wtorek, 12 lutego 2019 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

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

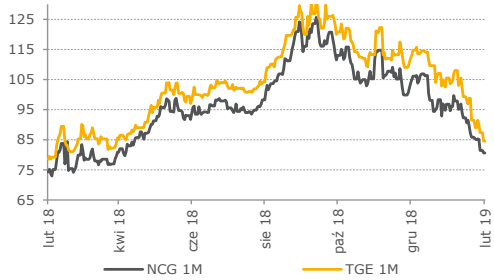
Rynek energetyczny

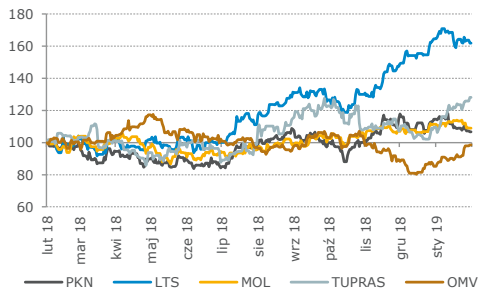
W Niemczech roczny kontrakt na energię kontynuuje negatywny trend od końcówki stycznia i obecnie wyceniany jest na 47 EUR/MWh. Obok lekkiej korekty na uprawnieniach do emisji CO_2 (aktualnie 22,4 EUR/t), głównym powodem tych tendencji jest przecena na rynku węgla. Kontrakt ARA od lokalnych szczytów ze stycznia spadł już o 11%, a na spocie dynamika sięga –13%. W Polsce sytuacja wygląda stabilniej, a ruchy na notowaniach energii na 2020 rok są pochodną tylko zmian kosztów certyfikatów CO_2 (aktualnie kontrakt 1Y wynosi 270 PLN/MWh). Na razie negatywne tendencje na cenach energii nie wpłynęły na notowania spółek z sektora, a indeksy „utilities" pną się w górę na fali realokacji do bezpieczniejszych defensywnych sektorów (S&P Utils +5% YTD, MSCI Utilities EU +7,7%). Korzysta na tym też WIG Energia, która nadrabia dystans do europejskiej konkurencji (YTD + 16%). W krótkim terminie ważnym katalizatorem będzie finalne rozstrzygnięcie w zakresie ustawy zamrażającej ceny energii, która czeka na szybką nowelizację. Bez tych przepisów rynek energii w Polsce pozostaje w swego rodzaju paraliżu (duże ryzyko zawierania nowych transakcji z klientami i brak możliwości zarządzania portfelem).

Rynek paliwowy

Ceny ropy Brent nadal nie mogą mocniej wybić się powyżej 60 USD/Bbl, pomimo kolejnych doniesień o wysokim poziomie redukcji wydobycia przez kraje OPEC. Bardziej zauważalne wzrosty notowań mają miejsce na ciężkich mieszankach ropy, których podaż jest ograniczana (OPEC, Wenezuela), co objawia się trwałym zawężeniem dyferencjałów cenowych (Ural/Brent nadal blisko zera). Konsekwencją „nadpodaży" ropy lekkiej w USA jest też wysoki spread Brent/WTI (~9 USD/Bbl), co oczywiście napędza wyniki rafineriom amerykańskim, a utrudnia życie przetwórcom w Europie. Jeśli chodzi o marże rafineryjne to w ostatnim tygodniu wzrosły z poziomu 3 USD/Bbl w okolice 4 USD/Bbl (efekt widoczny zarówno na cracku dieslowym jak i benzynowym, który odbił od historycznych minimów). W petrochemii obserwujemy kontynuację negatywnych tendencji widocznych od początku roku. Marża na polimerach po mocnym odbiciu w listopadzie, wraca obecnie w okolice 950 USD/t. Oczekujemy, że te trend będzie się nasilał. Po mocnym styczniu, słabsze odczyty wróciły na rynek PTA. Warto też wspomnieć o spadających cenach gazu, o których więcej piszemy poniżej.

Wykres tygodnia





Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Ceny gazu w mocnym trendzie

Ceny gazu w Europie kontynuują spadki, a od początku roku indeks 1M osunął się już o 15% w przypadku Gaspool (kontrakt roczny –13%) i 23% w przypadku TGE. Na razie nie widać przełożenia na notowania spółek gazowych, co w niektórych przypadkach może wynikać z kwalifikowania ich do defensywnych indeksów, ale wydaje się że utrzymanie tej dywergencji w dłuższym terminie będzie trudne. Może mieć to znaczenie też dla PGN.

