wtorek, 25 września 2018 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

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

Rynek energetyczny

Ceny energii w Europie ponownie wzrosły powyżej 56 EUR/MWh i choć towarzyszyło temu odbicie notowań CO_2 (obecnie 22 EUR/t) i nowe szczyty na węglu w portach ARA, to znów rozszerzył się clean dark spread. W Polsce sytuacja jest bardzo podobna, tyle że modelowe marże elektrowni znacznie wyższe. Zielone certyfikaty potaniały kolejny tydzień z rzędu i obecnie oscylują wokół 97 PLN/MWh.

Rynek paliwowy

Ceny Brent przebiły 80 USD/Bbl i wywierają coraz większą presję na marże rafineryjne, które przy aktualnych notowaniach spadły już poniżej 2 USD/Bbl, ze szczególnym uwzględnieniem słabości na benzynie i HSFO (powrót do pracy rafinerii rosyjskich). Perspektywy dla diesla również nie wyglądają obiecująco, biorąc pod uwagę najwyższy od wielu miesięcy poziom zapasów w portach ARA. Dyferencjał nie ratuje sytuacji (1,4 USD/Bbl), a dodatkowym problemem są kolejne szczyty na cenach gazu. Nie poprawia się również sytuacja w obszarze petrochemicznym.

Rynek metali

Ceny metali przemysłowych zanotowały solidne odbicie w końcówce poprzedniego tygodnia. Wzrosty były wspierane przez dobre dane fundamentalne odnośnie importu netto miedzi do Chin w VIII (+4,5% r/r; 5-ty miesiąc wzrostu) oraz słabszym odczytem odnośnie światowej górniczej produkcji miedzi w VII (-16% r/r). Rynek wyraźnie zmęczył się kolejnymi informacjami odnośnie ceł nakładanych między USA, a Chinami. Liczba pozycji spekulacyjnych na miedzi spadła do lokalnych minimów (w ubiegłym tygodniu -9 tys. sztuk; 0 obecnie) - najniżej od 2016 roku.

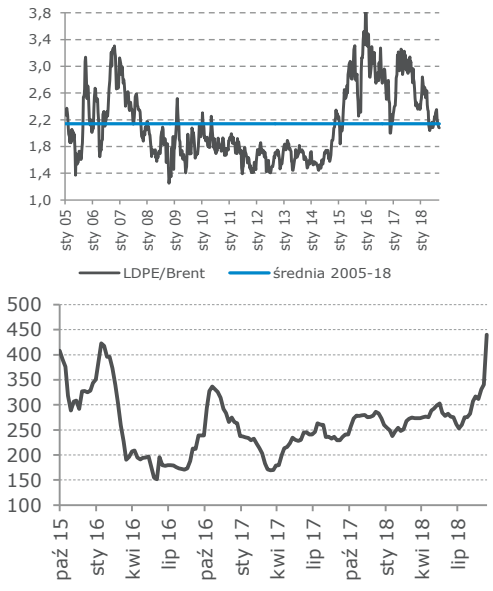
Rynek agro

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy spostrzega możliwość podniesienia tegorocznej produkcji zbóż do nieco ponad 63 mln ton (+5% względem naszych dotychczasowych prognoz). Ministerstwo spostrzega, że Ukraina w br. oparła się negatywnym zjawiskom pogodowym obserwowanym w wielu innych krajach regionu (informacja pozytywna dla Kernela).

Rynek węgla koksowego

Import węgla koksowego do Chin w VIII wzrósł o 24% r/r i był to 4-ty miesiąc wyraźnych wzrostów r/r). Mimo tego zapasy koksu w chińskich portach są obecnie na poziomie 2,2 mln ton i są najniższe od II'18. Ceny węgla koksowego w Chinach wahają się w przedziale 185-190 USD/t, koksu około 350 USD/t. Wysoko utrzymuje się różnica między węglem koksującym, a koksem (dobrze dla koksowni).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Polimery coraz bardziej słabną

Relatywna siła petrochemikaliów w stosunku do Brent spada i nie ma już śladu po latach 2015-17, kiedy producenci swobodnie dyktowali ceny klientom. Nowe moce wytwórcze, zarówno te już uruchomione jak i te spodziewane, zmieniają rynek na korzyść odbiorców. W rezultacie ceny polimerów nie przenoszą inflacji surowców i nie jest to zjawisko chwilowe. Wykres obok dobrze ilustruje to wejście w nową fazę cyklu.

Premia producencka na miedzi (PLN/t)

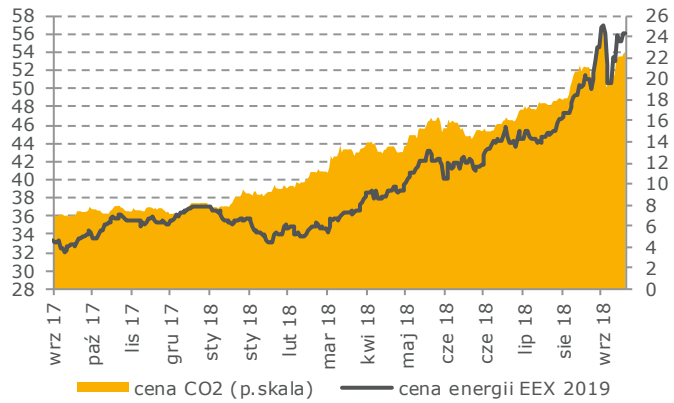
W ostatnim tygodniu wyraźnie wzrosła premia producencka na miedzi w Chinach (z 90 do 120 USD/t). Według MetalBulletin wzrosty premii hutniczej mają miejsce w całej Azji i jest to związane z ograniczoną podażą przetworzonego metalu. Warto zauważyć, że monitorowane zapasy miedzi na wszystkich giełdach spadły w ubiegłym tygodniu o 7% t/t i są obecnie na najniższym poziomie od końcówki 2016 roku.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

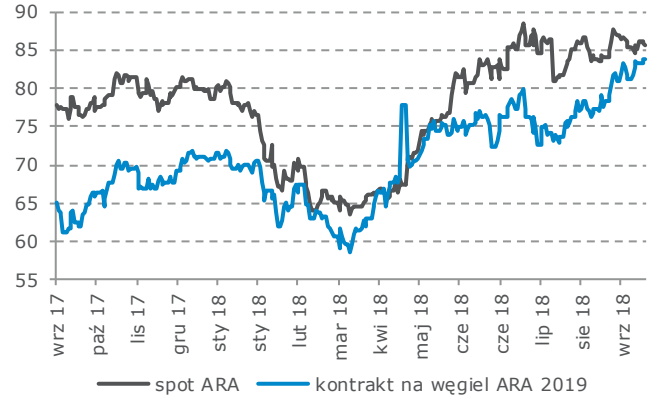
Spółka	1W	YTD
ZE PAK	-8,4%	-49%
Astarta	-2,6%	-42%
Impexmetal	-1,9%	-15%
MOL	-0,2%	-1%
Lotos	-0,1%	+32%
Boryszew	+0,0%	-46%
Kęty	+0,0%	-1%
PKN Orlen	+0,2%	-2%
CEZ	+0,4%	+22%
Unipetrol	+0,4%	+2%
Orzeł Biały	+1,0%	-7%
Enea	+2,6%	-31%
ZCh Police	+3,1%	-17%
ZA Puławy	+3,3%	-37%
JSW	+3,3%	-29%
Tarczyński	+3,4%	+25%
Grupa Azoty	+3,5%	-52%
Tupras	+3,8%	+26%
LW Bogdanka	+4,2%	-10%
PGNiG	+5,1%	-1%
IMC	+5,3%	+8%
OMV	+5,7%	-7%
Energa	+5,9%	-38%
Tauron	+6,6%	-42%
Kernel	+7,0%	+5%
PGE	+8,1%	-21%
KGHM	+9,6%	-18%
Indeksy WIG	**1W**	**YTD**
WIG	+3,2%	-8%
Chemia	+3,6%	-34%
Energia	+6,1%	-26%
Paliwa	+1,2%	+2%
Spożywczy	+4,0%	-6%
Surowce	+7,9%	-20%
Ukraina	+2,7%	-13%
Indeksy sektor	**1W**	**YTD**
Górnictwo	+8,7%	+2%
Oil & Gas E&P	+4,6%	+11%
Refining EU	+4,6%	+17%
Refining US	+0,9%	+25%
Agri & Food	-0,8%	-2%
Kauczuki	+3,8%	-4%
Nawozy	+1,8%	+17%
Chemicals EU	+3,6%	+2%
Industrials EU	+0,5%	+3%
Petchem World	+1,1%	+2%
Utilities EU	-0,4%	+2%
Utilities US	-2,6%	+3%

Energetyka

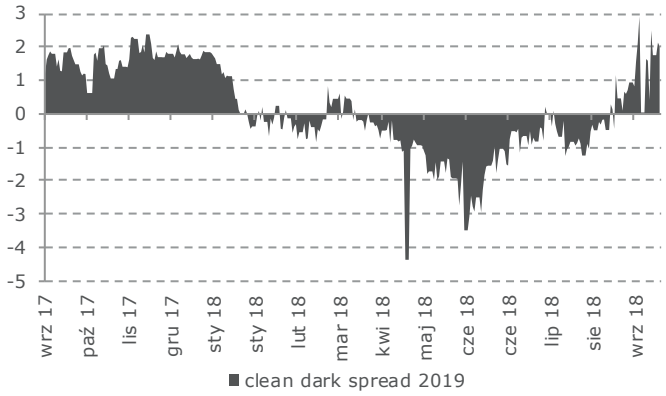
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



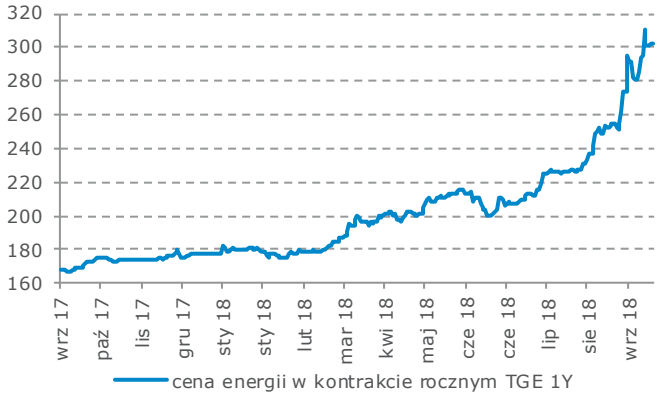
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



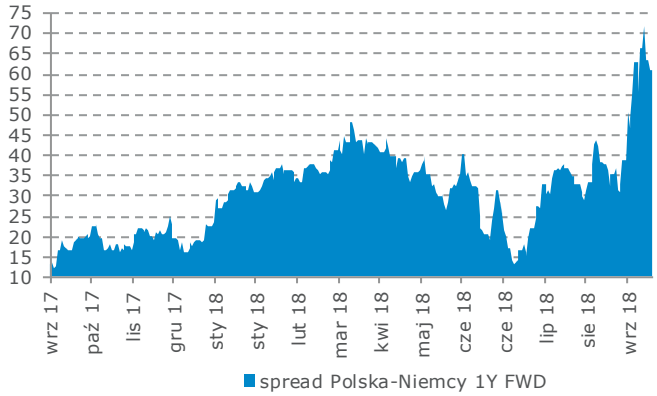
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



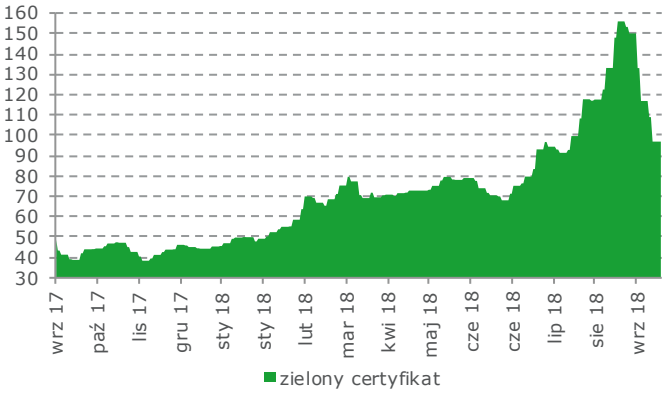
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



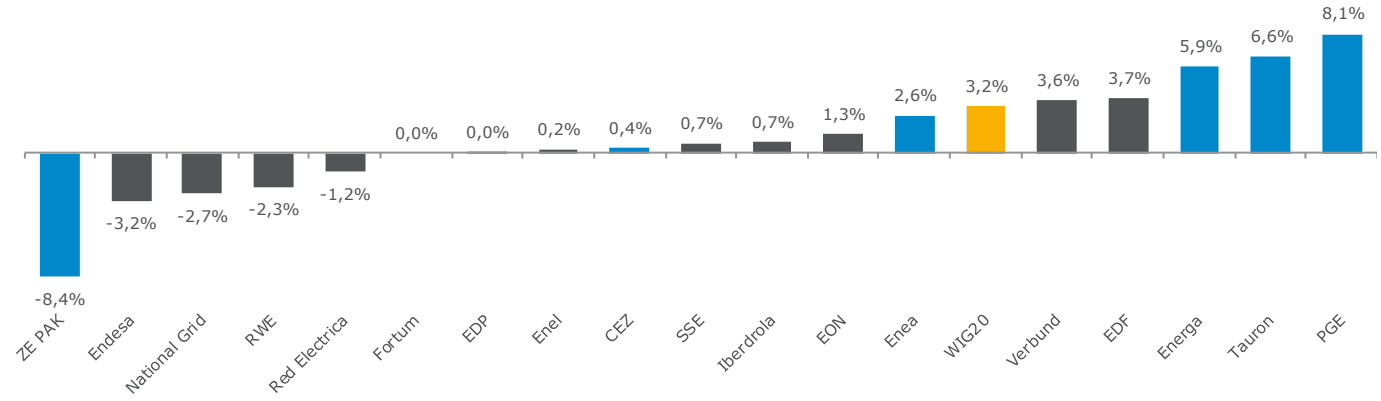
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



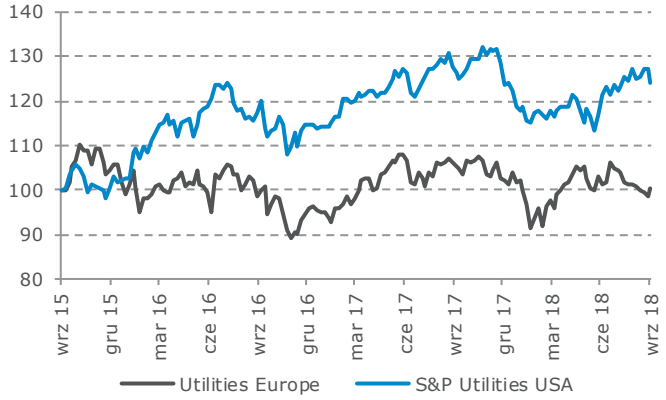
Tygodniowy performance spółek energetycznych



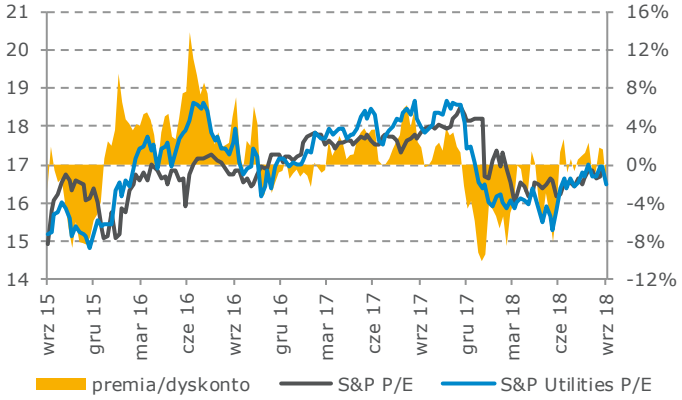
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

