

wtorek, 3 lipca 2018 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Rynek energetyczny

Ceny energii na rynku niemieckim wspięły się na kolejne lokalne maksima (blisko 44 EUR/MWh), głównie na dalszych wzrostach cen węgla (kontrakt powyżej 90 USD/t) przy stabilnych notowaniach CO₂. Taka kompozycja wzrostów wspiera zintegrowanych wytwórców, szczególnie że poprawił się również clean dark spread. W Polsce kontrakt roczny również się trochę podniósł, ale przy tak dynamicznym ruchu w Europie spread transgraniczny PL/DE spadł do dawno nie widzianych poziomów, co otwiera pole do dalszych wzrostów na TGE. Warto zwrócić uwagę na poprawę sentymentu do sektora utilities w USA.

Rynek paliwowy

Sentyment na rynku ropy w ostatnich dniach nieco zmiękł Prezydent Trump swoją zapowiedzią dalszego zwiększenia produkcji przez Saudyjczyków, ale zostało to szybko zdementowane i nie oczekujemy, aby surowiec odwrócił trend. Marże rafinerijne oscylują wokół 4 USD/Bbl, a dyferencjał wokół 1,5 USD/Bbl. Spread Brent/WTI zatrzymał się póki co w okolicach 5,5 USD/Bbl, ale nadal wspiera to rafinerie w USA, które notują rekordowe poziomy utylizacji mocy. Marże petrochemiczne na olefinach nieco wzrosły, natomiast w przypadku polimerów pozostawały stabilne. W kontekście sektora warto zwrócić uwagę na dalszy wzrost cen gazu w Europie (kolejne +5% w tydzień).

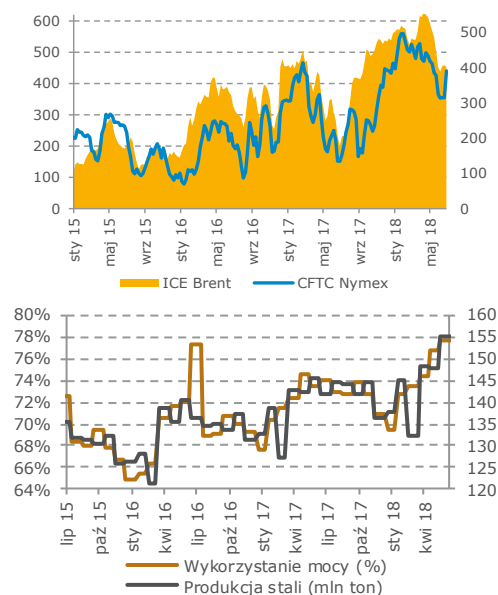
Rynek węgla koksowego

W ubiegłym tygodniu zapasy koksu w chińskich portach kontynuowały spadek (tym razem z 3,3 do 3,1 mln ton). Obecnie różnica cen pomiędzy węglem koksowym a koksem jest na najwyższym w ostatnich 3 latach poziomie (dobrze dla koksowni). Import węgla koksowego do Chin ustabilizował się w poprzednim miesiącu, ale cały czas wyraźnie słabszy jest import surowca z Australii do Chin.

Rynek metali

Import netto miedzi do Chin w maju wyniósł 1155 tys. ton i był o 15% r/r wyższy. W poprzednim miesiącu rósł on z dynamiką 11% r/r. Liczba długich pozycji spekulacyjnych na rynku miedzi spadła w ubiegłym tygodniu do 34 tys. sztuk. Jeszcze dwa tygodnie temu poziom wynosił 71 tys. sztuk (rekord historyczny). Ceny miedzi w ubiegłym tygodniu spadały wraz za osłabieniem koszyka walut rynków wschodzących oraz zamykaniem pozycji długich. Pozycje spekulacyjne były zamykane ogólnie na metalach industrialnych i szlachetnych. Ryzykiem dla notowań miedzi jest potencjalne uniknięcie strajku w Escondida.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Enea	-7,2%	-21%
Tupras	-7,0%	-1%
Astarta	-6,9%	-35%
Tauron	-5,9%	-27%
Boryszew	-5,4%	-29%
PGE	-5,3%	-24%
Energia	-4,8%	-30%
JSW	-4,6%	-21%
Grupa Azoty	-4,5%	-39%
Impexmetal	-2,9%	-7%
Orzeł Biały	-2,6%	+5%
LW Bogdanka	-1,5%	-23%
ZA Puławy	-1,4%	-28%
ZCh Police	-1,2%	-19%
PKN Orlen	-0,8%	-23%
OMV	-0,1%	-8%
IMC	+0,0%	-3%
Unipetrol	+0,1%	-0%
ZE PAK	+0,7%	-34%
Tarczyński	+1,7%	+20%
KGHM	+1,8%	-21%
Kernel	+2,3%	+4%
PGNiG	+3,0%	-6%
CEZ	+3,9%	+16%
Kęty	+4,1%	-14%
Lotos	+4,3%	-1%
MOL	+4,6%	-6%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-1,4%	-13%
Chemia	-3,7%	-23%
Energia	-4,6%	-22%
Paliwa	+0,7%	-17%
Spożywczy	+1,0%	-3%
Surowce	+0,1%	-21%
Ukraina	-1,3%	-12%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+0,4%	+2%
Oil & Gas E&P	+3,3%	+9%
Refining EU	-0,6%	-3%
Refining US	+0,4%	+14%
Agri & Food	+2,4%	-4%
Kauczuki	+0,1%	-7%
Nawozy	-0,8%	+1%
Chemicals EU	-0,1%	-3%
Industrials EU	-0,1%	-1%
Petchem World	+0,2%	+1%
Utilities EU	+1,7%	+4%
Utilities US	+1,5%	+2%

Mocne odbicie na pozycjach na ropie

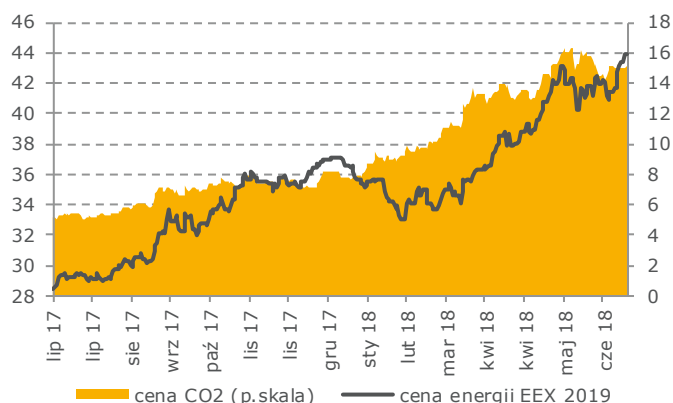
Pierwszy raz od kwietnia zanotowano wzrost liczby pozycji spekulacyjnych na ropie WTI. Zmiana sięgnęła prawie 77 tys. kontraktów, co zneutralizowało ponad połowę negatywnego ruchu obserwowanego od początku roku. Odwrócenie negatywnego sentymentu nastąpiło również w przypadku mieszanki Brent. Wygląda na to, że rynek wcześniej „grał” pod szczyt OPEC, który ostatecznie zawiódł nadzieje pesymistów.

Obłożenie mocy w hutach stali na świecie

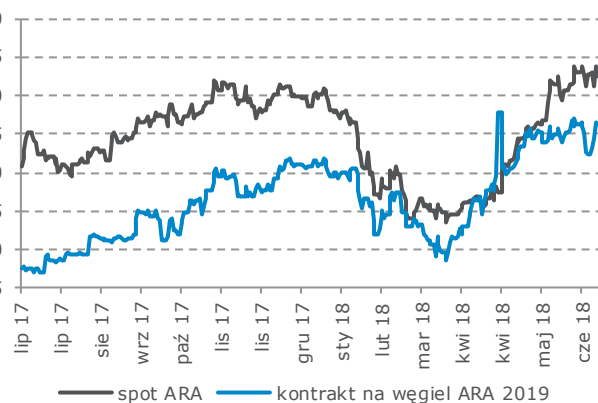
Obłożenie mocy produkcyjnych w światowym hutnictwie stali wzrosło w ostatnim miesiącu do 78%. Właściwie w każdym miesiącu od początku roku huty stali odnotowywały wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych. Obecny poziom jest najwyższy od połowy 2014 roku.

Energetyka

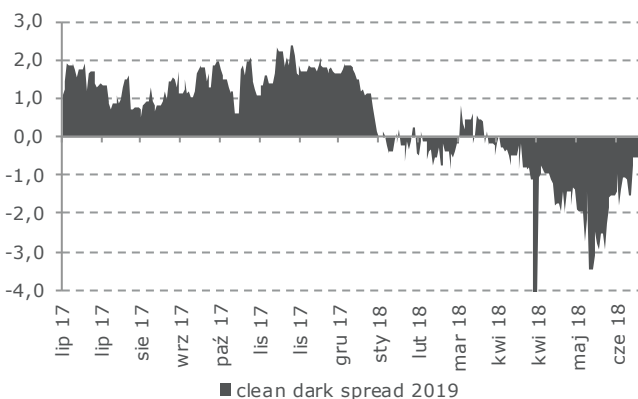
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



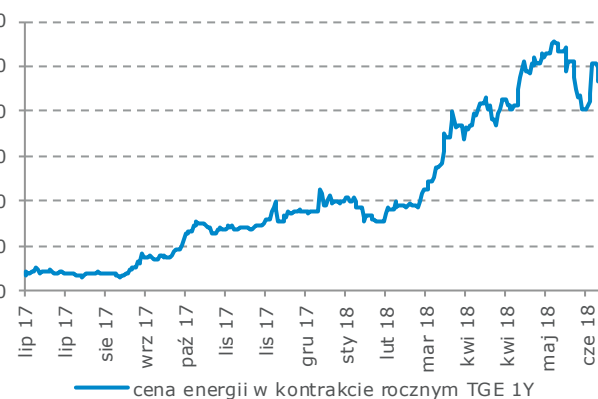
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



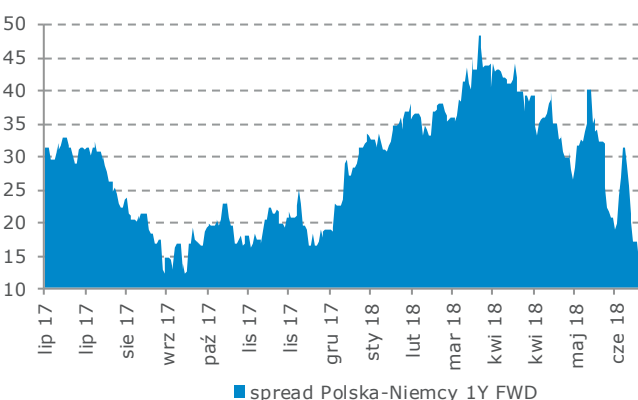
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



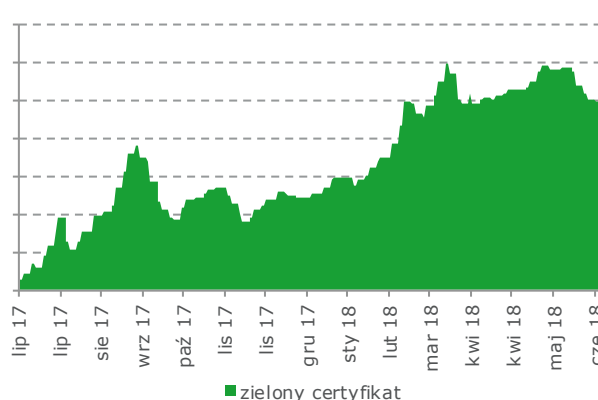
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



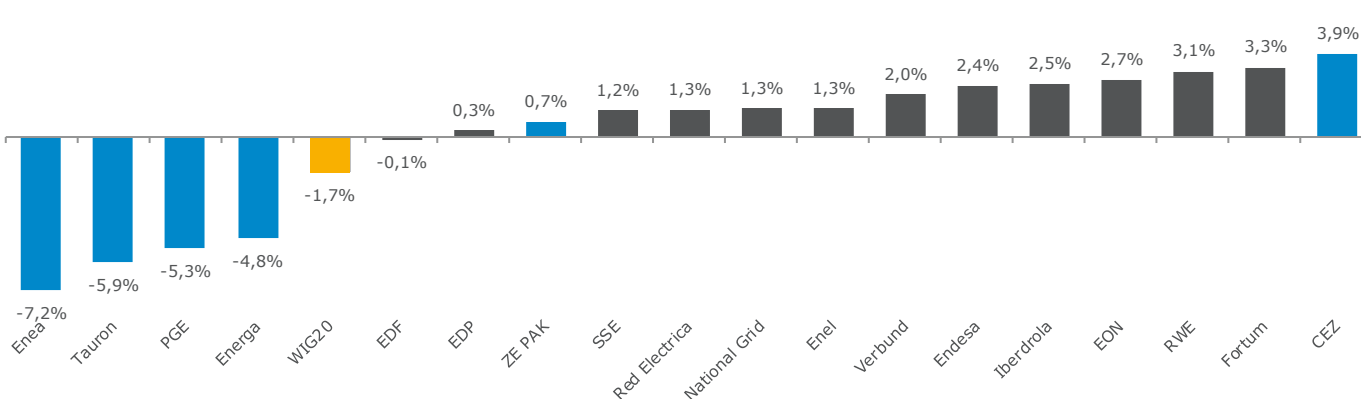
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



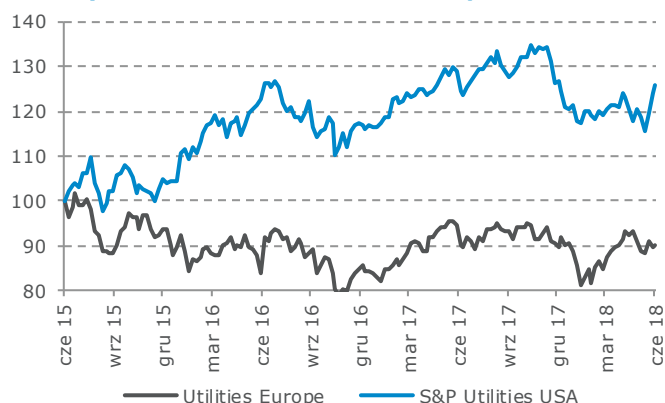
Tygodniowy performance spółek energetycznych



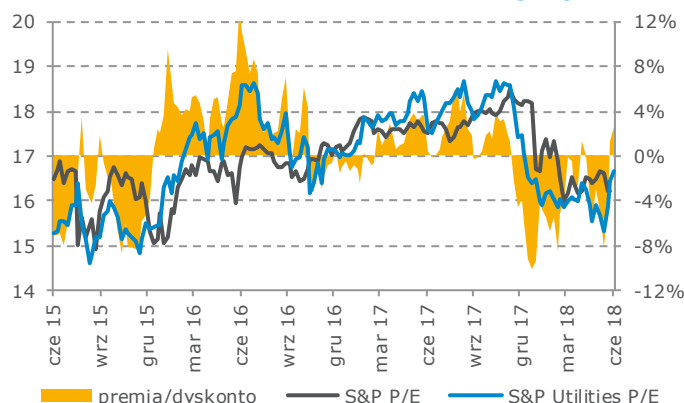
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