MOL i PKN odstają od peers'ów YTD

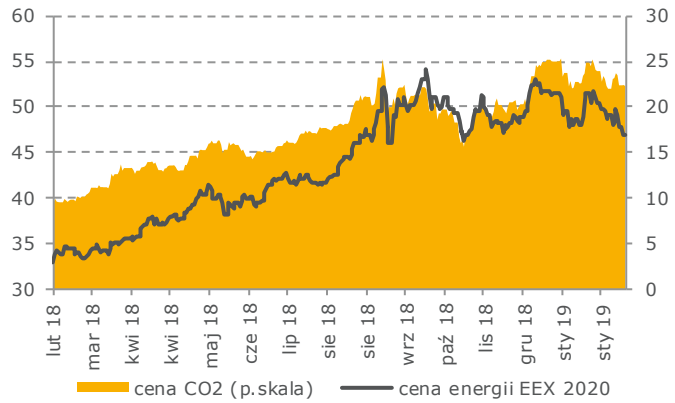
Perspektywa mocnych wyników 4Q i rekordowe zyski rafinerii amerykańskich wpłynęły pozytywnie na sentyment w sektorze downstream w Europie, czego wizualizacją są kursy Neste, OMV czy Tupras (średnio +20% YTD). Na tym tle słabiej prezentują się akcje MOL-a czy PKN (płasko od początku roku). Z tej dwójki do zamykania wspomnianej luki typowalibyśmy bardziej węgierski koncern, który jest wyceniany znacznie atrakcyjniej.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

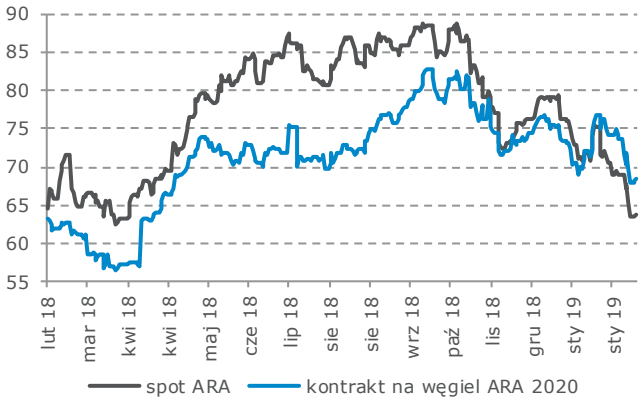
Spółka	1W	YTD
JSW	-6,9%	-3%
MOL	-4,4%	+3%
PGNiG	-4,2%	+5%
KGHM	-3,4%	+4%
CEZ	-2,9%	+3%
PGE	-2,9%	+21%
Enea	-2,9%	+10%
Kruszwica	-2,8%	-3%
Tarczyński	-1,6%	-15%
PKN Orlen	-1,0%	-5%
Tauron	-0,8%	+9%
LW Bogdanka	-0,7%	+7%
ZE PAK	-0,4%	+12%
Lotos	-0,2%	+4%
IMC	+0,0%	+7%
Kernel	+0,8%	+2%
Energa	+1,3%	+18%
Astarta	+2,1%	+7%
Impexmetal	+2,3%	+12%
Ciech	+2,4%	+22%
ZA Puławy	+2,4%	+39%
Orzeł Biały	+2,5%	-7%
PCC Rokita	+2,6%	+15%
Tupras	+6,3%	+23%
Boryszew	+6,8%	+7%
ZCh Police	+7,4%	+13%
OMV	+7,4%	+21%
Kęty	+9,8%	+10%
Grupa Azoty	+17,0%	+43%
Indeksy WIG	**1W**	**YTD**
WIG	-0,7%	+4%
Chemia	+9,6%	+30%
Energia	-1,8%	+16%
Paliwa	-1,7%	-1%
Spożywczy	+0,4%	+2%
Surowce	-4,0%	+3%
Ukraina	-0,3%	+2%
Indeksy sektor	**1W**	**YTD**
Górnictwo	-1,3%	+9%
Oil & Gas E&P	-5,2%	+9%
Refining EU	-2,3%	+4%
Refining US	-2,9%	+8%
Agri & Food	+0,5%	+7%
Kauczuki	-3,7%	+4%
Nawozy	-2,2%	+2%
Chemicals EU	-2,4%	+4%
Industrials EU	-0,0%	+8%
Petchem World	-3,6%	+4%
Utilities EU	+0,1%	+8%
Utilities US	+1,7%	+5%

