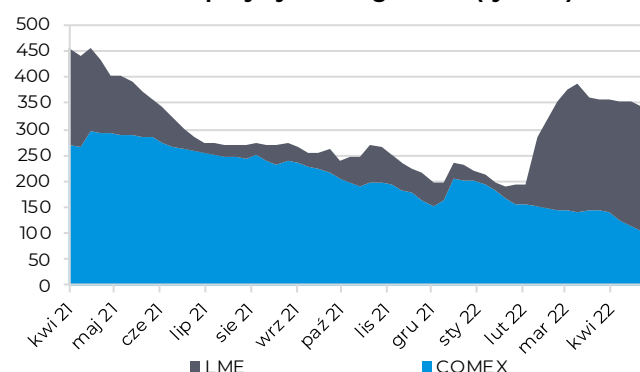


Zapasy stali w Chinach (mln ton)

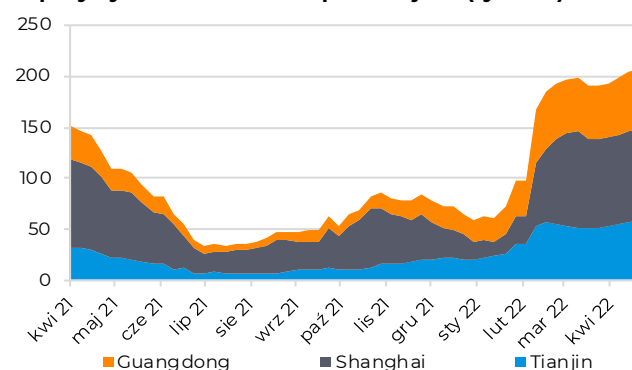


Surowce (cynk i blachy elektrotechniczne)

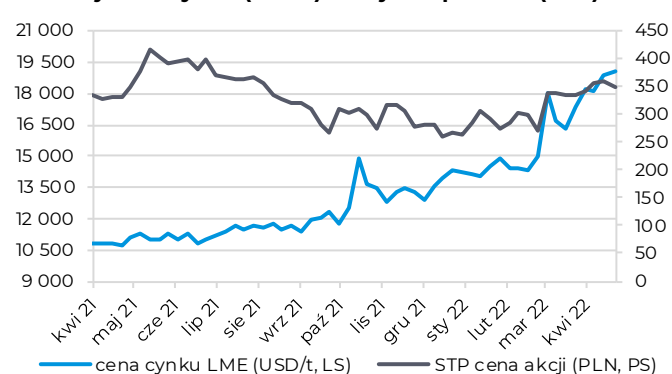
Monitorowane zapasy cynku na giełdach (tys. ton)



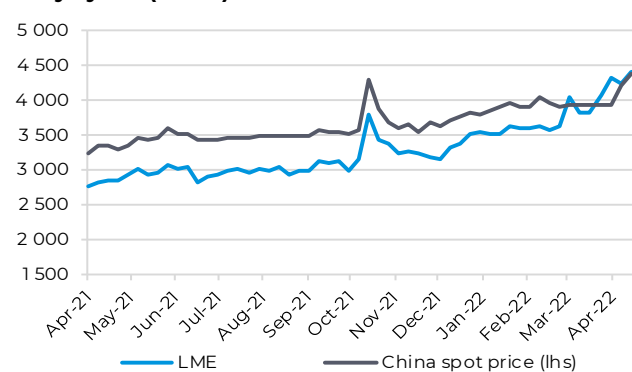
Zapasy cynku w Chinach w prowincjach (tys. ton)



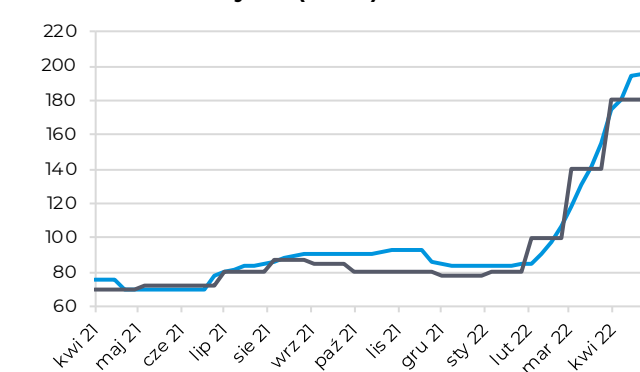
Korelacja cen cynku (PLN/t) i akcji Stalprodukt (PLN)



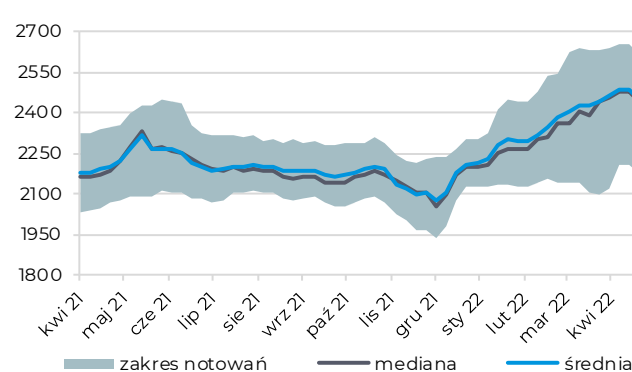
Ceny cynku (USD/t)



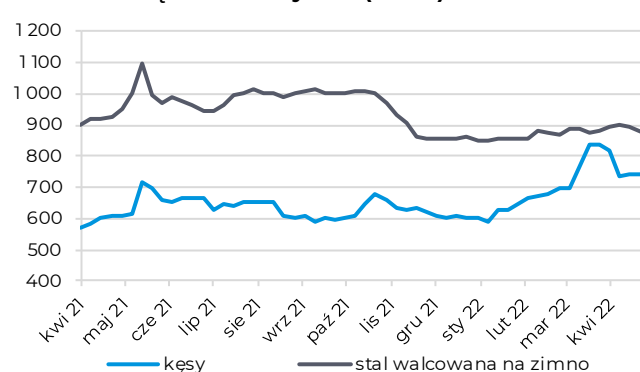
Marża hutnicza na cynku (USD/t)



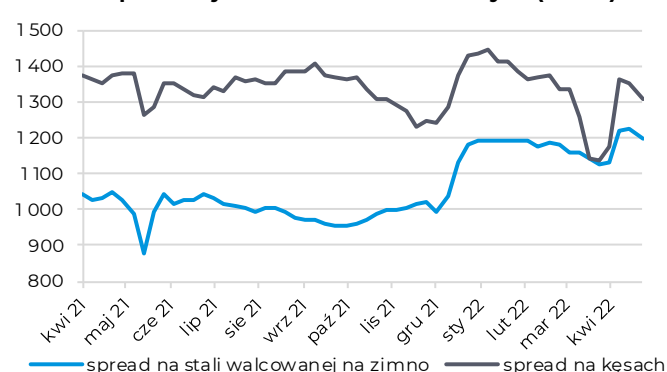
Notowania blachy elektrotechnicznej w Chinach (USD/t)



Notowania kęsów i blachy CRC (USD/t)