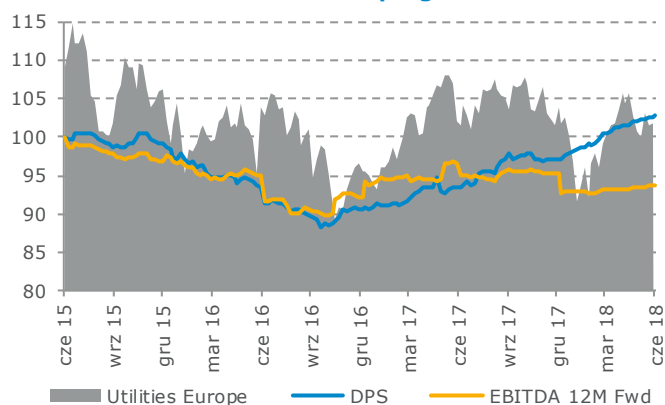
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



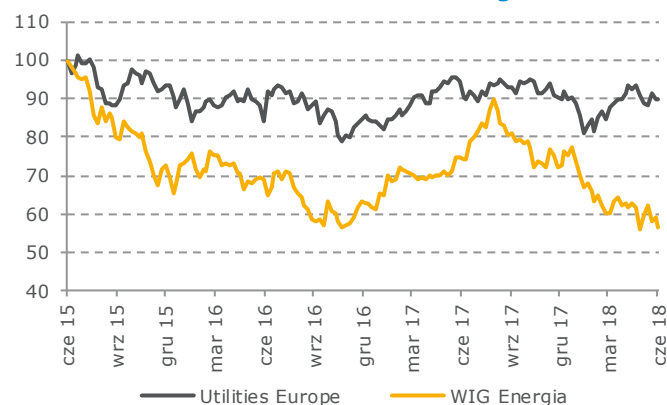
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



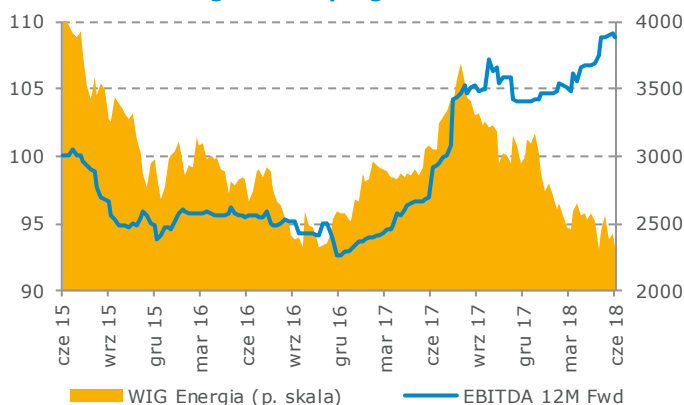
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



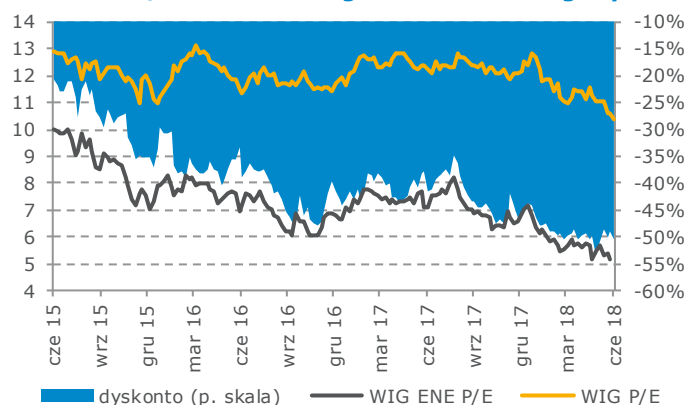
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



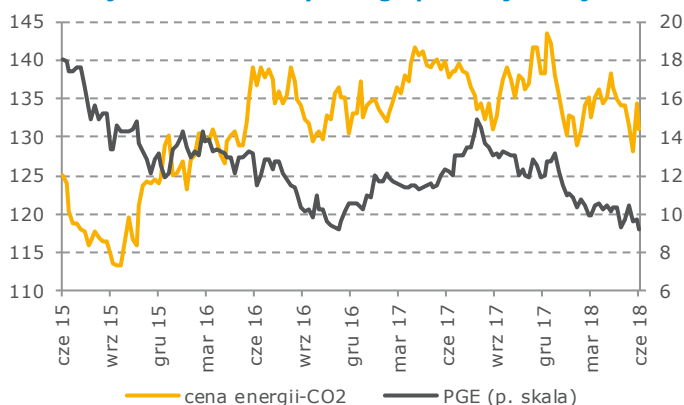
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



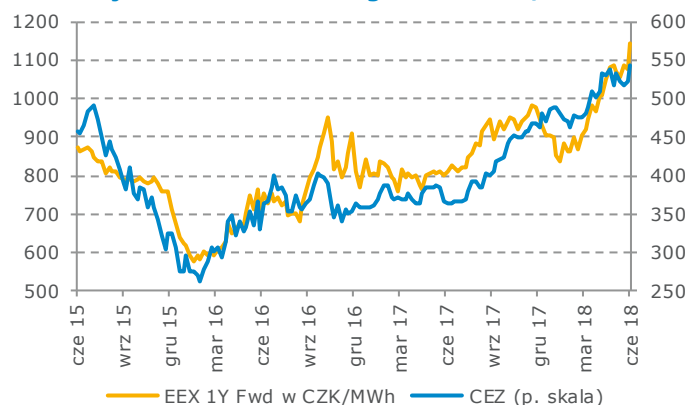
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



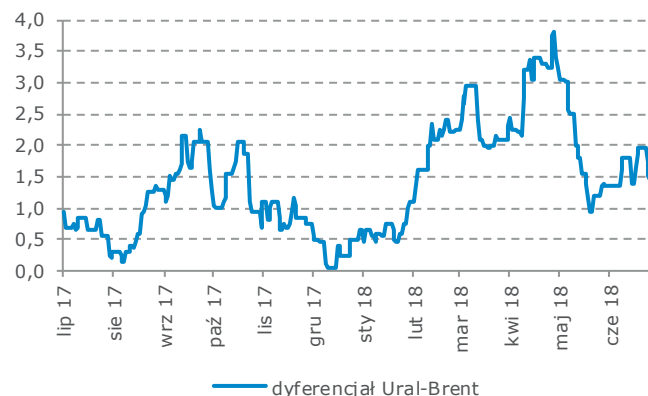
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

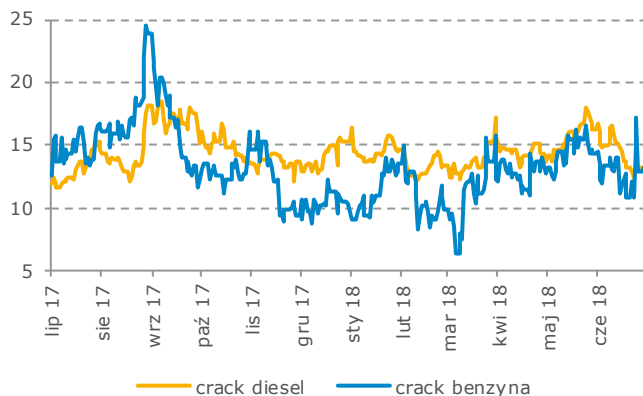
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



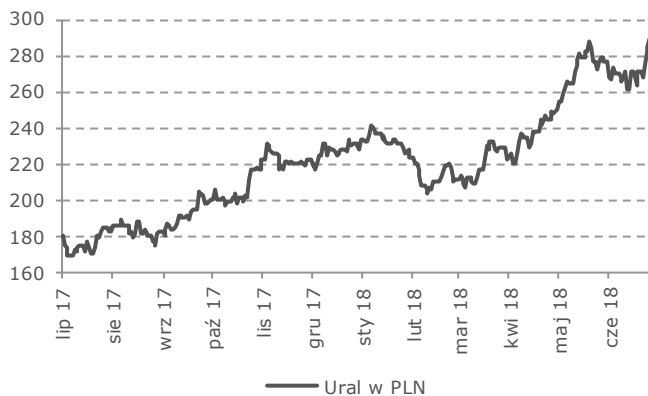
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



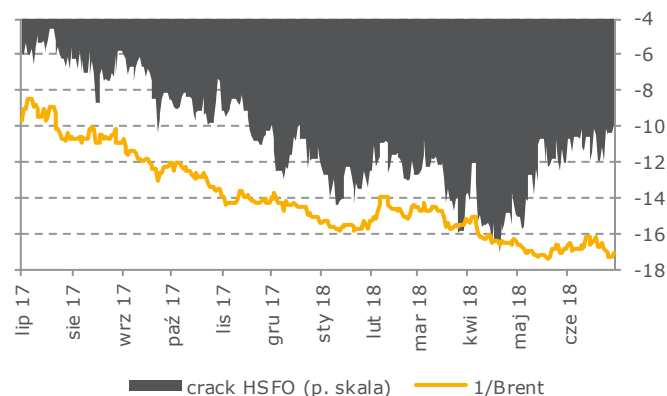
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



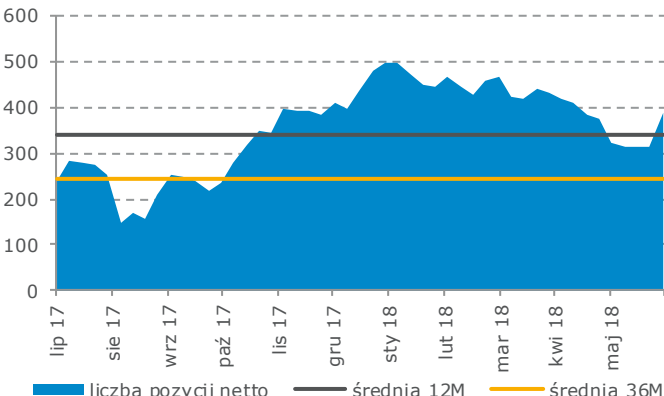
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



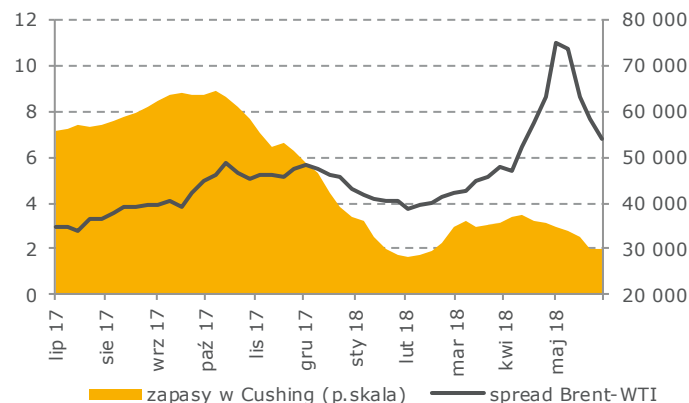
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



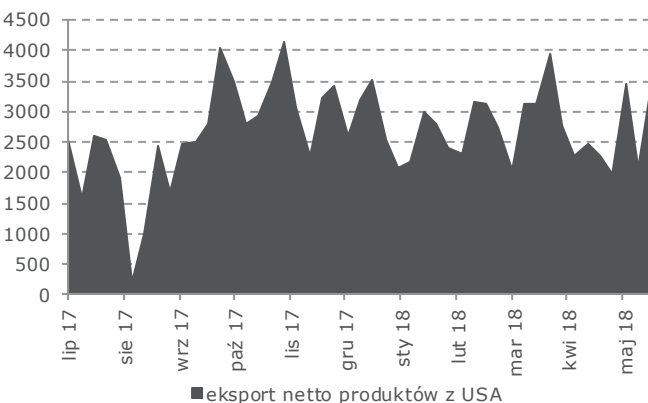
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



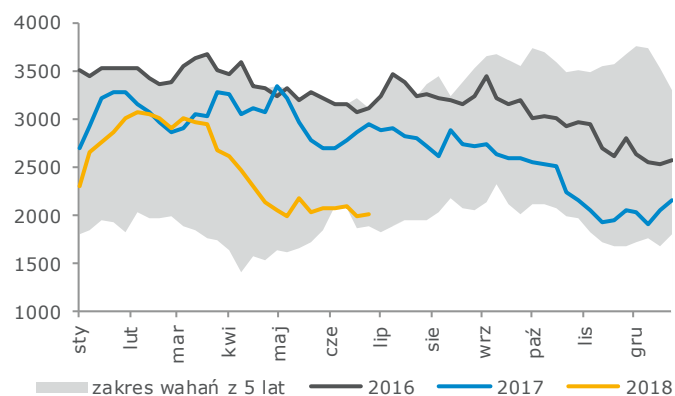
Eksport netto paliw z USA



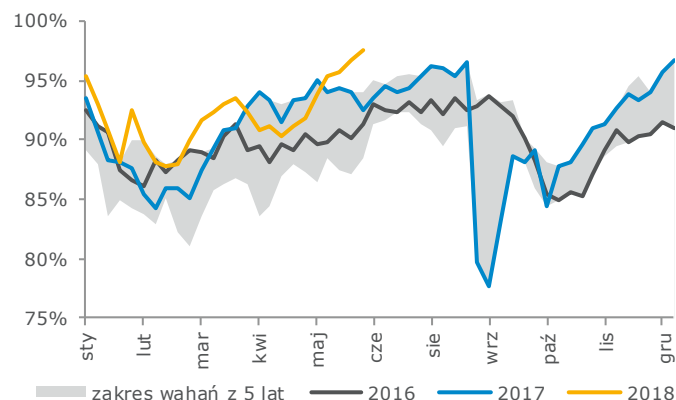
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

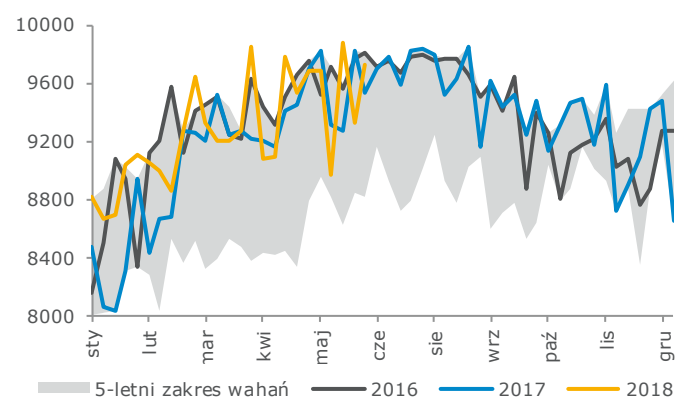
Zapasy diesla w portach ARA



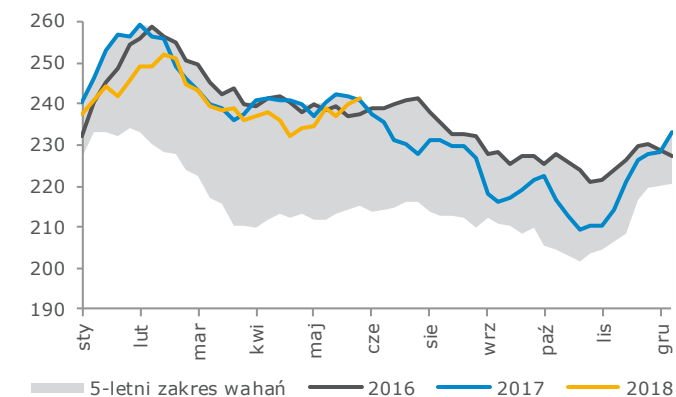
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