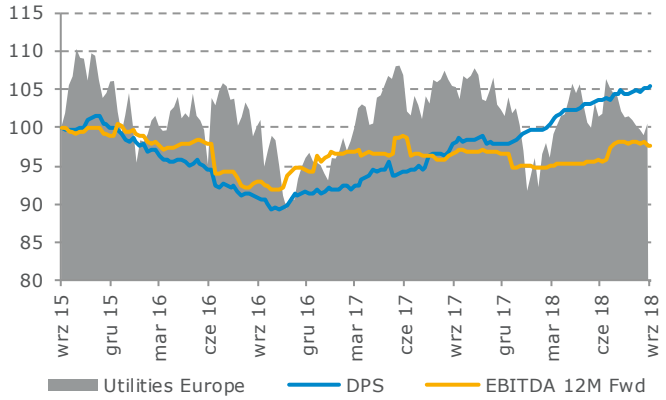
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



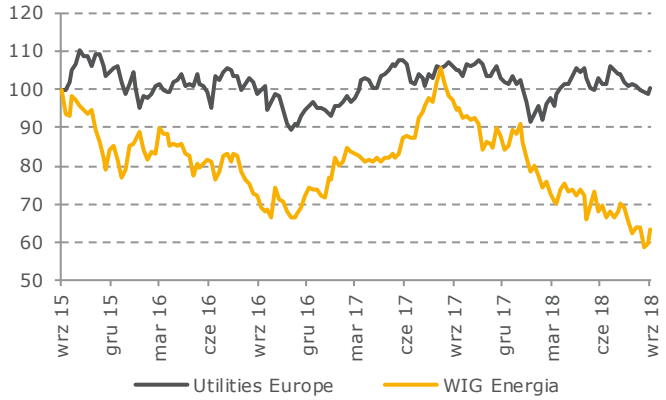
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



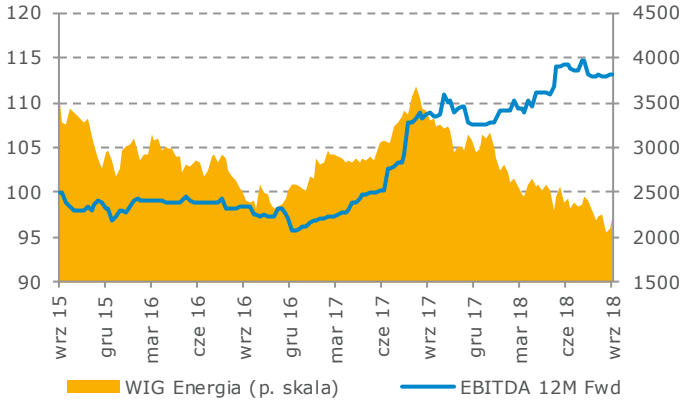
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



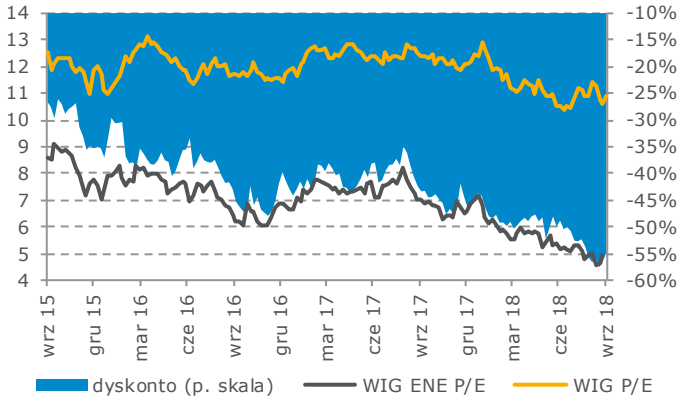
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



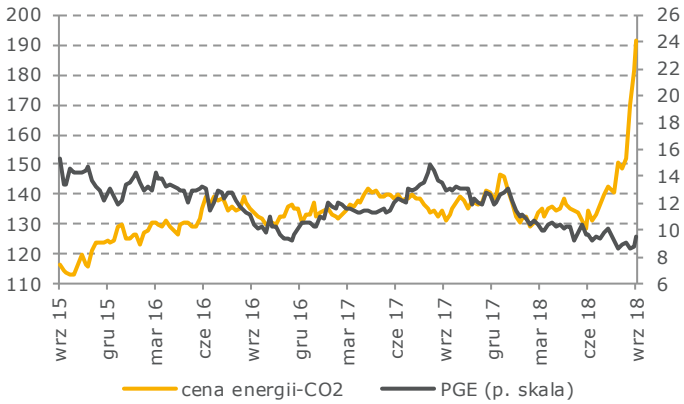
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



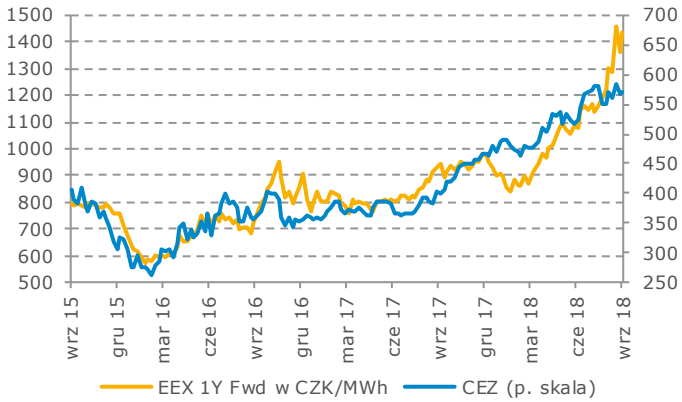
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO_2



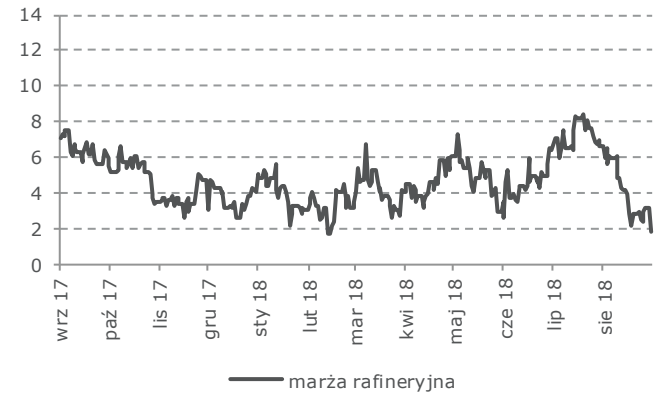
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



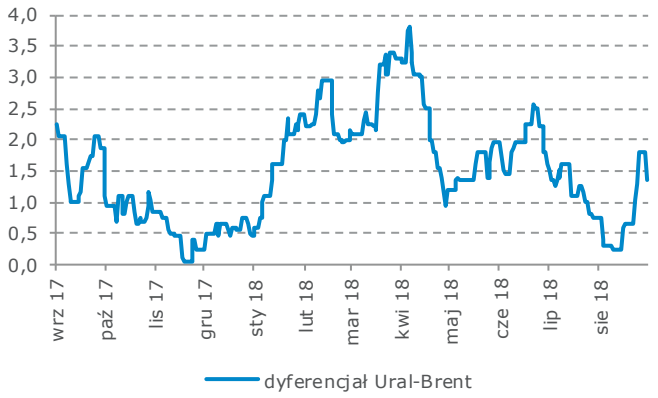
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

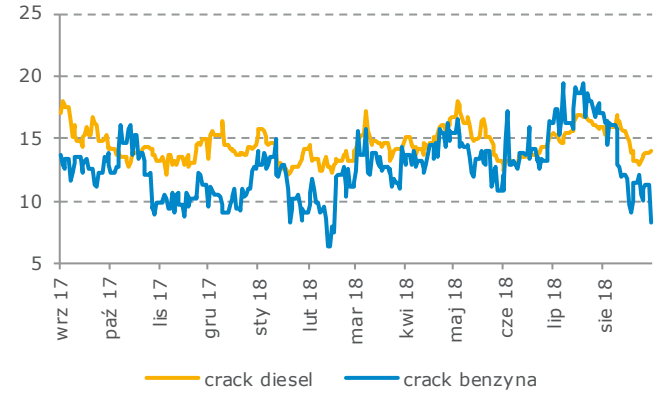
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



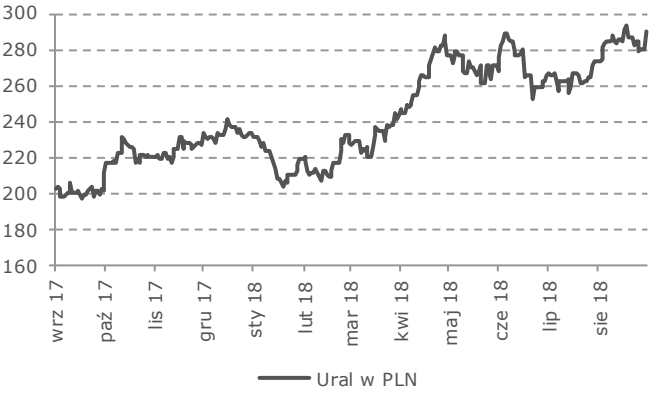
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



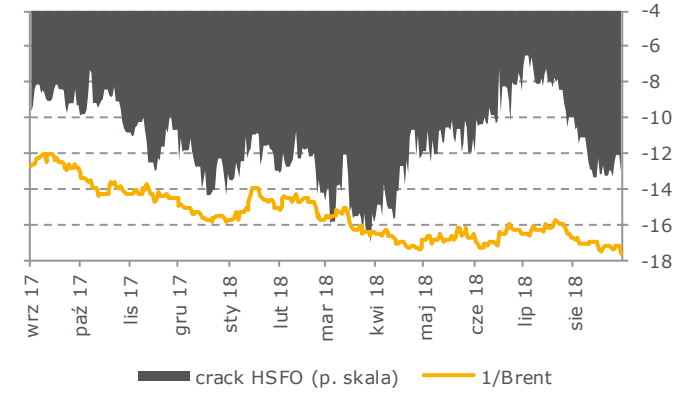
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



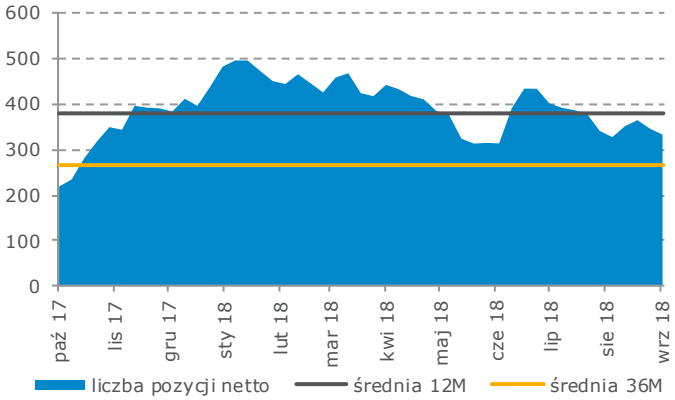
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



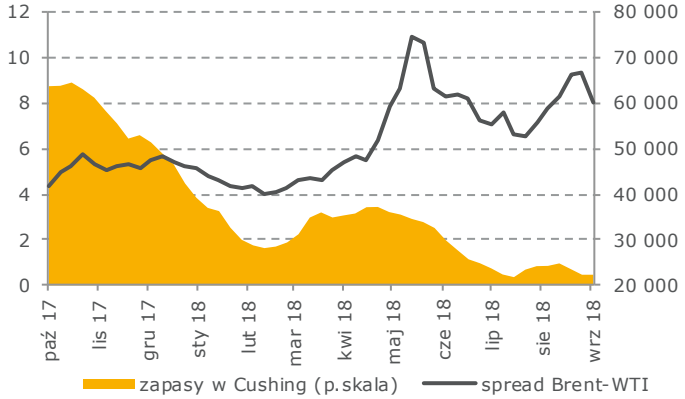
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



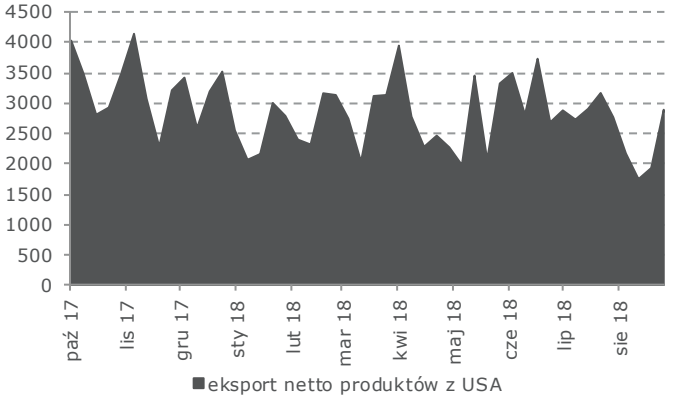
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



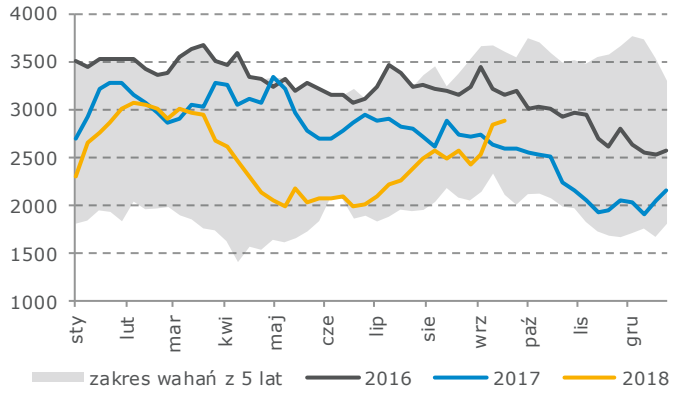
Eksport netto paliw z USA



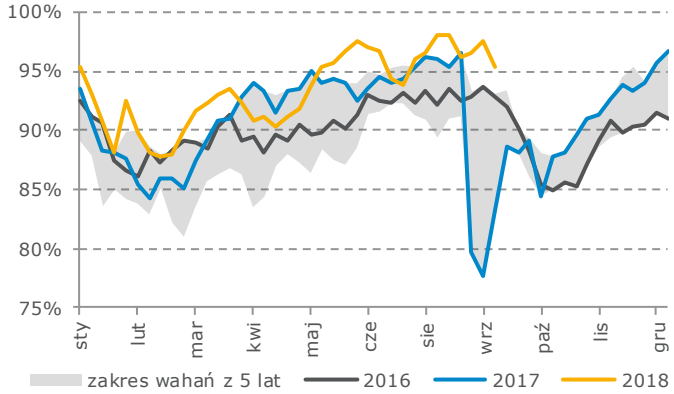
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

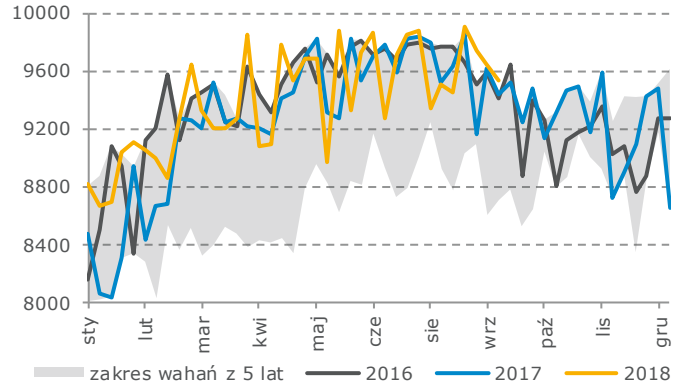
Zapasy diesla w portach ARA



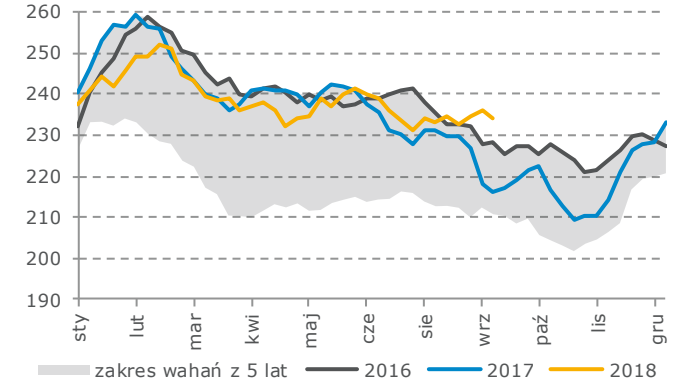
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



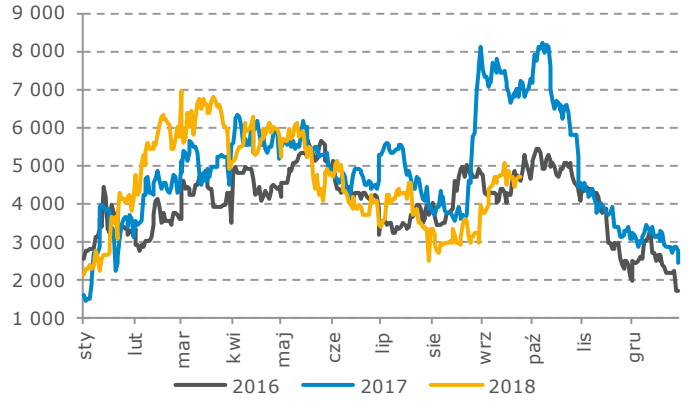
Popyt na benzynę w USA



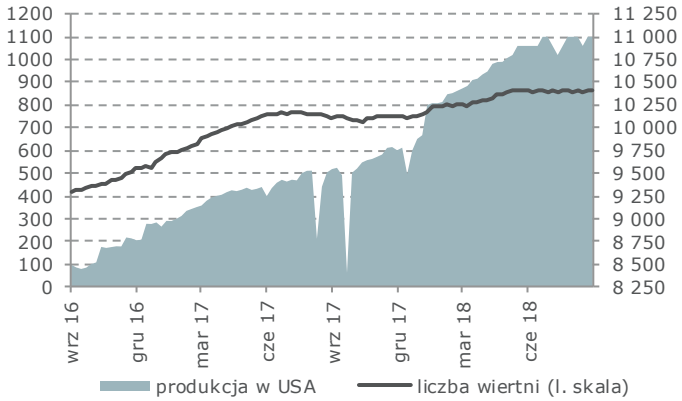
Zapasy benzyny w USA



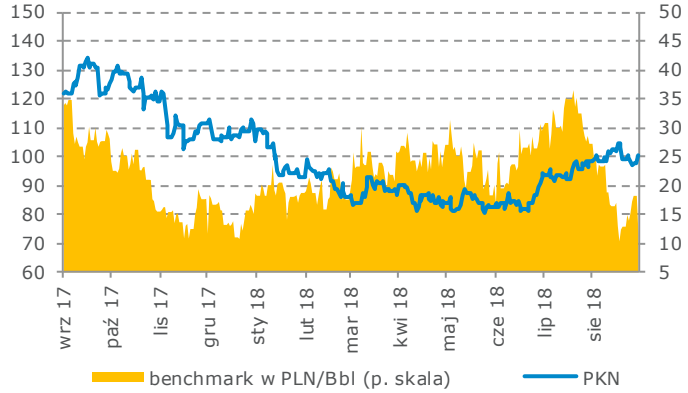
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



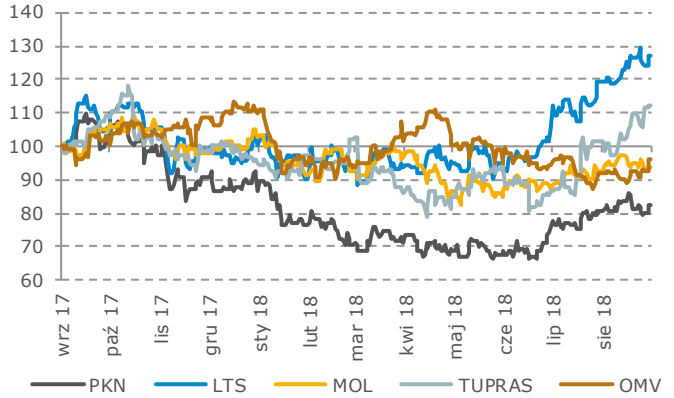
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



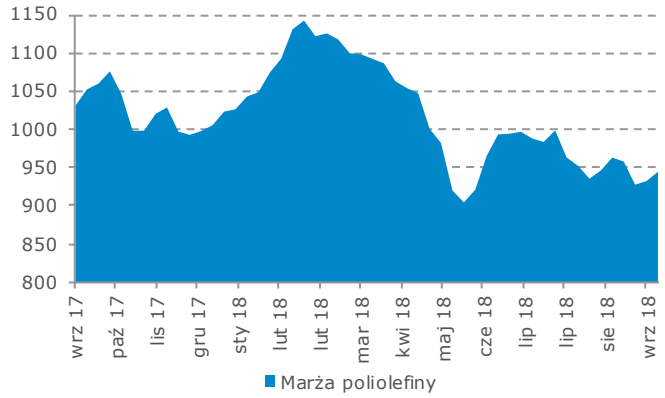
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



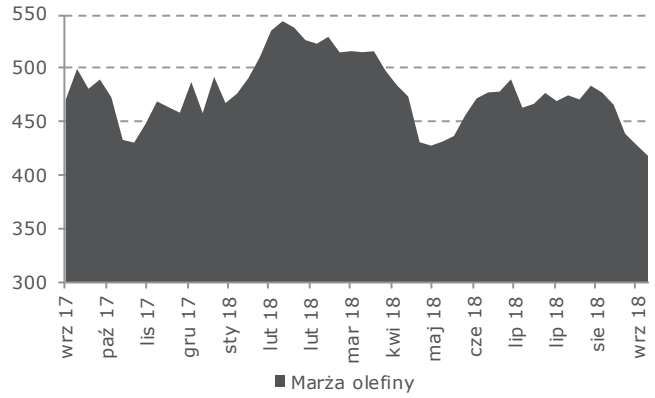
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

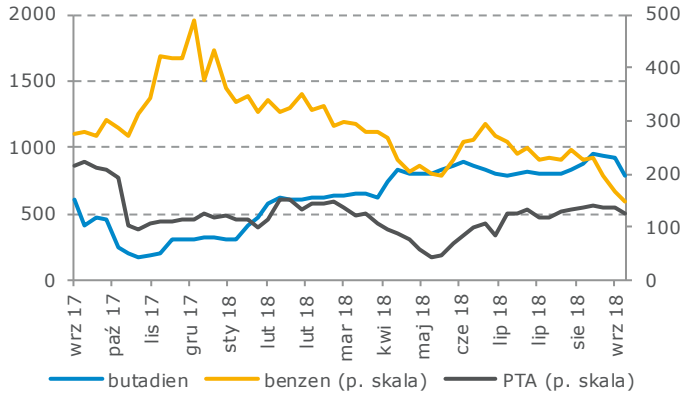
Marża petrochemiczna poliolefiny



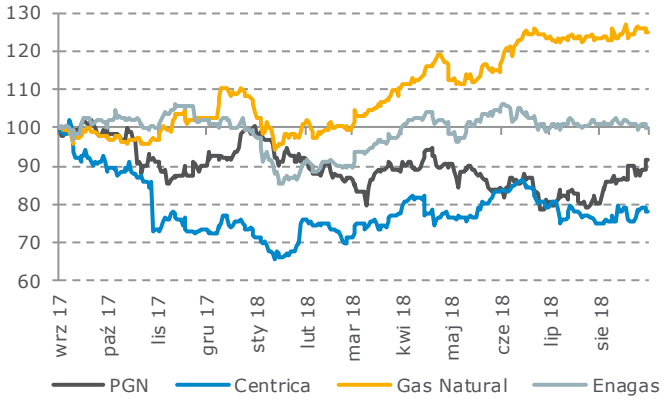
Marża petrochemiczna olefiny



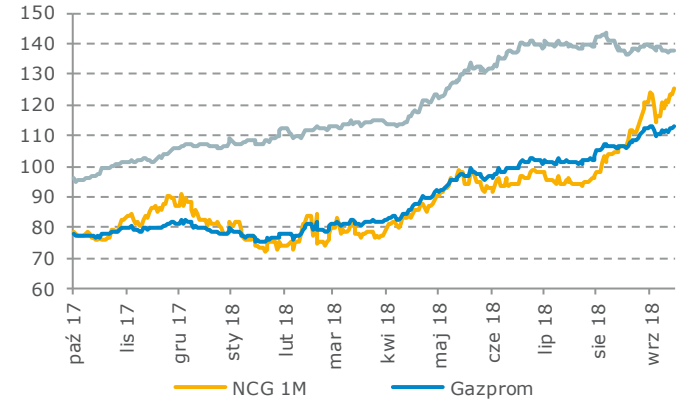
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



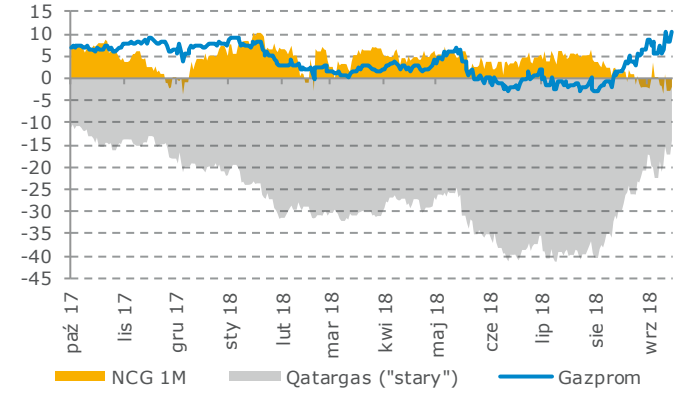
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



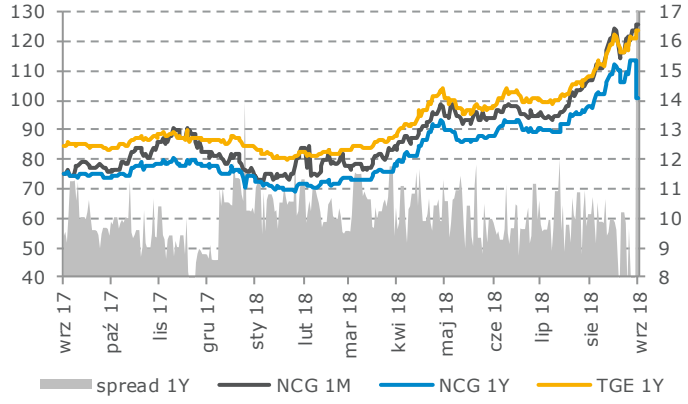
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



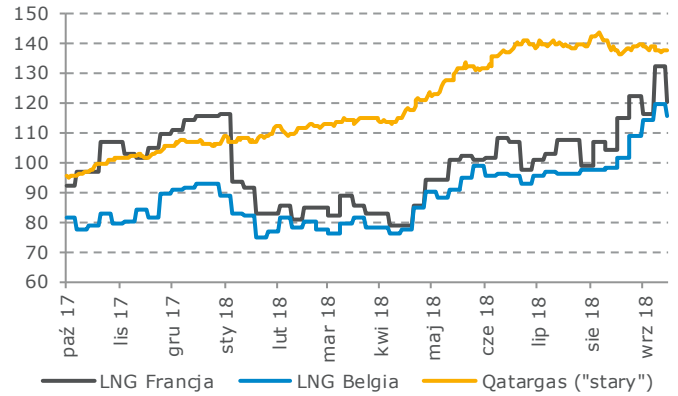
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



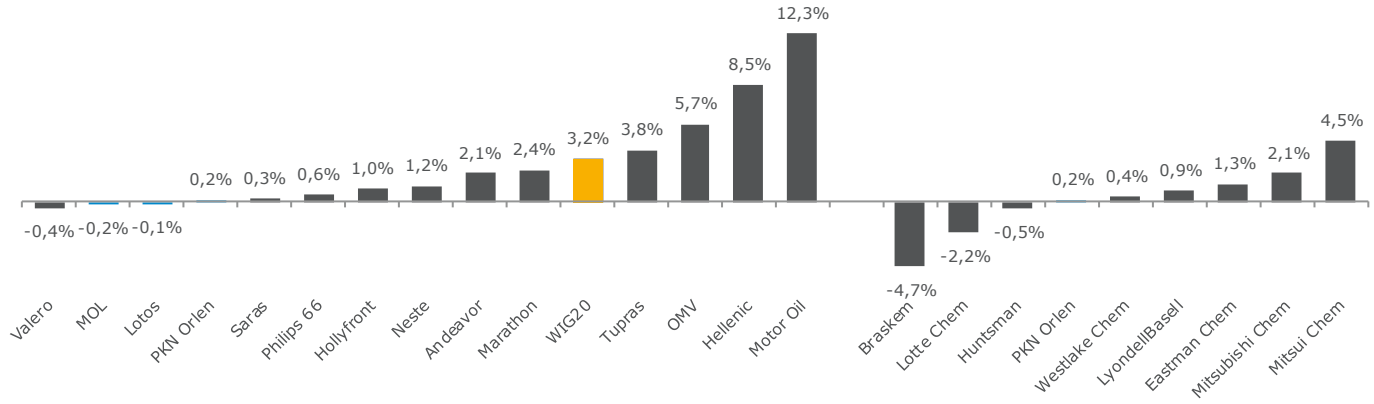
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



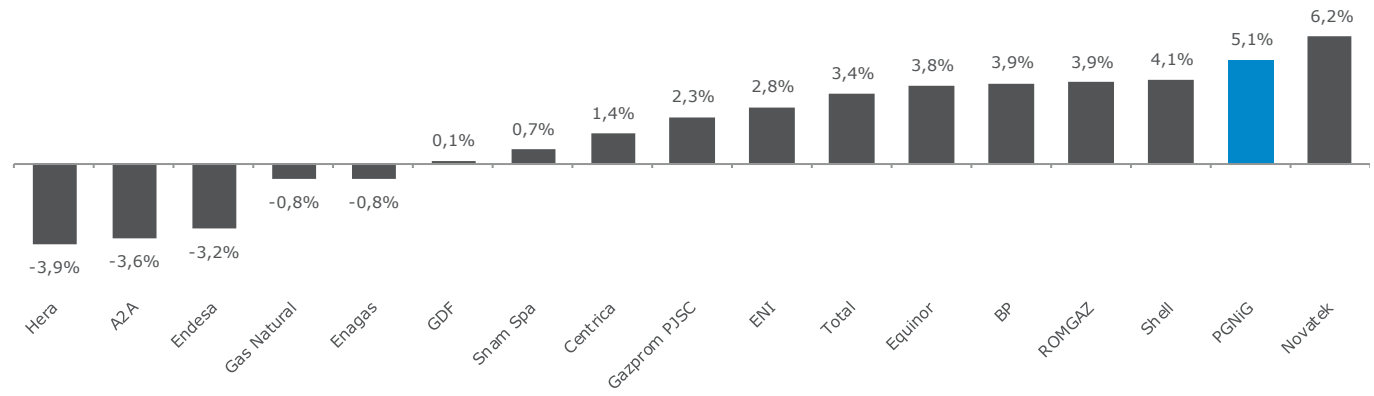
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

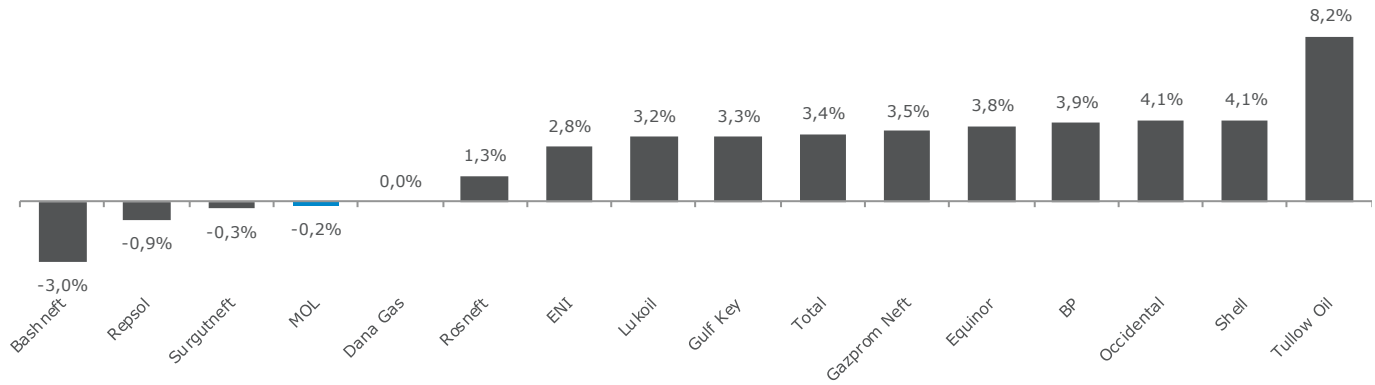
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



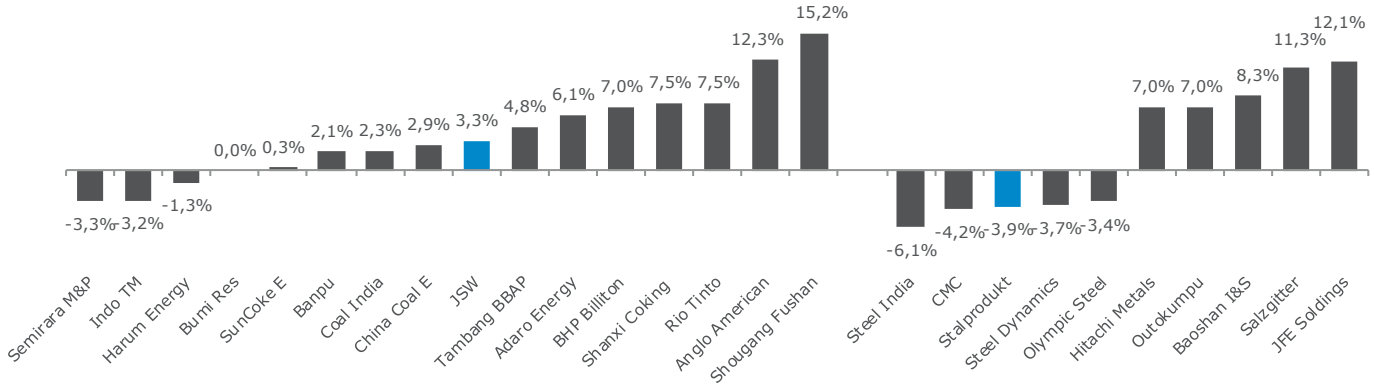
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



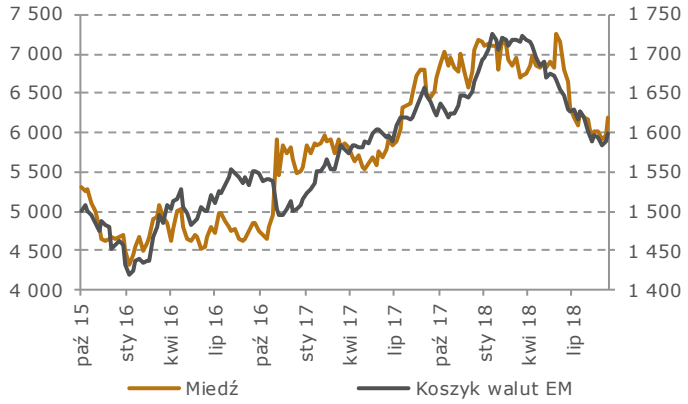
Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



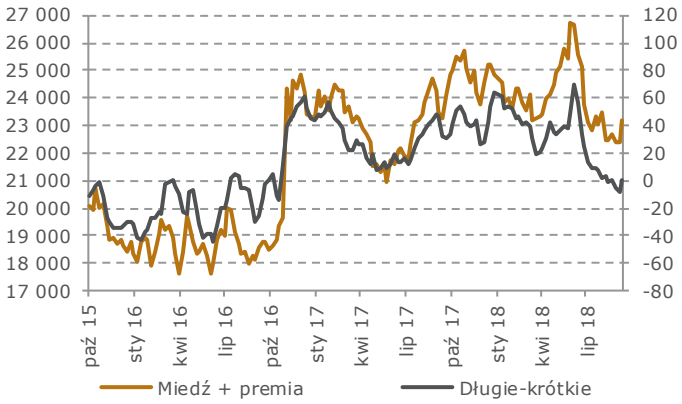
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

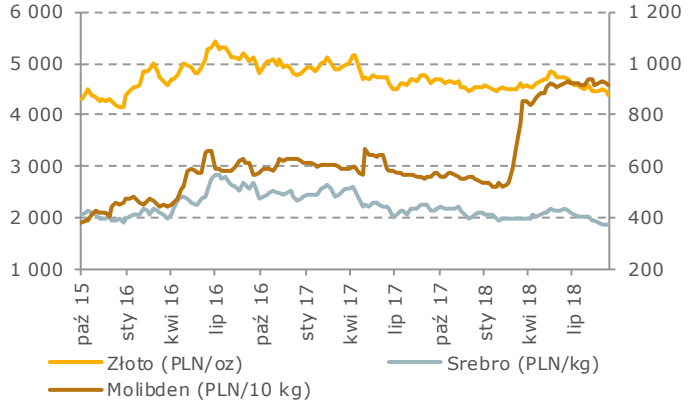
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



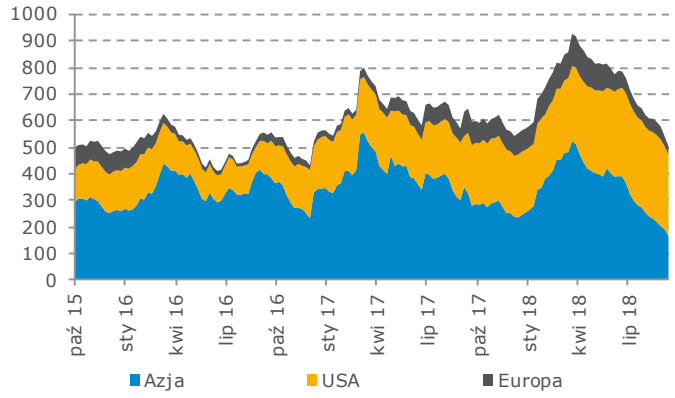
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



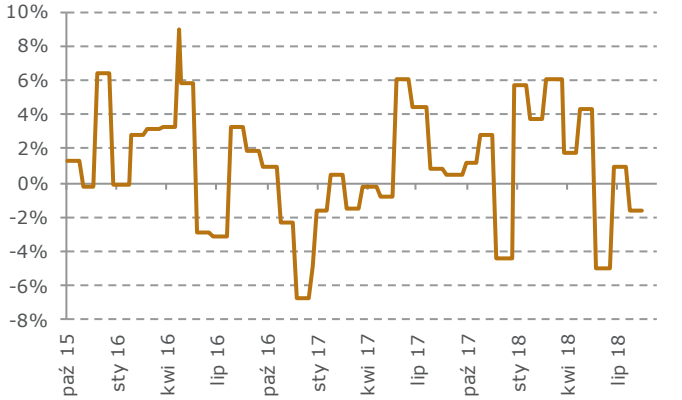
Wartości premii producenckiej dla miedzi (PLN/t)



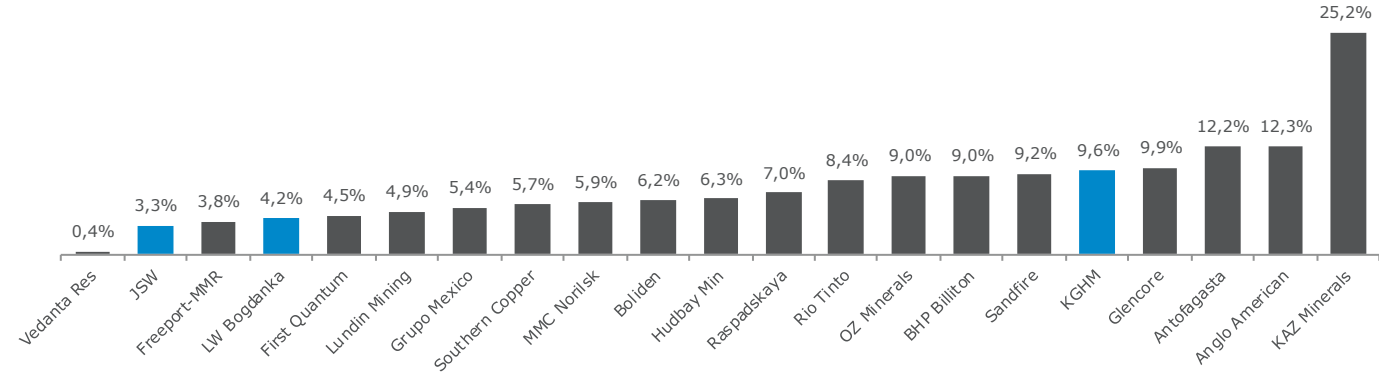
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



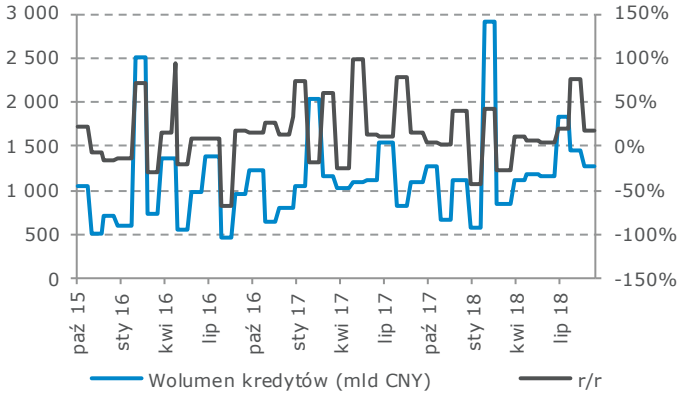
Tygodniowy performance spółek surowcowych



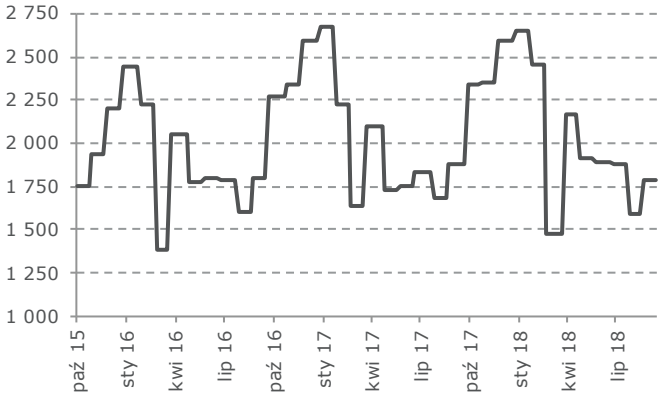
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

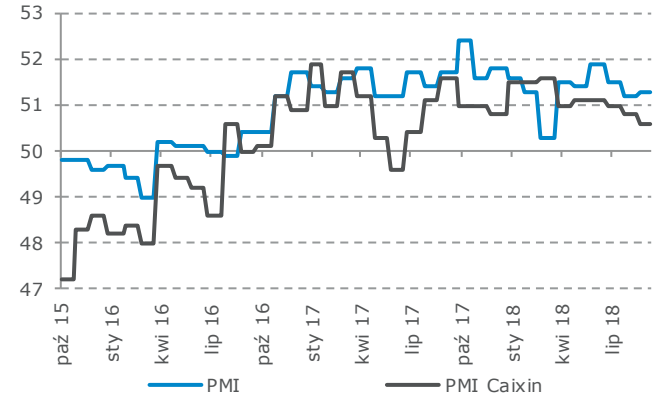
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



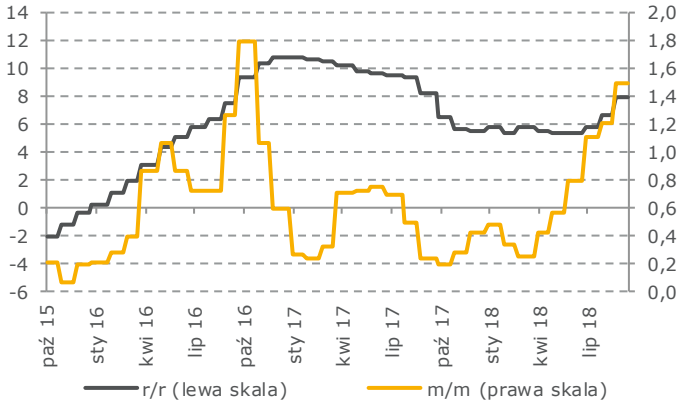
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



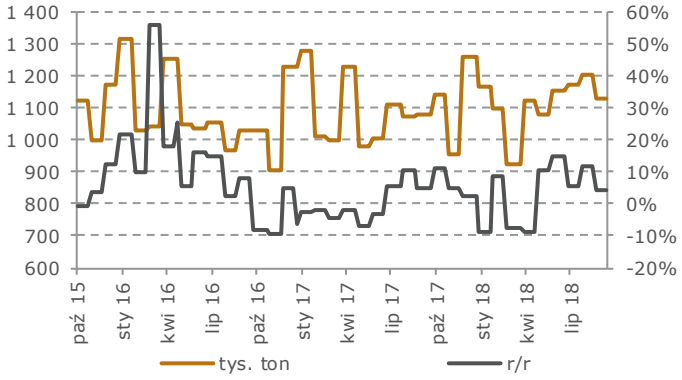
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



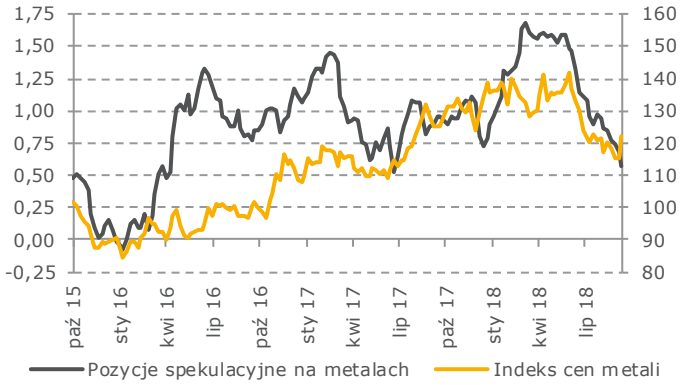
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



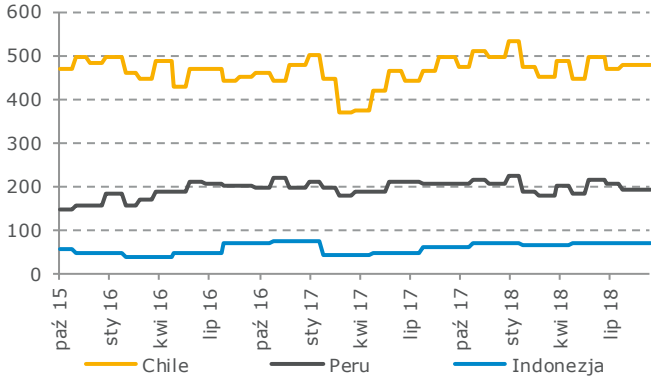
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



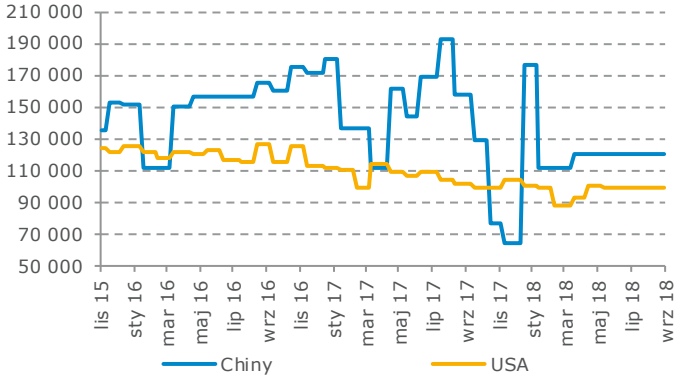
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



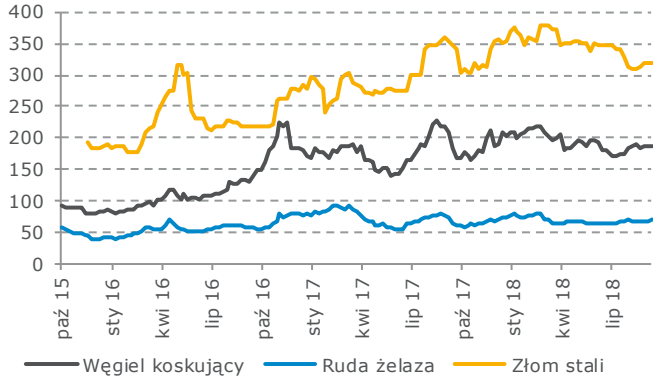
Produkcja koncentratu miedzi w Chinach i USA (tys. ton)



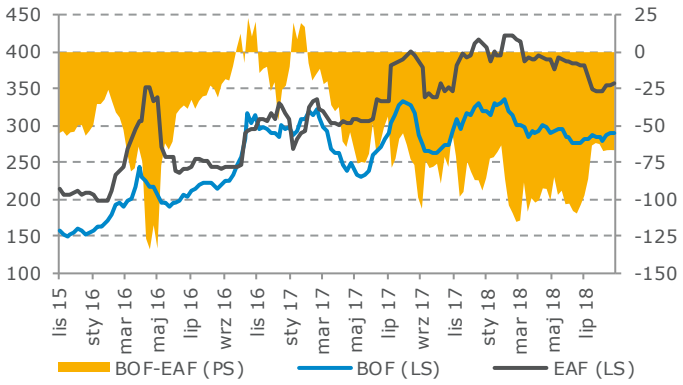
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

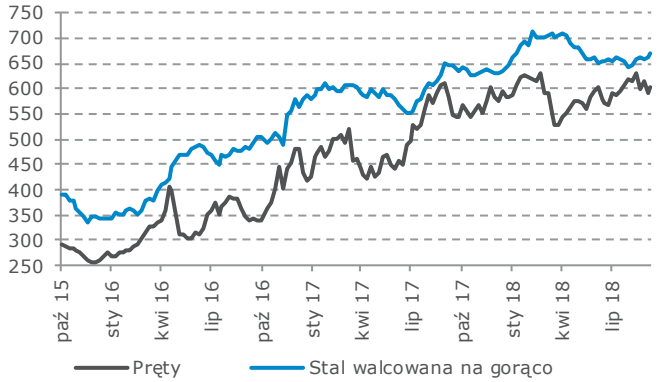
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



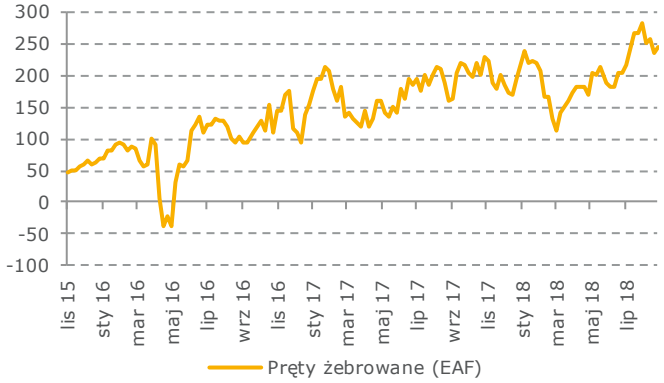
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



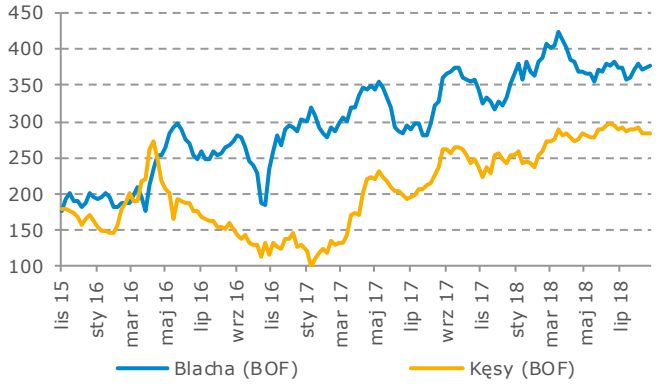
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



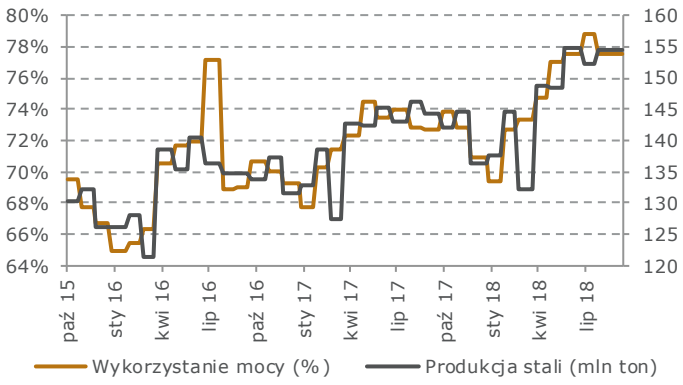
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



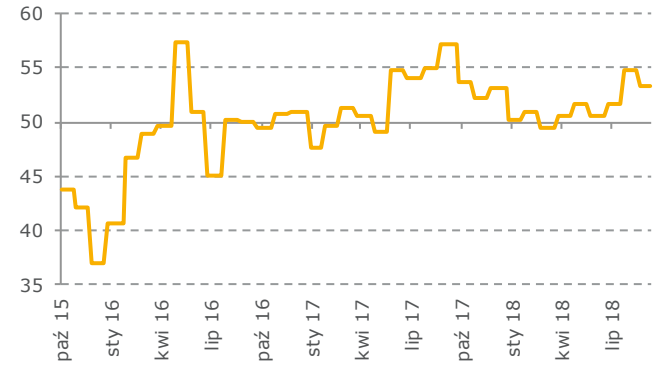
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



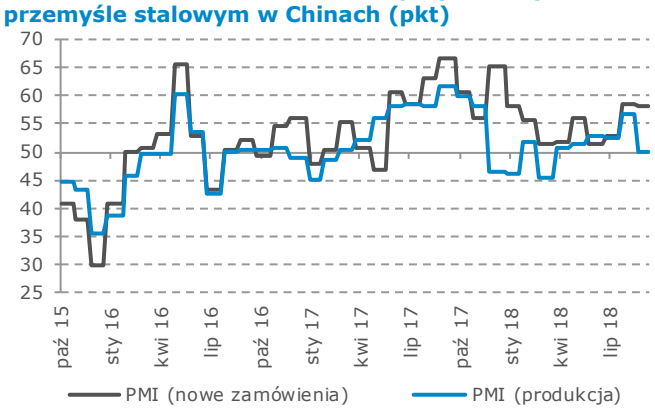
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



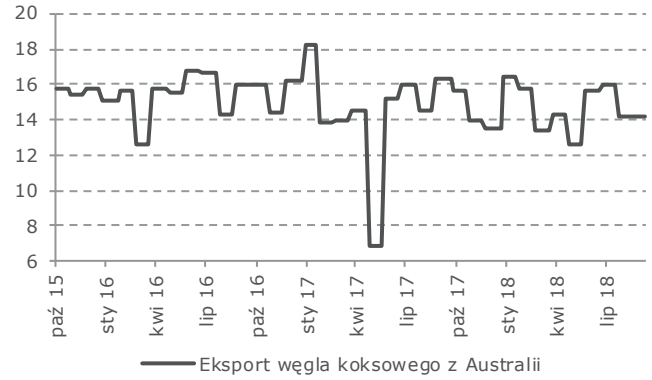
PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



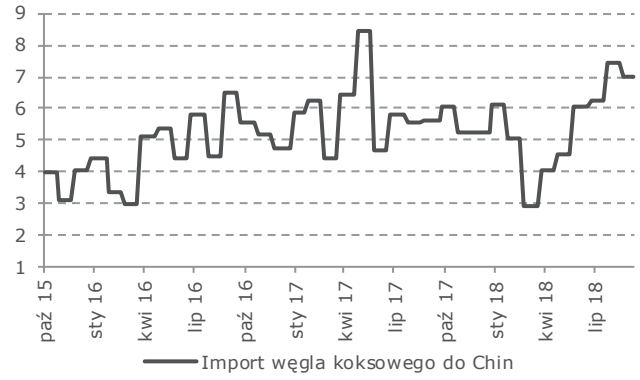
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

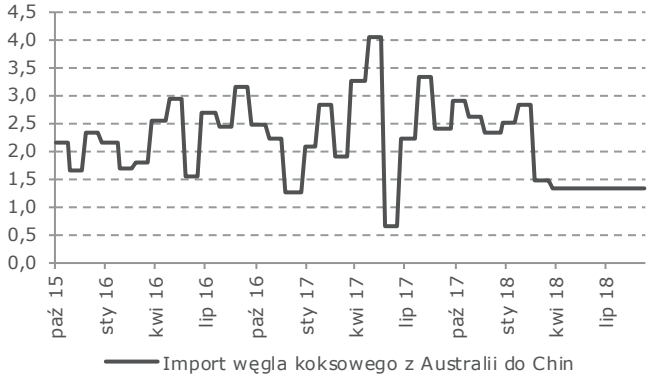
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



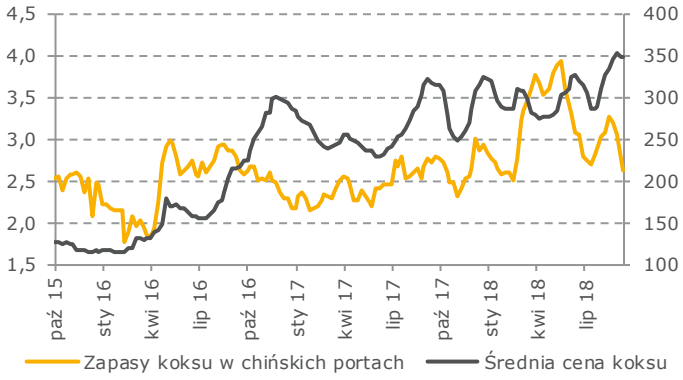
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



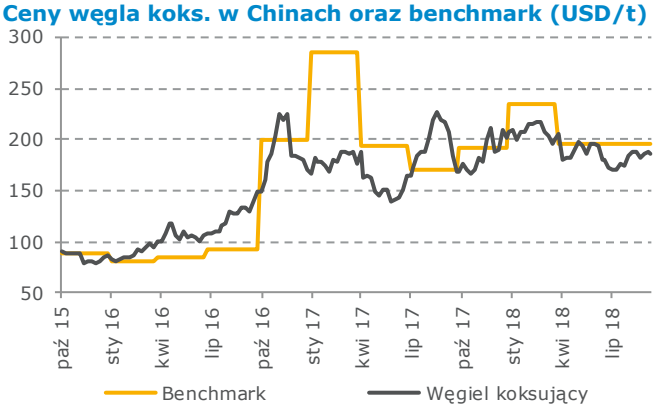
Import węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



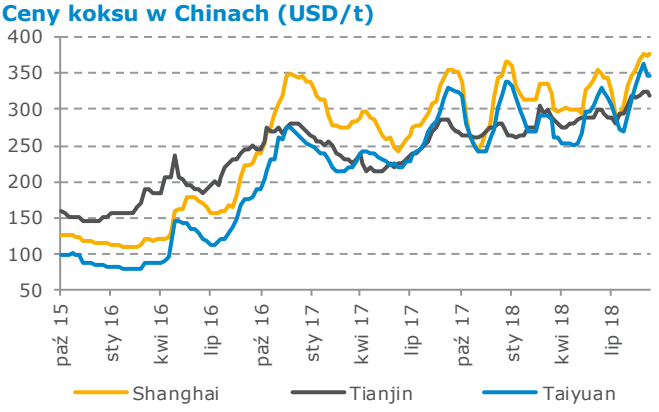
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



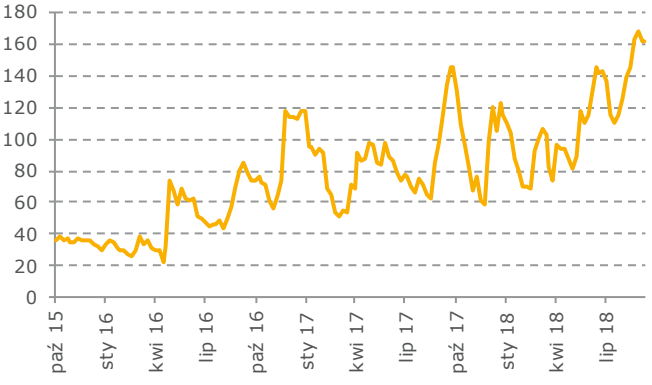
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



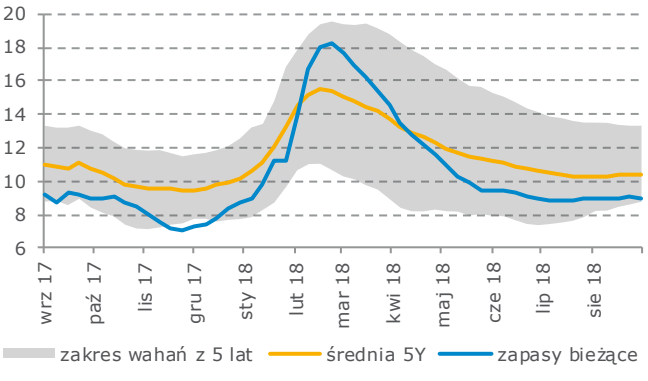
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



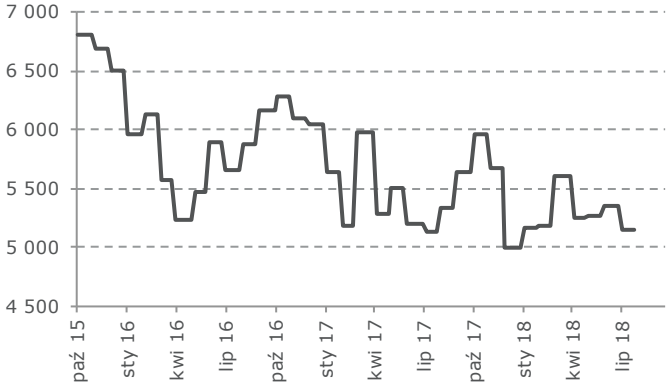
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



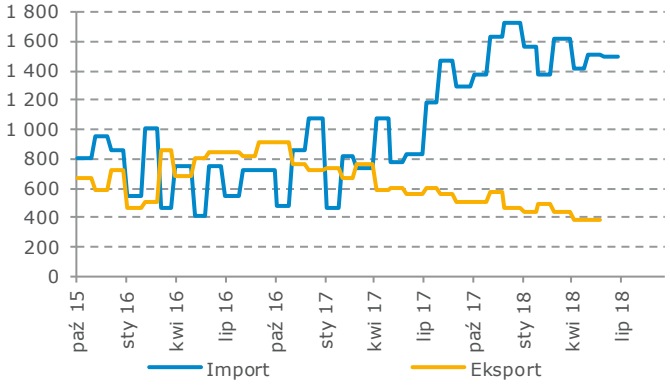
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

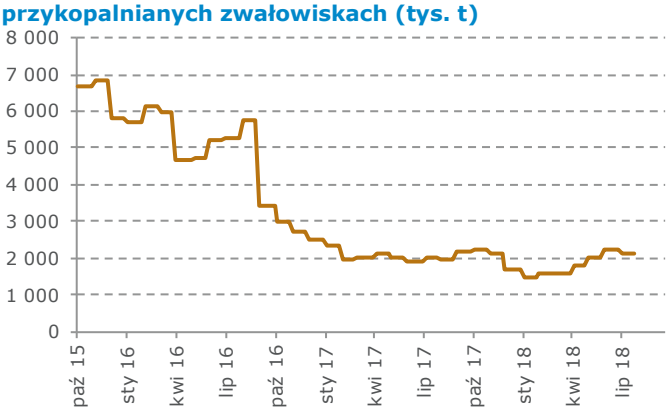
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



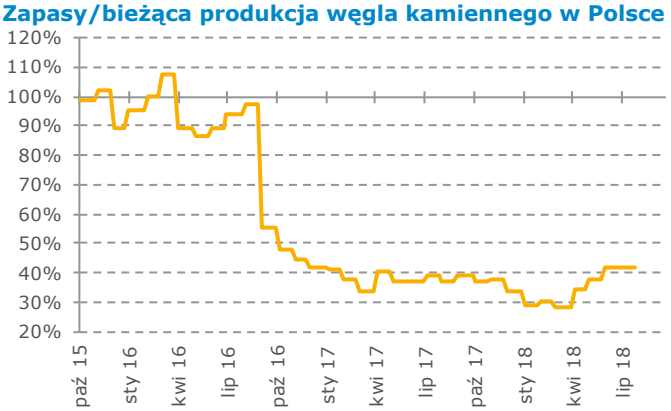
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



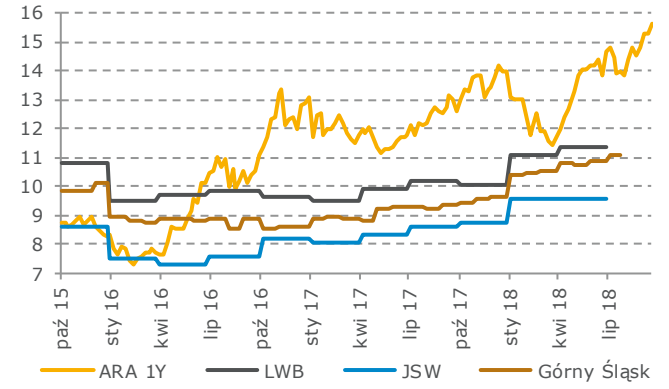
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



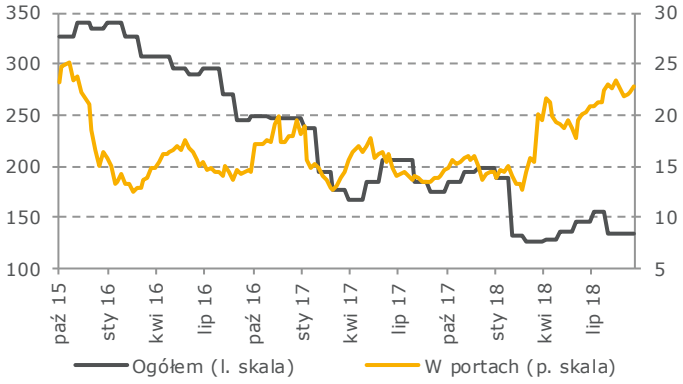
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



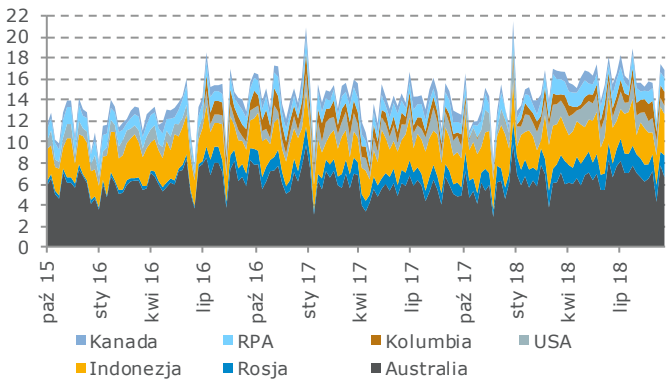
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



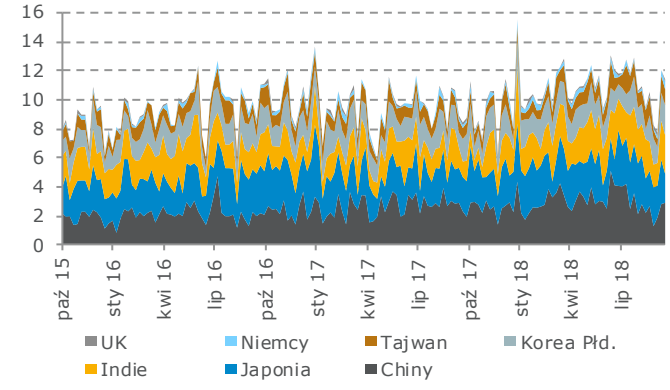
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



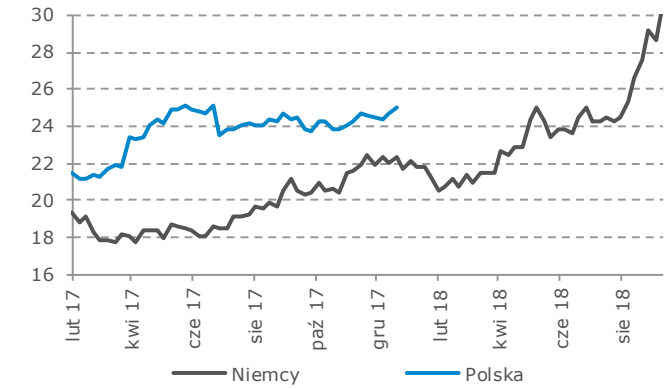
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



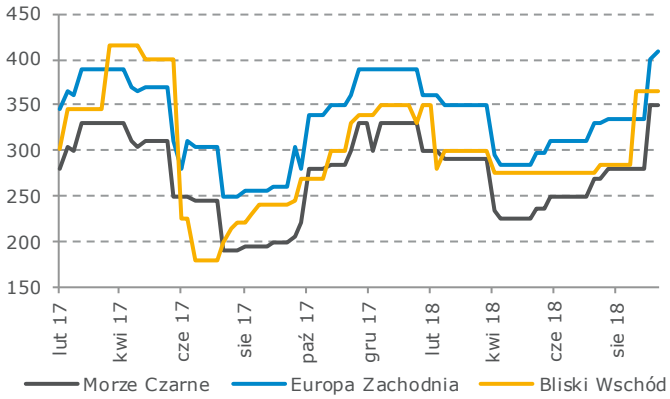
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

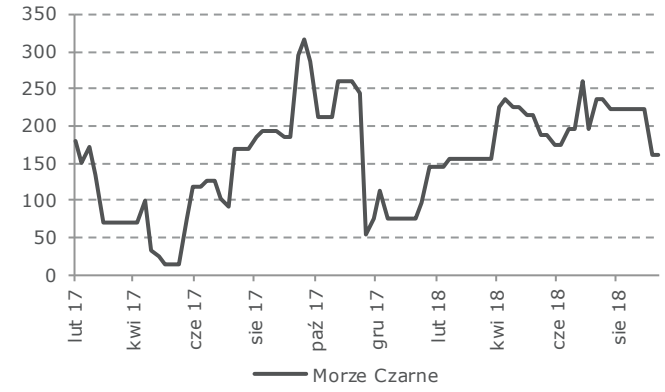
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



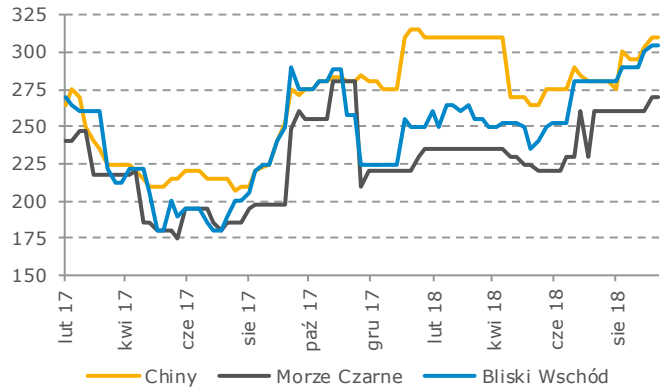
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



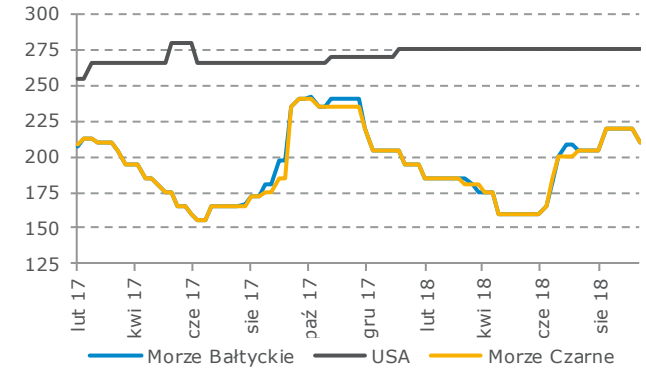
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



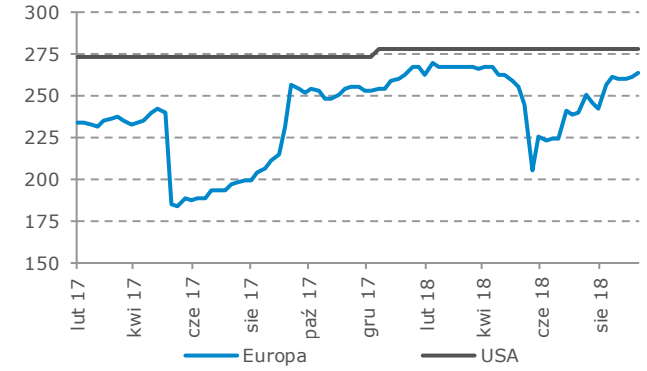
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



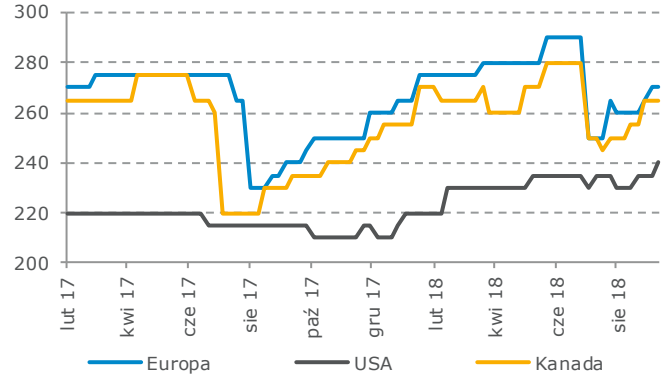
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



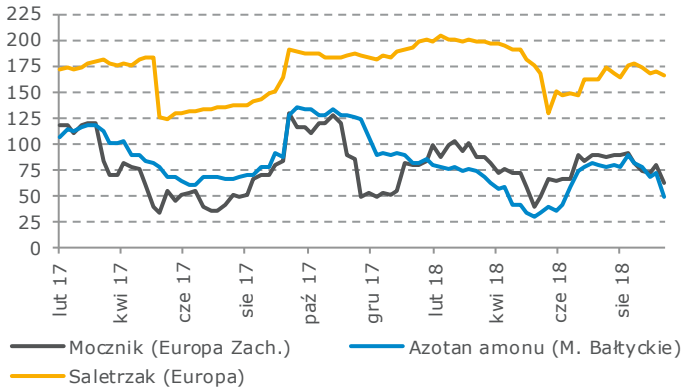
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



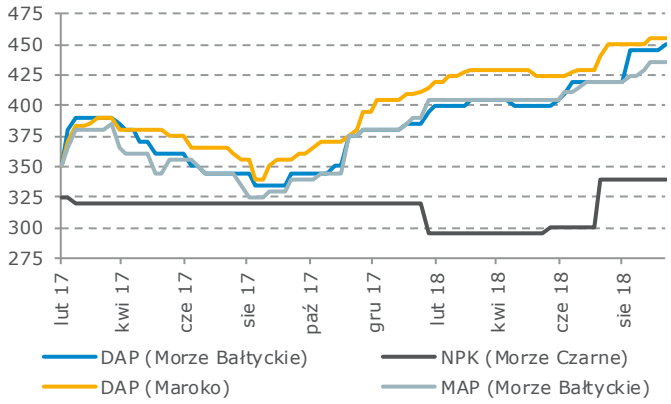
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



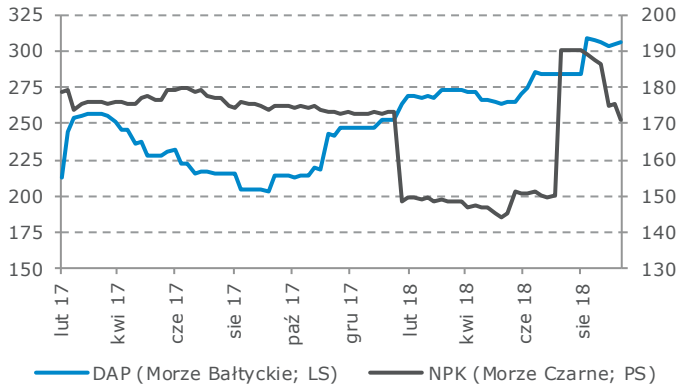
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

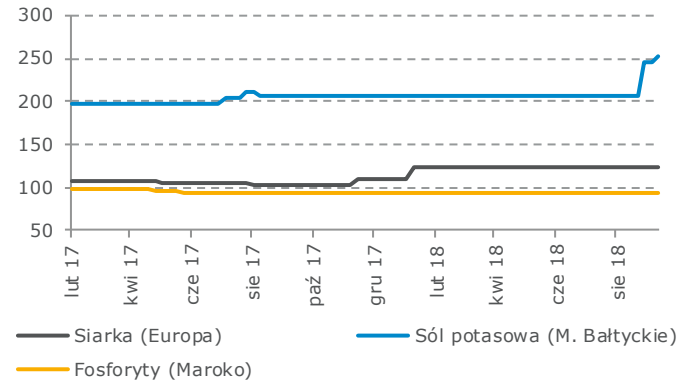
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



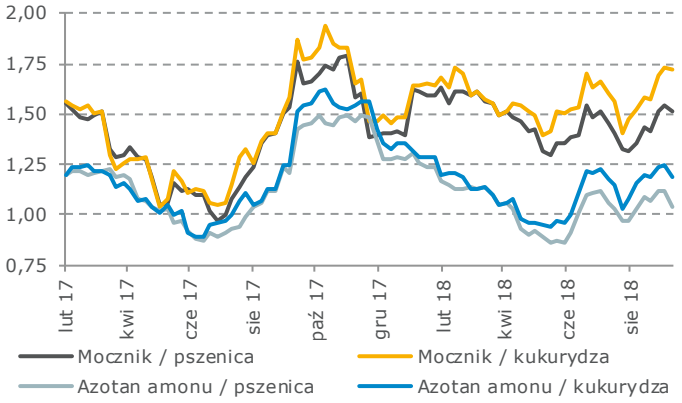
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



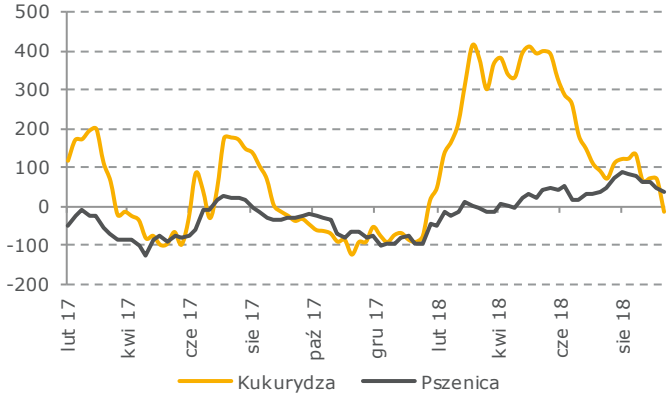
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



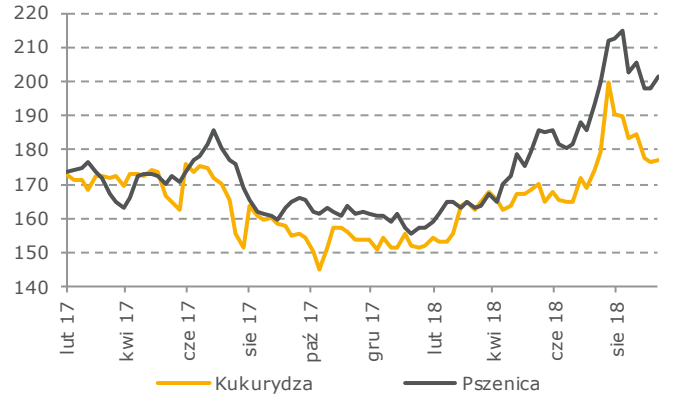
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



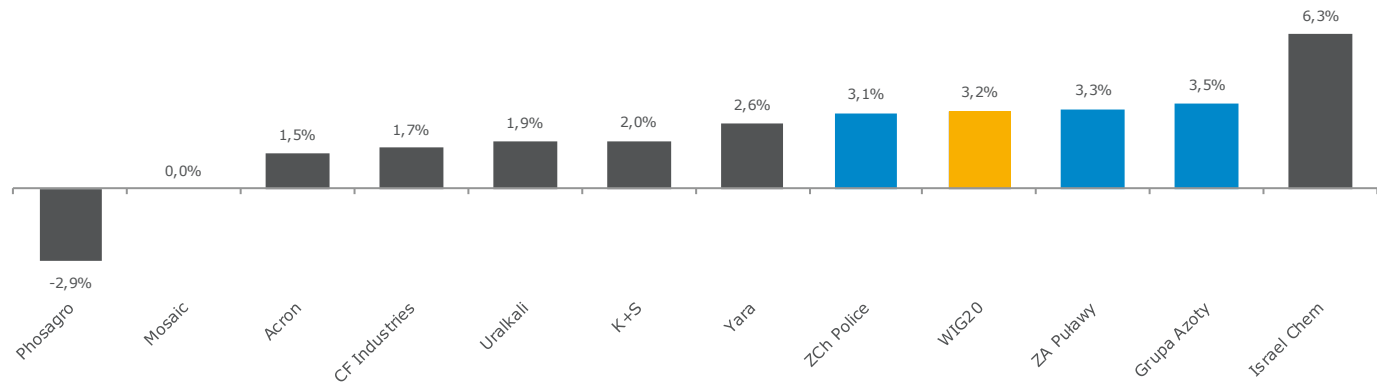
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



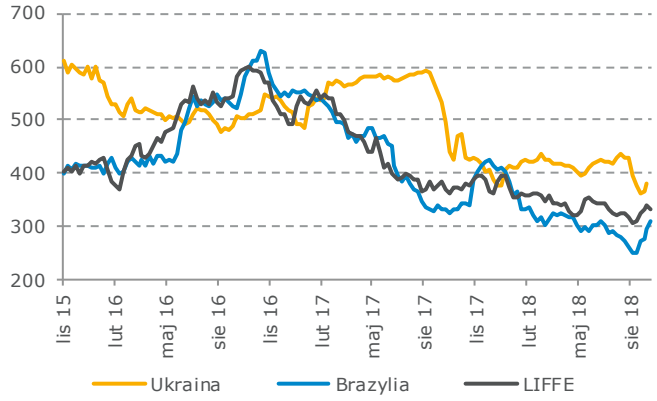
Tygodniowy performance producentów nawozów



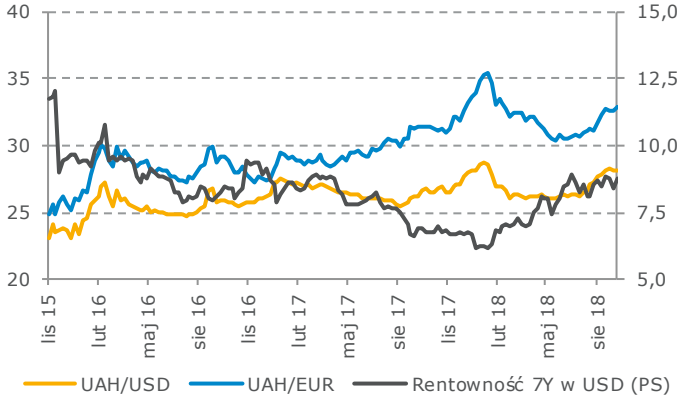
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

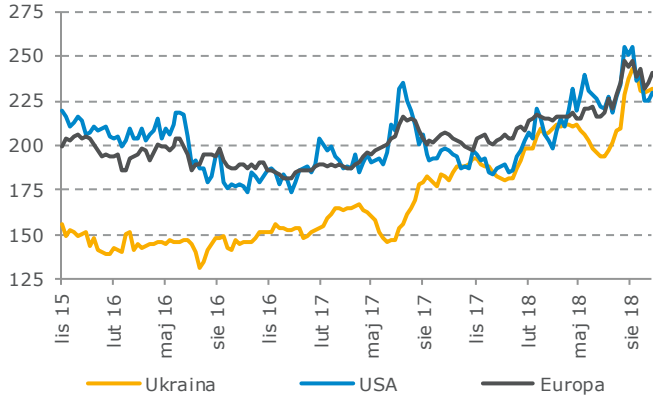
Cena cukru (USD/Mt)



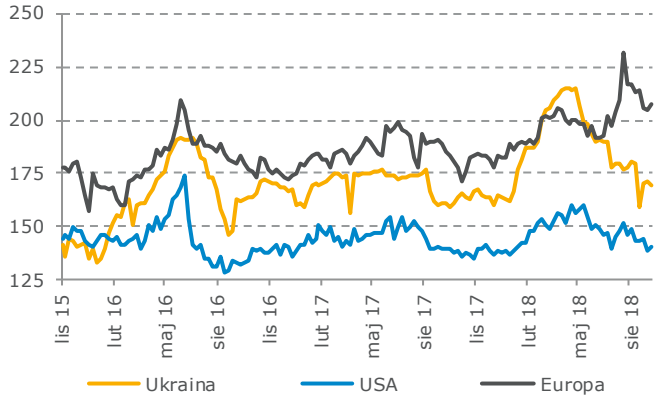
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



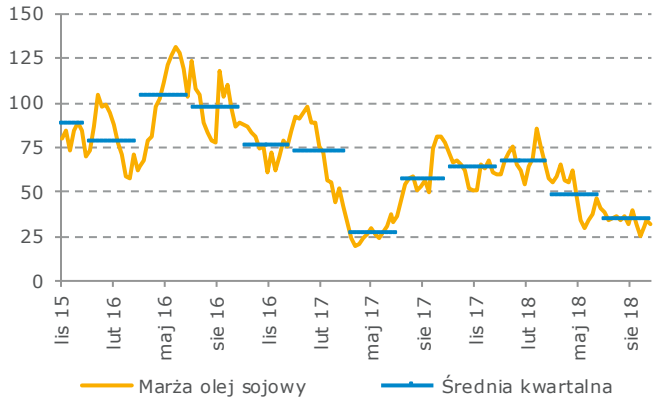
Cena pszenicy (USD/Mt)



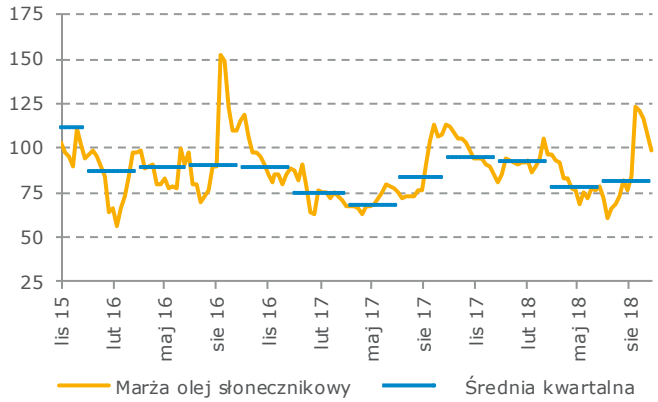
Cena kukurydzy (USD/Mt)



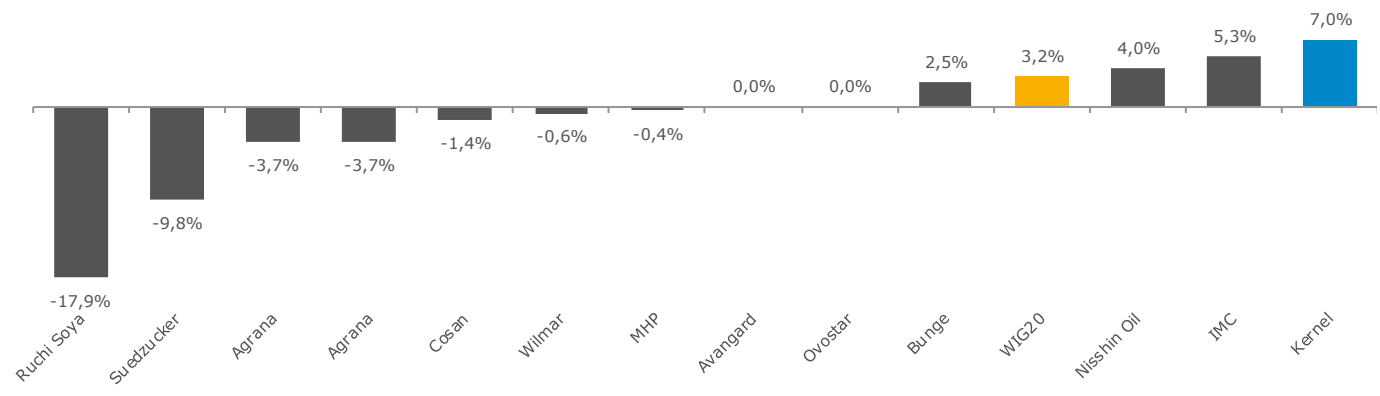
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-09-24)

		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	569,0	8,5	8,4	7,8	2,2	2,1	2,0	21,5	20,0	17,8	26%	25%	26%	5,8%	4,7%	5,0%
Enea	7,9	3,7	3,2	3,7	0,9	0,7	0,8	3,8	2,9	3,7	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	7,9	3,3	3,2	3,4	0,7	0,7	0,7	3,9	4,0	4,3	22%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,6	3,6	3,4	3,3	1,0	0,8	0,8	5,8	5,7	6,4	29%	25%	24%	0,0%	0,0%	4,4%
Tauron	1,8	3,7	4,1	3,8	0,7	0,7	0,7	3,4	2,8	2,9	20%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	6,9	2,0	1,6	1,8	0,3	0,3	0,3	5,7	2,5	2,8	15%	18%	17%	17,4%	17,4%	17,4%
EDF	15,4	5,4	5,0	4,7	1,2	1,1	1,1	24,0	18,8	15,3	22%	22%	24%	2,1%	2,6%	3,3%
EDP	3,3	9,0	8,5	8,3	2,2	2,2	2,0	15,0	14,0	13,4	25%	25%	25%	5,8%	5,8%	5,9%
Endesa	18,4	7,1	7,0	6,8	1,2	1,2	1,2	13,6	13,2	12,7	17%	17%	18%	7,4%	7,6%	7,9%
Enel	4,6	6,8	6,5	6,3	1,5	1,4	1,4	11,3	10,1	9,5	21%	22%	22%	6,2%	6,9%	7,4%
EON	8,9	5,1	4,8	4,1	0,7	0,6	0,5	13,7	12,7	11,7	13%	12%	12%	4,8%	5,3%	5,8%
Fortum	21,8	15,0	14,7	13,5	4,7	4,6	4,5	23,4	18,0	15,7	32%	32%	34%	5,1%	5,1%	5,0%
Iberdola	6,4	8,8	8,3	7,8	2,2	2,1	2,1	13,6	12,8	12,0	25%	26%	26%	5,3%	5,5%	5,8%
National Grid	7,8	9,9	10,1	9,5	3,3	3,2	3,1	7,6	13,5	13,0	33%	32%	33%	5,8%	6,1%	6,3%
Red Electrica	17,8	9,7	9,4	9,6	7,4	7,3	7,3	13,7	13,2	13,6	77%	77%	77%	5,5%	5,9%	6,0%
RWE	21,1	3,1	2,9	3,5	0,3	0,3	0,4	15,0	13,3	10,7	10%	10%	10%	3,3%	3,9%	4,5%
SSE	11,3	9,3	9,4	8,5	0,7	0,7	0,7	13,9	12,4	10,6	7%	7%	8%	8,4%	8,6%	7,5%
Verbund	40,8	18,1	15,6	13,8	5,9	5,3	4,9	38,1	29,0	23,6	33%	34%	36%	1,2%	1,6%	2,0%
Mediana		**7,0**	**6,8**	**6,5**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**13,7**	**13,0**	**11,9**	**22%**	**23%**	**23%**	**5,2%**	**5,2%**	**5,4%**

Wycena spółek rafineryjnych (2018-09-24)

		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	74,90	5,7	7,0	5,7	0,6	0,6	0,6	10,5	14,8	13,0	11%	8%	10%	1,3%	2,9%	2,0%
MOL	2840,00	3,7	4,1	4,0	0,5	0,5	0,5	8,1	10,0	9,4	14%	12%	13%	4,5%	3,9%	4,1%
PKN Orlen	100,65	5,6	7,9	6,9	0,5	0,4	0,4	9,0	14,9	13,3	8%	5%	6%	3,0%	3,9%	2,3%
Hellenic Petroleum	7,76	5,7	6,2	6,2	0,5	0,5	0,5	7,7	9,2	8,7	8%	8%	7%	5,0%	5,1%	6,0%
HollyFrontier	69,59	7,2	6,1	6,6	0,8	0,8	0,9	12,9	9,0	10,2	12%	14%	13%	1,9%	2,0%	2,0%
Marathon Petroleum	85,79	7,3	4,7	4,0	0,7	0,6	0,7	16,5	11,8	8,9	9%	12%	17%	2,2%	2,3%	2,5%
Motor Oil	23,30	5,0	5,3	4,5	0,3	0,3	0,3	9,4	10,0	8,5	6%	6%	7%	5,9%	5,9%	6,7%
Neste Oil	72,46	11,7	10,9	10,4	1,3	1,3	1,3	18,4	17,3	16,2	11%	12%	12%	2,8%	2,9%	3,1%
OMV	47,74	4,5	4,2	4,2	1,0	0,9	0,9	9,4	8,6	8,2	22%	22%	22%	3,4%	3,8%	4,1%
Phillips 66	113,46	8,9	7,8	6,9	0,5	0,5	0,6	14,1	11,3	9,4	6%	7%	9%	2,7%	3,0%	3,2%
Saras	1,91	4,8	4,0	3,2	0,2	0,2	0,2	15,3	10,5	7,6	4%	5%	6%	4,1%	5,0%	6,6%
Tesoro	158,87	10,0	8,2	7,3	0,7	0,7	0,7	18,2	12,8	10,3	7%	9%	10%	1,5%	1,6%	1,7%
Tupras	136,50	7,2	6,5	5,6	0,6	0,5	0,5	10,1	7,8	6,3	8%	7%	8%	7,3%	10,0%	13,0%
Valero Energy	114,96	8,8	6,6	5,3	0,5	0,5	0,4	17,5	11,0	8,2	6%	7%	8%	2,8%	3,1%	3,2%
Mediana		**6,5**	**6,3**	**5,6**	**0,6**	**0,5**	**0,5**	**11,7**	**10,7**	**9,1**	**8%**	**8%**	**9%**	**2,9%**	**3,4%**	**3,2%**

Wycena spółek petrochemicznych (2018-09-24)

		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	100,65	5,6	7,9	6,9	0,5	0,4	0,4	9,0	14,9	13,3	8%	5%	6%	3,0%	3,9%	2,3%
Axiall	86,16	6,1	6,0	5,6	1,6	1,5	1,4	10,0	9,7	8,6	26%	26%	26%	1,0%	1,1%	1,2%
Braskem	58,63	6,2	6,9	6,9	1,3	1,3	1,2	12,9	16,0	19,4	21%	18%	18%	3,1%	2,5%	3,0%
Eastman Chemical	98,93	8,8	8,4	8,1	2,0	1,9	1,9	11,5	10,6	9,7	23%	23%	23%	2,3%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	28,21	6,5	6,4	6,1	1,1	1,0	1,0	8,1	8,1	7,3	17%	16%	17%	2,3%	2,4%	2,5%
LyondellBasell	104,35	6,4	6,5	6,2	1,2	1,1	1,1	8,9	9,1	8,2	19%	18%	18%	3,8%	4,1%	4,4%
Mitsubishi Chemical	1014,00	6,5	5,7	5,8	0,9	0,8	0,8	6,9	6,9	7,1	14%	15%	14%	3,2%	3,6%	3,7%
Mitsui Chemicals	2869,00	7,0	6,5	6,2	0,8	0,7	0,7	8,0	6,8	6,6	11%	11%	11%	3,1%	3,5%	3,8%
Westlake Chemical	86,16	6,1	6,0	5,6	1,6	1,5	1,4	10,0	9,7	8,6	26%	26%	26%	1,0%	1,1%	1,2%
Mediana		**6,4**	**6,5**	**6,2**	**1,2**	**1,1**	**1,1**	**9,0**	**9,7**	**8,6**	**19%**	**18%**	**18%**	**3,0%**	**2,5%**	**2,6%**

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

Wycena spółek gazowych (2018-09-24)

		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	6,23	4,1	3,4	3,0	0,9	0,7	0,7	8,7	7,3	7,4	21%	22%	23%	0,0%	3,4%	4,1%
A2A	1,52	6,6	6,5	6,2	1,3	1,3	1,3	12,0	12,5	11,8	20%	20%	21%	4,4%	4,9%	5,2%
BG Group	25,95	5,8	5,4	5,4	0,9	0,9	0,9	12,9	10,9	10,5	16%	16%	16%	5,5%	5,6%	5,7%
BP	5,70	5,2	4,8	4,7	0,6	0,6	0,6	13,9	12,4	11,9	12%	13%	13%	5,4%	5,5%	5,6%
Centrica	1,48	5,1	5,1	5,0	0,4	0,4	0,4	11,4	11,2	10,7	9%	8%	9%	8,1%	7,8%	7,6%
Enagas	23,70	10,2	10,5	10,2	8,0	8,1	8,1	12,9	13,4	12,4	78%	77%	79%	6,4%	6,8%	7,1%
Endesa	18,41	7,1	7,0	6,8	1,2	1,2	1,2	13,6	13,2	12,7	17%	17%	18%	7,4%	7,6%	7,9%
Engie	12,46	6,0	5,7	5,4	0,9	0,9	0,8	12,7	11,4	10,4	15%	15%	16%	6,0%	6,3%	6,8%
Eni	16,16	3,6	3,4	3,4	0,9	0,9	0,9	13,4	11,6	11,6	25%	26%	27%	5,1%	5,3%	5,4%
Equinor	225,20	3,6	3,3	3,2	1,4	1,3	1,3	13,9	12,6	12,1	38%	40%	40%	3,3%	3,5%	3,6%
Gas Natural SDG	23,51	9,1	8,6	8,3	1,7	1,6	1,6	26,1	16,7	15,5	18%	19%	19%	5,4%	5,8%	5,9%
Gazprom	159,00	2,5	2,5	2,4	0,7	0,7	0,7	3,0	3,1	3,1	28%	27%	27%	5,8%	6,4%	8,1%
Hera	2,74	7,0	7,0	6,8	1,2	1,2	1,2	15,3	15,5	14,9	18%	17%	18%	3,6%	3,8%	3,9%
NovaTek	169,00	13,1	12,9	12,4	4,7	4,5	4,2	13,4	11,7	11,2	35%	35%	34%	1,6%	2,1%	2,3%
ROMGAZ	32,95	3,9	3,6	3,4	2,0	1,8	1,7	8,3	7,9	7,4	51%	52%	51%	13,5%	12,1%	12,8%
Shell	28,95	5,8	5,4	5,4	0,9	0,9	0,9	12,8	10,8	10,4	16%	16%	16%	5,5%	5,6%	5,7%
Snam	3,74	11,8	11,6	11,4	9,6	9,4	9,3	13,0	12,7	12,3	81%	81%	81%	5,9%	6,1%	6,2%
Total	55,53	5,9	5,3	5,3	1,0	1,0	1,0	12,2	10,9	10,7	18%	19%	18%	4,6%	4,7%	4,9%
Mediana		**5,9**	**5,4**	**5,4**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**12,9**	**11,6**	**11,4**	**19%**	**20%**	**20%**	**5,5%**	**5,6%**	**5,7%**

Wycena spółek wydobywczych (2018-09-24)

		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	2840,00	4,7	4,5	4,4	0,7	0,7	0,6	7,7	7,5	6,5	14%	15%	15%	3,9%	3,8%	4,4%
Bashneft	1952,00	1,9	1,8	1,8	0,5	0,4	0,4	3,2	3,0	3,0	24%	25%	24%	12,6%	18,7%	17,7%
BP	5,70	5,2	4,8	4,7	0,6	0,6	0,6	13,9	12,4	11,9	12%	13%	13%	5,4%	5,5%	5,6%
Dana Gas	1,14	9,0	8,3	-	4,6	4,3	-	30,8	15,6	-	51%	51%	-	6,1%	7,9%	-
Eni	16,16	3,6	3,4	3,4	0,9	0,9	0,9	13,4	11,6	11,6	25%	26%	27%	5,1%	5,3%	5,4%
Equinor	225,20	3,6	3,3	3,2	1,4	1,3	1,3	13,9	12,6	12,1	38%	40%	40%	3,3%	3,5%	3,6%
Gazprom Neft	343,40	4,0	4,1	4,0	1,0	0,9	0,9	4,5	4,5	4,4	24%	22%	23%	6,5%	7,5%	8,3%
Gulf Keystone	2,86	5,1	4,0	2,4	3,5	2,9	1,9	13,5	8,3	4,4	69%	73%	81%	-	-	-
Lukoil	4780,00	3,7	3,8	3,8	0,6	0,6	0,6	5,7	5,8	5,7	15%	15%	15%	5,1%	5,4%	5,8%
Occidental Petroleum	80,75	7,2	6,5	6,8	4,2	3,8	3,8	16,1	14,4	16,6	58%	58%	55%	3,8%	3,9%	4,0%
Repsol	16,78	4,8	4,5	4,3	0,7	0,6	0,6	10,1	9,2	8,4	14%	14%	15%	5,4%	5,7%	5,9%
Rosneft Oil	447,05	4,7	4,3	4,1	1,1	1,0	1,0	7,8	6,7	5,9	23%	24%	24%	5,9%	7,0%	8,4%
Shell	28,95	5,8	5,4	5,4	0,9	0,9	0,9	12,8	10,8	10,4	16%	16%	16%	5,5%	5,6%	5,7%
Surgutneftegas	37,43	-	-	-	-	-	-	3,4	4,8	4,3	-	-	-	6,7%	7,1%	5,9%
Total	55,53	5,9	5,3	5,3	1,0	1,0	1,0	12,2	10,9	10,7	18%	19%	18%	4,6%	4,7%	4,9%
Tullow Oil	2,54	5,5	5,3	5,4	4,1	4,0	4,1	11,4	9,9	11,6	75%	76%	75%	0,1%	0,5%	0,4%
Mediana		**4,8**	**4,5**	**4,2**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**11,8**	**9,5**	**8,4**	**24%**	**24%**	**23%**	**5,4%**	**5,5%**	**5,7%**

Wycena spółek surowcowych (2018-09-24)

		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	68,32	2,1	2,3	3,0	0,7	0,7	0,8	4,1	5,4	8,6	33%	30%	25%	0,0%	7,3%	9,3%
KGHM	90,86	4,5	3,4	3,1	1,1	0,9	0,8	7,7	6,0	6,0	25%	26%	26%	0,0%	3,2%	5,8%
LW Bogdanka*	60,00	3,5	2,7	2,6	1,1	0,9	0,9	16,9	9,1	8,4	30%	34%	35%	1,7%	3,1%	4,5%
Anglo American	17,36	4,4	4,6	4,9	1,4	1,5	1,4	9,9	10,5	11,6	32%	32%	29%	4,5%	4,4%	4,3%
Antofagasta	8,72	5,9	4,9	4,7	2,9	2,6	2,6	16,9	13,2	12,7	49%	53%	54%	2,8%	3,3%	3,3%
BHP Billiton	16,71	6,4	6,3	6,6	3,2	3,3	3,4	32,4	13,2	13,9	51%	52%	51%	2,9%	6,4%	5,1%
Freeport-McMoRan	14,24	4,3	6,4	4,8	1,6	2,0	1,8	7,8	13,3	8,9	39%	32%	38%	1,3%	2,0%	3,4%
Glencore	3,30	5,3	5,2	5,3	0,4	0,4	0,4	8,9	8,7	9,3	8%	8%	7%	4,9%	5,4%	5,9%
Grupo Mexico	55,66	6,1	5,5	5,3	2,9	2,7	2,6	11,6	9,8	9,4	48%	48%	48%	3,9%	4,7%	5,3%
Kazakhmys	5,79	4,4	4,1	4,0	2,5	2,3	2,3	6,7	5,7	5,6	57%	56%	56%	1,2%	1,2%	1,2%
Rio Tinto	39,09	5,7	6,2	6,3	2,6	2,7	2,6	11,0	12,2	12,5	45%	43%	42%	5,5%	5,3%	5,2%
Southern CC	43,43	9,9	8,8	8,6	5,1	4,6	4,5	18,2	15,6	15,3	51%	52%	53%	2,9%	2,9%	3,4%
Mediana		**4,9**	**5,1**	**4,9**	**2,1**	**2,2**	**2,0**	**10,5**	**10,2**	**9,4**	**42%**	**39%**	**40%**	**2,8%**	**3,9%**	**4,8%**
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	378,00	9,4	8,8	8,5	1,5	1,4	1,4	13,7	13,0	12,8	16%	16%	16%	6,3%	5,8%	6,1%
Alcoa	41,96	3,4	3,7	4,3	0,8	0,8	0,8	10,1	10,2	10,9	23%	21%	19%	0,1%	0,3%	0,2%
Constellium	12,25	7,0	6,5	6,1	0,6	0,6	0,6	16,4	8,9	7,5	9%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	110,00	9,5	8,5	8,2	1,2	1,2	1,2	17,2	14,5	14,1	13%	14%	14%	2,0%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	48,60	6,2	5,1	4,8	0,7	0,7	0,7	13,6	10,6	9,8	11%	13%	14%	3,5%	3,9%	4,3%
Rusal	2,11	4,7	4,4	-	1,1	1,1	-	3,4	2,9	3,5	23%	24%	-	8,9%	7,4%	4,1%
Mediana		**6,6**	**5,8**	**6,1**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**13,7**	**10,4**	**10,4**	**14%**	**15%**	**14%**	**3,5%**	**3,9%**	**4,1%**

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

Wycena spółek nawozowych (2018-09-24)

		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	32,70	5,2	5,3	5,8	0,5	0,6	0,6	14,4	13,0	12,2	10%	10%	11%	3,7%	2,1%	2,3%
ZA Police*	16,70	9,2	6,8	5,5	0,7	0,7	0,6	25,7	13,6	9,1	8%	10%	12%	3,2%	3,0%	3,0%
ZCh Puławy*	95,00	3,6	2,7	2,5	0,4	0,4	0,4	11,3	7,6	6,8	11%	14%	15%	6,3%	8,4%	8,4%
Acron	4735,00	9,1	8,4	7,9	2,9	2,7	2,5	11,6	10,4	9,8	32%	32%	32%	6,4%	6,8%	7,0%
CF Industries	52,81	13,1	11,2	10,5	4,3	4,0	3,9	40,9	25,0	20,2	33%	35%	37%	2,3%	2,3%	2,3%
Israel Chemicals	22,00	8,1	8,6	8,1	1,8	1,8	1,7	17,0	15,3	14,3	22%	20%	21%	9,4%	5,4%	5,8%
K+S	18,78	9,3	7,1	6,5	1,6	1,5	1,5	22,9	11,7	9,6	18%	22%	23%	2,4%	3,7%	4,3%
Phosagro	2573,00	6,2	6,2	5,9	2,0	1,9	1,8	9,3	9,6	8,1	32%	31%	31%	5,4%	5,7%	5,8%
The Mosaic Company	31,99	8,7	7,7	7,3	1,8	1,7	1,6	18,8	14,7	12,6	20%	22%	22%	0,3%	0,3%	0,7%
Uralkali	87,00	5,2	5,3	-	2,8	2,8	-	4,4	4,7	-	53%	53%	-	-	-	-
Yara International	387,40	87,2	63,0	54,1	10,5	9,4	9,0	100+	100+	100+	12%	15%	17%	0,2%	0,4%	0,4%
Mediana		**8,7**	**7,1**	**6,9**	**1,8**	**1,8**	**1,7**	**15,7**	**12,4**	**9,8**	**20%**	**22%**	**22%**	**3,4%**	**3,3%**	**3,7%**

Wycena spółek spożywczych (2018-09-24)

		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*	29,90	4,8	4,0	-	0,9	0,9	-	17,9	7,3	-	20%	23%	-	-	-	-
IMC*	12,00	3,4	-	-	1,2	1,2	-	4,0	-	-	35%	-	-	7,0%	-	-
Kernel	49,00	6,7	5,1	4,1	0,7	0,5	0,4	15,6	7,0	4,7	10%	11%	10%	1,8%	1,8%	5,8%
Ovostar*	101,00	4,3	-	-	1,1	1,3	-	5,8	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	19,98	6,2	7,3	6,8	0,6	0,6	0,6	8,9	14,3	12,9	10%	8%	9%	5,6%	5,3%	5,4%
Bunge Limited	66,23	9,3	9,1	9,0	0,4	0,4	0,4	12,6	11,9	11,4	4%	4%	4%	2,9%	3,1%	3,4%
Cosan	32,85	4,5	3,9	3,6	0,4	0,3	0,3	11,6	9,3	7,9	8%	9%	9%	5,6%	5,4%	6,7%
MHP	12,00	5,3	4,9	4,4	1,7	1,5	1,3	5,3	4,6	3,9	32%	31%	31%	6,3%	6,5%	6,7%
Nisshin Oillio	3275,00	10,4	9,0	8,4	0,5	0,5	0,4	16,1	16,4	15,5	5%	5%	5%	1,8%	1,8%	2,0%
Suedzucker	11,20	6,3	12,5	9,0	0,7	0,7	0,7	11,2	-	33,1	11%	6%	8%	4,0%	1,9%	2,2%
Wilmar Int.	3,12	14,2	13,4	13,0	0,8	0,7	0,7	12,8	12,6	11,6	5%	5%	5%	3,5%	3,5%	3,5%
Mediana		**6,2**	**7,3**	**7,6**	**0,7**	**0,7**	**0,5**	**11,6**	**10,6**	**11,5**	**10%**	**8%**	**8%**	**4,0%**	**3,3%**	**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 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.

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 Zybała
+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 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