Energetyka

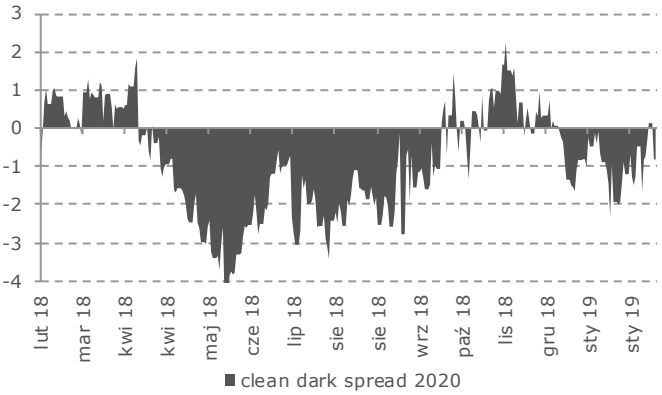
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



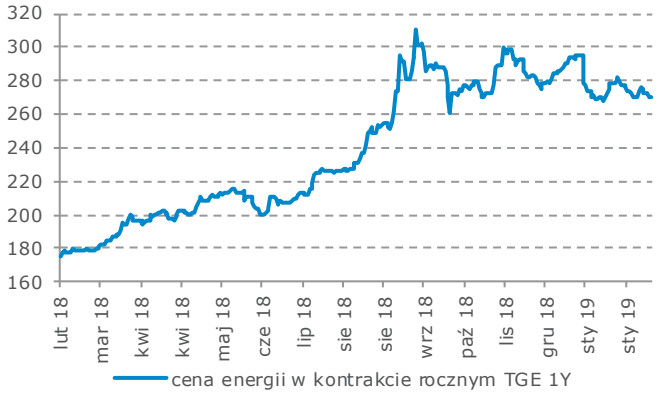
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



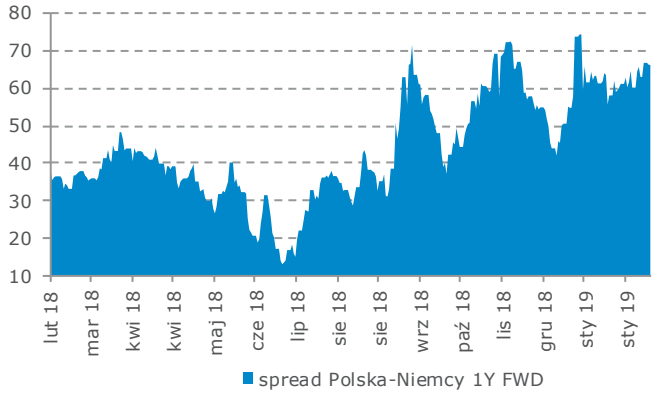
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



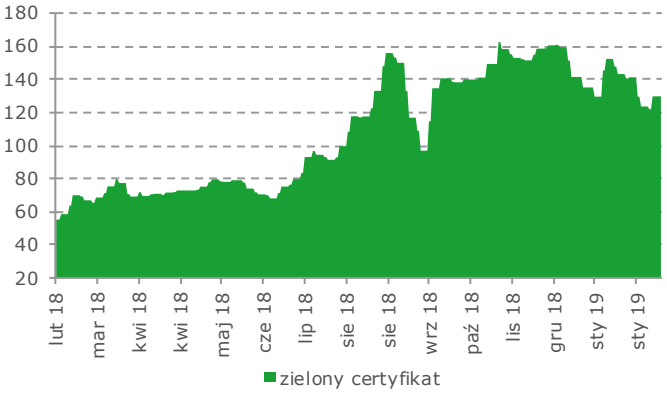
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