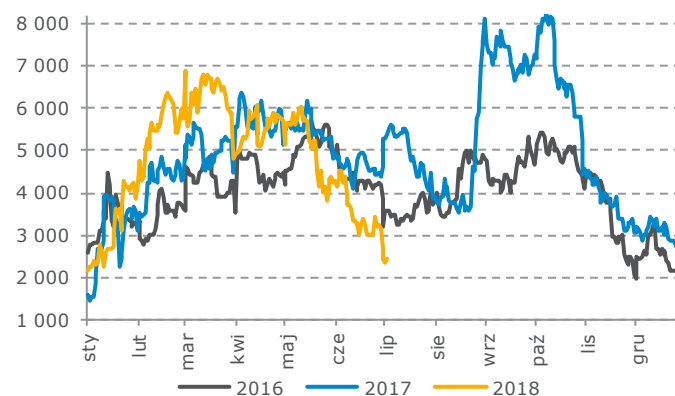
Popyt na benzynę w USA



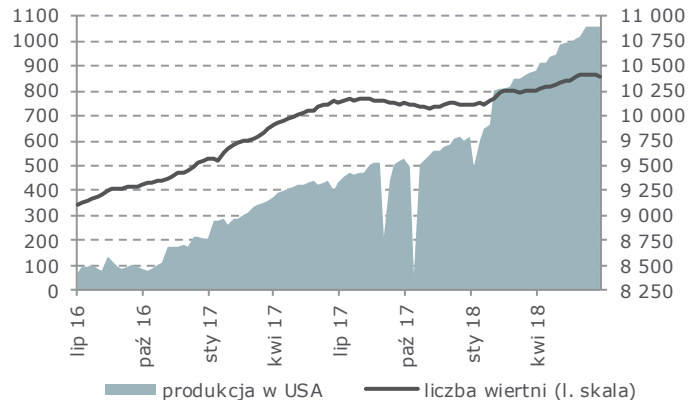
Zapasy benzyny w USA



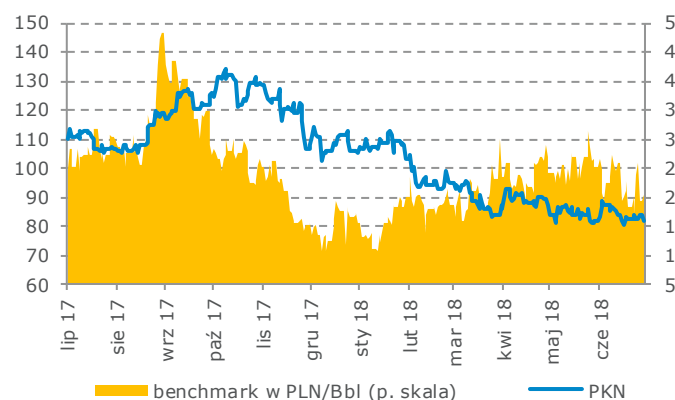
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



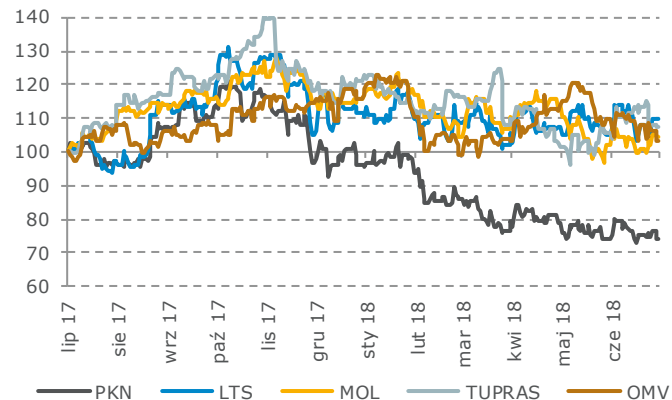
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



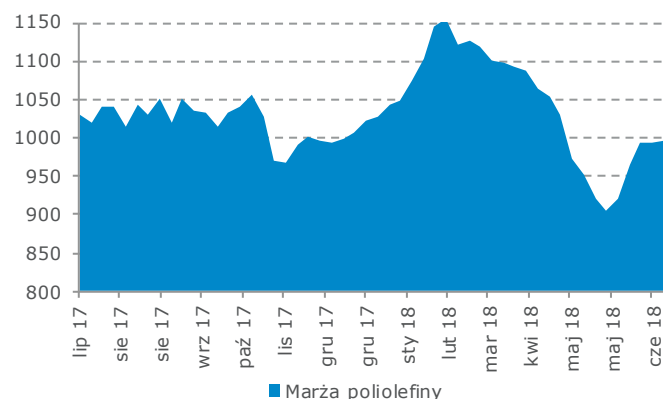
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



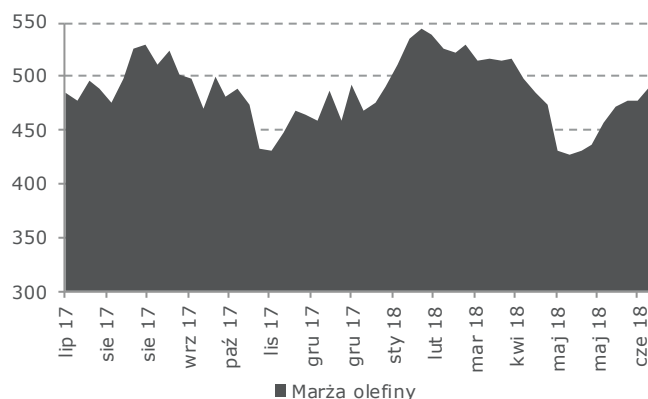
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

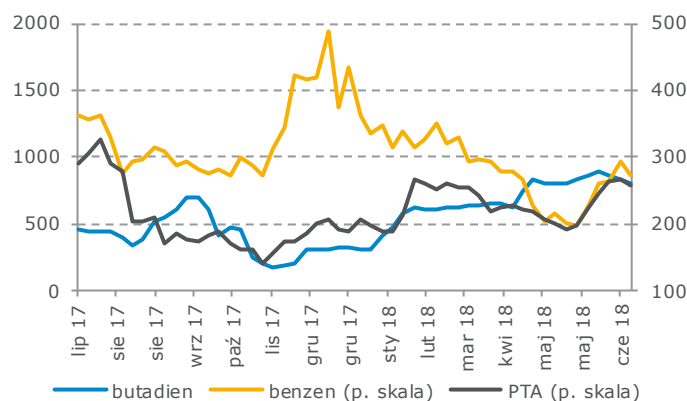
Marża petrochemiczna poliolefiny



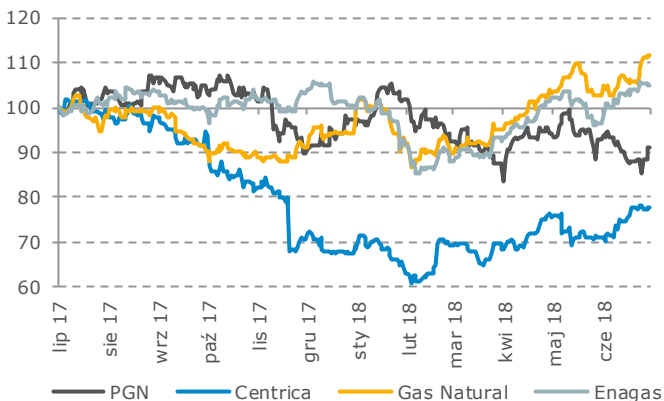
Marża petrochemiczna olefiny



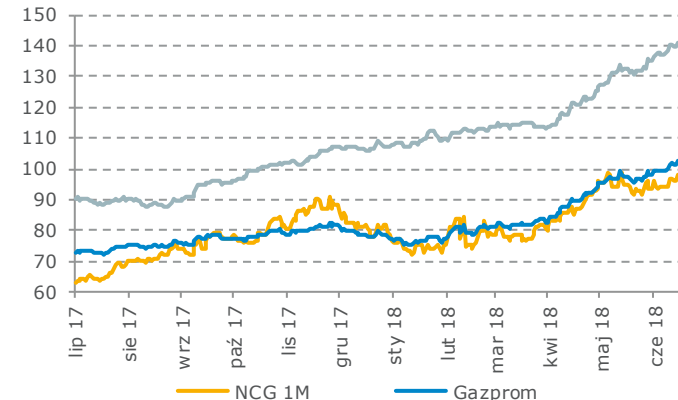
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



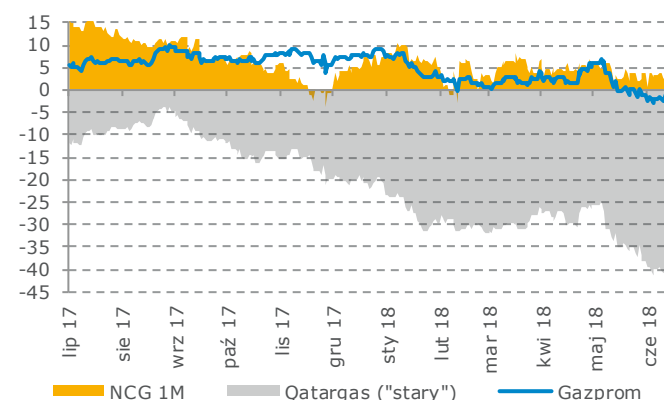
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



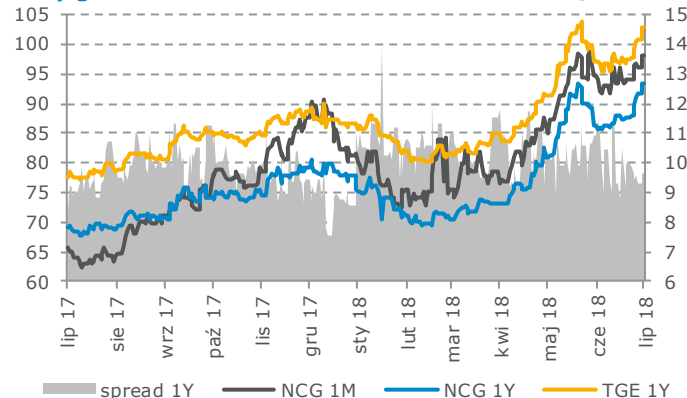
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



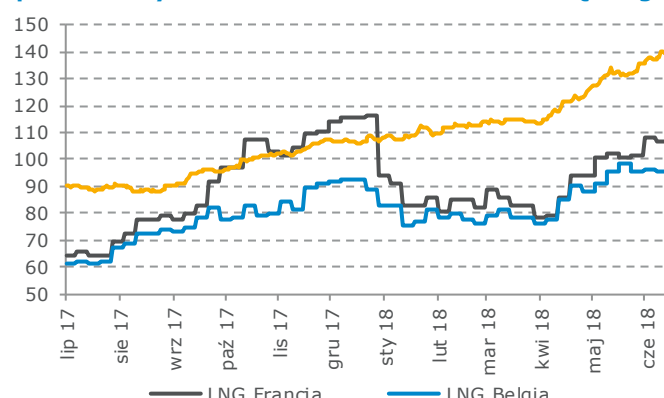
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



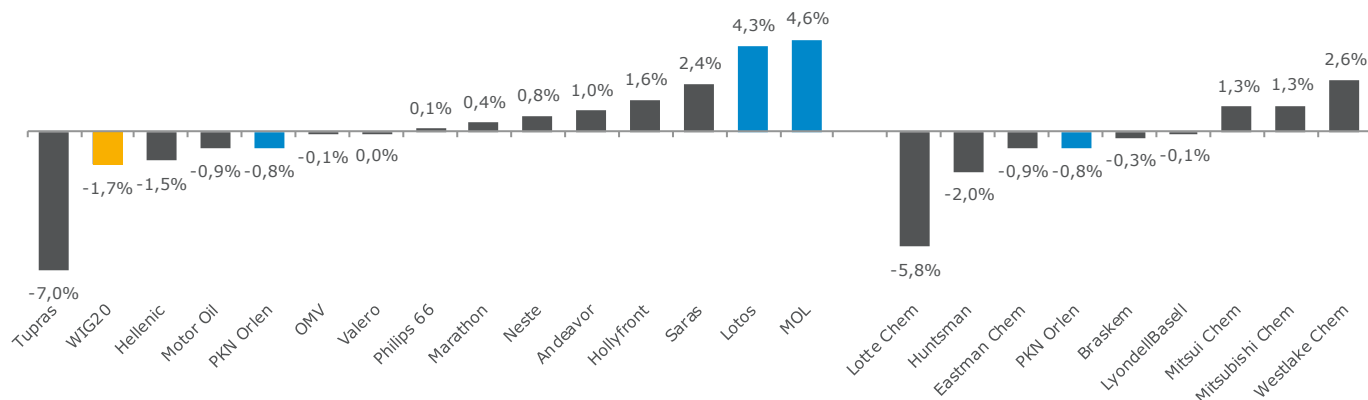
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



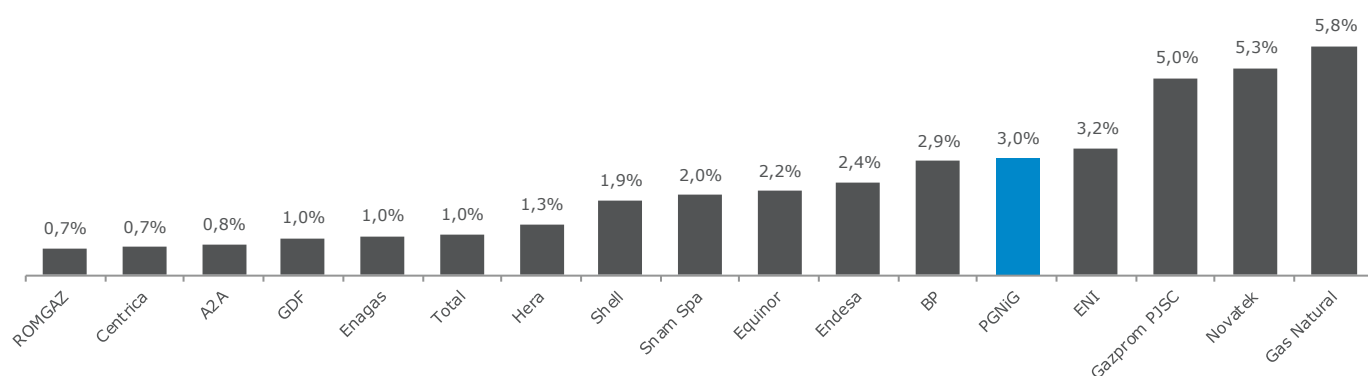
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

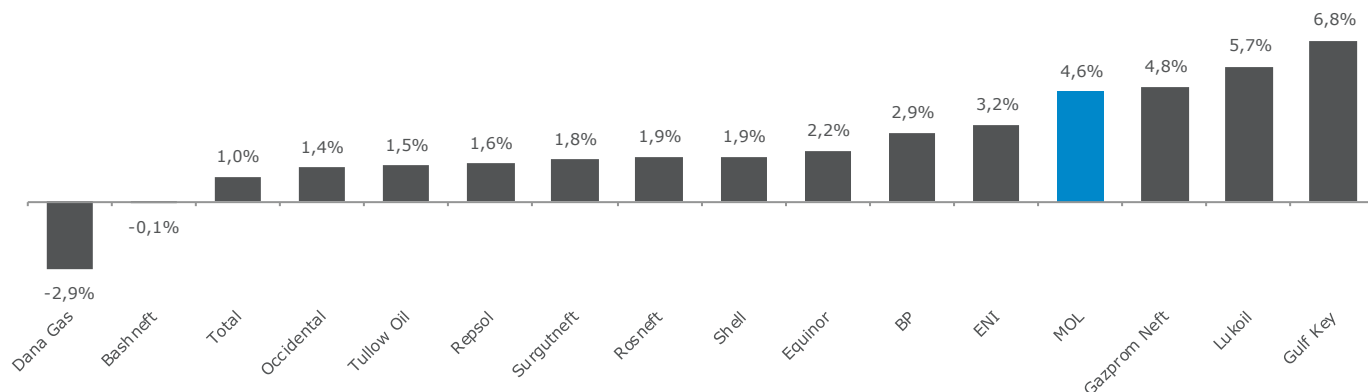
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



