

wtorek, 9 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 w Niemczech wróciły powyżej 56 EUR/MWh, co poprawiło clean dark spread przy utrzymujących się blisko szczytów notowaniach węgla i CO₂ po 22 EUR/t. W Polsce kontrakt roczny na TGE nieznacznie potaniał (286 PLN/MWh), co obniżyło spread transgraniczny do 40 PLN/MWh. Jako ciekawostkę warto odnotować fakt, że przy tych cenach pojawia się obrót nawet w kontraktach na rok 2021, kiedy będzie już funkcjonował rynek mocy. Powrócił optymizm na rynku zielonych certyfikatów, które znów zbliżają się do granicy 150 PLN/MWh.

Rynek paliwowy

Ceny ropy nieznacznie odpadły od szczytów po zapowiedziach wprowadzenia przez USA okresu przejściowego na dostosowanie się odbiorców do sankcji irańskich. Niewiele to jednak zmienia jeśli chodzi o marże rafineryjne, które wciąż oscylują wokół 2 USD/Bbl. Słabością wyróżniają się szczególnie cracki benzynowe i HSFO, ale obserwowane wzrosty zapasów diesla w portach ARA sugerują, że również na tym produkcie może pojawić się presja. Dyferencja Ural/Brent wynosi obecnie 1,9 USD/Bbl, ale niepokojący jest wzrost spreadu Brent/WTI powyżej 10 USD/Bbl. Zwracamy też uwagę na tąpnięcie na marżach petrochemicznych.

Rynek metali

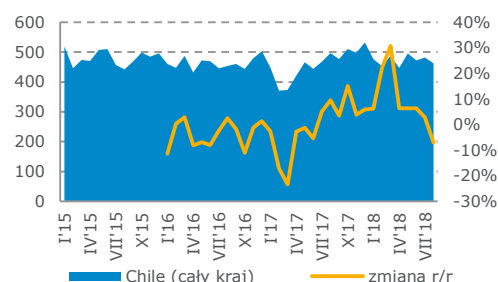
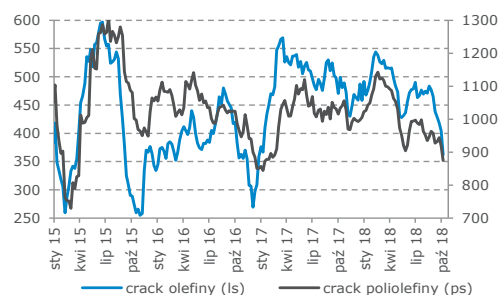
W ubiegłym tygodniu monitorowane zapasy miedzi na giełdach finansowych spadały o 5% t/t, z czego najwięcej w Szanghaju (-10% t/t) i w Londynie (-2% t/t). Obecnie zapasy są na najniższym poziomie od VIII'16. Na rynku pojawia się dużo komentarzy o braku nowych projektów wydobywczych w 2019 roku, co przy rosnącym popycie może wpływać na deficyt na rynku miedzi.

Rynek stali

Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów elektrycznych (EAF) ustabilizowały się na początku 4Q'18 z uwagi na spadki cen prętów w Chinach. Rynek zwraca uwagę na odbijające w ostatnim miesiącu zapasy stali w Chinach (wzrost o 0,3 mln ton w ciągu miesiąca).

Ceny węgla koksowego wyraźnie odbijają w Chinach na początku tygodnia ze względu na obawy o cięcia produkcyjne w koksowniach. Zapasy węgla koksowego w chińskich portach spadły poniżej 2,5 mln ton, a kontrakt na węgiel w Singapurze wzrósł do 213 USD/t (w Chinach 190 USD/t).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Impexmetal	-15,2%	-28%
Grupa Azoty	-9,2%	-59%
PKN Orlen	-7,0%	-7%
ZA Puławy	-4,3%	-42%
JSW	-3,2%	-32%
KGHM	-2,9%	-22%
Kęty	-2,1%	-1%
ZCh Police	-1,8%	-18%
CEZ	-1,2%	+20%
Orzeł Biały	-1,0%	-16%
LW Bogdanka	-0,7%	-11%
PGNiG	-0,5%	+1%
ZE PAK	-0,1%	-48%
Boryszew	+0,0%	-44%
Lotos	+0,2%	+30%
MOL	+0,3%	+4%
OMV	+0,3%	-4%
IMC	+0,8%	+13%
Tauron	+1,1%	-41%
Kernel	+1,2%	+12%
Astarta	+1,4%	-42%
Tarczyński	+1,7%	+25%
Energa	+4,0%	-35%
Enea	+4,5%	-27%
Tupras	+6,4%	+28%
PGE	+7,4%	-17%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-2,4%	-10%
Chemia	-5,2%	-40%
Energia	+5,1%	-23%
Paliwa	-4,5%	-1%
Spożywczy	+0,2%	-3%
Surowce	-2,9%	-23%
Ukraina	+1,2%	-10%

Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-3,2%	-1%
Oil & Gas E&P	-1,3%	+12%
Refining EU	-4,1%	+9%
Refining US	+1,9%	+26%
Agri & Food	-1,9%	-1%
Kauczuki	-2,4%	-8%
Nawozy	+0,1%	+21%
Chemicals EU	-4,6%	-4%
Industrials EU	-4,2%	-2%
Petchem World	-2,2%	-1%
Utilities EU	-0,5%	+2%
Utilities US	+1,9%	+5%

Tąpnięcie na marżach petchem

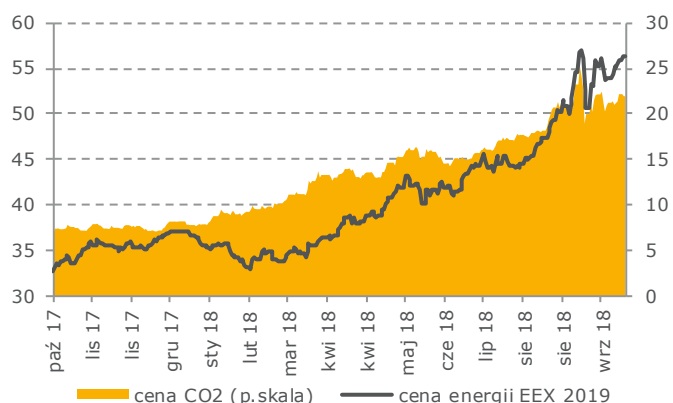
Sytuacja w sektorze petrochemicznym już od dłuższego czasu się pogarsza za sprawą droższego wsadu surowcowego i presji podażowej ze strony nowych instalacji. Ostatnie tygodnie przyniosły jednak wzmocnienie tych negatywnych tendencji. Notowania petrochemikaliów spadają mimo droższej ropy, a pogorszenie cracków ma miejsce we wszystkich grupach produktowych (olefiny, polimery, aromaty).

Produkcja miedzi w Chile (tys. ton)

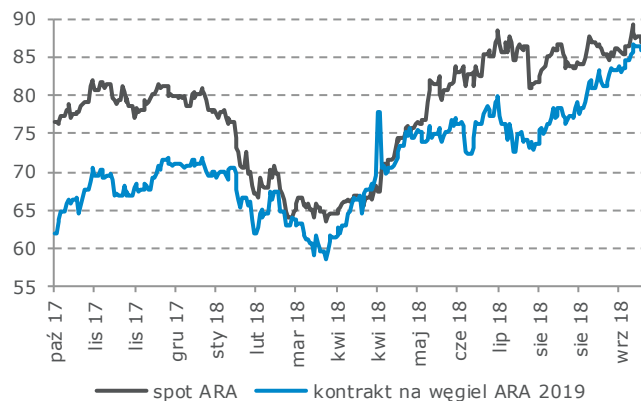
Cochilco poinformował, że produkcja miedzi w VII spadła o 7% r/r, co wynika głównie z niższej produkcji w koncernie Codelco - 11,7% r/r i kopalni Escondida -3,5% r/r. Komentarzy na rynku zwracają uwagę, że spadek w Escondida może być efektem rozmów płacowych. Niepokoi natomiast spadek wydobycia praktycznie we wszystkich kopalniach Codelco. Spadek w VII był najwyższy od III'17 (strajk Escondida).

Energetyka

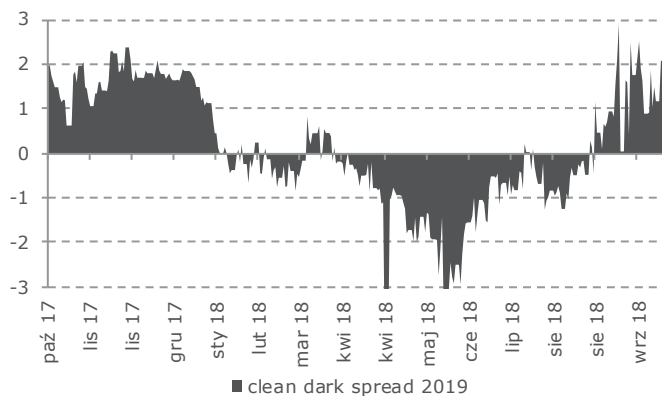
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



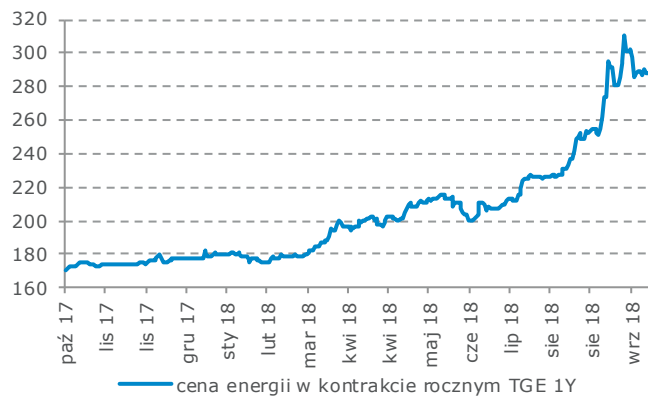
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



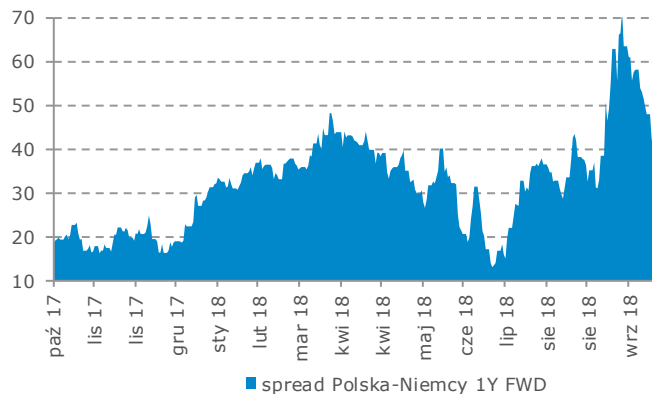
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



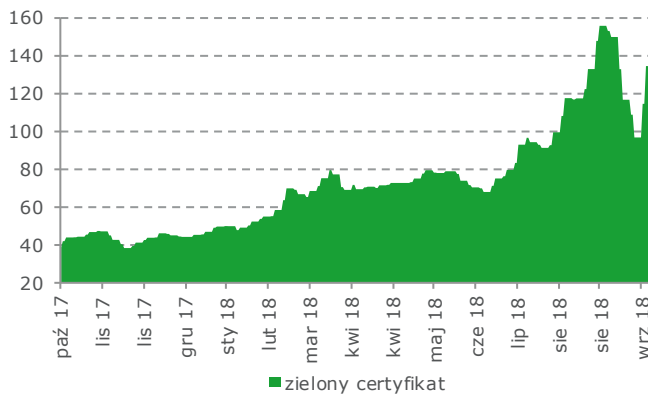
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



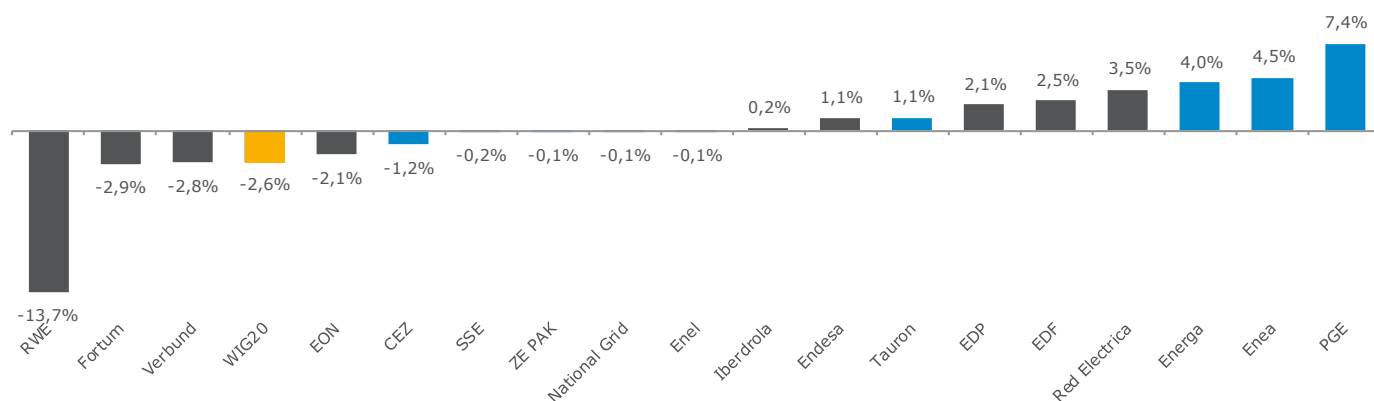
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



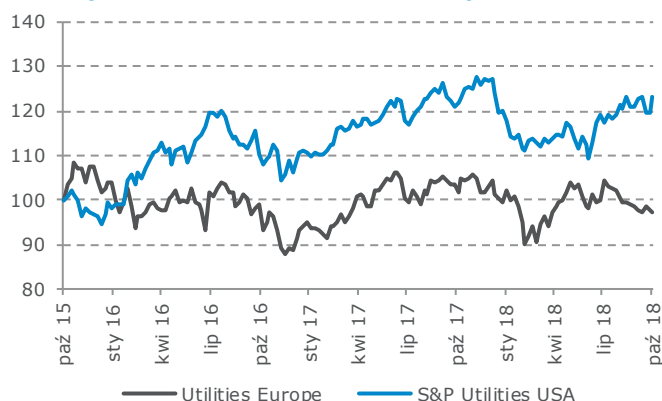
Tygodniowy performance spółek energetycznych



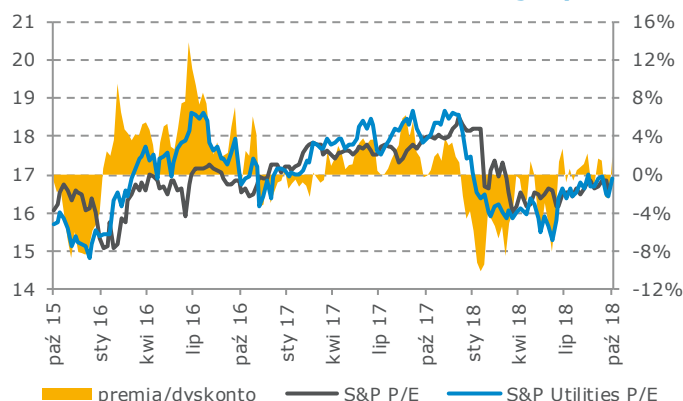
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

