

wtorek, 4 września 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

Po ostatnich dynamicznych wzrostach, sytuacja na rynku energetycznym nieco się uspokoiła. Notowania CO₂ skorygowały się do 20 EUR/t, a wraz z nimi roczny kontrakt na dostawę energii spadł o 1 EUR do 50 EUR/MWh. Tylko węgiel pozostaje w mocnym trendzie wzrostowym, a spot zbliża się już do 100 USD/t. W Polsce nadal obserwujemy wzrost spreadów, a cena energii pomniejszona o koszt CO₂ sięga już 152 PLN/MWh vs. średnia 136 PLN/MWh w całym ubiegłym roku, co dobrze ilustruje perspektywę poprawy marżowości producentów zintegrowanych pionowo. Warto też zwrócić uwagę na kolejne maksima na cenach zielonych certyfikatów (156 PLN/t) w kontekście rentowności OZE i wielkości potencjalnych roszczeń farm wiatrowych w Enerdze.

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne w otoczeniu rosnących cen ropy zanotowały kolejny słabszy tydzień spadając po niżej 6 USD/Bbl, a niekorzystny obraz dla sektora rafinerijnego dopełnia spadek dyferencjału Ural/Brent poniżej 0,3 USD/Bbl. W średnim terminie złą informacją dla europejskich przetwórców jest również kontynuacja odbicia na spreadzie Brent/WTI (obecnie już 8,5 USD/Bbl). W petrochemii na razie bez większych zmian, choć drożejąca nafta powinna wywierać coraz większą presję na marże. Nie można też pominąć utrzymującego się trendu wzrostowego na gazie (spot już powyżej 26 EUR/MWh).

Rynek metali

Monitorowane zapasy miedzi na giełdach spadły w ubiegłym tygodniu o 2,1% t/t, z czego ponownie najbardziej w Szanghaju (-5,9% t/t; najniższe od X'17). Wyraźnie wyhamował spadek pozycji spekulacyjnych na miedzi. W ubiegłym tygodniu pozycje netto na wszystkich giełdach wzrosły z -2 tys. sztuk do 0 sztuk. Z kolei na COMEX niskie ceny metalu spekulanci wykorzystują do zamykania pozycji krótkich (w ubiegłym tygodniu z -30 tys. sztuk do -20,9 tys. sztuk).

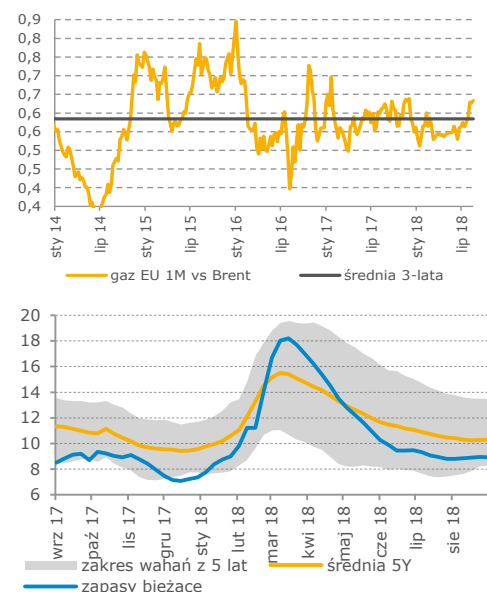
Rynek agro

Mimo zawirowań na rynku walut rynków wschodzących ceny mocznika utrzymują się na stabilnie wysokich poziomach. ICIS informuje o powrocie popytu na światowych rynkach, z drugiej strony Chiny praktycznie wstrzymały eksport mocznika.

Rynek węgla koksowego

Ceny koksu w Chinach wzrosły do nowego maksimum. Ceny węgla koksowego utrzymują się na poziomie powyżej 180 USD/t. Różnica między węglem koksowym a koksem na nowym maksimum, mimo informacji o odbudowujących się zapasach koksu w chińskich portach.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Ceny gazu „gonią” ropę

W pierwszym półroczu część inwestorów mocno obawiała się o przyszłą rentowność PGNiG w kontekście drożejącej ropy pogarszającej konkurencyjność kontraktów importowych indeksowanych do produktów ropopochodnych. Od kilku tygodni obserwujemy dynamiczne wzrosty cen gazu w Europie (spot +20% od początku sierpnia), które znacząco poprawiają tę relację i neutralizują wspomniane ryzyko dla PGN.

Zapasy stali w Chinach

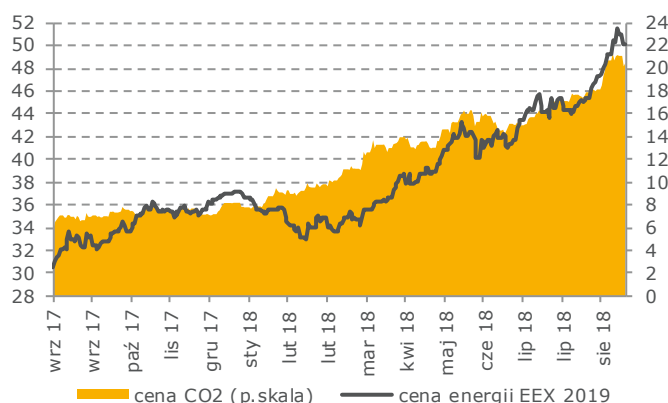
Zapasy stali i produktów stalowych w Chinach znajdują się na poziomie 8,9 mln ton vs. pięcioletnie minimum w tym okresie 8,5 mln ton. Od dłuższego czasu zapasy stali utrzymują się na niskich historycznie poziomach. Dodatkowo pojawiły się dodatkowe informacje o niskich zapasach surowki żelaza w chińskich portach. Niskie zapasy to dobra informacja dla węgla koksowego i koksu (pozytywnie dla JSW).

Zwrot tygodniowy oraz YTD

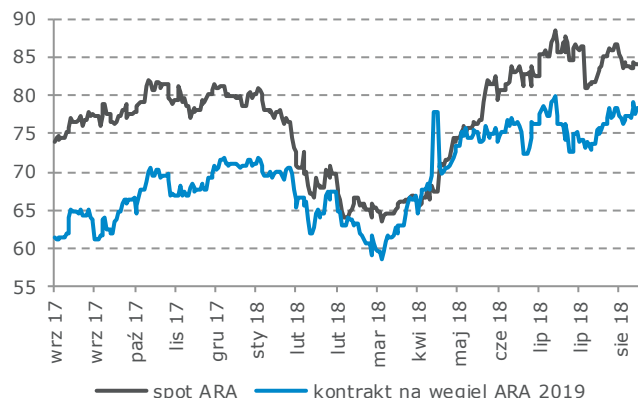
Spółka	1W	YTD
Orzeł Biały	-22,7%	-20%
Boryszew	-8,9%	-31%
JSW	-5,4%	-21%
ZA Puławy	-3,4%	-34%
Kęty	-3,4%	-1%
Kernel	-3,2%	+5%
LW Bogdanka	-3,0%	-13%
Tauron	-2,9%	-35%
Tupras	-1,7%	+9%
CEZ	-1,4%	+20%
ZE PAK	-1,4%	-37%
Tarczyński	-1,4%	+20%
Grupa Azoty	-1,0%	-44%
Enea	-0,9%	-25%
Lotos	-0,6%	+21%
Impexmetal	+0,0%	-8%
MOL	+0,1%	-1%
PKN Orlen	+0,4%	-3%
KGHM	+0,6%	-17%
Astarta	+0,6%	-37%
Unipetrol	+0,9%	+2%
OMV	+1,1%	-10%
PGE	+1,2%	-24%
ZCh Police	+2,3%	-11%
Energa	+3,4%	-31%
PGNiG	+4,6%	-7%
IMC	+6,7%	+2%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-1,3%	-5%
Chemia	-2,0%	-27%
Energia	+0,3%	-25%
Paliwa	+1,1%	-1%
Spożywczy	-1,5%	-4%
Surowce	-1,1%	-17%
Ukraina	-0,3%	-11%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,0%	-2%
Oil & Gas E&P	-0,5%	+7%
Refining EU	-0,7%	+13%
Refining US	-1,3%	+27%
Agri & Food	+0,1%	+1%
Kauczuki	-1,3%	-5%
Nawozy	+2,5%	+15%
Chemicals EU	-0,6%	+0%
Industrials EU	-0,3%	+3%
Petchem World	-1,8%	+4%
Utilities EU	-1,1%	+3%
Utilities US	-0,5%	+4%

Energetyka

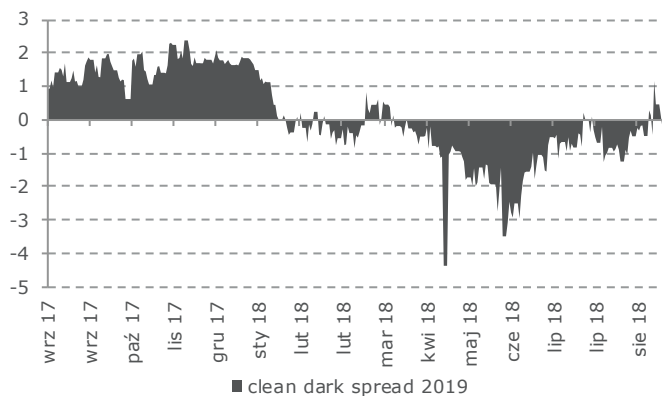
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



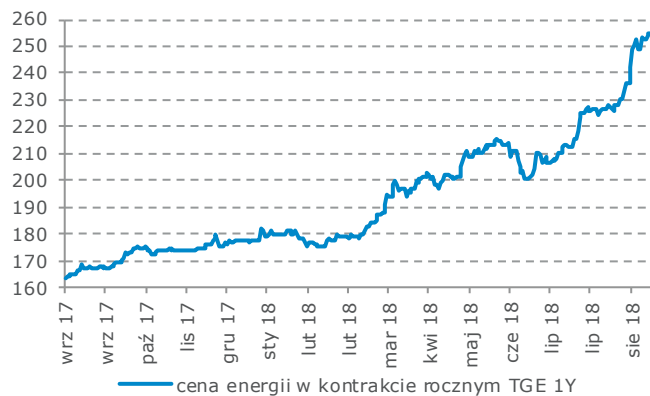
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



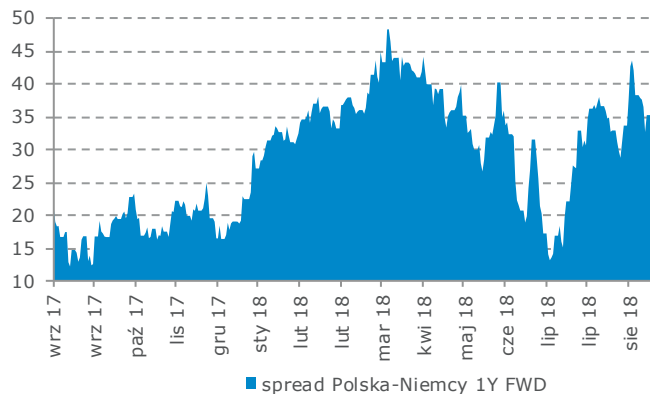
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



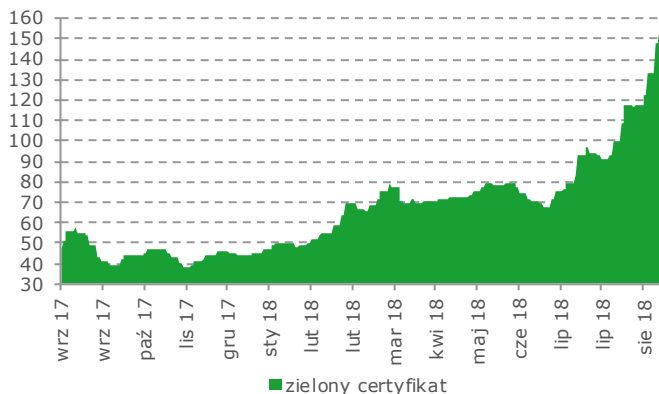
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



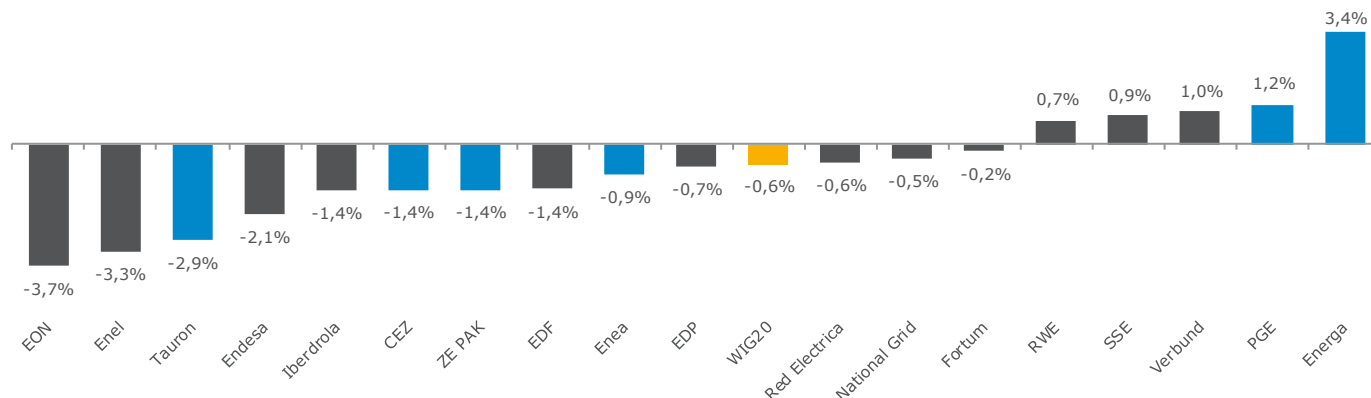
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



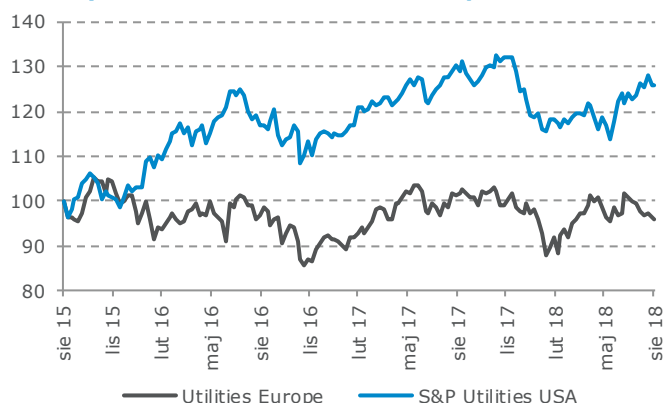
Tygodniowy performance spółek energetycznych



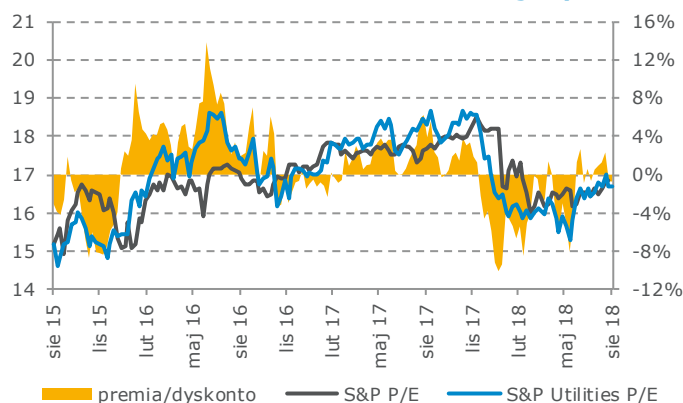
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