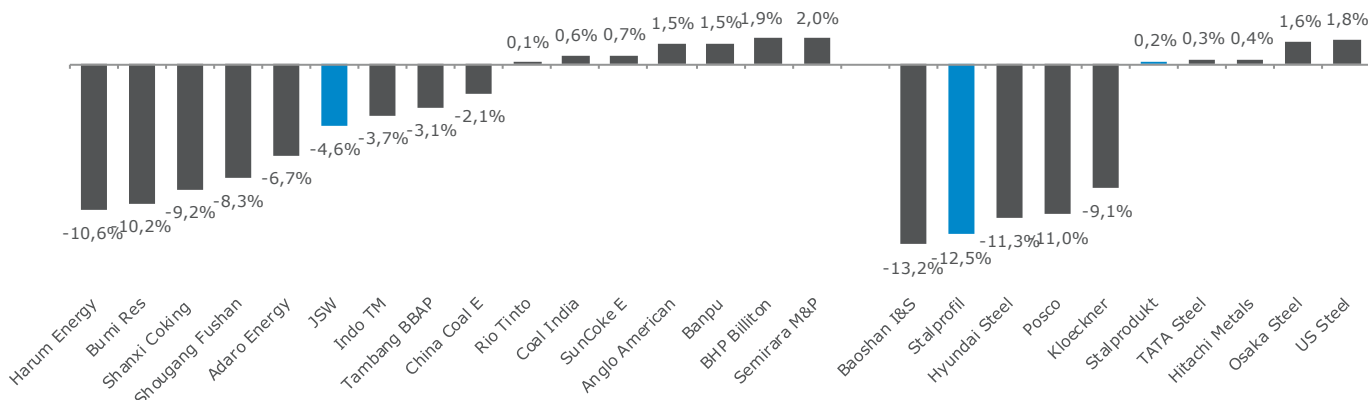
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



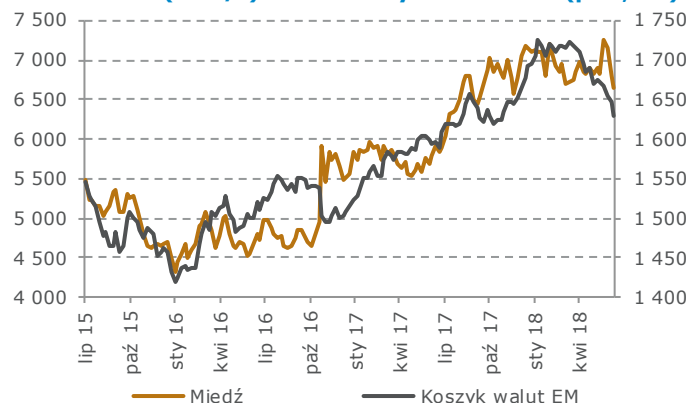
Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



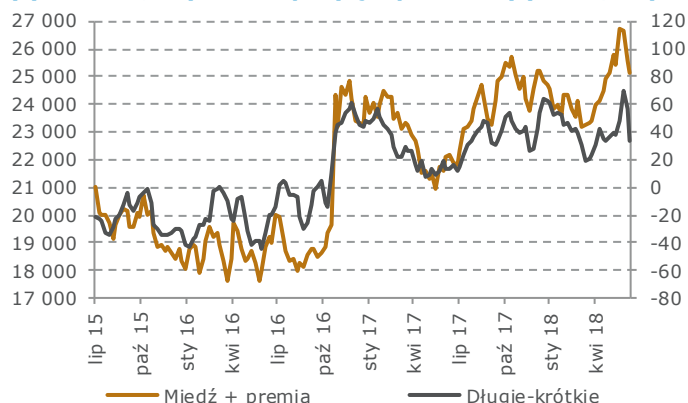
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

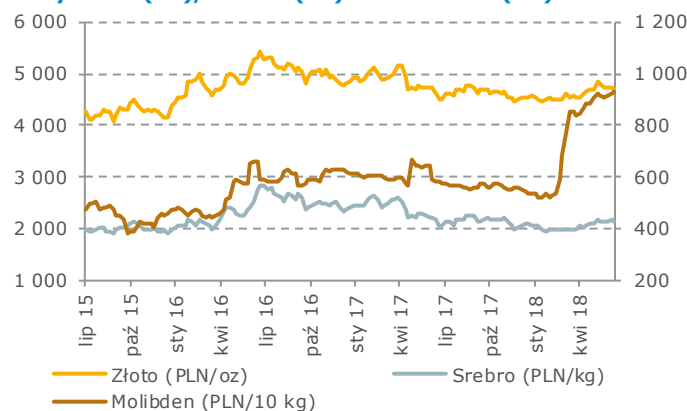
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



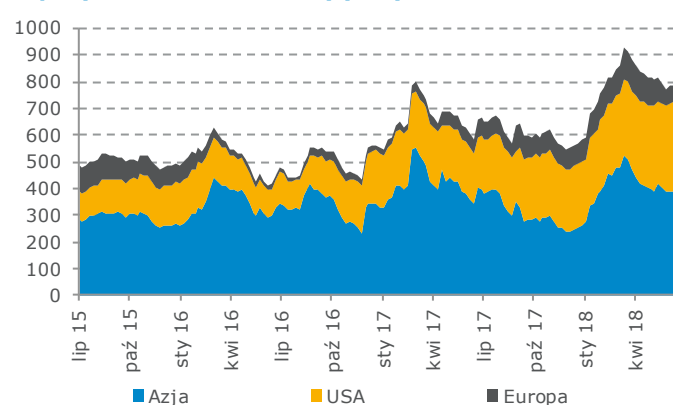
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



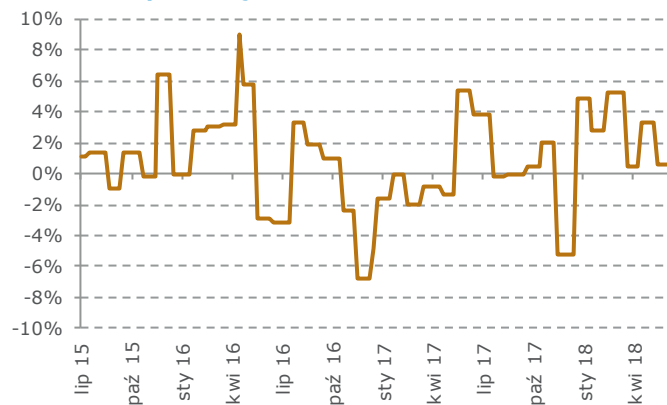
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



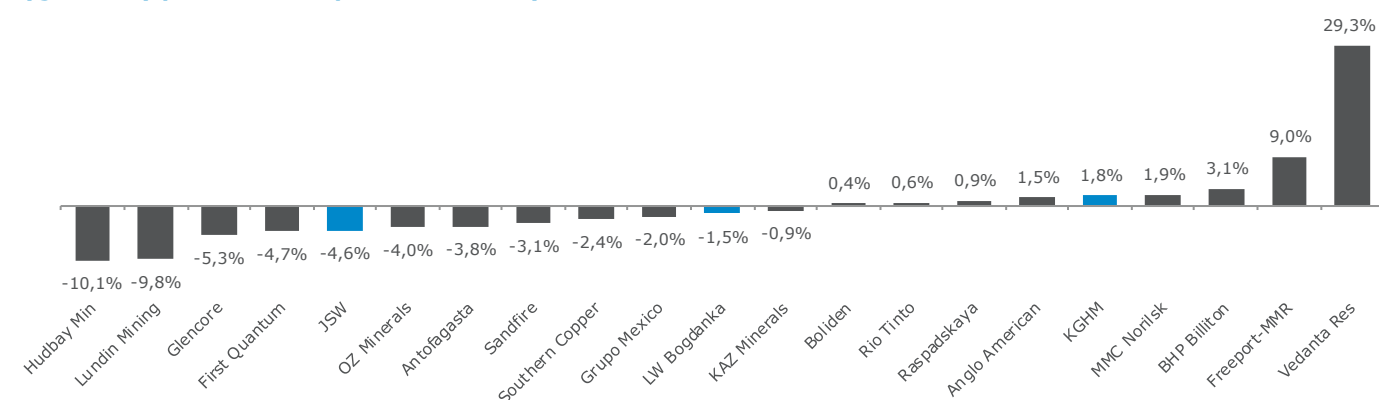
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



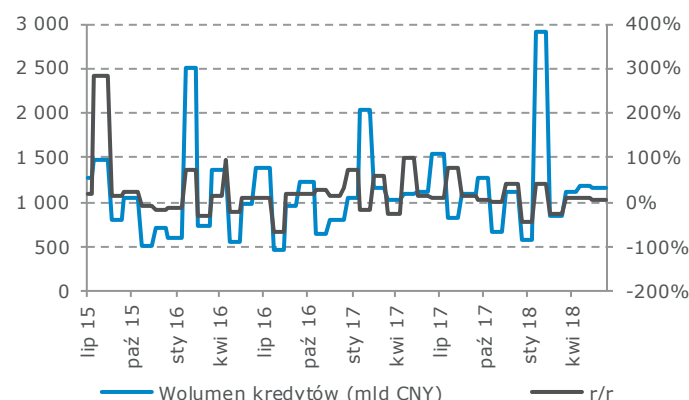
Tygodniowy performance spółek surowcowych



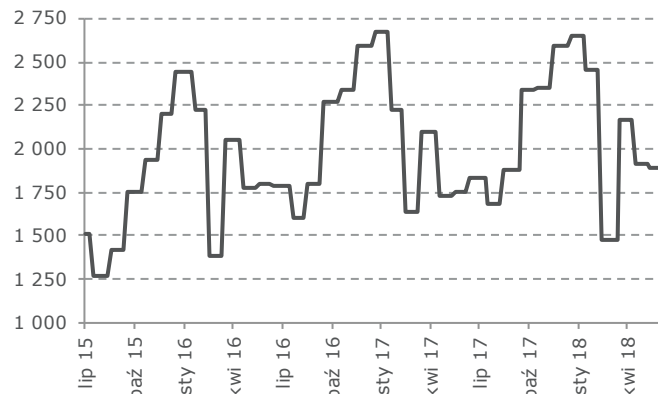
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

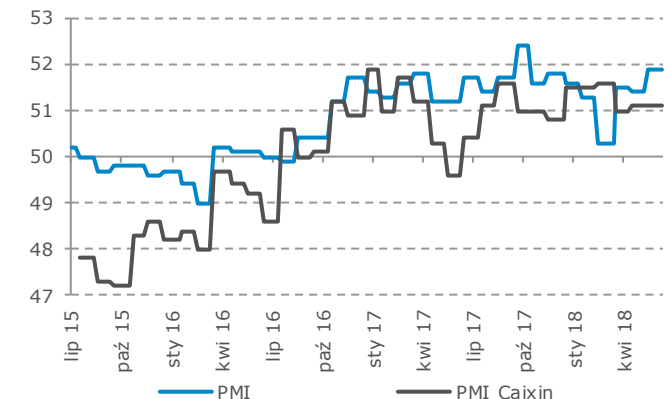
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



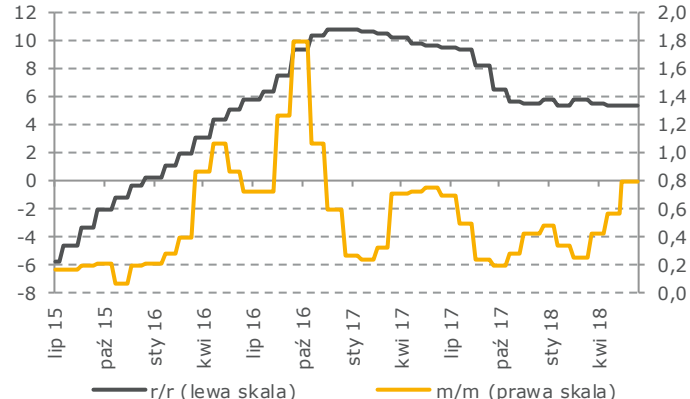
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



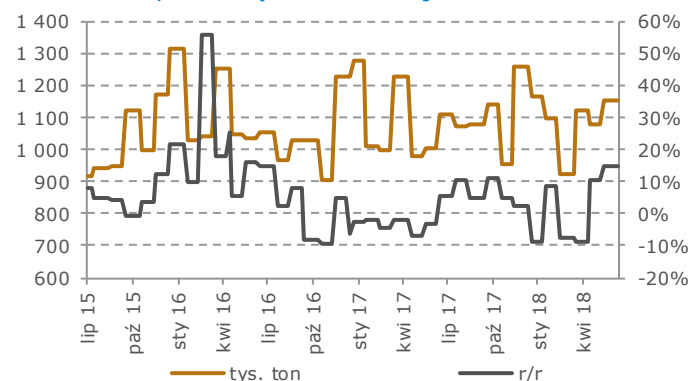
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



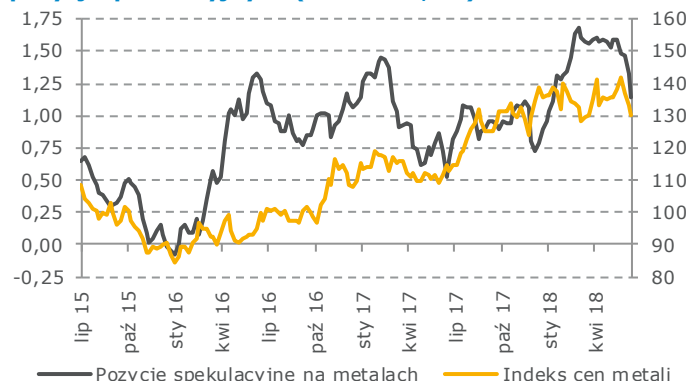
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



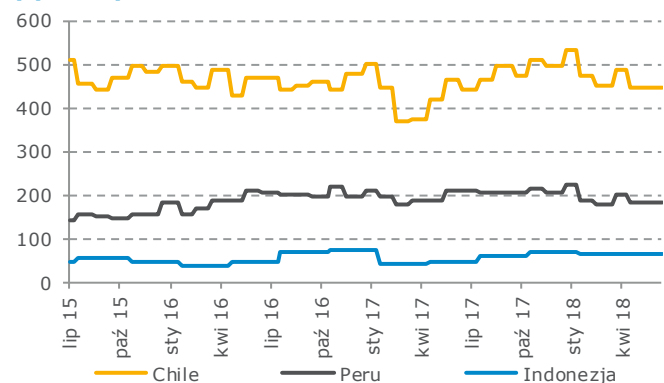
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



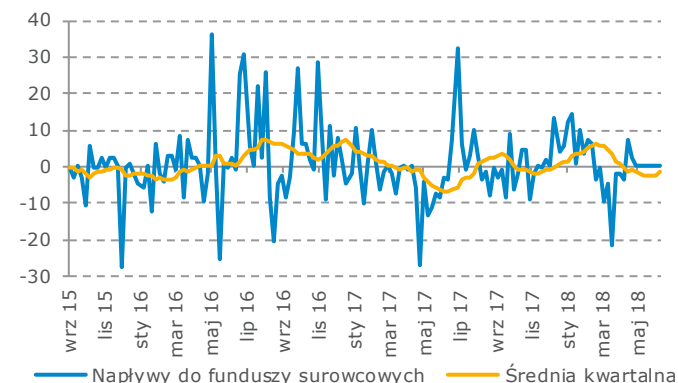
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



Produkcja koncentratu miedzi w Chile, Indonezji i Peru (tys. ton)