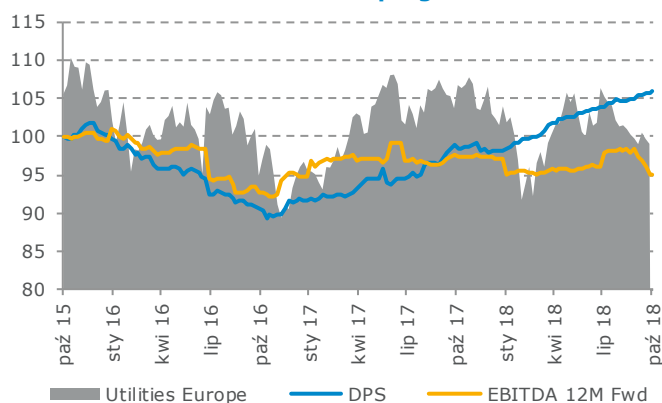
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



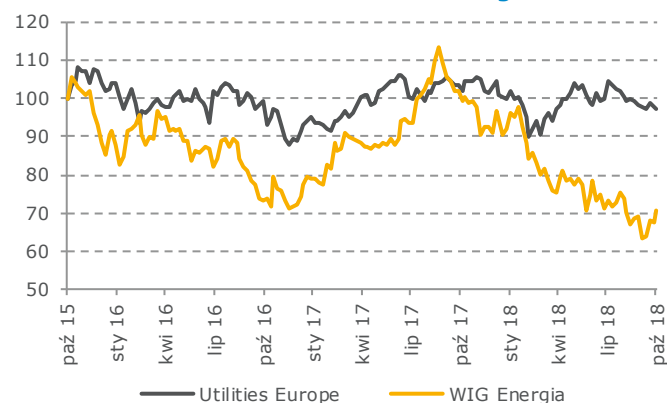
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



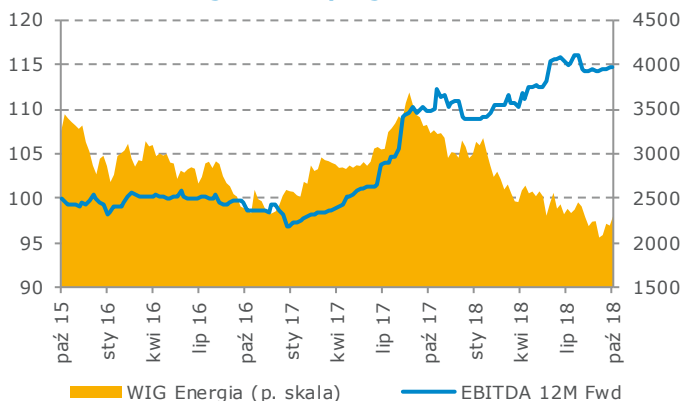
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



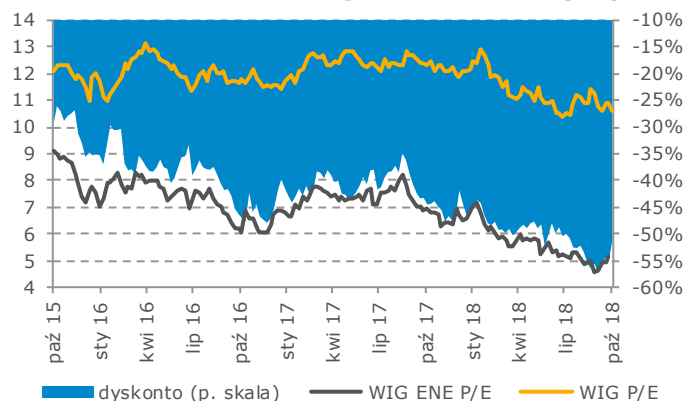
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



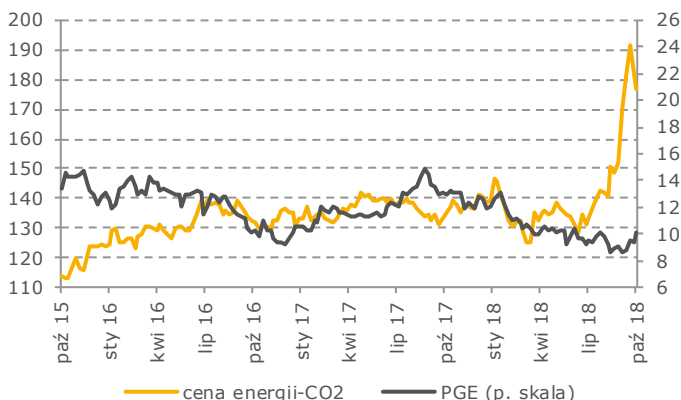
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



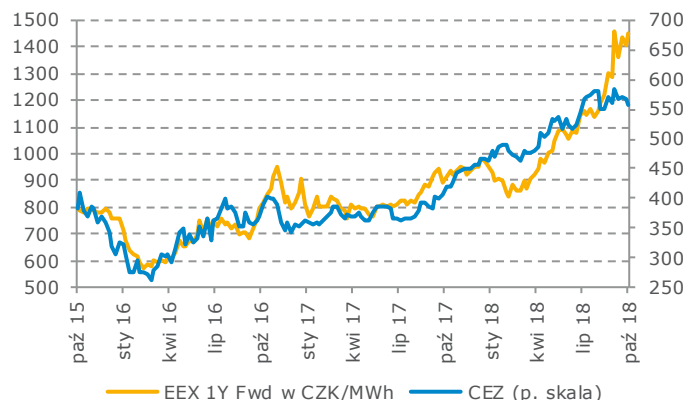
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



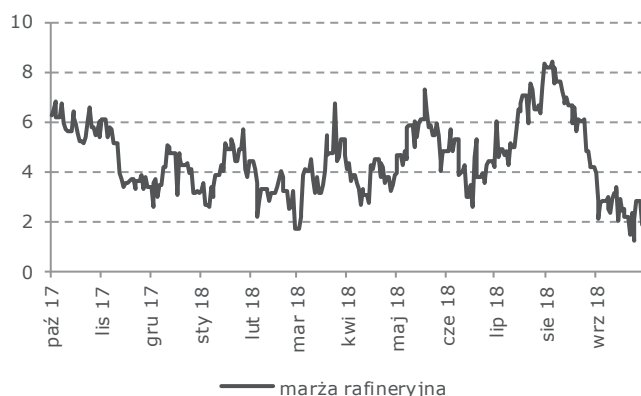
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



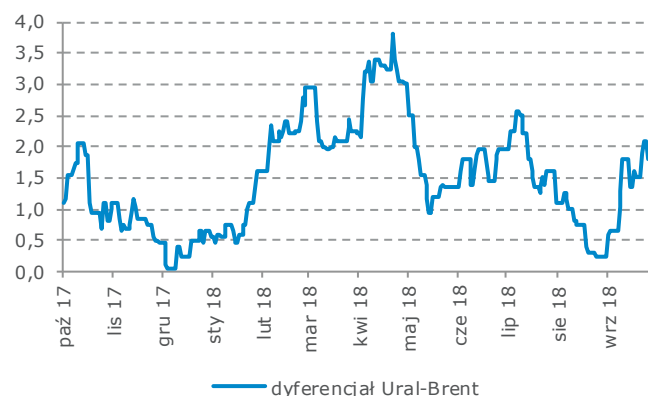
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

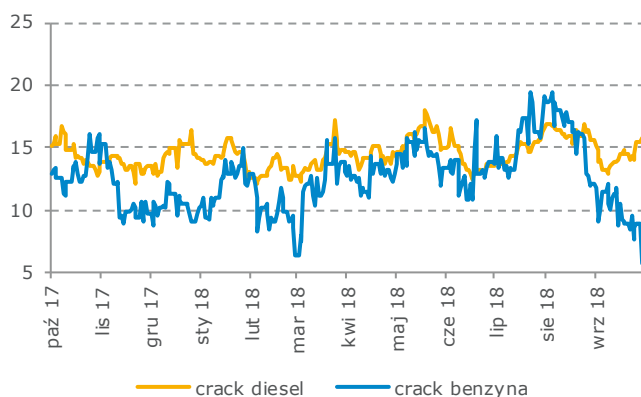
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



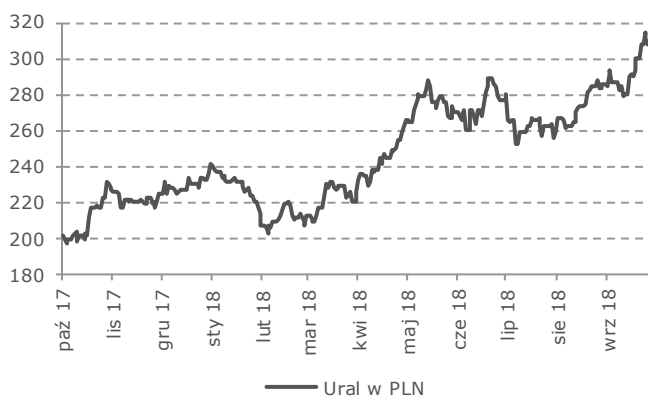
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



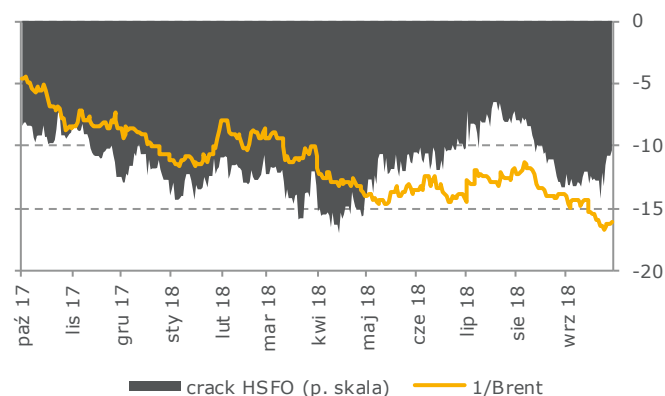
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



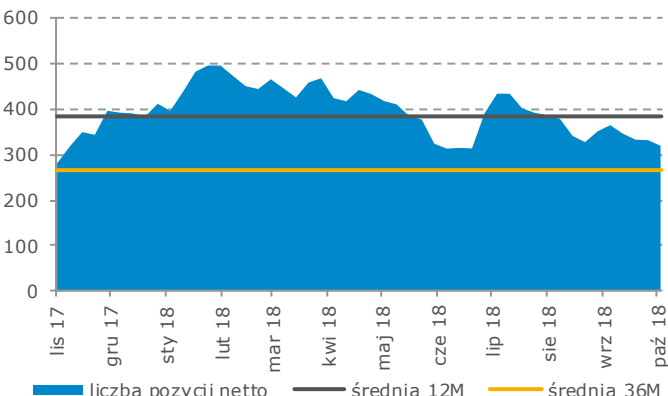
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



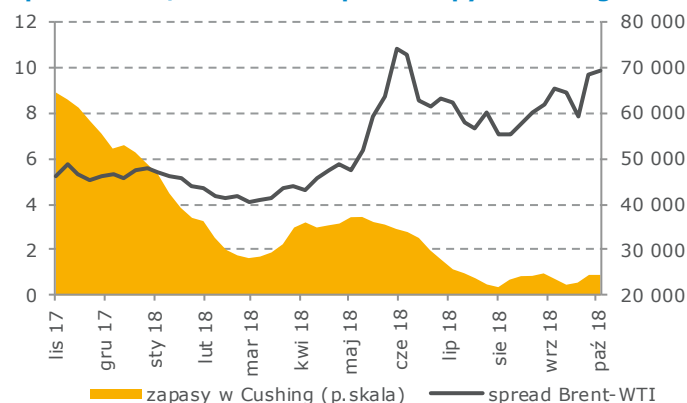
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



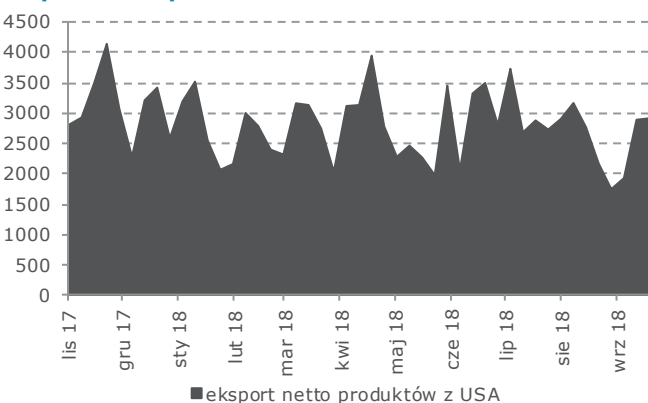
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



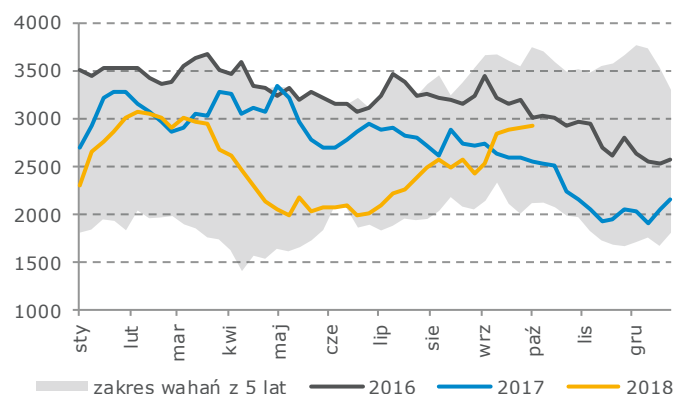
Eksport netto paliw z USA



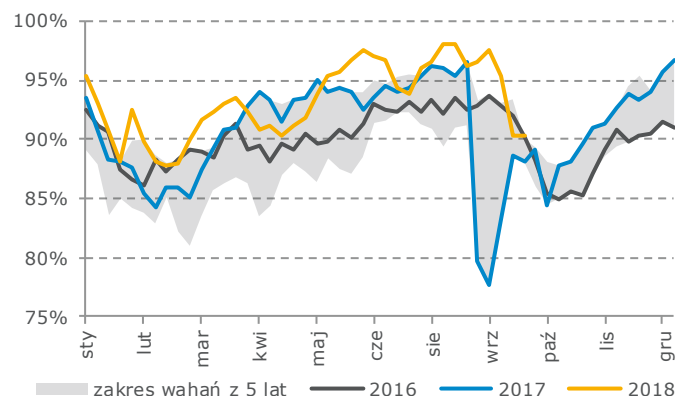
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

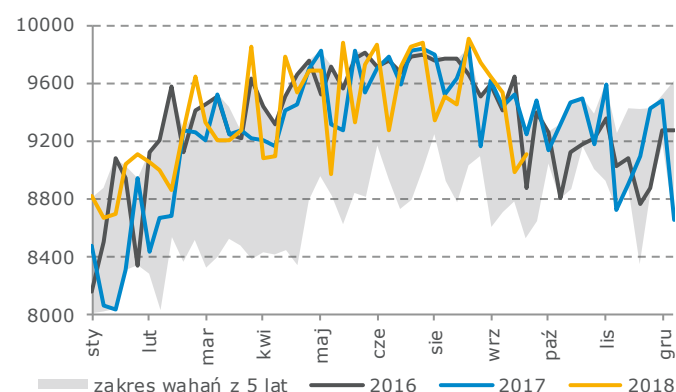
Zapasy diesla w portach ARA



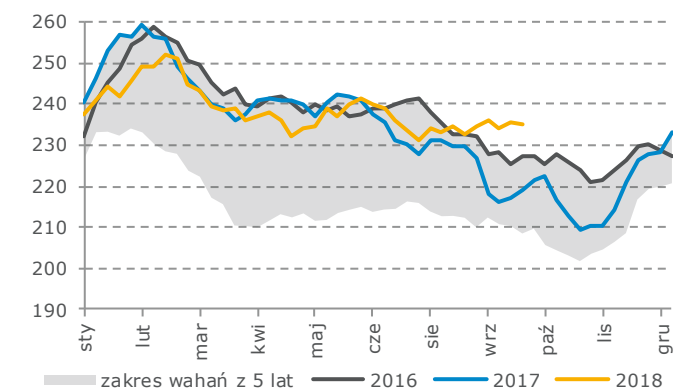
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