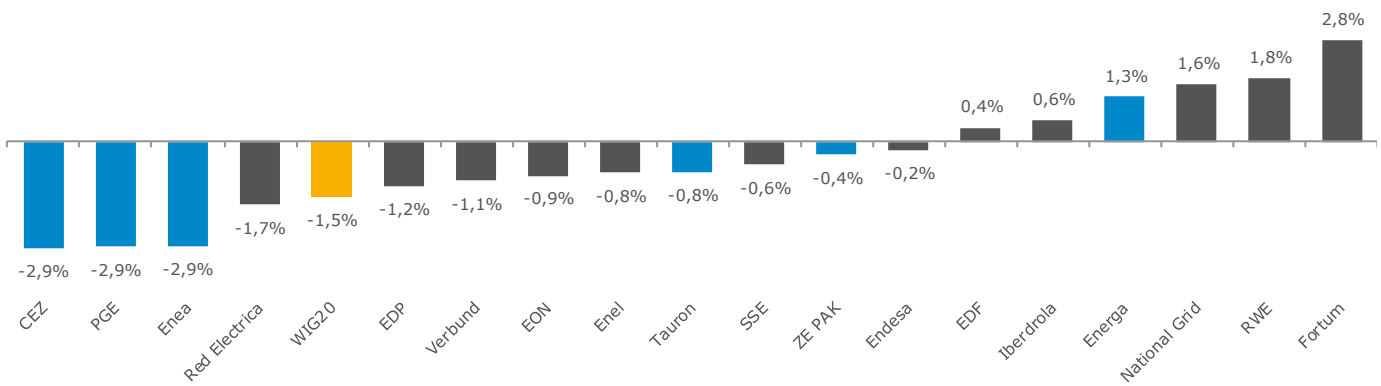
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



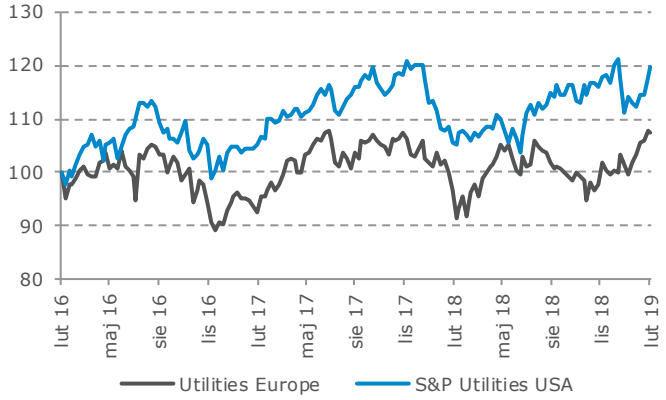
Tygodniowy performance spółek energetycznych



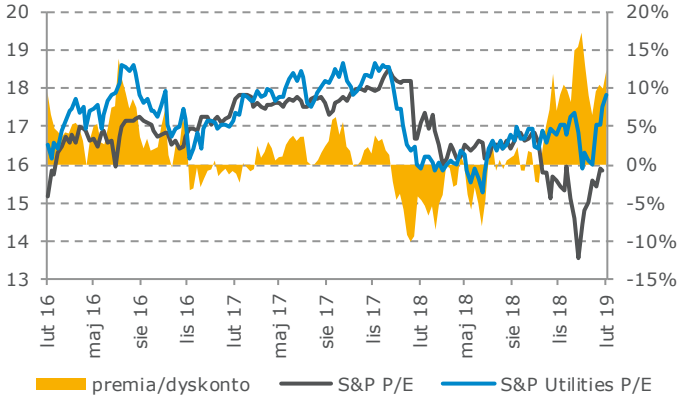
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

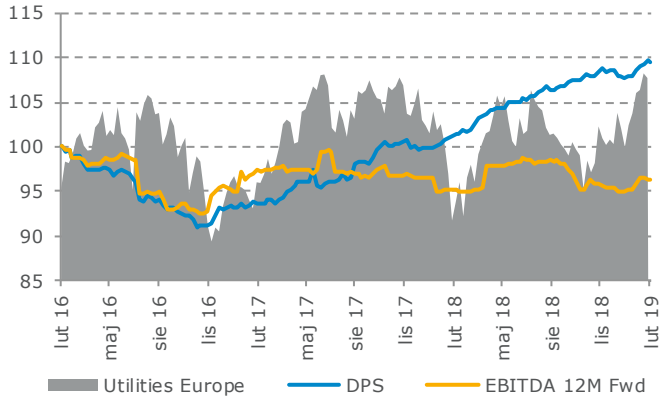
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



