mBank Dom Maklerski

mBank.pl

wtorek, 4 grudnia 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

W Niemczech kontrakt roczny na dostawy energii wzrósł nieznacznie do 53 EUR/MWh przy nieco wyższych notowaniach CO_2 (20,6 EUR/t) i zahamowaniu spadków na węglu. W Polsce ceny na 2019 oscylują obecnie wokół 283 PLN/MWh. Wciąż obserwujemy pozytywny trend na rynku zielonych certyfikatów, które kosztują prawie 159 PLN/MWh.

Rynek paliwowy

Kluczowy dla rynku paliwowego będzie oczywiście efekt najbliższego szczytu OPEC, a zapowiedzi przywrócenia cięć produkcji już napędzają odbicie na cenach ropy. Marże rafineryjne spadły z poziomu 8-9 USD/Bbl w okolice 5 USD/Bbl. Nadal najgorzej wygląda crack benzynowy, ale obserwujemy już normalizację w przypadku diesla i HSFO. Dyferencjał nadal oscyluje wokół 0,2 USD/Bbl. Decyzja o obniżeniu produkcji w Kanadzie obniżyła natomiast spread Brent/WTI. W petrochemii nadal dobrze wyglądają poliolefiny (efekt logistycznych problemów na Renie) i słabo monomery.

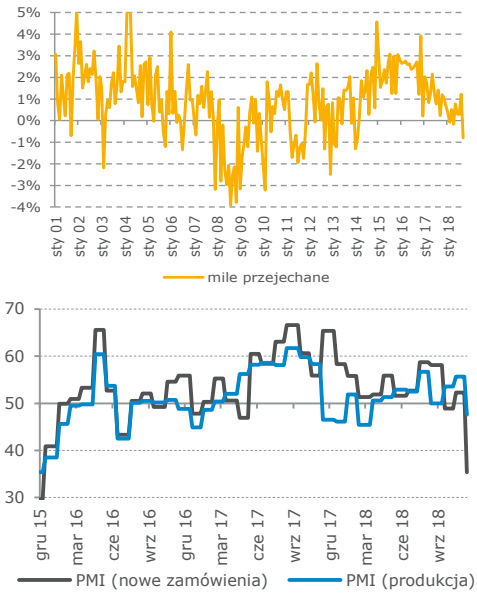
Rynek metali

Ceny metali euforycznie zareagowały na zapowiedzi prezydentów USA i Chin odnośnie wstrzymania dalszych działań w wojnie celnej między krajami. USA zadeklarowały, że na razie nie wprowadzą dodatkowych ceł na 200 mld USD od stycznia 2019 roku, a strona chińska obniży stawki na import samochodów. Dziś ceny już się korygują, gdyż rynek zastanawiają się, czy strony dojdą do twardych porozumień w ciągu zadeklarowanych 90 dni. W ubiegłym tygodniu monitorowane zapasy miedzi spadły o 3% t/t. Warto zwrócić uwagę, że wkrótce wchodzimy w okres odbudowy zapasów na rynkach. Niepokojącym sygnałem z rynku miedzi jest spadek premii producenckiej (patrz strona 8). Jeszcze we IX ta wzrosła do 120 USD/t, a w ubiegłym tygodniu spadła do 62,5 USD/t. Spadek może oznaczać niższy fizyczny popyt na metal.

Rynek węgla koksowego

Ceny produktów stalowych, koksu i surówki żelaza podobnie jak ceny metali zareagowały euforycznie w poniedziałek. Z drugiej strony już dziś rynek znów zaczyna spoglądać na słabe otoczenie w chińskim hutnictwie stali i ceny znów spadają. Marże producentów wielkopiecowych zanurkowały do najniższego poziomu od 2017 roku. Naszym zdaniem już wkrótce na rynku możemy odczuć presję na notowania surowców potrzebnych do wytopu stali (koks, węgiel koksujący). Warto zwrócić uwagę, że marże dla producentów elektrycznych wyraźnie się cofnęły w ostatnich dwóch tygodniach (negatywnie dla Cognor; patrz strona 10).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Ujemna dynamika przejechanych mil

We wrześniu dynamika przejechanych mil w USA wykazała ujemną wartość na poziomie –0,8% r/r. Negatywny trend w tym zakresie zarysowuje się już od wielu miesięcy i wszystko wskazuje na to, że kończy się sprzyjający okres dla konsumpcji benzyny na kluczowym amerykańskim rynku. Znajduje to odzwierciedlenie w aktualnych marżach na tym paliwie, a perspektywa uruchomienia nowych mocy tylko pogorszy sytuację.

PMI w przemyśle stalowych w Chinach

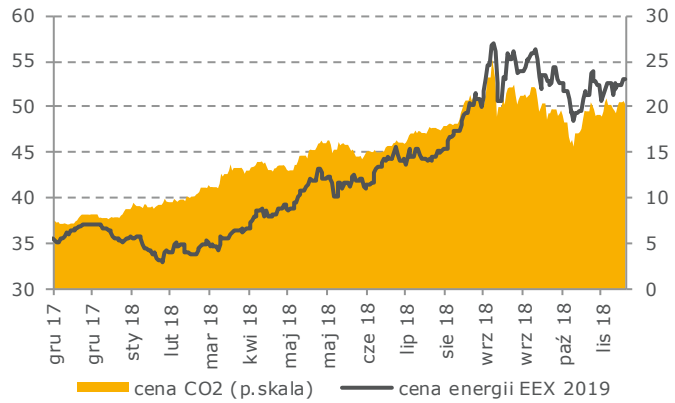
W XI PMI dla przemysłu stalowego w Chinach spadł do poziomu 45,2 pkt (najniżej od VI'16). Rynek zwraca uwagę na spadek popytu i odbudowujące się zapasy. Subindeks dla nowych zapasów spadł w XI do poziomu 35,4 pkt (najniżej od końca 2015 roku), a bieżącej produkcji do 48 pkt. Rynek zwraca uwagę na niższe niż w 2017 roku ograniczenia produkcji przez władze oraz spadające marże i ceny wyrobów dla producentów wielkopiecowych.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

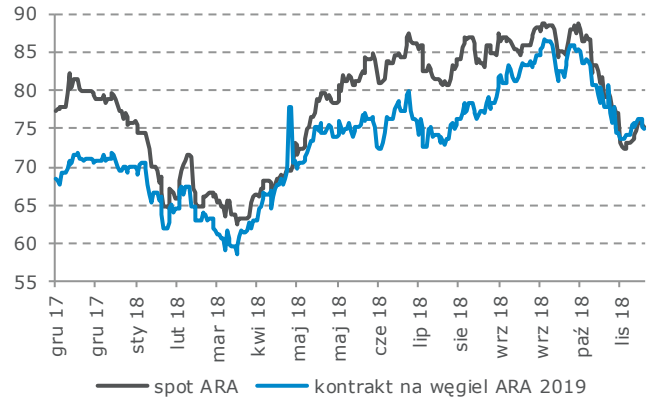
Spółka	1W	YTD
Orzeł Biały	-4,6%	-10%
Astarta	-4,5%	-47%
ZA Puławy	-3,2%	-51%
PGE	-2,7%	-3%
Tarczyński	-1,1%	+43%
PCC Rokita	-0,5%	-13%
Energa	-0,3%	-27%
CEZ	+0,0%	+18%
MOL	+0,6%	+11%
ZE PAK	+0,8%	-45%
Boryszew	+0,9%	-49%
Kruszwica	+0,9%	-38%
Kernel	+1,7%	+15%
JSW	+1,9%	-29%
IMC	+2,4%	+17%
OMV	+2,7%	-12%
LW Bogdanka	+2,9%	-16%
Enea	+2,9%	-6%
ZCh Police	+3,0%	-31%
Impexmetal	+3,0%	-20%
Kęty	+3,0%	-10%
Tupras	+3,9%	+17%
KGHM	+6,1%	-16%
PGNiG	+6,2%	+7%
Tauron	+7,3%	-23%
Grupa Azoty	+7,8%	-49%
PKN Orlen	+7,8%	+7%
Ciech	+8,6%	-12%
Lotos	+10,5%	+48%
Indeksy WIG	**1W**	**YTD**
WIG	+4,8%	-7%
Chemia	+6,9%	-35%
Energia	-0,2%	-10%
Paliwa	+7,7%	+11%
Spożywczy	+1,1%	-1%
Surowce	+5,1%	-18%
Ukraina	+0,4%	-9%
Indeksy sektor	**1W**	**YTD**
Górnictwo	+4,9%	-4%
Oil & Gas E&P	+5,1%	-8%
Refining EU	+5,7%	+12%
Refining US	+0,9%	-3%
Agri & Food	+0,2%	+3%
Kauczuki	+0,5%	-23%
Nawozy	+1,6%	+16%
Chemicals EU	+0,5%	-12%
Industrials EU	+1,5%	-6%
Petchem World	+1,6%	-9%
Utilities EU	-0,3%	+5%
Utilities US	+3,1%	+10%

Energetyka

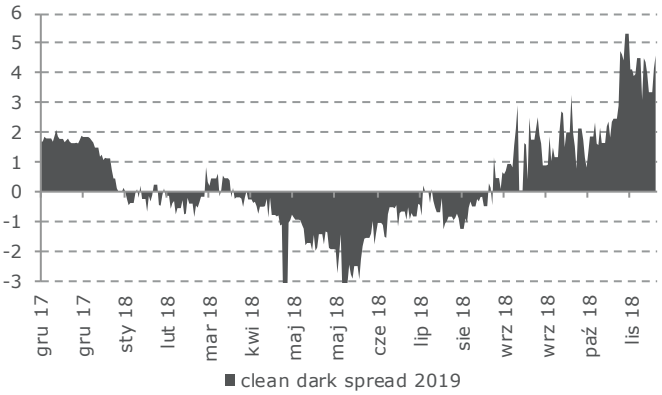
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



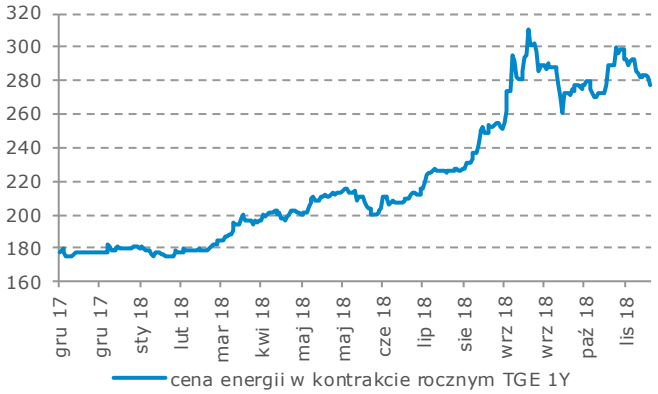
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



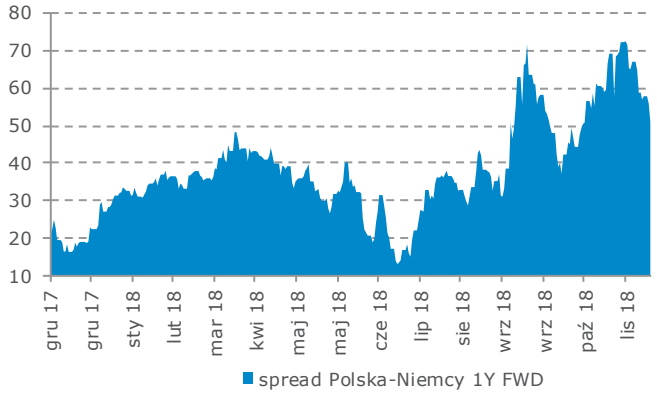
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



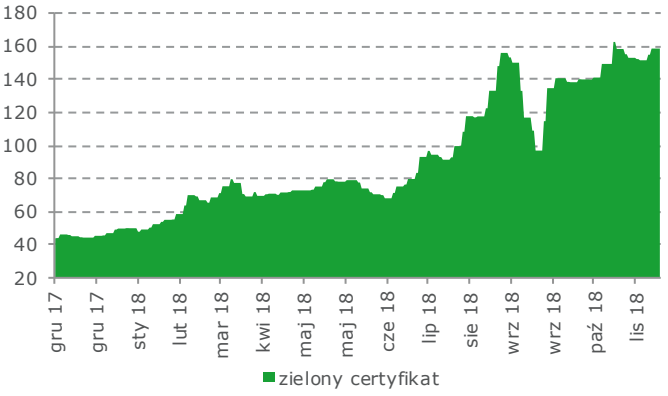
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



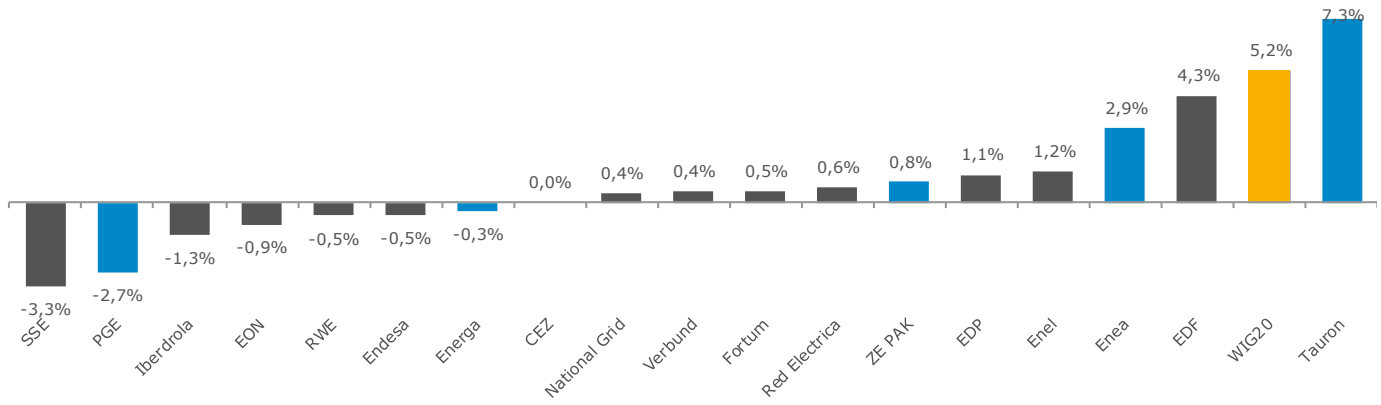
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



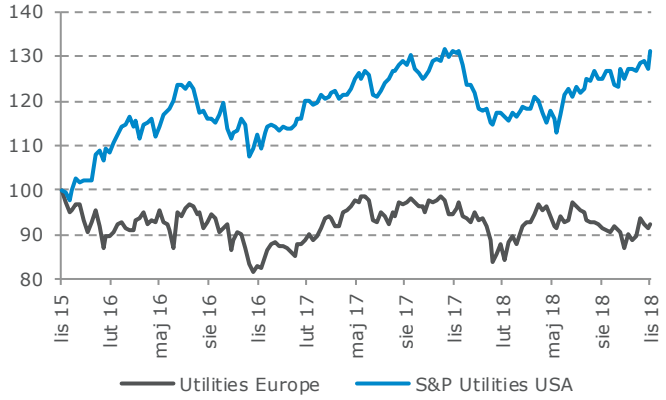
Tygodniowy performance spółek energetycznych



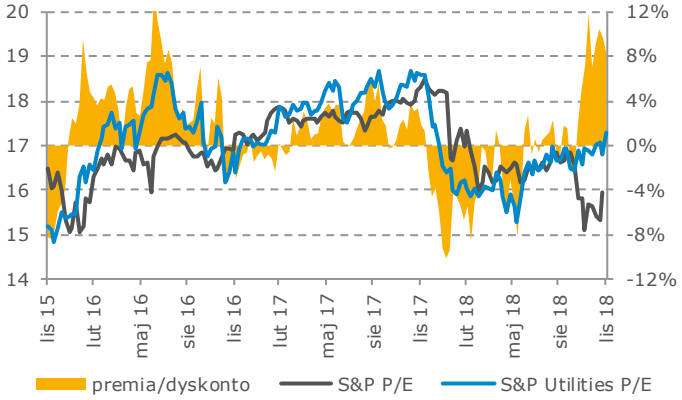
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