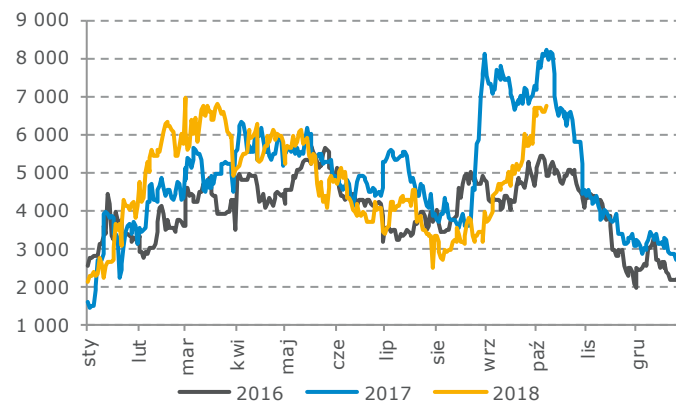
Popyt na benzynę w USA



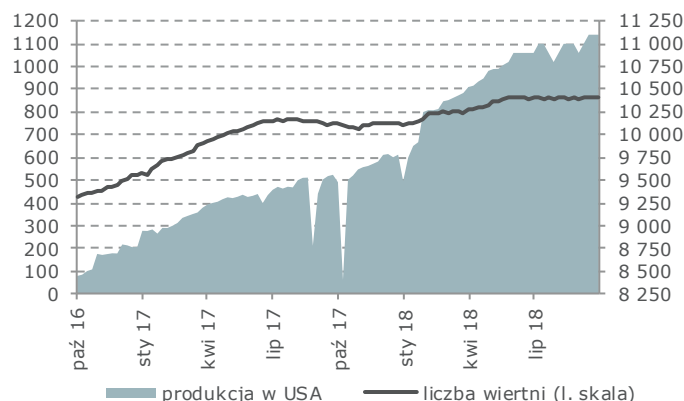
Zapasy benzyny w USA



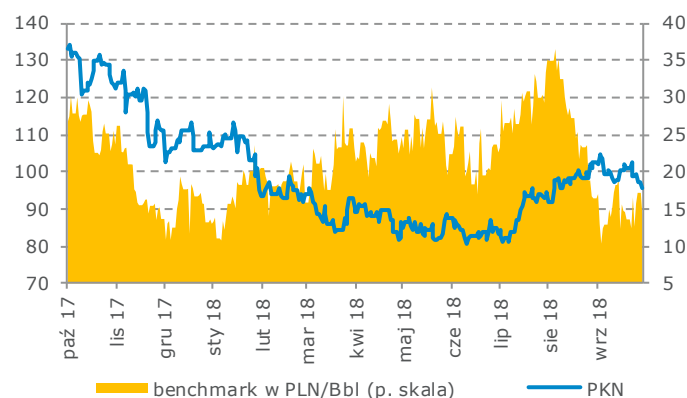
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



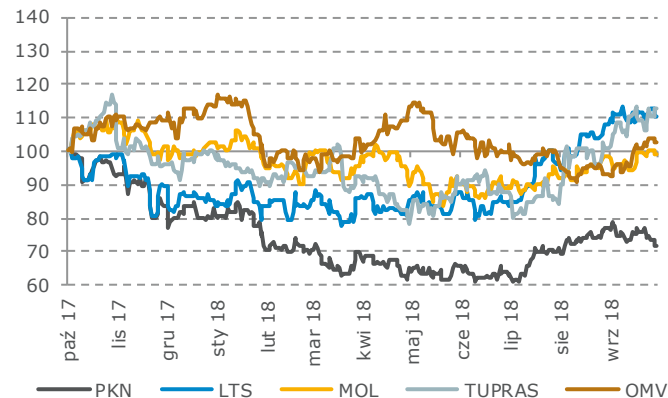
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



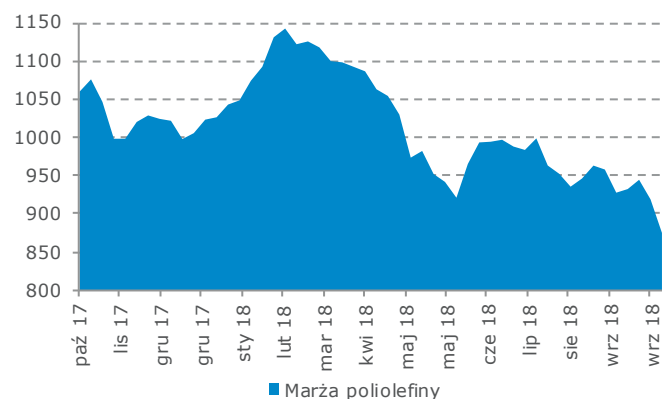
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



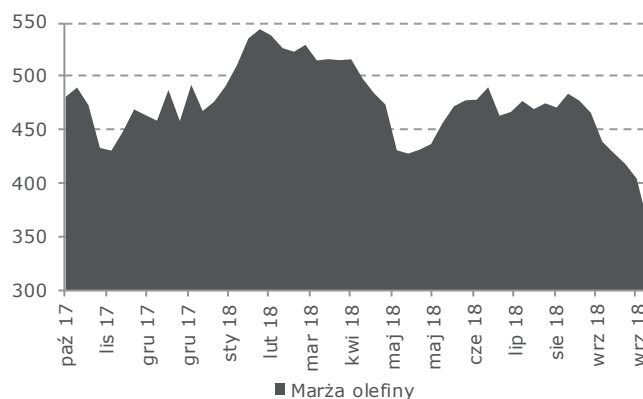
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

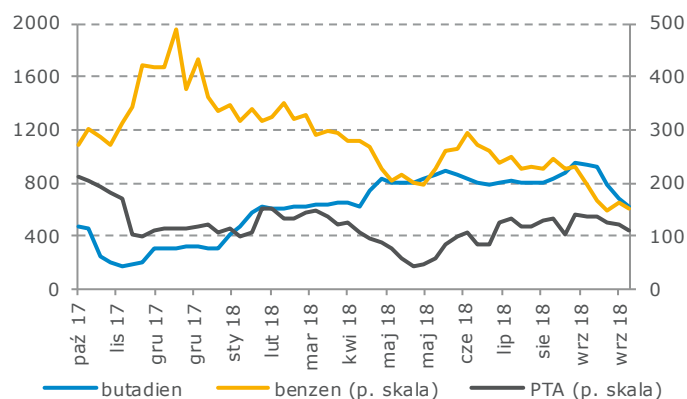
Marża petrochemiczna poliolefiny



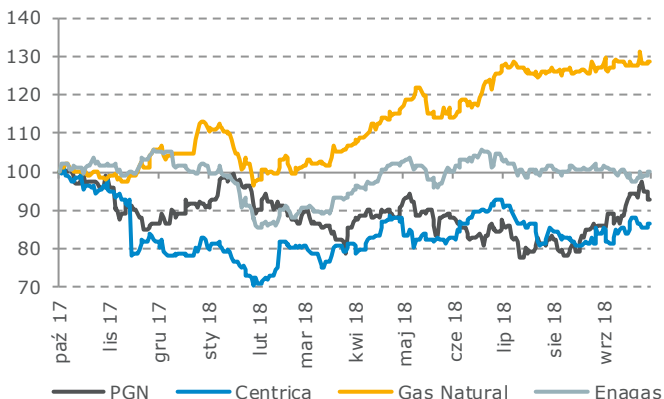
Marża petrochemiczna olefiny



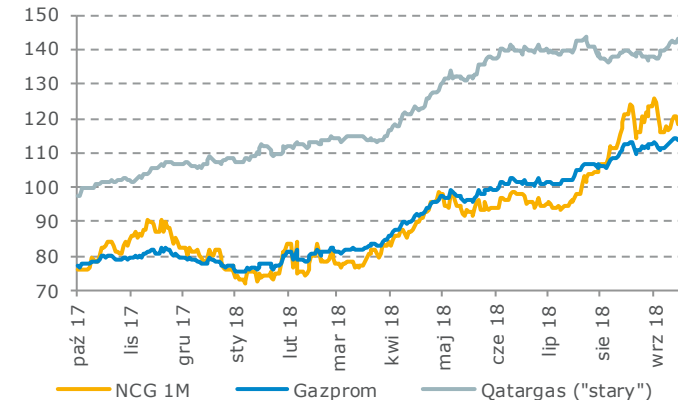
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



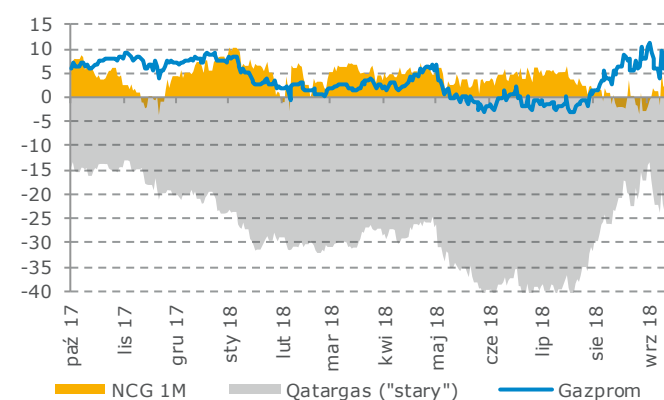
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



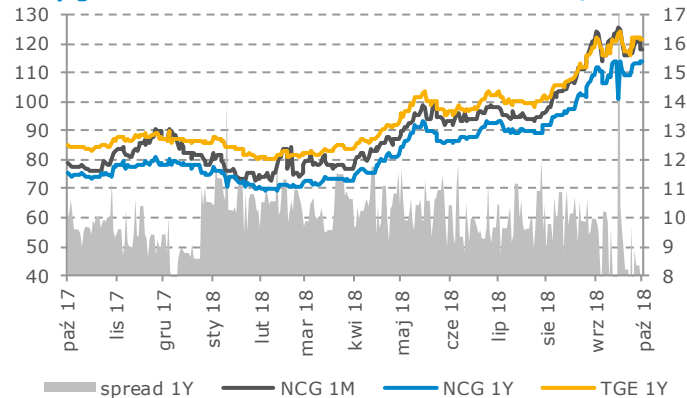
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



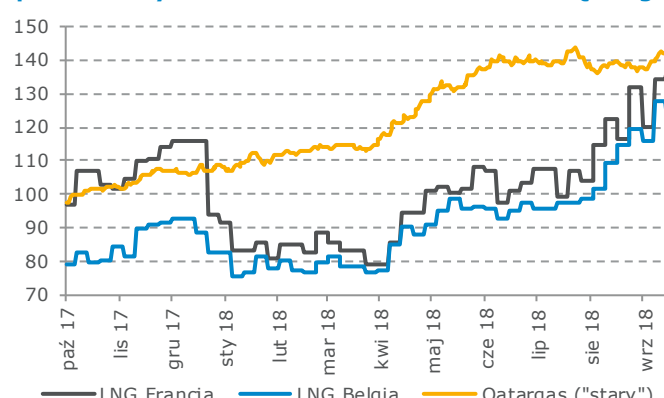
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



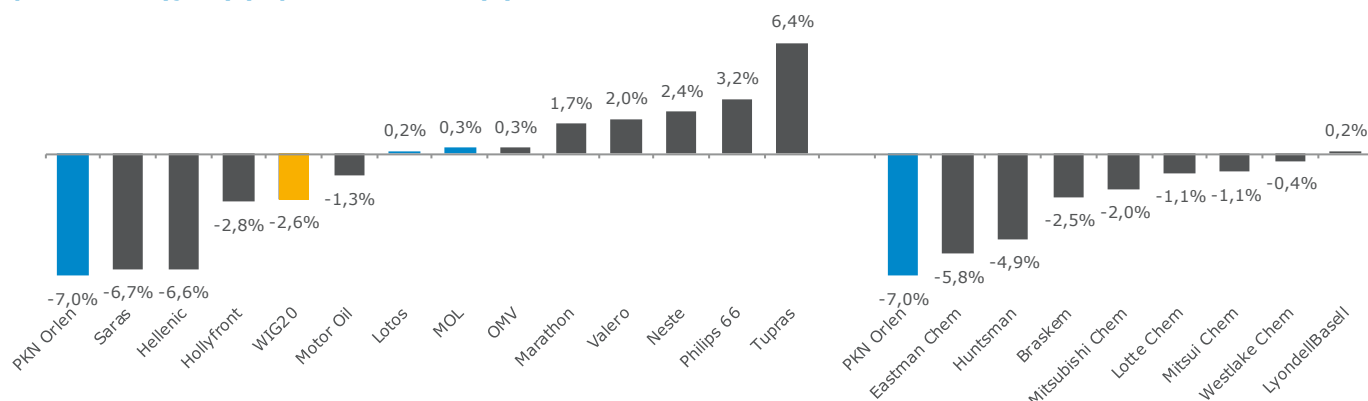
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



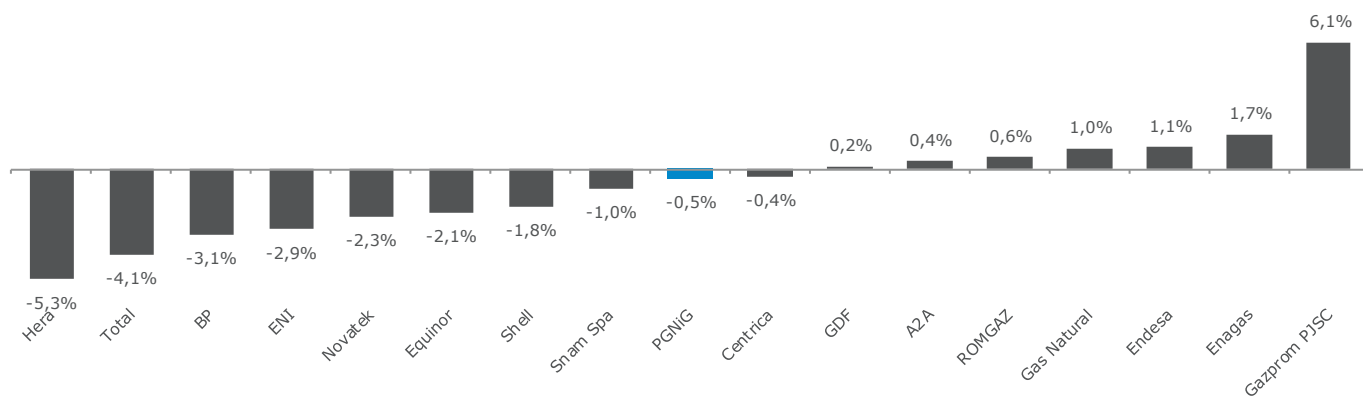
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