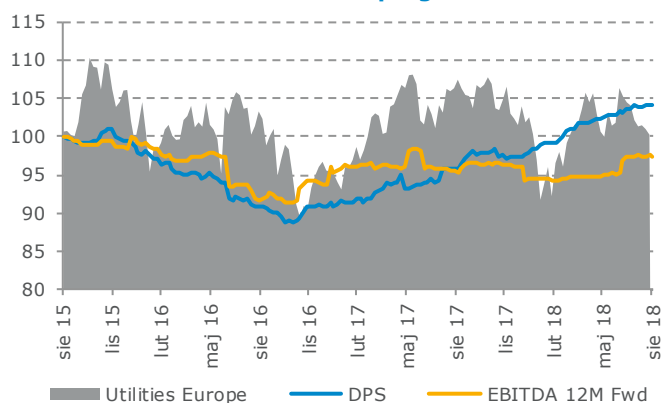
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



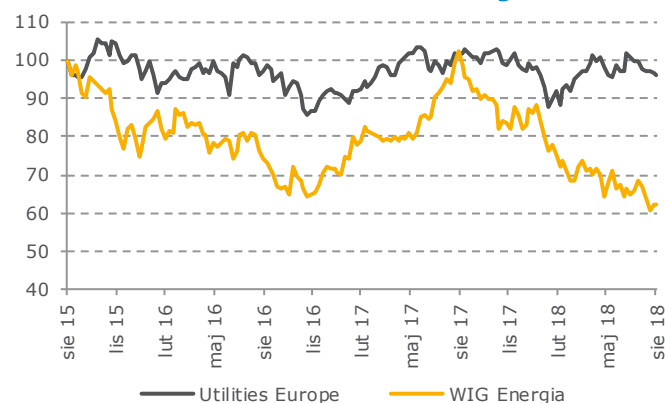
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



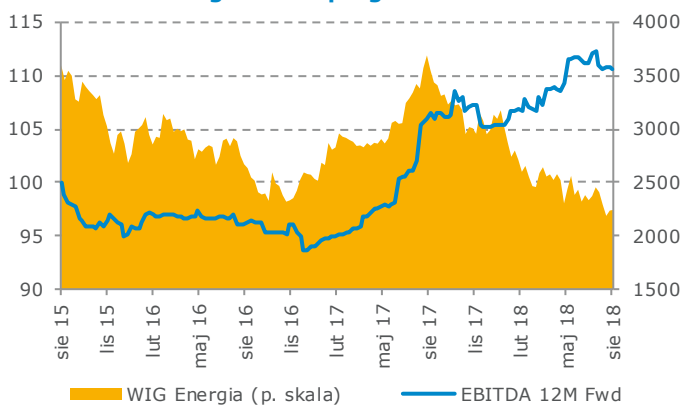
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



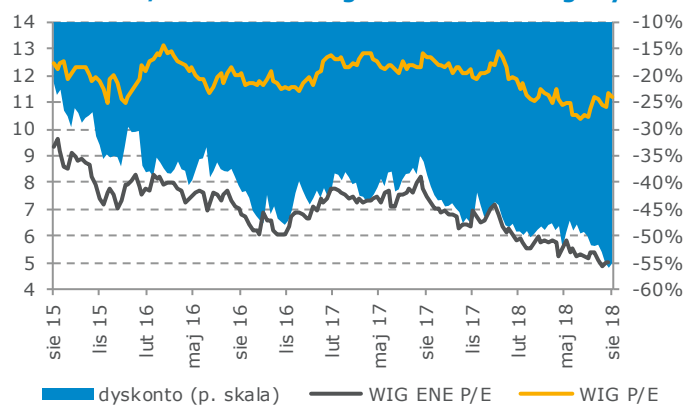
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



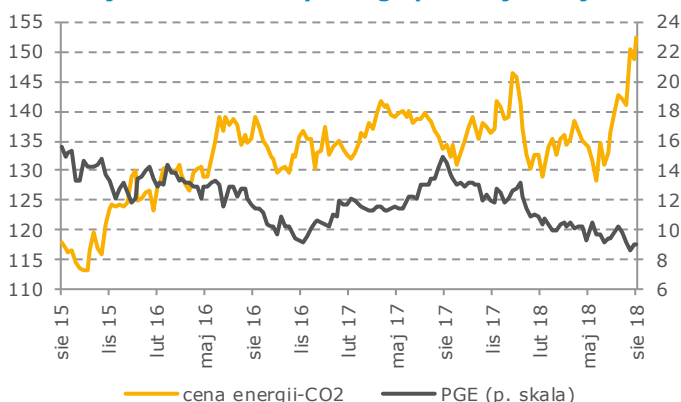
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



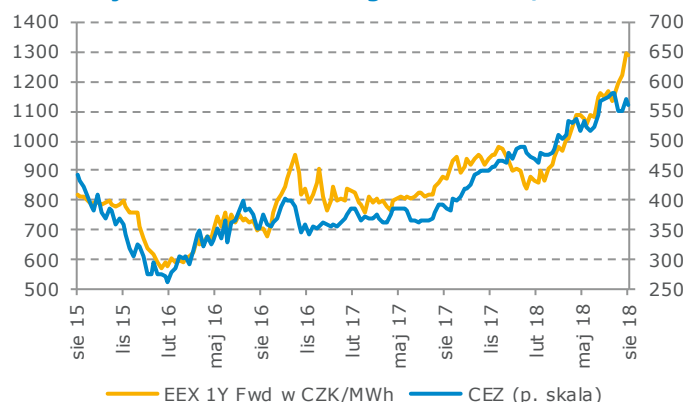
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



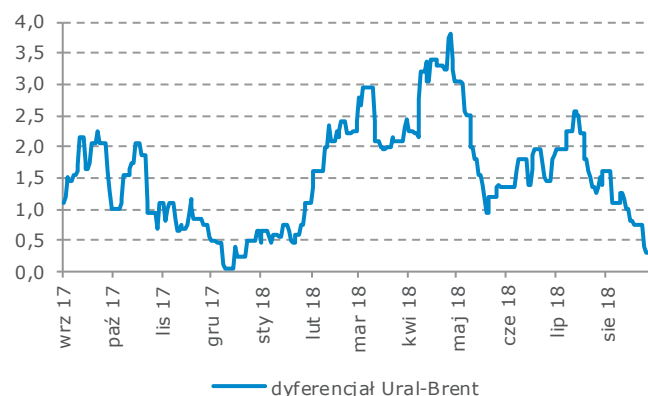
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

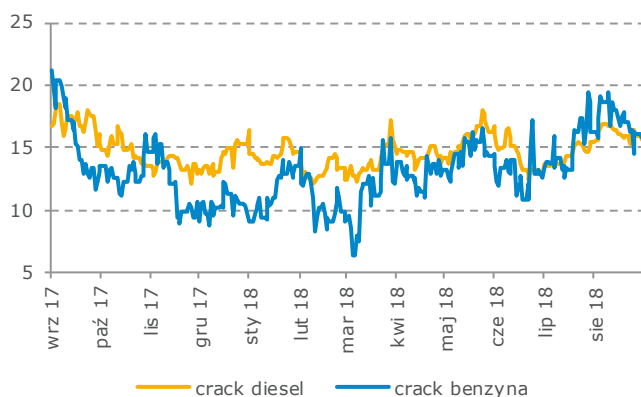
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



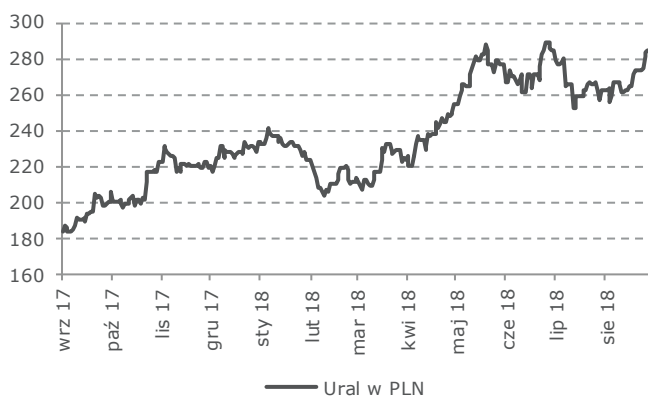
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



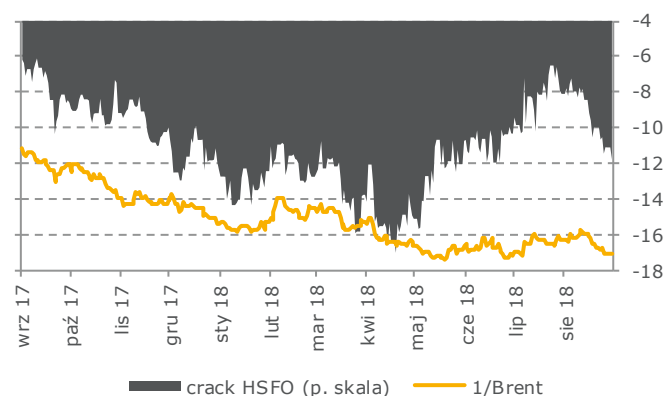
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



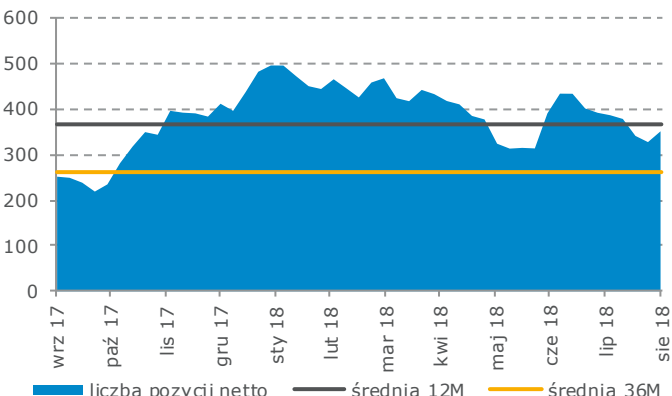
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



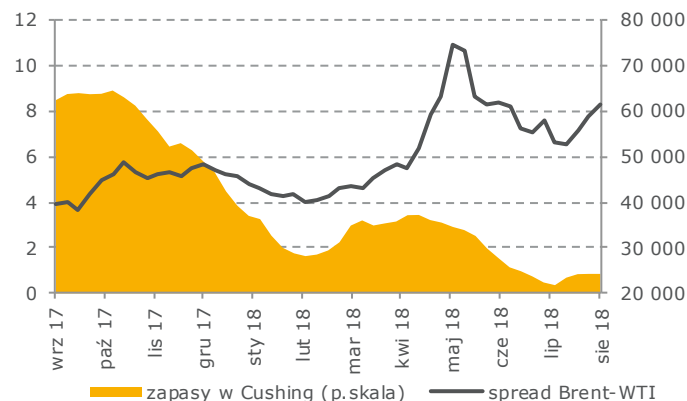
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



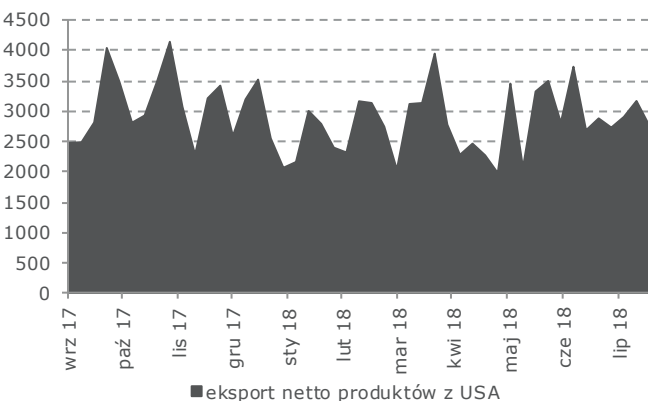
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



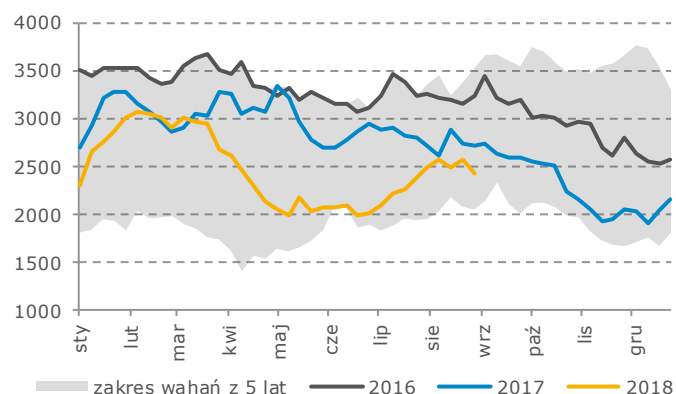
Eksport netto paliw z USA



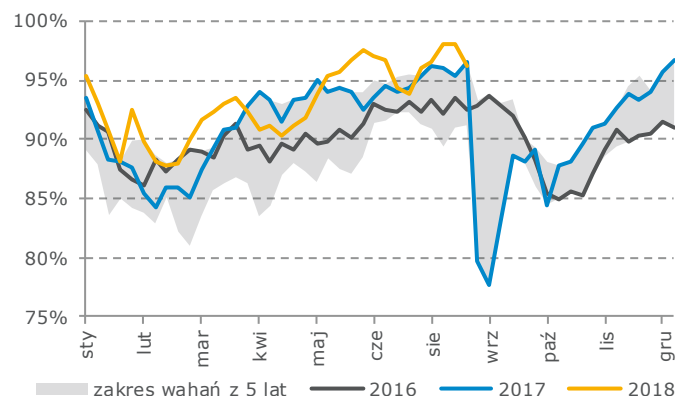
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

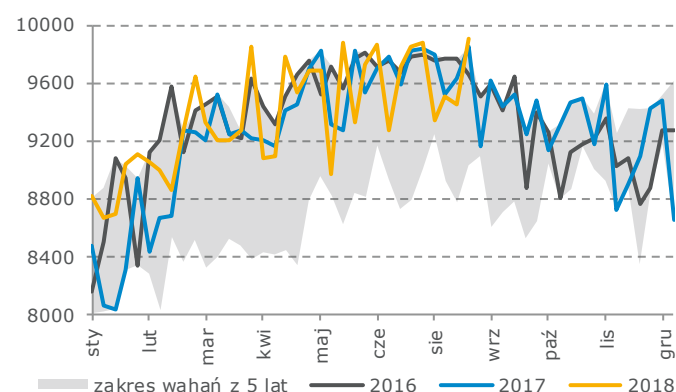
Zapasy diesla w portach ARA



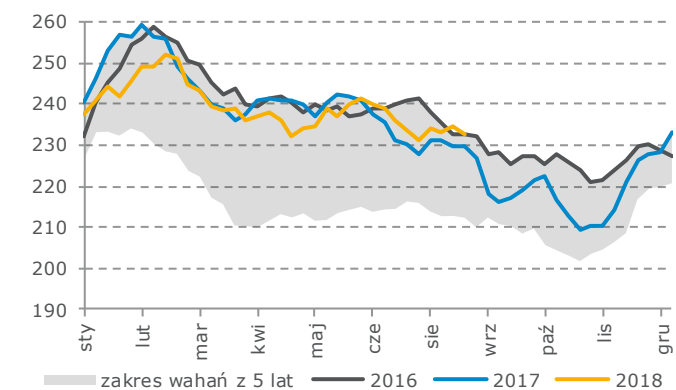
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