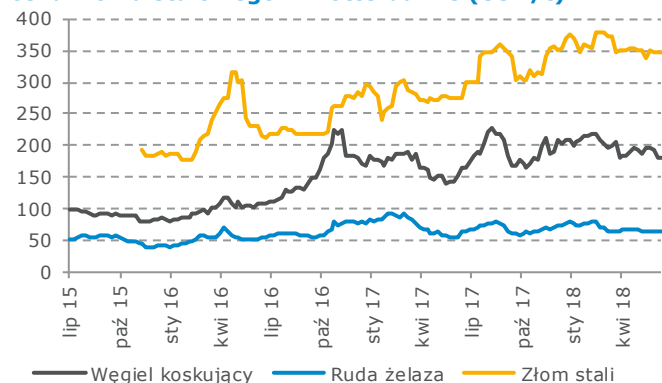
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



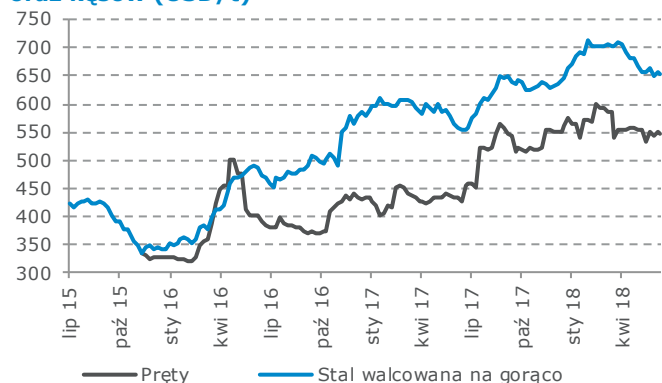
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

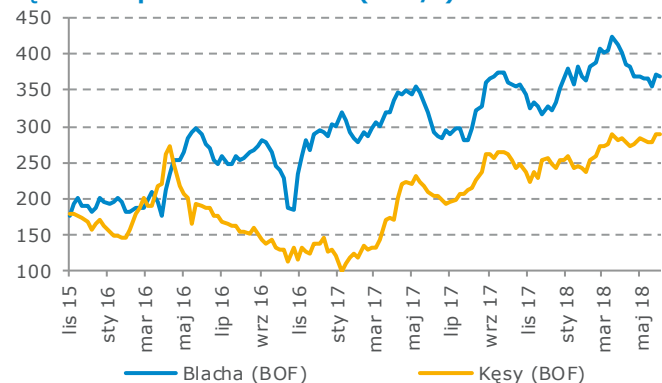
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



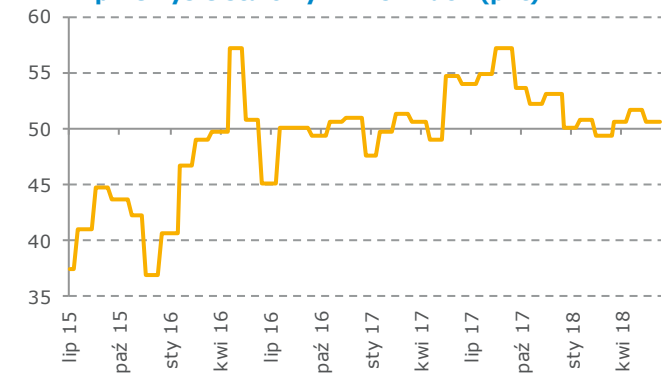
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



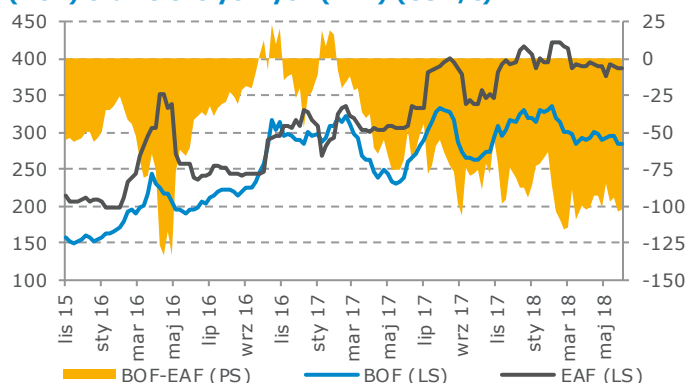
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



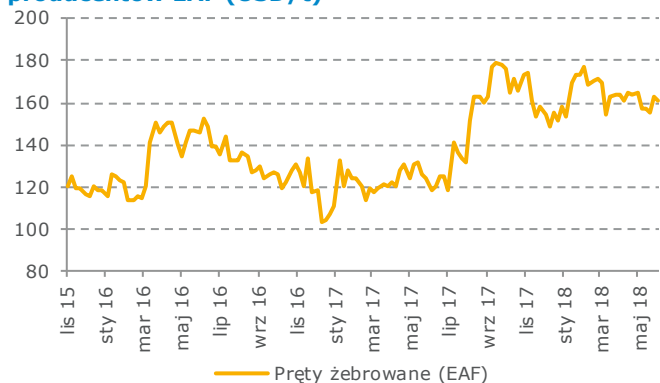
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



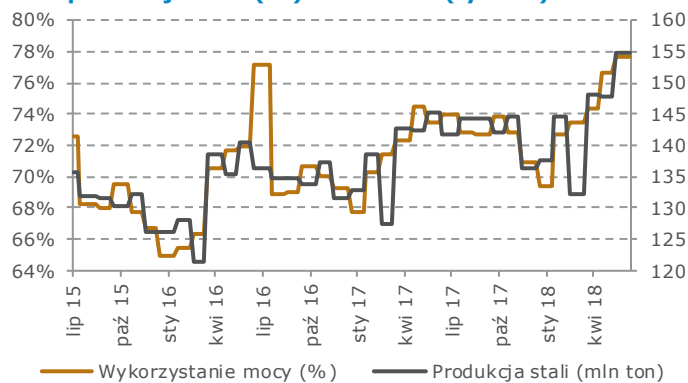
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



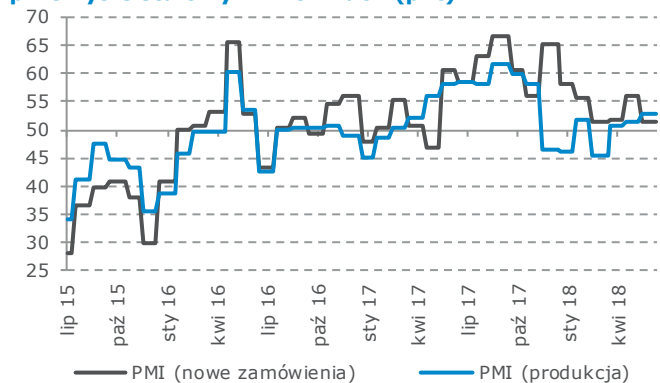
Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)



Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)

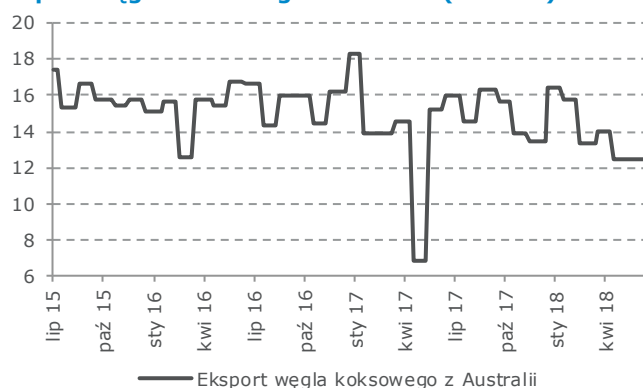


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

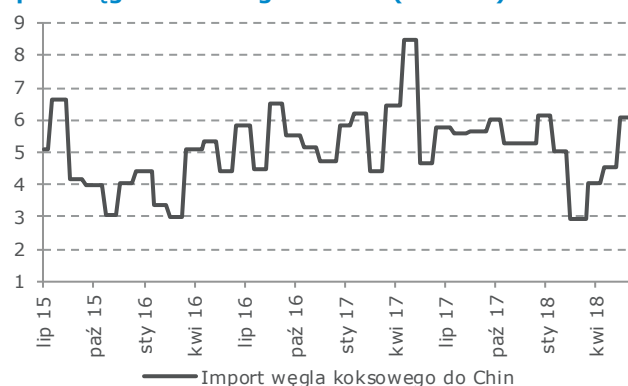


Surowce (stal)

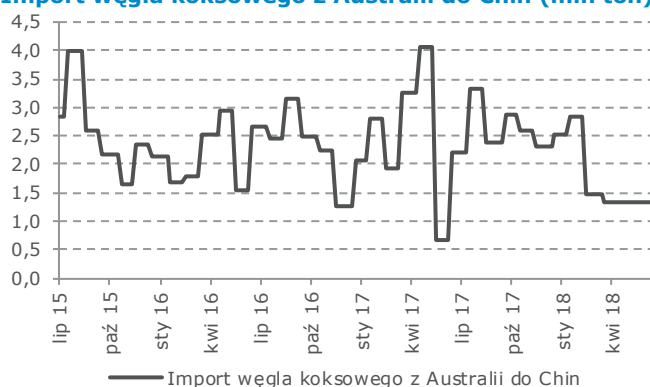
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



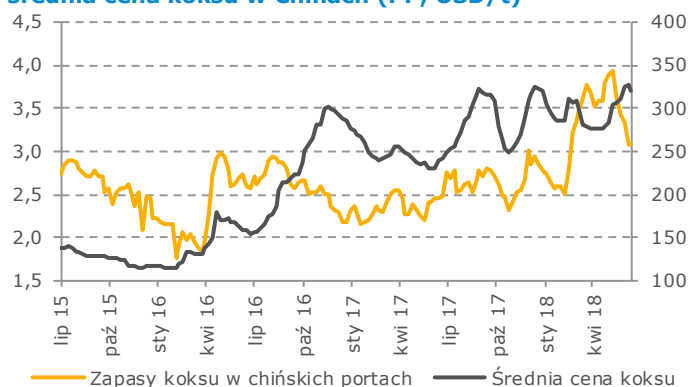
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



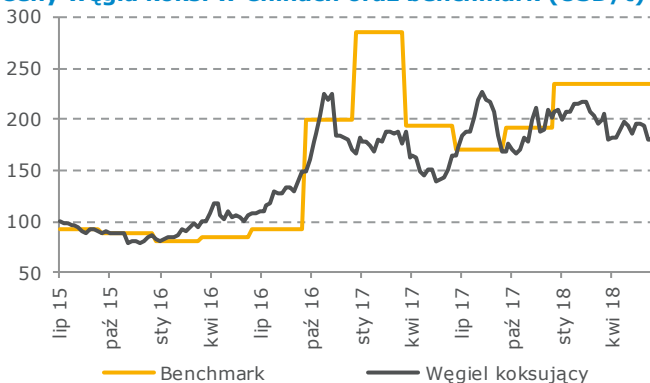
Import węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



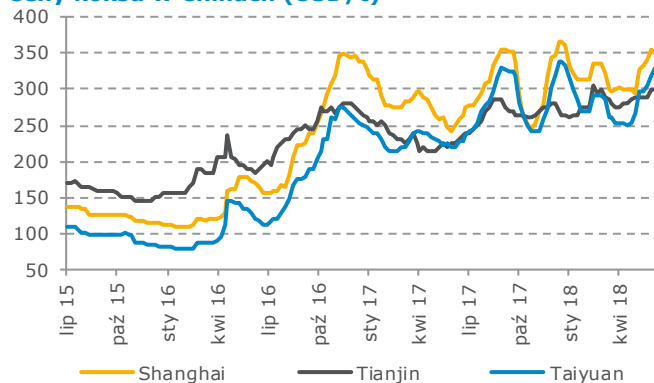
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



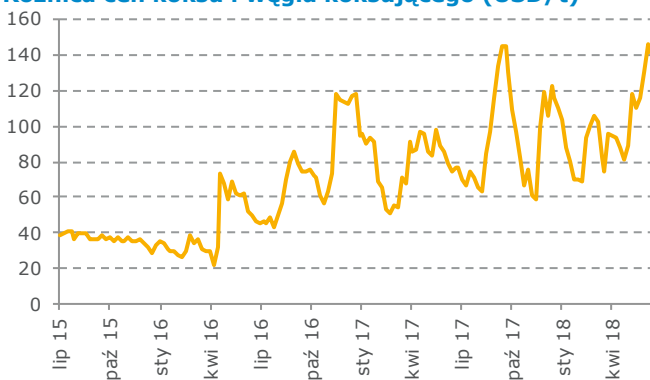
Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



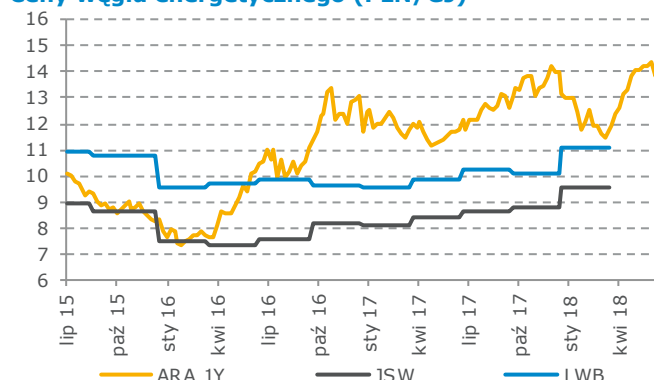
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



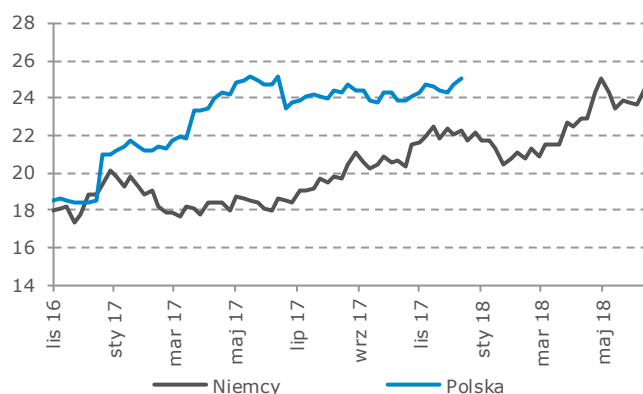
Ceny węgla energetycznego (PLN/GJ)



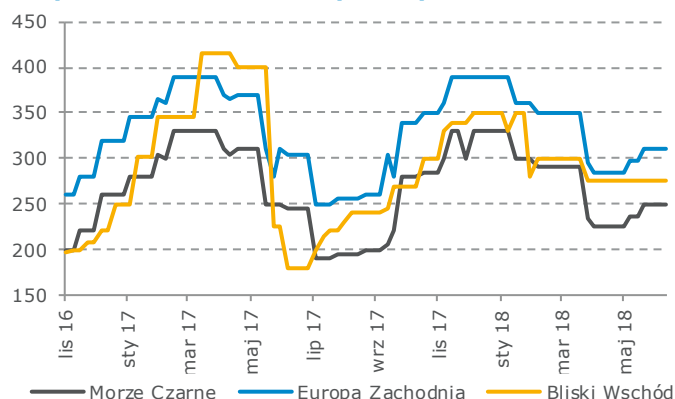
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

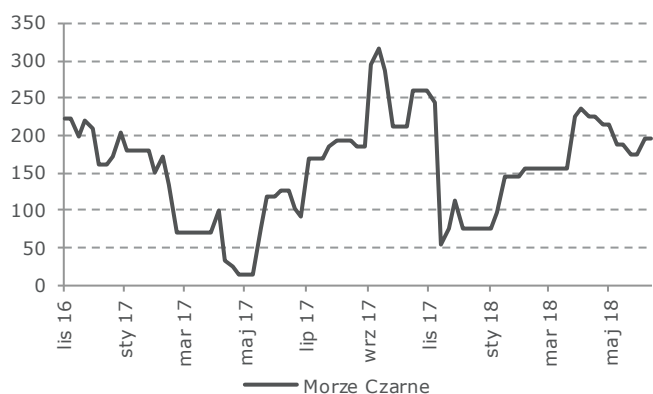
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