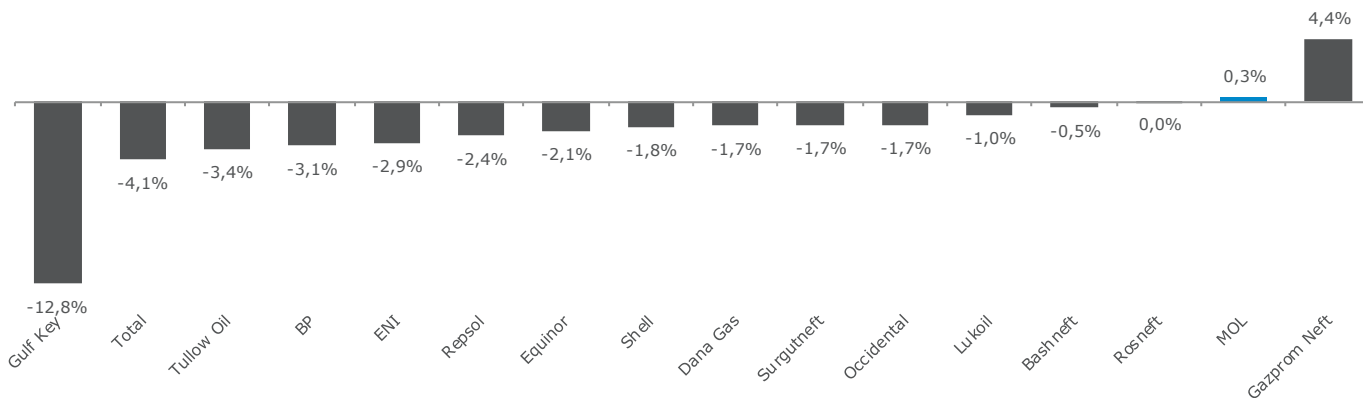
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



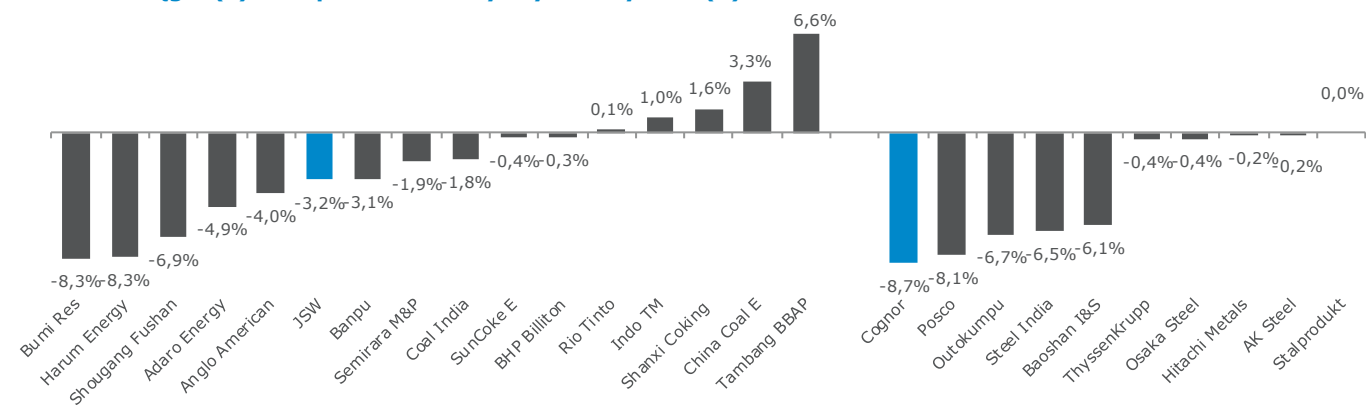
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



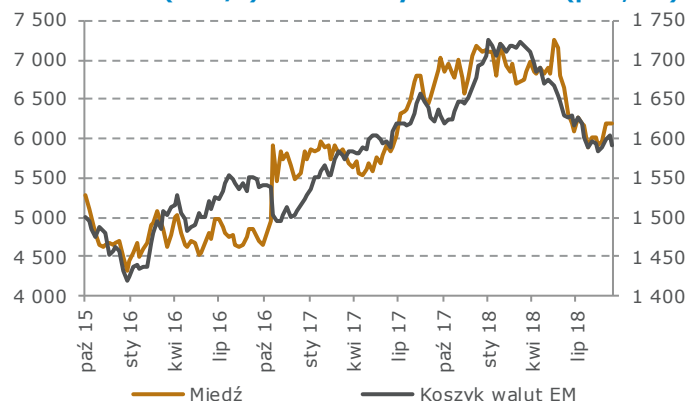
Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



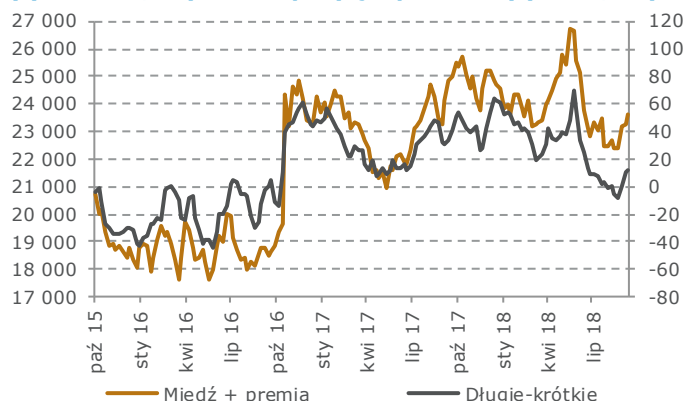
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

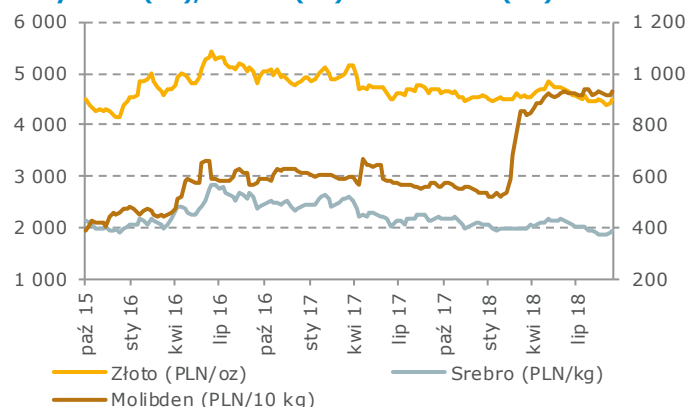
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



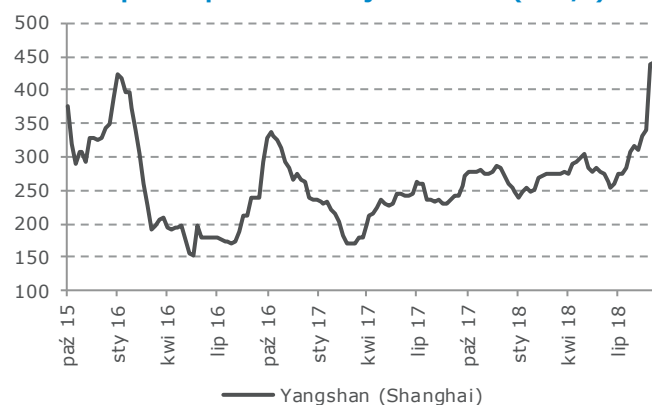
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



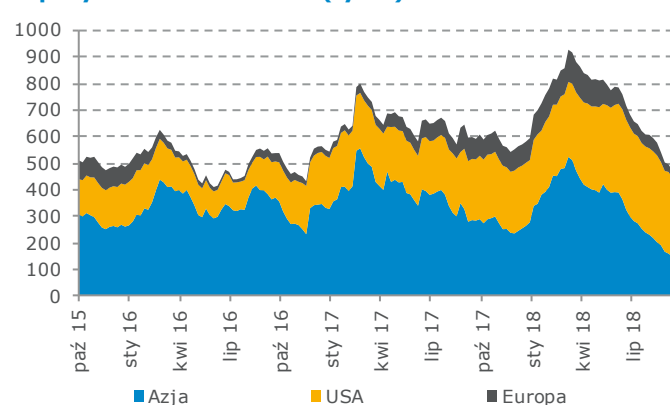
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



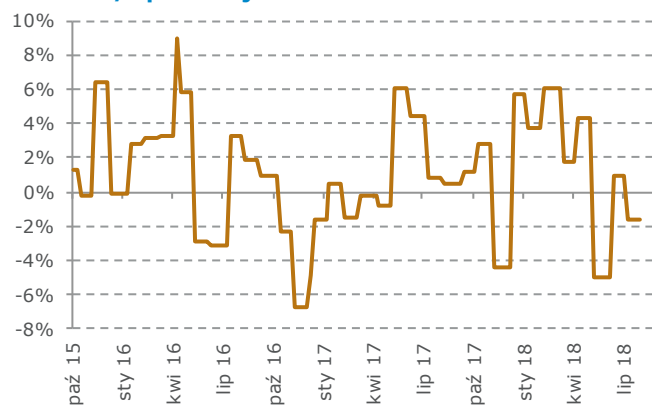
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



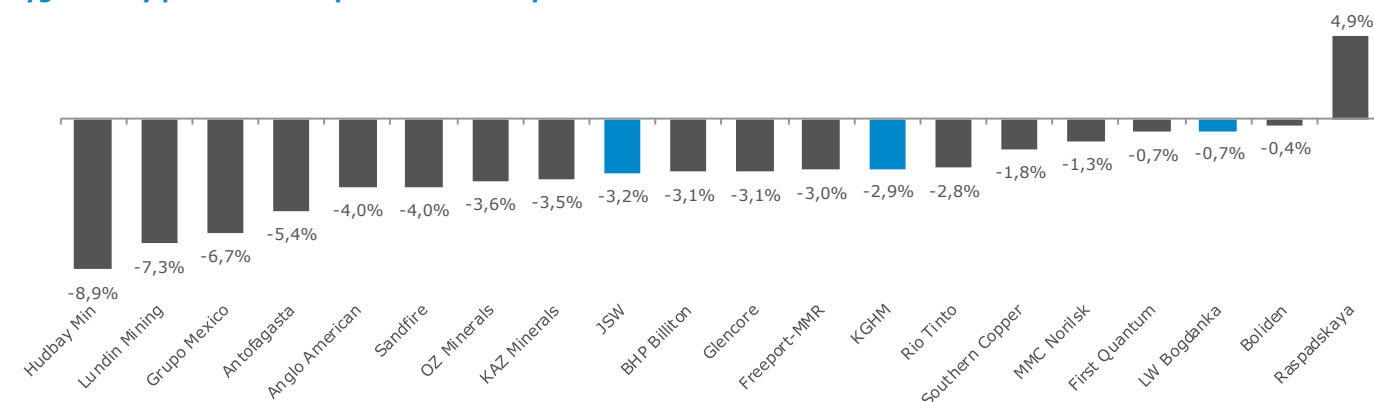
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



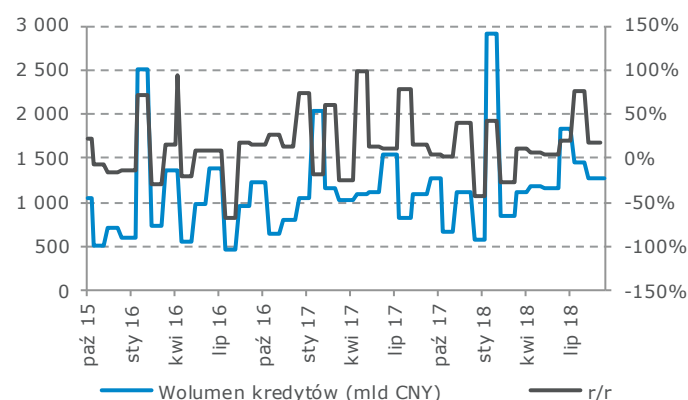
Tygodniowy performance spółek surowcowych



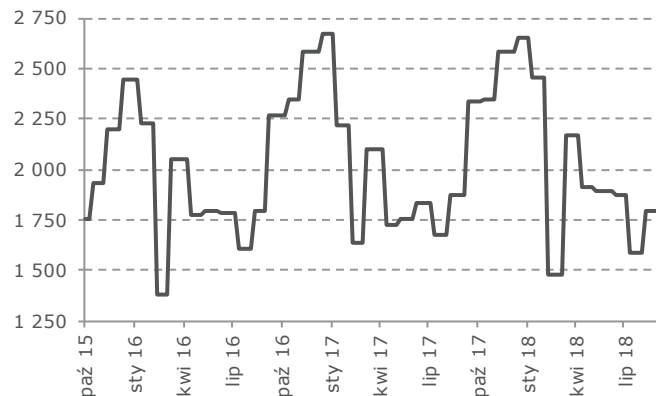
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

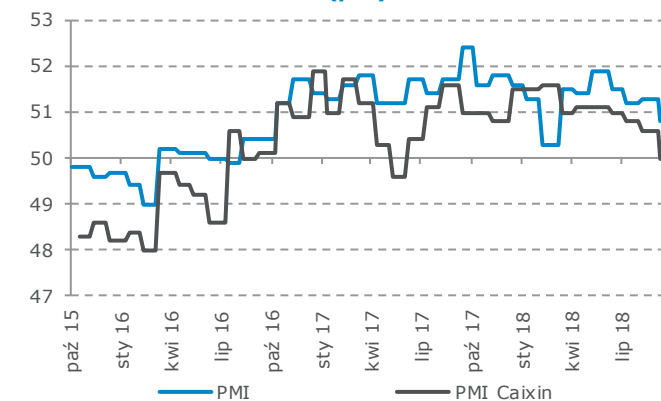
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



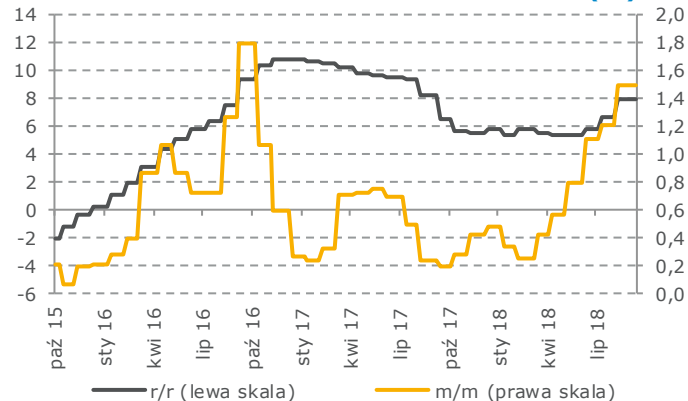
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



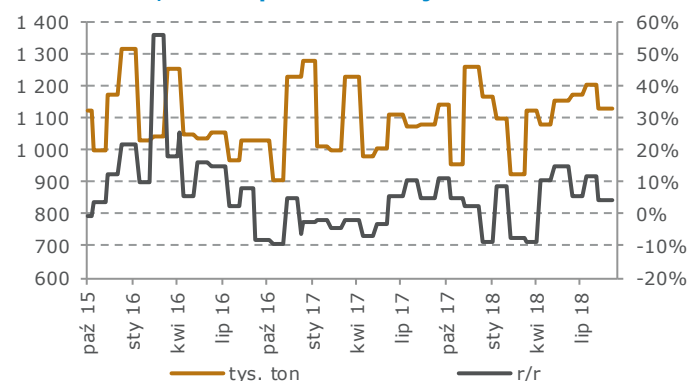
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



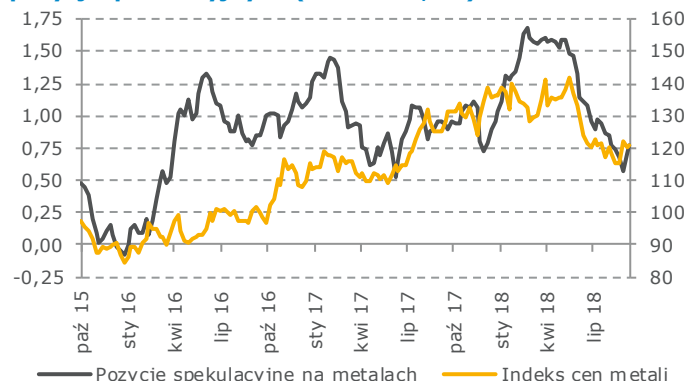
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



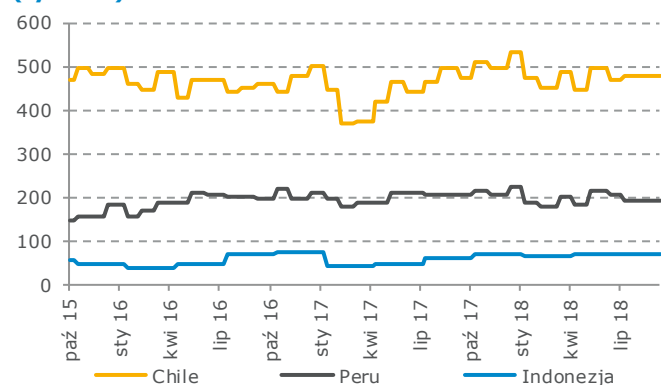
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



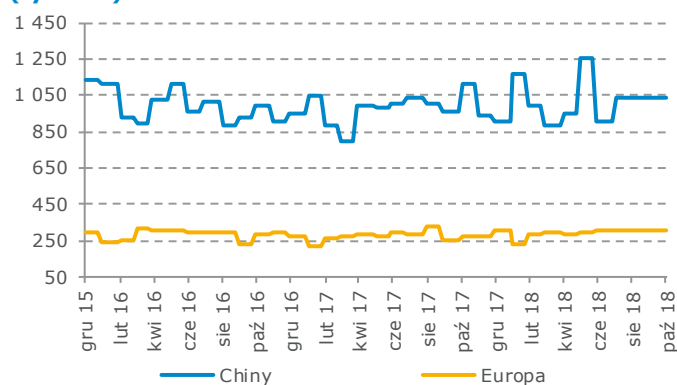
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



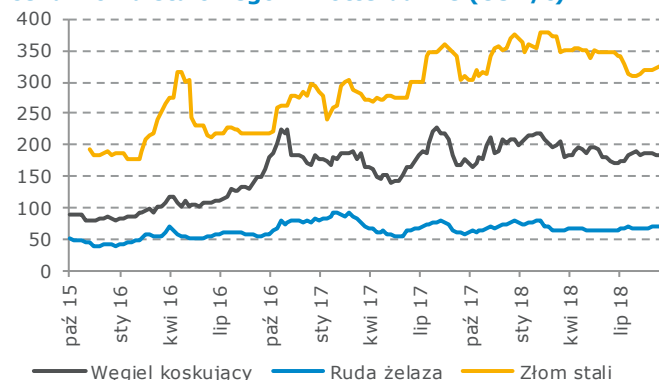
Konsumpcja miedzi w Chinach i Europie (tys. ton)



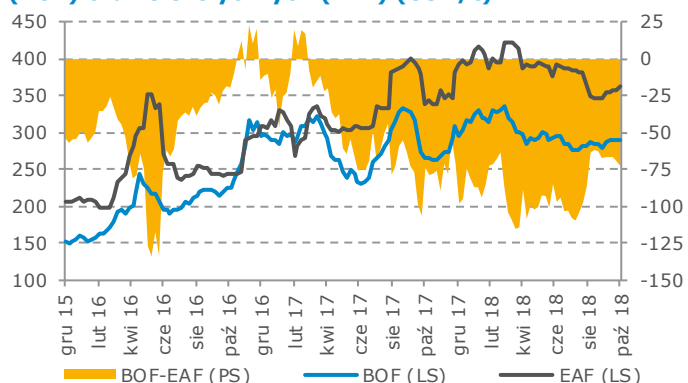
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

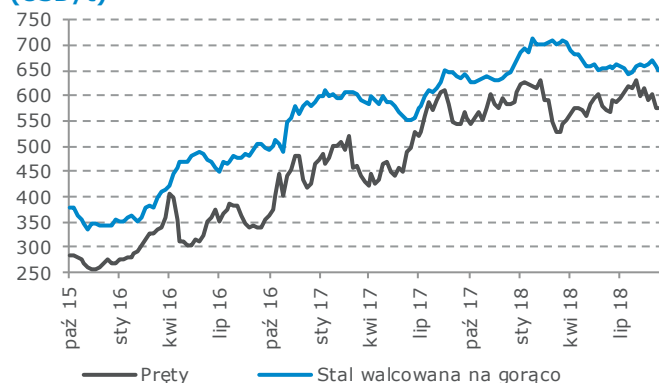
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



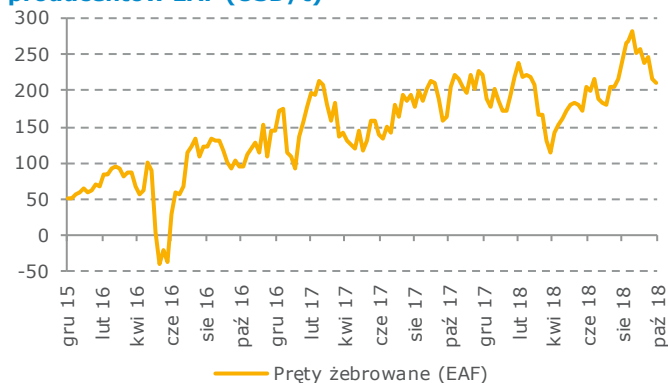
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



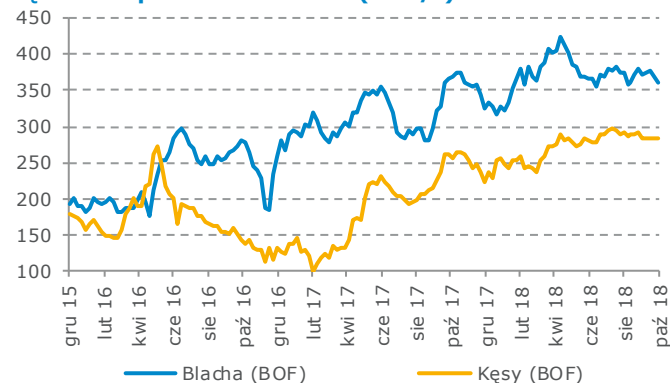
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



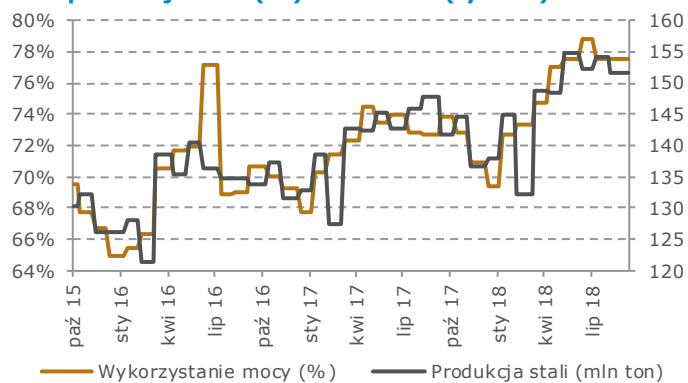
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



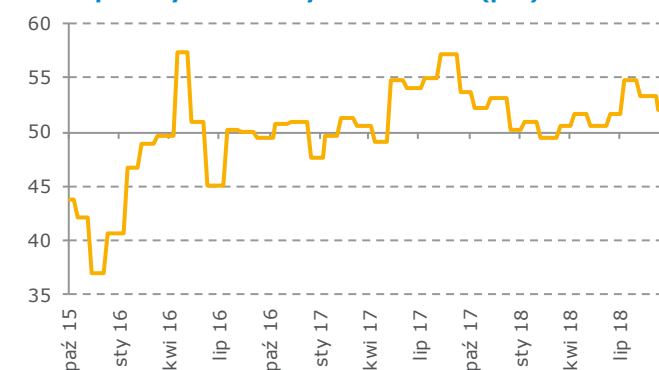
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



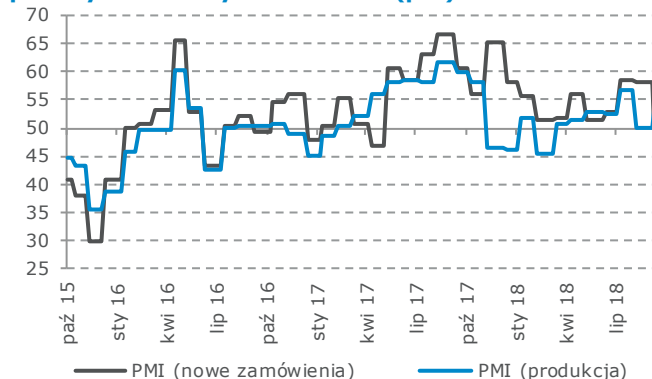
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

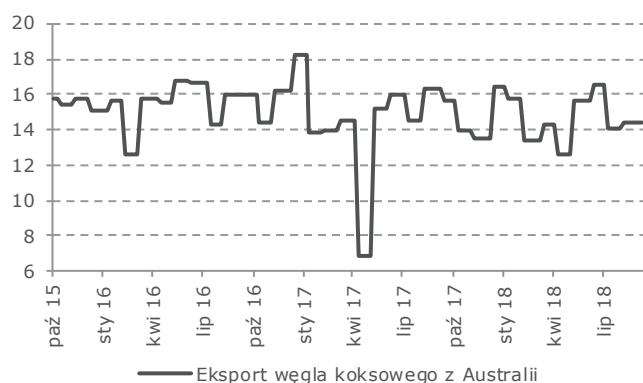


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

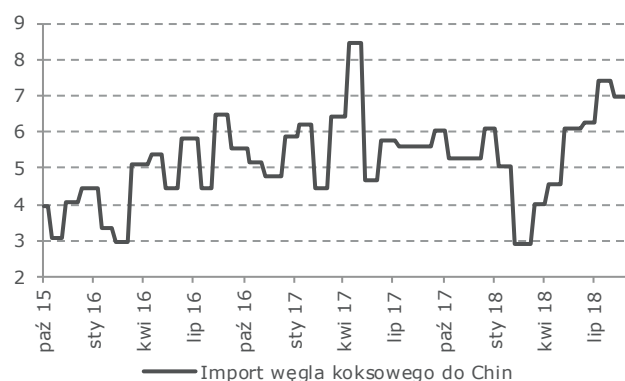


Surowce (stal)

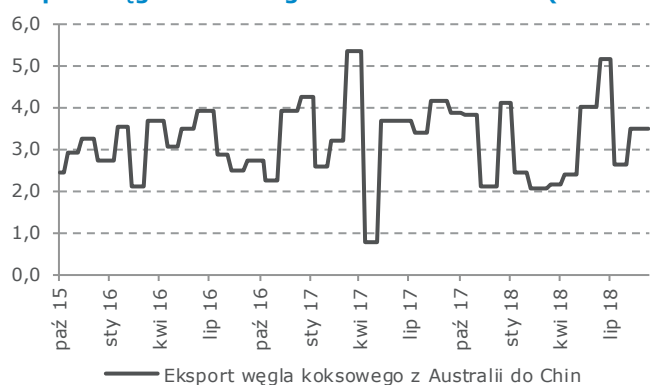
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



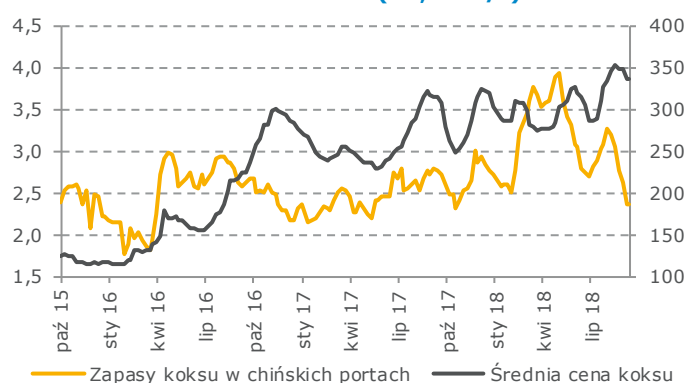
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



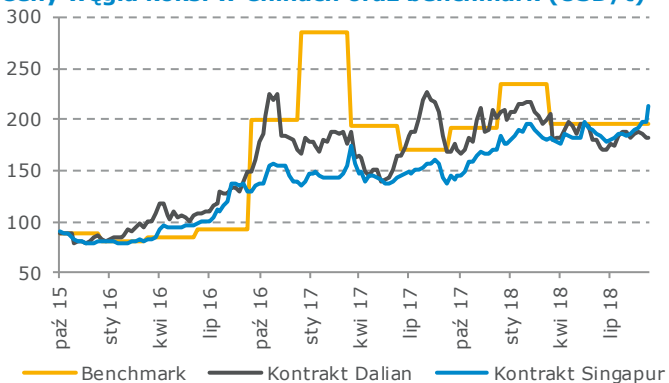
Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



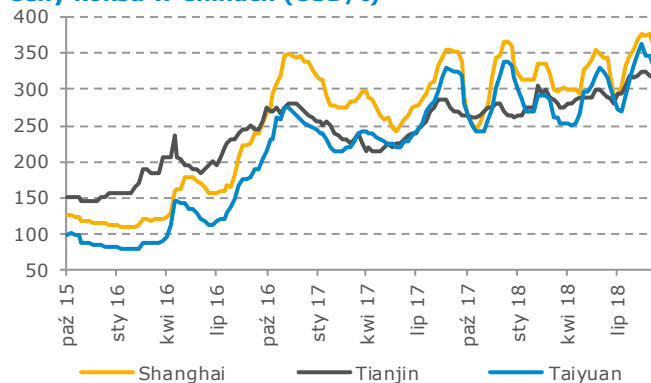
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



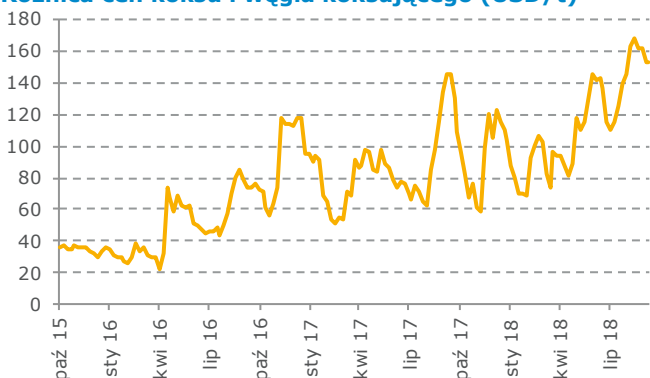
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



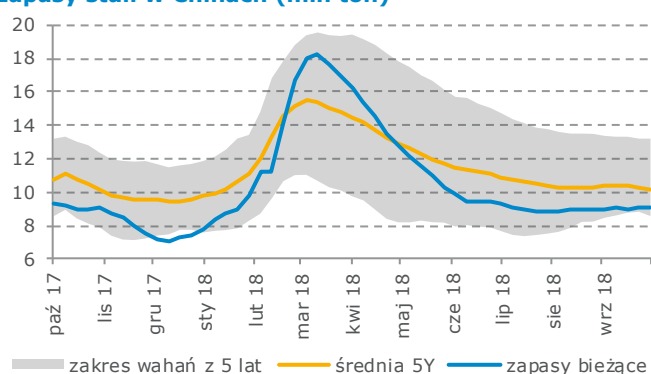
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



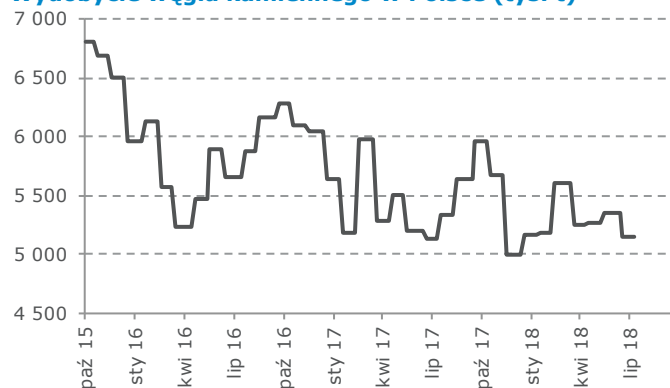
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



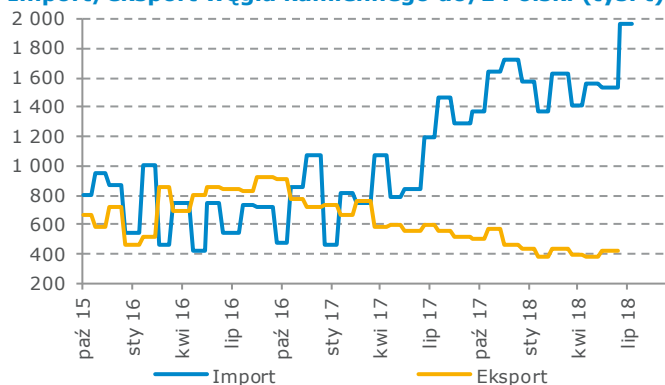
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



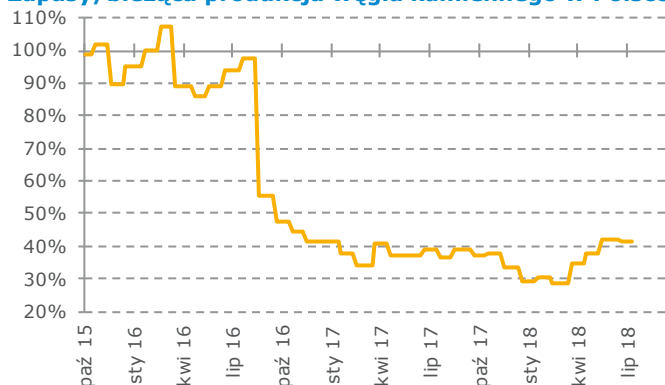
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



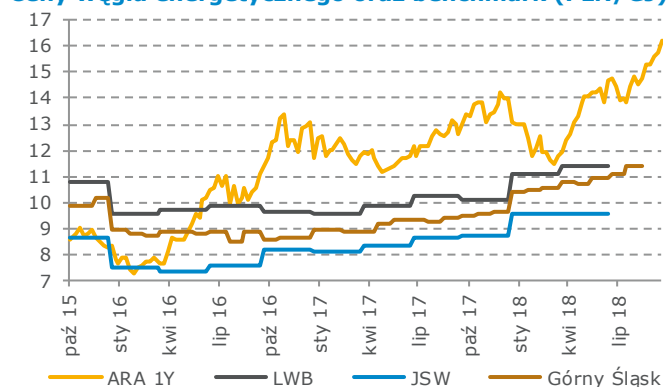
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



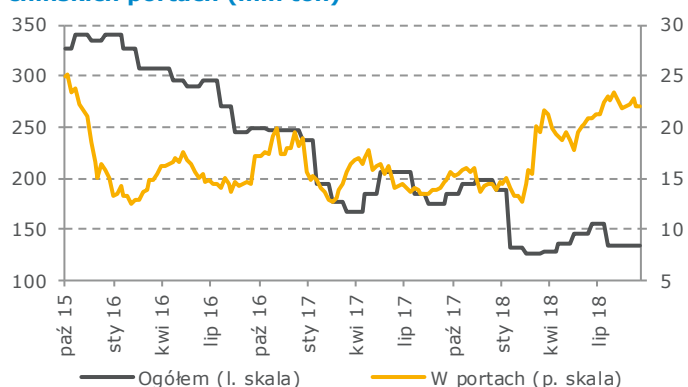
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



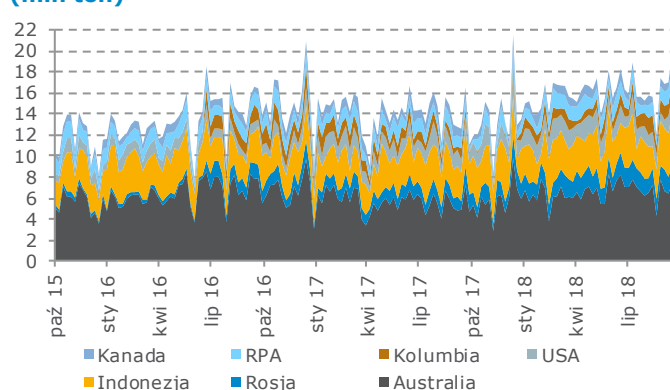
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



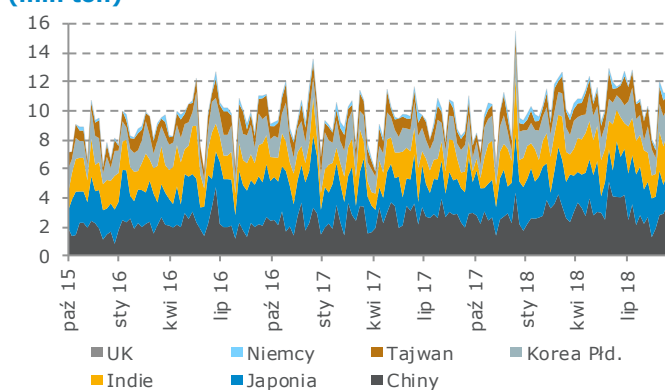
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



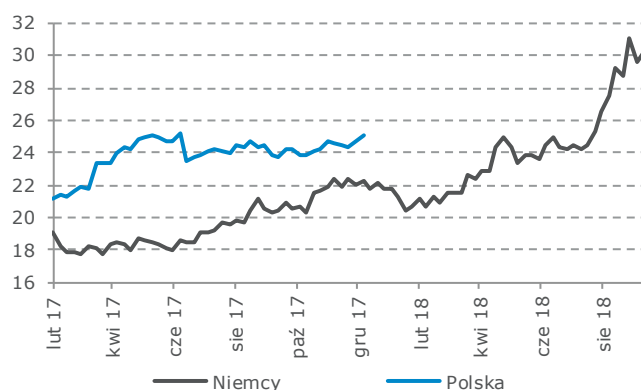
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



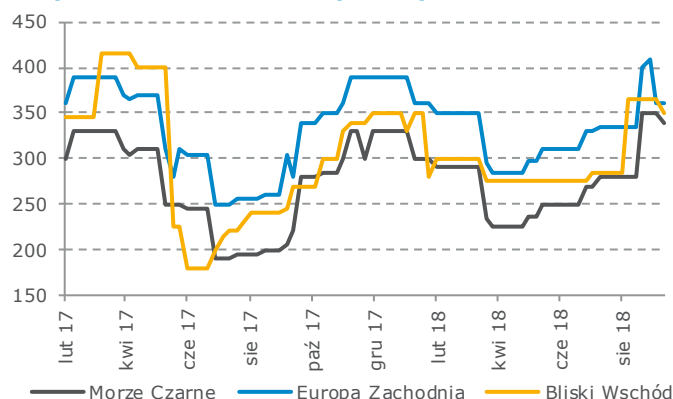
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

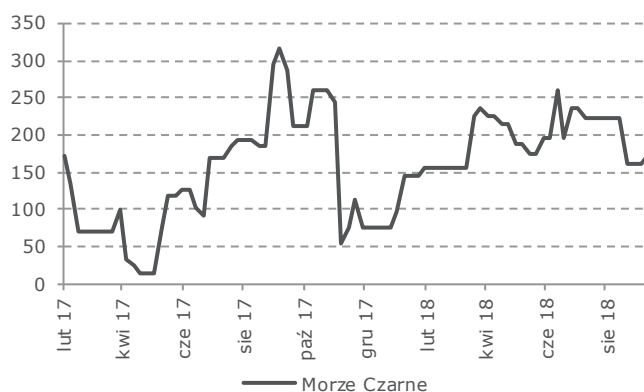
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



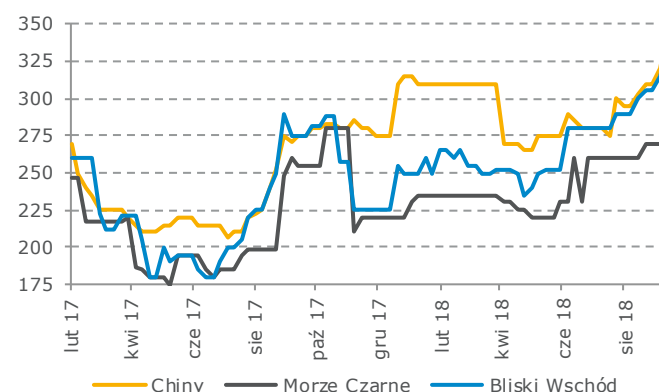
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



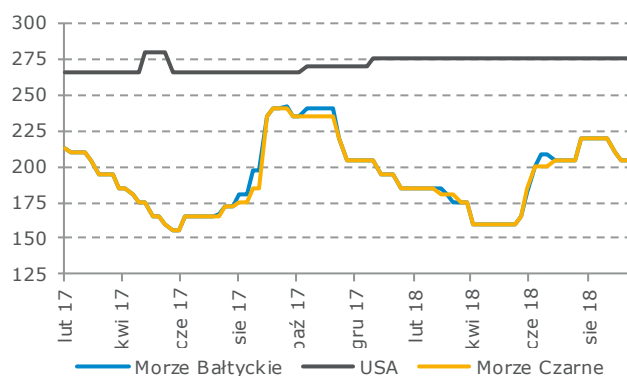
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



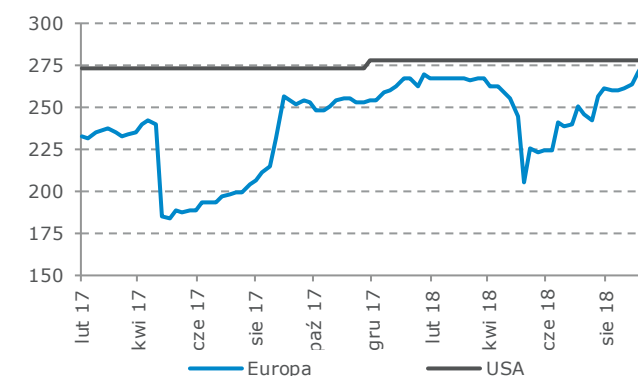
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



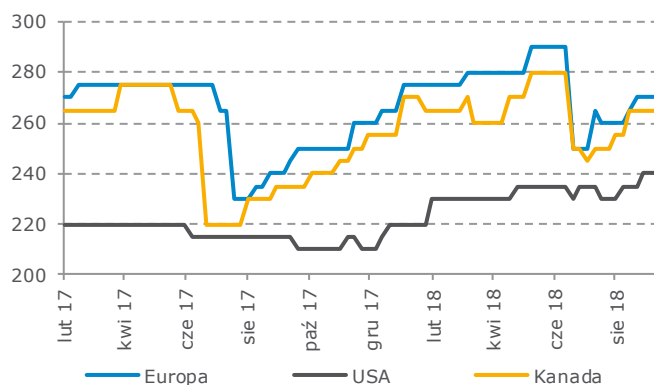
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



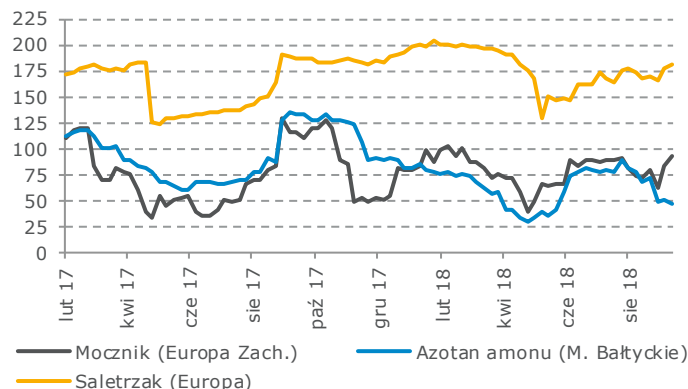
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



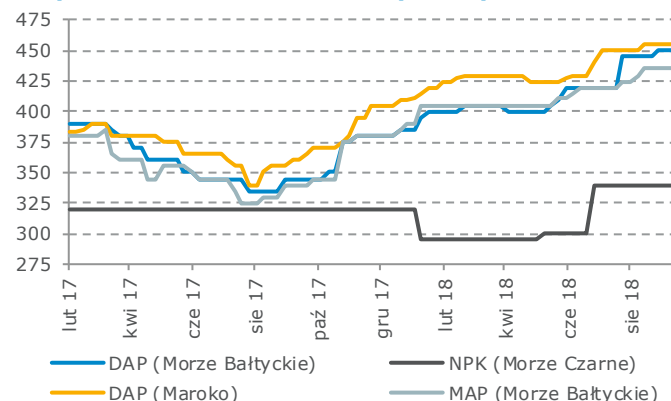
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



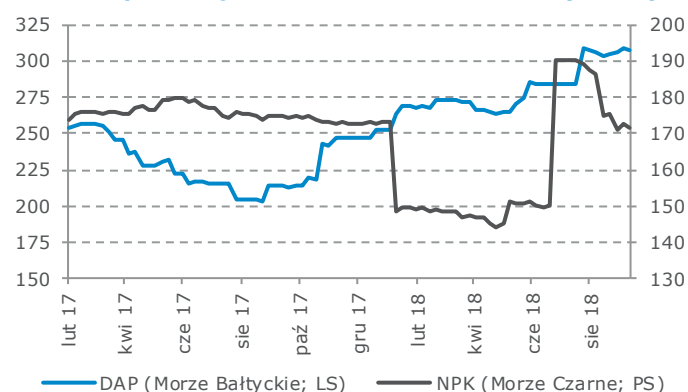
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

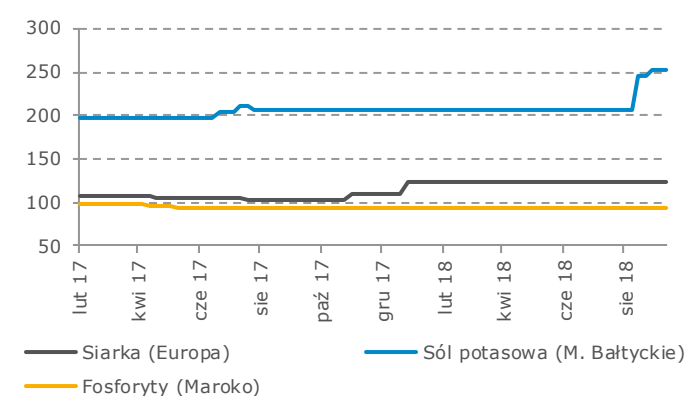
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



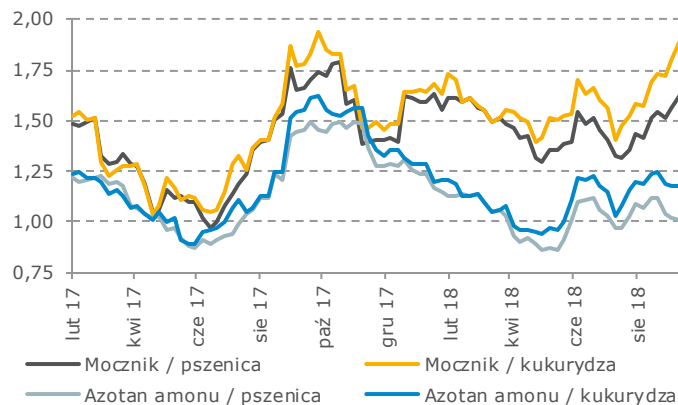
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



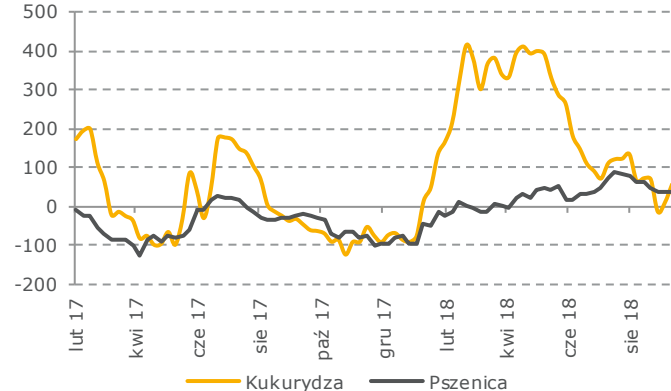
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



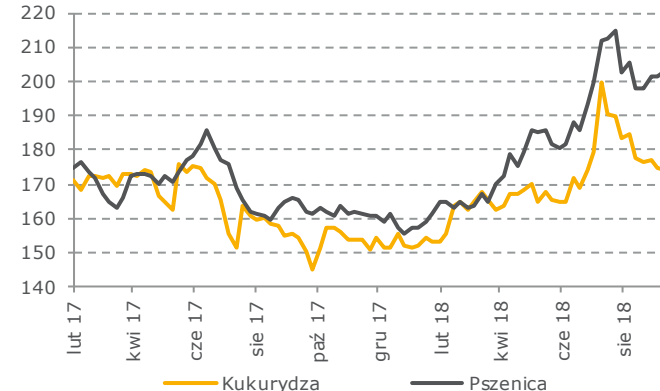
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



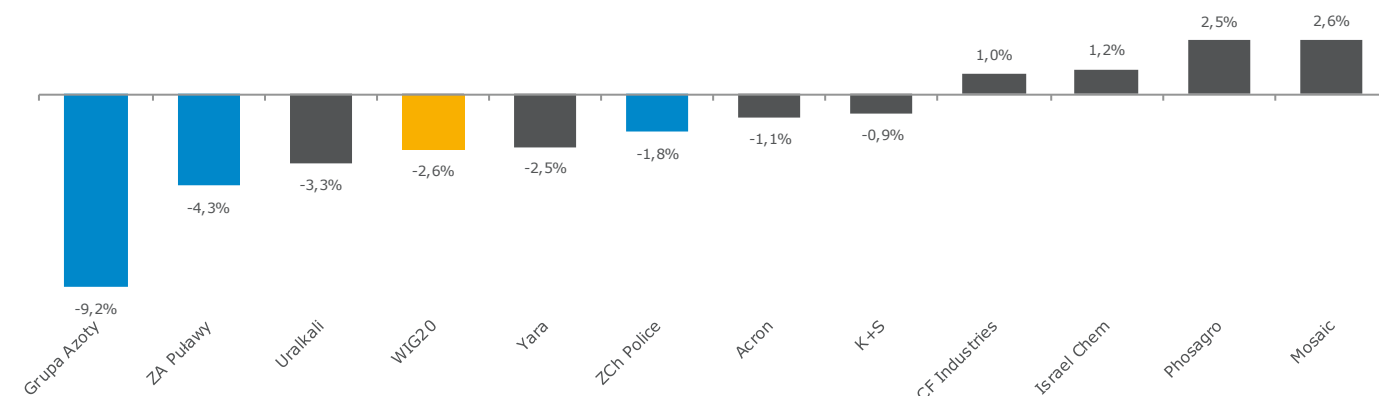
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



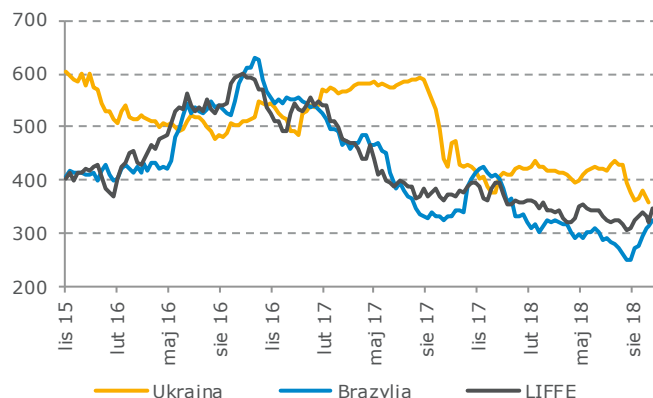
Tygodniowy performance producentów nawozów



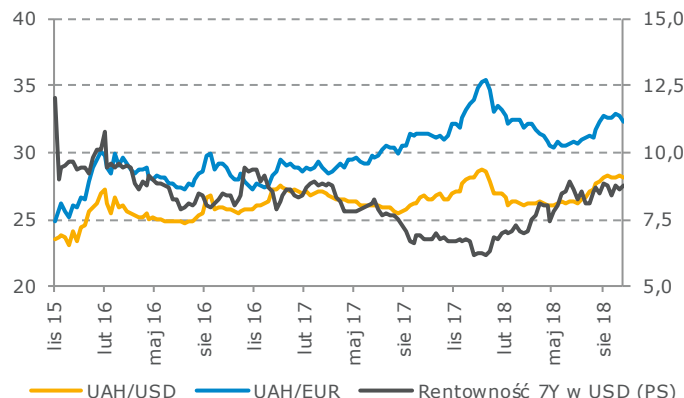
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

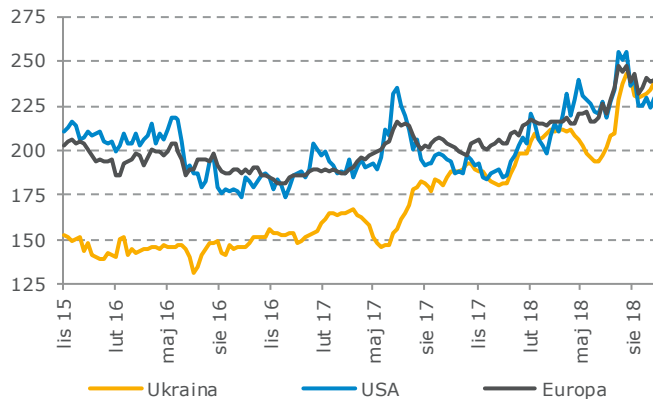
Cena cukru (USD/Mt)



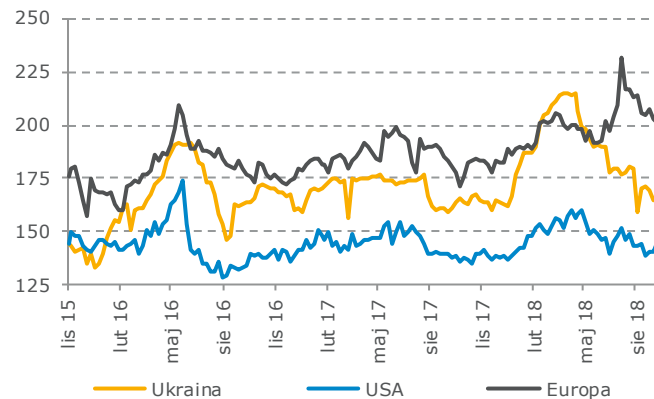
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



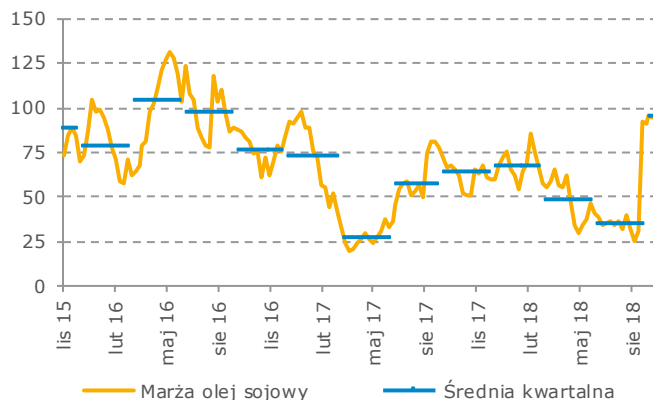
Cena pszenicy (USD/Mt)



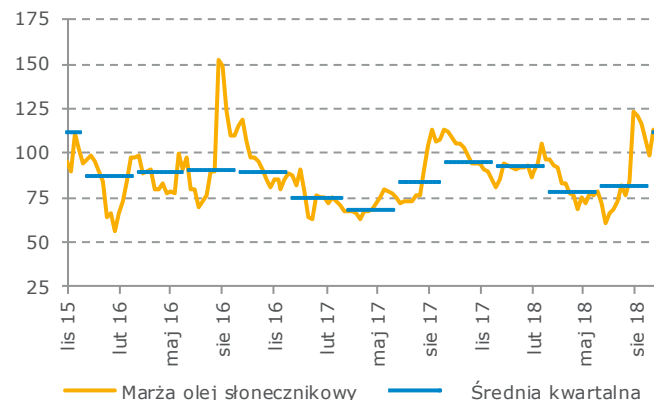
Cena kukurydzy (USD/Mt)



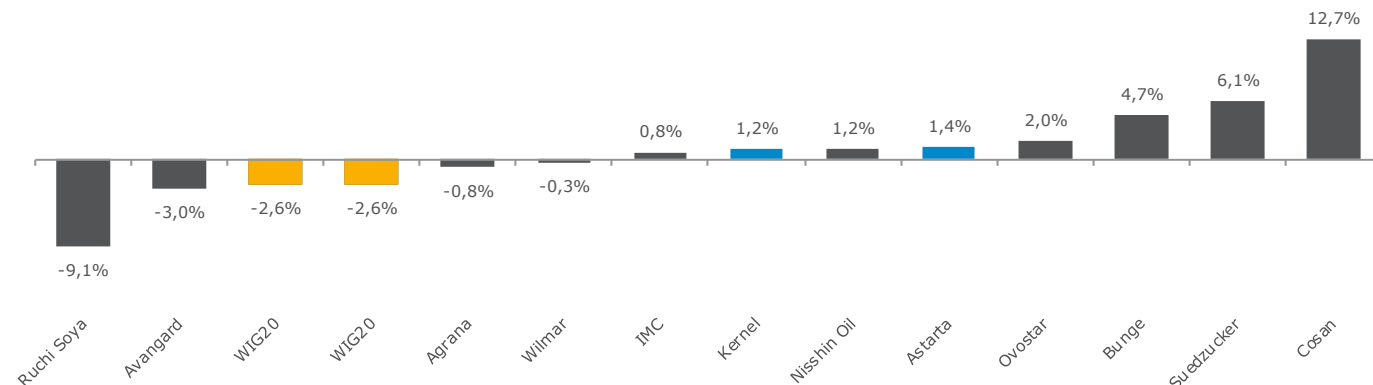
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-10-08)

	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	558,5	8,4	8,3	7,7	2,2	2,1	2,0	21,1	19,6	17,5	26%	25%	26%	5,9%	4,7%	5,1%
Enea	8,4	3,8	3,3	3,7	0,9	0,8	0,8	4,0	3,1	4,0	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	8,3	3,4	3,2	3,5	0,7	0,7	0,7	4,1	4,2	4,6	22%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	10,1	3,7	3,5	3,4	1,1	0,9	0,8	6,1	6,0	6,7	29%	25%	24%	0,0%	0,0%	4,1%
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	15,4	5,4	5,0	4,6	1,2	1,1	1,1	24,0	18,6	14,9	22%	23%	24%	2,1%	2,6%	3,4%
EDP	3,2	9,0	8,4	8,2	2,1	2,0	2,0	15,6	13,6	13,1	23%	24%	24%	6,0%	6,0%	6,0%
Endesa	18,7	7,2	7,0	6,9	1,2	1,2	1,2	13,8	13,4	13,0	17%	17%	18%	7,3%	7,4%	7,6%
Enel	4,4	6,7	6,4	6,2	1,4	1,4	1,4	10,8	9,5	9,0	21%	22%	23%	6,4%	7,2%	7,7%
EON	8,5	5,0	4,8	3,9	0,6	0,6	0,4	13,0	12,5	11,3	13%	12%	11%	5,1%	5,6%	6,1%
Fortum	21,1	14,4	14,1	12,7	4,6	4,5	4,4	22,9	17,2	14,7	32%	32%	34%	5,2%	5,2%	5,2%
Iberdola	6,4	8,8	8,3	7,8	2,2	2,1	2,1	13,6	12,8	12,0	25%	26%	27%	5,3%	5,5%	5,8%
National Grid	7,9	10,0	10,2	9,5	3,3	3,3	3,1	7,7	13,6	13,2	33%	32%	33%	5,7%	6,0%	6,2%
Red Electrica	18,7	10,0	9,7	10,0	7,7	7,5	7,6	14,3	13,8	14,4	77%	77%	76%	5,2%	5,6%	5,7%
RWE	18,1	7,1	6,8	3,5	0,4	0,4	0,4	13,8	13,0	9,6	6%	6%	12%	3,9%	4,6%	5,3%
SSE	11,3	9,3	9,5	8,5	0,7	0,7	0,7	13,8	12,4	10,5	7%	7%	8%	8,4%	8,6%	7,5%
Verbund	42,4	18,7	15,8	14,0	6,1	5,4	5,0	39,4	29,6	24,1	33%	34%	36%	1,1%	1,6%	2,0%
Mediana		7.2	6.9	6.5	1.2	1.2	1.1	13.8	13.0	12.0	23%	23%	23%	5.2%	5.2%	5.3%

Wycena spółek rafineryjnych (2018-10-08)

	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	74,12	5,6	6,9	5,7	0,6	0,6	0,6	10,4	14,6	12,8	11%	8%	10%	1,3%	2,9%	2,0%
MOL	2980,00	3,8	4,3	4,1	0,5	0,5	0,5	8,5	10,5	9,8	14%	12%	13%	4,3%	3,8%	3,9%
PKN Orlen	95,46	5,4	7,5	6,6	0,4	0,4	0,4	8,5	14,2	12,7	8%	5%	6%	3,1%	4,1%	2,5%
Hellenic Petroleum	7,16	5,5	5,9	6,0	0,4	0,4	0,4	7,1	8,4	8,1	8%	8%	7%	5,4%	5,5%	6,5%
HollyFrontier	67,61	7,0	6,0	6,5	0,8	0,8	0,8	12,4	8,9	9,9	12%	14%	13%	2,0%	2,0%	2,1%
Marathon Petroleum	83,86	9,8	6,1	5,3	0,8	0,7	0,7	16,0	10,8	8,4	9%	11%	13%	2,2%	2,4%	2,6%
Motor Oil	22,80	4,9	5,2	4,4	0,3	0,3	0,3	9,2	9,8	8,4	6%	6%	7%	6,0%	6,0%	6,9%
Neste Oil	73,50	11,9	11,0	10,5	1,3	1,3	1,3	18,7	17,4	16,3	11%	11%	12%	2,7%	2,9%	3,1%
OMV	49,43	4,6	4,2	4,3	1,0	0,9	0,9	9,6	8,7	8,6	21%	22%	22%	3,3%	3,7%	4,0%
Phillips 66	118,14	9,3	8,1	7,3	0,6	0,6	0,6	14,7	11,9	9,8	6%	7%	9%	2,6%	2,9%	3,1%
Saras	1,71	4,3	3,6	2,9	0,2	0,2	0,2	14,1	9,4	6,8	4%	5%	6%	4,3%	5,6%	7,4%
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	138,70	6,9	6,0	5,4	0,5	0,4	0,4	10,0	7,4	6,0	8%	7%	8%	7,3%	10,5%	13,6%
Valero Energy	116,18	8,8	6,7	5,4	0,5	0,5	0,4	17,6	11,2	8,2	5%	7%	8%	2,8%	3,0%	3,2%
Mediana		6,3	6,1	5,5	0,6	0,5	0,5	11,4	10,7	9,1	8%	8%	9%	2,9%	3,3%	3,2%

Wycena spółek petrochemicznych (2018-10-08)

	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	95,46	5,4	7,5	6,6	0,4	0,4	0,4	8,5	14,2	12,7	8%	5%	6%	3,1%	4,1%	2,5%
Axiall	83,31	6,0	6,0	5,6	1,5	1,5	1,4	9,8	9,6	8,4	26%	25%	25%	1,1%	1,1%	1,2%
Braskem	55,37	6,2	6,4	6,4	1,2	1,2	1,1	12,8	14,2	17,9	20%	18%	18%	3,3%	2,7%	3,3%
Eastman Chemical	91,26	8,3	8,0	7,6	1,9	1,8	1,8	10,6	9,7	8,9	23%	23%	23%	2,5%	2,6%	2,8%
Huntsman Corp	25,83	6,2	6,1	5,8	1,0	1,0	1,0	7,3	7,3	6,7	17%	16%	17%	2,5%	2,6%	2,8%
LyondellBasell	104,22	6,4	6,5	6,0	1,2	1,1	1,1	9,0	9,2	8,1	18%	17%	18%	3,9%	4,1%	4,5%
Mitsubishi Chemical	1065,50	6,6	5,8	5,9	0,9	0,8	0,8	7,2	7,2	7,4	14%	15%	14%	3,0%	3,4%	3,5%
Mitsui Chemicals	2811,00	6,9	6,5	6,2	0,8	0,7	0,7	7,8	6,7	6,6	11%	11%	11%	3,2%	3,6%	3,9%
Westlake Chemical	83,31	6,0	6,0	5,6	1,5	1,5	1,4	9,8	9,6	8,4	26%	25%	25%	1,1%	1,1%	1,2%
Mediana		6,2	6,4	6,0	1,2	1,1	1,1	9,0	9,6	8,4	18%	17%	18%	3,0%	2,7%	2,8%

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

Wycena spółek gazowych (2018-10-08)

	EV/EBITDA				EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,35	4,1	3,5	3,1	0,9	0,8	0,7	8,9	7,4	7,6	21%	22%	23%	0,0%	3,4%	4,0%
A2A	1,49	6,5	6,4	6,1	1,3	1,3	1,2	11,6	12,1	11,4	20%	20%	20%	4,5%	5,0%	5,3%
BG Group	25,71	5,8	5,3	5,4	0,9	0,9	0,9	12,3	10,3	10,4	16%	16%	16%	5,8%	5,9%	5,7%
BP	5,77	5,2	4,7	4,7	0,6	0,6	0,6	14,1	12,5	12,2	12%	13%	13%	5,4%	5,4%	5,6%
Centrica	1,52	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%	7,4%
Enagas	23,84	10,2	10,5	10,2	8,0	8,1	8,1	12,9	13,4	12,4	78%	78%	79%	6,4%	6,7%	7,1%
Endesa	18,70	7,2	7,0	6,9	1,2	1,2	1,2	13,8	13,4	13,0	17%	17%	18%	7,3%	7,4%	7,6%
Engie	12,66	6,1	5,8	5,4	0,9	0,9	0,8	12,8	11,7	10,4	15%	15%	15%	5,9%	6,2%	6,7%
Eni	15,85	3,5	3,3	3,3	0,9	0,8	0,9	13,2	11,1	11,3	25%	26%	27%	5,2%	5,4%	5,5%
Equinor	225,70	3,6	3,3	3,1	1,3	1,3	1,2	13,8	12,3	11,8	37%	40%	40%	3,4%	3,6%	3,7%
Gas Natural SDG	23,70	9,2	8,6	8,3	1,7	1,6	1,6	18,7	16,6	15,5	18%	19%	19%	5,4%	5,6%	5,9%
Gazprom	171,81	2,6	2,6	2,5	0,7	0,7	0,7	3,1	3,2	3,2	28%	27%	28%	5,3%	5,8%	7,4%
Hera	2,53	6,7	6,7	6,5	1,2	1,2	1,2	14,2	14,3	13,8	18%	17%	18%	3,9%	4,1%	4,2%
NovaTek	179,80	13,8	13,5	13,0	4,9	4,7	4,3	14,2	11,6	11,1	35%	34%	33%	1,5%	2,0%	2,4%
ROMGAZ	34,25	4,1	3,8	3,6	2,1	2,0	1,8	8,6	8,2	7,7	51%	52%	51%	13,0%	11,6%	12,3%
Shell	29,28	5,7	5,3	5,4	0,9	0,9	0,9	12,5	10,5	10,5	16%	16%	16%	5,8%	5,9%	5,7%
Snam	3,58	11,5	11,3	11,1	9,3	9,2	9,1	12,4	12,1	11,7	81%	81%	81%	6,1%	6,4%	6,5%
Total	54,05	5,5	4,9	4,9	0,9	0,9	1,0	11,6	10,2	10,1	17%	18%	20%	4,9%	5,1%	5,2%
Mediana		5.7	5.3	5.4	1.1	1.0	1.1	12.6	11.6	11.2	19%	19%	20%	5.4%	5.7%	5.7%

Wycena spółek wydobywczych (2018-10-08)

	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	2980,00	4,9	4,7	4,6	0,7	0,7	0,7	8,1	7,9	6,9	14%	15%	15%	3,8%	3,6%	4,2%
Bashneft	1966,00	1,9	1,8	1,8	0,5	0,4	0,4	3,2	3,0	3,0	24%	25%	24%	12,5%	18,5%	17,6%
BP	5,77	5,2	4,7	4,7	0,6	0,6	0,6	14,1	12,5	12,2	12%	13%	13%	5,4%	5,4%	5,6%
Dana Gas	1,15	9,1	8,4	-	4,6	4,3	-	31,1	15,8	-	51%	51%	-	6,1%	7,8%	-
Eni	15,85	3,5	3,3	3,3	0,9	0,8	0,9	13,2	11,1	11,3	25%	26%	27%	5,2%	5,4%	5,5%
Equinor	225,70	3,6	3,3	3,1	1,3	1,3	1,2	13,8	12,3	11,8	37%	40%	40%	3,4%	3,6%	3,7%
Gazprom Neft	384,90	4,3	4,3	4,1	1,0	1,0	0,9	4,8	4,8	5,0	24%	23%	23%	6,0%	7,3%	8,2%
Gulf Keystone	2,51	4,3	3,4	2,0	3,0	2,5	1,7	11,9	7,3	3,9	69%	73%	81%	-	-	-
Lukoil	4966,00	3,8	3,7	3,8	0,6	0,6	0,6	5,7	5,7	5,5	15%	15%	15%	5,0%	5,3%	5,7%
Occidental Petroleum	81,75	7,3	6,3	6,6	4,2	3,7	3,8	16,2	14,0	15,9	58%	59%	58%	3,8%	3,8%	3,9%
Repsol	16,82	4,8	4,5	4,2	0,7	0,6	0,6	10,0	9,0	8,3	14%	14%	15%	5,4%	5,7%	5,9%
Rosneft Oil	479,45	4,7	4,4	4,2	1,1	1,0	1,0	8,2	6,9	6,2	23%	24%	24%	5,8%	6,9%	8,1%
Shell	29,28	5,7	5,3	5,4	0,9	0,9	0,9	12,5	10,5	10,5	16%	16%	16%	5,8%	5,9%	5,7%
Surgutneftegas	37,75	-	-	-	-	-	-	3,3	4,7	4,2	-	-	-	6,6%	7,0%	5,8%
Total	54,05	5,5	4,9	4,9	0,9	0,9	1,0	11,6	10,2	10,1	17%	18%	20%	4,9%	5,1%	5,2%
Tullow Oil	2,57	5,5	5,2	5,3	4,1	4,0	4,1	12,0	9,7	11,2	75%	77%	76%	0,1%	0,5%	0,3%
Mediana		4,8	4,5	4,2	0,9	0,9	0,9	11,7	9,3	8,3	24%	24%	23%	5,4%	5,4%	5,7%

Wycena spółek surowcowych (2018-10-08)

	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	65,56	2,0	2,2	2,9	0,7	0,7	0,7	3,9	5,2	8,2	33%	30%	25%	0,0%	7,6%	9,6%
KGHM	86,78	4,4	3,2	3,0	1,1	0,9	0,8	7,4	5,7	5,7	25%	26%	26%	0,0%	3,4%	6,1%
LW Bogdanka*	59,60	3,5	2,6	2,6	1,1	0,9	0,9	16,1	8,2	8,0	31%	35%	35%	1,8%	3,6%	4,8%
Anglo American	16,47	4,2	4,4	4,7	1,4	1,4	1,4	9,3	9,5	10,6	32%	32%	29%	4,7%	4,7%	4,6%
Antofagasta	8,13	5,8	4,9	4,5	2,7	2,5	2,4	16,8	12,8	12,1	47%	52%	54%	2,7%	3,3%	3,6%
BHP Billiton	16,19	6,3	6,2	6,5	3,2	3,2	3,3	31,4	12,2	13,5	51%	52%	51%	3,0%	6,8%	5,4%
Freeport-McMoRan	13,29	4,2	6,5	4,8	1,6	2,0	1,8	7,6	14,0	9,0	38%	30%	37%	1,4%	2,2%	3,8%
Glencore	3,22	5,2	5,0	5,1	0,4	0,4	0,4	8,9	8,6	8,8	8%	8%	7%	4,9%	5,3%	6,0%
Grupo Mexico	50,80	5,8	5,2	5,0	2,7	2,5	2,4	10,9	9,1	8,7	47%	48%	48%	4,2%	5,3%	5,9%
Kazakhmys	5,18	4,2	4,1	4,0	2,3	2,2	2,2	6,2	5,4	5,2	56%	55%	55%	1,4%	1,5%	1,6%
Rio Tinto	37,34	5,5	6,0	6,1	2,5	2,6	2,6	10,4	11,4	11,8	45%	43%	42%	5,8%	5,7%	5,5%
Southern CC	42,43	9,7	8,6	8,4	5,0	4,5	4,5	18,0	15,5	15,0	51%	52%	53%	2,9%	2,9%	3,5%
Mediana		4,8	5,0	4,7	2,0	2,1	2,0	9,9	9,3	8,9	41%	39%	40%	2,8%	4,2%	5,1%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	378,50	9,4	8,8	8,5	1,5	1,4	1,4	13,8	13,0	12,8	16%	16%	16%	6,3%	5,8%	6,1%
Alcoa	38,74	3,3	3,6	4,0	0,7	0,8	0,8	9,4	9,4	10,0	23%	21%	19%	0,1%	0,3%	0,2%
Constellium	11,47	7,0	6,5	6,1	0,6	0,6	0,5	15,3	8,3	7,0	9%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	106,98	9,3	8,3	8,0	1,2	1,2	1,1	16,8	14,2	13,8	13%	14%	14%	2,1%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	45,54	6,0	5,1	4,7	0,7	0,7	0,6	13,4	10,7	9,6	11%	13%	14%	3,6%	4,0%	4,5%
Rusal	2,05	5,2	5,2	5,4	1,1	1,1	1,1	2,8	2,5	2,7	21%	21%	20%	9,2%	8,4%	8,0%
Mediana		6.5	5.8	5.8	0.9	0.9	0.9	13.6	10.0	9.8	14%	15%	15%	3.6%	4.0%	4.5%

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

Wycena spółek nawozowych (2018-10-08)

	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	27,80	4,7	4,8	5,4	0,5	0,5	0,6	12,3	11,1	10,4	10%	10%	11%	4,3%	2,4%	2,7%
ZA Police*	16,45	9,0	6,8	5,4	0,7	0,7	0,6	25,3	13,4	9,0	8%	10%	12%	3,2%	3,0%	3,0%
ZCh Puławy*	88,00	3,2	2,5	2,3	0,4	0,3	0,3	10,5	7,1	6,3	11%	14%	15%	6,8%	9,1%	9,1%
Acron	4609,00	8,9	8,2	7,8	2,8	2,6	2,5	11,2	10,2	9,5	32%	32%	32%	6,6%	7,0%	7,1%
CF Industries	55,33	13,1	11,1	10,1	4,4	4,0	3,9	39,8	23,8	18,5	34%	36%	39%	2,2%	2,2%	2,2%
Israel Chemicals	22,47	9,1	8,5	8,0	1,8	1,8	1,7	17,2	15,3	14,0	20%	21%	21%	9,4%	5,5%	5,9%
K+S	17,88	9,7	6,9	6,4	1,6	1,5	1,5	27,3	11,3	9,2	17%	22%	23%	2,3%	3,7%	4,6%
Phosagro	2615,00	6,2	6,1	5,9	2,0	1,9	1,8	9,5	9,7	8,2	32%	32%	31%	5,4%	5,9%	5,9%
The Mosaic Company	33,72	9,0	7,9	7,5	1,8	1,7	1,7	19,6	15,1	12,9	20%	22%	23%	0,3%	0,3%	0,7%
Uralkali	81,00	5,0	5,1	-	2,7	2,7	-	4,1	4,4	-	53%	53%	-	-	-	-
Yara International	393,20	87,8	63,0	54,6	10,6	9,6	9,1	100+	100+	100+	12%	15%	17%	0,2%	0,4%	0,4%
Mediana		9,0	6,9	6,9	1,8	1,8	1,7	14,8	11,2	9,5	20%	22%	22%	3,8%	3,4%	3,8%

Wycena spółek spożywczych (2018-10-08)

	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*	30,00	4,8	4,0	-	0,9	0,9	-	18,0	7,3	-	20%	23%	-	-	-	-
IMC*	12,50	3,4	-	-	1,2	1,2	-	4,1	-	-	35%	-	-	6,9%	-	-
Kemel	52,20	6,9	5,3	4,2	0,7	0,6	0,4	16,6	7,5	5,0	10%	11%	10%	1,7%	1,7%	5,5%
Ovostar*	104,00	4,3	-	-	1,1	1,3	-	6,0	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	19,02	5,9	7,2	6,7	0,6	0,6	0,6	8,5	14,2	12,8	10%	8%	9%	5,9%	5,6%	5,7%
Bunge Limited	70,77	9,7	9,5	9,3	0,4	0,4	0,4	13,4	12,7	12,1	4%	4%	4%	2,8%	2,9%	3,2%
Cosan	35,77	4,7	4,1	3,8	0,4	0,4	0,3	12,7	10,0	8,6	8%	9%	9%	5,1%	5,0%	6,2%
MHP	12,25	5,4	4,9	4,4	1,7	1,5	1,3	5,6	4,7	4,1	31%	30%	30%	6,1%	6,4%	6,7%
Nisshin Oillio	3375,00	10,7	9,2	8,6	0,5	0,5	0,5	16,5	16,9	16,0	5%	5%	5%	1,8%	1,8%	1,9%
Suedzucker	12,12	6,3	12,5	9,3	0,7	0,7	0,7	12,1	-	43,4	11%	6%	8%	3,7%	1,6%	1,9%
Wilmar Int.	3,17	14,2	13,3	13,0	0,8	0,7	0,7	13,1	12,8	11,9	5%	5%	5%	3,4%	3,4%	3,5%
Mediana		5,9	7,2	7,6	0,7	0,7	0,5	12,7	11,4	12,0	10%	8%	8%	3,7%	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