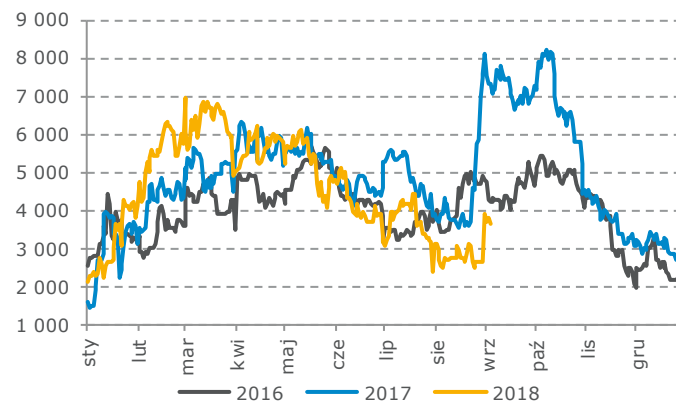
Popyt na benzynę w USA



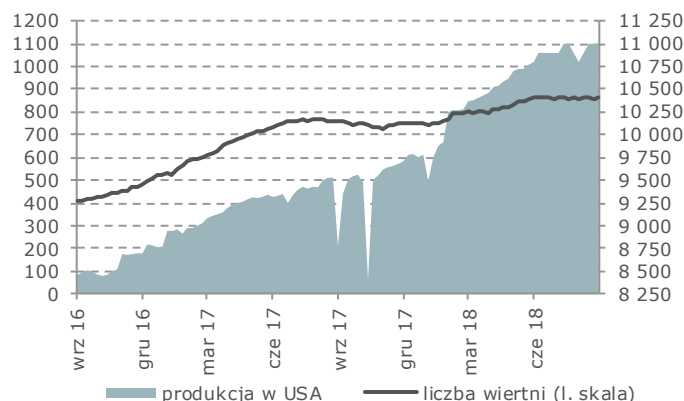
Zapasy benzyny w USA



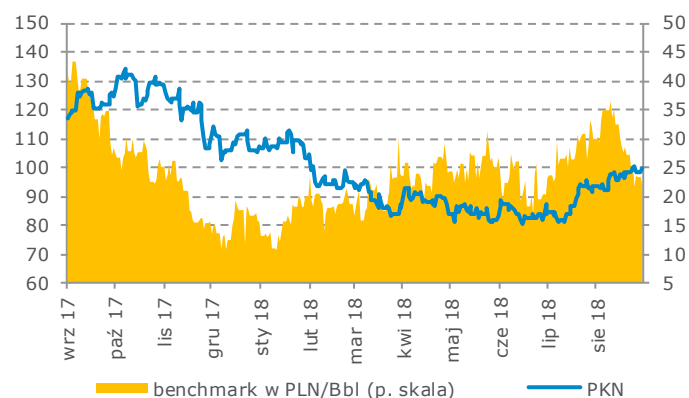
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



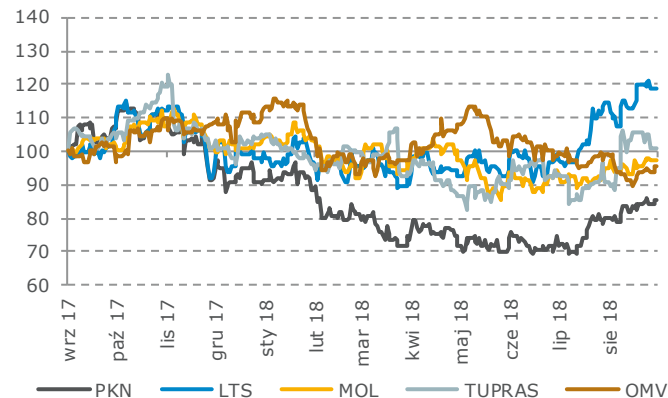
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



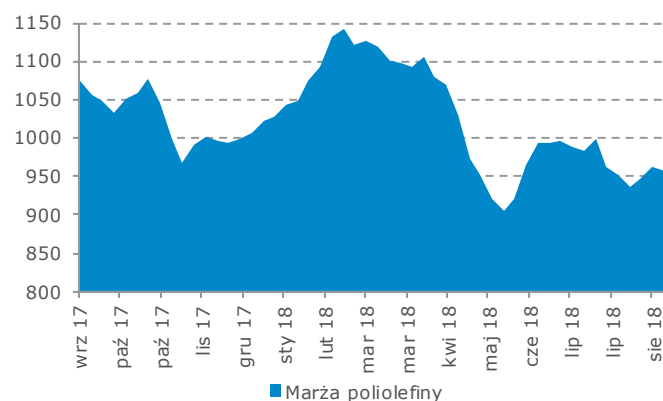
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



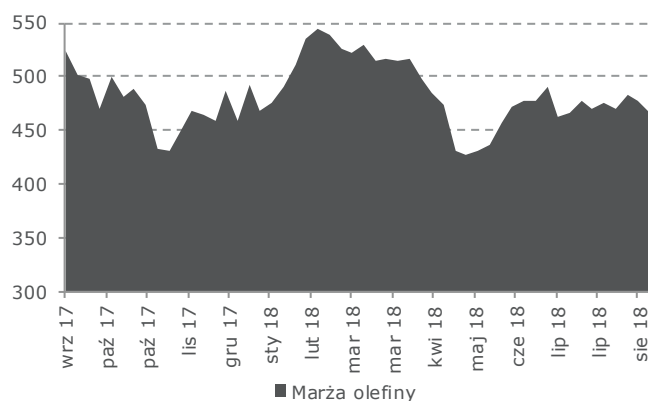
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

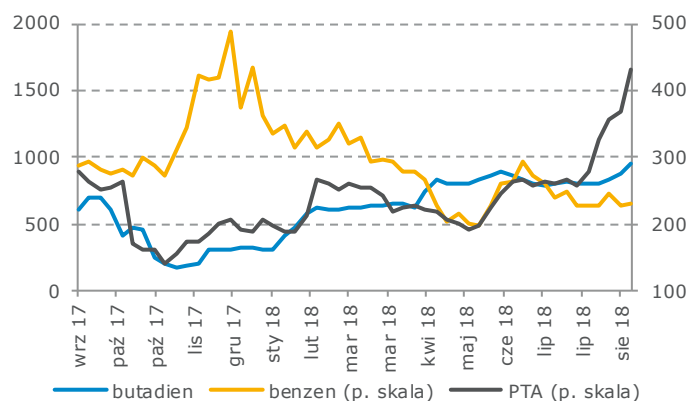
Marża petrochemiczna poliolefiny



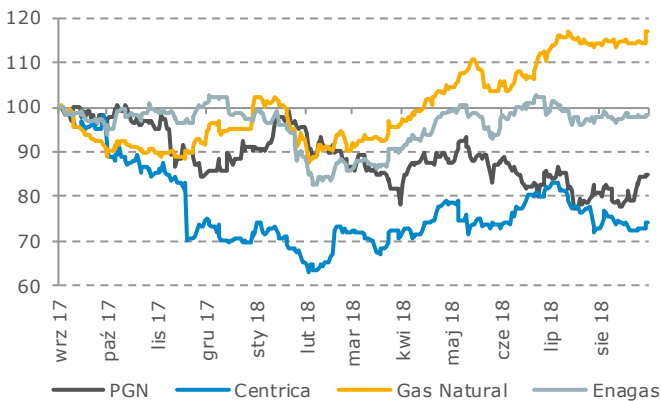
Marża petrochemiczna olefiny



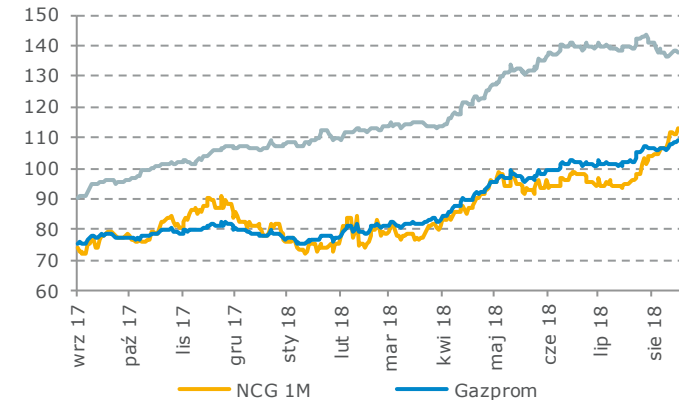
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



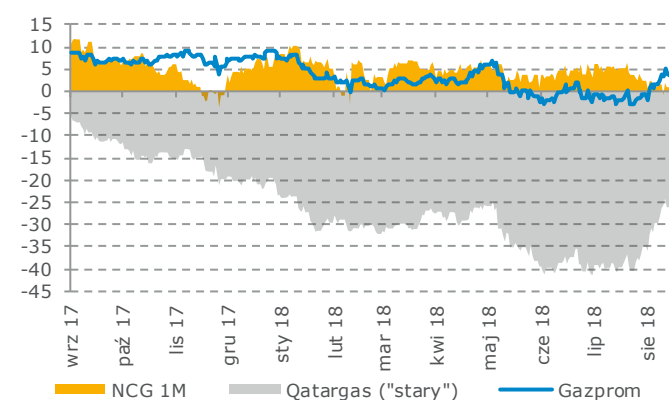
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



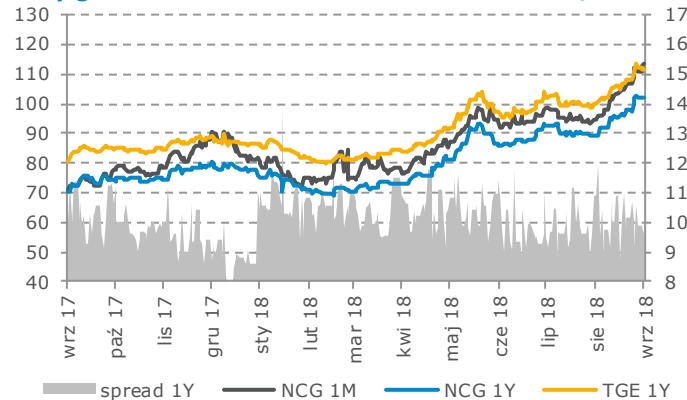
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



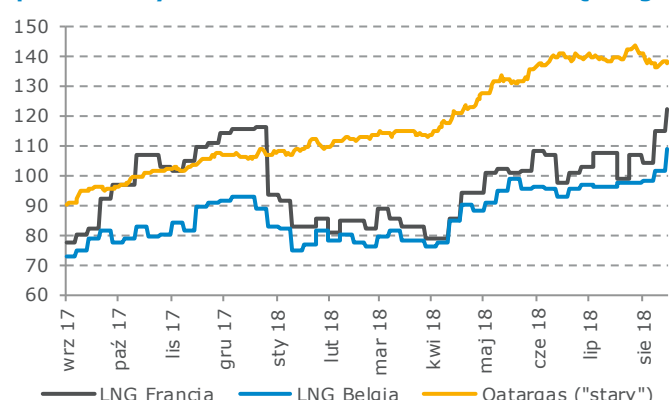
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



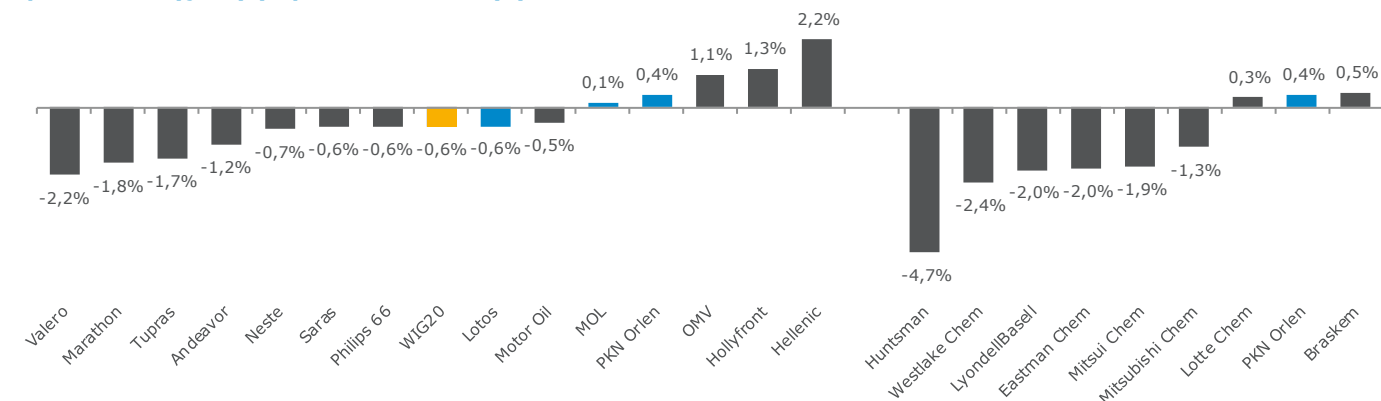
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



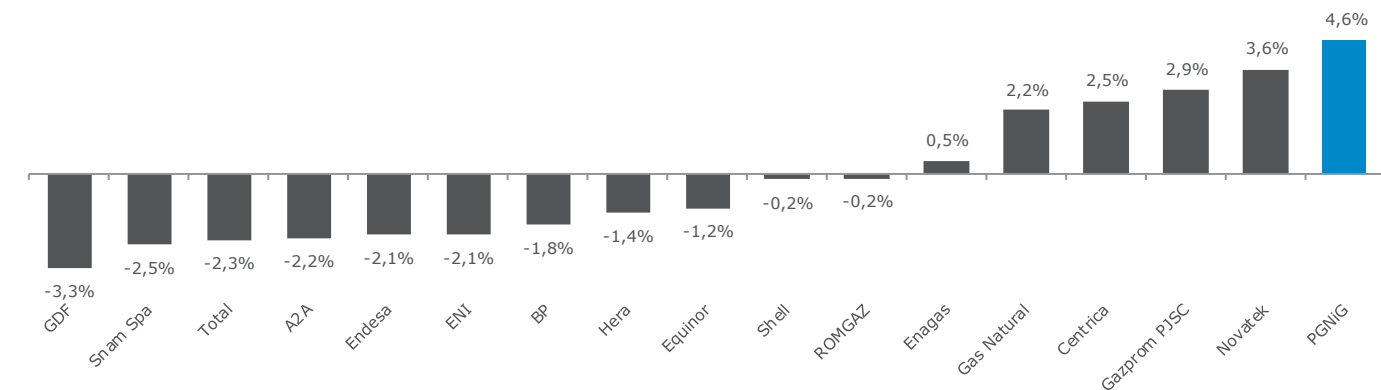
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

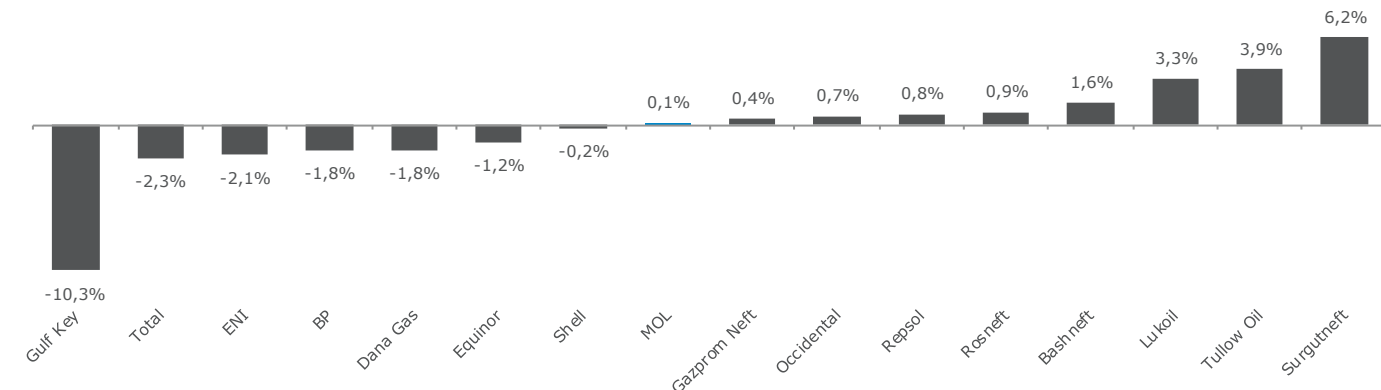
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