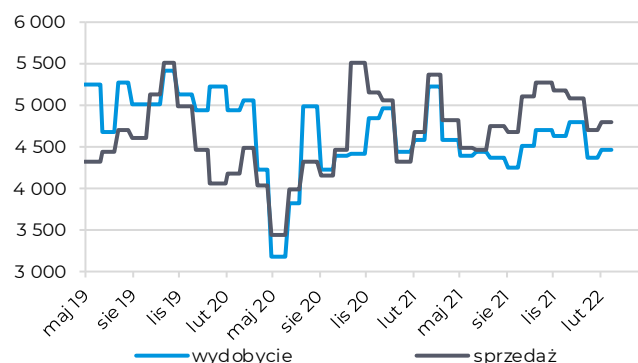
Marże na produkcji blach elektrotechnicznych (USD/t)



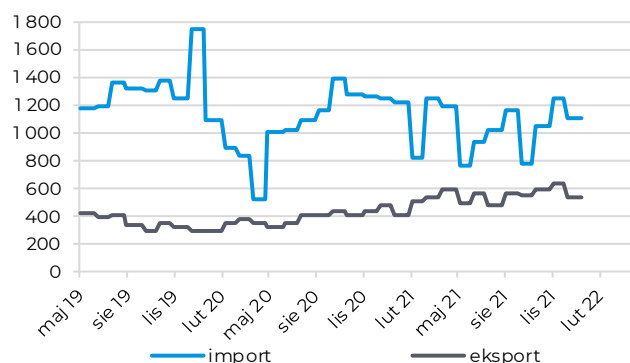
Źródło: Bloomberg, mBank

Węgiel energetyczny

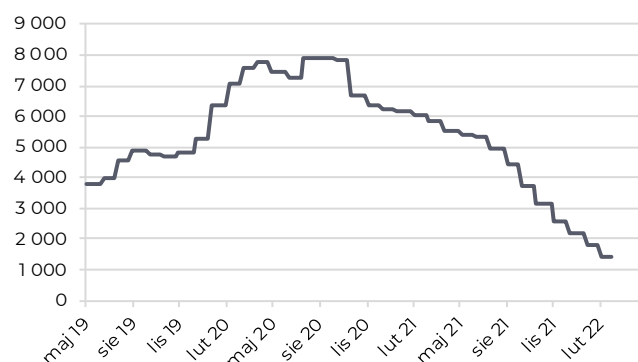
Wydobycie i sprzedaż węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



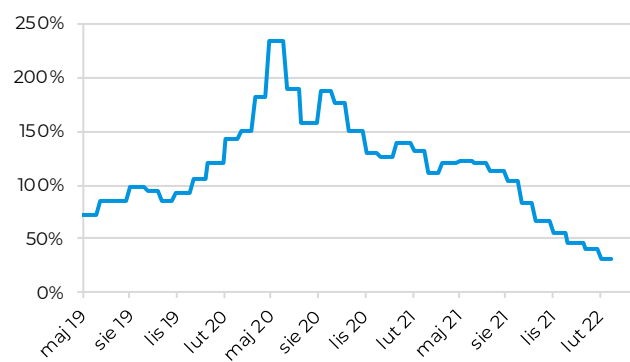
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



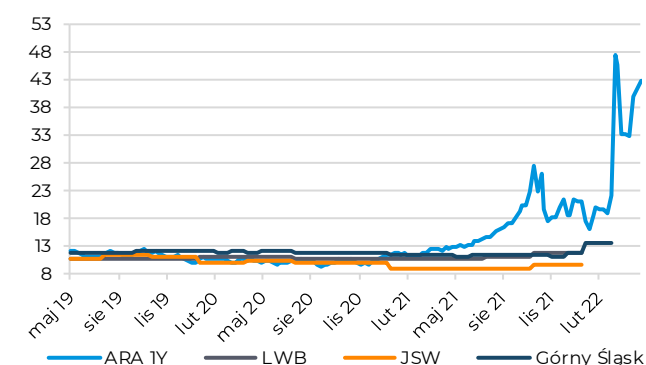
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



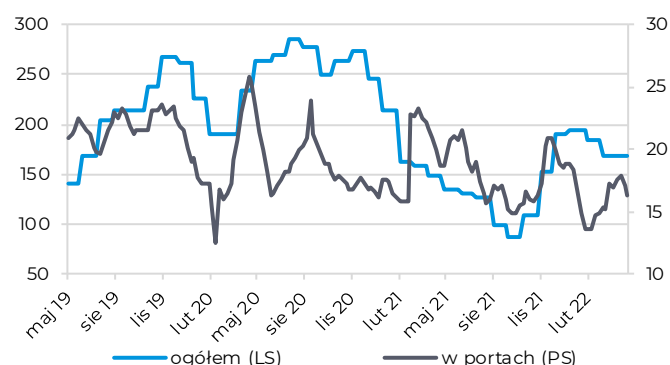
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



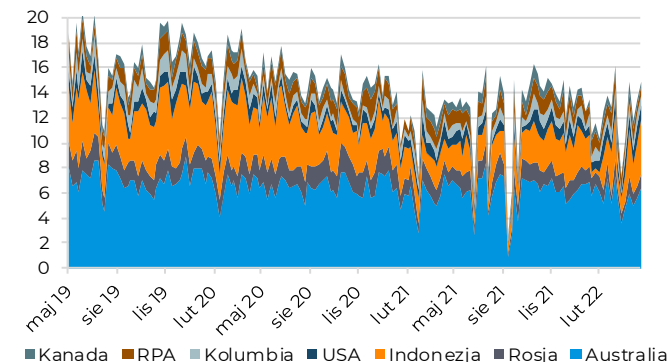
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



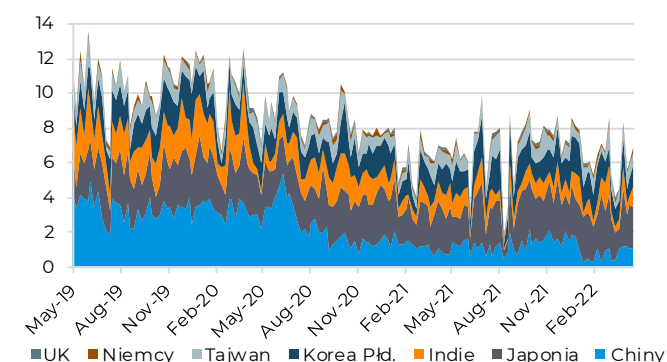
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



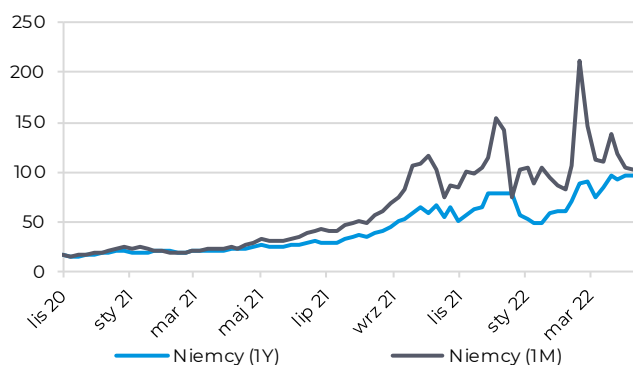
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