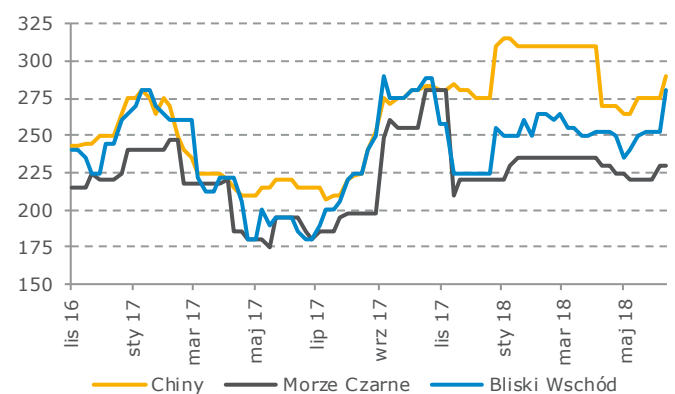
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



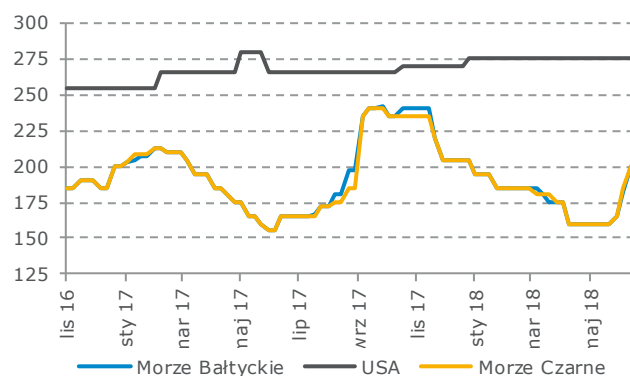
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



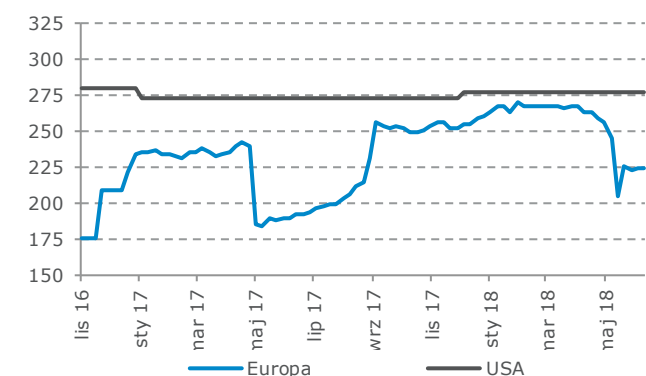
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



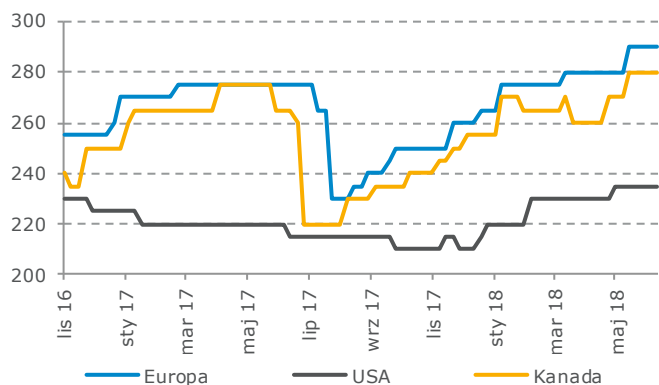
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



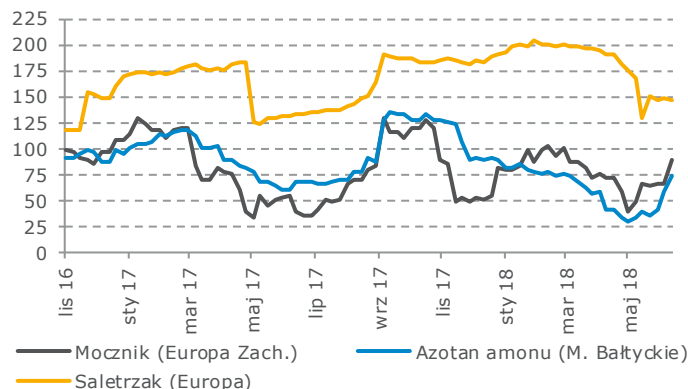
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



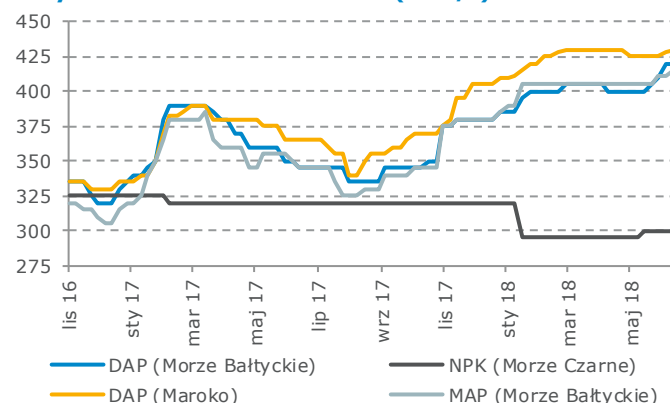
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



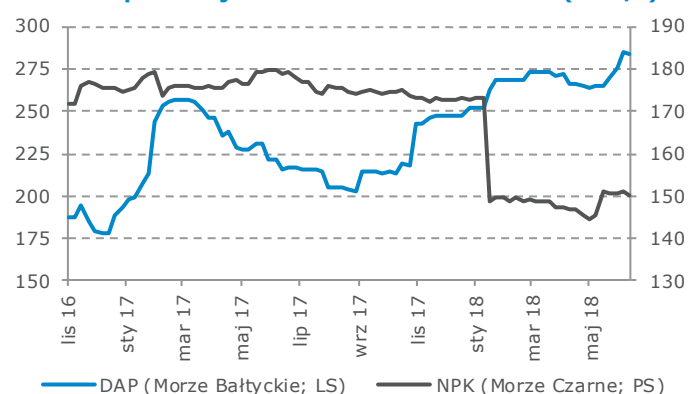
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

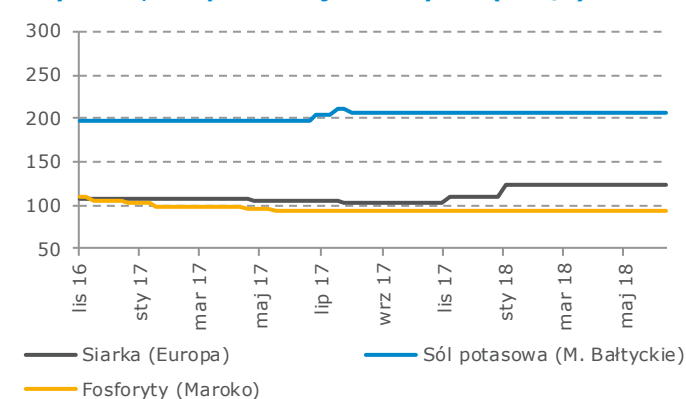
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



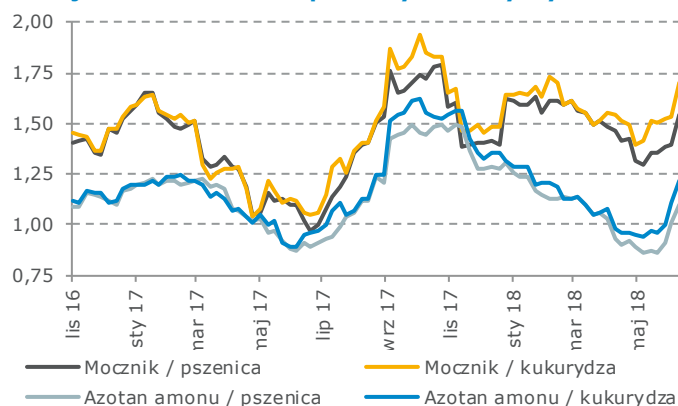
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



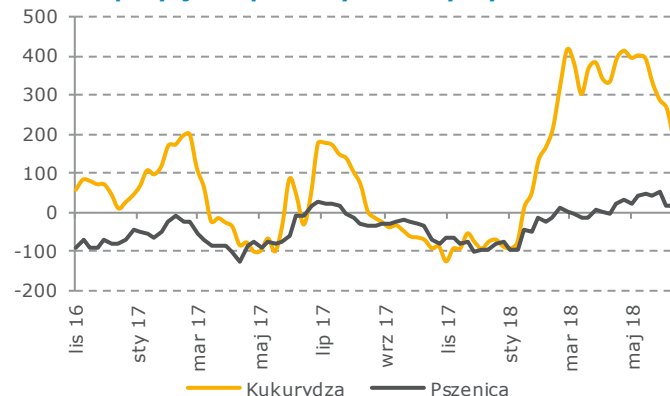
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



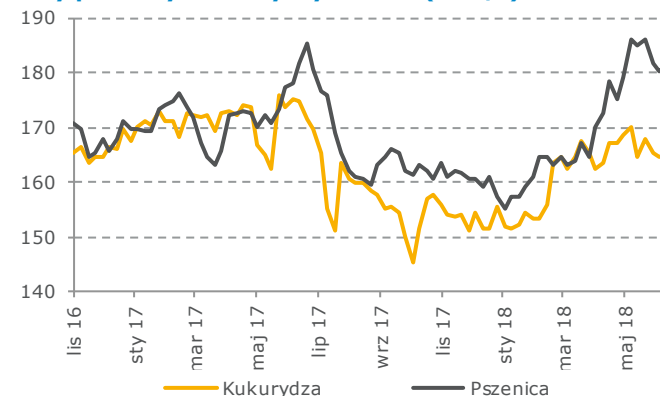
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



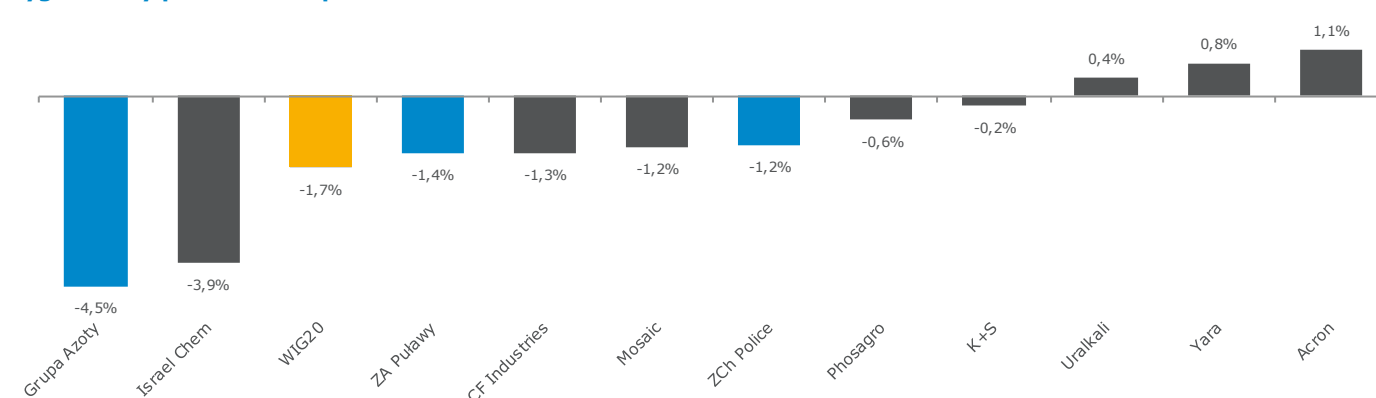
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



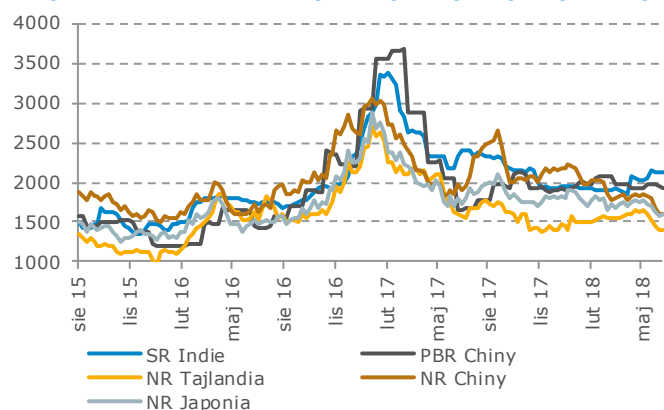
Tygodniowy performance producentów nawozów



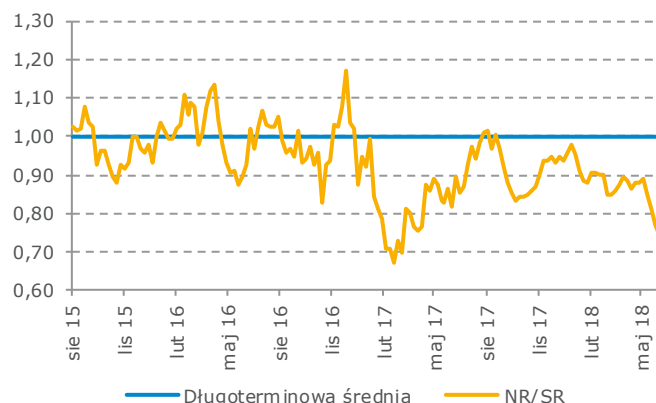
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

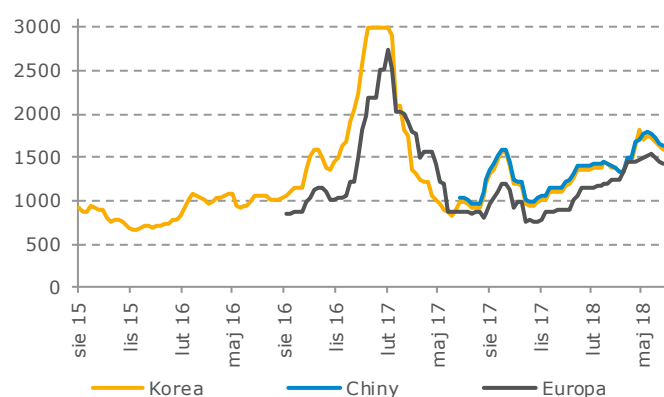
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



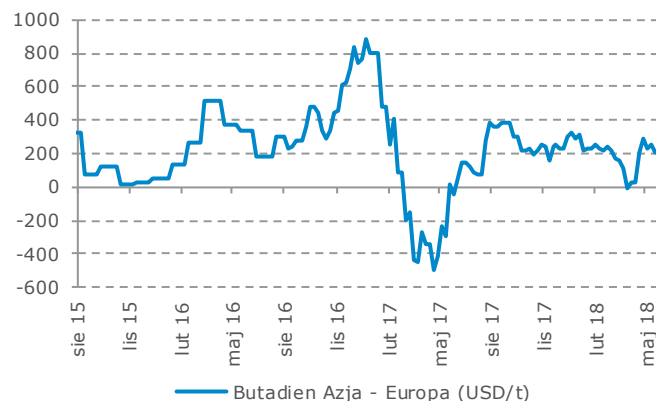
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



Ceny butadienu (USD/t)