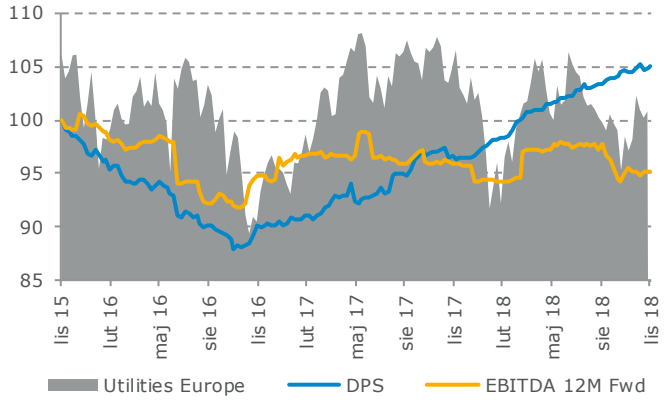
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



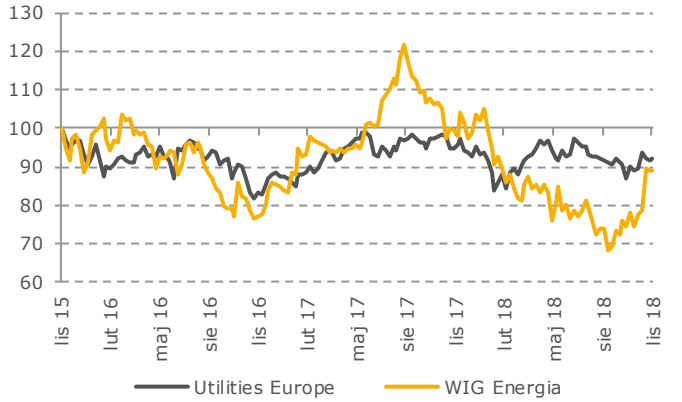
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



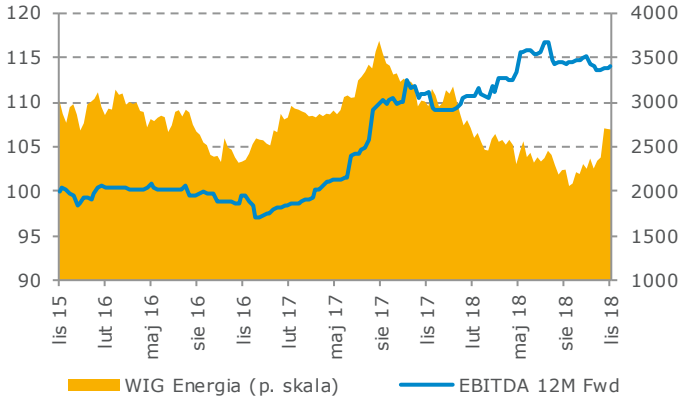
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



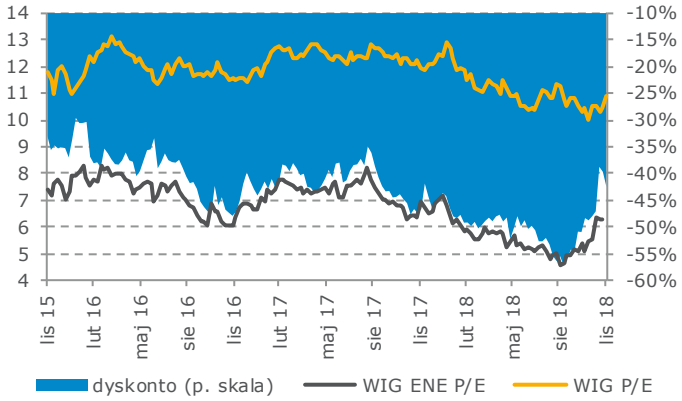
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



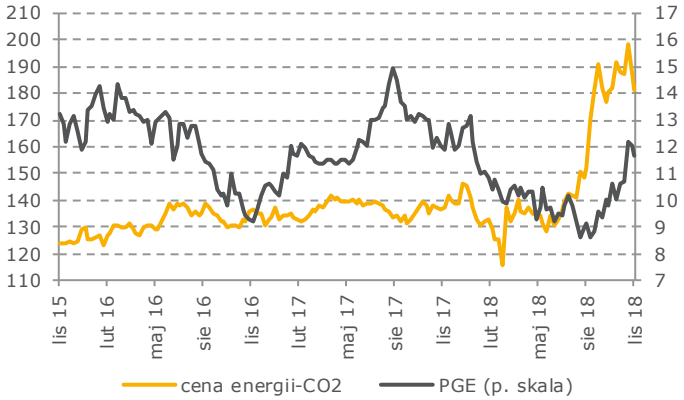
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



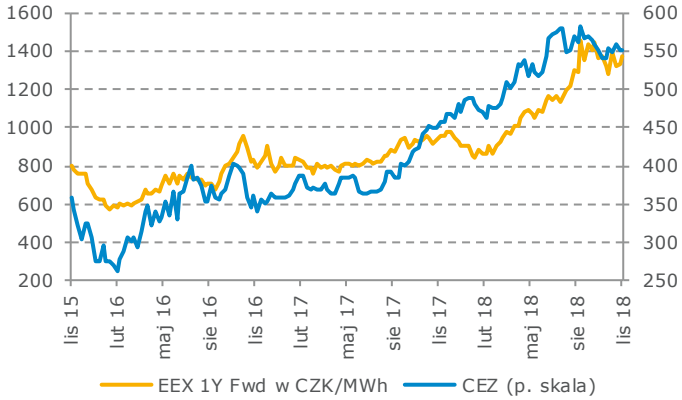
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO_2



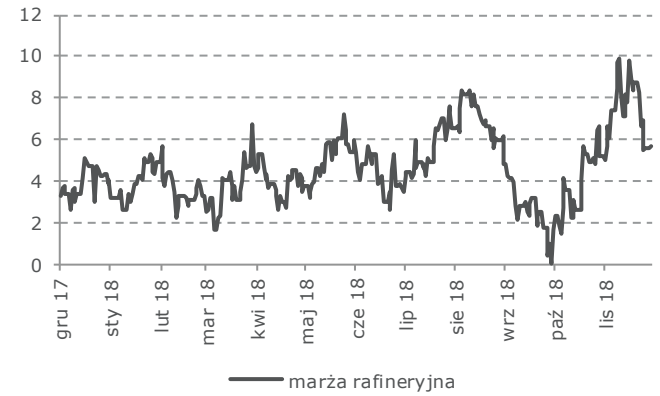
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



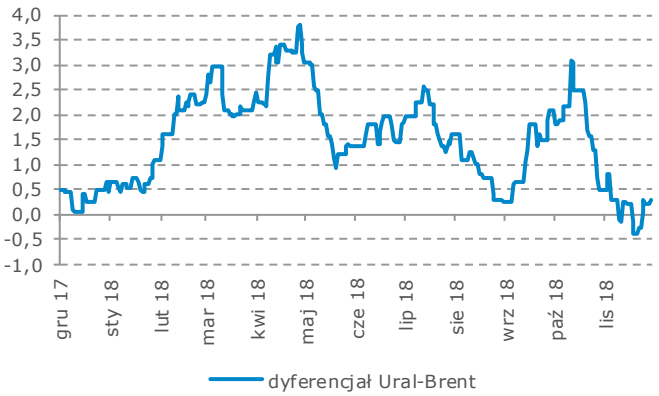
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

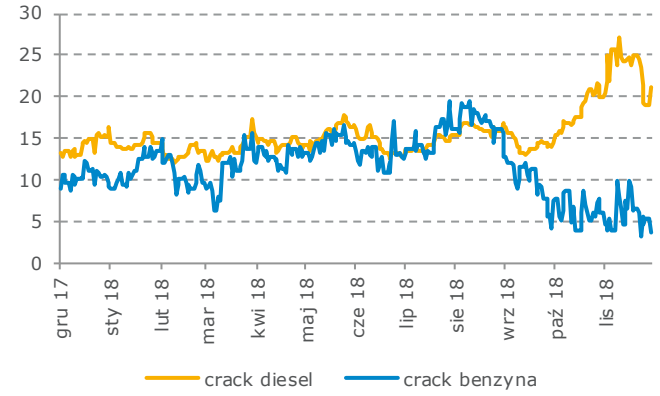
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



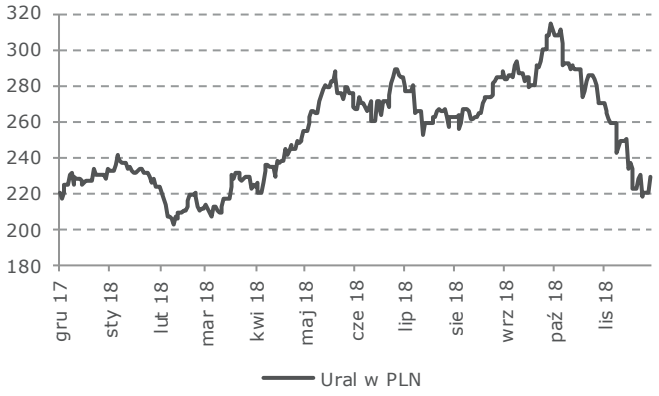
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



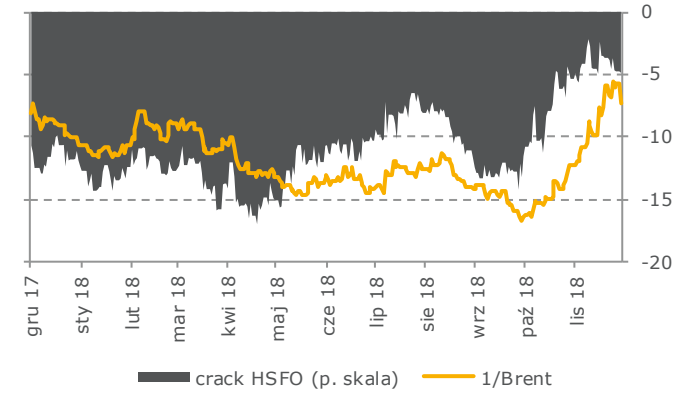
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



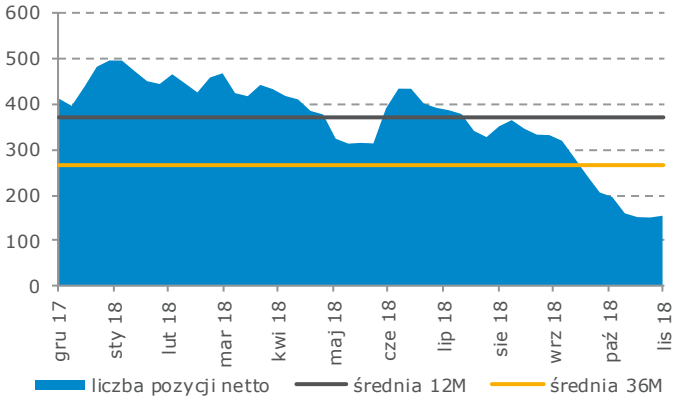
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



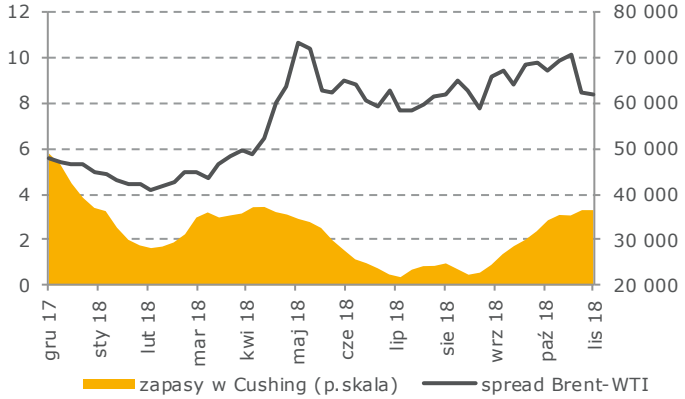
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



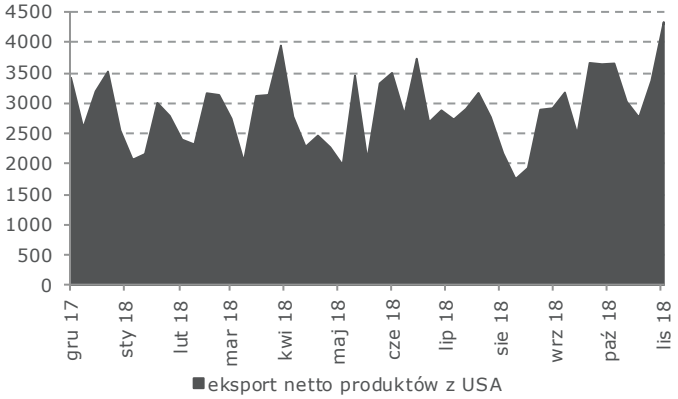
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



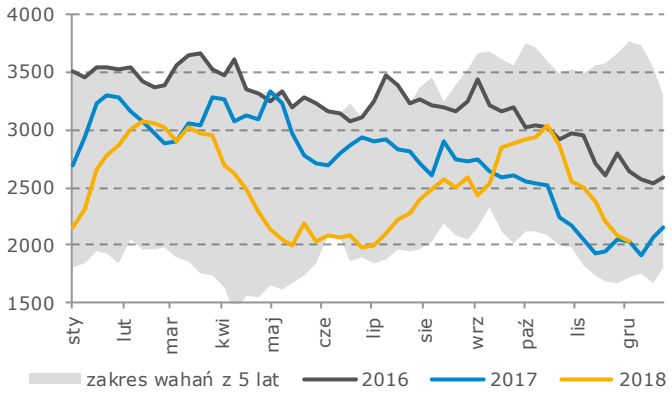
Eksport netto paliw z USA



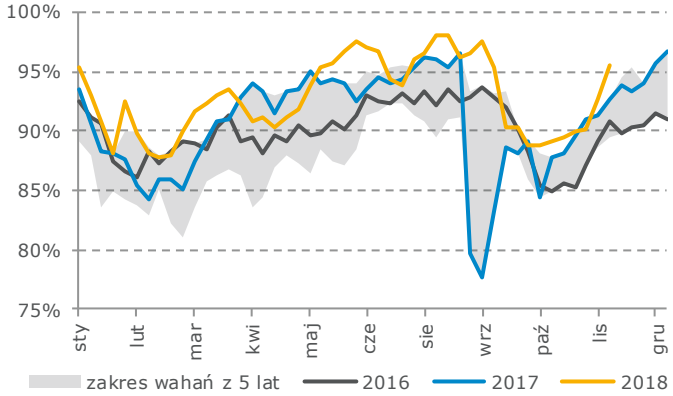
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

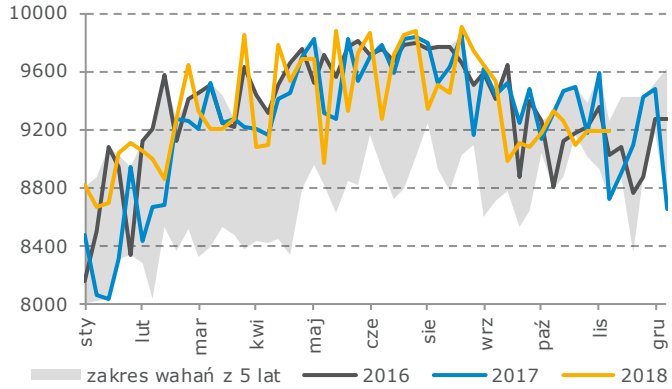
Zapasy diesla w portach ARA



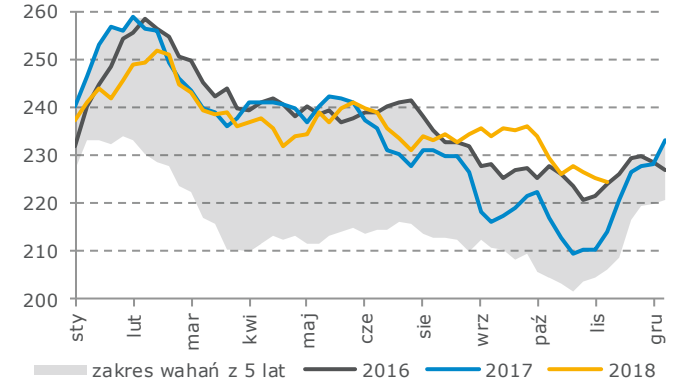
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



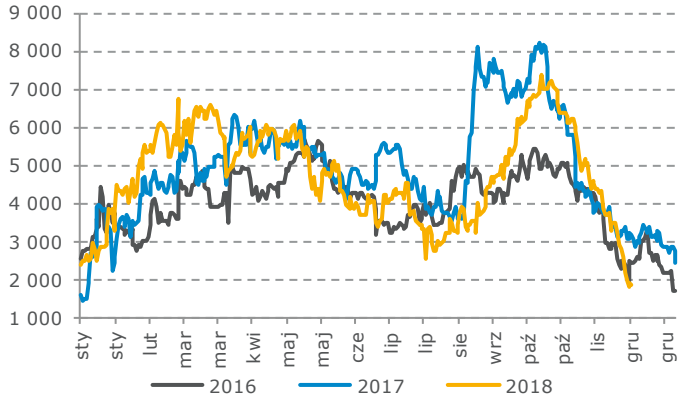
Popyt na benzynę w USA



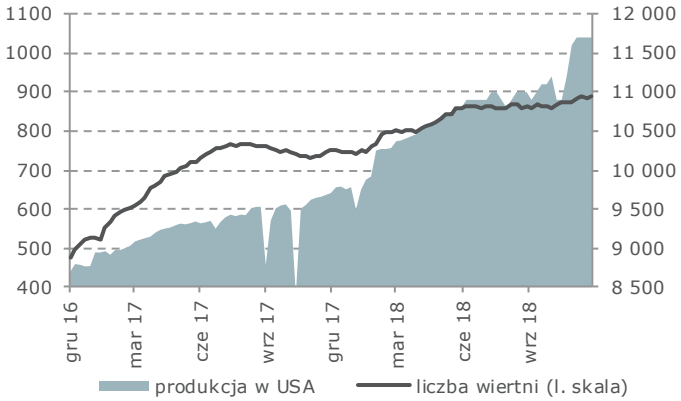
Zapasy benzyny w USA



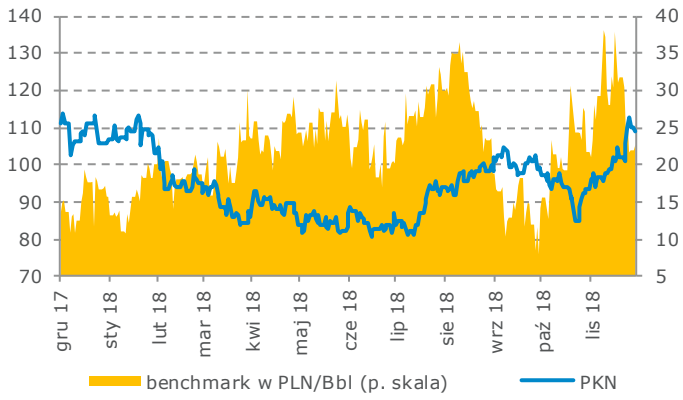
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



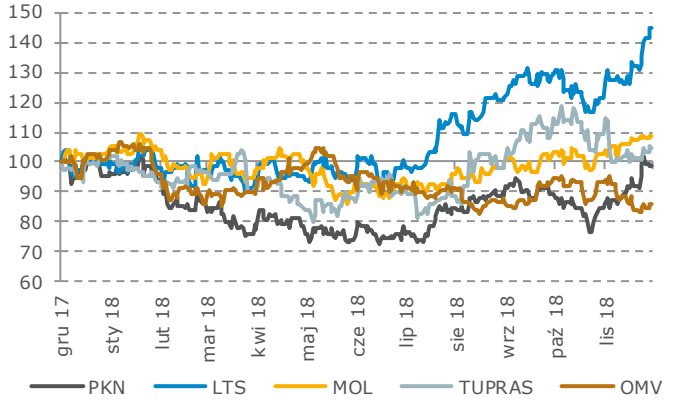
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



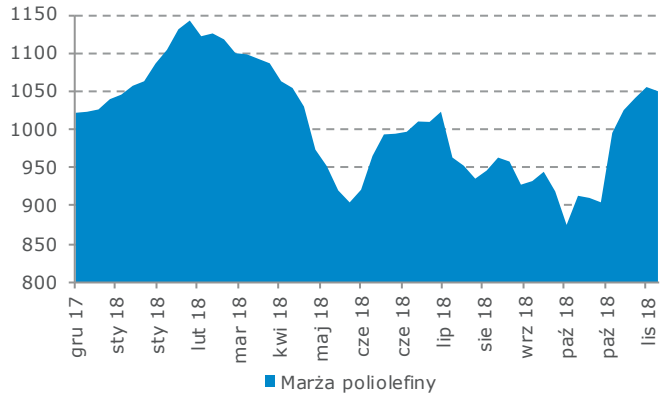
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



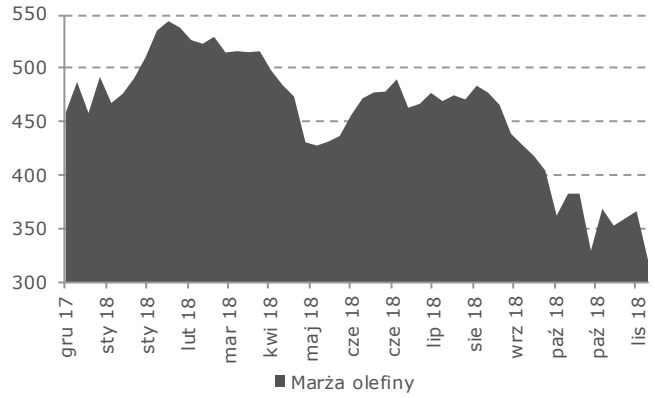
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

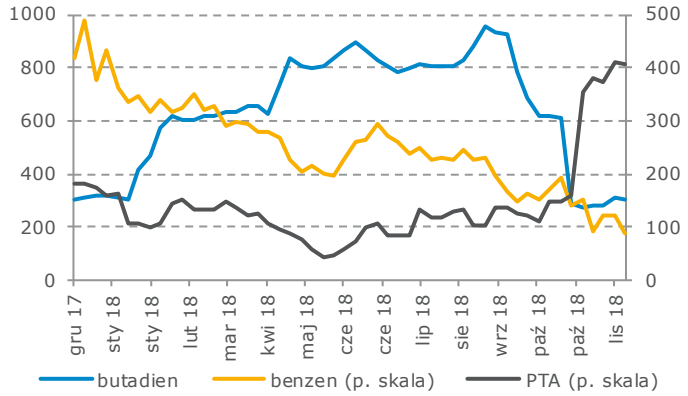
Marża petrochemiczna poliolefiny



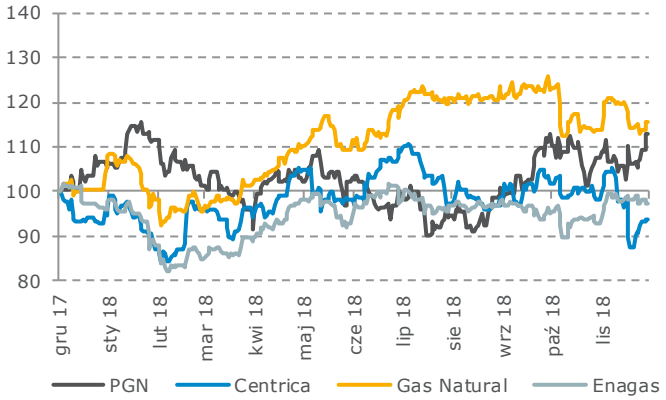
Marża petrochemiczna olefiny



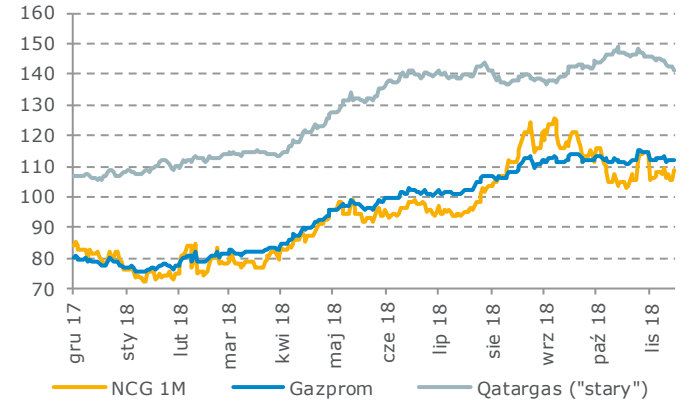
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



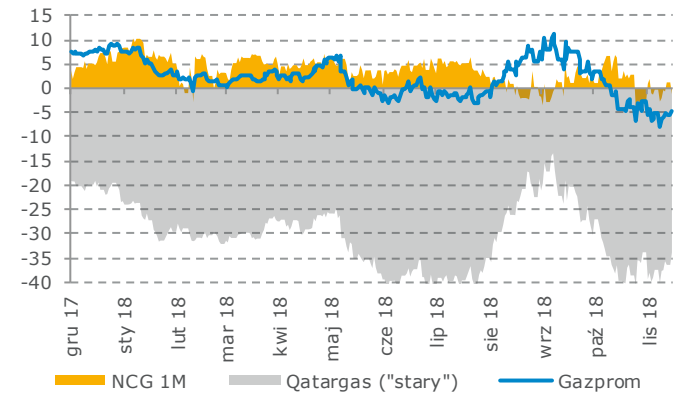
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



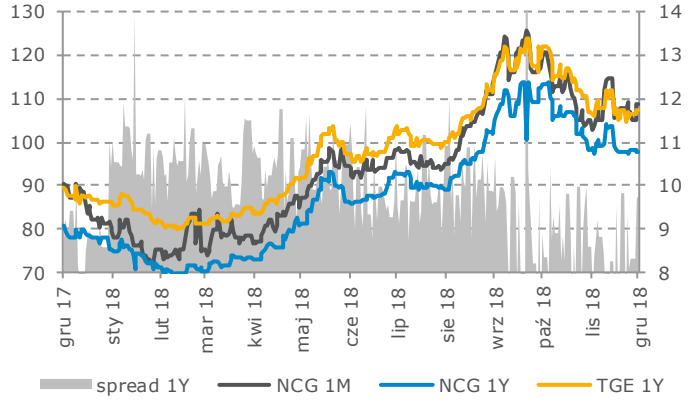
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



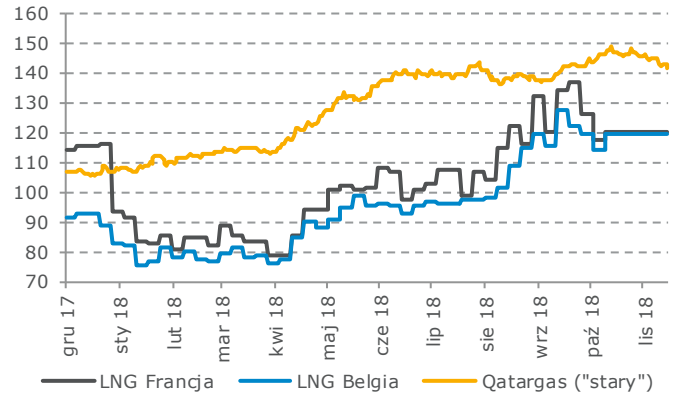
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



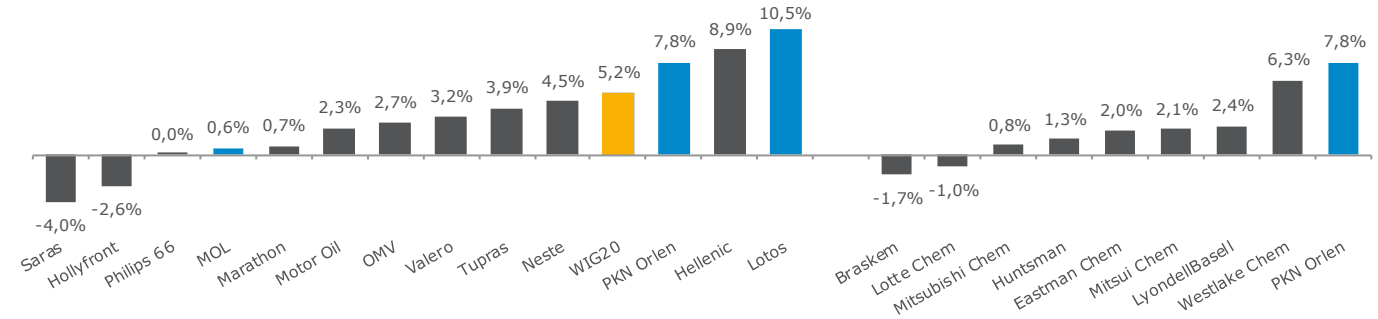
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



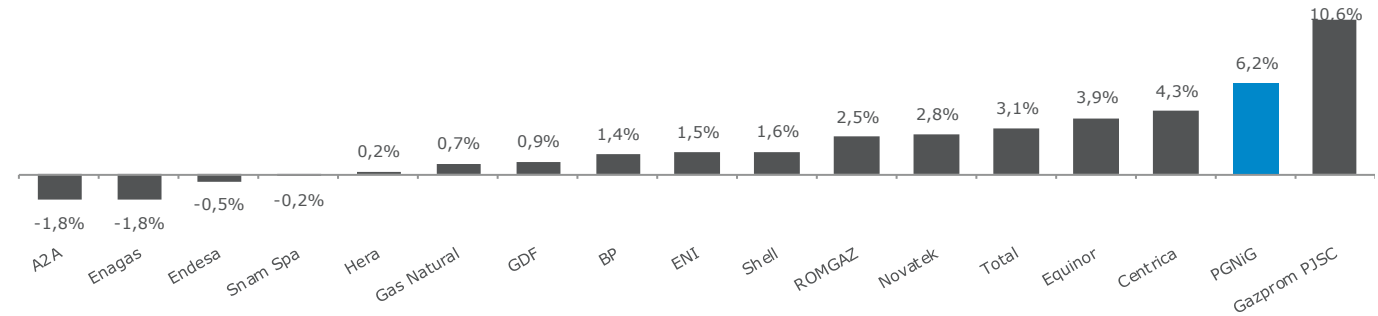
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

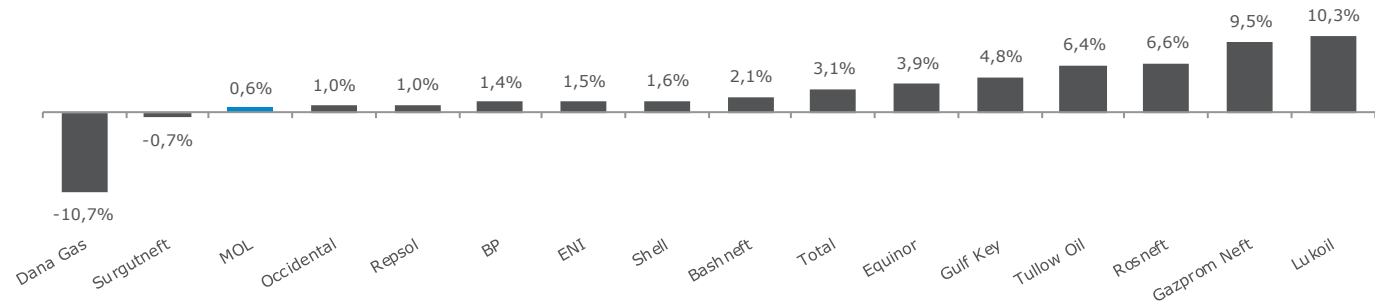
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



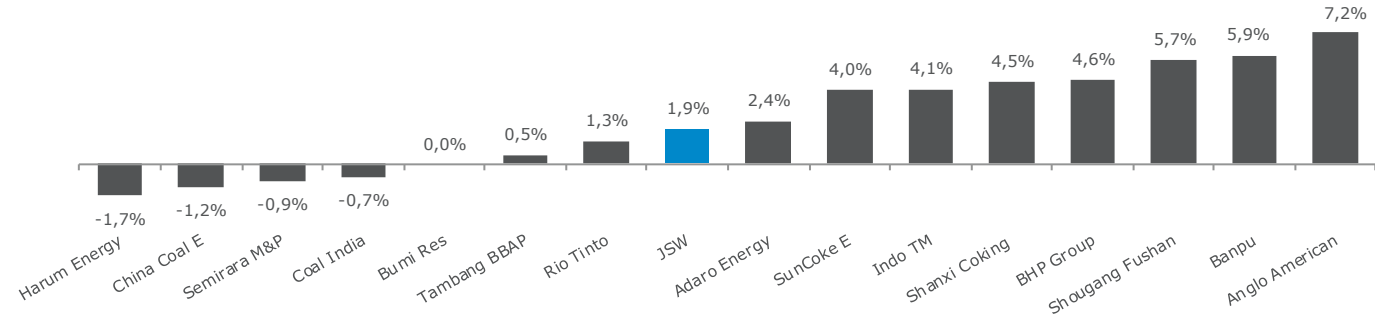
Spółki gazowe



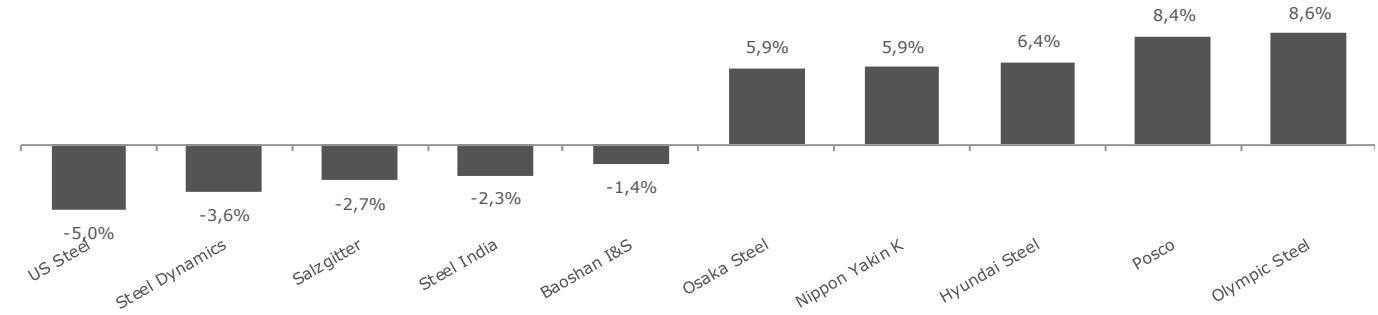
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



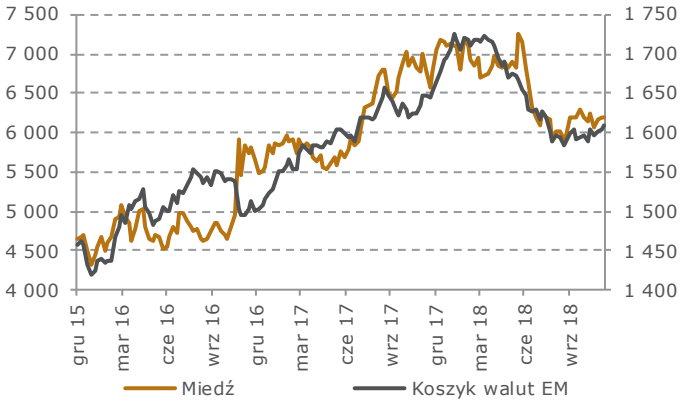
Producenci i dystrybutorzy stali



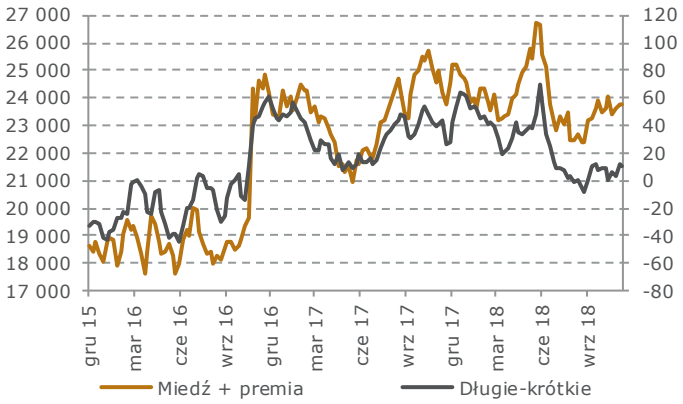
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

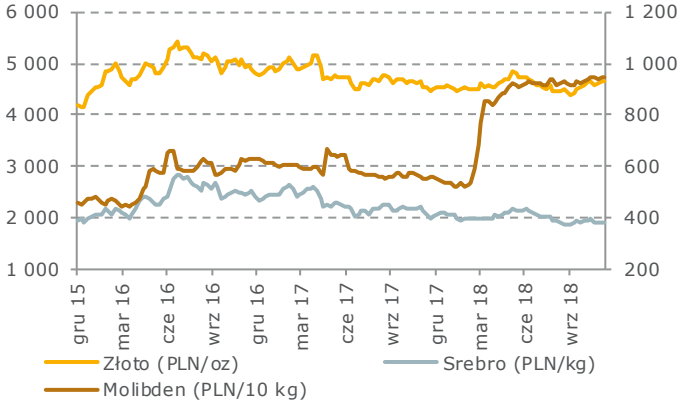
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



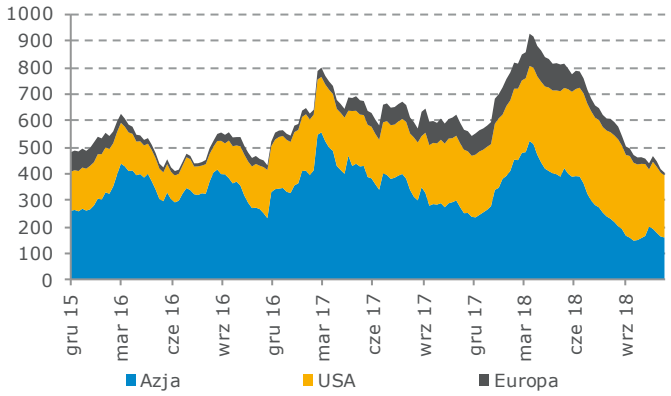
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



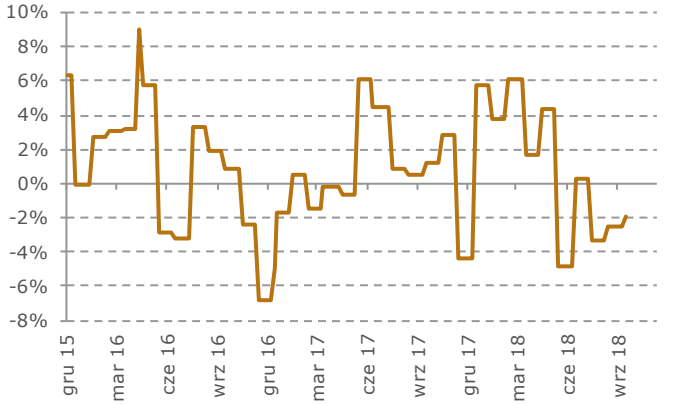
Wartości premii producenckiej dla miedzi (PLN/t)



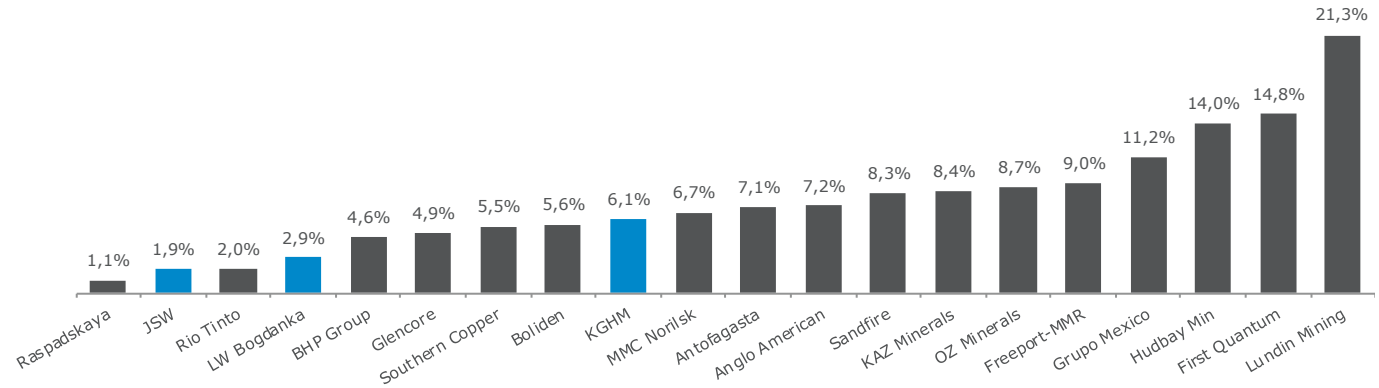
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



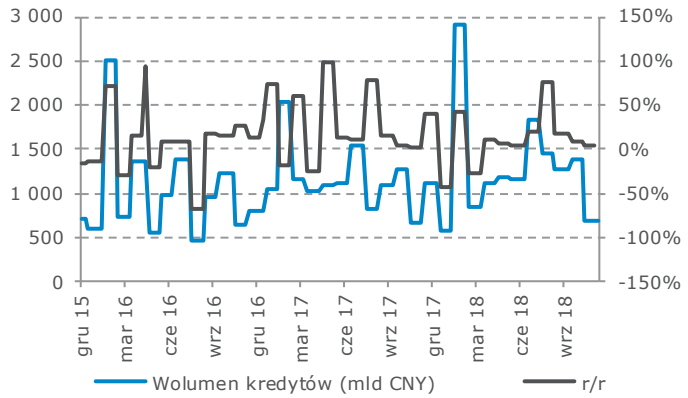
Tygodniowy performance spółek surowcowych



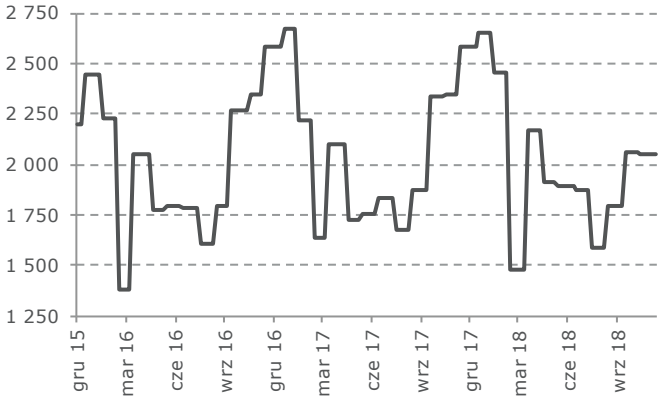
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

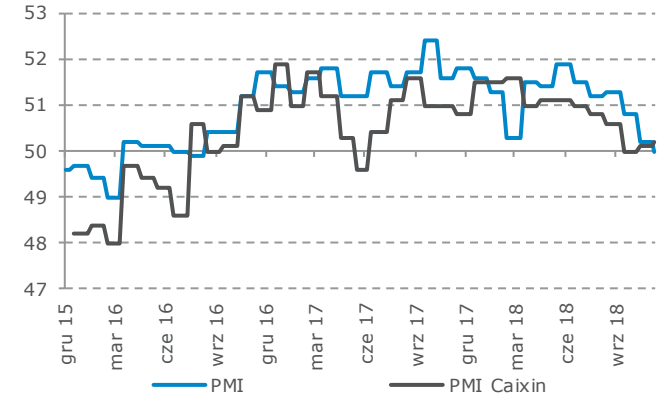
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



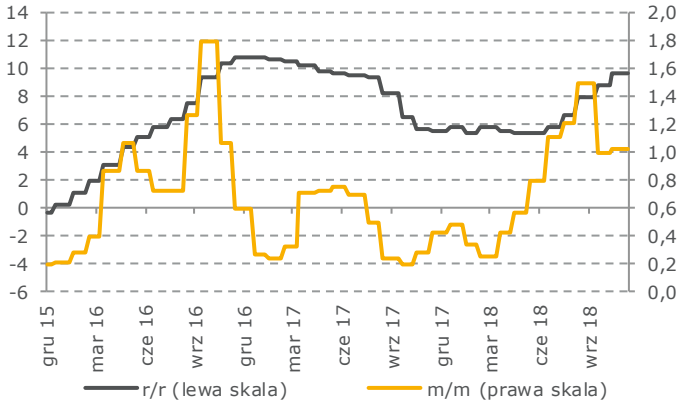
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



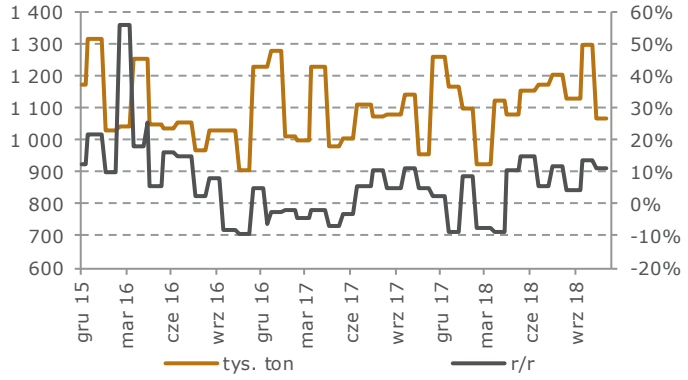
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



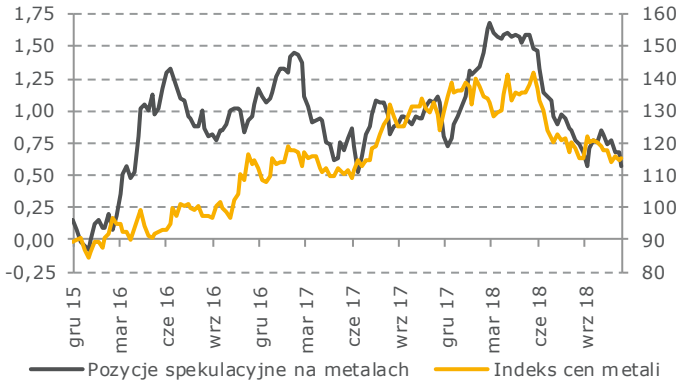
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



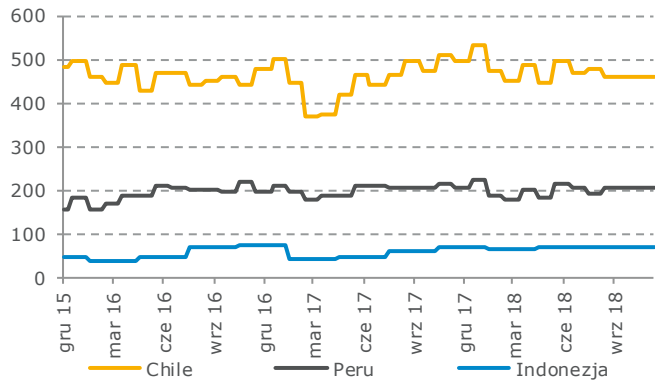
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



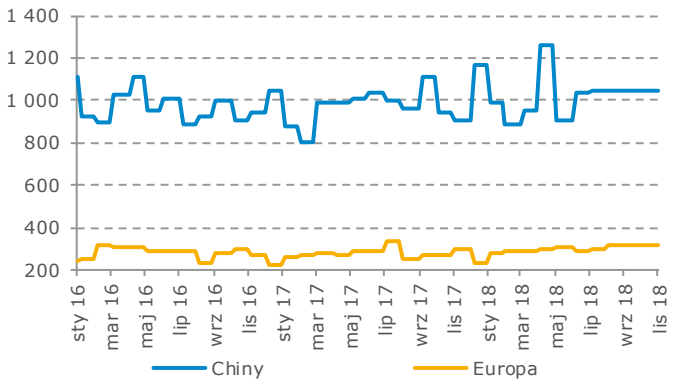
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



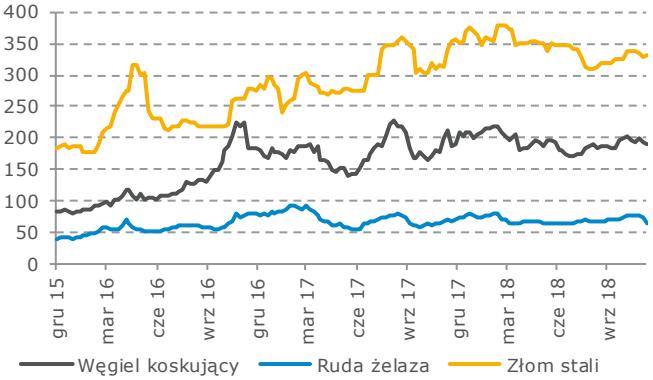
Konsumpcja miedzi w Chinach i Europie (tys. ton)



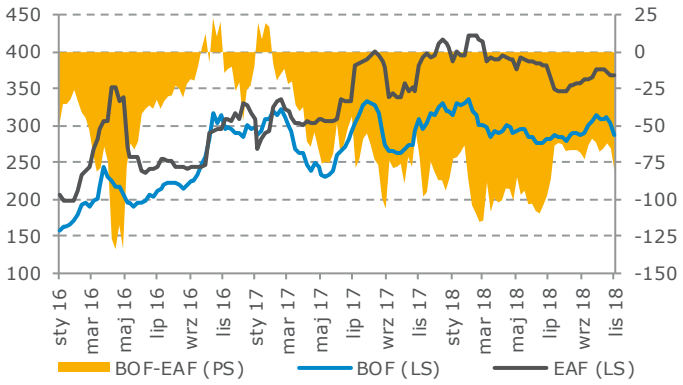
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

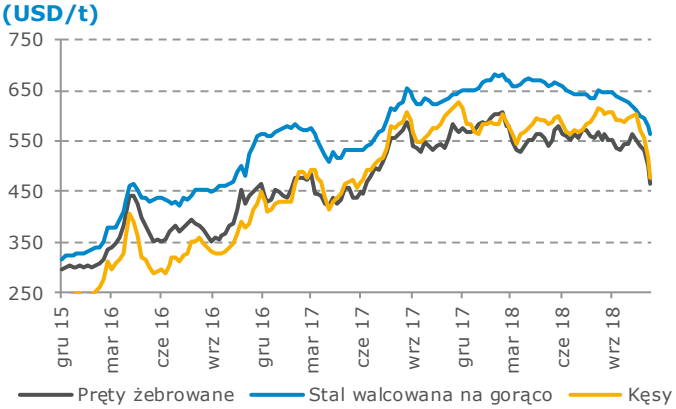
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



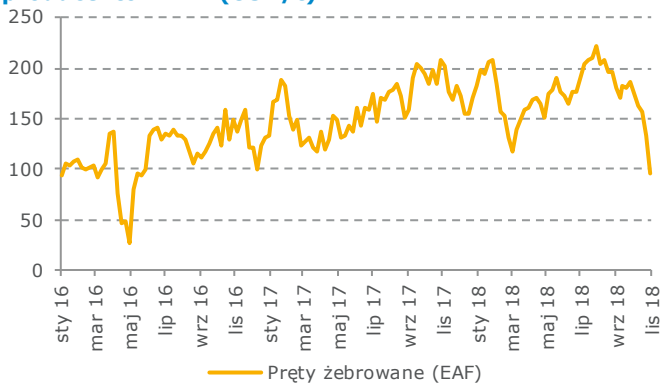
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



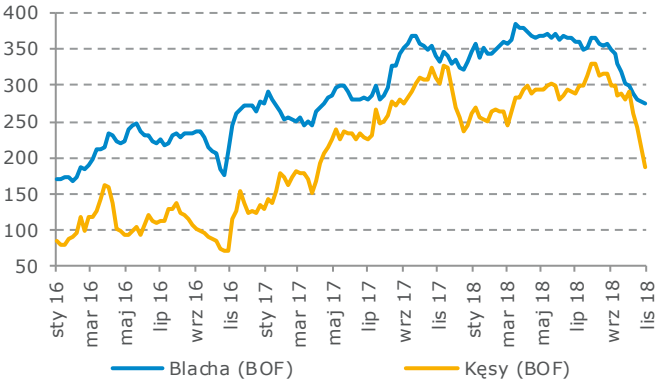
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



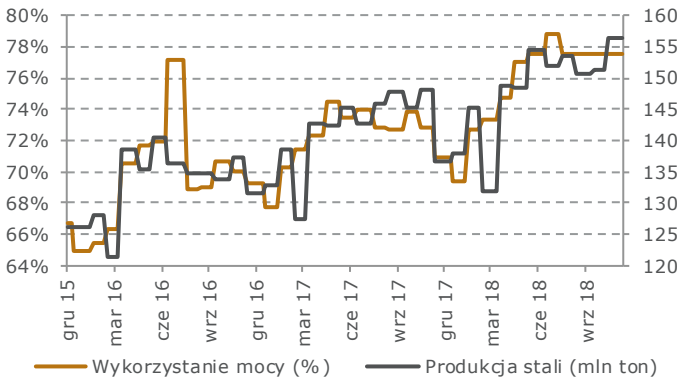
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



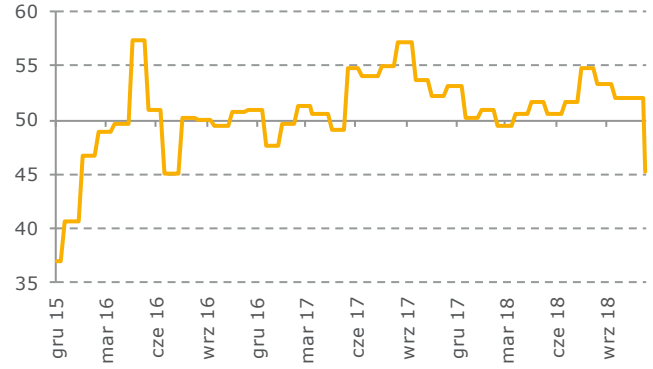
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



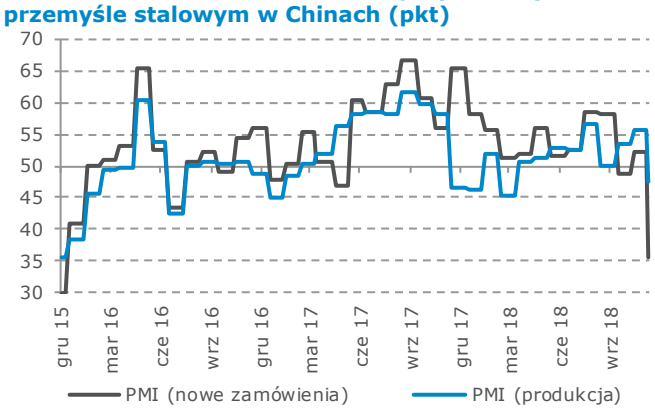
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



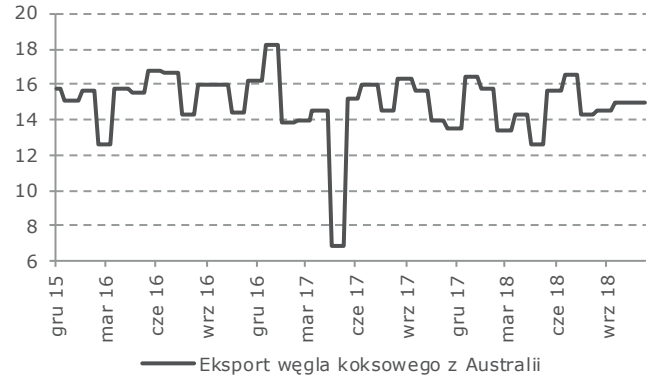
PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



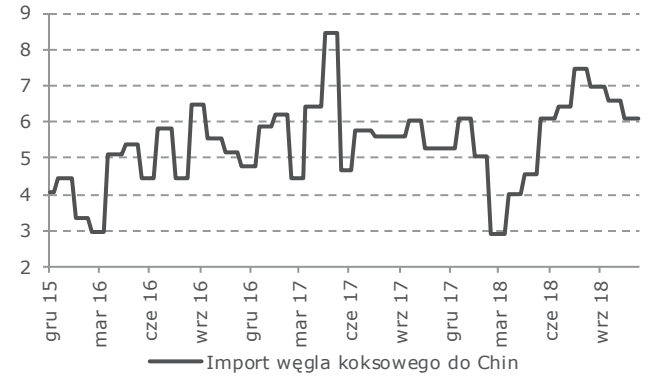
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

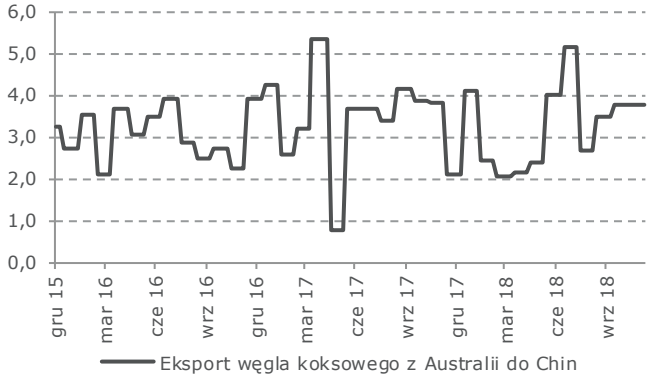
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



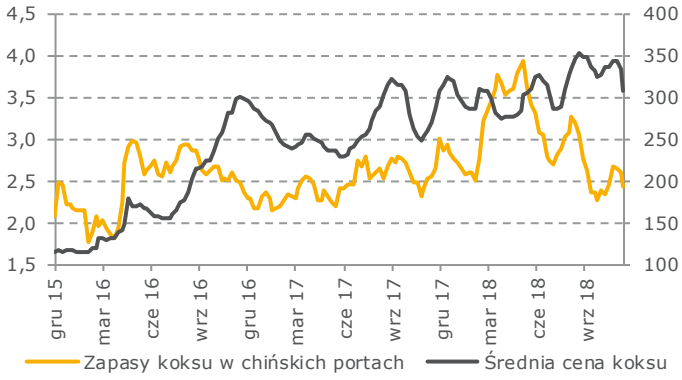
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



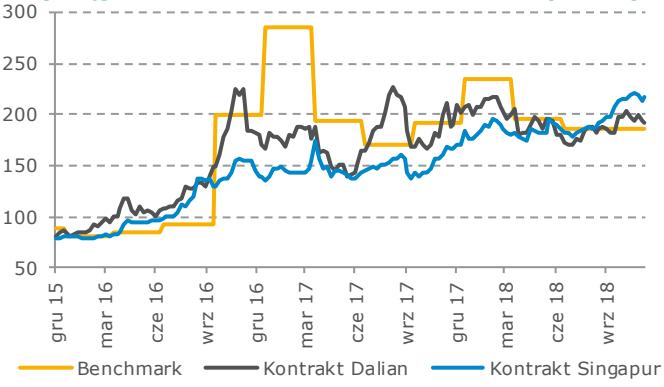
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



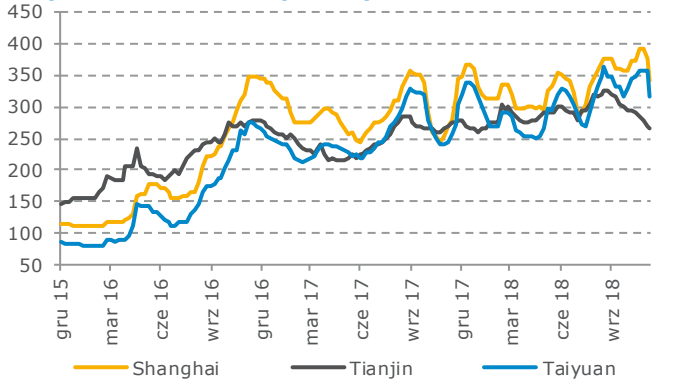
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



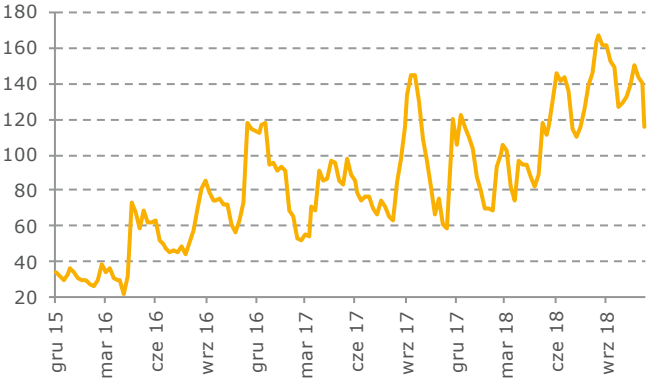
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



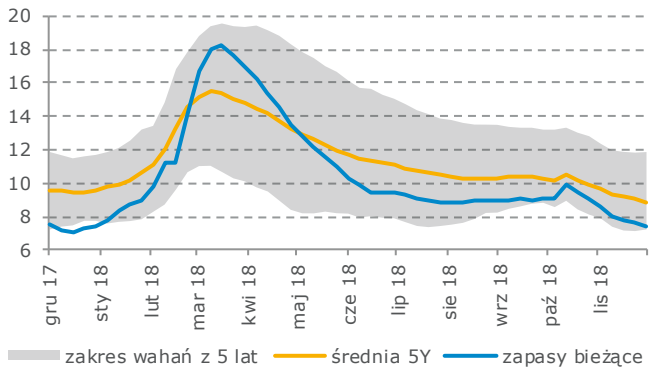
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



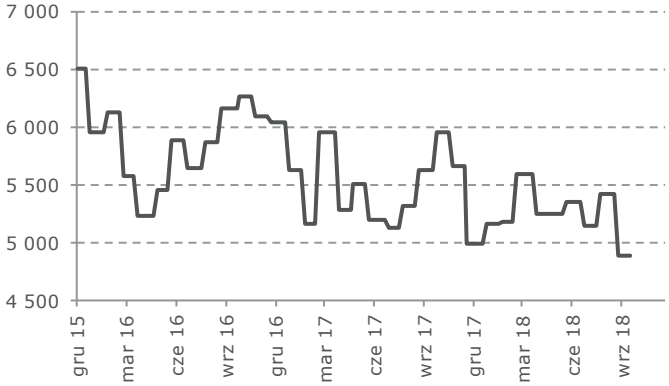
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



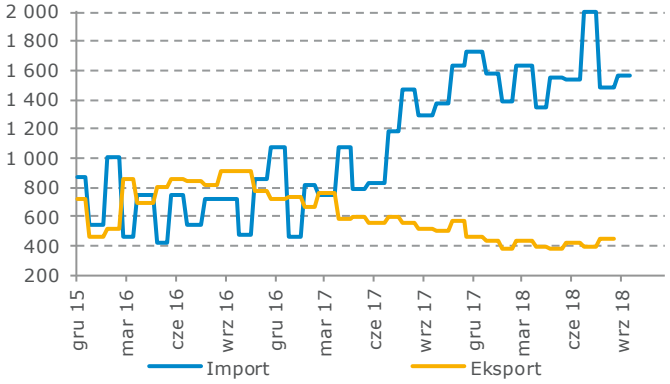
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

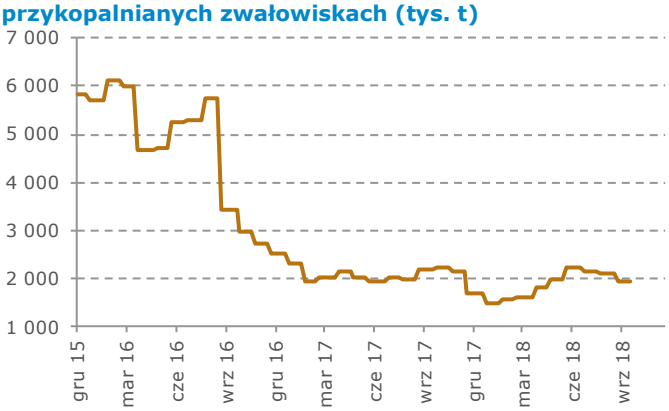
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



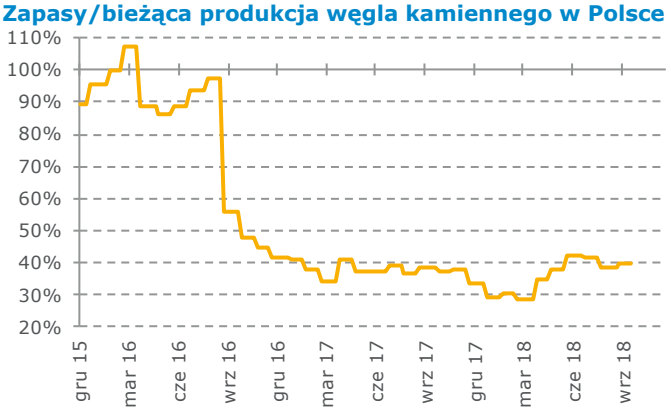
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



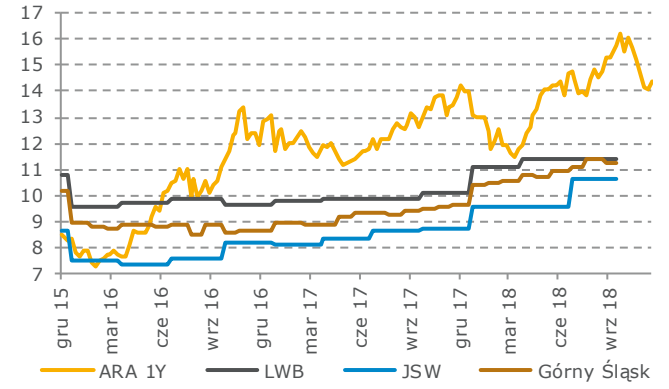
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



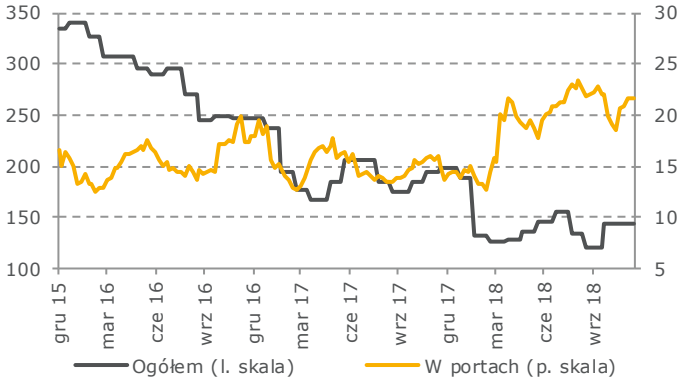
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



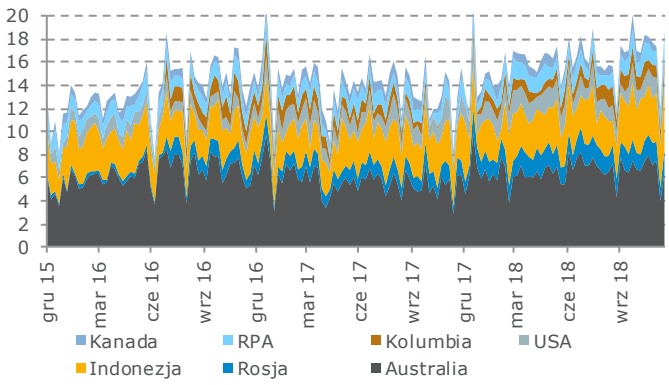
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



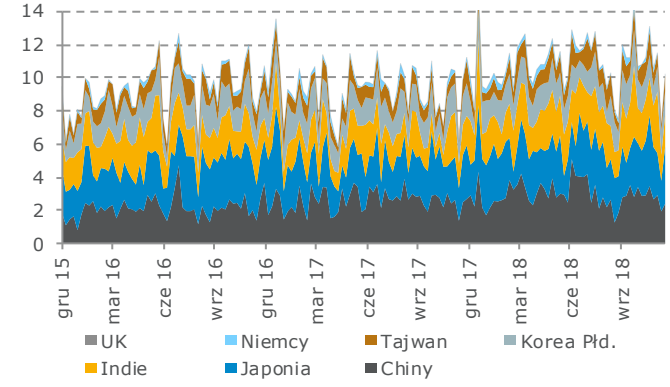
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



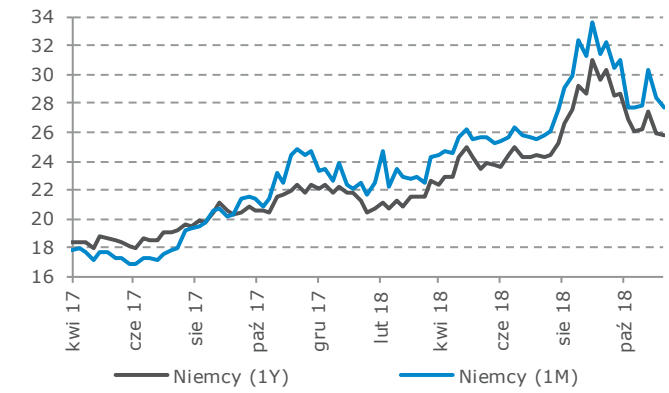
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



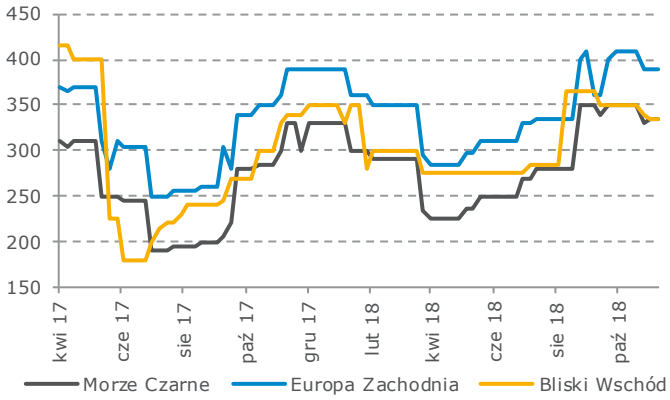
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

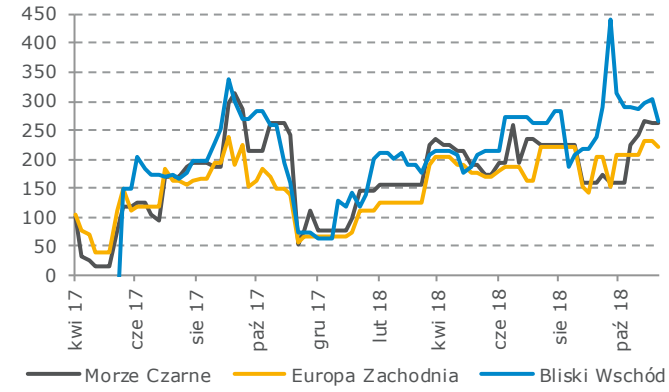
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



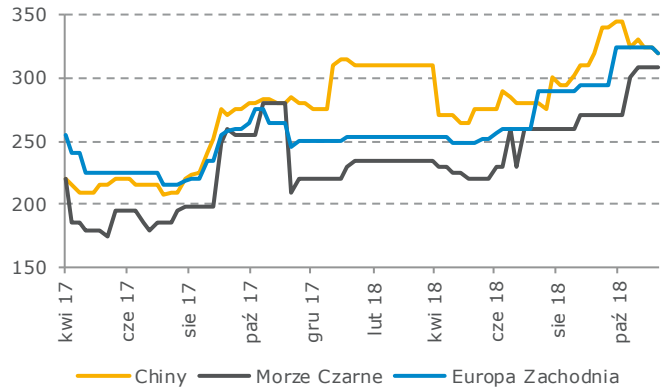
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



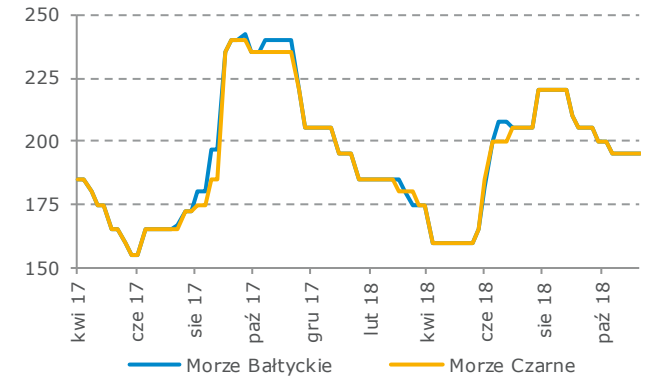
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



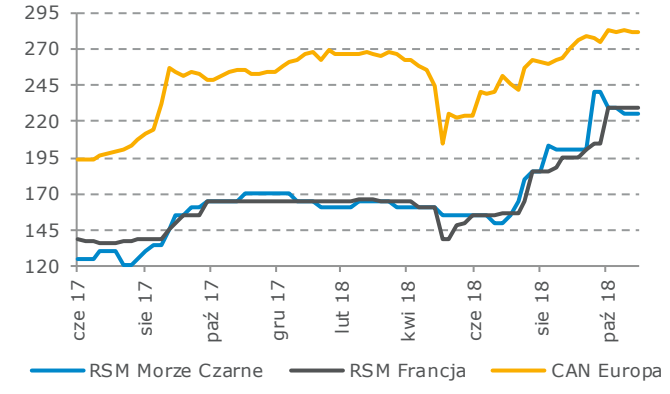
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



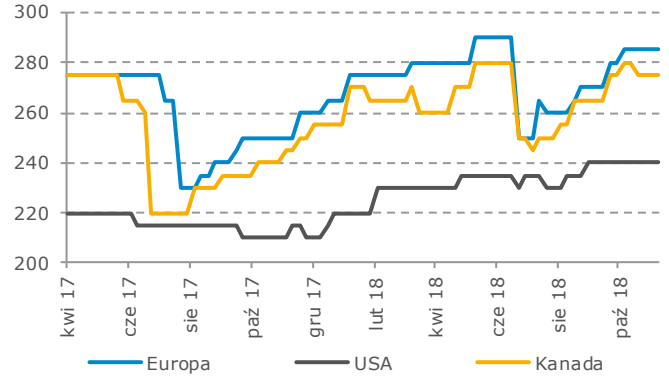
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



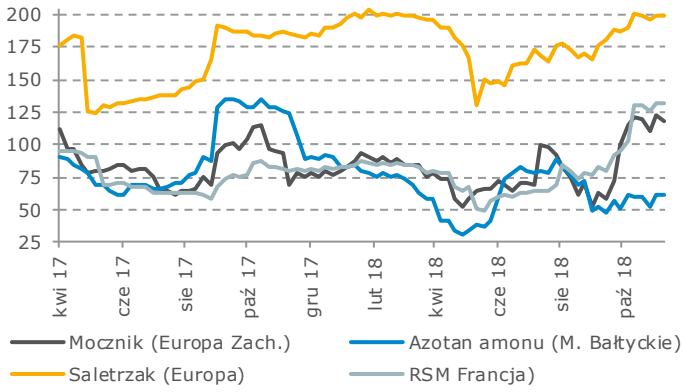
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



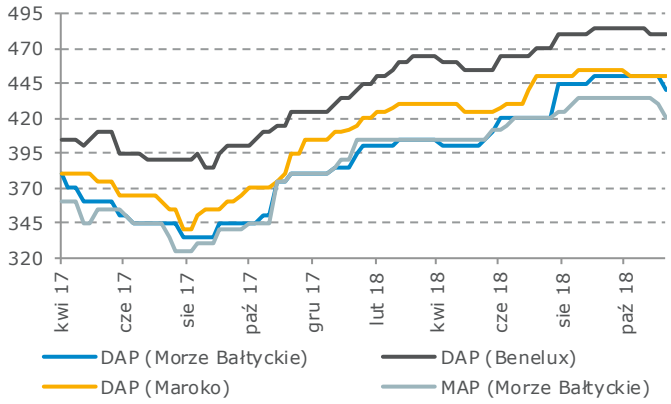
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



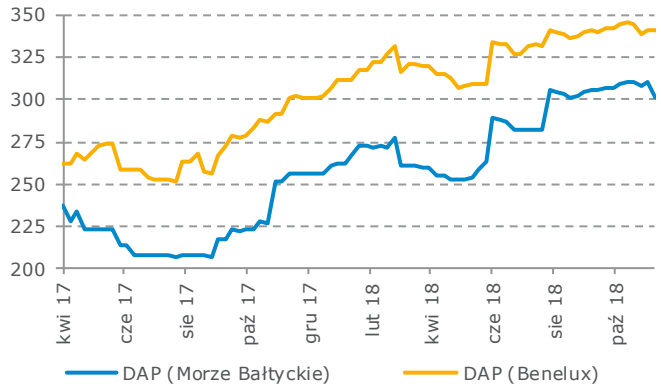
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

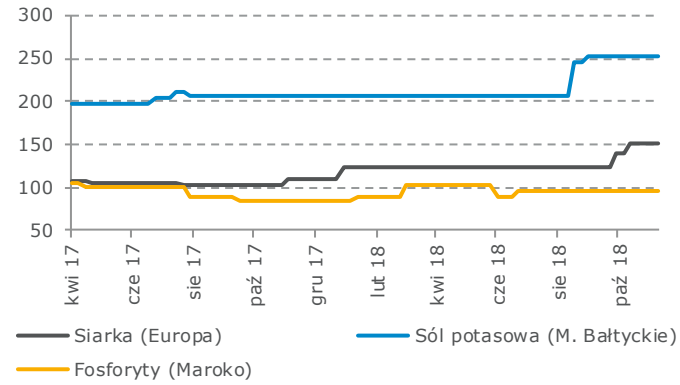
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



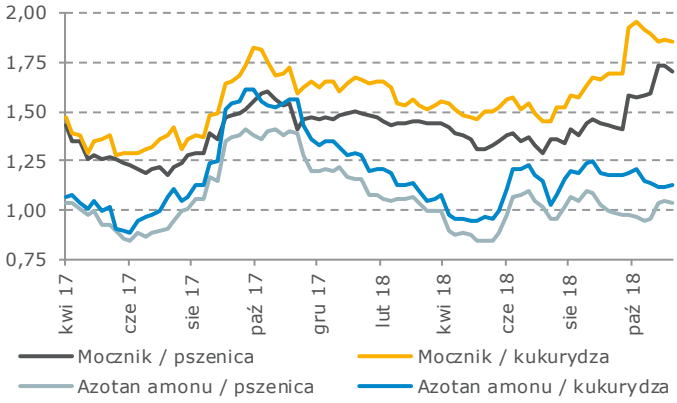
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



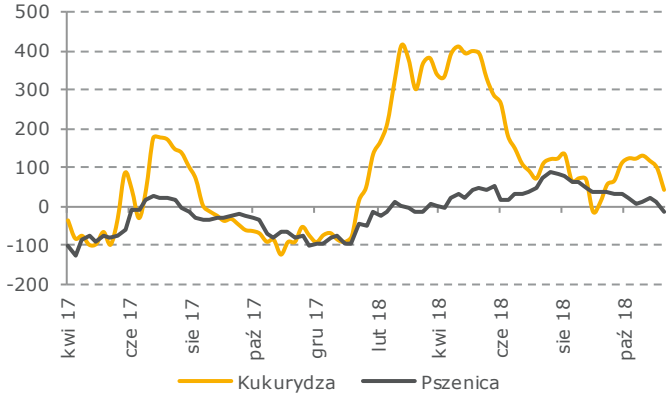
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



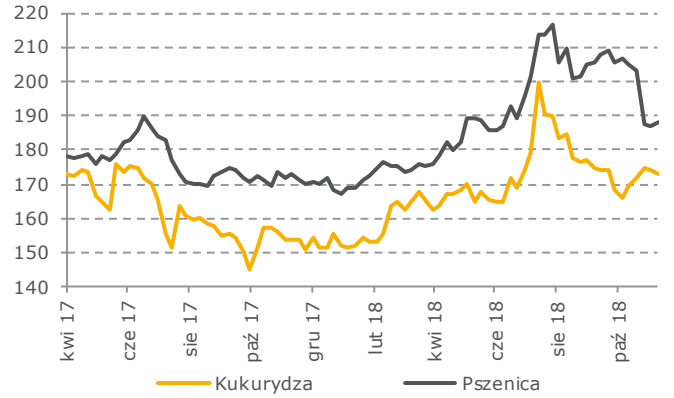
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



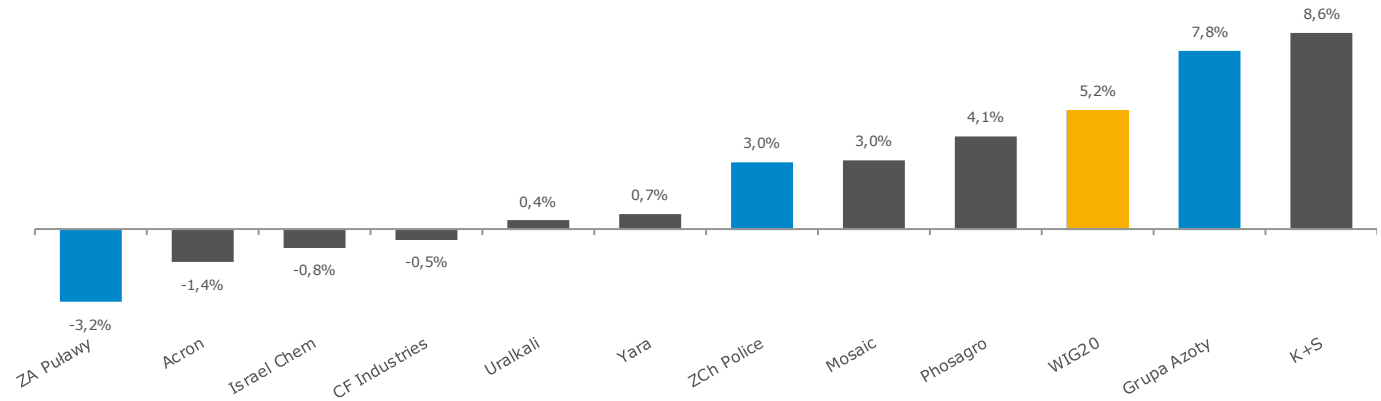
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



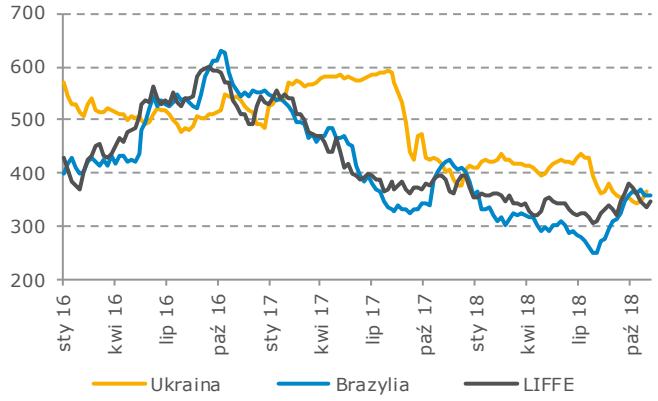
Tygodniowy performance producentów nawozów



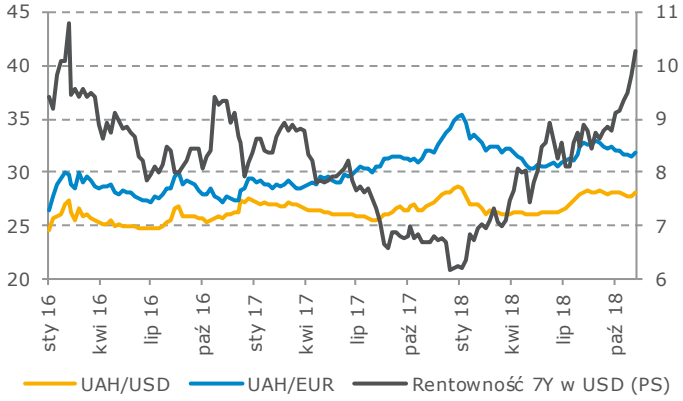
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

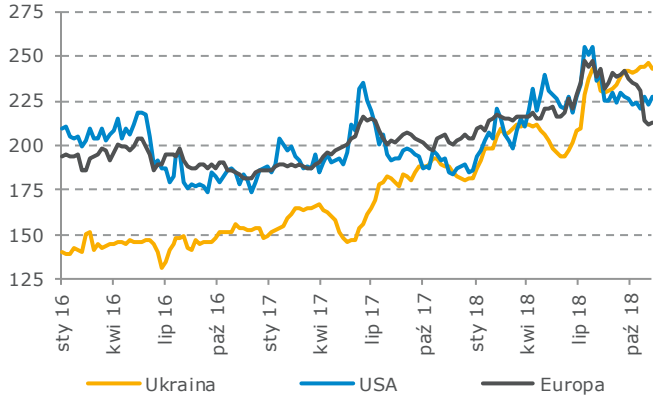
Cena cukru (USD/Mt)



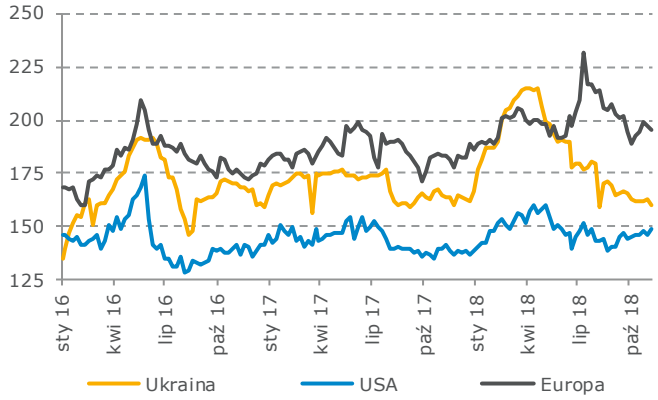
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



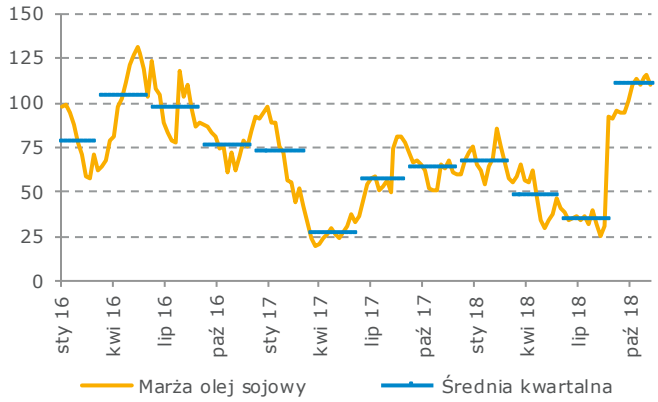
Cena pszenicy (USD/Mt)



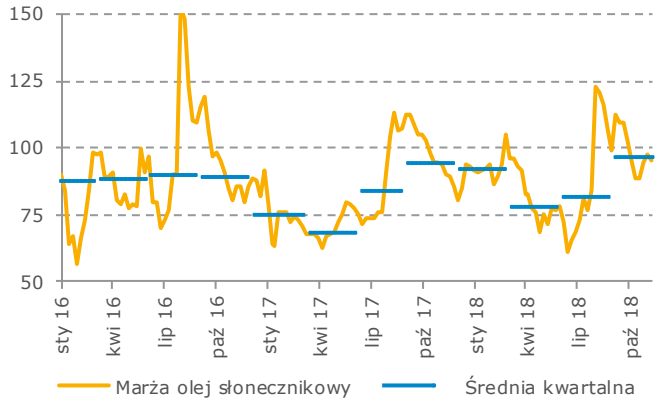
Cena kukurydzy (USD/Mt)



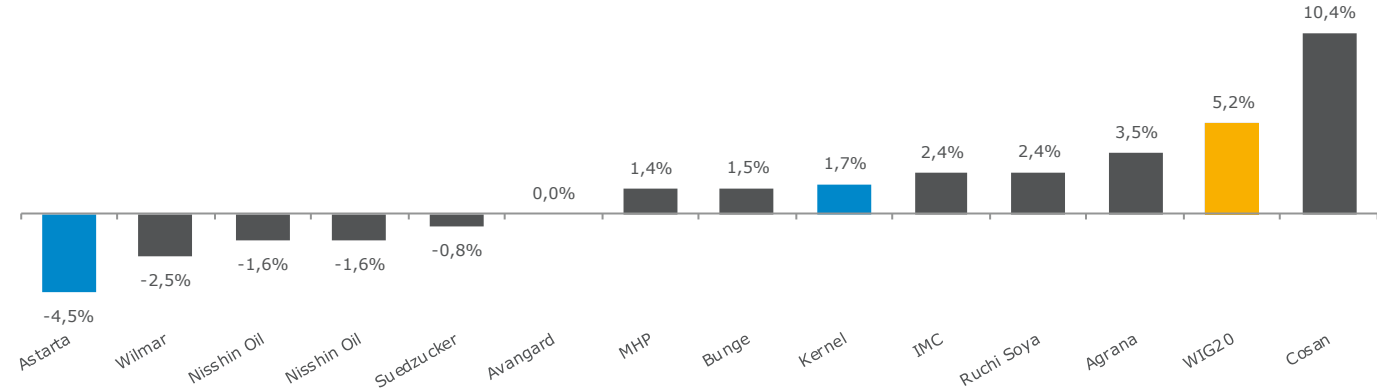
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-12-03)

		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 ENERGETYCZNE																
CEZ	551,0	8,4	8,2	7,4	2,2	2,1	1,9	21,3	19,0	15,9	26%	25%	25%	6,0%	4,7%	5,3%
Enea	10,9	4,2	3,2	3,1	0,9	0,8	0,8	6,5	3,4	3,3	21%	25%	24%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	9,3	3,9	3,9	4,2	0,8	0,7	0,7	4,8	5,1	5,5	20%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	11,7	4,8	4,1	3,6	1,3	0,8	0,7	10,3	7,8	6,6	26%	20%	20%	0,0%	0,0%	3,2%
Tauron	2,4	3,8	3,9	3,4	0,7	0,6	0,6	4,3	3,3	2,7	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,4	4,1	2,0	1,4	0,2	0,2	0,2	-	6,4	3,6	6%	11%	15%	-	10,8%	10,8%
EDF	14,6	5,2	4,8	4,4	1,1	1,1	1,1	22,9	17,7	13,8	22%	23%	24%	2,2%	2,7%	3,7%
EDP	3,1	9,1	8,5	8,2	2,1	2,0	2,0	15,0	13,4	12,9	23%	23%	24%	6,1%	6,1%	6,2%
Endesa	19,9	7,6	7,3	7,2	1,3	1,3	1,3	14,6	13,9	13,7	17%	17%	18%	6,9%	7,1%	7,4%
Enel	4,8	7,1	6,7	6,4	1,5	1,5	1,4	11,9	10,3	9,7	21%	22%	23%	5,8%	6,7%	7,3%
EON	9,0	5,1	4,9	4,1	0,7	0,6	0,4	13,6	13,1	11,9	13%	12%	11%	4,8%	5,3%	5,7%
Fortum	18,8	13,6	12,5	11,4	4,2	4,1	3,9	21,8	14,8	12,9	31%	33%	35%	5,8%	5,8%	5,8%
Iberdola	6,6	9,3	8,7	8,3	2,4	2,3	2,2	14,1	13,2	12,5	25%	26%	26%	5,1%	5,3%	5,6%
National Grid	8,3	10,8	10,9	10,3	3,5	3,5	3,4	8,1	14,6	14,1	33%	32%	33%	5,4%	5,7%	5,9%
Red Electrica	19,0	9,8	9,5	9,8	7,6	7,4	7,5	14,6	14,1	14,6	77%	78%	77%	5,1%	5,5%	5,6%
RWE	19,3	6,0	5,9	3,6	0,4	0,4	0,4	14,2	13,8	10,4	7%	7%	12%	3,6%	4,2%	4,8%
SSE	10,8	9,6	10,4	8,9	0,7	0,7	0,7	13,3	14,7	11,1	7%	6%	7%	8,7%	8,9%	7,7%
Verbund	36,8	18,1	13,9	11,6	5,7	5,1	4,6	36,2	23,7	18,5	31%	37%	40%	1,3%	1,9%	2,4%
Mediana		**7,3**	**7,0**	**6,8**	**1,3**	**1,2**	**1,2**	**14,1**	**13,6**	**12,2**	**22%**	**22%**	**23%**	**5,1%**	**5,3%**	**5,6%**

Wycena spółek rafineryjnych (2018-12-03)

		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 RAFINERYJNE																
Lotos	84,00	5,1	7,4	5,9	0,6	0,6	0,6	8,5	15,1	13,3	12%	8%	10%	1,2%	3,5%	2,0%
MOL	3190,00	4,1	4,6	4,3	0,6	0,6	0,6	8,7	11,2	10,0	14%	12%	13%	4,0%	3,2%	3,4%
PKN Orlen	109,10	5,1	8,1	6,7	0,5	0,5	0,4	8,2	16,6	14,4	9%	6%	7%	2,7%	2,7%	2,7%
Hellenic Petroleum	7,62	5,6	5,9	5,8	0,4	0,4	0,4	8,1	9,1	8,2	8%	7%	7%	5,3%	5,4%	6,0%
HollyFrontier	58,85	5,8	5,3	5,5	0,7	0,7	0,7	10,1	8,0	8,4	12%	13%	13%	2,2%	2,3%	2,3%
Marathon Petroleum	64,66	8,1	5,1	4,6	0,7	0,5	0,5	12,5	8,7	6,8	8%	10%	11%	2,8%	3,1%	3,3%
Motor Oil	20,45	4,5	4,6	4,0	0,3	0,3	0,3	8,0	8,3	7,1	6%	6%	7%	6,6%	6,9%	7,5%
Neste Oil	70,76	10,9	10,0	9,6	1,2	1,2	1,2	17,2	15,6	14,7	11%	12%	13%	2,9%	3,2%	3,5%
OMV	45,19	4,4	3,9	3,9	0,9	0,9	0,9	9,1	7,8	7,6	21%	22%	22%	3,6%	4,0%	4,5%
Phillips 66	92,09	6,9	6,7	6,0	0,5	0,5	0,5	10,2	9,2	7,7	7%	8%	8%	3,4%	3,7%	4,0%
Saras	1,72	4,0	3,4	2,8	0,2	0,2	0,2	15,3	9,1	6,9	4%	5%	6%	4,6%	5,8%	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	127,00	5,8	5,3	4,7	0,5	0,4	0,4	9,3	6,6	5,1	8%	7%	8%	8,4%	12,0%	16,6%
Valero Energy	81,30	6,8	5,5	4,5	0,4	0,3	0,3	13,1	8,6	6,4	5%	6%	7%	3,9%	4,3%	4,5%
Mediana		**5,7**	**5,4**	**5,1**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**9,7**	**9,1**	**8,0**	**8%**	**8%**	**9%**	**3,5%**	**3,6%**	**3,7%**

Wycena spółek petrochemicznych (2018-12-03)

		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 PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	109,10	5,1	8,1	6,7	0,5	0,5	0,4	8,2	16,6	14,4	9%	6%	7%	2,7%	2,7%	2,7%
Axiall	73,82	5,4	5,5	5,0	1,4	1,3	1,2	8,7	8,9	7,8	25%	24%	25%	1,2%	1,3%	1,4%
Braskem	53,64	6,0	6,2	6,2	1,2	1,2	1,2	12,0	13,4	18,2	21%	19%	19%	3,4%	2,9%	3,3%
Eastman Chemical	80,95	7,8	7,5	7,2	1,8	1,7	1,6	9,6	8,8	8,0	23%	23%	23%	2,8%	2,9%	3,1%
Huntsman Corp	20,58	5,3	5,4	5,1	0,9	0,8	0,8	5,9	6,1	5,5	16%	15%	16%	3,2%	3,3%	3,5%
LyondellBasell	94,32	6,0	6,2	5,7	1,1	1,1	1,0	7,9	8,3	7,1	18%	17%	18%	4,2%	4,5%	4,7%
Mitsubishi Chemical	935,00	6,1	5,4	5,5	0,8	0,8	0,8	6,4	6,1	6,4	14%	14%	14%	3,4%	4,2%	4,3%
Mitsui Chemicals	2935,00	7,0	6,6	6,3	0,8	0,7	0,7	8,2	7,1	7,1	11%	11%	11%	3,1%	3,5%	3,7%
Westlake Chemical	73,82	5,4	5,5	5,0	1,4	1,3	1,2	8,7	8,9	7,8	25%	24%	25%	1,2%	1,3%	1,4%
Mediana		**6,0**	**6,2**	**5,7**	**1,1**	**1,1**	**1,0**	**8,2**	**8,8**	**7,8**	**18%**	**17%**	**18%**	**3,1%**	**2,9%**	**3,3%**

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

Wycena spółek gazowych (2018-12-03)

		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	6,67	4,7	3,8	3,5	0,9	0,8	0,7	10,1	8,1	7,8	19%	20%	21%	1,0%	1,9%	3,7%
A2A	1,50	6,5	6,4	6,0	1,3	1,2	1,2	11,6	12,1	11,1	20%	20%	20%	4,4%	4,9%	5,3%
BG Group	24,16	5,4	4,9	4,8	0,8	0,8	0,8	12,1	10,0	9,6	15%	16%	17%	6,1%	6,2%	6,2%
BP	5,32	4,6	4,3	4,2	0,6	0,6	0,6	12,0	11,2	10,9	12%	13%	13%	6,0%	6,1%	6,2%
Centrica	1,39	5,1	4,9	4,7	0,4	0,4	0,4	11,1	10,7	9,8	9%	9%	9%	8,7%	8,4%	8,0%
Enagas	24,12	10,1	10,4	10,0	7,9	8,1	8,0	13,0	13,6	12,4	78%	77%	80%	6,3%	6,6%	7,0%
Endesa	19,87	7,6	7,3	7,2	1,3	1,3	1,3	14,6	13,9	13,7	17%	17%	18%	6,9%	7,1%	7,4%
Engie	12,55	6,1	5,8	5,4	0,9	0,9	0,8	12,7	11,7	10,3	14%	15%	15%	6,0%	6,2%	6,9%
Eni	14,51	3,2	3,0	3,0	0,8	0,8	0,8	11,5	9,9	10,0	25%	25%	26%	5,7%	5,9%	6,0%
Equinor	206,90	3,1	2,7	2,6	1,2	1,1	1,1	12,1	10,4	10,2	37%	40%	41%	3,8%	4,0%	4,2%
Gas Natural SDG	22,19	9,2	8,5	8,2	1,6	1,6	1,5	85,0	15,4	14,4	18%	18%	19%	5,9%	6,1%	6,5%
Gazprom	165,40	2,5	2,5	2,5	0,7	0,7	0,7	2,9	3,0	3,0	28%	28%	28%	5,6%	6,0%	7,7%
Hera	2,49	6,7	6,7	6,5	1,2	1,2	1,2	13,9	14,0	13,3	18%	18%	18%	4,0%	4,1%	4,3%
NovaTek	175,60	12,9	13,3	12,0	4,7	4,5	4,2	13,4	11,2	10,7	36%	34%	35%	1,7%	2,1%	2,5%
ROMGAZ	36,25	4,1	3,7	3,5	2,0	1,9	1,7	9,2	8,9	8,3	49%	50%	49%	12,7%	10,4%	11,2%
Shell	27,12	5,4	4,9	4,8	0,8	0,8	0,8	12,1	10,0	9,6	15%	16%	17%	6,1%	6,1%	6,2%
Snam	3,88	12,1	11,8	11,6	9,8	9,6	9,4	13,3	12,7	12,5	81%	81%	81%	5,9%	6,1%	6,3%
Total	49,82	5,2	4,7	4,6	0,9	0,8	0,9	10,4	9,2	8,9	17%	18%	19%	5,2%	5,4%	5,6%
Mediana		**5,4**	**4,9**	**4,8**	**1,0**	**1,0**	**1,0**	**12,1**	**11,0**	**10,3**	**19%**	**19%**	**20%**	**5,9%**	**6,1%**	**6,2%**

Wycena spółek wydobywczych (2018-12-03)

		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 WYDOBYWCZE																
MOL	3190,00	5,0	4,8	4,8	0,7	0,7	0,7	8,5	8,0	7,4	14%	14%	14%	3,6%	3,6%	3,8%
Bashneft	1957,00	1,9	1,8	1,7	0,4	0,4	0,4	3,2	3,0	3,0	24%	25%	24%	14,1%	18,4%	17,4%
BP	5,32	4,6	4,3	4,2	0,6	0,6	0,6	12,0	11,2	10,9	12%	13%	13%	6,0%	6,1%	6,2%
Dana Gas	0,92	27,0	24,9	-	13,7	12,8	-	92,0	46,0	-	51%	51%	-	2,1%	2,7%	-
Eni	14,51	3,2	3,0	3,0	0,8	0,8	0,8	11,5	9,9	10,0	25%	25%	26%	5,7%	5,9%	6,0%
Equinor	206,90	3,1	2,7	2,6	1,2	1,1	1,1	12,1	10,4	10,2	37%	40%	41%	3,8%	4,0%	4,2%
Gazprom Neft	378,20	4,1	4,1	4,0	1,0	0,9	0,9	4,7	4,5	4,6	24%	23%	23%	6,0%	7,7%	8,4%
Gulf Keystone	1,92	3,0	2,4	1,4	2,1	1,7	1,2	9,1	5,6	3,0	69%	73%	81%	-	-	-
Lukoil	5098,50	3,4	3,3	3,2	0,5	0,5	0,5	5,6	5,6	5,4	15%	15%	15%	4,8%	5,2%	5,7%
Occidental Petroleum	71,32	6,1	5,7	6,1	3,4	3,2	3,3	13,5	12,6	14,7	56%	55%	55%	4,3%	4,4%	4,5%
Repsol	15,30	4,5	4,1	3,9	0,6	0,6	0,6	9,5	8,2	7,5	14%	14%	15%	6,0%	6,3%	6,6%
Rosneft Oil	434,00	4,0	3,8	3,7	1,0	0,9	0,9	6,5	5,4	5,3	24%	25%	26%	6,5%	8,6%	10,1%
Shell	27,12	5,4	4,9	4,8	0,8	0,8	0,8	12,1	10,0	9,6	15%	16%	17%	6,1%	6,1%	6,2%
Surgutneftegas	37,67	-	-	-	-	-	-	3,2	4,6	4,2	-	-	-	8,8%	7,1%	5,8%
Total	49,82	5,2	4,7	4,6	0,9	0,8	0,9	10,4	9,2	8,9	17%	18%	19%	5,2%	5,4%	5,6%
Tullow Oil	1,94	4,5	4,2	4,5	3,4	3,2	3,3	9,8	7,2	8,0	76%	76%	74%	0,2%	1,3%	1,6%
Mediana		**4,5**	**4,1**	**3,9**	**0,9**	**0,8**	**0,8**	**9,6**	**8,1**	**7,5**	**24%**	**25%**	**23%**	**5,7%**	**5,9%**	**5,9%**

Wycena spółek surowcowych (2018-12-03)

		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
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	68,60	1,8	3,3	4,7	0,6	0,7	0,8	4,3	10,4	25,7	32%	20%	17%	0,0%	6,9%	3,9%
KGHM	93,50	5,0	3,9	3,8	1,2	0,9	0,9	8,8	7,3	7,7	24%	24%	23%	0,0%	1,7%	3,4%
LW Bogdanka*	56,50	3,1	2,4	2,3	1,0	0,8	0,8	16,5	7,6	7,1	31%	36%	36%	1,9%	3,5%	4,8%
Anglo American	16,75	4,2	4,3	4,5	1,3	1,4	1,3	9,6	9,3	10,4	32%	32%	30%	4,6%	4,8%	4,8%
Antofagasta	8,63	6,2	5,2	5,0	2,8	2,6	2,5	19,1	14,7	13,9	46%	50%	51%	2,5%	3,0%	3,3%
BHP Group	15,90	6,0	5,9	6,2	3,1	3,1	3,2	30,9	11,5	12,8	51%	53%	51%	3,1%	8,4%	5,9%
Freeport-McMoRan	12,09	4,0	6,2	4,9	1,5	1,9	1,7	7,3	14,1	9,5	37%	30%	35%	1,5%	2,0%	3,7%
Glencore	3,01	4,8	4,7	4,7	0,4	0,4	0,4	8,3	8,2	8,5	7%	8%	7%	5,5%	6,0%	6,8%
Grupo Mexico	41,99	4,5	4,1	3,9	2,1	1,9	1,8	9,9	8,2	7,4	47%	47%	48%	6,0%	6,4%	7,8%
Kazakhmys	5,90	4,4	4,4	4,3	2,5	2,4	2,3	7,2	6,9	6,3	56%	55%	54%	1,3%	1,4%	1,6%
Rio Tinto	37,02	5,2	5,5	5,7	2,3	2,4	2,4	10,1	11,1	11,5	45%	44%	43%	6,1%	6,0%	5,7%
Southern CC	33,70	8,5	7,6	7,0	4,3	3,9	3,7	15,7	13,8	12,4	50%	51%	53%	3,5%	4,1%	4,7%
Mediana		**4,7**	**4,5**	**4,7**	**1,8**	**1,9**	**1,8**	**9,8**	**9,9**	**10,0**	**41%**	**40%**	**39%**	**2,8%**	**4,5%**	**4,7%**
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	341,50	8,8	9,3	8,8	1,4	1,4	1,3	12,5	13,8	13,2	15%	15%	15%	7,0%	5,6%	5,1%
Alcoa	32,05	2,8	3,1	3,4	0,7	0,7	0,7	8,5	8,1	8,1	23%	21%	20%	0,1%	0,4%	0,2%
Constellium	8,95	6,1	5,6	5,3	0,5	0,5	0,5	7,1	7,2	5,7	9%	9%	9%	-	1,0%	1,4%
Kaiser Aluminum	100,65	9,1	8,1	7,8	1,2	1,1	1,1	16,0	13,5	13,0	13%	14%	14%	2,2%	2,3%	2,3%
Norsk Hydro	41,77	5,6	4,9	4,4	0,6	0,6	0,6	12,8	10,6	9,0	11%	12%	13%	3,9%	4,3%	4,9%
Rusal	2,21	5,2	4,9	5,4	1,1	1,1	1,1	2,4	2,3	2,3	21%	22%	20%	8,5%	8,5%	9,5%
Mediana		**5,8**	**5,2**	**5,3**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**10,5**	**9,3**	**8,6**	**14%**	**14%**	**14%**	**3,9%**	**3,3%**	**3,6%**

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

Wycena spółek nawozowych (2018-12-03)

		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 NAWOZOWE																
Grupa Azoty	34,56	6,5	6,9	7,3	0,5	0,6	0,7	99,2	25,1	22,4	7%	9%	9%	3,5%	0,2%	0,8%
ZA Police*	13,90	9,0	6,8	5,5	0,6	0,5	0,5	-	18,8	10,6	6%	7%	9%	3,8%	3,6%	3,6%
ZCh Puławy*	73,60	2,9	2,5	2,0	0,3	0,2	0,2	11,6	9,9	6,7	9%	9%	11%	8,1%	6,8%	6,8%
Acron	4610,00	7,9	7,0	6,7	2,7	2,5	2,3	11,3	8,8	8,2	34%	35%	34%	7,0%	7,1%	7,6%
CF Industries	43,86	10,8	8,6	8,0	3,6	3,3	3,2	28,2	16,3	13,5	34%	38%	40%	2,7%	2,7%	2,8%
Israel Chemicals	21,97	8,6	8,3	7,7	1,8	1,7	1,6	16,7	15,8	14,3	21%	21%	21%	9,8%	5,6%	6,0%
K+S	16,51	10,4	7,1	6,3	1,6	1,5	1,4	39,6	11,4	8,6	15%	20%	22%	1,8%	3,7%	4,9%
Phosagro	2589,00	6,1	6,0	5,8	2,0	1,9	1,8	9,3	9,1	8,9	32%	32%	31%	4,7%	5,2%	5,3%
The Mosaic Company	36,86	9,2	8,0	7,6	1,9	1,8	1,7	19,2	15,1	13,7	21%	22%	23%	0,3%	0,3%	0,6%
Uralkali	85,36	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yara International	354,00	85,1	59,3	50,9	9,7	8,7	8,3	100+	92,8	75,6	11%	15%	16%	0,3%	0,4%	0,5%
Mediana		**8,8**	**7,1**	**7,0**	**1,8**	**1,8**	**1,7**	**18,0**	**15,5**	**12,0**	**18%**	**21%**	**22%**	**3,6%**	**3,6%**	**4,2%**

Wycena spółek spożywczych (2018-12-03)

		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 SPOŻYWCZE																
Astarta*	27,40	5,5	5,3	-	1,0	1,0	-	12,6	-	-	17%	18%	-	-	-	-
IMC*	13,00	3,8	3,9	-	1,3	1,3	-	5,8	5,5	-	34%	33%	-	11,6%	9,3%	-
Kernel	53,70	8,1	5,8	4,9	0,8	0,6	0,5	24,0	7,6	5,6	9%	10%	9%	1,6%	1,7%	5,4%
Ovostar*	113,00	4,8	-	-	1,2	1,5	-	6,5	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	18,26	5,8	7,1	6,6	0,6	0,6	0,6	8,1	14,8	12,8	10%	8%	9%	6,2%	5,8%	5,9%
Bunge Limited	59,33	8,9	8,7	8,5	0,4	0,3	0,3	12,9	11,4	11,0	4%	4%	4%	3,2%	3,4%	3,8%
Cosan	35,23	4,7	4,1	3,8	0,4	0,4	0,3	14,3	10,5	8,7	8%	9%	9%	4,8%	5,0%	5,9%
MHP	10,70	5,0	4,6	4,1	1,5	1,4	1,2	5,6	4,7	4,0	31%	30%	29%	7,0%	7,0%	7,0%
Nisshin Oillio	3490,00	11,3	9,4	9,3	0,5	0,5	0,5	17,1	14,2	15,9	5%	6%	6%	1,7%	2,0%	2,0%
Suedzucker	12,89	5,5	11,1	8,4	0,6	0,6	0,6	12,9	-	57,3	11%	6%	7%	3,5%	1,6%	1,8%
Wilmar Int.	3,12	14,2	13,7	13,0	0,8	0,7	0,7	12,5	12,4	11,4	6%	5%	5%	3,4%	3,4%	3,5%
Mediana		**5,5**	**6,5**	**7,5**	**0,8**	**0,6**	**0,5**	**12,6**	**10,9**	**11,2**	**10%**	**8%**	**8%**	**3,5%**	**3,4%**	**4,6%**

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 posługującego 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 jakakolwiek 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.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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 46
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