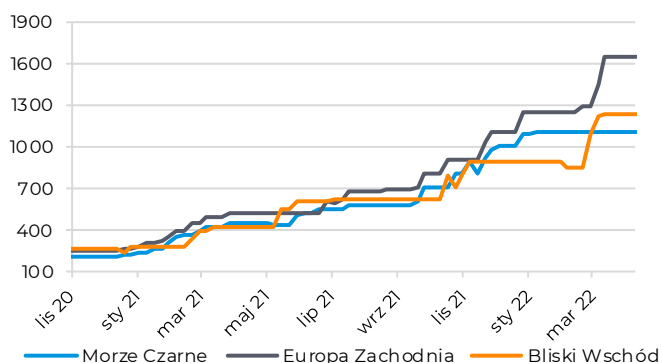
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

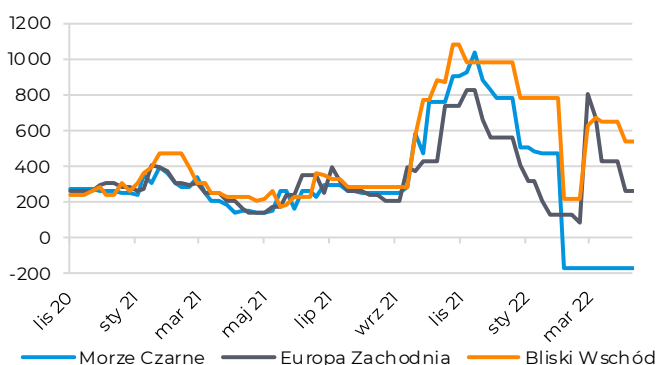
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



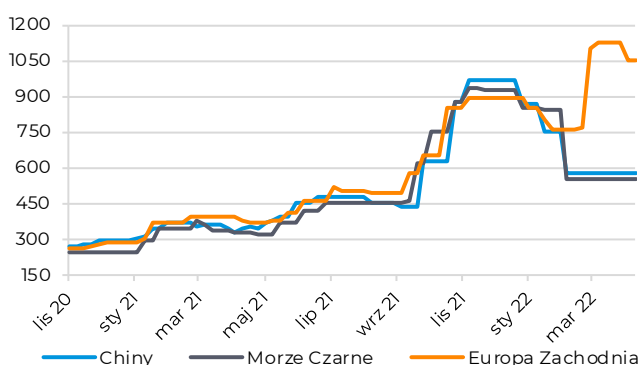
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



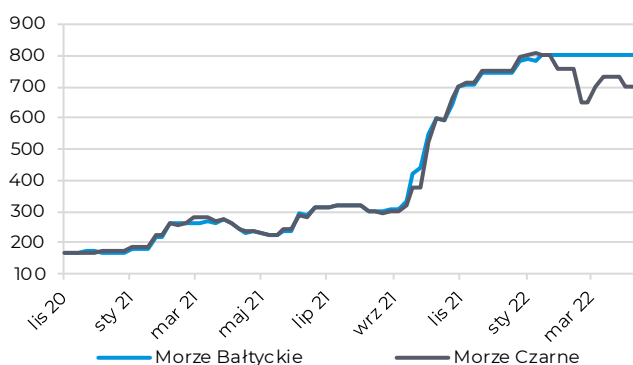
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



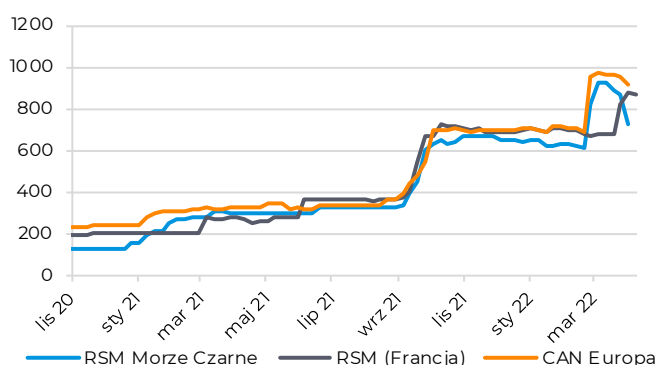
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



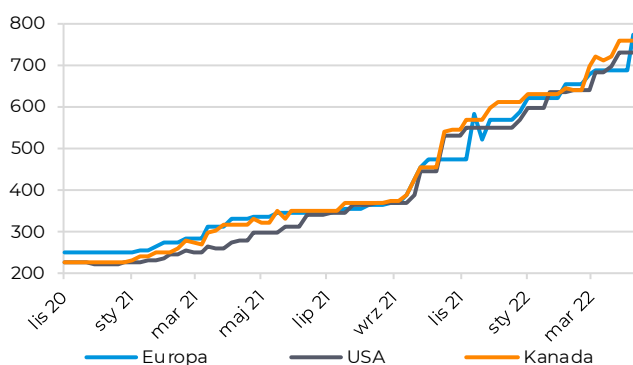
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



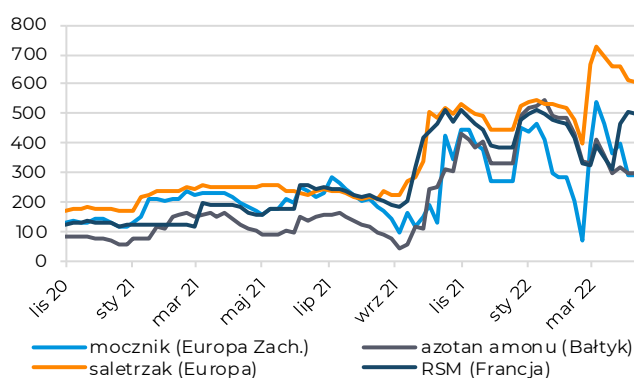
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



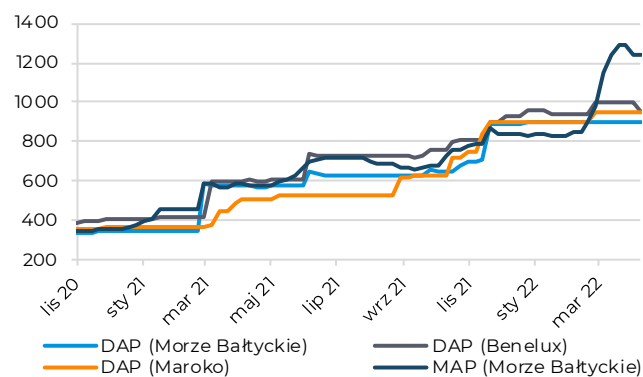
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



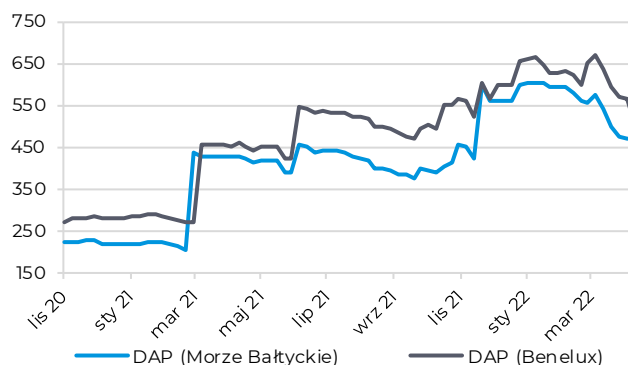
Źródło: Bloomberg, mBank

Nawozy

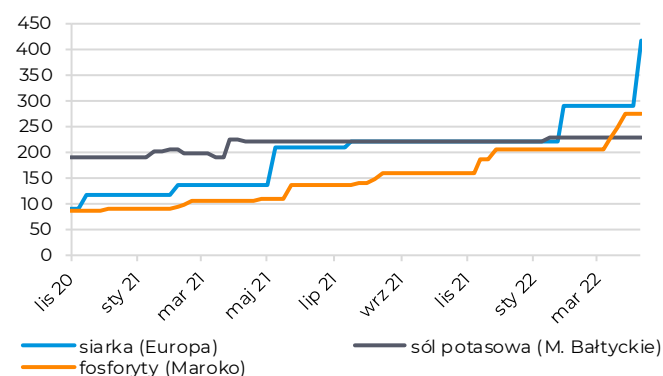
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