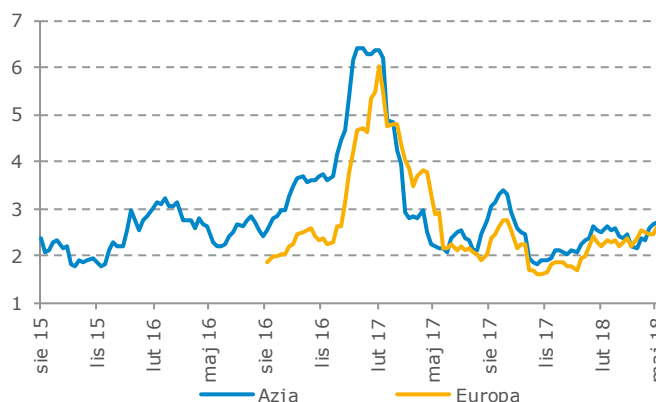
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



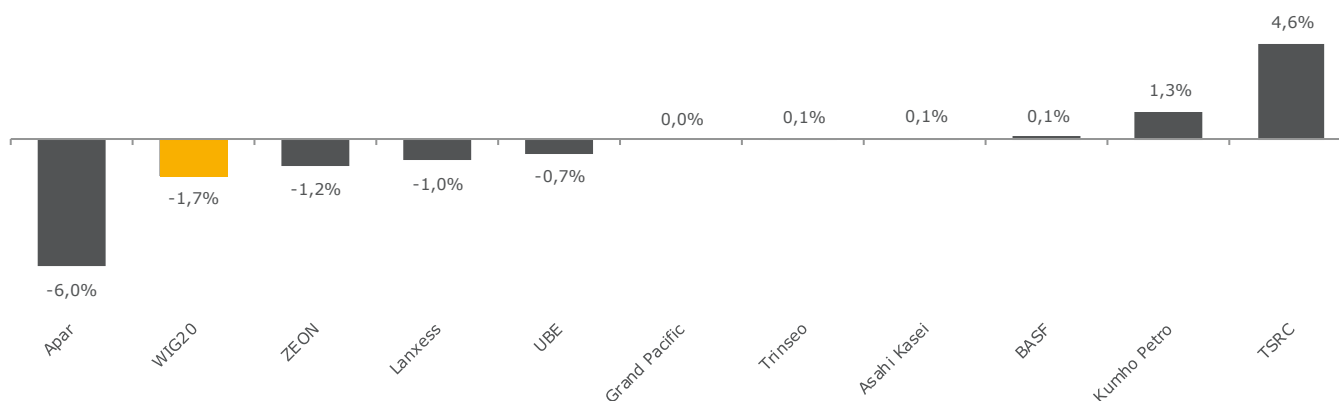
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



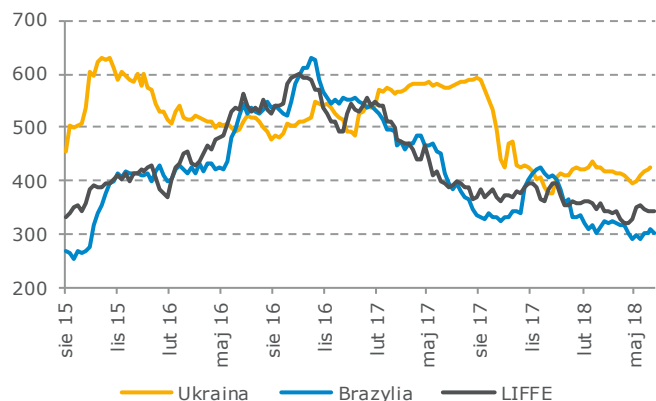
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



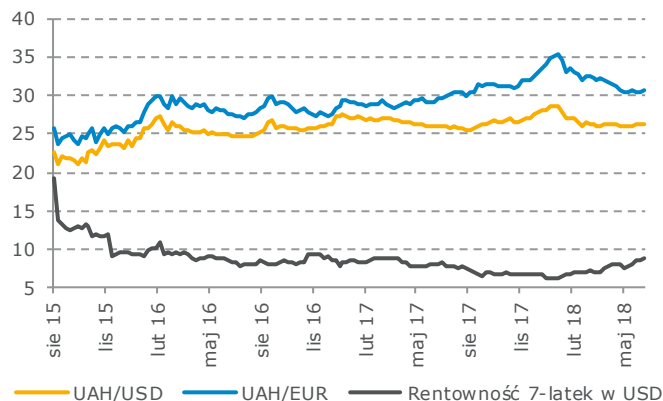
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

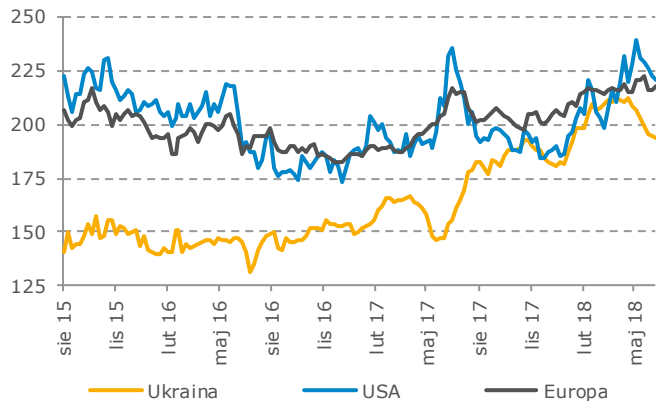
Cena cukru (USD/Mt)



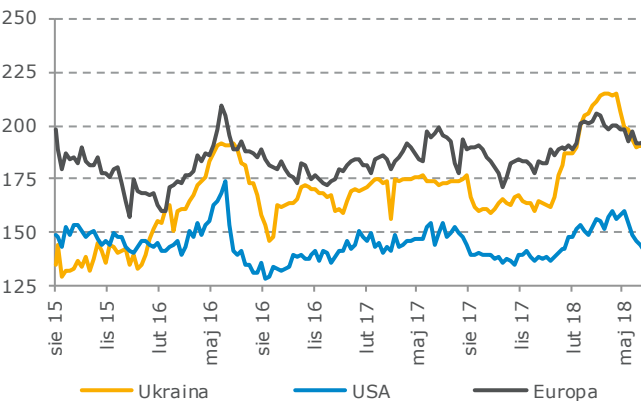
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



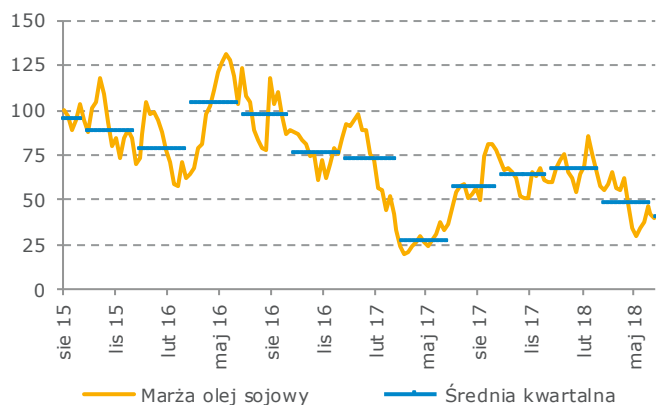
Cena pszenicy (USD/Mt)



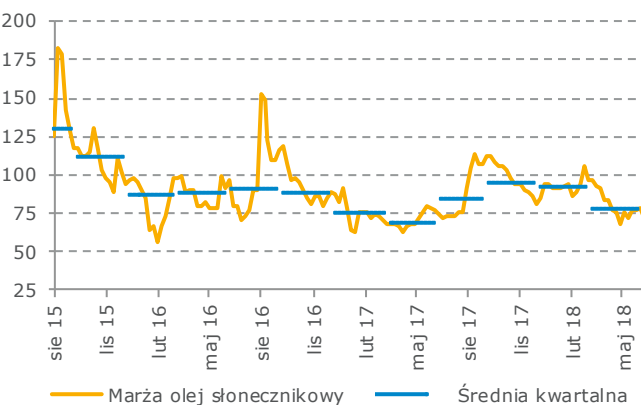
Cena kukurydzy (USD/Mt)



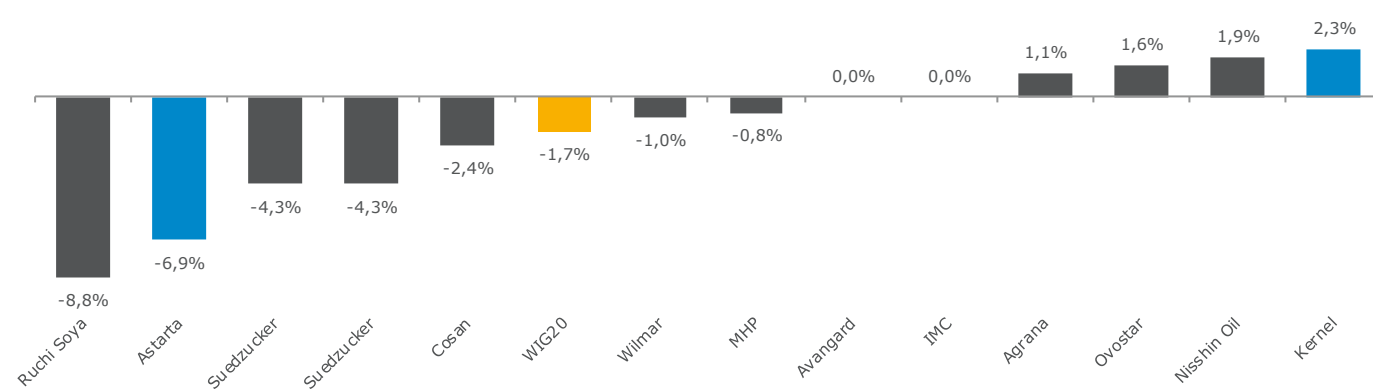
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-07-02)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	543,5	8,3	8,2	7,6	2,2	2,1	1,9	20,5	19,1	17,0	26%	25%	26%	6,1%	4,9%	5,2%
Enea	9,1	3,9	3,4	3,8	0,9	0,8	0,8	4,4	3,4	4,2	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	8,9	3,4	3,3	3,4	0,7	0,6	0,7	4,6	4,4	4,6	20%	19%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,2	3,5	3,3	3,1	1,0	0,8	0,8	5,6	5,5	6,0	29%	25%	24%	0,0%	0,0%	4,5%
Tauron	2,2	3,9	4,4	3,9	0,8	0,8	0,7	2,9	3,7	3,4	20%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	10,0	2,7	2,1	2,3	0,4	0,4	0,4	8,4	3,6	4,0	15%	18%	17%	12,0%	12,0%	12,0%
EDF	11,8	4,9	4,6	4,3	1,0	1,0	1,0	19,5	16,2	13,9	21%	22%	23%	2,5%	2,9%	3,5%
EDP	3,4	9,0	8,6	8,3	2,2	2,1	2,0	15,9	14,7	14,0	24%	25%	24%	5,6%	5,5%	5,6%
Endesa	19,1	7,4	7,2	7,2	1,3	1,3	1,3	14,1	13,8	13,6	17%	17%	18%	7,2%	7,3%	7,5%
Enel	4,7	7,0	6,6	6,4	1,5	1,5	1,5	11,6	10,4	9,9	21%	22%	23%	5,9%	6,7%	7,1%
EON	9,3	6,1	5,9	5,0	0,8	0,8	0,6	14,1	13,1	12,4	13%	13%	12%	4,7%	5,2%	5,6%
Fortum	20,5	12,4	12,5	11,8	3,7	3,7	3,6	20,8	17,5	15,3	30%	29%	30%	5,4%	5,3%	5,3%
Iberdola	6,6	8,8	8,3	7,8	2,2	2,1	2,1	14,1	13,2	12,6	25%	25%	27%	5,1%	5,3%	5,6%
National Grid	8,4	10,3	10,5	9,8	3,4	3,4	3,3	8,2	14,6	13,7	33%	32%	33%	5,3%	5,6%	5,8%
Red Electrica	17,5	9,4	9,1	9,2	7,2	7,0	7,1	13,5	12,9	13,3	77%	77%	77%	5,6%	6,0%	6,1%
RWE	19,8	5,2	5,0	6,6	0,6	0,6	0,8	13,2	11,6	9,7	12%	12%	12%	3,5%	4,2%	4,8%
SSE	13,6	10,3	9,1	9,0	0,7	0,7	0,7	16,7	11,4	11,5	7%	8%	8%	7,0%	7,2%	6,6%
Verbund	27,7	14,0	12,3	11,3	4,3	4,0	3,8	27,8	21,9	18,8	31%	33%	34%	1,6%	1,9%	2,4%
Mediana		7.2	6.9	6.9	1.2	1.1	1.1	13.8	13.0	12.5	22%	23%	23%	5.2%	5.3%	5.4%

Wycena spółek rafineryjnych (2018-07-02)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	56,86	5,6	5,5	4,8	0,5	0,5	0,5	12,9	10,5	10,6	9%	9%	10%	1,8%	2,3%	2,9%
MOL	2704,00	4,2	4,3	4,2	0,5	0,5	0,5	8,9	9,0	8,7	13%	12%	12%	4,7%	4,1%	4,3%
PKN Orlen	81,80	5,9	6,8	6,0	0,4	0,4	0,4	9,8	12,0	11,0	7%	5%	6%	3,7%	3,6%	2,9%
Hellenic Petroleum	6,98	5,8	6,0	6,0	0,5	0,5	0,5	7,2	7,8	7,7	8%	8%	8%	5,5%	5,8%	6,5%
HollyFrontier	68,36	7,3	6,7	6,8	0,8	0,8	0,9	12,0	10,1	11,2	11%	12%	13%	2,0%	2,0%	2,1%
Marathon Petroleum	70,27	7,2	5,8	5,2	0,6	0,5	0,5	14,8	10,5	9,4	8%	9%	10%	2,6%	2,9%	3,1%
Motor Oil	17,48	4,5	4,7	4,3	0,3	0,3	0,3	7,9	8,5	7,9	6%	6%	6%	7,1%	7,3%	8,3%
Neste Oil	66,04	10,7	10,6	10,5	1,2	1,2	1,2	17,3	17,0	16,8	11%	11%	12%	2,9%	3,0%	3,1%
OMV	47,25	4,2	4,0	4,0	1,0	0,9	0,9	9,0	8,8	8,6	23%	23%	23%	3,5%	3,7%	4,0%
Phillips 66	110,61	9,5	8,3	7,5	0,6	0,6	0,6	15,2	12,3	10,6	6%	7%	8%	2,8%	3,0%	3,3%
Saras	2,07	5,1	4,5	3,9	0,2	0,2	0,2	14,7	11,7	9,1	4%	5%	6%	3,7%	4,5%	5,7%
Tesoro	131,81	8,6	7,3	6,7	0,7	0,7	0,7	14,2	10,9	9,3	8%	9%	10%	1,9%	2,0%	2,2%
Tupras	107,30	6,8	6,5	5,8	0,5	0,5	0,5	7,9	7,2	6,4	8%	8%	8%	10,3%	10,9%	13,1%
Valero Energy	109,23	8,1	6,5	5,6	0,5	0,5	0,4	15,5	11,1	9,1	6%	7%	8%	2,9%	3,2%	3,4%
Mediana		6,3	6,2	5,7	0,5	0,5	0,5	12,5	10,5	9,2	8%	8%	9%	3,2%	3,4%	3,3%