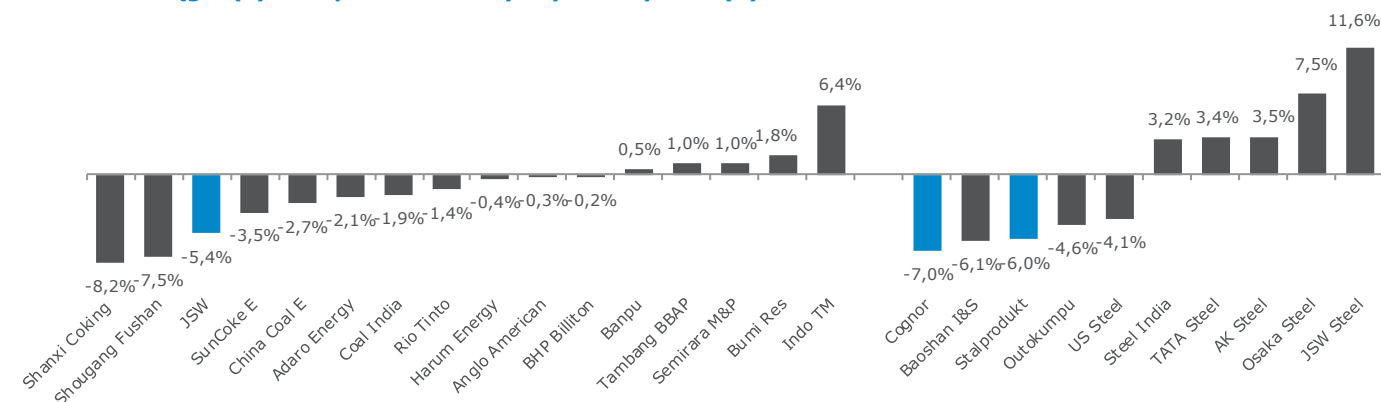
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



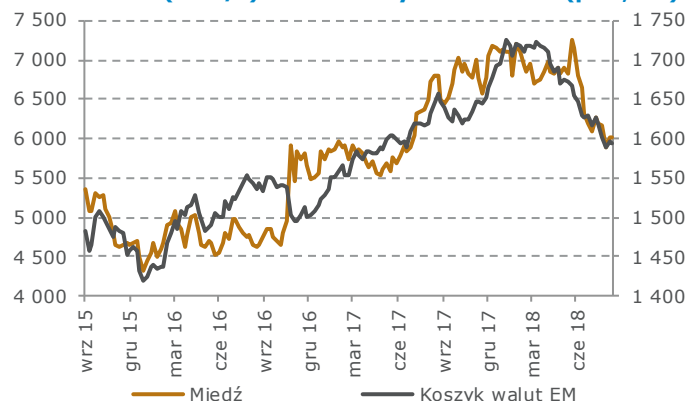
Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



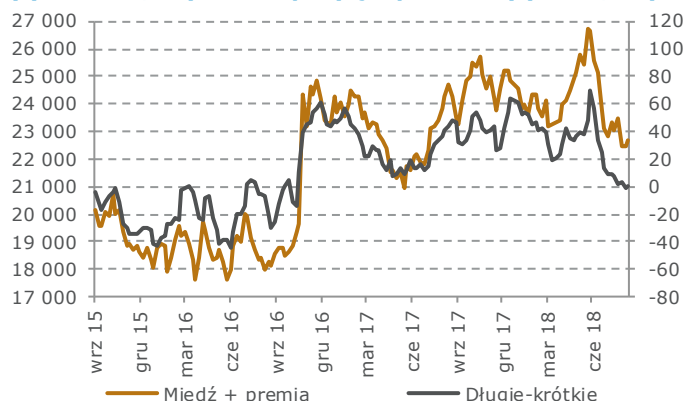
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

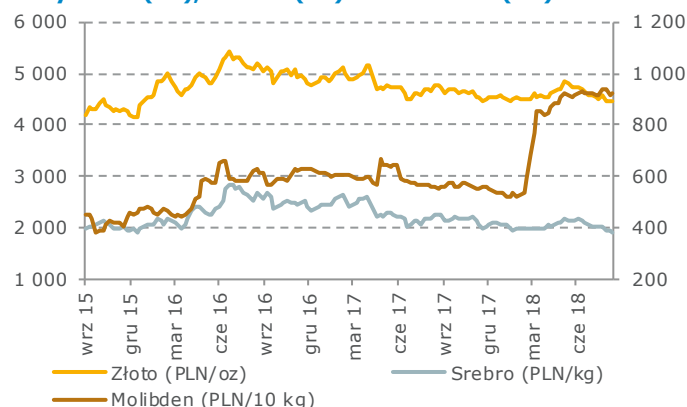
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



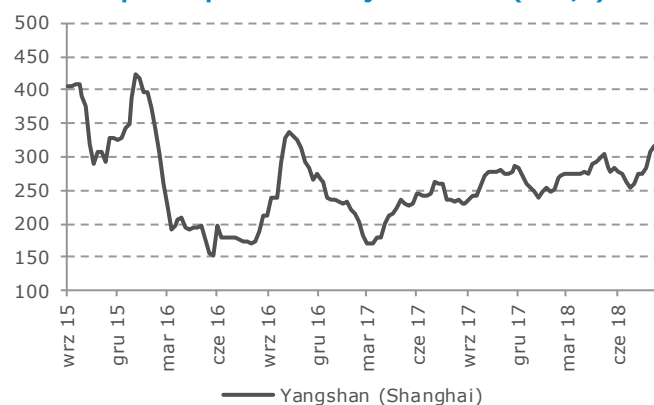
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt.; PS)



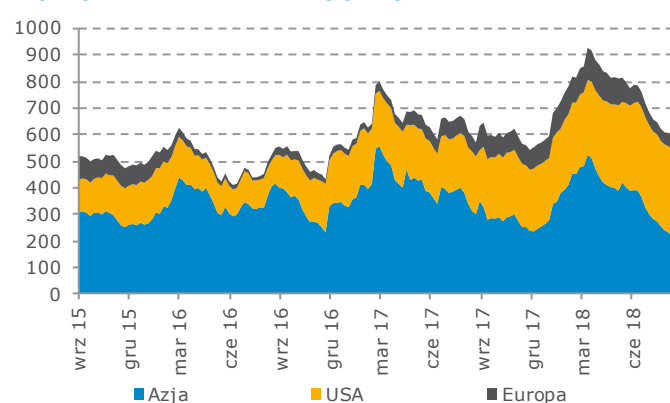
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



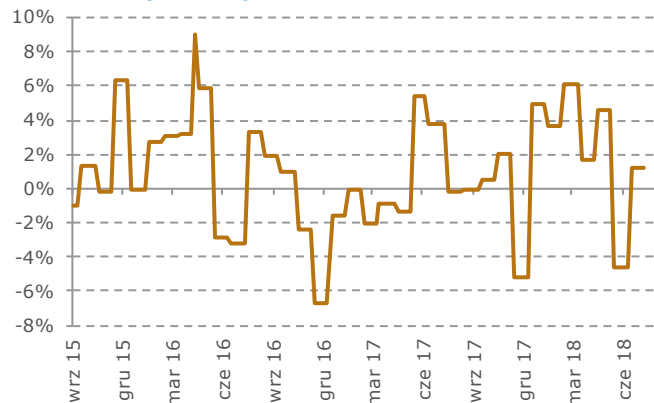
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



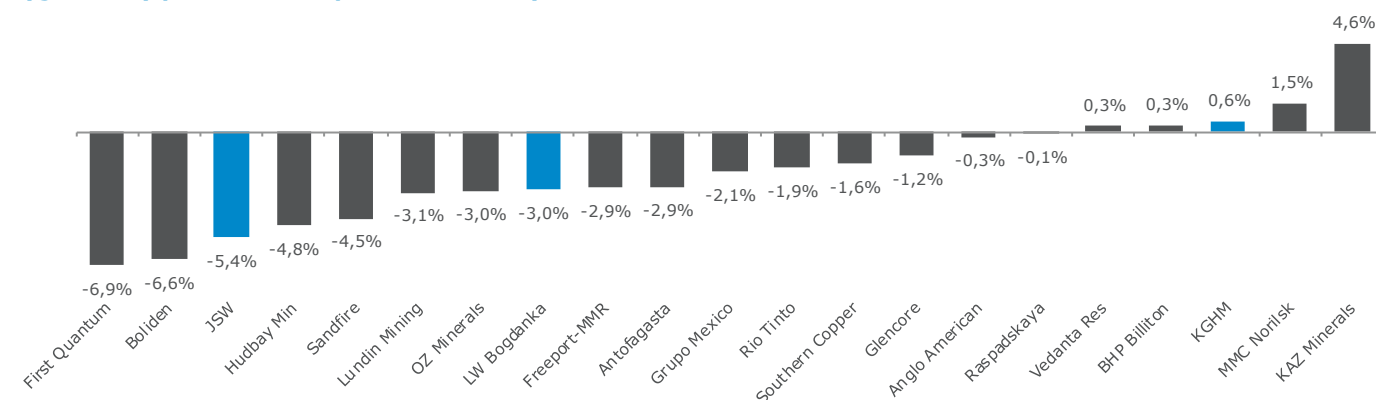
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



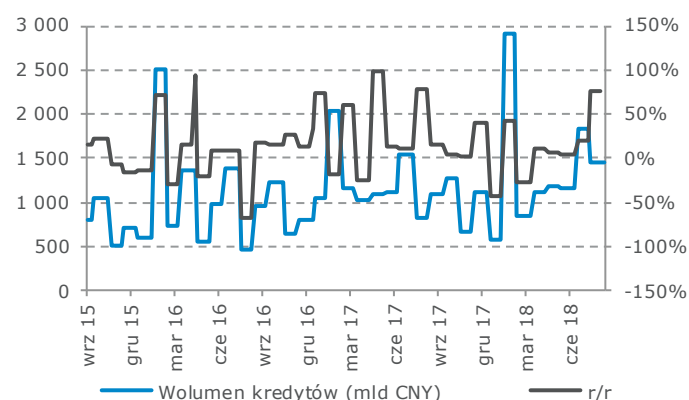
Tygodniowy performance spółek surowcowych



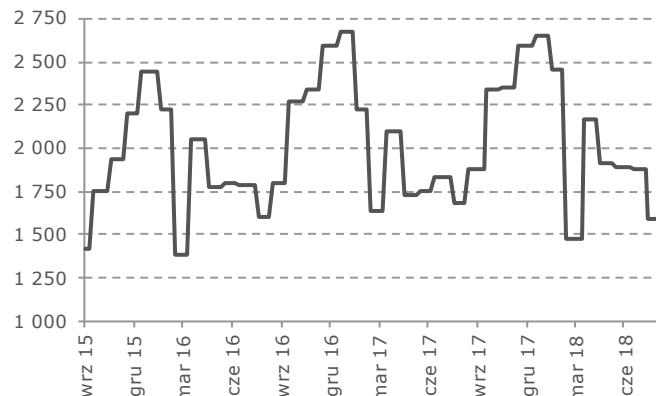
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

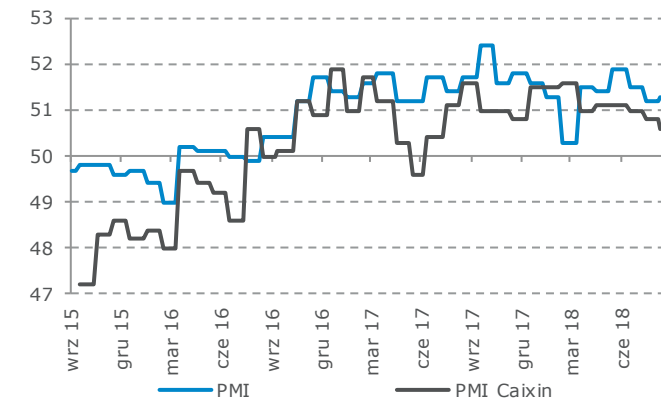
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



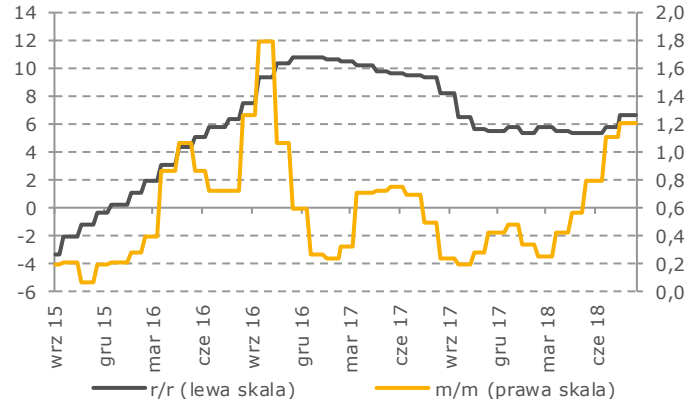
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



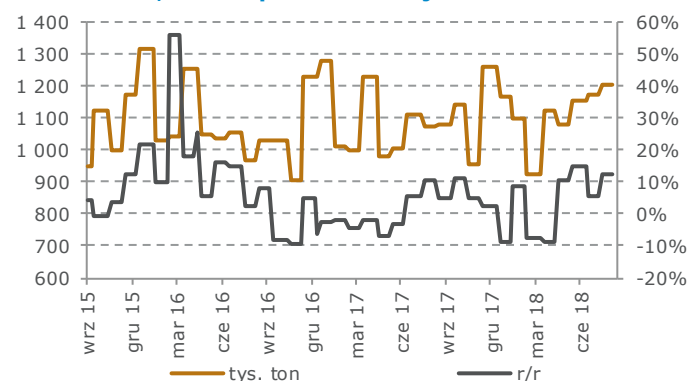
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



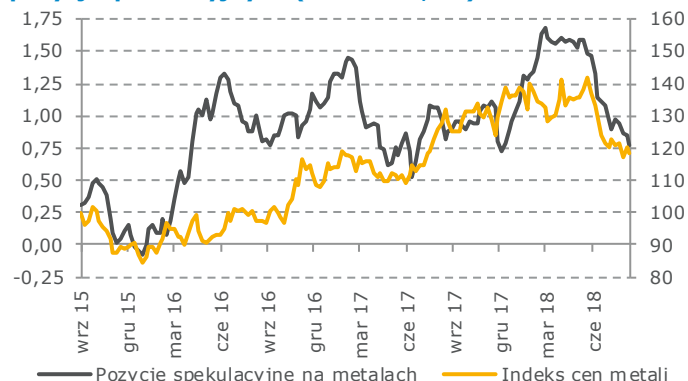
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



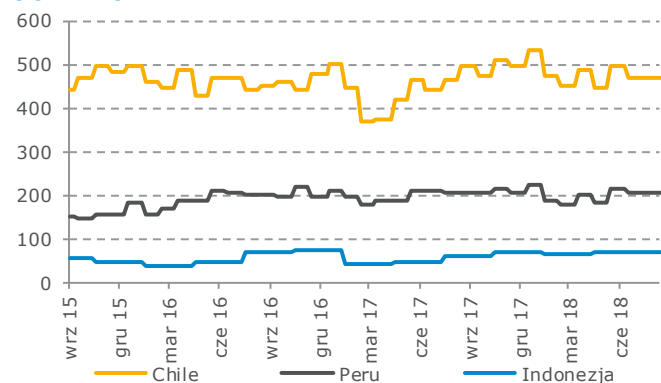
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



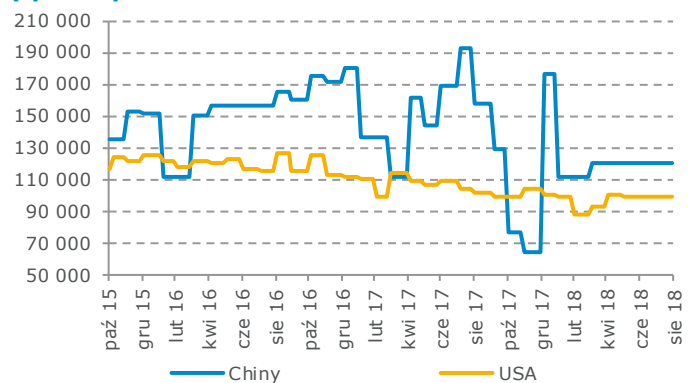
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



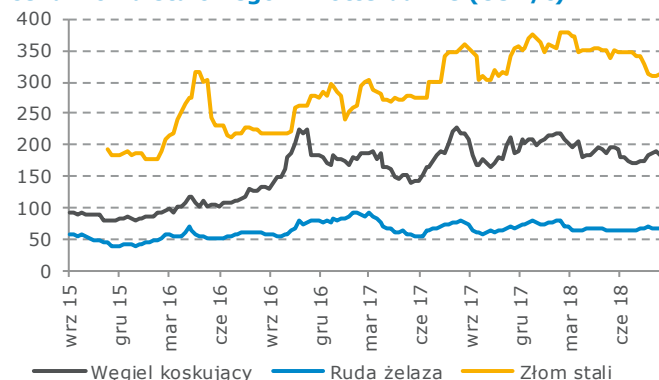
Produkcja koncentratu miedzi w Chinach i USA (tys. ton)



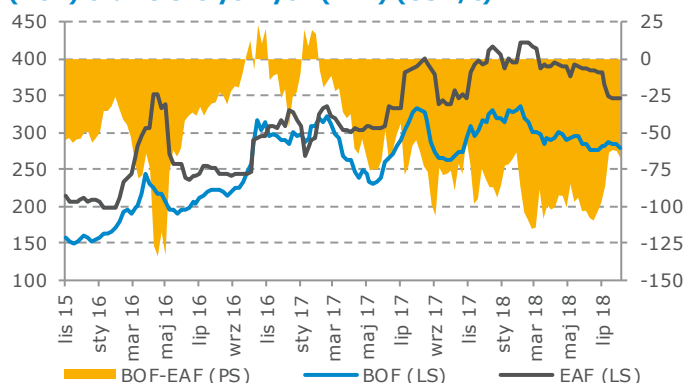
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

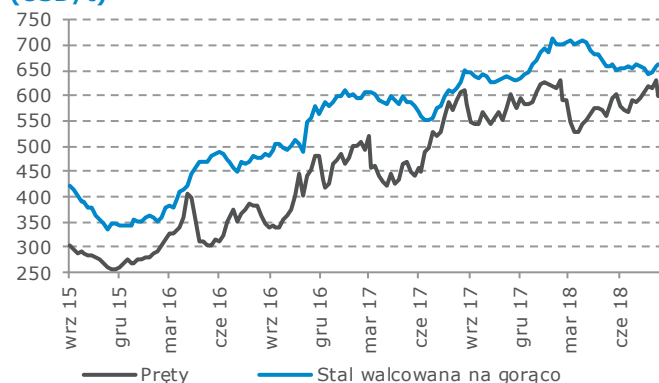
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



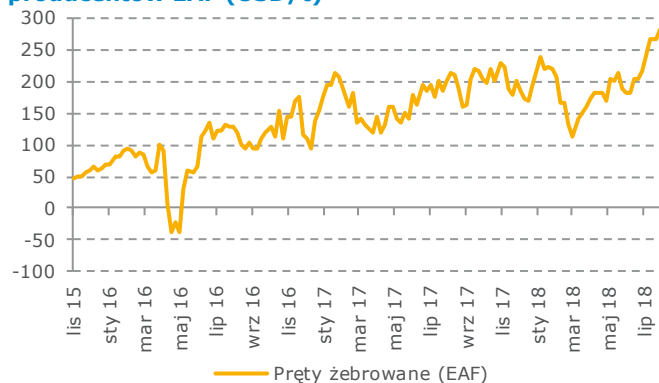
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



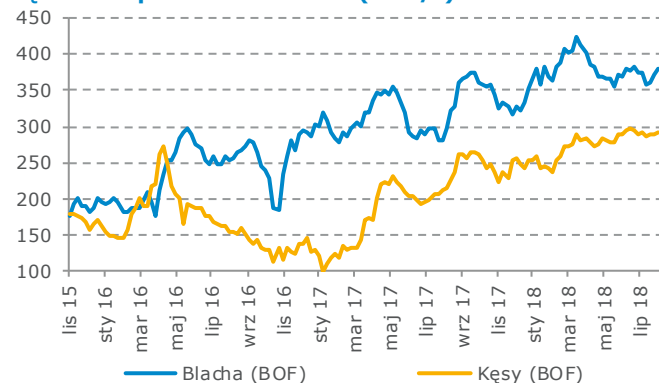
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



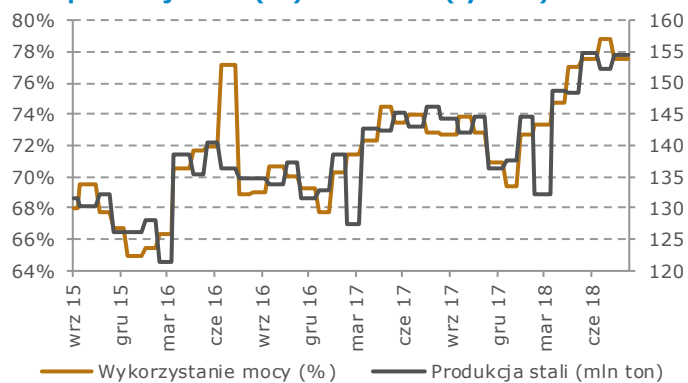
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



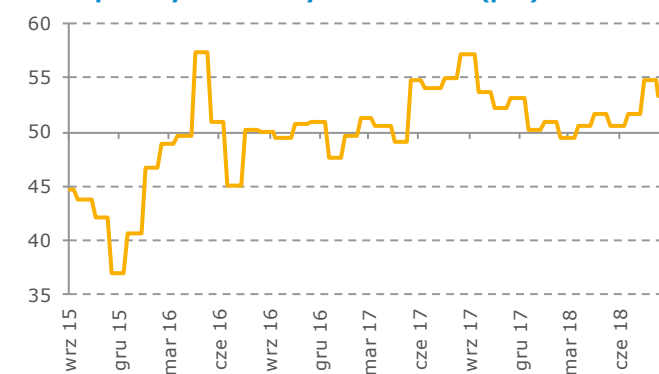
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



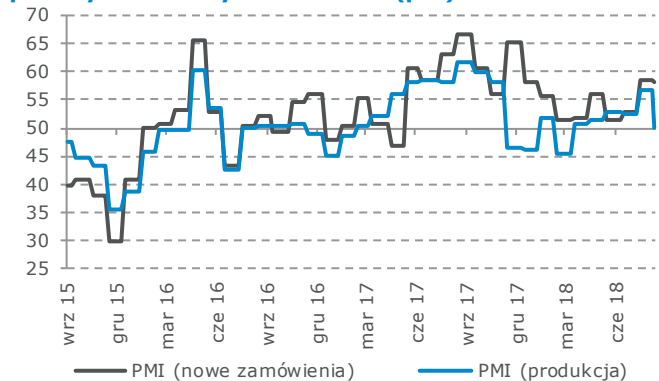
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

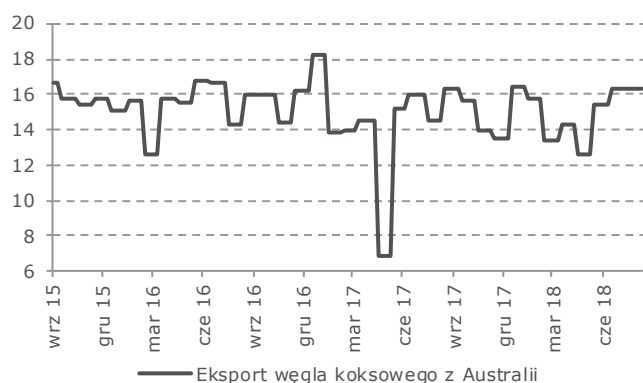


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

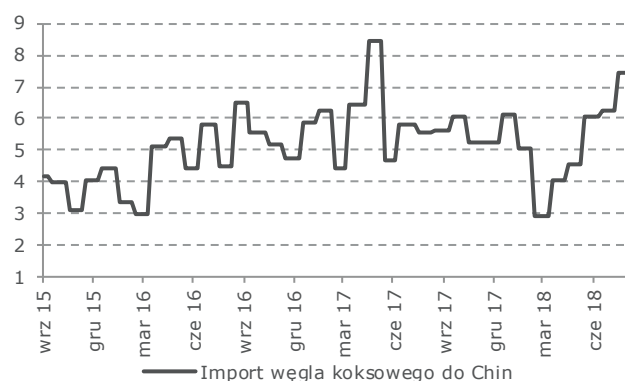


Surowce (stal)

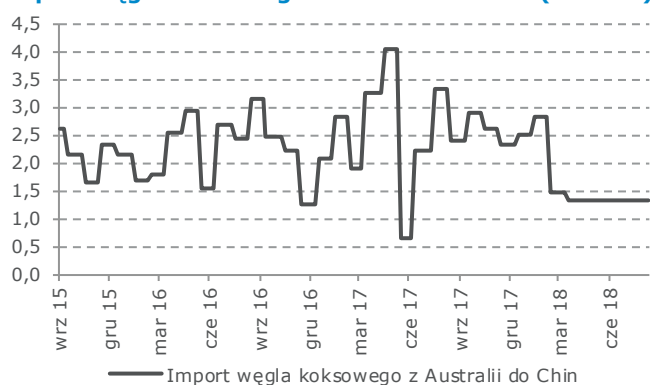
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



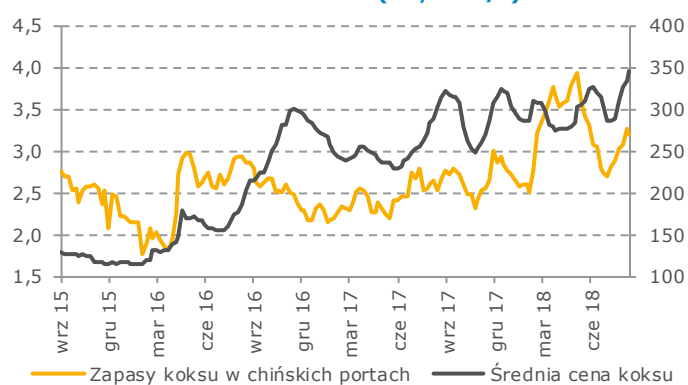
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



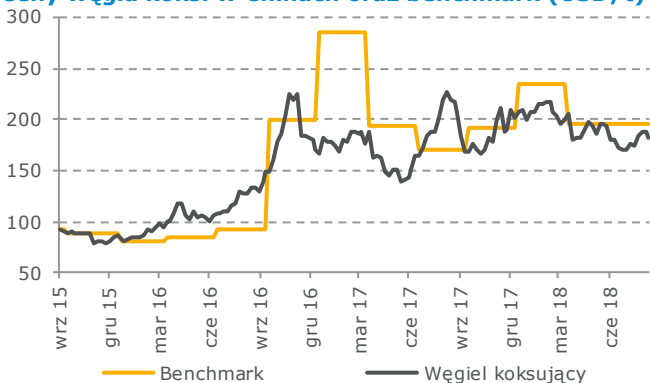
Import węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



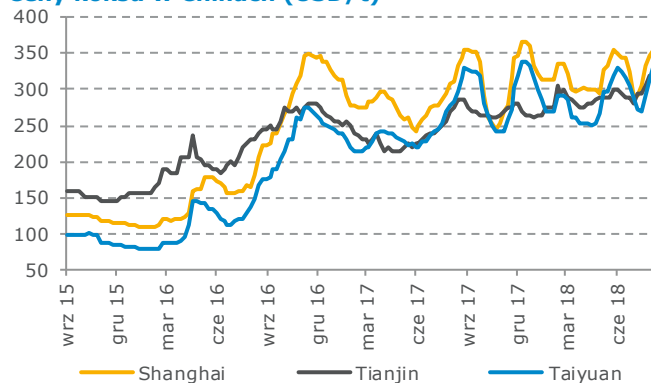
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



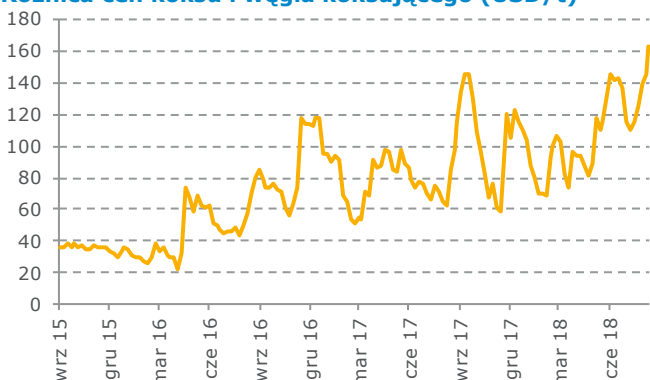
Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



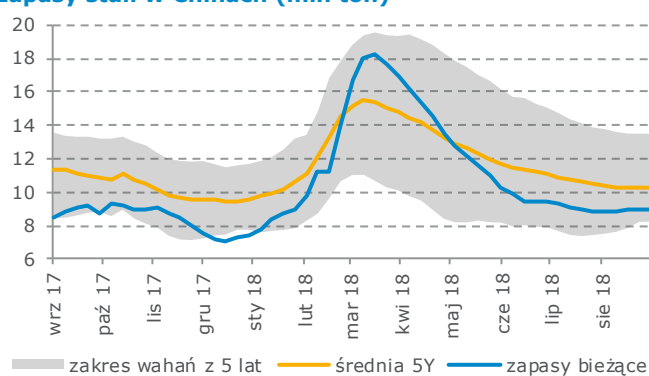
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



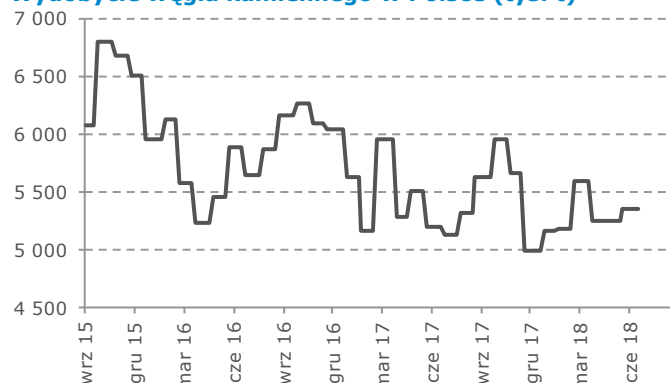
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



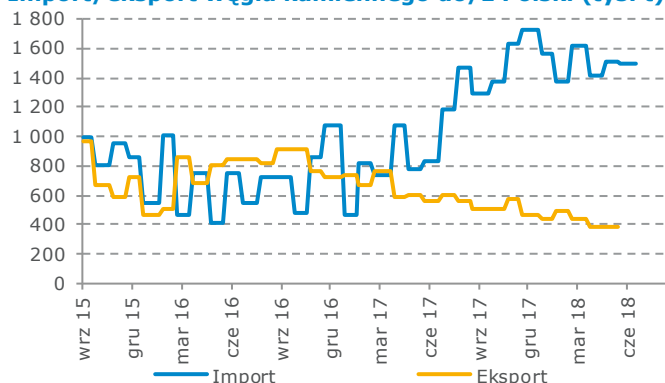
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

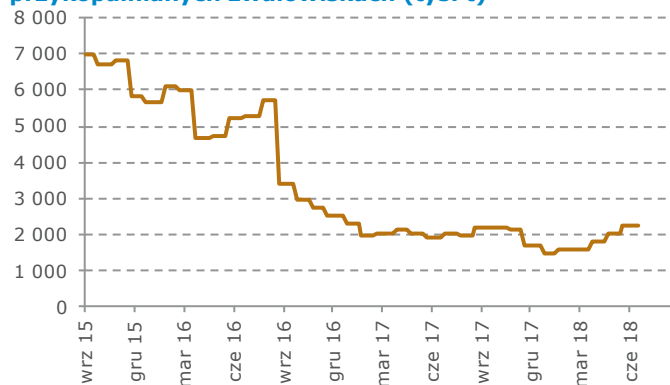
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



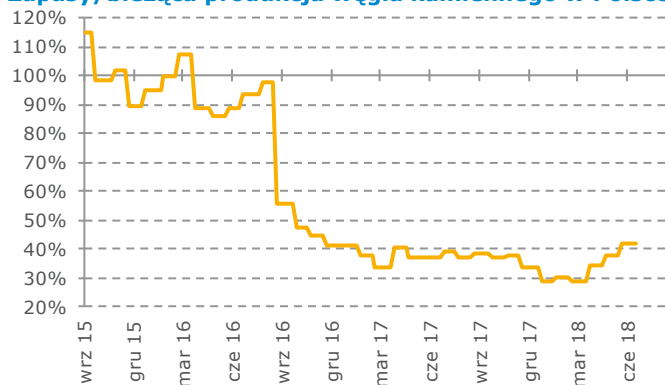
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



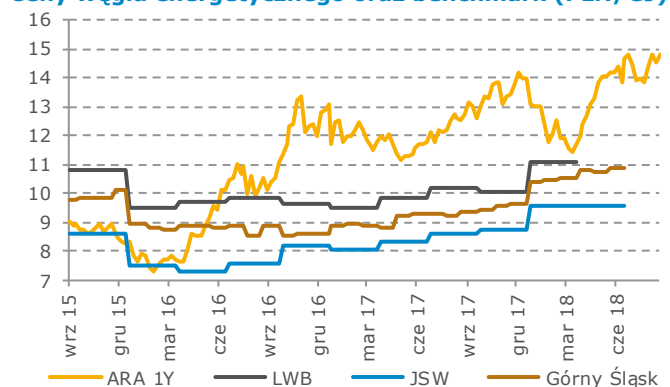
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



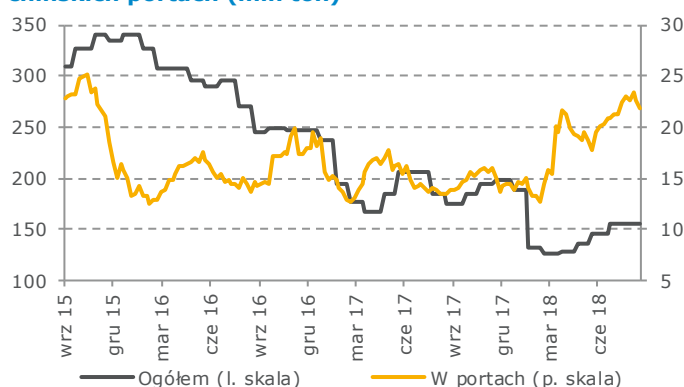
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



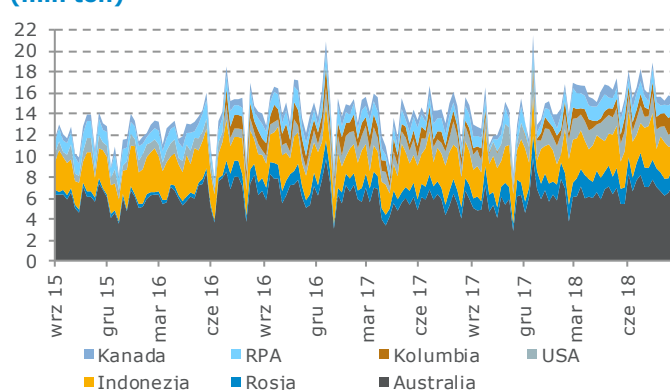
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



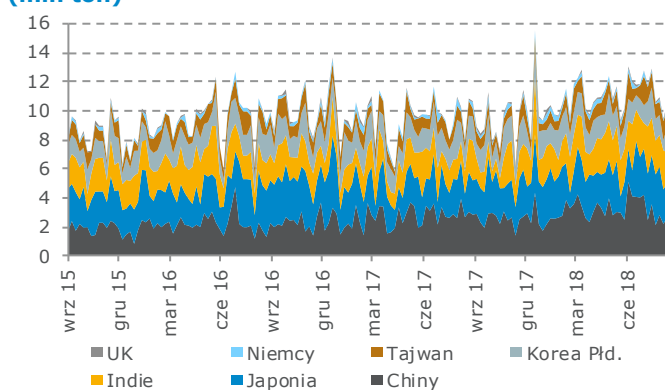
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



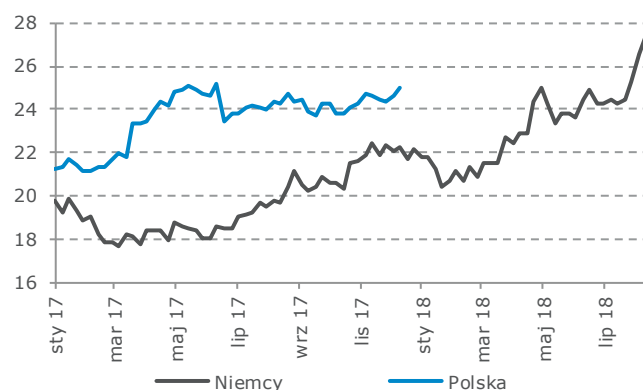
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



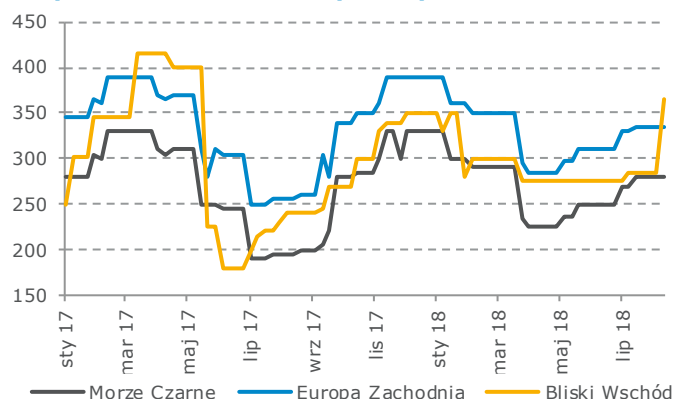
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

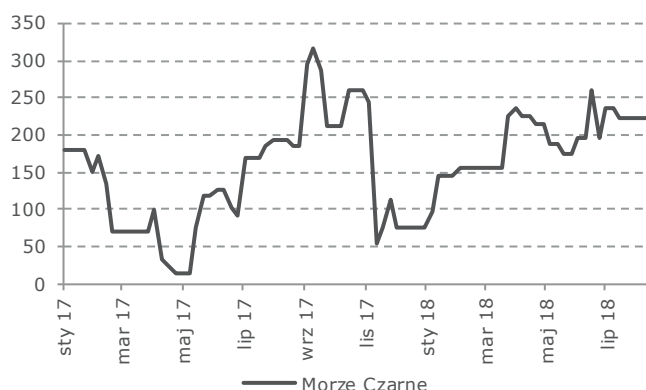
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



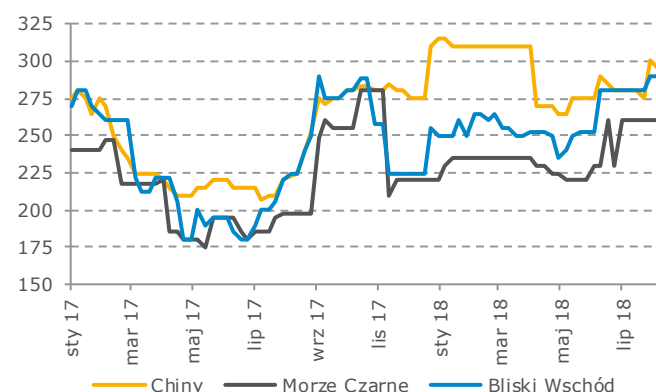
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



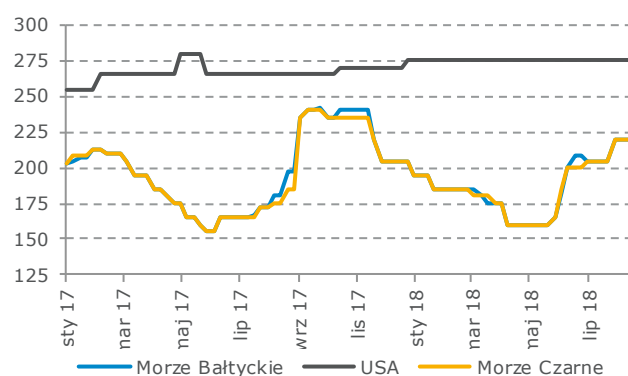
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



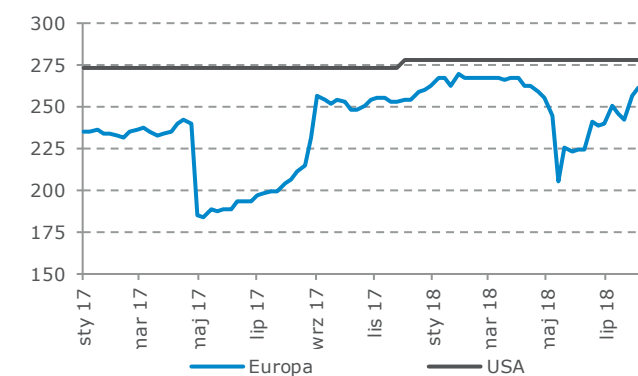
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



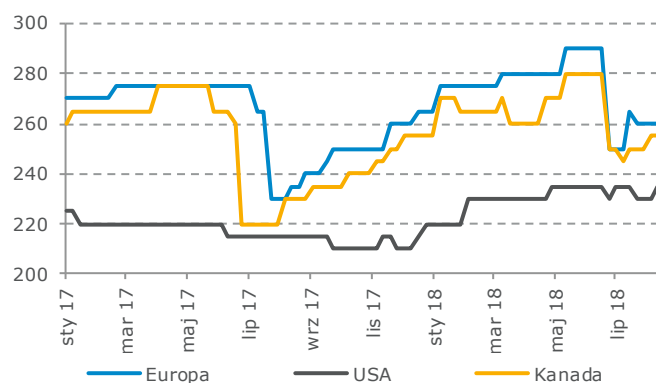
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



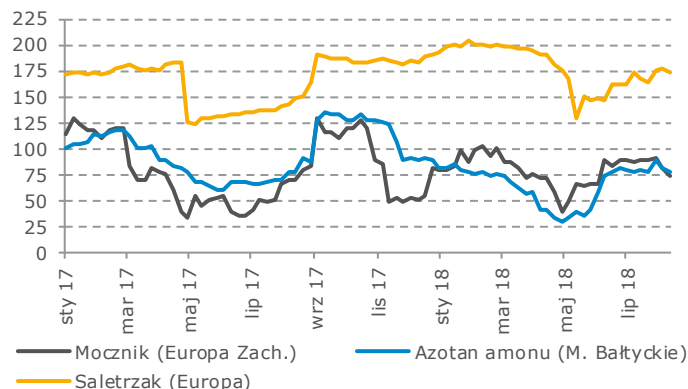
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



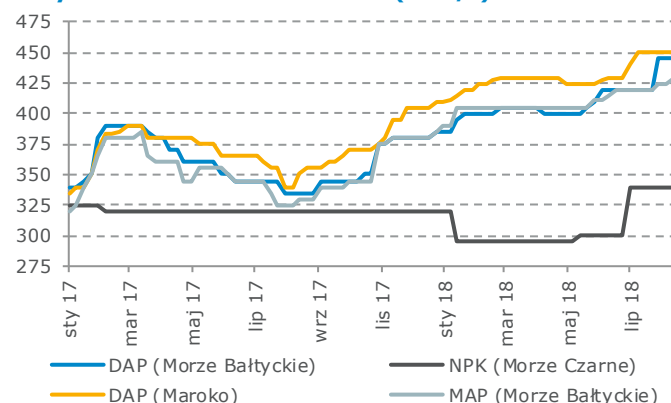
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



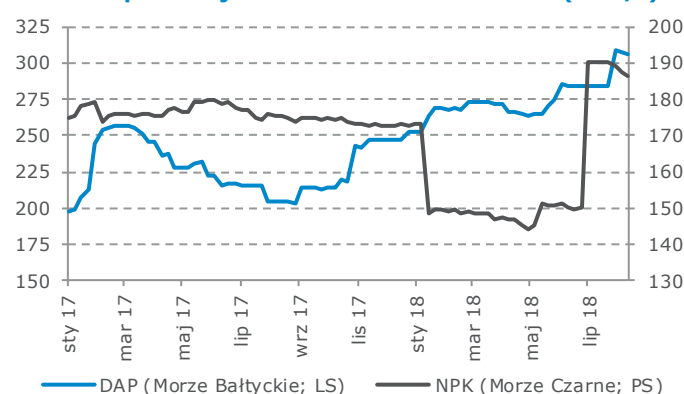
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

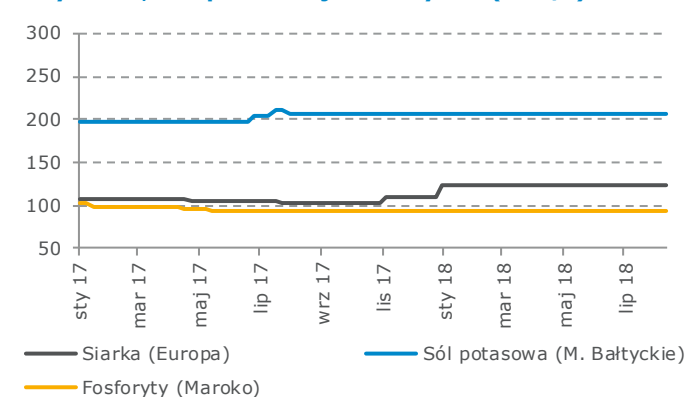
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



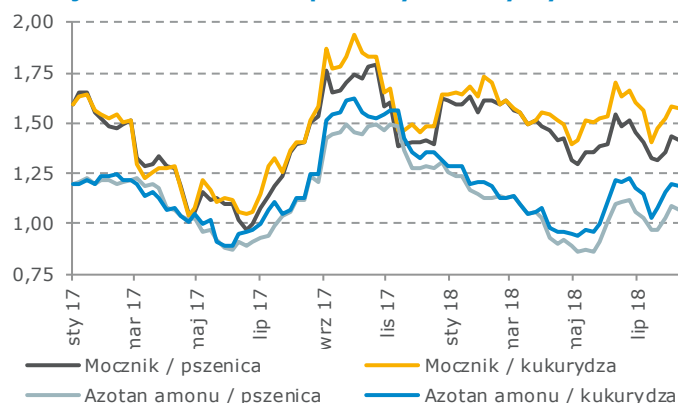
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



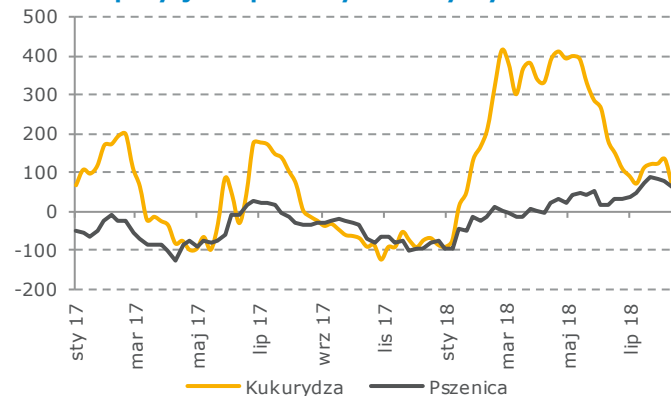
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



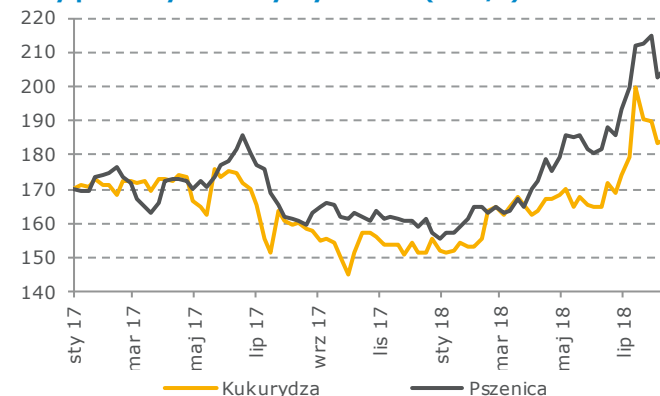
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



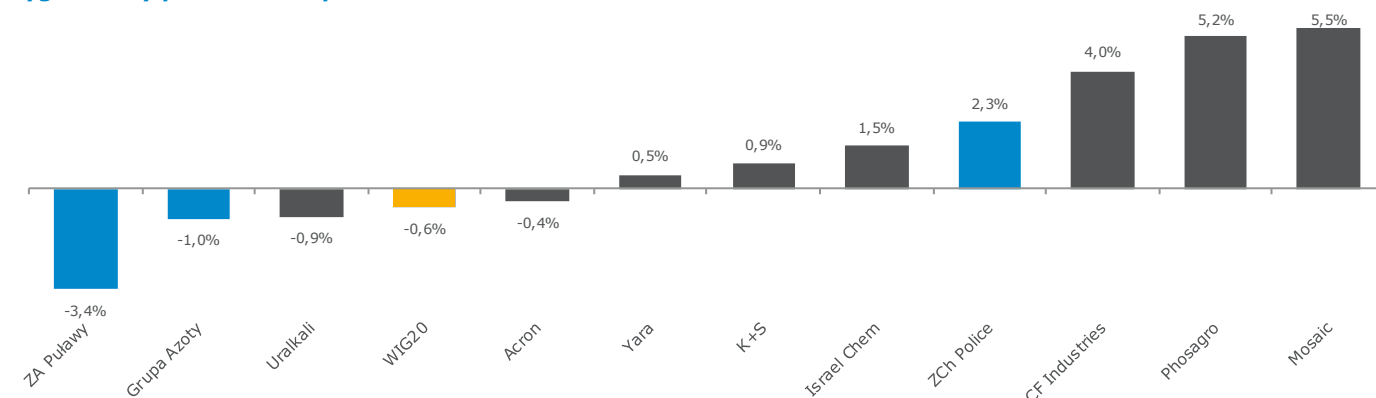
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



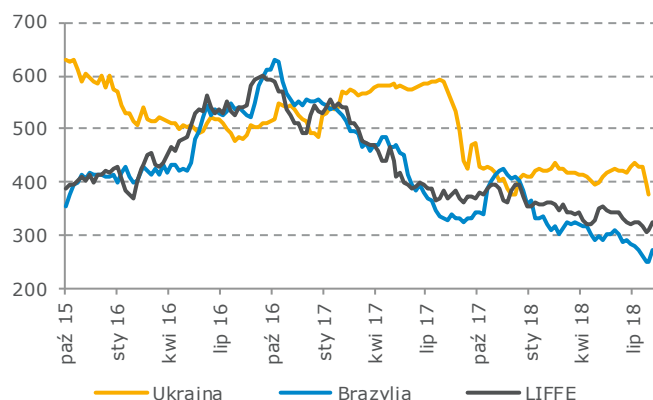
Tygodniowy performance producentów nawozów



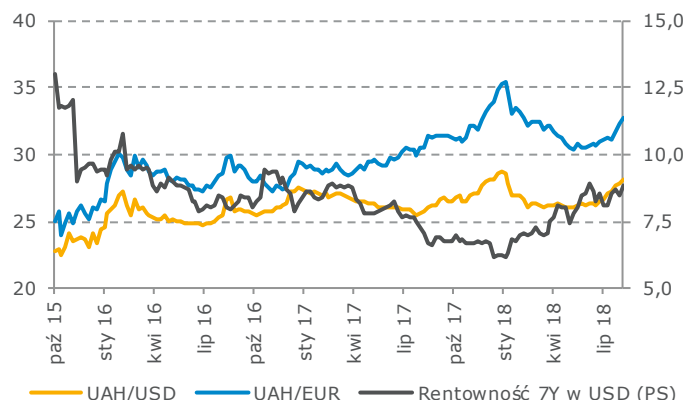
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

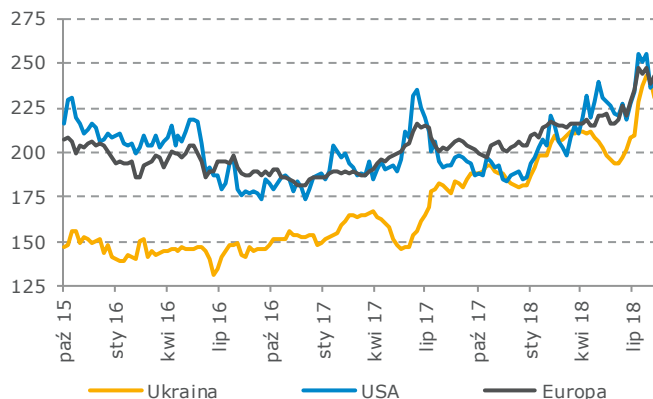
Cena cukru (USD/Mt)



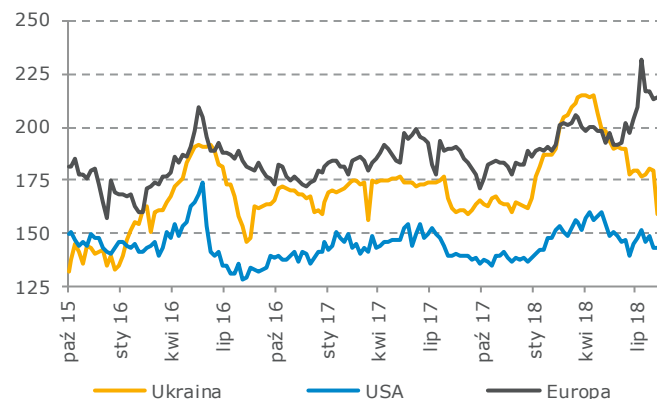
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



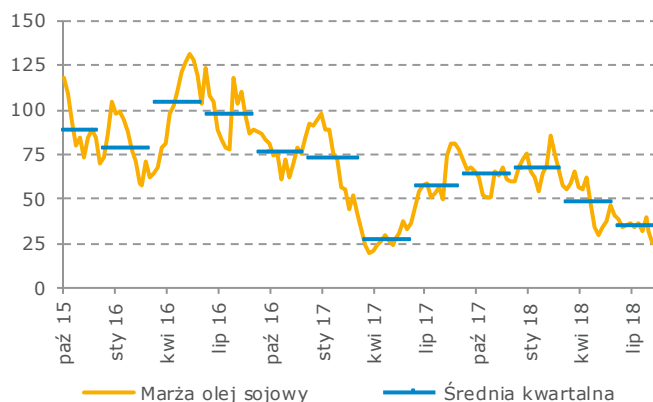
Cena pszenicy (USD/Mt)



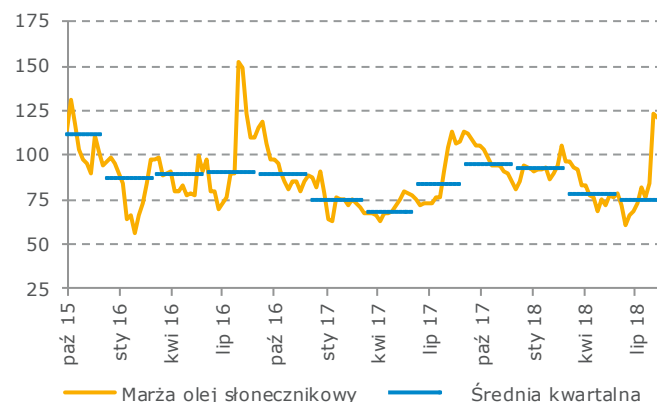
Cena kukurydzy (USD/Mt)



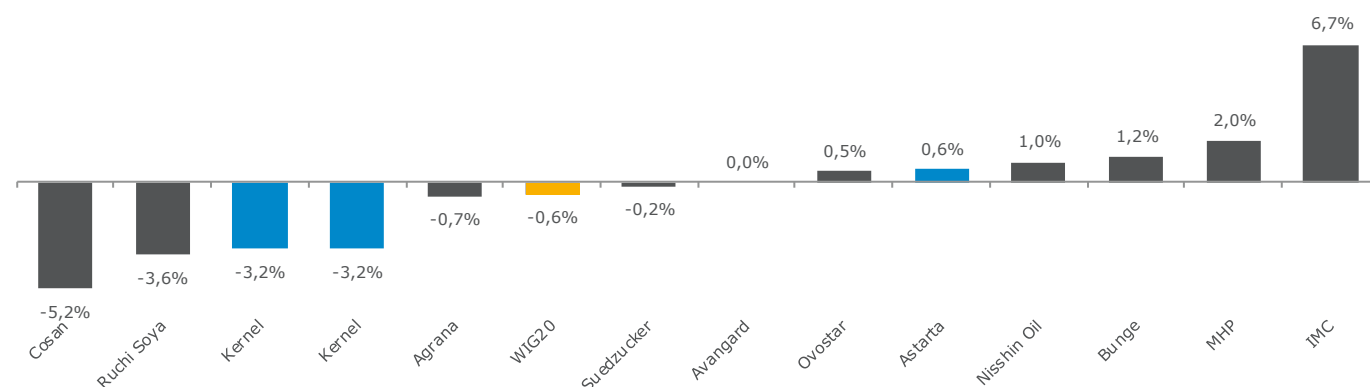
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-09-03)

	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	562,0	8,5	8,4	7,8	2,2	2,1	2,0	21,2	19,7	17,6	26%	25%	26%	5,9%	4,7%	5,1%
Enea	8,6	3,9	3,3	3,8	0,9	0,8	0,8	4,1	3,2	4,1	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	8,8	3,5	3,3	3,5	0,8	0,7	0,7	4,4	4,5	4,8	22%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,1	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%	4,6%
Tauron	2,0	3,8	4,2	3,9	0,8	0,8	0,7	3,8	3,2	3,2	20%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	8,5	2,4	1,9	2,1	0,4	0,3	0,4	7,0	3,0	3,4	15%	18%	17%	14,2%	14,2%	14,2%
EDF	13,9	5,1	4,8	4,5	1,1	1,1	1,0	22,2	17,7	14,8	22%	22%	23%	2,2%	2,7%	3,4%
EDP	3,3	9,0	8,6	8,3	2,3	2,2	2,0	15,3	14,5	13,9	25%	25%	24%	5,7%	5,7%	5,8%
Endesa	19,2	7,4	7,2	7,1	1,3	1,3	1,2	14,1	13,8	13,5	17%	17%	17%	7,1%	7,3%	7,5%
Enel	4,2	6,6	6,3	6,1	1,4	1,4	1,4	10,5	9,4	8,9	21%	22%	22%	6,6%	7,4%	7,9%
EON	9,2	5,2	4,9	4,1	0,7	0,6	0,5	14,0	12,9	11,9	12%	12%	12%	4,7%	5,3%	5,8%
Fortum	21,7	14,6	14,8	13,6	4,7	4,6	4,6	23,5	18,3	16,0	32%	31%	33%	5,1%	5,1%	5,0%
Iberdola	6,4	8,9	8,3	7,8	2,2	2,1	2,1	13,7	12,9	12,2	25%	26%	27%	5,2%	5,5%	5,8%
National Grid	8,1	10,2	10,4	9,7	3,4	3,3	3,2	7,9	14,2	13,6	33%	32%	33%	5,5%	5,8%	6,0%
Red Electrica	18,1	9,7	9,5	9,6	7,5	7,3	7,4	13,9	13,3	13,8	77%	77%	77%	5,4%	5,8%	5,9%
RWE	21,9	2,9	2,8	3,7	0,3	0,3	0,4	15,5	14,0	11,2	11%	11%	11%	3,2%	3,8%	4,4%
SSE	12,6	9,8	8,8	8,8	0,7	0,7	0,7	15,5	10,9	11,0	7%	8%	8%	7,5%	7,6%	7,0%
Verbund	34,6	16,1	14,0	12,6	5,2	4,6	4,3	32,7	25,7	21,0	32%	33%	34%	1,4%	1,8%	2,2%
Mediana		7.0	6.8	6.6	1.2	1.2	1.1	13.9	13.1	12.0	22%	23%	23%	5.1%	5.2%	5.4%

Wycena spółek rafineryjnych (2018-09-03)

	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	69,96	5,4	6,6	5,4	0,6	0,6	0,5	9,8	13,8	12,1	11%	8%	10%	1,4%	3,1%	2,2%
MOL	2862,00	3,7	4,1	4,0	0,5	0,5	0,5	8,1	10,1	9,4	14%	12%	13%	4,5%	3,9%	4,1%
PKN Orlen	99,60	5,6	7,8	6,8	0,5	0,4	0,4	8,9	14,8	13,2	8%	5%	6%	3,0%	3,9%	2,4%
Hellenic Petroleum	7,39	6,0	6,1	6,1	0,5	0,5	0,5	7,7	8,4	8,2	8%	8%	8%	5,2%	5,6%	6,3%
HollyFrontier	74,52	7,7	6,5	6,8	0,9	0,9	0,9	14,0	9,8	10,6	12%	14%	13%	1,8%	1,9%	1,9%
Marathon Petroleum	82,29	7,1	4,8	4,2	0,6	0,7	0,7	16,2	12,0	9,1	9%	14%	16%	2,2%	2,4%	2,6%
Motor Oil	20,20	4,6	4,7	4,2	0,3	0,3	0,3	8,8	9,2	8,2	6%	6%	7%	6,3%	6,6%	7,2%
Neste Oil	74,24	12,0	11,2	10,6	1,3	1,3	1,3	18,9	17,7	16,6	11%	12%	12%	2,7%	2,9%	3,0%
OMV	46,31	4,4	4,1	4,1	0,9	0,9	0,9	9,1	8,2	8,1	21%	22%	22%	3,5%	3,9%	4,2%
Phillips 66	118,51	9,3	8,3	7,3	0,6	0,5	0,7	15,0	12,1	9,8	6%	7%	9%	2,6%	2,9%	3,1%
Saras	2,21	5,5	4,7	3,8	0,2	0,2	0,2	18,0	12,3	8,7	4%	5%	6%	3,5%	4,3%	5,5%
Tesoro	152,79	9,6	8,0	7,1	0,7	0,7	0,7	17,1	12,5	10,2	8%	8%	10%	1,6%	1,7%	1,8%
Tupras	118,00	7,0	6,4	5,4	0,5	0,5	0,5	8,9	7,3	6,1	8%	7%	8%	8,6%	10,7%	13,1%
Valero Energy	117,88	9,0	6,9	5,5	0,5	0,5	0,4	17,9	11,6	8,7	6%	7%	8%	2,7%	3,0%	3,2%
Mediana		6,5	6,4	5,5	0,5	0,5	0,5	11,9	11,8	9,3	8%	8%	9%	2,9%	3,5%	3,1%

Wycena spółek petrochemicznych (2018-09-03)

	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	99,60	5,6	7,8	6,8	0,5	0,4	0,4	8,9	14,8	13,2	8%	5%	6%	3,0%	3,9%	2,4%
Axiall	94,57	6,4	6,3	6,0	1,7	1,7	1,6	10,6	10,1	9,2	27%	26%	26%	0,9%	1,0%	1,0%
Braskem	59,60	6,4	7,1	7,3	1,3	1,3	1,3	13,9	16,7	21,4	20%	18%	18%	3,1%	2,4%	3,4%
Eastman Chemical	97,03	8,7	8,3	8,0	2,0	1,9	1,8	11,3	10,4	9,5	23%	23%	23%	2,3%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	30,49	6,9	6,8	6,5	1,1	1,1	1,1	9,0	8,8	8,0	16%	16%	16%	2,1%	2,2%	2,3%
LyondellBasell	112,78	6,8	6,9	6,6	1,3	1,2	1,2	9,6	9,8	9,3	19%	18%	19%	3,5%	3,7%	3,9%
Mitsubishi Chemical	980,90	6,4	5,6	5,7	0,9	0,8	0,8	6,7	6,7	6,8	14%	15%	14%	3,3%	3,7%	3,8%
Mitsui Chemicals	2812,00	6,9	6,4	6,1	0,8	0,7	0,7	7,8	6,6	6,5	11%	11%	11%	3,2%	3,6%	3,9%
Westlake Chemical	94,57	6,4	6,3	6,0	1,7	1,7	1,6	10,6	10,1	9,2	27%	26%	26%	0,9%	1,0%	1,0%
Mediana		6,4	6,8	6,5	1,3	1,2	1,2	9,6	10,1	9,2	19%	18%	18%	3,0%	2,4%	2,6%

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

Wycena spółek gazowych (2018-09-03)

	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 GAZOWE																
PGNiG	5,86	3,8	3,2	2,8	0,8	0,7	0,6	8,2	6,9	7,0	21%	22%	23%	0,0%	3,7%	4,4%
A2A	1,50	6,6	6,4	6,2	1,3	1,3	1,3	11,8	12,3	11,7	20%	20%	21%	4,5%	5,0%	5,3%
BG Group	25,49	5,7	5,3	5,3	0,9	0,9	0,9	12,7	10,8	10,5	16%	17%	17%	5,7%	5,8%	5,9%
BP	5,54	5,0	4,6	4,5	0,6	0,6	0,6	13,6	12,3	11,6	12%	13%	14%	5,6%	5,7%	5,9%
Centrica	1,46	5,2	5,2	5,2	0,4	0,4	0,4	11,4	11,2	10,8	9%	8%	8%	8,2%	7,8%	7,6%
Enagas	24,07	10,3	10,6	10,3	8,0	8,2	8,1	13,1	13,6	12,5	78%	77%	79%	6,3%	6,7%	7,0%
Endesa	19,20	7,4	7,2	7,1	1,3	1,3	1,2	14,1	13,8	13,5	17%	17%	17%	7,1%	7,3%	7,5%
Engie	12,60	6,0	5,7	5,4	0,9	0,9	0,8	12,6	11,4	10,5	15%	15%	16%	6,0%	6,3%	6,8%
Eni	16,08	3,6	3,4	3,4	0,9	0,9	0,9	13,4	11,6	11,6	25%	26%	27%	5,2%	5,3%	5,4%
Equinor	215,30	3,4	3,2	3,0	1,3	1,2	1,2	13,4	12,3	11,8	37%	39%	39%	3,6%	3,7%	3,8%
Gas Natural SDG	23,70	9,1	8,6	8,3	1,6	1,6	1,6	26,6	17,0	15,9	18%	18%	19%	5,3%	5,7%	5,8%
Gazprom	148,73	2,5	2,5	2,4	0,7	0,7	0,7	3,2	3,2	3,2	27%	27%	27%	6,3%	7,0%	7,5%
Hera	2,72	7,0	7,0	6,8	1,2	1,2	1,2	15,2	15,4	14,9	18%	17%	18%	3,7%	3,8%	3,9%
NovaTek	162,70	13,4	13,3	12,7	4,8	4,6	4,3	13,3	12,0	11,3	36%	35%	34%	1,6%	2,0%	2,2%
ROMGAZ	32,55	3,6	3,3	3,1	2,1	1,9	1,6	7,3	6,7	6,5	58%	58%	54%	13,0%	14,1%	14,6%
Shell	28,26	5,7	5,3	5,3	0,9	0,9	0,9	12,5	10,6	10,4	16%	17%	17%	5,7%	5,8%	5,9%
Snam	3,57	11,5	11,4	11,2	9,3	9,2	9,1	12,4	12,2	11,8	81%	81%	81%	6,2%	6,4%	6,5%
Total	54,14	5,7	5,2	5,2	1,0	1,0	1,0	11,7	10,6	10,5	18%	20%	20%	4,8%	4,9%	5,1%
Mediana		5.7	5.3	5.3	1.1	1.1	1.1	12.7	11.8	11.5	19%	20%	20%	5.7%	5.7%	5.9%

Wycena spółek wydobywczych (2018-09-03)

	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	2862,00	4,8	4,6	5,0	0,7	0,7	0,7	7,9	7,7	6,8	14%	15%	13%	3,8%	3,8%	4,3%
Bashneft	1995,00	1,9	1,8	1,8	0,5	0,4	0,4	3,2	3,0	3,1	24%	25%	24%	12,3%	18,3%	17,3%
BP	5,54	5,0	4,6	4,5	0,6	0,6	0,6	13,6	12,3	11,6	12%	13%	14%	5,6%	5,7%	5,9%
Dana Gas	1,11	8,8	8,1	-	4,5	4,2	-	30,0	15,2	-	51%	51%	-	6,3%	8,1%	-
Eni	16,08	3,6	3,4	3,4	0,9	0,9	0,9	13,4	11,6	11,6	25%	26%	27%	5,2%	5,3%	5,4%
Equinor	215,30	3,4	3,2	3,0	1,3	1,2	1,2	13,4	12,3	11,8	37%	39%	39%	3,6%	3,7%	3,8%
Gazprom Neft	339,90	4,0	4,1	3,9	1,0	0,9	0,9	4,7	4,6	4,4	24%	22%	23%	6,2%	7,5%	8,7%
Gulf Keystone	2,66	5,0	3,9	2,3	3,4	2,9	1,9	12,8	7,9	4,2	69%	73%	81%	-	-	-
Lukoil	4728,00	3,7	3,8	3,8	0,6	0,6	0,6	5,7	5,8	5,6	15%	15%	15%	5,2%	5,5%	5,9%
Occidental Petroleum	79,87	7,2	6,5	6,8	4,1	3,7	3,8	16,1	14,5	16,2	57%	57%	56%	3,9%	3,9%	4,0%
Repsol	16,69	4,7	4,5	4,3	0,7	0,7	0,7	10,0	9,3	8,6	14%	15%	15%	5,5%	5,7%	5,9%
Rosneft Oil	438,75	4,7	4,3	4,1	1,1	1,0	1,0	8,2	6,7	5,9	23%	24%	24%	5,7%	6,9%	8,4%
Shell	28,26	5,7	5,3	5,3	0,9	0,9	0,9	12,5	10,6	10,4	16%	17%	17%	5,7%	5,8%	5,9%
Surgutneftgas	38,15	-	-	-	-	-	-	4,2	4,7	4,8	-	-	-	6,6%	5,7%	6,5%
Total	54,14	5,7	5,2	5,2	1,0	1,0	1,0	11,7	10,6	10,5	18%	20%	20%	4,8%	4,9%	5,1%
Tullow Oil	2,38	5,2	5,0	5,1	3,9	3,8	3,9	10,7	9,3	10,9	75%	76%	75%	0,1%	0,6%	0,4%
Mediana		4,8	4,5	4,2	1,0	0,9	0,9	11,2	9,3	8,6	24%	24%	23%	5,5%	5,7%	5,9%

Wycena spółek surowcowych (2018-09-03)

	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	76,50	2,4	2,7	3,4	0,8	0,8	0,9	4,6	6,0	9,6	33%	30%	25%	0,0%	6,5%	8,3%
KGHM	92,70	4,6	3,4	3,2	1,2	0,9	0,8	7,9	6,1	6,1	25%	26%	26%	0,0%	3,2%	5,7%
LW Bogdanka*	58,10	3,5	2,9	2,7	1,1	1,0	0,9	15,3	9,2	8,4	30%	34%	34%	2,0%	2,8%	4,5%
Anglo American	15,71	4,1	4,3	4,6	1,3	1,3	1,3	9,0	9,6	10,6	32%	31%	28%	5,0%	4,8%	4,8%
Antofagasta	8,10	5,2	4,4	4,3	2,6	2,4	2,3	14,7	11,9	11,7	50%	54%	55%	3,3%	3,8%	3,7%
BHP Billiton	16,67	6,2	6,1	6,4	3,1	3,2	3,3	32,4	12,8	14,2	51%	52%	51%	2,9%	6,6%	5,2%
Freeport-McMoRan	14,05	4,2	6,1	4,8	1,6	2,0	1,8	7,5	12,2	8,6	39%	33%	38%	1,3%	2,0%	3,5%
Glencore	3,17	5,0	4,9	5,0	0,4	0,4	0,4	8,7	8,5	8,8	8%	8%	8%	5,3%	5,8%	6,2%
Grupo Mexico	55,33	6,0	5,4	5,3	2,9	2,6	2,5	11,4	9,8	9,4	48%	48%	48%	3,9%	4,8%	5,4%
Kazakhmys	4,79	3,7	3,5	3,5	2,1	2,0	2,0	5,3	4,6	4,7	57%	57%	56%	1,3%	1,3%	1,3%
Rio Tinto	36,50	5,3	5,8	5,8	2,4	2,5	2,5	10,1	11,5	11,7	45%	43%	43%	6,0%	5,7%	5,6%
Southern CC	43,64	9,9	8,8	8,6	5,1	4,6	4,6	18,1	15,9	15,3	51%	52%	53%	3,9%	3,2%	3,4%
Mediana		4,8	4,7	4,7	1,9	2,0	1,9	9,6	9,7	9,5	42%	38%	41%	3,1%	4,3%	5,0%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	375,00	9,3	8,7	8,4	1,5	1,4	1,3	13,6	12,9	12,7	16%	16%	16%	6,4%	5,8%	6,2%
Alcoa	44,67	3,8	4,3	4,8	0,8	0,9	0,9	10,9	11,4	11,9	22%	20%	18%	0,1%	0,3%	0,5%
Constellium	11,65	7,0	6,5	6,1	0,6	0,6	0,5	15,6	8,5	7,2	9%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	109,59	9,5	8,4	8,2	1,2	1,2	1,2	17,1	14,5	14,1	13%	14%	14%	2,0%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	46,02	5,8	4,8	4,5	0,7	0,7	0,6	12,9	9,9	9,0	11%	13%	14%	3,7%	4,2%	4,7%
Rusal	2,08	4,7	-	-	1,1	1,1	-	4,5	3,7	3,5	22%	-	-	7,9%	7,5%	4,2%
Mediana		6.4	6.5	6.1	0.9	1.0	0.9	13.3	10.6	10.5	14%	14%	14%	3.7%	4.2%	4.2%

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

Wycena spółek nawozowych (2018-09-03)

	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	38,00	5,8	5,8	6,3	0,6	0,6	0,7	16,8	15,2	14,2	10%	10%	11%	3,2%	1,8%	2,0%
ZA Police*	18,00	9,7	7,2	5,8	0,8	0,7	0,7	27,7	14,6	9,8	8%	10%	12%	2,9%	2,8%	2,8%
ZCh Puławy*	100,00	3,8	2,9	2,7	0,4	0,4	0,4	11,9	8,0	7,2	11%	14%	15%	5,9%	8,0%	8,0%
Acron	4599,00	8,9	8,2	7,8	2,8	2,6	2,4	11,2	10,1	9,5	31%	32%	32%	6,6%	7,0%	7,2%
CF Industries	51,95	13,0	11,1	10,4	4,3	3,9	3,8	41,7	24,7	20,3	33%	35%	37%	2,3%	2,3%	2,3%
Israel Chemicals	20,85	7,6	8,4	7,9	1,7	1,7	1,6	16,6	15,1	13,9	23%	20%	20%	3,2%	5,9%	6,3%
K+S	19,53	9,3	7,4	6,7	1,7	1,6	1,5	21,1	12,3	10,1	18%	21%	23%	2,4%	3,5%	4,0%
Phosagro	2599,00	6,3	6,3	6,0	2,0	2,0	1,9	10,4	10,6	8,9	32%	31%	31%	5,0%	5,2%	5,3%
The Mosaic Company	31,27	8,7	7,7	7,4	1,7	1,6	1,6	18,6	14,9	13,1	20%	21%	22%	0,3%	0,3%	0,7%
Uralkali	80,50	4,9	5,0	-	2,6	2,6	-	4,1	4,4	-	53%	53%	-	-	-	-
Yara International	386,90	91,1	66,5	54,4	10,5	10,0	9,0	100+	100+	99,2	12%	15%	17%	0,2%	0,4%	0,5%
Mediana		8,7	7,4	7,0	1,7	1,7	1,6	16,7	13,5	11,6	20%	21%	21%	3,1%	3,2%	3,4%

Wycena spółek spożywczych (2018-09-03)

	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*	32,40	4,9	4,1	-	1,0	0,9	-	5,2	7,9	-	19%	23%	-	-	-	-
IMC*	12,70	3,5	-	-	1,4	1,3	-	4,2	-	-	39%	-	-	6,7%	-	-
Kemel	49,25	6,7	5,1	4,1	0,7	0,5	0,4	15,7	7,1	4,7	10%	11%	10%	1,8%	1,8%	5,8%
Ovostar*	98,00	4,8	-	-	1,4	1,3	-	5,7	-	-	29%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	21,45	6,5	7,5	7,1	0,6	0,6	0,6	9,6	13,8	12,8	10%	8%	9%	5,2%	5,1%	5,3%
Bunge Limited	64,98	9,2	9,0	8,9	0,4	0,4	0,4	12,3	11,7	11,1	4%	4%	4%	3,0%	3,2%	3,5%
Cosan	35,02	4,6	4,1	3,7	0,4	0,4	0,3	11,3	9,5	7,9	9%	9%	9%	4,7%	5,3%	6,7%
MHP	12,70	5,4	5,0	4,5	1,7	1,5	1,4	5,6	4,8	4,1	32%	31%	31%	5,9%	6,1%	6,3%
Nisshin Oillio	3055,00	9,9	8,6	8,0	0,5	0,4	0,4	15,0	15,3	14,5	5%	5%	5%	2,0%	2,0%	2,1%
Suedzucker	11,94	6,3	10,0	8,4	0,7	0,7	0,7	11,9	72,3	28,8	11%	7%	8%	3,8%	1,8%	2,2%
Wilmar Int.	3,17	14,3	13,4	13,1	0,8	0,7	0,7	13,0	12,8	11,8	5%	5%	5%	3,4%	3,4%	3,5%
Mediana		6,3	7,5	7,6	0,7	0,7	0,5	11,3	11,7	11,5	10%	8%	9%	3,8%	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 jakiegokolwiek 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.kliszcz@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