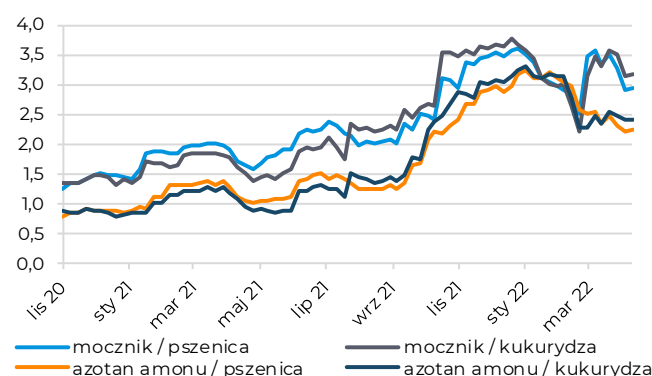
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



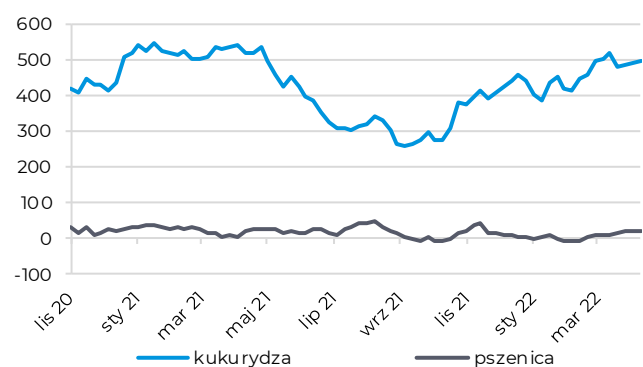
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



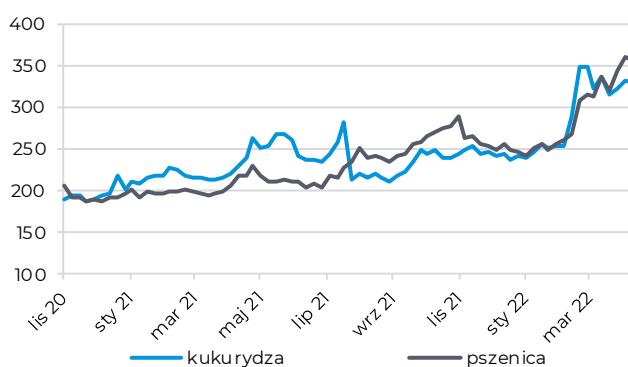
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



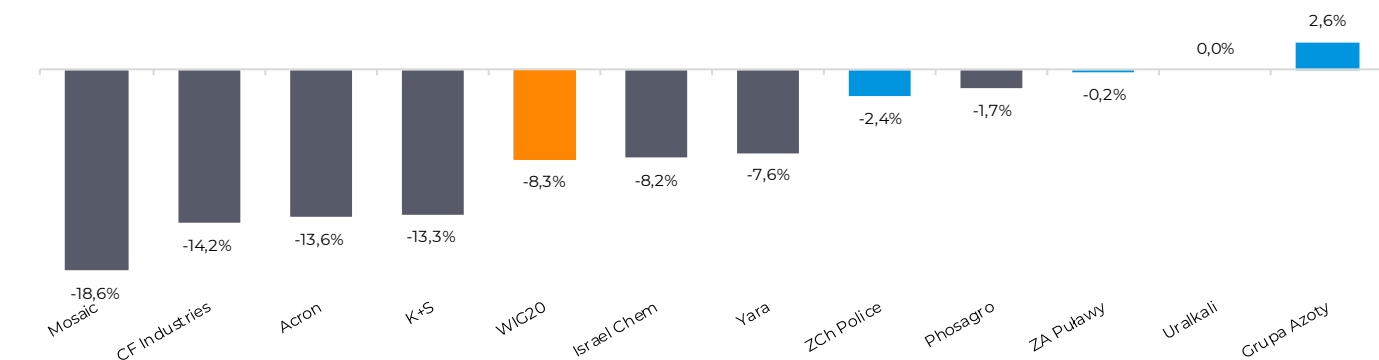
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



Tygodniowy performance producentów nawozów



Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek energetycznych

	EV/EBITDA				EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	cena	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Spółki energetyczne																
CEZ	971,0	6,8	5,6	5,4	2,2	1,9	1,8	13,5	10,1	9,8	32%	34%	33%	4,5%	5,9%	7,9%
Enea	9,3	0,9	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	1,8	2,2	2,2	16%	12%	12%	0,0%	11,4%	9,3%
PGE	9,6	1,9	1,2	1,0	0,2	0,1	0,1	6,9	5,3	3,7	13%	10%	12%	0,0%	7,3%	11,3%
Tauron	3,2	3,8	2,9	2,7	0,6	0,4	0,4	4,0	3,0	2,9	15%	14%	15%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	16,2	4,4	5,3	3,4	0,4	0,3	0,3	4,9	8,1	5,4	9%	6%	8%	-	-	6,8%
mediana		3,8	2,9	2,7	0,4	0,3	0,3	4,9	5,3	3,7	15%	12%	12%	0%	7%	8%
Zintegrowane																
EDF	9,0	5,4	8,0	4,4	1,0	1,1	1,0	5,8	-	9,0	19%	13%	24%	6,1%	1,9%	5,1%
EDP	4,7	10,6	9,6	8,9	2,5	2,6	2,4	27,6	21,7	18,4	24%	27%	27%	4,1%	4,1%	4,4%
Endesa	20,0	7,0	7,2	6,7	1,5	1,4	1,4	14,7	12,1	11,3	21%	20%	21%	7,3%	5,7%	6,3%
Enel	6,1	8,3	7,1	6,7	1,8	1,6	1,6	19,7	10,9	10,1	22%	23%	24%	6,2%	6,6%	7,0%
Engie	11,6	5,6	5,2	5,2	1,0	0,9	1,0	7,6	8,4	8,4	18%	18%	18%	7,4%	7,8%	8,2%
Fortum	16,1	35,5	7,2	7,7	0,2	0,2	0,3	8,1	9,3	10,6	1%	3%	3%	7,1%	7,1%	7,2%
mediana		7,7	7,2	6,7	1,2	1,3	1,2	11,4	10,9	10,4	20%	19%	22%	6,6%	6,2%	6,7%
Sieci przesyłowe																
EON	10,3	5,7	7,7	8,0	0,8	0,8	0,8	5,7	11,5	11,7	13%	11%	10%	4,7%	4,9%	5,1%
Elia Group	149,0	16,8	15,2	14,2	5,6	5,9	5,7	37,1	35,9	35,7	34%	39%	40%	1,2%	1,2%	1,2%
EVN	23,7	8,6	8,0	7,4	2,1	2,1	2,0	13,0	17,5	15,3	25%	26%	27%	2,2%	2,2%	2,2%
IREN	2,4	6,4	5,6	5,2	1,2	1,2	1,2	10,3	10,8	10,4	19%	22%	23%	4,3%	4,6%	5,0%
National Grid	11,8	18,4	14,7	13,3	5,7	5,4	5,2	25,3	18,2	17,0	31%	36%	39%	4,2%	4,3%	4,5%
Red Electrica	18,7	11,0	11,0	10,9	8,5	8,3	8,2	14,8	15,3	15,5	78%	76%	75%	3,1%	5,3%	4,7%
Redes Energeticas	2,9	9,8	9,3	9,2	5,1	5,4	5,4	19,1	16,9	16,1	52%	58%	59%	6,0%	5,7%	5,2%
SSE	18,3	9,1	13,9	12,5	4,3	3,9	3,3	8,4	20,4	16,9	48%	28%	26%	4,4%	4,6%	4,8%
Terna	7,8	13,7	13,6	13,1	9,8	9,6	9,3	19,8	20,0	19,3	72%	70%	70%	3,7%	4,0%	4,3%
mediana		9,8	11,0	10,9	5,1	5,4	5,2	14,8	17,5	16,1	34%	36%	39%	4,2%	4,6%	4,7%

Wycena spółek energetycznych ze źródeł odnawialnych

	EV/EBITDA				EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	cena	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Spółki odnawialne																
Polenergia	68,5	13,5	8,7	8,1	1,5	1,2	1,2	29,7	15,3	14,6	11%	13%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Wiatrowe																
Abo Wind	63,2	26,7	18,2	14,1	5,2	3,2	2,8	42,1	40,1	27,2	19%	18%	20%	0,8%	0,8%	0,9%
Avangrid	47,0	13,6	11,5	10,6	3,8	3,7	3,5	23,9	22,0	22,0	28%	32%	33%	3,7%	3,8%	3,8%
Boralex	39,0	16,4	14,2	13,6	11,7	10,6	9,8	100+	51,4	42,2	71%	75%	72%	1,7%	1,7%	1,7%
Edp Renovaveis	23,0	16,0	15,3	13,9	15,5	13,2	11,2	32,9	37,9	35,4	97%	86%	80%	0,3%	0,5%	0,5%
Eolus Vind	111,1	-	10,3	6,1	-	0,7	0,4	-	15,1	8,7	-	7%	7%	1,4%	0,7%	0,7%
Falck Renewables	8,8	20,0	17,9	16,4	7,1	8,2	7,7	-	56,9	45,2	36%	46%	47%	0,8%	0,8%	0,8%
Iberdrola	10,6	10,9	10,5	9,7	3,4	3,0	2,9	18,1	16,4	15,1	31%	29%	30%	3,2%	4,4%	4,7%
Orsted	836,6	16,5	13,8	16,4	5,2	5,6	5,5	34,4	29,6	39,5	31%	40%	34%	1,5%	1,6%	1,7%
PNE	12,0	39,0	41,3	22,7	10,8	10,9	7,5	36,4	-	100+	28%	26%	33%	0,3%	0,4%	0,4%
Terna Energy	17,8	16,0	15,7	11,1	8,7	9,2	7,0	-	32,5	19,2	54%	58%	63%	1,1%	1,8%	2,2%
Tilt Renewables	8,0	26,8	30,3	29,7	25,8	18,0	17,7	44,8	100+	80,9	96%	59%	60%	-	0,4%	0,4%
Transalta Renewables	18,1	24,9	11,0	10,4	11,6	11,0	11,0	34,9	25,9	22,2	47%	100%	106%	5,2%	5,2%	5,2%
Xcel Energy	73,7	13,6	13,4	12,4	4,8	4,9	4,7	24,9	23,2	21,7	35%	36%	38%	2,5%	2,6%	2,8%
mediana		16,5	14,2	13,6	7,9	8,2	7,0	34,4	29,6	24,7	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Solar																
Azure Power	14,7	22,0	11,3	9,5	11,2	9,3	7,9	-	54,3	18,8	51%	82%	83%	-	-	-
Clearway Energy	31,6	16,6	12,9	13,0	12,3	10,8	11,4	53,4	31,4	27,8	74%	84%	87%	4,2%	4,5%	4,8%
Neoen	38,3	23,0	17,3	14,5	19,3	14,9	12,3	89,9	76,9	57,2	84%	86%	85%	-	0,3%	0,7%
Renova	1508,0	27,8	27,5	20,7	14,7	10,3	8,7	10,1	100+	59,0	53%	38%	42%	-	-	-
Solaria Energia	21,0	33,6	20,6	14,1	33,0	17,2	11,9	55,2	33,2	24,2	98%	84%	84%	-	-	-
mediana		23,0	17,3	14,1	14,7	10,8	11,4	54,3	43,7	27,8	0,7	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Mix																
Erg	32,5	11,4	14,8	13,7	4,9	9,3	9,2	24,2	39,2	37,8	43%	63%	67%	2,3%	2,7%	2,7%
Innergex	18,4	18,2	13,3	12,4	12,9	10,6	9,9	-	63,9	42,6	71%	80%	80%	3,9%	3,9%	3,9%
Nextera	67,8	30,0	11,0	10,1	19,6	13,1	11,4	38,3	30,3	31,2	65%	119%	113%	4,2%	4,5%	5,1%
Northland Power	39,8	11,4	13,7	13,1	7,9	7,8	7,4	48,5	30,2	27,1	69%	56%	57%	3,0%	3,0%	3,0%
Brookfield Renewable	36,4	19,6	26,2	23,2	13,1	12,5	11,4	-	100+	100+	67%	48%	49%	3,4%	3,5%	3,7%
Meridian Energy	4,8	15,7	19,4	19,3	3,3	3,9	4,0	28,9	51,4	43,5	21%	20%	21%	3,5%	3,5%	3,8%
Verbund	98,7	22,6	14,1	13,2	8,0	8,0	7,7	39,3	22,9	20,9	35%	57%	58%	1,1%	2,0%	2,2%
mediana		17,0	14,3	13,4	10,4	10,0	9,5	33,6	39,2	37,8	0,7	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0

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

Wycena spółek rafineryjnych

	cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Spółki rafineryjne																
Lotos	68,22	1,4	2,4	3,7	0,2	0,2	0,3	2,7	7,4	12,6	17%	10%	8%	4,4%	4,4%	10,2%
MOL	3010,00	1,8	2,5	2,5	0,4	0,4	0,3	2,7	6,1	7,6	21%	15%	14%	10,0%	3,4%	3,4%
PKN Orlen	72,92	2,7	4,6	5,6	0,3	0,4	0,5	3,2	9,4	18,3	12%	9%	8%	4,8%	4,8%	4,8%
Hellenic Petroleum	7,38	6,8	7,7	6,9	0,5	0,5	0,4	6,7	9,5	8,9	7%	6%	6%	4,1%	5,4%	5,7%
HollyFrontier	36,39	-	-	-	-	-	-	22,4	8,9	8,2	-	-	-	1,0%	2,7%	3,7%
Marathon Petroleum	84,26	9,1	6,4	7,1	0,6	0,6	0,6	5,5	12,5	13,9	6%	9%	8%	2,8%	2,8%	2,9%
Motor Oil	14,80	6,5	5,7	5,3	0,3	0,3	0,3	8,1	6,9	5,9	5%	6%	6%	6,1%	6,7%	7,2%
Neste Oil	42,63	12,6	15,1	11,8	2,2	1,8	1,7	18,5	25,2	18,8	17%	12%	14%	1,9%	2,1%	2,7%
OMV	44,02	4,2	2,7	3,2	0,8	0,7	0,8	6,9	4,1	5,0	19%	25%	24%	5,2%	5,6%	6,0%
Phillips 66	81,02	53,0	7,3	7,4	0,5	0,4	0,3	27,3	10,1	10,0	1%	5%	4%	4,5%	4,6%	4,7%
Saras	0,85	4,7	4,3	4,1	0,1	0,1	0,1	85,6	16,3	9,7	3%	3%	3%	-	1,1%	3,8%
Tupras	259,40	5,8	5,0	4,8	0,5	0,3	0,2	19,6	10,2	6,7	9%	5%	5%	1,8%	7,8%	13,3%
Valero Energy	100,88	10,9	6,8	6,9	0,5	0,4	0,4	44,4	10,7	12,4	4%	5%	5%	3,9%	3,9%	4,1%
mediana		6,2	5,4	5,4	0,5	0,4	0,4	8,1	9,5	9,7	8%	7%	7%	4,2%	4,4%	4,7%

Wycena spółek petrochemicznych

	cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Spółki petrochemiczne																
PKN Orlen	72,92	2,7	4,6	5,6	0,3	0,4	0,5	3,2	9,4	18,3	12%	9%	8%	4,8%	4,8%	4,8%
Axiall	128,06	5,5	4,8	5,3	1,8	1,4	1,4	8,1	7,0	8,1	32%	30%	26%	0,9%	0,9%	1,0%
Braskem	41,28	2,2	4,2	4,4	0,7	0,6	0,7	2,4	5,0	7,2	29%	15%	16%	4,7%	8,7%	8,2%
Eastman Chemical	105,86	9,9	8,7	8,3	1,8	1,8	1,7	16,7	11,0	10,0	18%	21%	21%	2,7%	2,8%	3,0%
Huntsman Corp	34,19	7,3	5,7	5,5	1,0	0,9	0,9	7,2	8,3	7,4	14%	16%	17%	2,2%	2,4%	2,5%
Lotte Chemicals	192 000	2,8	3,6	2,9	0,4	0,3	0,3	4,9	8,2	6,2	13%	9%	12%	4,3%	4,0%	4,3%
LyondellBasell	105,21	5,4	5,8	5,9	1,0	0,9	1,0	6,3	6,8	6,7	19%	16%	16%	4,2%	4,3%	4,5%
Mitsubishi Chemical	775,00	12,6	6,1	6,6	1,1	0,9	0,8	-	5,8	7,7	8%	14%	12%	3,1%	3,9%	3,9%
Mitsui Chemicals	2880,00	7,4	4,7	5,2	0,9	0,7	0,6	9,7	5,3	6,7	12%	14%	12%	3,5%	4,1%	4,1%
Westlake Chemical	128,06	5,5	4,8	5,3	1,8	1,4	1,4	8,1	7,0	8,1	32%	30%	26%	0,9%	0,9%	1,0%
mediana		5,5	4,8	5,4	1,0	0,9	0,9	7,2	7,0	7,5	16%	16%	16%	3,3%	3,9%	4,0%

Wycena spółek gazowych

	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY			
	cena	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Spółki gazowe																
PGNiG	6,32	1,8	1,6	1,0	0,3	0,4	0,4	4,6	4,4	2,9	19%	23%	37%	4,9%	6,5%	11,2%
A2A	1,63	7,3	6,9	6,3	0,9	1,1	1,2	10,0	13,6	13,2	12%	16%	19%	5,6%	5,4%	5,5%
BG Group	18,95	5,5	3,7	3,9	1,0	0,8	0,8	10,1	6,8	7,6	19%	21%	20%	3,1%	4,1%	4,3%
BP	3,69	5,4	3,1	3,3	1,0	0,6	0,7	13,5	5,3	5,8	18%	19%	20%	4,2%	4,8%	5,0%
Centrica	0,80	6,7	2,6	2,6	0,2	0,2	0,2	3,9	10,1	7,5	4%	9%	8%	-	4,1%	4,6%
Enagas	20,52	14,0	11,3	11,8	9,6	10,0	10,6	13,3	13,4	15,3	69%	88%	89%	8,3%	8,4%	8,5%
Endesa	20,02	7,0	7,2	6,7	1,5	1,4	1,4	14,7	12,1	11,3	21%	20%	21%	7,3%	5,7%	6,3%
Engie	11,56	5,6	5,2	5,2	1,0	0,9	1,0	7,6	8,4	8,4	18%	18%	18%	7,4%	7,8%	8,2%
Eni	12,93	3,4	2,7	3,0	0,9	0,6	0,7	8,0	5,6	6,4	25%	22%	23%	6,7%	6,8%	6,7%
Equinor	313,80	2,6	1,7	2,2	1,3	0,9	1,1	13,8	6,5	8,5	51%	54%	48%	1,9%	4,2%	3,7%
Gas Natural SDG	29,04	12,2	10,6	10,5	2,0	1,8	2,1	23,0	21,3	21,3	16%	17%	20%	4,6%	4,1%	4,1%
Gazprom	206,35	2,0	1,5	2,1	0,7	0,6	0,7	1,9	1,5	1,8	35%	39%	33%	26,3%	34,9%	29,7%
Hera	3,59	8,2	7,0	6,8	0,1	0,8	0,9	15,8	14,8	14,4	1%	12%	13%	3,3%	3,6%	3,6%
NovaTek	0,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	29%	36%	39%	100%+	100%+	100%+
ROMGAZ	44,95	5,2	3,2	3,2	2,3	1,5	1,6	9,1	6,9	7,0	44%	46%	49%	4,3%	10,2%	10,1%
Shell	22,80	5,6	3,7	3,9	1,1	0,8	0,8	10,4	6,9	7,7	19%	21%	20%	3,0%	4,1%	4,3%
Snam	5,20	14,1	14,5	14,0	9,6	10,3	9,8	11,3	15,5	15,3	68%	71%	70%	5,0%	5,3%	5,4%
TotalEnergies	44,03	4,4	2,8	3,1	0,9	0,6	0,6	8,5	4,4	5,1	21%	20%	20%	5,6%	6,3%	6,6%
mediana		5,6	3,4	3,6	1,0	0,8	0,8	10,0	6,9	7,6	20%	21%	21%	5,0%	5,4%	5,5%

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

Wycena spółek wydobywczych

	cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Spółki wydobywcze																
MOL	3010,00	3,0	3,0	3,2	0,6	0,5	0,5	4,2	4,1	5,3	19%	17%	16%	3,5%	5,8%	5,1%
Bashneft	966,50	1,9	1,5	1,7	0,3	0,3	0,3	2,0	1,5	2,4	18%	19%	17%	14,5%	16,3%	10,5%
BP	3,69	5,4	3,1	3,3	1,0	0,6	0,7	13,5	5,3	5,8	18%	19%	20%	4,2%	4,8%	5,0%
Dana Gas	1,20	5,3	6,6	5,6	4,8	3,9	3,5	7,3	10,1	7,8	92%	59%	63%	16,8%	6,6%	7,5%
Eni	12,93	3,4	2,7	3,0	0,9	0,6	0,7	8,0	5,6	6,4	25%	22%	23%	6,7%	6,8%	6,7%
Equinor	313,80	2,6	1,7	2,2	1,3	0,9	1,1	13,8	6,5	8,5	51%	54%	48%	1,9%	4,2%	3,7%
Gazprom Neft	379,45	2,8	1,9	2,3	0,7	0,6	0,6	3,6	3,0	2,9	26%	30%	26%	13,2%	17,6%	18,4%
Gulf Keystone	2,39	2,8	1,6	2,2	2,1	1,2	1,5	4,3	2,3	3,5	76%	77%	69%	-	11,7%	8,0%
Lukoil	3931,00	2,0	1,5	1,6	0,3	0,3	0,3	3,3	2,7	2,8	15%	17%	17%	14,1%	30,8%	29,6%
Occidental Petroleum	54,92	6,7	4,2	5,0	3,5	2,5	2,8	33,9	6,2	8,2	51%	60%	56%	0,1%	0,8%	1,4%
Repsol	12,61	5,1	3,2	3,5	0,6	0,5	0,5	7,5	5,0	5,6	12%	14%	14%	4,8%	5,1%	5,3%
Rosneft Oil	388,50	3,9	2,5	2,9	0,9	0,7	0,8	4,2	2,5	2,6	24%	30%	27%	12,4%	18,6%	18,1%
Shell	22,80	5,6	3,7	3,9	1,1	0,8	0,8	10,4	6,9	7,7	19%	21%	20%	3,0%	4,1%	4,3%
Surgutneftegas	32,00	-	-	-	-	-	-	2,9	2,9	2,9	-	-	-	12,6%	13,9%	14,9%
Tullow Oil	0,53	3,8	2,5	2,4	2,7	1,9	1,9	-	3,4	3,3	70%	77%	78%	-	-	-
mediana		3.6	2.6	2.9	1.0	0.7	0.7	5.8	4.1	5.3	25%	26%	24%	6.7%	6.7%	7.1%

Wycena spółek z sektora górnictwo i metale

	cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Górnictwo i metale																
JSW	63,86	0,7	1,5	2,2	0,3	0,5	0,6	2,8	100+	-	51%	33%	26%	0,0%	15,0%	5,2%
KGHM	140,60	3,3	3,0	3,2	0,8	0,8	0,8	6,2	6,6	7,9	26%	26%	24%	4,6%	3,2%	3,0%
Stalprodukt*	346,00	2,0	1,9	3,8	0,3	0,3	0,3	4,0	3,8	11,9	17%	15%	9%	-	2,3%	2,6%
LW Bogdanka*	51,70	1,5	1,6	1,5	0,5	0,5	0,4	6,1	11,2	5,4	34%	31%	30%	-	-	-
Anglo American	32,24	3,2	3,2	3,7	1,5	1,5	1,6	6,4	6,0	7,4	47%	46%	42%	8,3%	7,2%	5,7%
Antofagasta	14,45	4,9	5,0	4,8	2,9	3,0	2,9	15,2	15,4	14,7	60%	59%	61%	7,2%	5,0%	4,2%
BHP Group	25,30	5,4	4,0	4,5	3,0	2,5	2,8	10,2	7,5	8,9	55%	63%	62%	8,5%	10,5%	8,5%
Freeport-McMoRan	41,65	6,8	5,5	5,5	3,1	2,6	2,7	14,2	10,6	13,5	46%	48%	49%	0,9%	1,4%	1,6%
Glencore	4,49	6,6	3,1	4,2	0,5	0,4	0,4	16,3	4,4	6,5	8%	12%	10%	-	11,9%	12,1%
Grupo Mexico	97,87	4,9	5,0	5,1	2,9	2,8	2,8	9,6	10,1	10,5	59%	57%	55%	6,3%	6,1%	6,5%
Kaz Minerals	8,49	6,2	4,6	2,6	3,2	2,4	1,9	8,1	5,7	3,7	53%	53%	72%	0,4%	1,2%	3,3%
Rio Tinto	53,72	3,7	3,5	4,3	2,0	2,0	2,3	5,7	5,7	7,6	54%	57%	53%	10,7%	12,4%	9,2%
Boliden	430,00	7,0	5,0	5,7	1,7	1,4	1,5	13,5	8,8	11,0	24%	28%	26%	2,4%	6,6%	5,4%
OZ Mineralz	24,55	8,1	7,3	7,4	4,2	3,9	4,0	15,4	14,4	14,2	52%	53%	53%	1,4%	1,2%	1,4%
Lundin Mining	12,01	4,0	3,3	3,7	2,1	1,9	2,1	9,0	7,5	8,6	54%	57%	56%	4,1%	3,8%	3,4%
First Quantum Minarals	35,37	7,2	5,3	5,5	3,8	3,0	3,1	23,3	10,3	10,8	52%	56%	56%	0,0%	1,0%	1,7%
Norilsk Nickel	1,89	0,8	0,8	0,9	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	59%	60%	58%	100%+	100%+	100%+
Peabody Enelgy Group	24,24	4,8	2,1	3,1	1,1	0,8	0,9	7,5	3,1	6,5	23%	37%	28%	-	-	-
ARCH Coal	131,32	4,6	1,7	3,4	1,0	0,6	0,9	6,0	2,3	5,6	22%	38%	26%	0,2%	0,8%	4,1%
Bukit Asam	3700,00	2,7	2,1	2,7	1,0	0,7	0,9	5,3	4,2	5,4	38%	35%	31%	4,7%	10,6%	12,3%
Teck resources	35,88	4,9	3,0	3,6	2,3	1,7	1,8	8,3	4,6	6,6	48%	56%	50%	0,4%	2,2%	2,4%
Warrior Met Coal	32,03	4,3	2,2	4,1	1,5	1,1	1,4	10,9	3,3	8,1	36%	50%	34%	0,6%	0,7%	0,7%
Southern CC	64,29	7,7	8,3	8,6	4,9	4,9	5,0	14,6	15,7	17,9	64%	59%	58%	5,0%	5,7%	5,3%
mediana		4,8	3,2	3,8	1,7	1,5	1,6	8,3	6,3	8,0	48%	50%	49%	3,3%	4,4%	4,1%

Wycena spółek surowcowych

	cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Spółki surowcowe																
Grupa Kęty	638,00	8,1	9,6	9,5	1,3	1,4	1,4	10,9	13,7	13,8	16%	15%	15%	9,3%	8,7%	6,9%
Alumetal*	73,70	0,3	6,2	6,6	0,0	0,5	0,5	100+	7,2	8,8	6%	8%	8%	0,2%	9,2%	9,6%
Mercor*	11,70	5,4	-	-	-	-	-	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Alcoa	67,37	8,5	3,1	3,5	1,2	1,0	1,0	29,3	5,3	6,3	14%	31%	29%	-	0,7%	0,8%
AMAG	35,60	8,6	8,4	8,8	1,3	1,1	1,1	19,2	17,8	19,2	15%	13%	13%	1,4%	3,9%	3,9%
Amcor	11,65	12,8	11,5	11,1	1,9	1,7	1,7	19,3	14,6	13,9	15%	15%	16%	4,0%	4,2%	4,3%
Century Aluminum	20,15	14,8	3,5	4,3	1,0	0,7	0,7	-	4,9	5,0	7%	19%	17%	-	-	-
Granges	82,45	8,9	6,8	5,8	0,7	0,6	0,5	14,7	9,5	7,4	8%	8%	9%	2,7%	3,9%	4,8%
Constellium	16,15	5,1	6,9	6,1	0,6	0,6	0,5	7,5	12,4	8,6	12%	8%	9%	-	-	0,7%
Fuji Seal	1686,00	4,5	4,5	4,1	0,6	0,5	0,5	11,2	15,1	11,8	13%	12%	12%	1,9%	2,1%	2,2%
Rusal	3,78	4,5	3,4	3,1	1,0	0,9	0,9	2,3	2,0	1,8	22%	26%	27%	-	4,9%	5,8%
Kaiser Aluminum	93,48	13,8	9,8	7,7	0,9	0,6	0,6	-	27,1	14,6	6%	6%	8%	3,1%	3,3%	3,6%
Nippon Steel & Sumitomo	2011,50	18,2	4,2	5,5	0,9	0,7	0,6	-	3,6	5,7	5%	16%	12%	0,5%	7,0%	6,1%
Norsk Hydro Asa	76,40	6,6	3,8	4,2	1,1	0,8	0,8	12,9	6,6	7,6	16%	21%	20%	7,1%	9,8%	8,4%
Uacj	2114,00	9,6	5,3	6,3	0,8	0,6	0,5	-	4,2	6,3	8%	10%	8%	-	4,0%	3,8%
mediana		8,5	5,7	6,0	1,0	0,7	0,7	12,0	8,4	8,1	12%	14%	12%	2,7%	4,1%	4,3%

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	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Spółki nawozowe																
Grupa Azoty*	43,20	6,6	5,9	6,2	0,7	0,7	0,7	10,4	5,9	11,8	11%	11%	12%	-	-	2,9%
ZA Police*	12,05	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acron	16376,00	21,3	6,8	9,2	6,4	3,5	3,9	100+	8,3	11,3	30%	51%	43%	2,7%	3,8%	3,8%
CF Industries	94,45	9,2	4,4	6,3	3,8	2,4	2,8	22,1	5,7	8,6	41%	54%	44%	1,3%	1,3%	1,3%
Israel Chemicals	36,92	10,2	5,8	6,8	2,5	1,8	1,9	18,7	9,4	10,9	24%	32%	29%	2,8%	5,1%	6,0%
K+S	30,54	2,5	2,9	3,6	2,1	1,3	1,5	2,0	4,4	6,0	85%	45%	40%	0,7%	3,7%	3,5%
Phosagro	6859,00	5,4	5,3	7,1	2,5	2,4	2,8	6,8	9,4	17,5	46%	45%	40%	8,1%	12,6%	6,5%
The Mosaic Company	63,61	8,0	3,8	4,9	2,2	1,4	1,6	14,8	5,2	6,9	27%	36%	33%	1,2%	0,8%	0,9%
Yara International	462,50	8,6	4,2	5,1	1,1	0,8	0,9	30,7	6,2	8,4	12%	18%	17%	6,3%	9,8%	8,3%
mediana		8,3	4,8	6,2	2,3	1,6	1,8	14,8	6,0	9,8	29%	40%	37%	2,7%	3,8%	3,7%

Wycena spółek spożywczych

	cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Spółki spożywcze																
Kernel*	29,86	2,4	2,5	3,9	0,4	0,3	0,3	1,3	1,6	-	16%	12%	8%	5,3%	6,4%	-
Astarta*	25,65	1,9	3,8	4,7	0,8	0,8	0,8	1,1	4,0	3,1	41%	21%	16%	-	18,8%	12,0%
Agrana Beteiligungs	17,25	9,1	8,1	7,5	0,6	0,6	0,6	18,0	21,4	16,8	7%	7%	8%	4,9%	5,4%	5,5%
Bunge Limited	116,39	9,0	8,0	8,8	0,4	0,4	0,4	8,0	10,4	11,6	4%	5%	4%	1,8%	1,9%	1,9%
Cosan	22,01	14,3	5,7	4,9	0,8	0,7	0,6	6,6	11,3	10,1	5%	12%	13%	4,5%	4,2%	6,8%
MHP	4,15	4,7	4,2	4,0	1,0	0,8	0,8	-	3,2	2,6	21%	20%	20%	6,8%	18,1%	18,1%
Nisshin Oillio	2897,00	9,6	10,2	9,3	0,6	0,5	0,5	10,4	12,9	11,3	6%	5%	5%	2,8%	3,1%	3,2%
Suedzucker	13,00	8,7	7,2	6,7	0,8	0,7	0,6	-	20,7	13,7	9%	9%	9%	1,5%	2,1%	2,8%
Industrial Milk Company	18,40	3,5	4,6	-	1,8	1,7	-	2,5	4,2	-	51%	37%	-	16,8%	30,2%	-
Archers Daniels Midland	90,96	13,2	11,8	12,0	0,7	0,7	0,7	19,0	16,7	16,8	5%	6%	6%	1,7%	1,7%	1,8%
Golden Agri Resources	0,33	5,2	4,4	5,3	0,6	0,6	0,6	6,5	5,5	10,3	11%	13%	11%	6,5%	5,5%	3,9%
Felda Global Ventures	2,03	4,6	4,7	5,9	0,6	0,6	0,6	6,3	10,3	13,1	13%	12%	10%	3,9%	3,3%	2,6%
GrainCorp	10,10	9,3	4,8	8,3	0,6	0,5	0,6	16,6	6,4	13,2	6%	10%	7%	0,8%	6,5%	4,0%
Wilmar Int.	4,47	11,5	10,5	10,0	0,7	0,6	0,6	11,1	10,9	10,7	6%	6%	6%	4,7%	3,9%	4,1%
mediana		8,8	5,3	6,7	0,7	0,6	0,6	7,3	10,3	11,4	8%	11%	8%	4,5%	4,8%	3,9%

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

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

Surowiec	Nazwa instrumentu (nazwa w serwisie mdm.pl)	Rynek	Kod ISIN	Ticker
Produkty rolne				
Cukier	WISDOMTREE SUGAR (OD7R GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJ85	OD7R:GR
Kakao	WISDOMTREE 2X DAILY LONG COCOA (4RUP GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0V9ZE9	4RUP:GR
Kawa	WISDOMTREE COFFEE (OD7B GR ETF)	DEU-XETRA	DE000A0KRJT2	OD7B:GR
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 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, Compremum, 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, Compremum, 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. Wylimitowanie 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, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, 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.kliscz@mbank.pl
[paliwa, energetyka](#)

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

Antoni Kania
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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