Wycena spółek petrochemicznych (2018-07-02)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	81,80	5,9	6,8	6,0	0,4	0,4	0,4	9,8	12,0	11,0	7%	5%	6%	3,7%	3,6%	2,9%
Axiall	108,16	7,2	7,1	6,5	1,9	1,9	1,8	11,8	11,2	9,9	27%	26%	27%	0,8%	0,8%	0,9%
Braskem	51,04	5,7	6,3	6,3	1,2	1,2	1,2	12,1	14,1	18,2	21%	19%	19%	3,6%	2,7%	4,0%
Eastman Chemical	99,45	8,9	8,5	8,2	2,1	2,0	1,9	11,6	10,6	9,7	23%	23%	23%	2,3%	2,3%	2,6%
Huntsman Corp	29,43	6,7	6,5	6,2	1,1	1,0	1,0	9,3	9,0	8,0	16%	16%	16%	2,0%	2,1%	2,1%
LyondellBasell	107,55	6,8	6,8	6,6	1,3	1,2	1,2	9,6	9,8	9,6	19%	18%	19%	3,8%	4,0%	4,2%
Mitsubishi Chemical	916,10	6,1	5,5	5,6	0,8	0,8	0,8	6,2	6,5	6,7	14%	14%	14%	3,5%	3,9%	4,1%
Mitsui Chemicals	2913,00	7,2	6,7	6,4	0,8	0,7	0,7	8,1	7,0	6,8	11%	11%	11%	3,1%	3,5%	3,7%
Westlake Chemical	108,16	7,2	7,1	6,5	1,9	1,9	1,8	11,8	11,2	9,9	27%	26%	27%	0,8%	0,8%	0,9%
Mediana		6,8	6,8	6,4	1,2	1,2	1,2	9,8	10,6	9,7	19%	18%	19%	3,1%	2,7%	2,9%

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

Wycena spółek gazowych (2018-07-02)

	EV/EBITDA				EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	5,89	4,0	3,4	3,1	0,9	0,7	0,7	8,1	6,9	7,0	22%	22%	23%	2,5%	4,9%	5,8%
A2A	1,46	6,7	6,5	6,3	1,4	1,4	1,3	12,0	12,2	11,7	21%	21%	21%	4,6%	5,1%	5,4%
BG Group	25,97	5,8	5,6	5,5	1,0	1,0	0,9	12,5	11,4	11,0	17%	17%	17%	5,5%	5,6%	5,7%
BP	5,73	5,3	5,1	5,0	0,7	0,6	0,7	14,5	13,6	12,7	13%	13%	14%	5,3%	5,4%	5,6%
Centrica	1,59	5,5	5,6	5,5	0,5	0,5	0,5	11,6	12,1	11,7	8%	8%	8%	7,6%	7,2%	7,0%
Enagas	24,93	10,5	10,7	10,5	8,2	8,4	8,3	13,5	13,9	12,9	78%	78%	79%	6,1%	6,4%	6,7%
Endesa	19,08	7,4	7,2	7,2	1,3	1,3	1,3	14,1	13,8	13,6	17%	17%	18%	7,2%	7,3%	7,5%
Engie	13,15	6,5	6,1	5,8	1,0	0,9	0,9	13,0	11,8	11,0	15%	15%	16%	5,7%	6,0%	6,5%
Eni	15,77	3,8	3,6	3,5	0,9	0,9	0,9	13,8	12,7	12,6	24%	25%	26%	5,2%	5,4%	5,5%
Equinor	213,70	3,4	3,3	3,1	1,3	1,3	1,2	13,8	13,1	12,6	38%	39%	39%	3,5%	3,6%	3,8%
Gas Natural SDG	22,82	9,1	8,6	8,3	1,7	1,6	1,6	17,6	16,3	15,5	18%	19%	19%	5,1%	5,4%	5,5%
Gazprom	144,00	2,6	2,6	2,4	0,7	0,7	0,6	3,1	3,3	3,2	27%	26%	27%	6,0%	6,7%	7,5%
Hera	2,67	6,8	6,9	6,7	1,2	1,2	1,2	15,1	15,0	14,6	18%	18%	18%	3,7%	3,9%	4,0%
NovaTek	149,50	13,0	13,1	11,8	4,3	4,2	3,9	13,0	10,9	9,9	33%	32%	33%	1,7%	2,2%	2,3%
ROMGAZ	36,85	4,3	4,1	3,7	2,5	2,3	2,0	8,8	8,1	7,5	58%	57%	55%	10,4%	11,0%	11,6%
Shell	29,40	5,8	5,6	5,5	1,0	1,0	1,0	12,6	11,4	11,0	17%	17%	17%	5,5%	5,6%	5,7%
Snam	3,54	11,4	11,4	11,3	9,2	9,2	9,1	12,5	12,4	12,2	81%	81%	81%	6,2%	6,4%	6,6%
Total	52,21	5,5	5,1	5,1	1,0	1,0	0,9	11,7	10,9	10,8	18%	19%	18%	5,0%	5,1%	5,3%
Mediana		5.8	5.6	5.5	1.1	1.1	1.1	12.8	12.2	11.7	20%	20%	20%	5.4%	5.5%	5.7%

Wycena spółek wydobywczych (2018-07-02)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	2704,00	4,8	4,6	4,5	0,7	0,6	0,6	7,4	6,7	6,1	14%	14%	14%	4,0%	4,2%	4,7%
Bashneft	2160,00	2,6	2,4	2,4	0,6	0,6	0,5	4,5	4,2	4,3	23%	24%	23%	11,2%	15,7%	14,9%
BP	5,73	5,3	5,1	5,0	0,7	0,6	0,7	14,5	13,6	12,7	13%	13%	14%	5,3%	5,4%	5,6%
Dana Gas	1,01	8,0	7,4	-	4,1	3,8	-	27,3	-	-	51%	51%	-	6,9%	8,9%	-
Eni	15,77	3,8	3,6	3,5	0,9	0,9	0,9	13,8	12,7	12,6	24%	25%	26%	5,2%	5,4%	5,5%
Equinor	213,70	3,4	3,3	3,1	1,3	1,3	1,2	13,8	13,1	12,6	38%	39%	39%	3,5%	3,6%	3,8%
Gazprom Neft	323,90	4,1	4,3	4,0	1,0	0,9	0,9	4,6	4,7	4,5	24%	22%	22%	6,0%	7,2%	9,2%
Gulf Keystone	2,51	4,4	3,8	2,5	3,1	2,8	2,0	10,0	7,5	4,6	72%	74%	80%	-	-	-
Lukoil	4376,00	3,7	3,8	3,7	0,6	0,6	0,6	5,6	5,8	5,6	15%	15%	15%	5,4%	5,8%	6,3%
Occidental Petroleum	82,52	7,5	7,0	7,1	4,3	4,0	4,1	17,3	16,4	18,0	57%	58%	58%	3,8%	3,8%	3,9%
Repsol	16,68	5,3	5,2	4,9	0,8	0,7	0,7	10,1	9,9	9,4	14%	14%	15%	5,5%	5,7%	5,9%
Rosneft Oil	394,70	4,5	4,4	4,0	1,1	1,0	1,0	7,6	6,5	5,6	23%	23%	24%	5,5%	7,5%	8,9%
Shell	29,40	5,8	5,6	5,5	1,0	1,0	1,0	12,6	11,4	11,0	17%	17%	17%	5,5%	5,6%	5,7%
Surgutneftegas	31,60	-	-	-	-	-	-	3,8	4,2	4,4	-	-	-	6,3%	6,9%	6,9%
Total	52,21	5,5	5,1	5,1	1,0	1,0	0,9	11,7	10,9	10,8	18%	19%	18%	5,0%	5,1%	5,3%
Tullow Oil	2,35	5,8	5,6	5,4	4,3	4,1	4,0	10,3	10,8	10,7	73%	74%	74%	0,0%	0,7%	1,0%
Mediana		4,8	4,6	4,3	1,0	1,0	0,9	10,2	9,9	9,4	23%	23%	23%	5,4%	5,6%	5,6%

Wycena spółek surowcowych (2018-07-02)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	75,70	2,0	2,4	3,0	0,8	0,8	0,8	3,9	5,4	7,8	38%	32%	28%	0,0%	10,3%	9,3%
KGHM	87,88	4,3	3,2	2,9	1,1	0,8	0,8	7,2	5,7	5,6	25%	27%	26%	0,0%	3,5%	6,2%
LW Bogdanka*	51,70	2,9	2,5	2,5	0,9	0,9	0,8	12,1	8,1	7,6	32%	34%	34%	2,3%	3,6%	4,8%
Anglo American	16,44	4,3	4,7	4,9	1,4	1,4	1,4	8,9	9,9	10,3	33%	31%	29%	5,1%	4,7%	4,8%
Antofagasta	9,57	5,5	5,0	4,8	2,9	2,7	2,6	15,8	13,8	13,7	53%	54%	55%	3,1%	3,1%	3,1%
BHP Billiton	16,53	6,0	6,1	6,4	3,2	3,3	3,3	13,0	13,8	15,3	54%	53%	52%	5,3%	4,9%	4,8%
Freeport-McMoRan	17,16	4,7	7,0	4,9	1,9	2,3	2,0	8,6	14,6	9,2	40%	33%	40%	1,2%	1,7%	2,5%
Glencore	3,49	5,3	5,3	5,4	0,4	0,4	0,4	9,4	9,8	10,3	8%	8%	7%	4,9%	4,9%	5,5%
Grupo Mexico	55,81	5,7	5,2	5,0	2,7	2,5	2,4	10,9	9,5	9,0	47%	48%	48%	4,3%	5,1%	6,6%
Kazakhmys	8,14	5,0	4,8	4,8	2,9	2,8	2,8	7,4	6,9	6,7	59%	59%	59%	0,8%	1,4%	1,8%
Rio Tinto	40,66	5,7	6,1	6,4	2,7	2,8	2,8	11,2	12,6	12,8	47%	45%	43%	5,7%	5,0%	4,8%
Southern CC	45,44	10,1	9,0	8,7	5,3	4,8	4,6	18,2	16,2	15,6	52%	53%	53%	2,2%	2,8%	3,1%
Mediana		5,1	5,1	4,9	2,3	2,4	2,2	10,1	9,8	9,7	44%	40%	42%	2,7%	4,1%	4,8%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	328,00	8,3	8,1	8,0	1,3	1,3	1,2	11,4	11,5	11,2	15%	16%	16%	7,3%	7,0%	6,9%
Alcoa	45,88	3,4	3,9	4,6	0,8	0,8	0,9	10,1	10,5	12,6	24%	22%	19%	-	0,1%	0,2%
Constellium	10,30	6,8	6,3	6,0	0,6	0,6	0,5	15,2	8,1	6,7	8%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	104,65	9,3	8,2	7,7	1,2	1,2	1,2	16,1	13,6	13,1	13%	14%	15%	2,1%	2,2%	2,3%
Norsk Hydro	48,12	5,5	4,9	4,6	0,7	0,7	0,7	12,6	10,6	9,6	12%	14%	14%	3,6%	4,1%	4,6%
Rusal	2,05	5,0	4,8	4,8	1,1	1,1	1,1	2,3	2,2	2,0	22%	22%	22%	9,9%	9,9%	11,1%
Mediana		6.1	5.6	5.4	0.9	1.0	1.0	12.0	10.5	10.4	14%	15%	15%	5.4%	4.1%	4.6%

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Wycena spółek nawozowych (2018-07-02)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	42,40	5,3	5,8	6,3	0,6	0,6	0,7	14,1	14,5	13,7	11%	11%	11%	2,8%	2,1%	2,1%
ZA Police*	16,85	9,2	6,6	5,4	0,7	0,7	0,6	28,1	13,4	9,2	8%	10%	12%	3,1%	3,0%	3,0%
ZCh Puławy*	108,50	4,1	3,3	3,0	0,5	0,5	0,4	12,1	8,7	7,8	11%	14%	15%	6,6%	8,0%	8,2%
Acron	4350,00	8,3	7,7	7,2	2,6	2,5	2,3	11,3	9,6	9,0	32%	32%	32%	7,0%	7,4%	7,8%
CF Industries	43,40	12,8	10,7	9,9	4,0	3,6	3,5	42,6	24,3	18,1	31%	34%	35%	2,8%	2,8%	2,8%
Israel Chemicals	16,57	7,2	6,9	6,5	1,4	1,4	1,4	13,7	12,3	11,2	20%	21%	21%	3,8%	7,2%	7,9%
K+S	21,05	8,3	7,2	6,7	1,7	1,6	1,6	15,7	11,7	10,2	20%	22%	23%	2,8%	3,7%	3,9%
Phosagro	2290,00	6,4	6,3	5,5	2,0	1,9	1,8	10,6	10,9	7,3	31%	31%	32%	5,2%	6,0%	6,8%
The Mosaic Company	27,79	8,6	7,8	7,3	1,6	1,6	1,5	19,2	15,1	12,2	19%	20%	21%	0,4%	0,4%	0,8%
Uralkali	102,95	5,7	5,8	-	3,0	3,1	-	5,3	5,6	-	53%	53%	-	-	-	-
Yara International	334,60	69,3	53,2	45,8	9,3	8,4	7,9	100+	99,9	81,0	13%	16%	17%	0,3%	0,4%	0,6%
Mediana		8,3	6,9	6,6	1,7	1,6	1,5	13,9	12,3	10,7	20%	21%	21%	3,0%	3,3%	3,5%

Wycena spółek spożywczych (2018-07-02)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	33,50	3,3	4,8	-	0,9	0,9	0,9	2,9	2,8	2,5	28%	18%	-	-	-	-
IMC*	12,05	3,3	2,8	-	1,3	1,2	-	4,0	-	-	39%	43%	-	7,2%	-	-
Kemel	48,55	6,8	4,6	3,5	0,6	0,5	0,4	10,6	5,5	4,0	9%	12%	13%	1,8%	2,9%	7,5%
Ovostar*	98,00	4,7	4,0	-	1,4	1,3	-	5,7	-	-	29%	31%	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	89,40	6,7	7,5	7,0	0,7	0,7	0,6	10,0	13,7	12,4	10%	9%	9%	5,0%	4,9%	5,1%
Bunge Limited	69,33	8,9	8,7	8,4	0,4	0,4	0,4	12,8	12,3	11,5	4%	4%	4%	2,8%	2,9%	3,2%
Cosan	34,79	4,0	3,7	3,3	0,4	0,3	0,3	10,8	9,7	7,8	9%	9%	9%	5,5%	4,8%	6,9%
MHP	12,95	5,1	4,8	4,3	1,7	1,5	1,3	5,3	4,9	4,2	33%	31%	31%	5,8%	6,0%	6,2%
Nisshin Oillio	3200,00	10,2	8,8	8,2	0,5	0,4	0,4	15,7	16,1	15,2	5%	5%	5%	1,9%	1,9%	2,0%
Suedzucker	13,51	5,8	8,1	6,8	0,6	0,6	0,6	13,5	38,1	17,7	11%	8%	9%	3,3%	2,1%	2,6%
Wilmar Int.	3,04	12,4	11,6	11,4	0,7	0,6	0,6	12,4	11,0	10,1	5%	6%	5%	3,5%	3,7%	3,8%
Mediana		5,8	4,8	6,9	0,7	0,6	0,6	10,6	11,0	10,1	10%	9%	9%	3,5%	3,3%	4,4%

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**S** – przychody ze sprzedaży**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**DY** – stopa dywidendy

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Dom Maklerski mBanku jest **publikacją handlową**, została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.)”, nie stanowi porady inwestycyjnej, nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem publikacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Dom Maklerski mBanku nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakkolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

Niniejsza publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja jest przedstawiona wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowana lub przekazywana osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

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 niniejszej publikacji.

Powielanie bądź publikowanie niniejszej publikacji lub jej części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszej publikacji wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu publikacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do publikacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były publikacje lub osoby upoważnione do dostępu do publikacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą publikację.

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 Domu 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.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

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

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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl