

wtorek, 2 października 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 spadły w ostatnim tygodniu w okolice 54 EUR/MWh, mimo stabilizacji notowań węgla ARA i uprawnień do emisji, co zaowocowało ograniczeniem CDS. W Polsce kontrakt roczny spadł relatywnie nieco mocniej do 287 PLN/MWh i w efekcie spread transgraniczny obniżył się z rekordowych poziomów ponad 65 PLN/MWh do 54 PLN/MWh. Modelowe marże na węglu nadal pozostają bardzo wysokie. Warto też odnotować ponowne odbicie cen zielonych certyfikatów powyżej 130 PLN/MWh.

Rynek paliwowy

Ceny ropy przebiły już poziom 85 USD/Bbl, co wraz z rosnącym spreadem Brent/WTI (już 10 USD/Bbl) odciska coraz większe piętno na rentowności sektora rafineryjnego w Europie. Przy spadających crackach na HSFO i benzynie modelowa marża kalkulowana na uzyskach Orlenu spadła już w okolice 2 USD/Bbl. Wsparciem pozostaje tylko dyferencja Ural/Brent (1,9 USD) po zapowiedzi zwiększenia dostępności ropy Ural na Bałtyku. Korekta na rynku gazu okazała się chwilowa i znów narastają obawy o dostawy w okresie zimowych, co tylko podnosi koszty przerobu w sektorze. Negatywne tendencje są też kontynuowane w sektorze petrochemicznym, a tymczasem kursy LTS i PKN zdają się tego otoczenia nie zauważać.

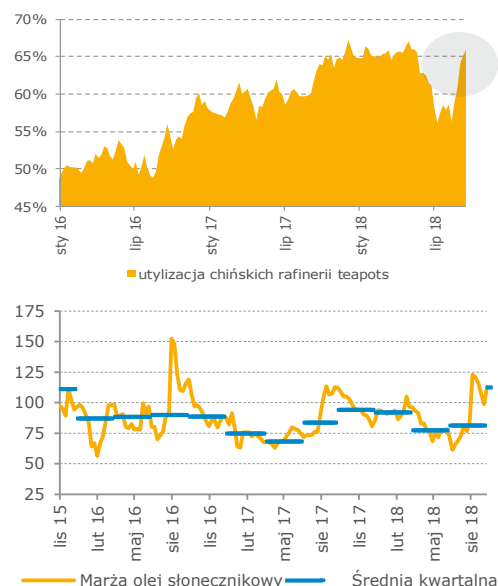
Rynek metali

Umocnienie walut rynków wschodzących (strona 8) w ostatnich dwóch tygodniach pozytywnie przekładało się na sentyment wokół metali przemysłowych. Warto zwrócić uwagę na utrzymującą się wysoką wartość premii producenckiej na miedzi, która według uczestników rynku wynika z dużego fizycznego popytu na metal. W ubiegłym tygodniu liczba pozycji spekulacyjnych na miedzi wzrosła do 11 tys. sztuk (wcześniej zero). Nadal spadają monitorowane zapasy miedzi na giełdach (obecnie najniższe od sierpnia 2016 roku).

Rynek węgla koksowego

Indeks PMI dla przemysłu stalowego w Chinach spadł we wrześniu o 1,4 punktu w porównaniu z poprzednim miesiącem do 52 punktów z powodu mniejszego napływu nowych zamówień krajowych. Wzrosły również nieznacznie monitorowane zapasy wyrobów stalowych w Chinach (strona 11). Warto zwrócić uwagę na wyraźny spadek zapasów koksu (najniższe od maja 2017 roku) i węgla energetycznego (najniższe od marca 2018 roku) w chińskich portach. Naszym zdaniem może to być związane z sezonem tajfunów, co utrudnia transport towarów drogą morską.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Perspektywa podaży paliw z Chin

W ostatnich miesiącach presja podaży na paliwach ze strony Chin nieco zelżała, ale ostatnie odczyty wskazują, że tamtejsze rafinerie znów zwiększają poziom utylizacji. Jeśli zestawimy to z informacją o zwiększeniu kwot importu ropy dla „teapots” o 42% w 2019 i planowanym uruchomieniem dwóch gigantycznych rafinerii z przerobem rzędu 40 mln ton/rok to perspektywa dla sektora nie wygląda różowo.

Marże na tłoczeniu słonecznika (USD/t)

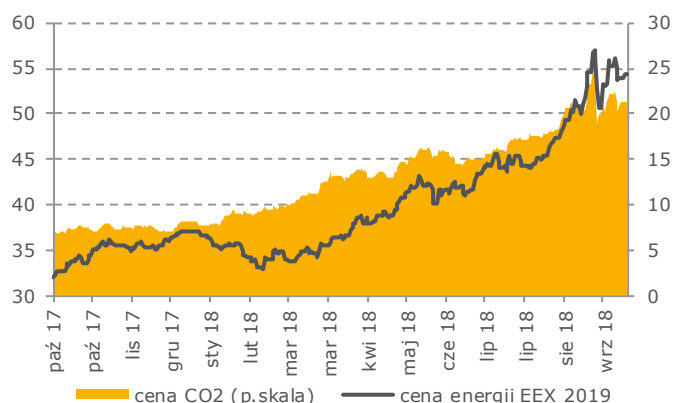
Ceny słonecznika spadały we IX w Argentynie, RPA i na Ukrainie. Wyższe oczekiwane zbiory słonecznika na Ukrainie przekładają się na wyższe obserwowane różnice między nasionami, a olejem. Marże na tłoczeniu słonecznika wzrosły do poziomów obserwowanych po raz ostatni w 2016 roku. Taki scenariusz jest pozytywny dla Grupy Kernel, który już 22 października przedstawi outlook na sezon 2018/2019.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

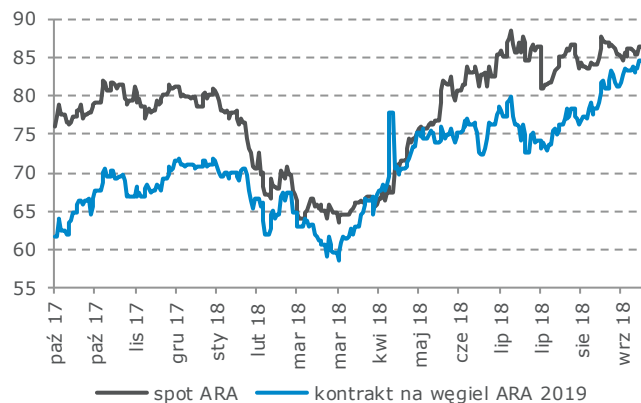
Spółka	1W	YTD
Orzeł Biały	-7,9%	-15%
Grupa Azoty	-6,4%	-55%
Tupras	-4,5%	+21%
ZA Puławy	-3,2%	-39%
Tarczyński	-2,3%	+23%
PGE	-2,1%	-22%
KGHM	-1,7%	-20%
Lotos	-1,2%	+30%
Astarta	-1,0%	-43%
JSW	-0,9%	-30%
CEZ	-0,6%	+21%
LW Bogdanka	+0,0%	-10%
ZCh Police	+0,0%	-17%
Impexmetal	+0,3%	-15%
Tauron	+0,6%	-41%
Enea	+1,3%	-30%
Energia	+1,3%	-38%
PKN Orlen	+2,0%	+0%
Kęty	+2,2%	+2%
PGNiG	+2,4%	+1%
ZE PAK	+2,5%	-48%
OMV	+3,2%	-4%
IMC	+3,3%	+12%
Boryszew	+3,6%	-44%
MOL	+4,6%	+3%
Kernel	+5,3%	+10%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+0,1%	-8%
Chemia	-3,1%	-36%
Energia	-0,9%	-27%
Paliwa	+1,8%	+4%
Spożywczy	+2,9%	-3%
Surowce	-1,4%	-21%
Ukraina	+2,3%	-11%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-0,8%	+2%
Oil & Gas E&P	+2,7%	+14%
Refining EU	-2,4%	+14%
Refining US	-1,0%	+24%
Agri & Food	+2,7%	+1%
Kauczuki	-2,8%	-6%
Nawozy	+1,6%	+20%
Chemicals EU	-1,8%	+1%
Industrials EU	-0,3%	+2%
Petchem World	-0,1%	+2%
Utilities EU	-0,1%	+2%
Utilities US	-0,1%	+3%

Energetyka

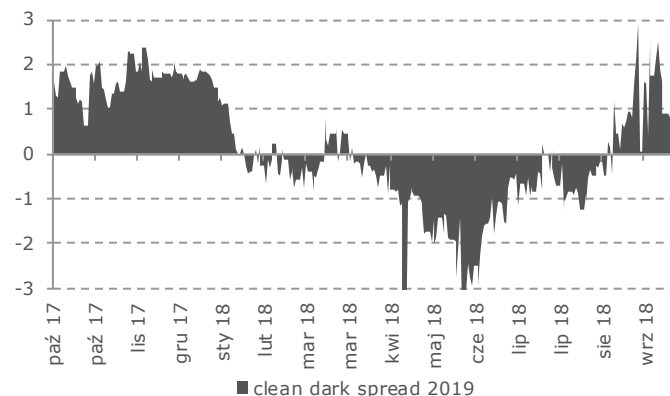
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



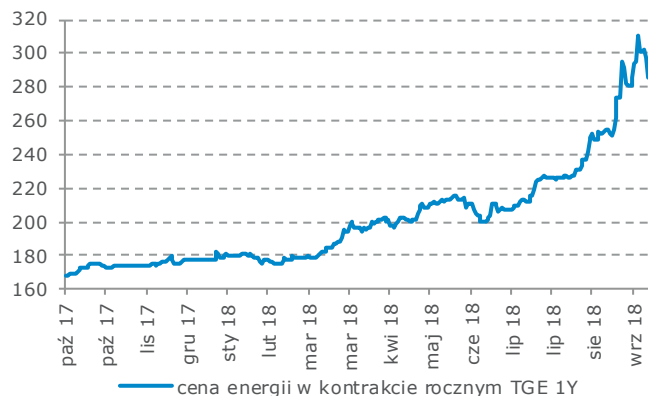
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



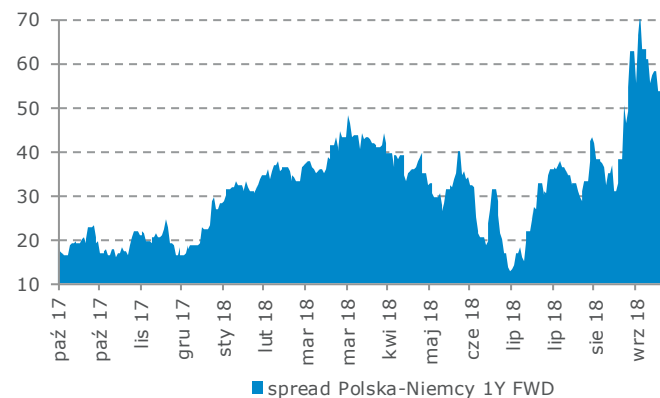
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



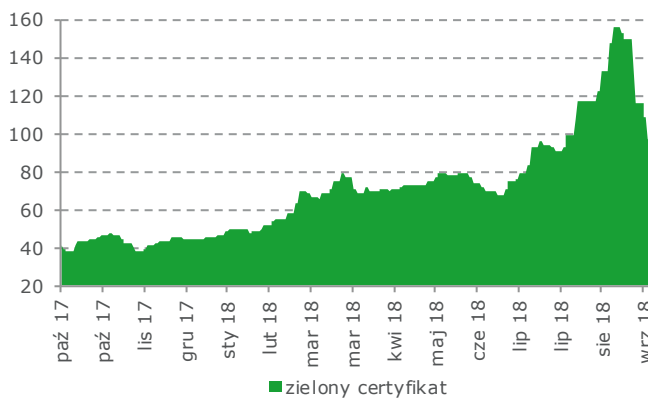
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



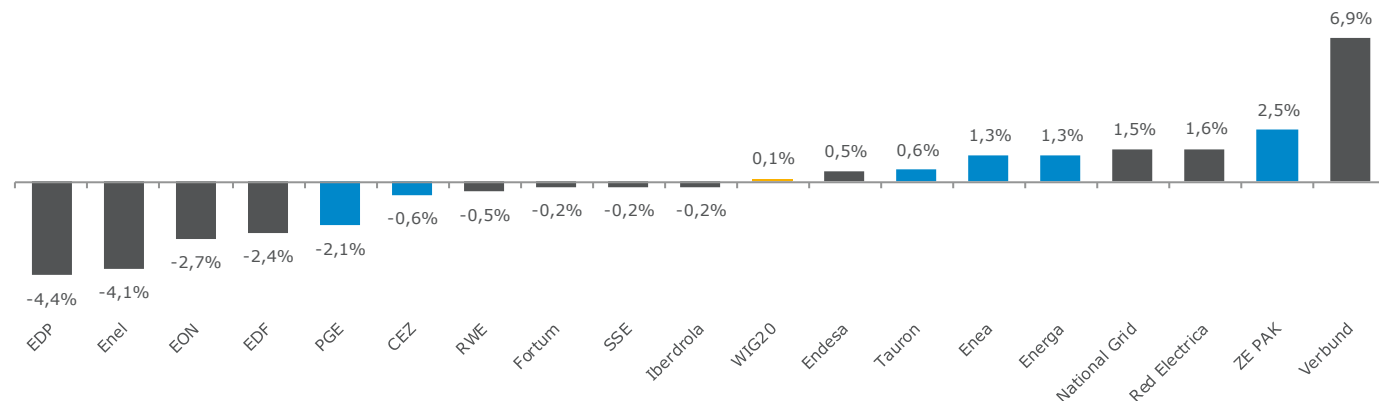
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



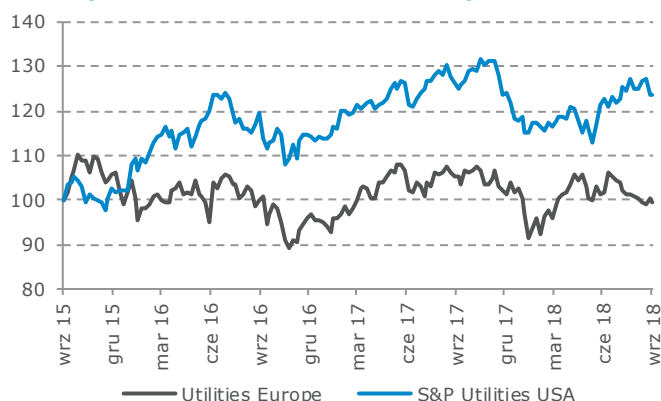
Tygodniowy performance spółek energetycznych



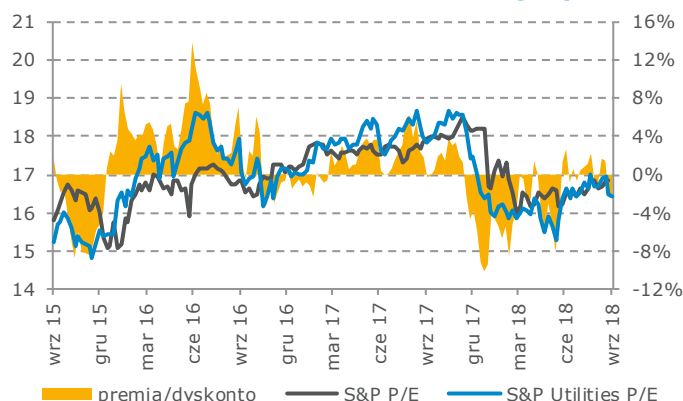
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

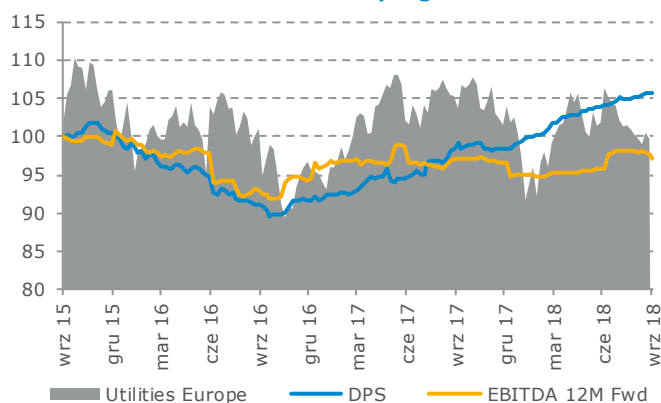
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



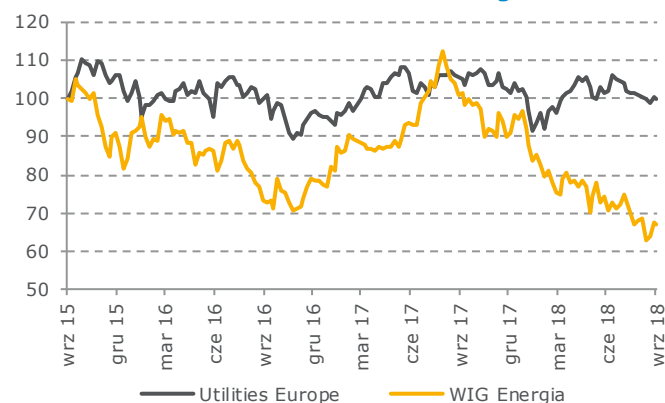
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



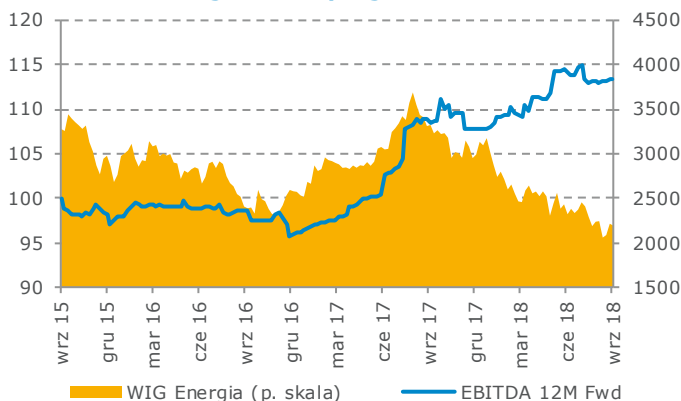
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



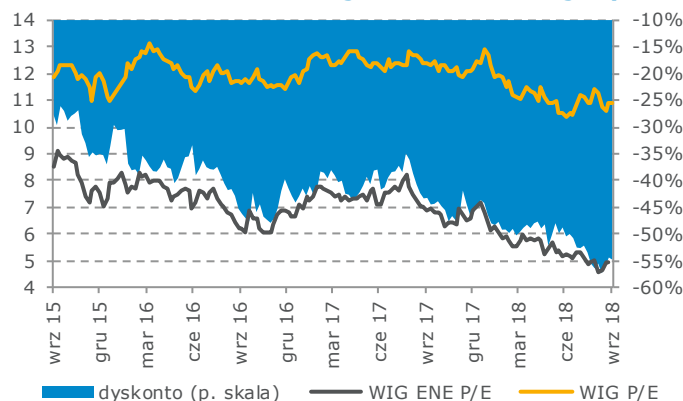
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



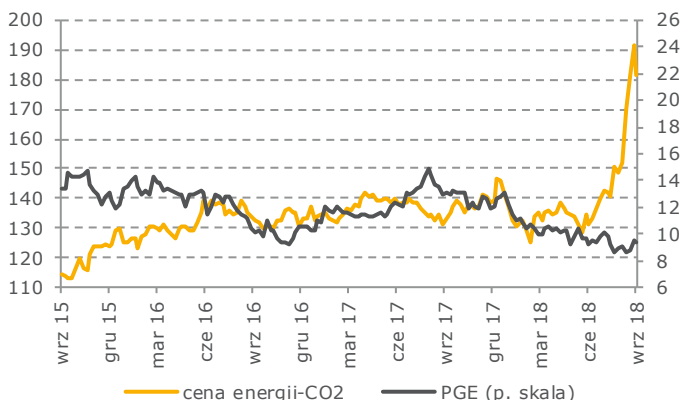
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



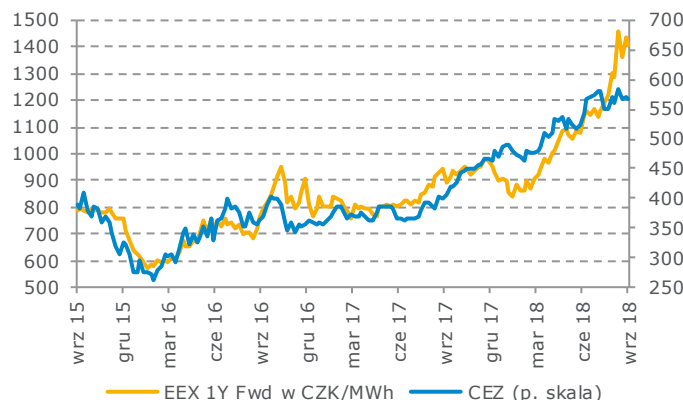
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



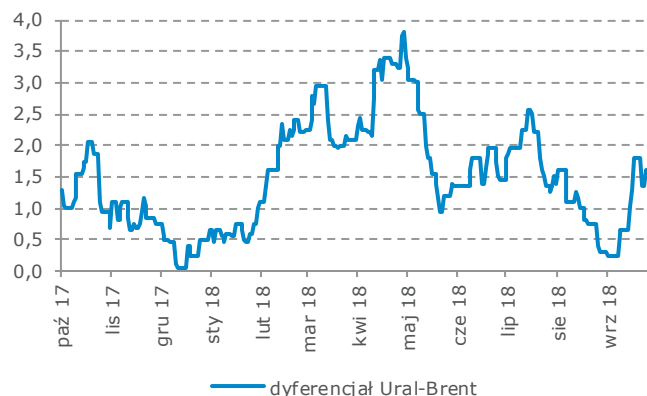
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

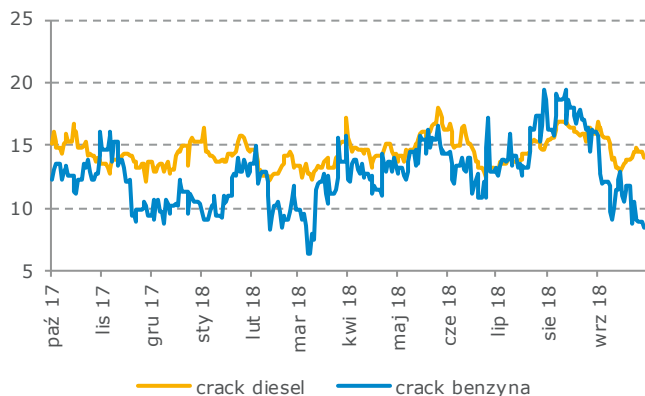
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



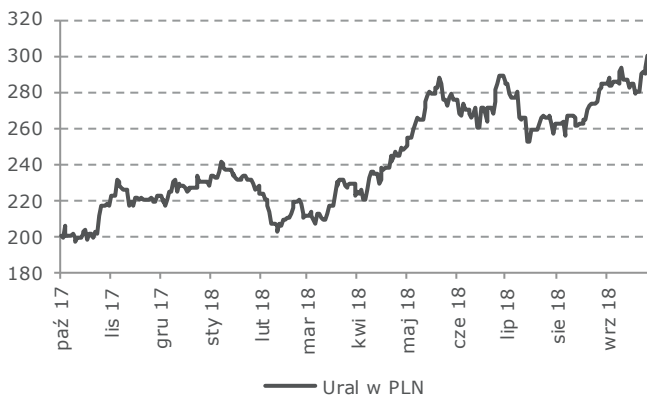
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



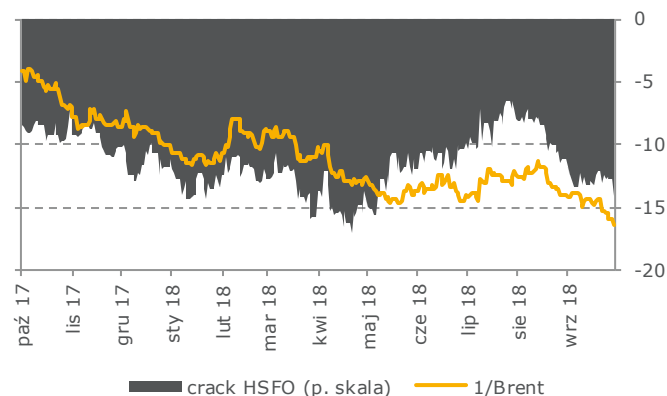
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



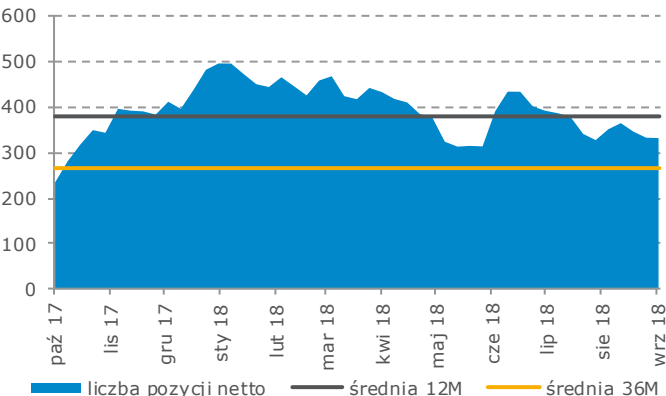
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



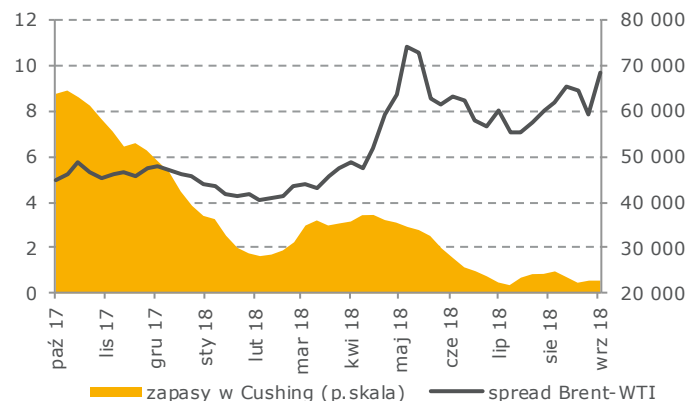
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



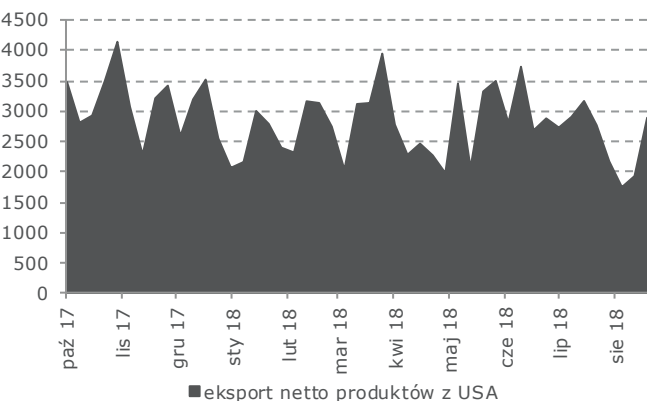
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



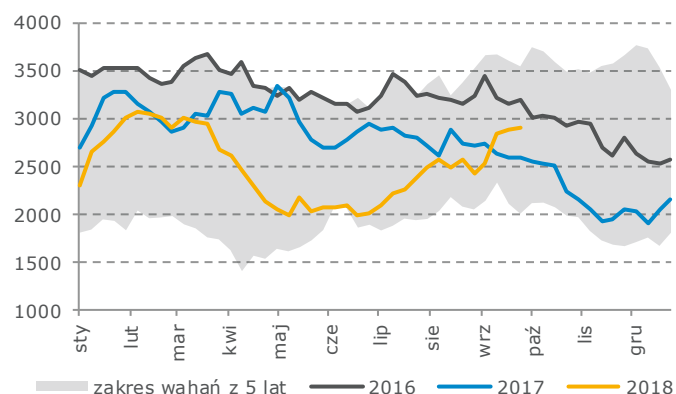
Eksport netto paliw z USA



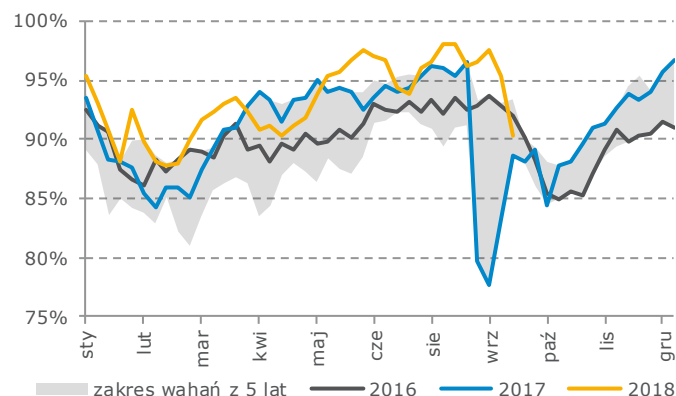
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

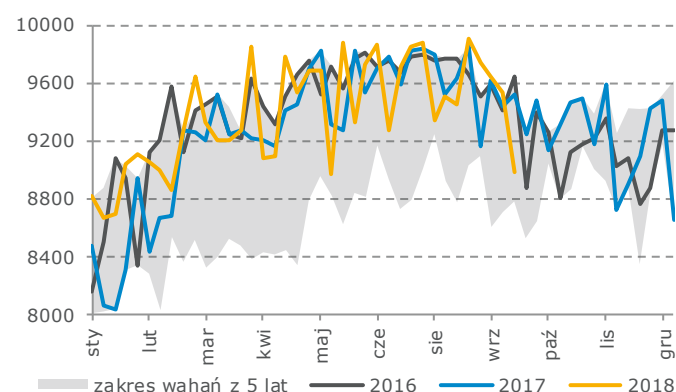
Zapasy diesla w portach ARA



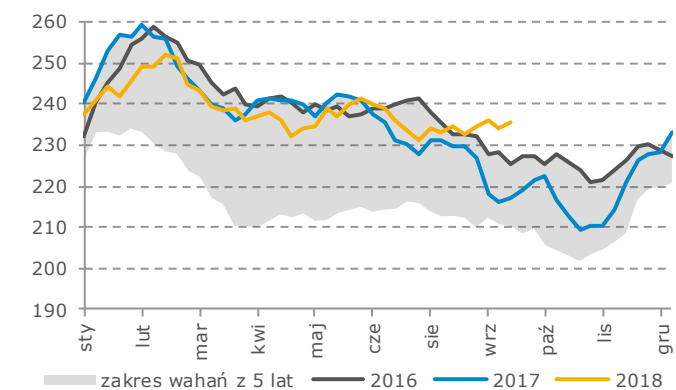
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



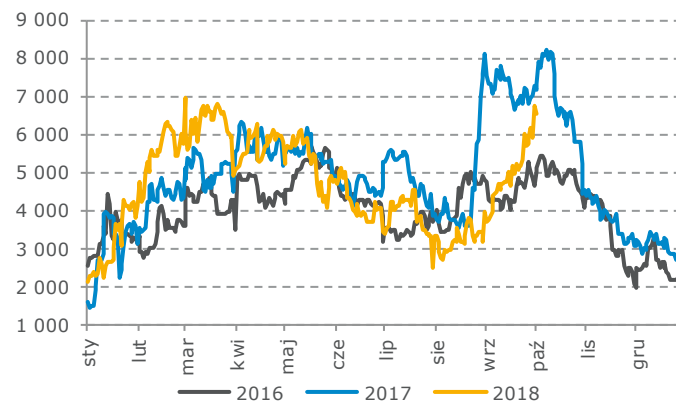
Popyt na benzynę w USA



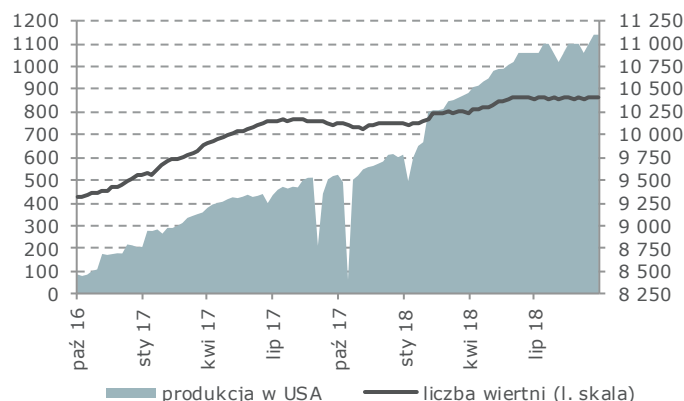
Zapasy benzyny w USA



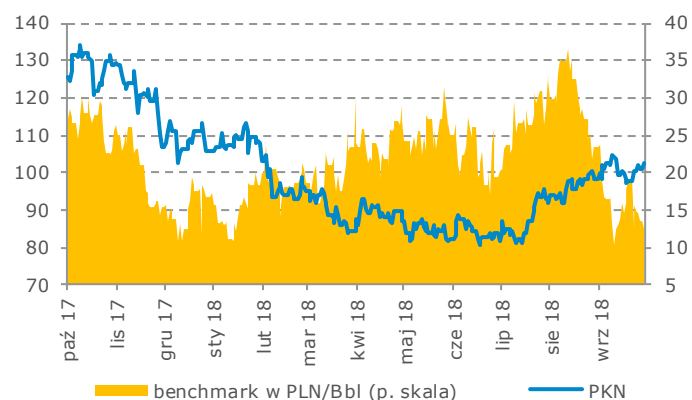
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



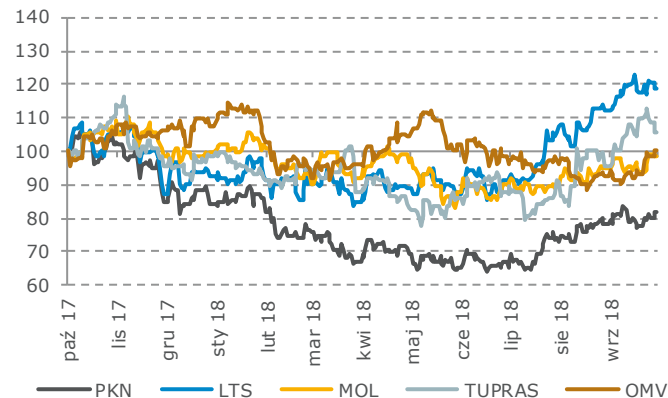
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



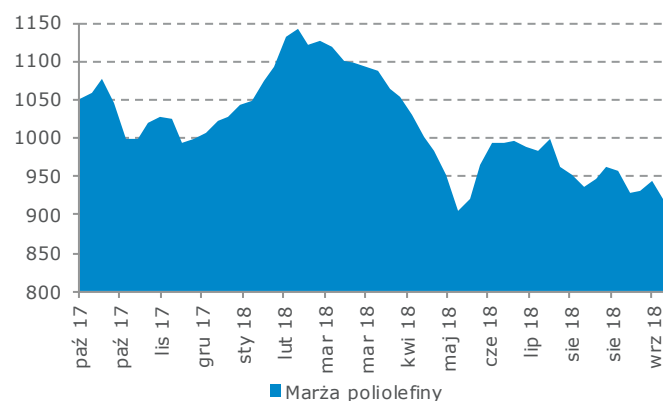
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



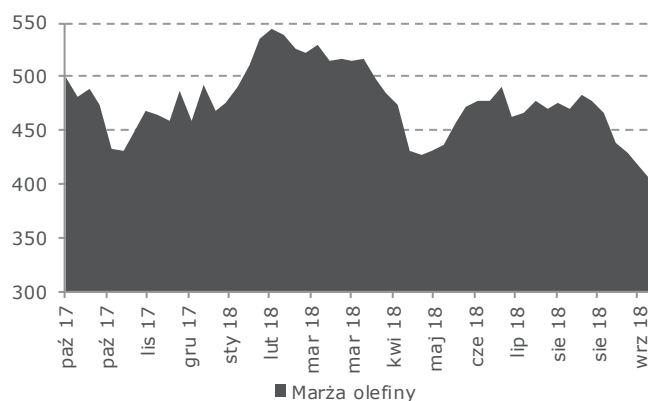
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

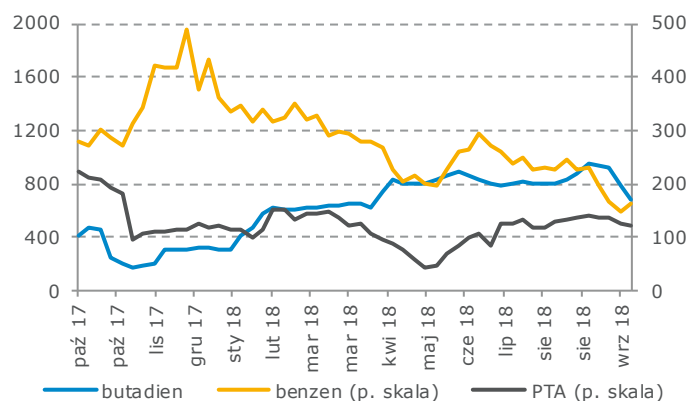
Marża petrochemiczna poliolefiny



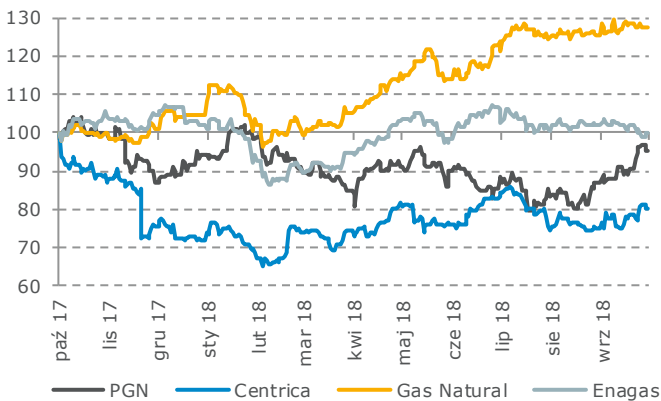
Marża petrochemiczna olefiny



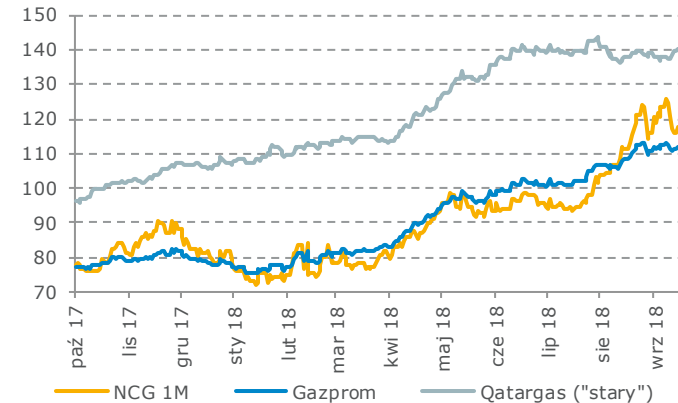
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



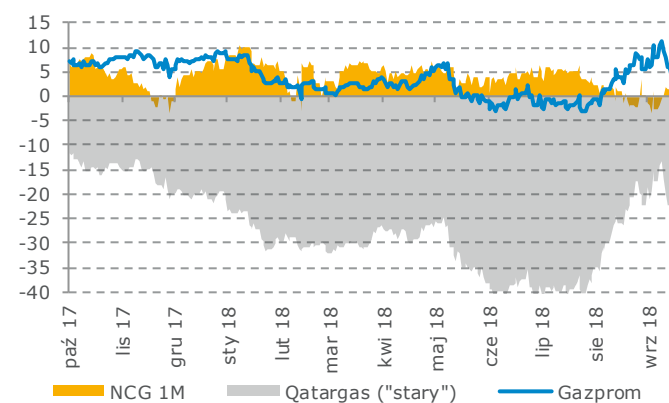
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



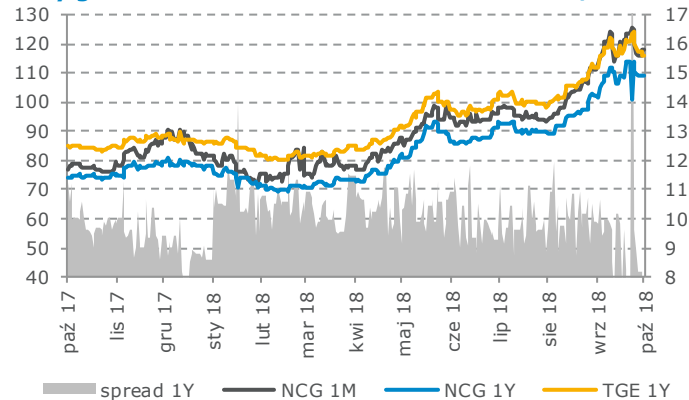
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



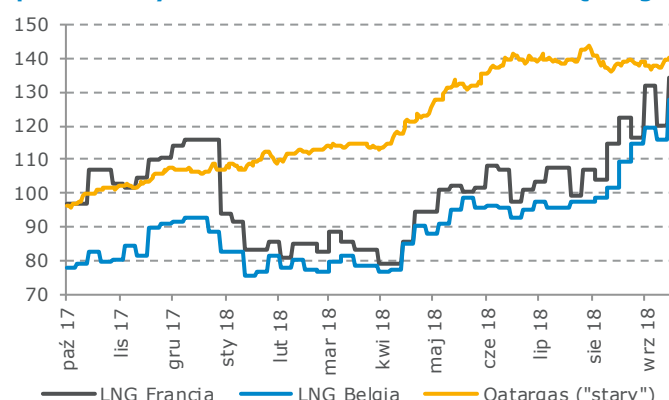
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



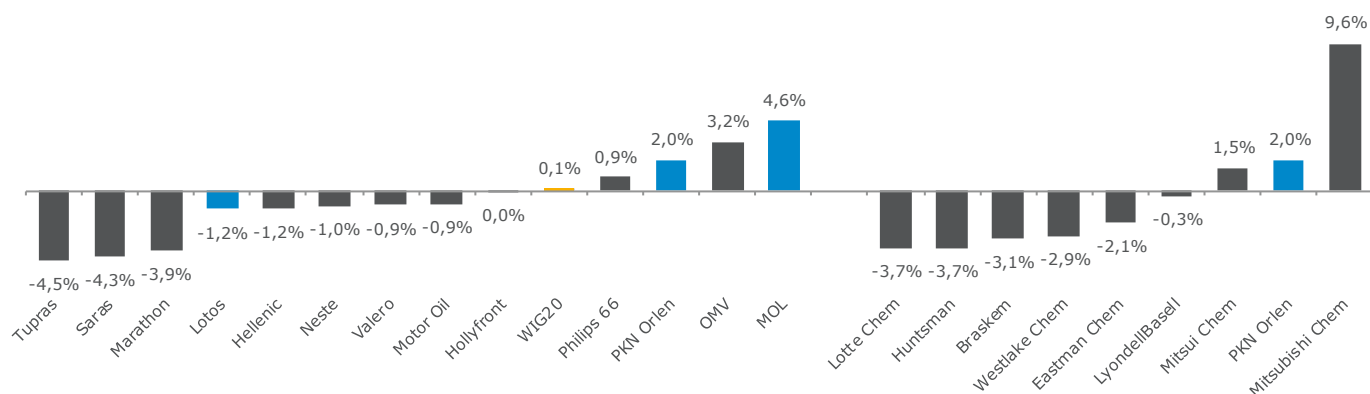
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



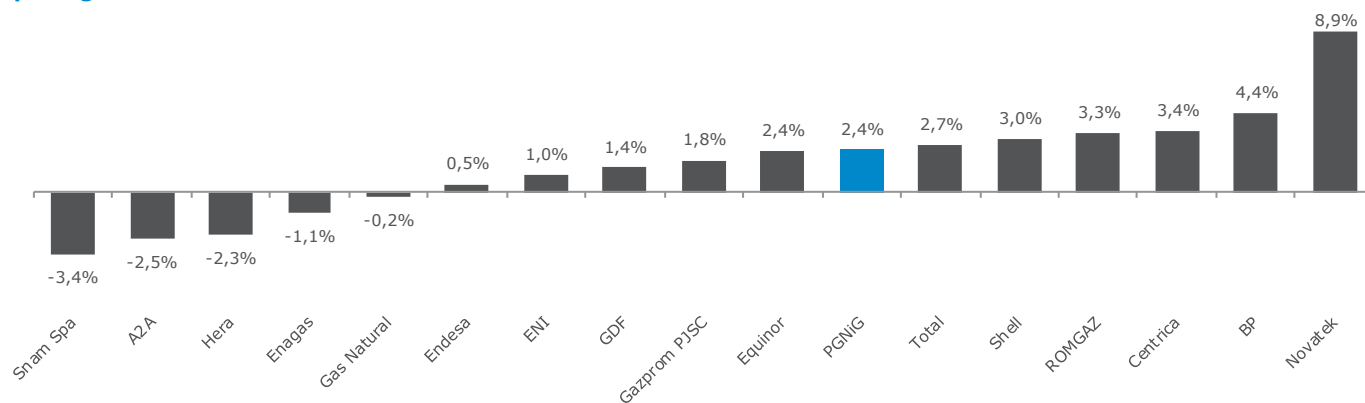
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

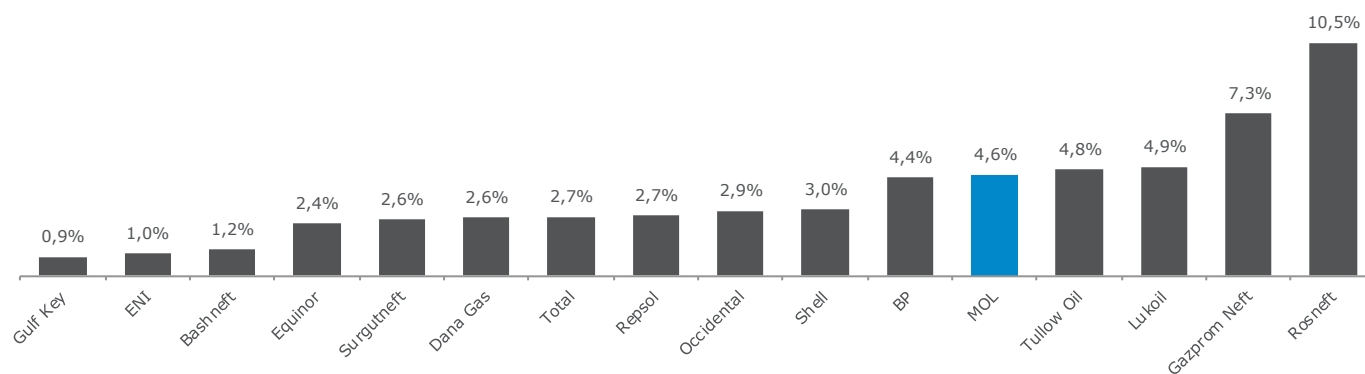
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



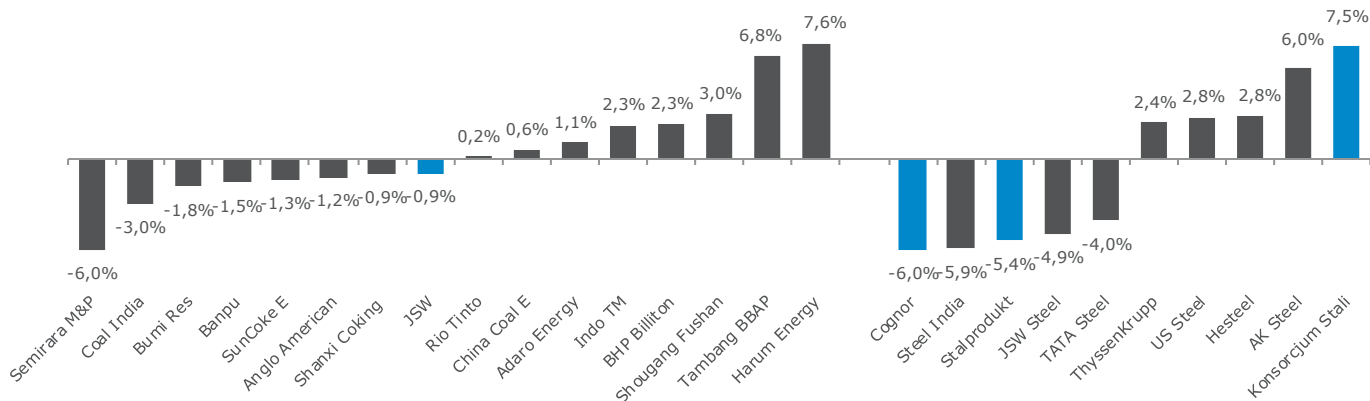
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



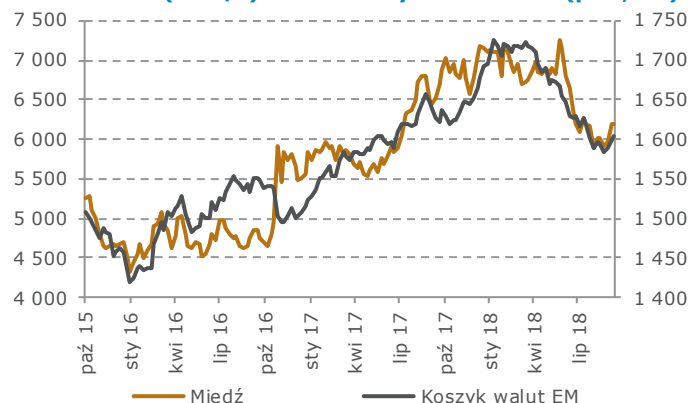
Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



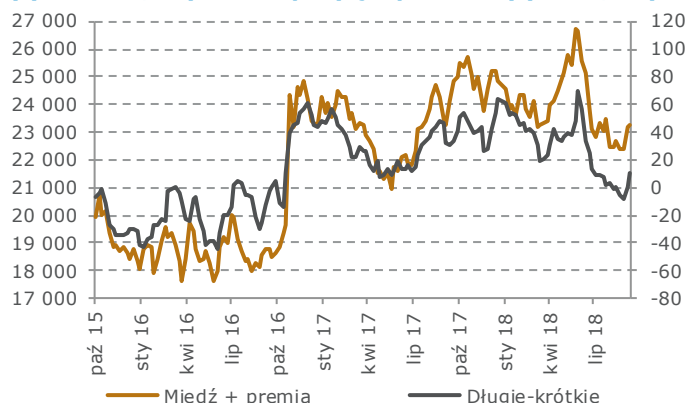
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

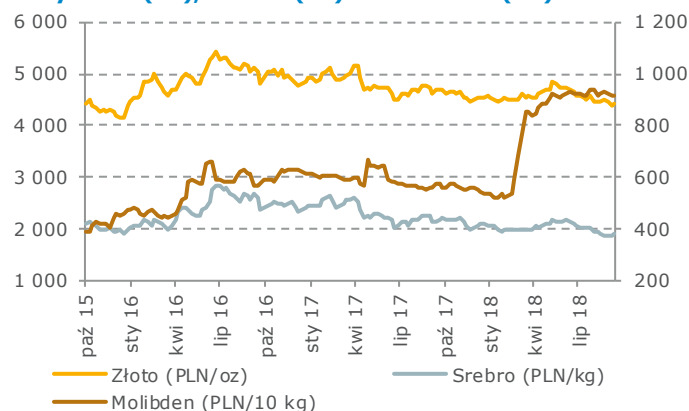
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



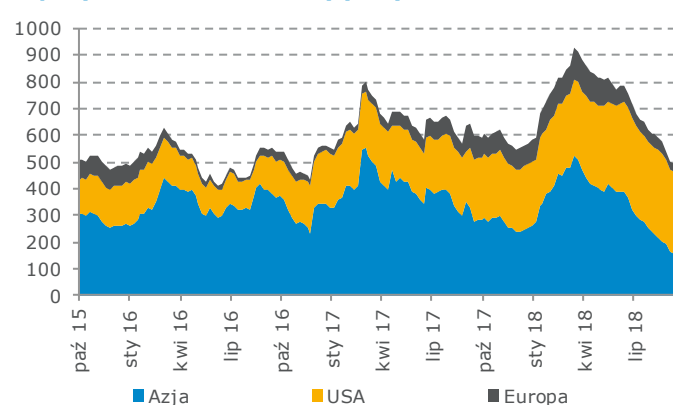
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



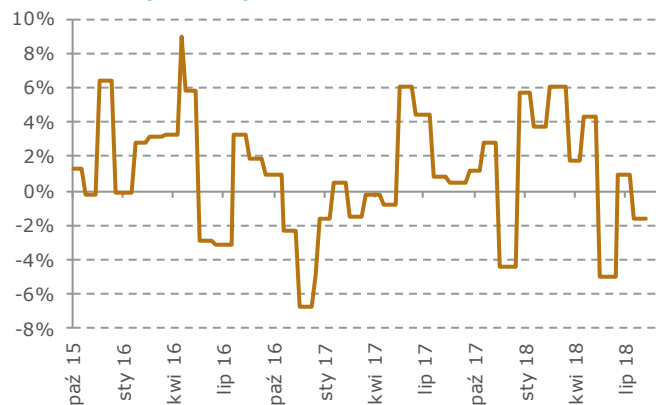
Wartości premii producenckiej dla miedzi (PLN/t)



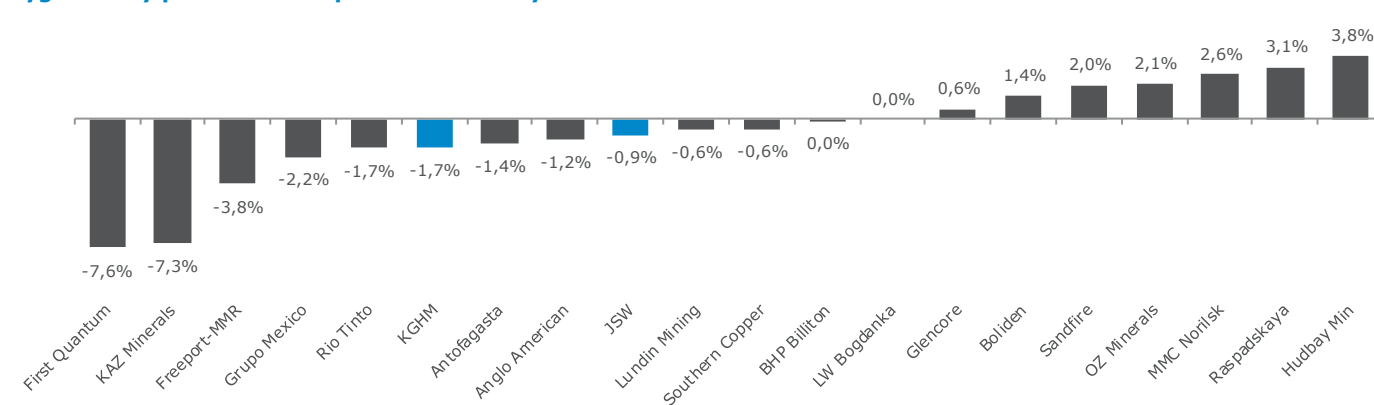
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



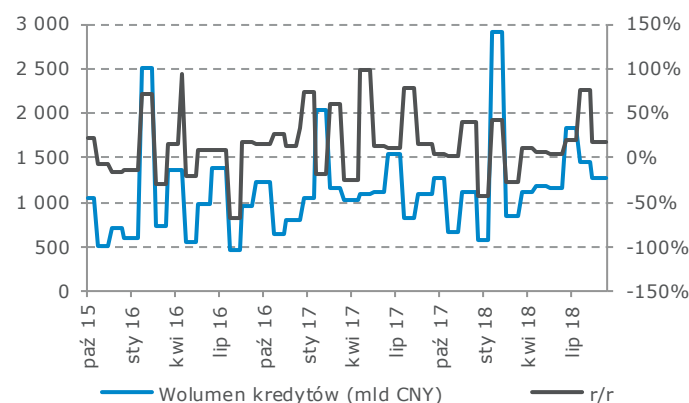
Tygodniowy performance spółek surowcowych



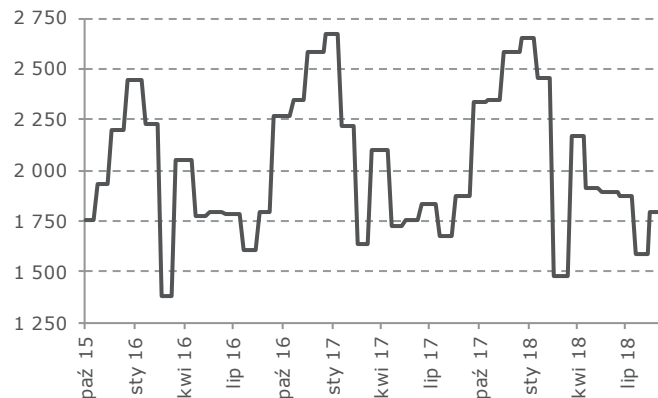
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

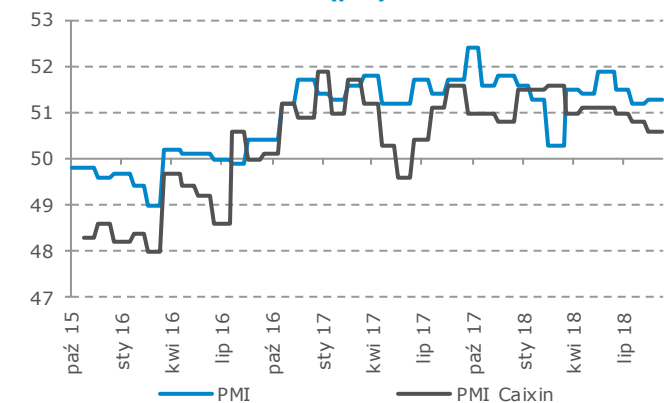
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



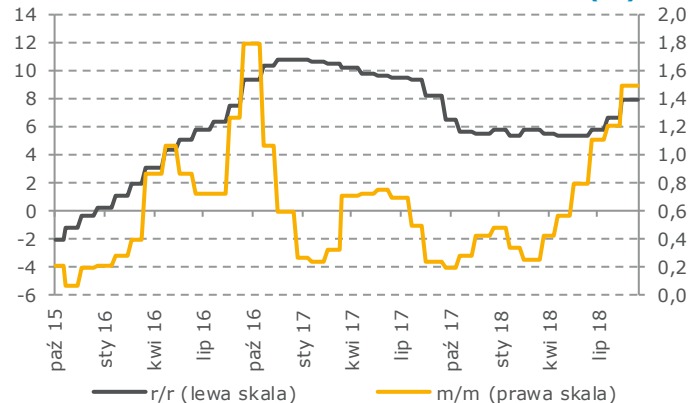
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



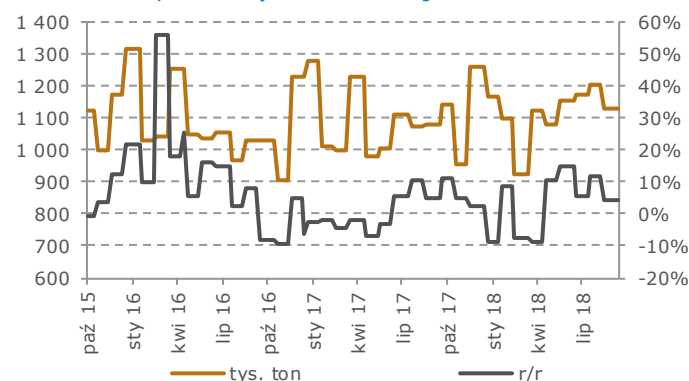
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



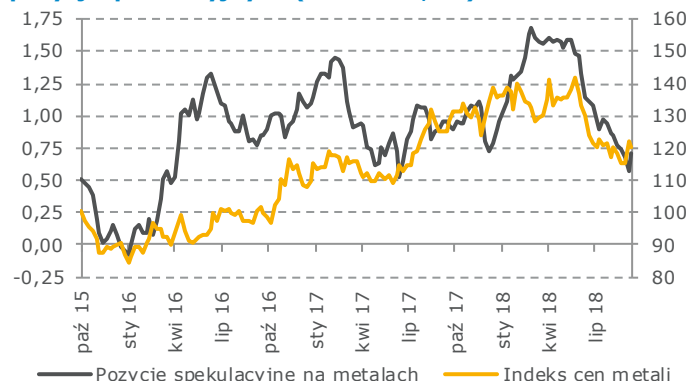
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



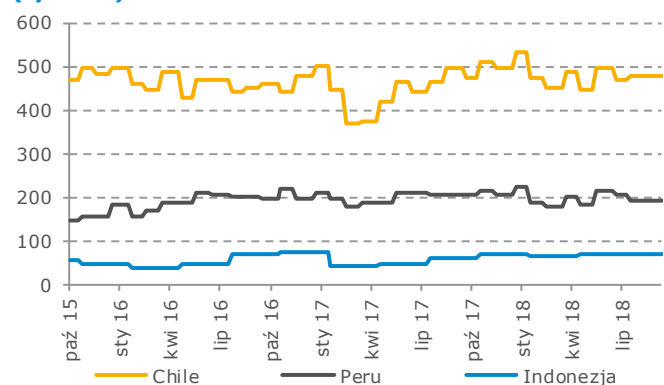
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



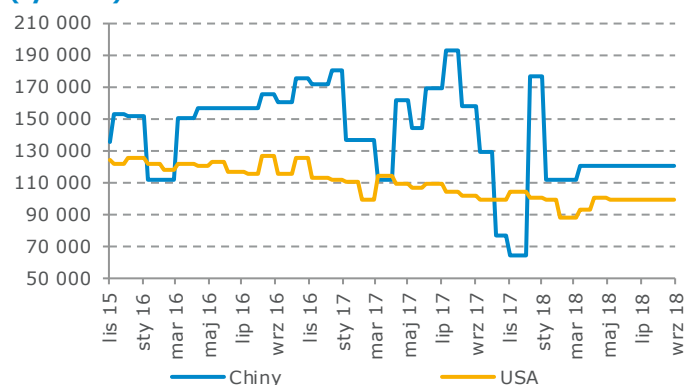
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



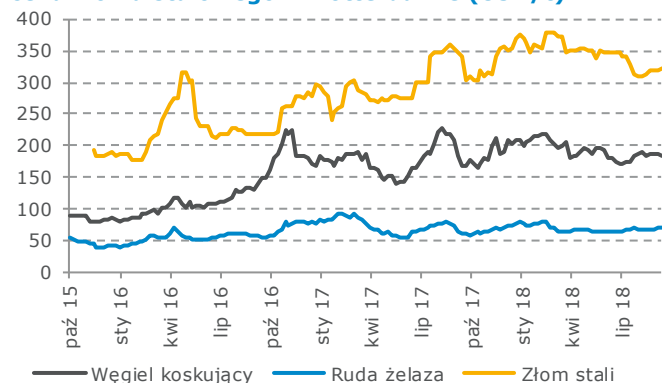
Produkcja koncentratu miedzi w Chinach i USA (tys. ton)



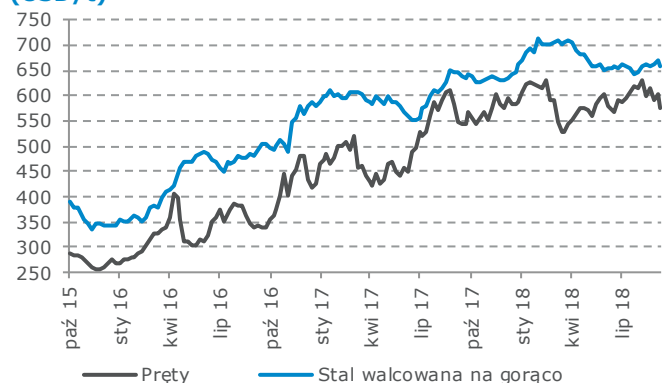
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

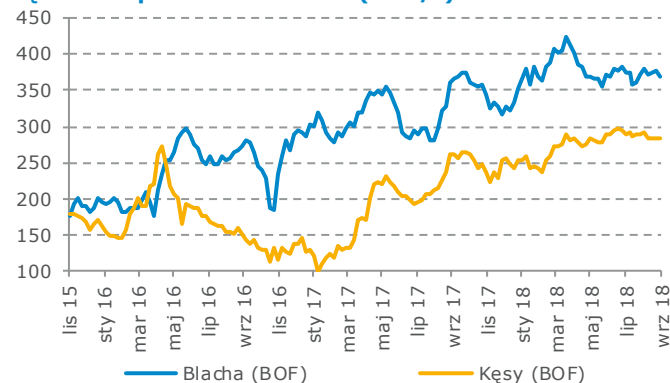
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



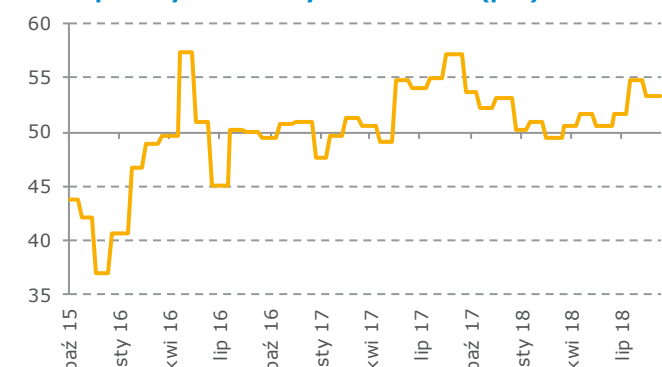
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



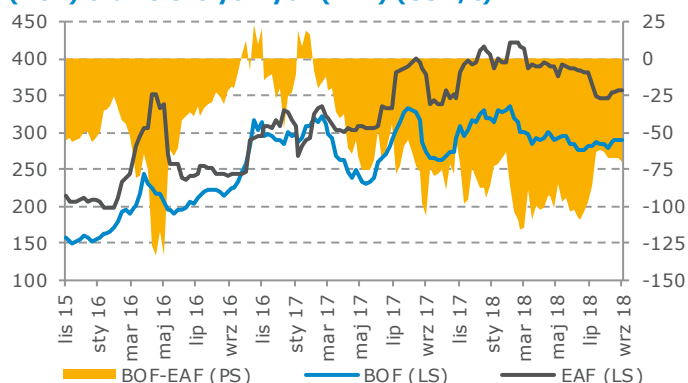
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



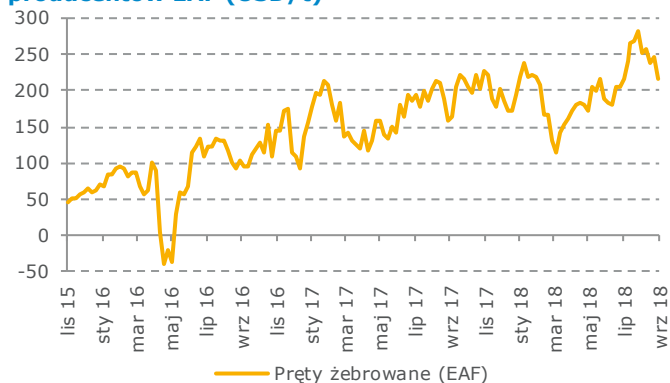
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



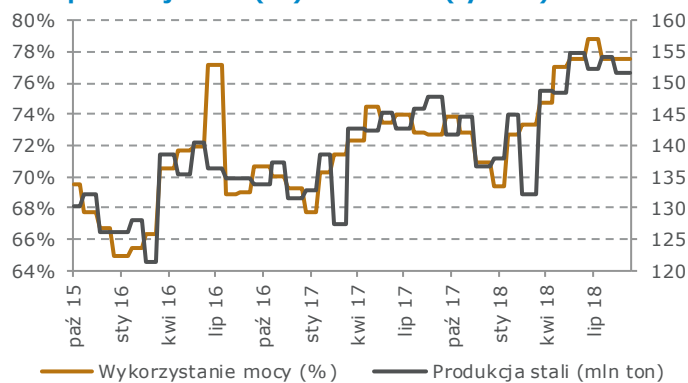
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



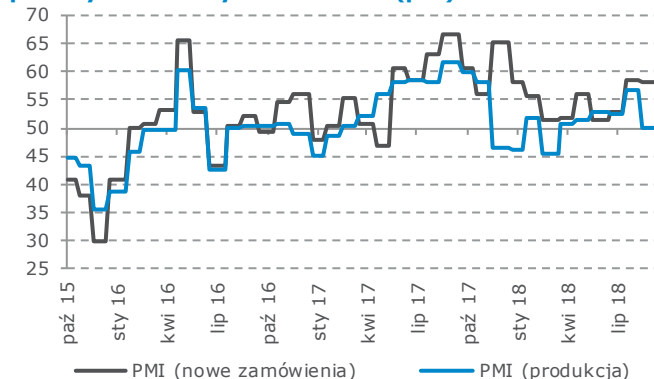
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



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

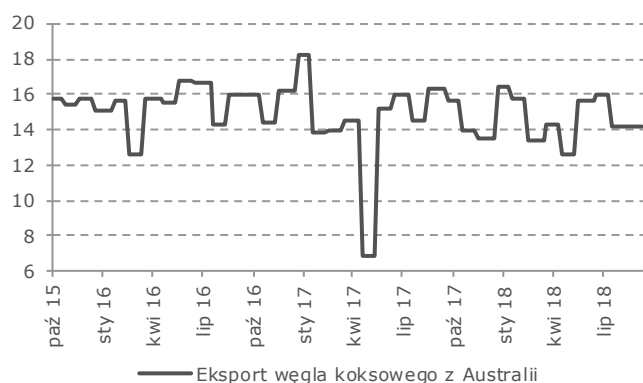


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

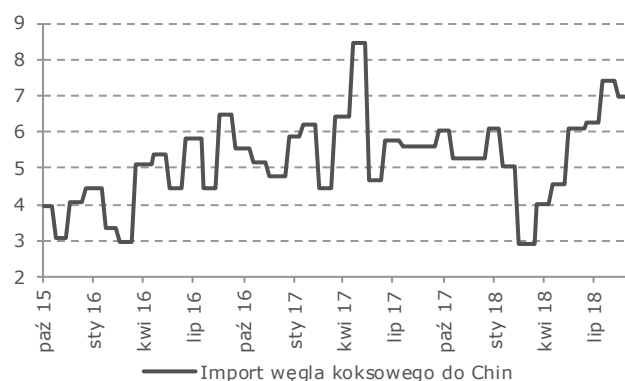


Surowce (stal)

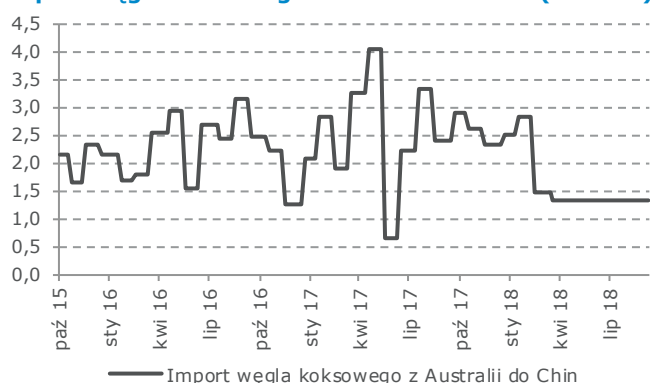
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



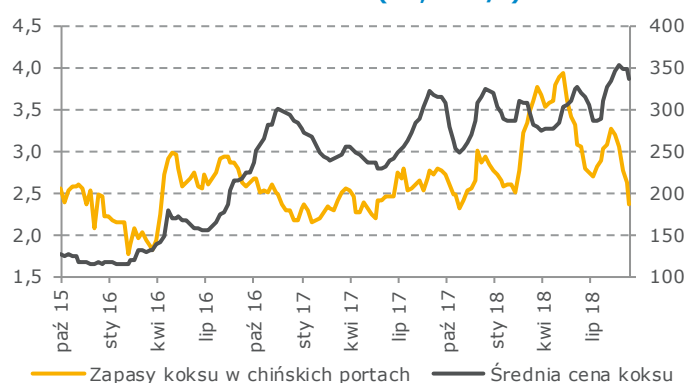
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



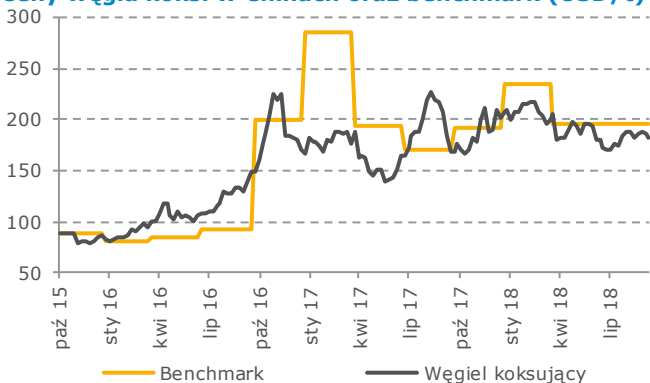
Import węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



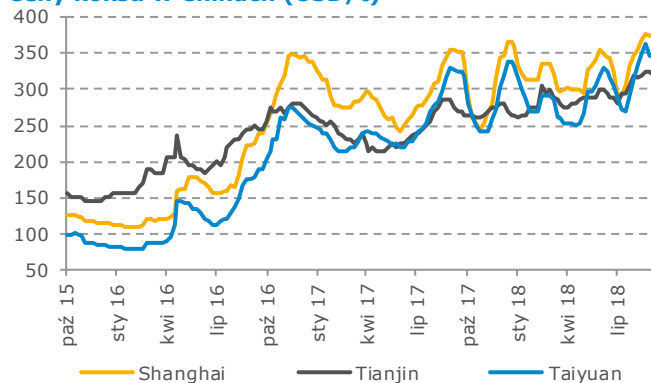
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



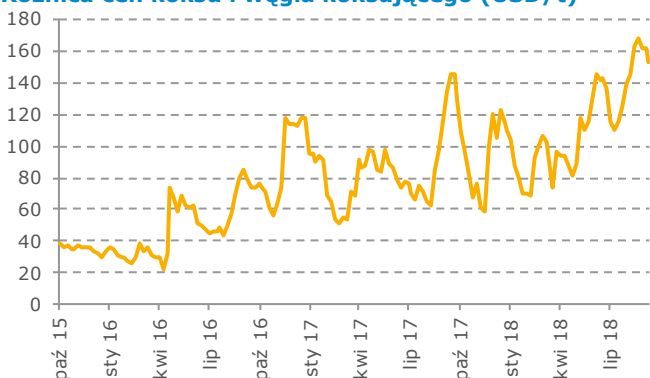
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



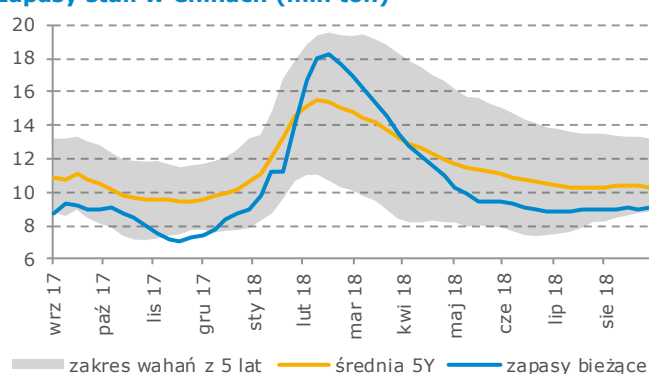
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



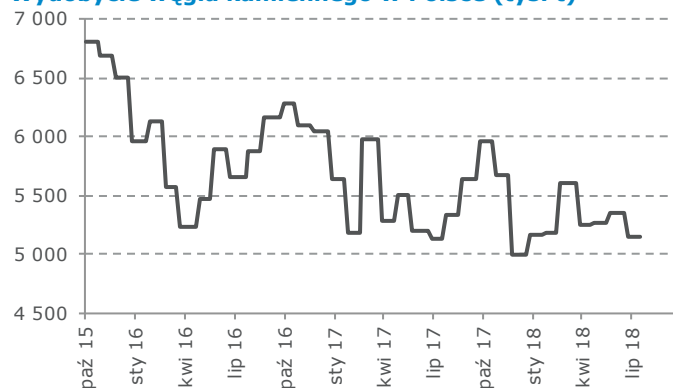
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



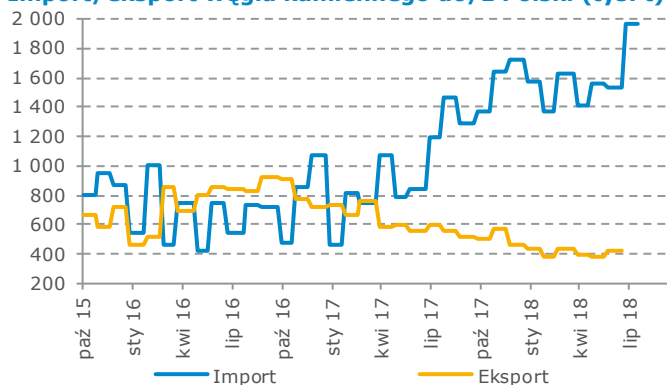
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



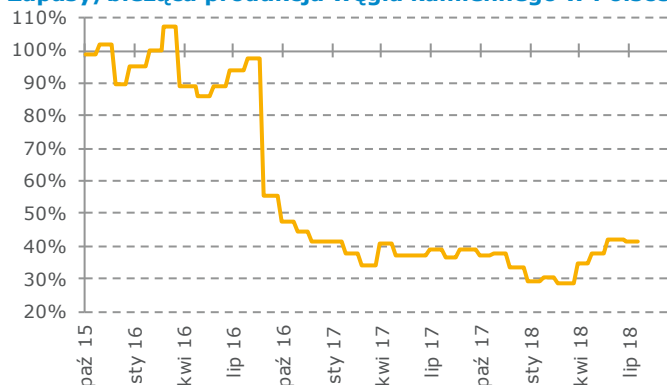
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



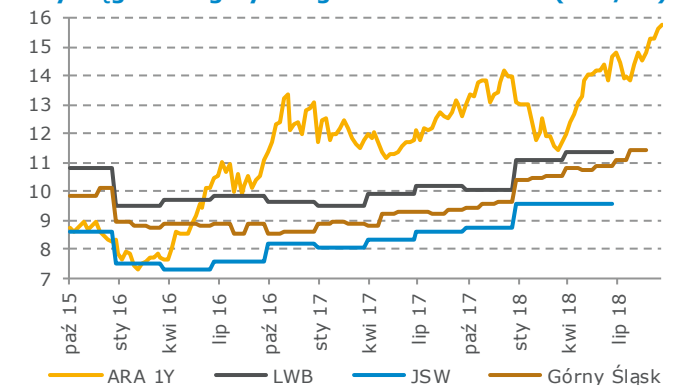
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



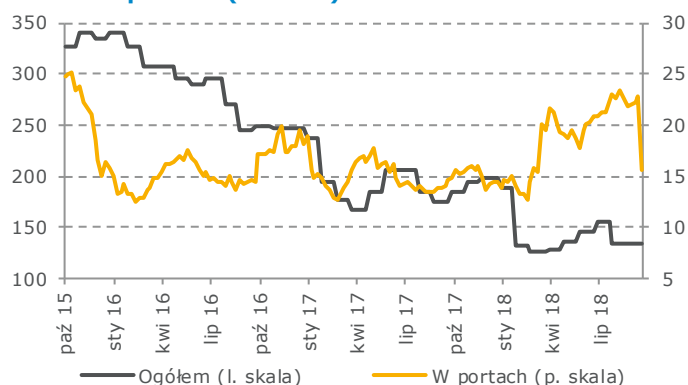
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



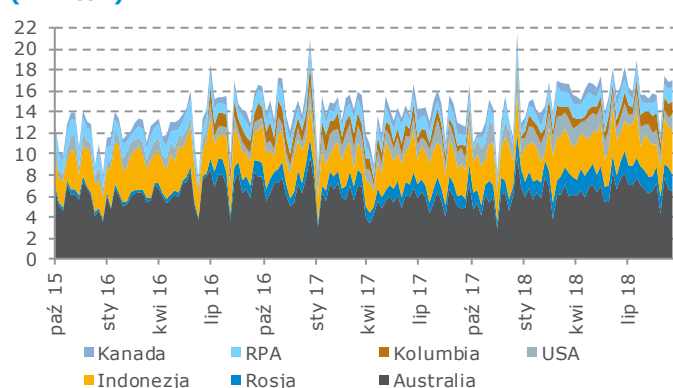
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



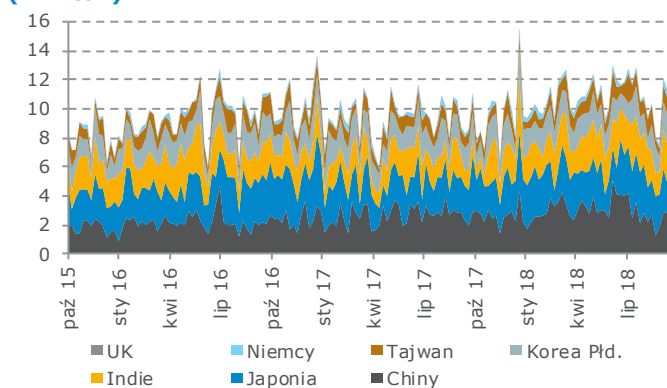
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



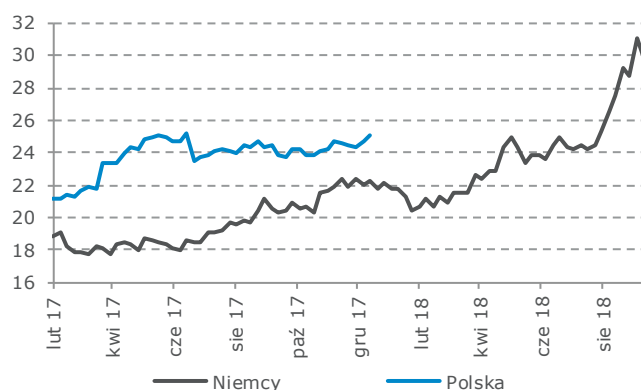
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



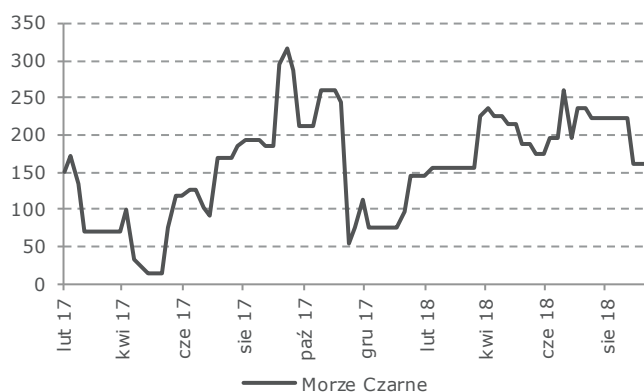
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

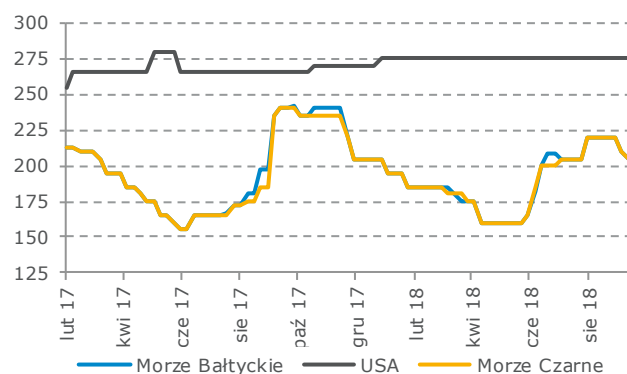
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



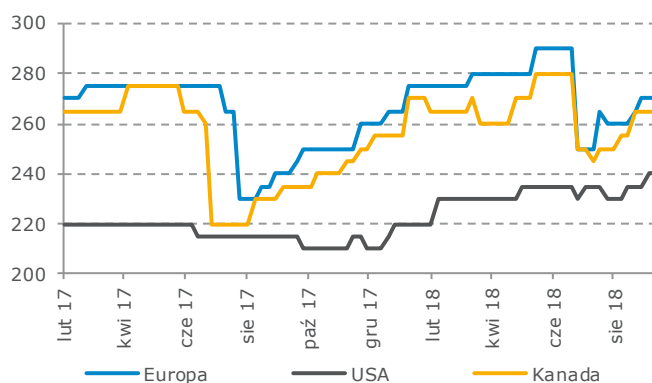
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



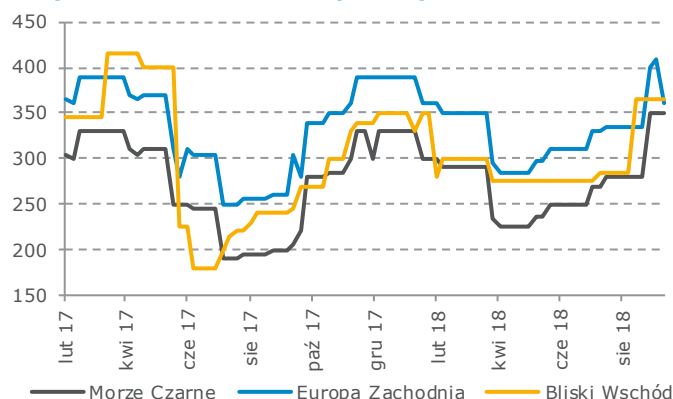
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



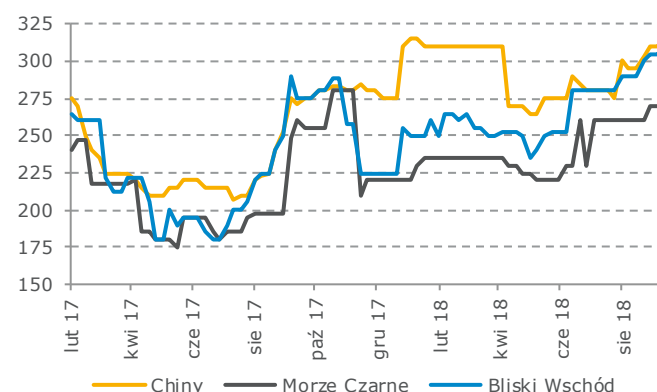
Ceny siarczanu amonu (AS) na świecie (USD/t)



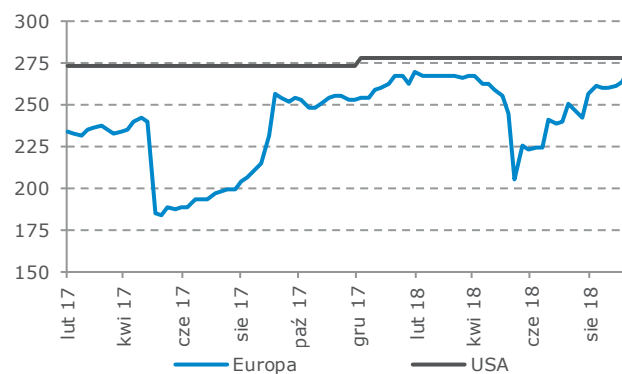
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



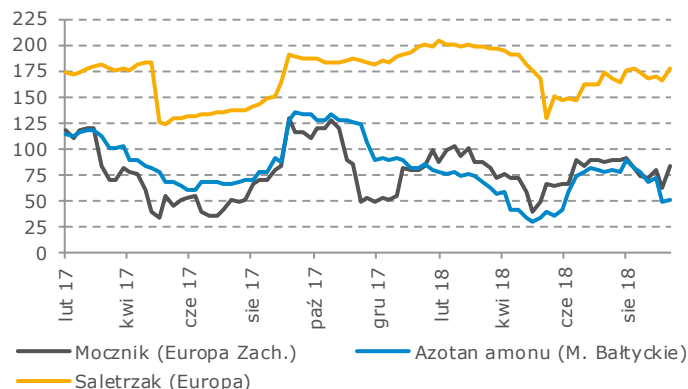
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



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



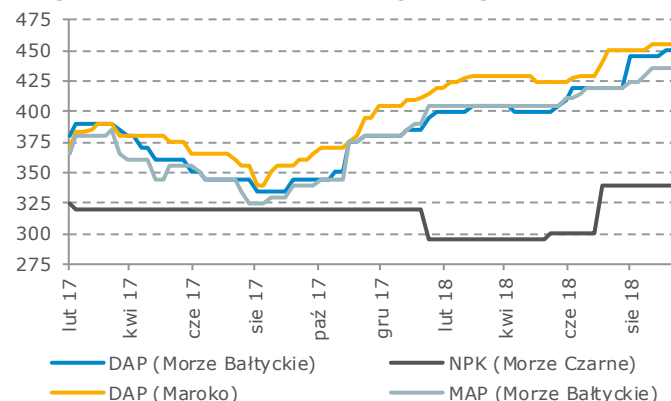
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



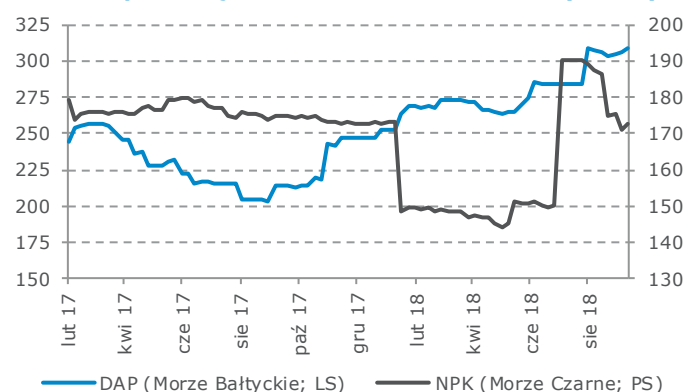
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

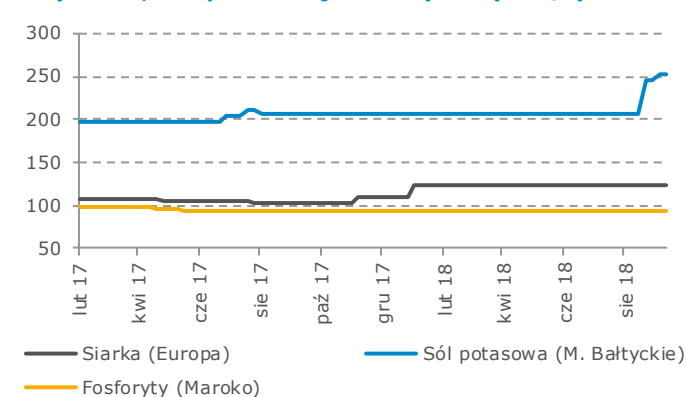
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



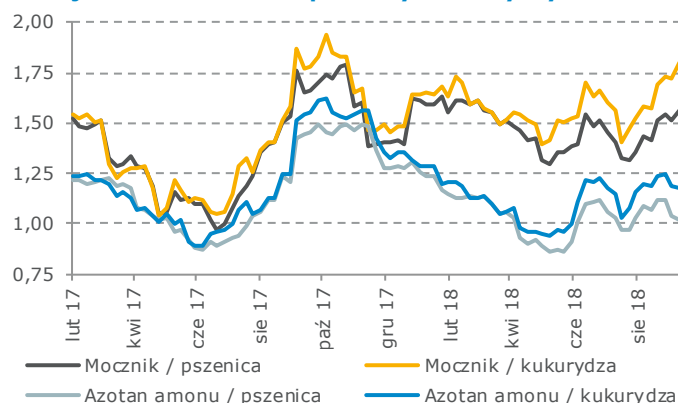
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



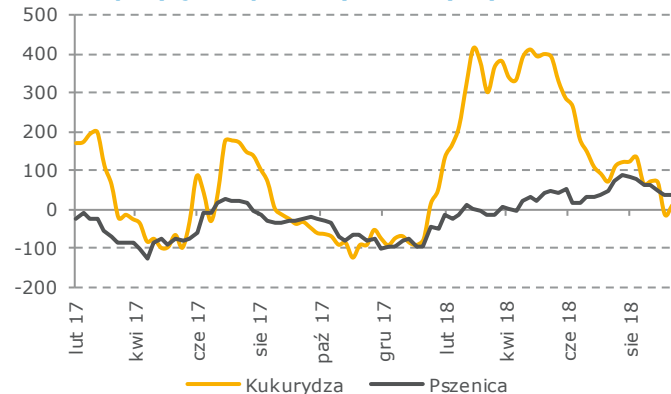
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



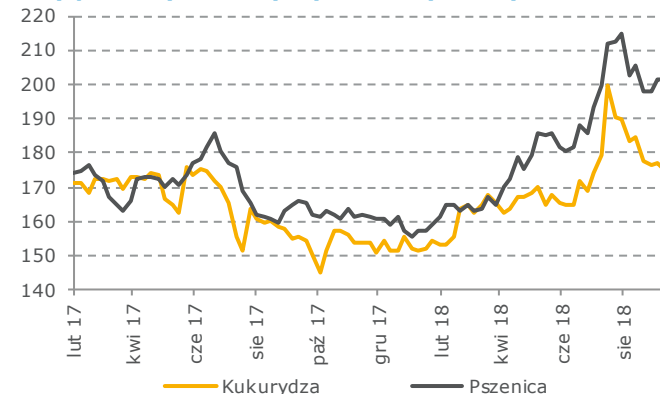
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



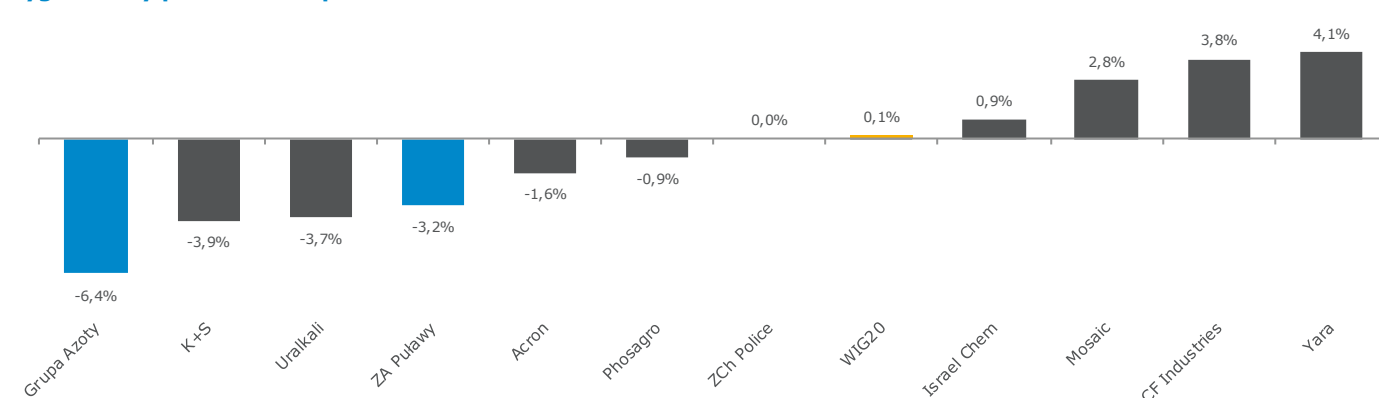
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



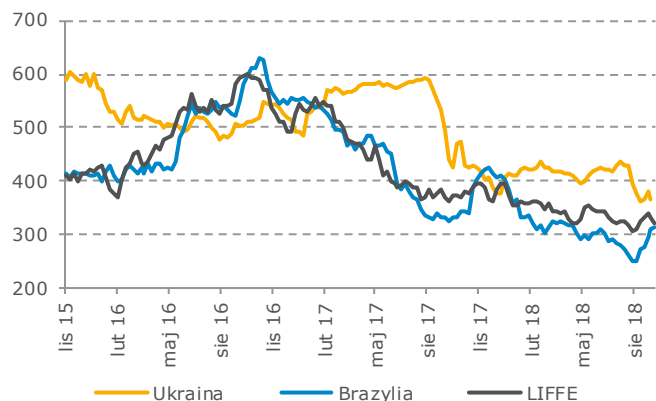
Tygodniowy performance producentów nawozów



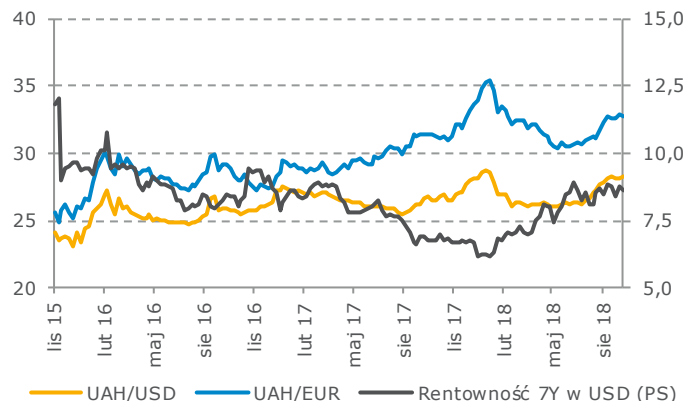
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

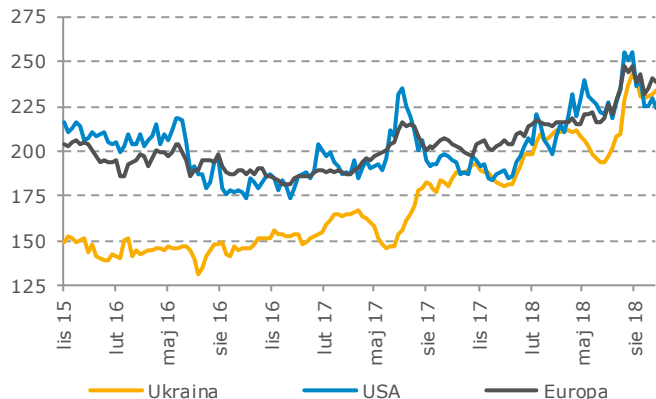
Cena cukru (USD/Mt)



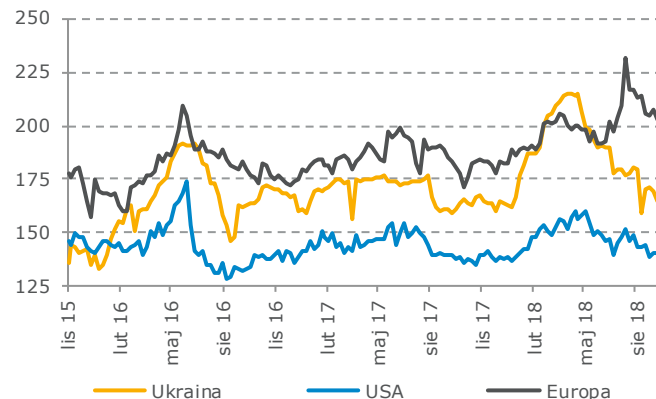
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



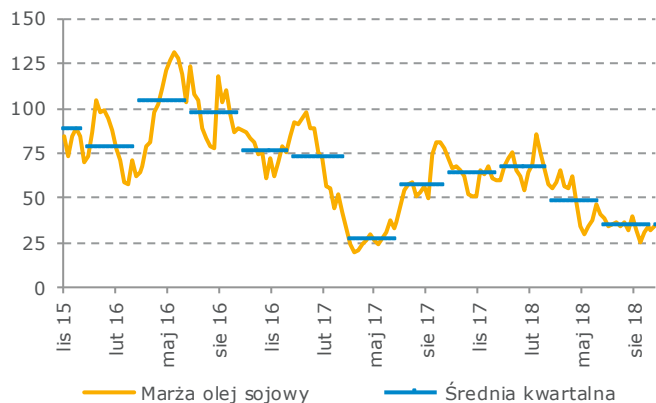
Cena pszenicy (USD/Mt)



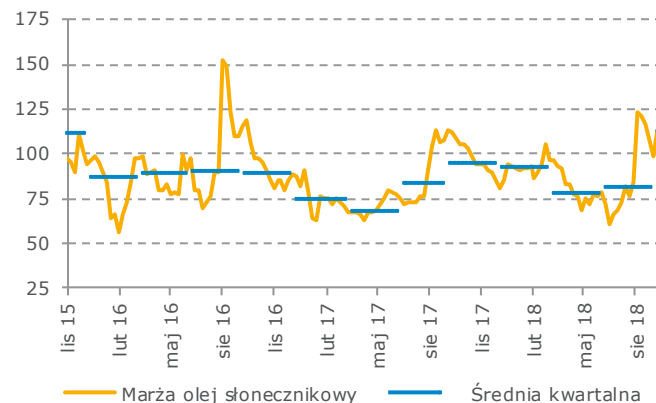
Cena kukurydzy (USD/Mt)



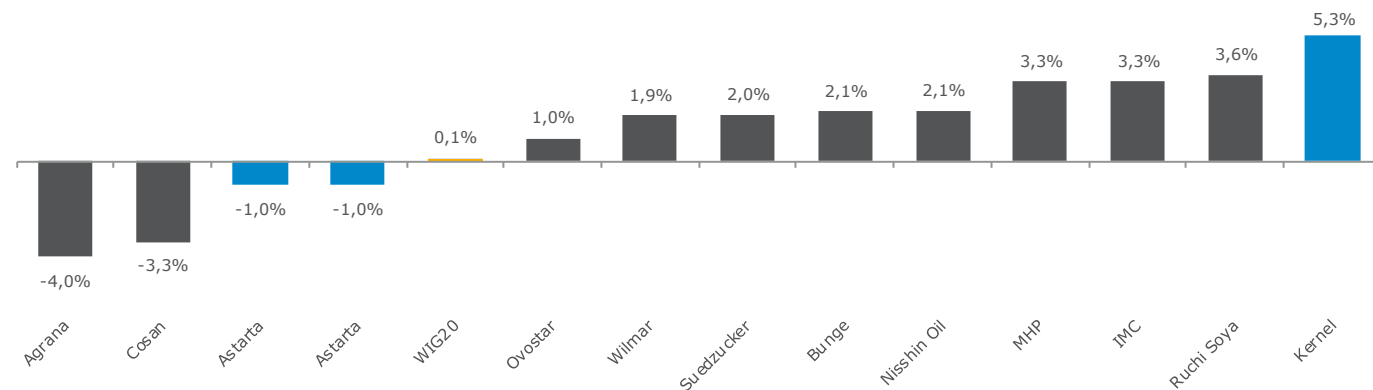
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-10-01)

	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	565,5	8,5	8,4	7,8	2,2	2,1	2,0	21,3	19,9	17,7	26%	25%	26%	5,8%	4,7%	5,0%
Enea	8,0	3,8	3,3	3,7	0,9	0,7	0,8	3,8	3,0	3,8	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	8,0	3,3	3,2	3,4	0,7	0,7	0,7	4,0	4,1	4,4	22%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,4	3,6	3,4	3,2	1,0	0,8	0,8	5,7	5,6	6,2	29%	25%	24%	0,0%	0,0%	4,4%
Tauron	1,8	3,7	4,1	3,8	0,7	0,7	0,7	3,4	2,9	2,9	20%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,1	4,9	1,9	1,3	0,3	0,3	0,3	-	-	-	7%	15%	20%	-	-	-
EDF	15,0	5,3	4,9	4,6	1,2	1,1	1,1	23,6	18,2	14,7	22%	23%	24%	2,1%	2,7%	3,5%
EDP	3,1	8,9	8,4	8,1	2,1	2,0	2,0	14,8	13,3	12,8	24%	24%	25%	6,1%	6,1%	6,2%
Endesa	18,5	7,2	7,0	6,8	1,2	1,2	1,2	13,7	13,3	12,8	17%	17%	18%	7,4%	7,5%	7,8%
Enel	4,4	6,7	6,4	6,2	1,4	1,4	1,4	10,8	9,5	9,1	21%	22%	23%	6,5%	7,2%	7,8%
EON	8,7	5,1	4,9	4,0	0,7	0,6	0,5	13,3	12,6	11,5	13%	12%	11%	5,0%	5,5%	6,0%
Fortum	21,7	14,9	14,5	13,1	4,7	4,6	4,5	23,3	17,7	15,2	32%	32%	34%	5,1%	5,1%	5,1%
Iberdola	6,4	8,8	8,3	7,8	2,2	2,1	2,1	13,6	12,7	12,0	25%	26%	27%	5,3%	5,5%	5,9%
National Grid	7,9	10,0	10,2	9,5	3,3	3,3	3,1	7,7	13,6	13,3	33%	32%	33%	5,7%	6,0%	6,2%
Red Electrica	18,1	9,8	9,5	9,7	7,5	7,3	7,4	13,8	13,3	13,8	77%	77%	76%	5,4%	5,8%	5,9%
RWE	21,0	3,3	3,2	3,7	0,3	0,3	0,4	15,1	13,2	10,5	9%	10%	11%	3,3%	3,9%	4,6%
SSE	11,3	9,3	9,6	8,5	0,7	0,7	0,7	13,9	12,7	10,6	7%	7%	8%	8,4%	8,7%	7,5%
Verbund	43,6	19,2	16,4	14,5	6,3	5,6	5,2	40,7	31,0	25,2	33%	34%	36%	1,1%	1,5%	1,9%
Mediana		6,9	6,7	6,5	1,2	1,2	1,1	13,7	13,2	12,0	22%	23%	23%	5,1%	5,1%	5,1%

Wycena spółek rafineryjnych (2018-10-01)

	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	74,00	5,6	6,9	5,7	0,6	0,6	0,6	10,3	14,6	12,8	11%	8%	10%	1,4%	2,9%	2,1%
MOL	2970,00	3,8	4,3	4,1	0,5	0,5	0,5	8,5	10,4	9,8	14%	12%	13%	4,3%	3,8%	4,0%
PKN Orlen	102,70	5,7	8,0	7,0	0,5	0,4	0,4	9,2	15,2	13,6	8%	5%	6%	2,9%	3,8%	2,3%
Hellenic Petroleum	7,67	5,7	6,1	6,2	0,5	0,5	0,5	7,6	9,0	8,6	8%	8%	7%	5,0%	5,1%	6,0%
HollyFrontier	69,56	7,2	6,1	6,6	0,8	0,8	0,9	12,8	9,2	10,2	12%	14%	13%	1,9%	2,0%	2,1%
Marathon Petroleum	82,43	7,1	4,5	3,9	0,6	0,5	0,5	15,7	11,0	8,4	8%	11%	13%	2,2%	2,4%	2,6%
Motor Oil	23,10	5,0	5,3	4,5	0,3	0,3	0,3	9,3	9,9	8,5	6%	6%	7%	5,9%	6,0%	6,8%
Neste Oil	71,76	11,6	10,8	10,3	1,3	1,2	1,3	18,3	17,0	16,1	11%	12%	12%	2,8%	3,0%	3,1%
OMV	49,26	4,6	4,2	4,2	1,0	0,9	0,9	9,7	8,8	8,5	21%	22%	22%	3,4%	3,7%	4,0%
Phillips 66	114,48	9,0	8,0	7,1	0,6	0,5	0,6	14,3	11,6	9,6	6%	7%	9%	2,7%	3,0%	3,2%
Saras	1,83	4,6	3,9	3,1	0,2	0,2	0,2	14,6	10,1	7,3	4%	5%	6%	4,3%	5,2%	6,9%
Tesoro	153,50	9,9	8,1	7,0	0,7	0,7	0,7	17,6	12,3	9,6	8%	9%	10%	1,6%	1,7%	1,8%
Tupras	130,30	6,7	5,9	5,4	0,5	0,4	0,4	9,7	7,4	6,0	8%	7%	8%	7,6%	10,5%	13,6%
Valero Energy	113,88	8,7	6,5	5,3	0,5	0,5	0,4	17,4	11,0	8,1	5%	7%	8%	2,8%	3,1%	3,3%
Mediana		6,2	6,1	5,5	0,6	0,5	0,5	11,6	10,7	9,1	8%	8%	9%	2,9%	3,4%	3,2%

Wycena spółek petrochemicznych (2018-10-01)

	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	102,70	5,7	8,0	7,0	0,5	0,4	0,4	9,2	15,2	13,6	8%	5%	6%	2,9%	3,8%	2,3%
Axiall	83,63	6,0	6,0	5,6	1,5	1,5	1,4	9,8	9,6	8,4	26%	25%	25%	1,0%	1,1%	1,2%
Braskem	56,80	6,2	6,5	6,6	1,3	1,2	1,2	13,3	15,0	18,3	20%	18%	18%	3,0%	2,7%	3,2%
Eastman Chemical	96,87	8,7	8,3	7,9	2,0	1,9	1,8	11,3	10,4	9,4	23%	23%	23%	2,3%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	27,17	6,4	6,3	5,9	1,1	1,0	1,0	7,8	7,8	7,1	17%	16%	17%	2,4%	2,5%	2,6%
LyondellBasell	104,04	6,4	6,6	6,1	1,2	1,1	1,1	9,0	9,2	8,2	18%	17%	18%	3,9%	4,1%	4,5%
Mitsubishi Chemical	1093,50	6,7	5,9	6,0	0,9	0,9	0,8	7,4	7,4	7,6	14%	15%	14%	2,9%	3,3%	3,5%
Mitsui Chemicals	2862,00	7,0	6,5	6,3	0,8	0,7	0,7	8,0	6,8	6,7	11%	11%	11%	3,1%	3,6%	3,8%
Westlake Chemical	83,63	6,0	6,0	5,6	1,5	1,5	1,4	9,8	9,6	8,4	26%	25%	25%	1,0%	1,1%	1,2%
Mediana		6,4	6,5	6,1	1,2	1,1	1,1	9,2	9,6	8,4	18%	17%	18%	2,9%	2,7%	2,6%

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

Wycena spółek gazowych (2018-10-01)

	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	6,38	4,2	3,5	3,1	0,9	0,8	0,7	8,9	7,5	7,6	21%	22%	23%	0,0%	3,4%	4,0%
A2A	1,48	6,5	6,4	6,1	1,3	1,3	1,3	11,7	12,2	11,5	20%	20%	21%	4,5%	5,1%	5,3%
BG Group	26,49	5,9	5,4	5,5	0,9	0,9	0,9	13,1	11,1	10,7	16%	16%	16%	5,4%	5,5%	5,6%
BP	5,95	5,3	4,9	4,8	0,6	0,6	0,6	14,5	13,0	12,5	12%	13%	13%	5,2%	5,3%	5,4%
Centrica	1,53	5,3	5,1	5,1	0,5	0,4	0,4	11,9	11,6	10,9	9%	9%	9%	7,9%	7,6%	7,3%
Enagas	23,44	10,1	10,4	10,2	7,9	8,1	8,0	12,7	13,3	12,2	78%	77%	79%	6,5%	6,8%	7,2%
Endesa	18,50	7,2	7,0	6,8	1,2	1,2	1,2	13,7	13,3	12,8	17%	17%	18%	7,4%	7,5%	7,8%
Engie	12,64	6,1	5,8	5,4	0,9	0,9	0,8	12,9	11,7	10,5	15%	15%	15%	5,9%	6,2%	6,8%
Eni	16,32	3,7	3,4	3,4	0,9	0,9	0,9	13,5	11,7	11,7	25%	26%	27%	5,1%	5,2%	5,4%
Equinor	230,50	3,7	3,4	3,2	1,4	1,3	1,3	14,2	12,8	12,3	38%	40%	40%	3,3%	3,4%	3,5%
Gas Natural SDG	23,46	9,1	8,6	8,2	1,7	1,6	1,6	31,8	16,4	15,3	18%	19%	19%	5,5%	5,7%	6,0%
Gazprom	161,89	2,5	2,5	2,4	0,7	0,7	0,7	3,1	3,0	3,0	28%	27%	27%	5,5%	6,1%	7,9%
Hera	2,68	6,9	6,9	6,7	1,2	1,2	1,2	14,9	15,1	14,5	18%	17%	18%	3,7%	3,8%	4,0%
NovaTek	184,00	13,8	13,5	12,9	4,9	4,6	4,3	14,6	11,9	11,4	35%	34%	33%	1,5%	2,0%	2,4%
ROMGAZ	34,05	4,1	3,7	3,5	2,1	1,9	1,8	8,6	8,2	7,7	51%	52%	51%	13,0%	11,7%	12,4%
Shell	29,82	5,9	5,4	5,5	0,9	0,9	0,9	13,2	11,1	10,7	16%	16%	16%	5,4%	5,5%	5,6%
Snam	3,61	11,6	11,4	11,2	9,4	9,3	9,1	12,5	12,2	11,8	81%	81%	81%	6,1%	6,3%	6,4%
Total	56,37	5,9	5,2	5,1	1,0	1,0	1,0	12,3	10,9	10,6	17%	19%	20%	4,6%	4,8%	4,9%
Mediana		5.9	5.4	5.5	1.1	1.1	1.1	13.0	11.8	11.4	19%	20%	20%	5.4%	5.5%	5.6%

Wycena spółek wydobywczych (2018-10-01)

	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	2970,00	4,8	4,7	4,6	0,7	0,7	0,7	8,0	7,9	6,8	14%	15%	15%	3,8%	3,6%	4,2%
Bashneft	1975,00	1,9	1,8	1,8	0,5	0,4	0,4	3,2	3,0	3,0	24%	25%	24%	12,4%	18,5%	17,5%
BP	5,95	5,3	4,9	4,8	0,6	0,6	0,6	14,5	13,0	12,5	12%	13%	13%	5,2%	5,3%	5,4%
Dana Gas	1,17	9,2	8,5	-	4,7	4,4	-	31,6	16,0	-	51%	51%	-	6,0%	7,7%	-
Eni	16,32	3,7	3,4	3,4	0,9	0,9	0,9	13,5	11,7	11,7	25%	26%	27%	5,1%	5,2%	5,4%
Equinor	230,50	3,7	3,4	3,2	1,4	1,3	1,3	14,2	12,8	12,3	38%	40%	40%	3,3%	3,4%	3,5%
Gazprom Neft	368,60	4,2	4,3	4,2	1,0	1,0	0,9	4,7	4,8	4,8	24%	22%	22%	6,0%	7,0%	7,7%
Gulf Keystone	2,88	5,1	4,0	2,4	3,5	2,9	1,9	13,7	8,4	4,4	69%	73%	81%	-	-	-
Lukoil	5016,00	3,9	3,8	3,9	0,6	0,6	0,6	5,8	5,9	5,8	15%	15%	15%	4,9%	5,2%	5,6%
Occidental Petroleum	83,13	7,4	6,6	6,9	4,3	3,8	3,9	16,6	14,7	16,9	57%	58%	56%	3,7%	3,8%	3,8%
Repsol	17,24	4,9	4,6	4,3	0,7	0,7	0,7	10,2	9,2	8,4	14%	14%	15%	5,3%	5,6%	5,8%
Rosneft Oil	494,05	4,8	4,5	4,3	1,1	1,1	1,0	8,2	7,2	6,4	23%	24%	24%	5,6%	6,6%	7,9%
Shell	29,82	5,9	5,4	5,5	0,9	0,9	0,9	13,2	11,1	10,7	16%	16%	16%	5,4%	5,5%	5,6%
Surgutneftegas	38,39	-	-	-	-	-	-	3,5	4,9	4,4	-	-	-	6,5%	7,0%	5,7%
Total	56,37	5,9	5,2	5,1	1,0	1,0	1,0	12,3	10,9	10,6	17%	19%	20%	4,6%	4,8%	4,9%
Tullow Oil	2,66	5,6	5,4	5,5	4,2	4,1	4,2	12,3	10,4	12,1	75%	76%	75%	0,1%	0,5%	0,4%
Mediana		4,9	4,6	4,3	1,0	1,0	0,9	12,3	9,8	8,4	24%	24%	23%	5,2%	5,3%	5,5%

Wycena spółek surowcowych (2018-10-01)

	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	67,70	2,1	2,3	3,0	0,7	0,7	0,7	4,1	5,4	8,5	33%	30%	25%	0,0%	7,4%	9,3%
KGHM	89,36	4,5	3,3	3,0	1,1	0,9	0,8	7,6	5,9	5,9	25%	26%	26%	0,0%	3,3%	5,9%
LW Bogdanka*	60,00	3,5	2,7	2,6	1,1	0,9	0,9	16,2	8,4	8,1	30%	35%	35%	1,8%	3,6%	4,7%
Anglo American	17,16	4,4	4,6	4,9	1,4	1,4	1,4	9,8	10,5	11,5	32%	32%	29%	4,6%	4,5%	4,4%
Antofagasta	8,60	5,8	4,8	4,6	2,8	2,6	2,5	17,2	13,1	12,5	49%	53%	54%	2,9%	3,4%	3,4%
BHP Billiton	16,70	6,4	6,3	6,6	3,3	3,3	3,4	32,4	12,8	14,1	51%	52%	51%	2,9%	6,6%	5,2%
Freeport-McMoRan	13,70	4,2	6,2	4,7	1,6	2,0	1,8	7,6	13,1	8,6	39%	32%	38%	1,4%	2,1%	3,6%
Glencore	3,32	5,3	5,2	5,3	0,4	0,4	0,4	9,1	8,8	9,3	8%	8%	7%	4,9%	5,4%	5,9%
Grupo Mexico	54,44	6,1	5,5	5,3	2,9	2,7	2,5	11,7	9,7	9,3	47%	48%	48%	4,0%	4,8%	5,5%
Kazakhmys	5,37	4,2	4,0	3,9	2,4	2,2	2,2	6,3	5,4	5,3	56%	55%	55%	1,4%	1,4%	1,6%
Rio Tinto	38,43	5,6	6,1	6,2	2,5	2,6	2,6	10,7	11,9	12,2	45%	43%	42%	5,6%	5,5%	5,4%
Southern CC	43,19	9,9	8,8	8,5	5,1	4,6	4,5	18,3	15,8	15,2	51%	52%	53%	2,9%	2,9%	3,4%
Mediana		4,9	5,0	4,8	2,0	2,1	2,0	10,3	10,1	9,3	42%	39%	40%	2,9%	4,0%	5,0%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	386,50	9,5	9,0	8,6	1,5	1,5	1,4	14,1	13,3	13,1	16%	16%	16%	6,2%	5,7%	6,0%
Alcoa	40,86	3,4	3,7	4,2	0,8	0,8	0,8	10,0	10,0	10,7	23%	21%	19%	0,1%	0,3%	0,2%
Constellium	12,42	7,2	6,6	6,3	0,6	0,6	0,6	16,7	9,0	7,6	9%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	110,10	9,5	8,5	8,2	1,2	1,2	1,2	17,2	14,6	14,1	13%	14%	14%	2,0%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	48,59	6,2	5,1	4,9	0,7	0,7	0,7	13,6	10,6	10,1	11%	13%	14%	3,5%	3,9%	4,3%
Rusal	2,09	4,7	4,4	-	1,1	1,1	-	3,4	2,8	3,5	23%	24%	-	9,0%	7,5%	4,1%
Mediana		6.7	5.9	6.3	0.9	0.9	0.8	13.8	10.3	10.4	14%	15%	14%	3.5%	3.9%	4.1%

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

Wycena spółek nawozowych (2018-10-01)

SPÓŁKI NAWOZOWE	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
Grupa Azoty	30,60	5,0	5,1	5,7	0,5	0,5	0,6	13,5	12,2	11,4	10%	10%	11%	3,9%	2,2%	2,5%
ZA Police*	16,75	9,2	6,9	5,5	0,7	0,7	0,6	25,8	13,6	9,2	8%	10%	12%	3,2%	3,0%	3,0%
ZCh Puławy*	92,00	3,4	2,6	2,4	0,4	0,4	0,4	10,9	7,4	6,6	11%	14%	15%	6,5%	8,7%	8,7%
Acron	4659,00	9,0	8,3	7,8	2,8	2,6	2,5	11,4	10,3	9,6	32%	32%	32%	6,5%	6,9%	7,1%
CF Industries	54,80	13,2	11,1	10,4	4,4	4,0	3,9	40,3	24,5	20,3	33%	36%	38%	2,2%	2,2%	2,2%
Israel Chemicals	22,20	7,9	8,5	8,0	1,8	1,7	1,7	17,4	15,5	14,4	23%	21%	21%	9,4%	5,5%	5,8%
K+S	18,05	9,2	6,9	6,4	1,6	1,5	1,5	24,8	11,3	9,2	17%	22%	23%	2,3%	3,7%	4,5%
Phosagro	2550,00	6,2	6,1	5,8	2,0	1,9	1,8	9,2	9,5	8,1	32%	31%	31%	5,5%	5,7%	5,9%
The Mosaic Company	32,87	8,8	7,7	7,3	1,8	1,7	1,7	19,1	14,8	12,6	20%	22%	23%	0,3%	0,3%	0,7%
Uralkali	83,75	5,2	5,3	-	2,8	2,8	-	4,3	4,5	-	53%	53%	-	-	-	-
Yara International	403,20	89,8	65,1	56,0	10,8	9,8	9,3	100+	100+	100+	12%	15%	17%	0,2%	0,3%	0,4%
Mediana		8,8	6,9	6,8	1,8	1,7	1,7	15,5	11,8	9,6	20%	22%	22%	3,5%	3,3%	3,8%

Wycena spółek spożywczych (2018-10-01)

SPÓŁKI SPOŻYWCZE	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
Astarta*	29,60	4,8	4,0	-	0,9	0,9	-	17,7	7,2	-	20%	23%	-	-	-	-
IMC*	12,40	3,5	-	-	1,2	1,2	-	4,1	-	-	35%	-	-	6,9%	-	-
Kemel	51,60	6,9	5,3	4,2	0,7	0,6	0,4	16,5	7,4	5,0	10%	11%	10%	1,7%	1,7%	5,5%
Ovostar*	102,00	4,3	-	-	1,1	1,3	-	5,9	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	19,18	6,0	7,0	6,6	0,6	0,6	0,6	8,6	13,7	12,4	10%	8%	9%	5,9%	5,6%	5,6%
Bunge Limited	67,61	9,4	9,2	9,1	0,4	0,4	0,4	12,8	12,1	11,6	4%	4%	4%	2,9%	3,0%	3,3%
Cosan	31,75	4,4	3,8	3,6	0,4	0,3	0,3	11,2	8,9	7,7	8%	9%	9%	5,8%	5,6%	7,0%
MHP	12,40	5,4	5,0	4,5	1,7	1,5	1,3	5,7	4,8	4,1	31%	30%	30%	6,0%	6,3%	6,6%
Nisshin Oillio	3310,00	10,5	9,1	8,5	0,5	0,5	0,5	16,2	16,6	15,7	5%	5%	5%	1,8%	1,8%	2,0%
Suedzucker	11,42	6,3	12,5	9,3	0,7	0,7	0,7	11,4	-	38,7	11%	6%	8%	3,9%	1,9%	2,1%
Wilmar Int.	3,18	14,3	13,4	13,1	0,8	0,7	0,7	13,1	12,8	11,8	5%	5%	5%	3,4%	3,4%	3,5%
Mediana		6,0	7,0	7,5	0,7	0,7	0,5	11,4	10,5	11,7	10%	8%	8%	3,9%	3,2%	4,5%

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 obsługującego się nazwą Dom Maklerski 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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Dom Maklerski mBanku udostępnia 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