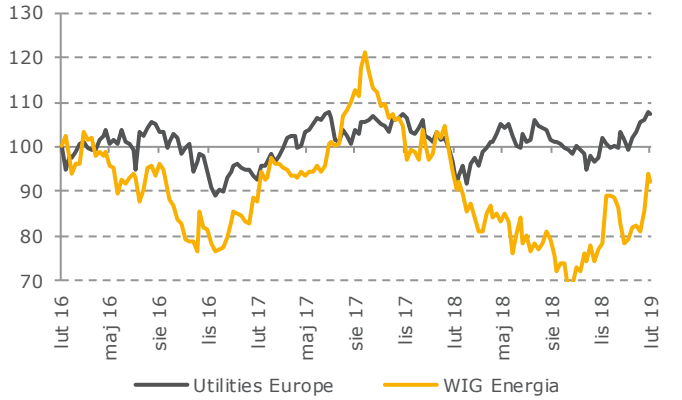
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



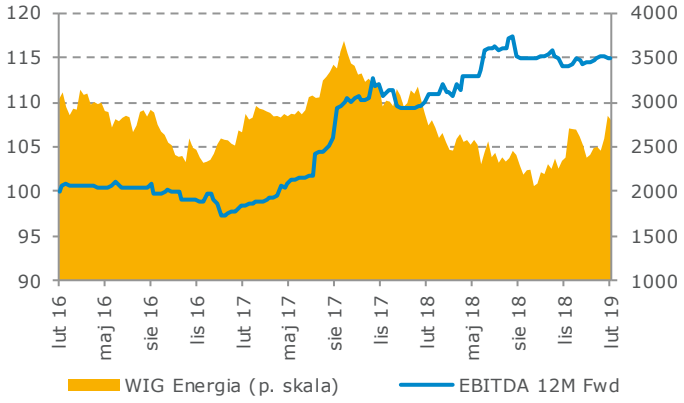
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



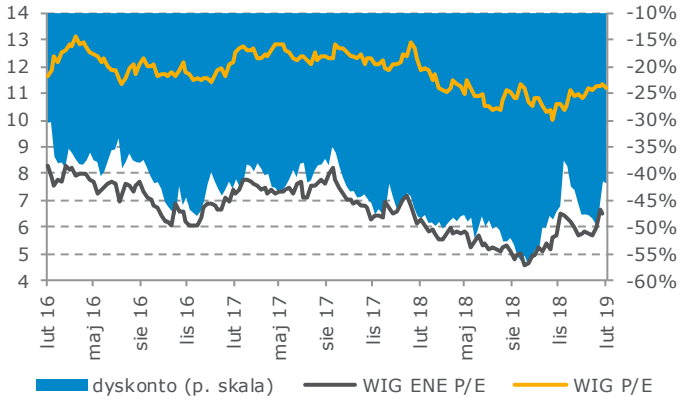
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



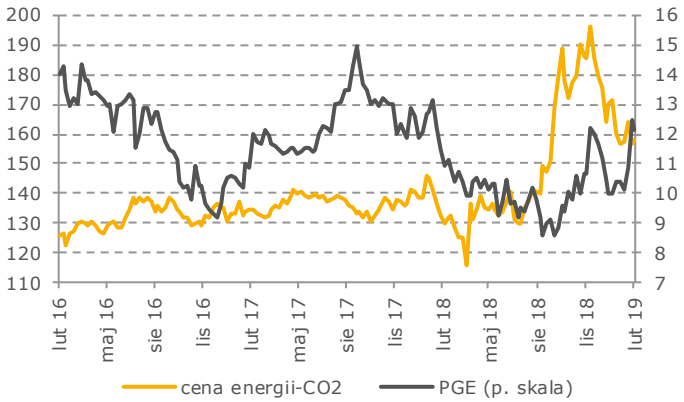
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



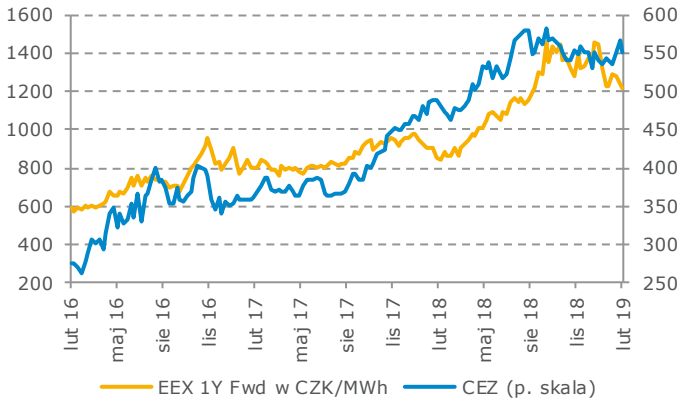
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO_2



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



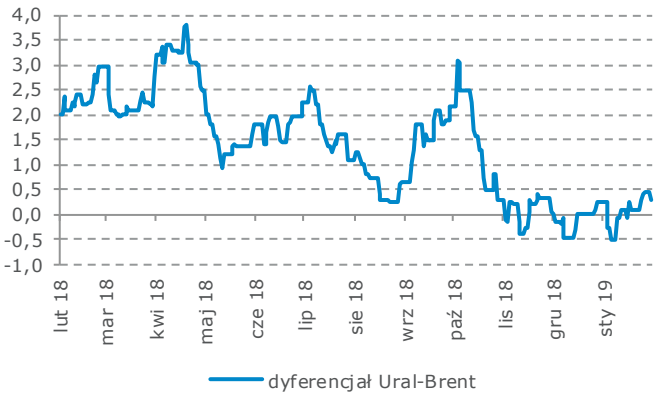
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

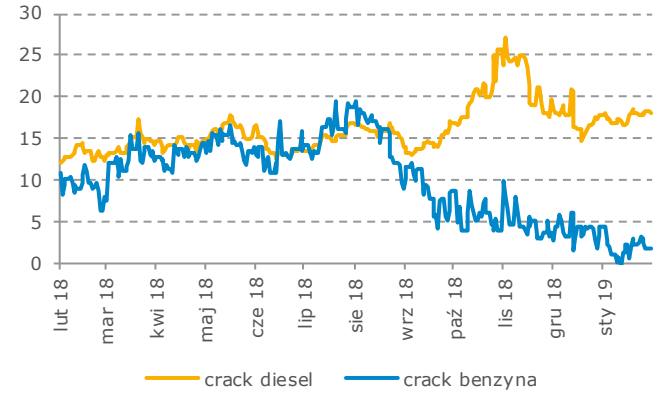
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



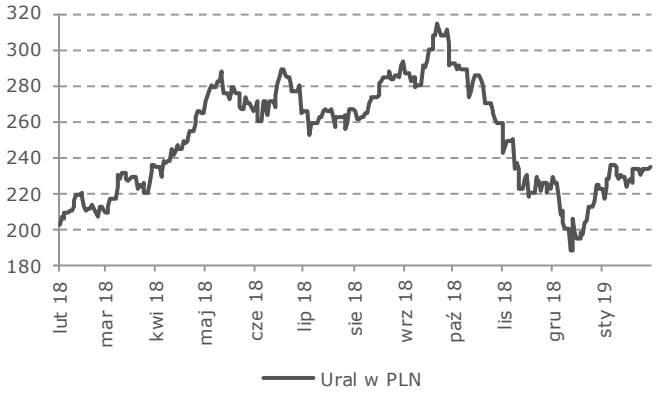
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



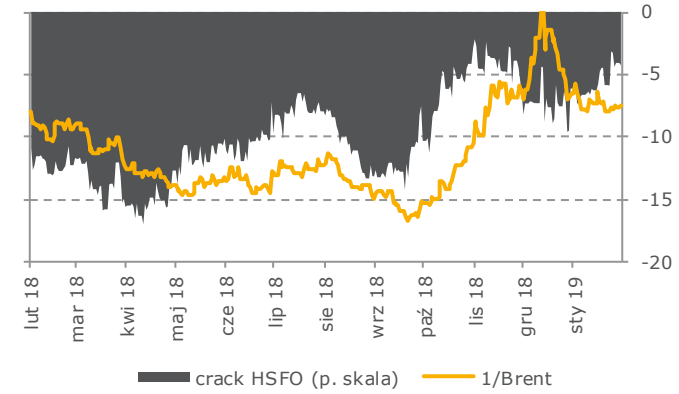
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



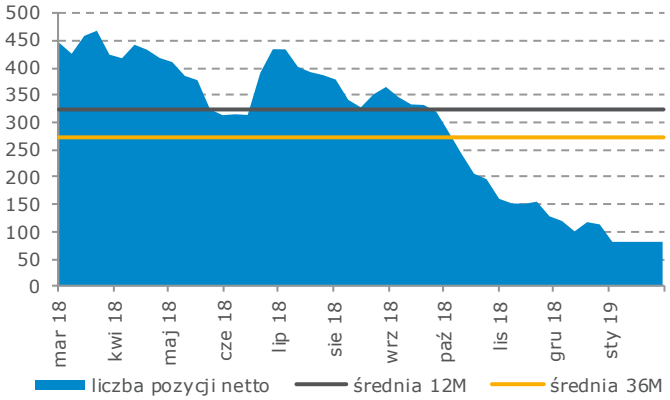
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



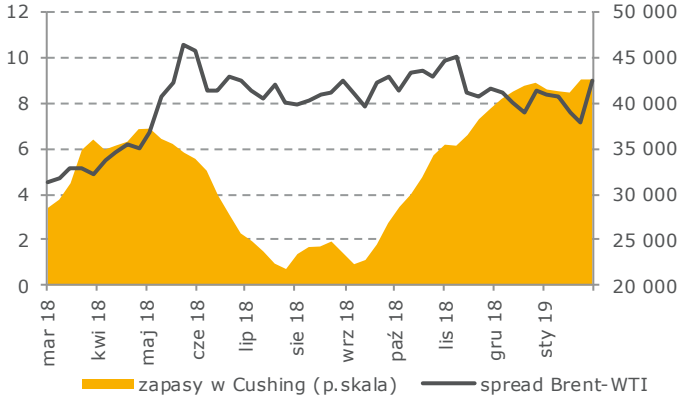
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



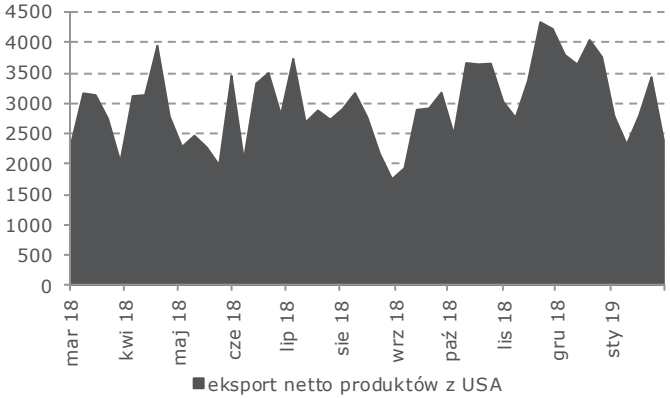
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



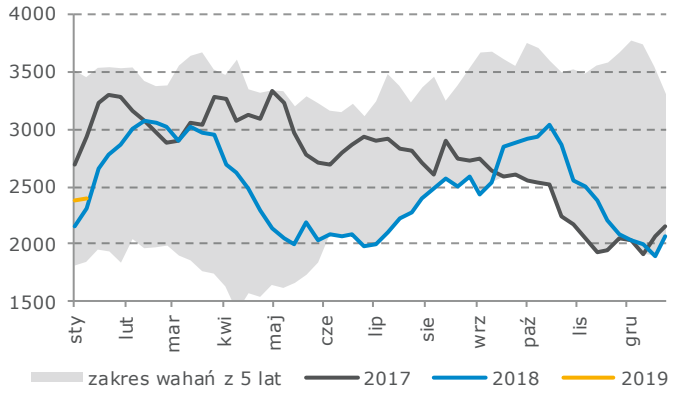
Eksport netto paliw z USA



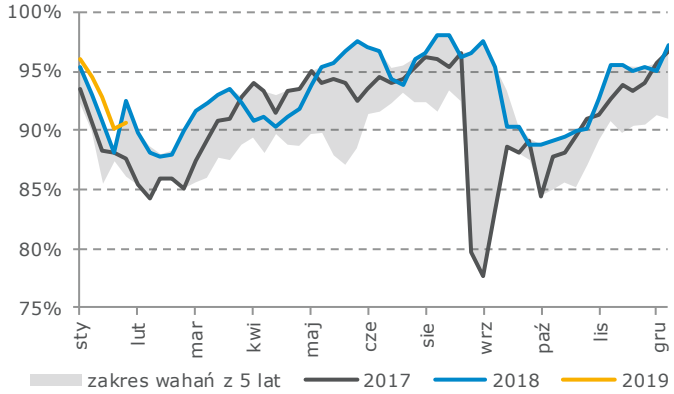
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

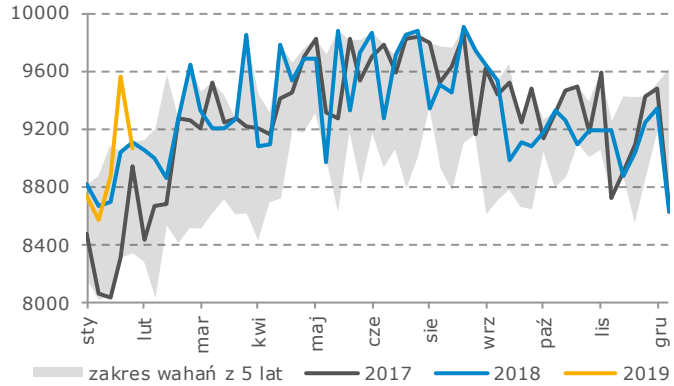
Zapasy diesla w portach ARA



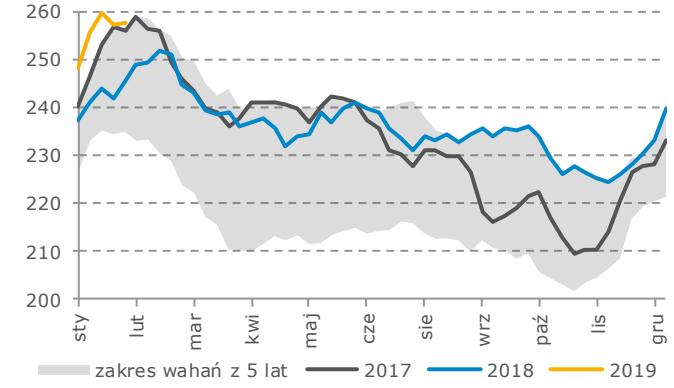
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



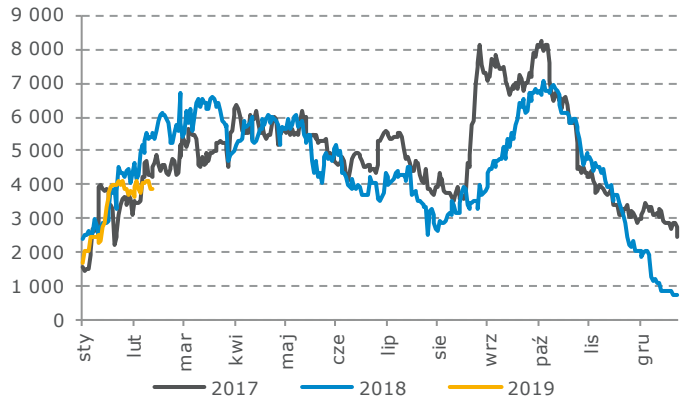
Popyt na benzynę w USA



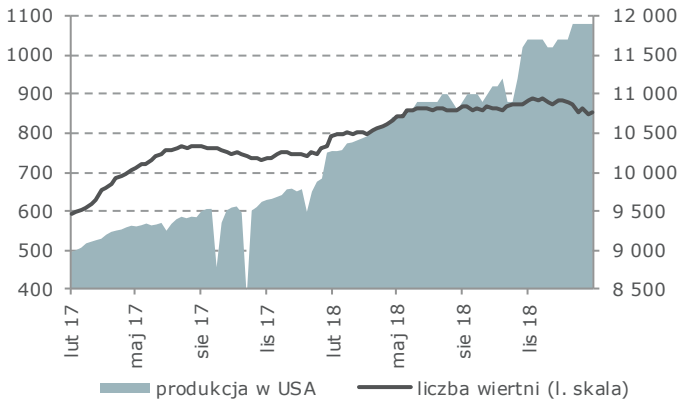
Zapasy benzyny w USA



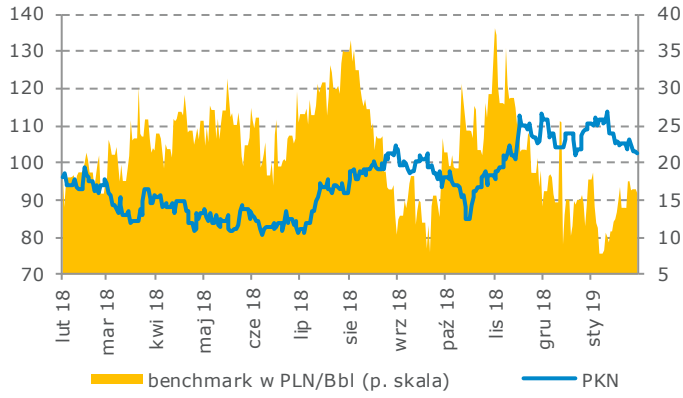
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



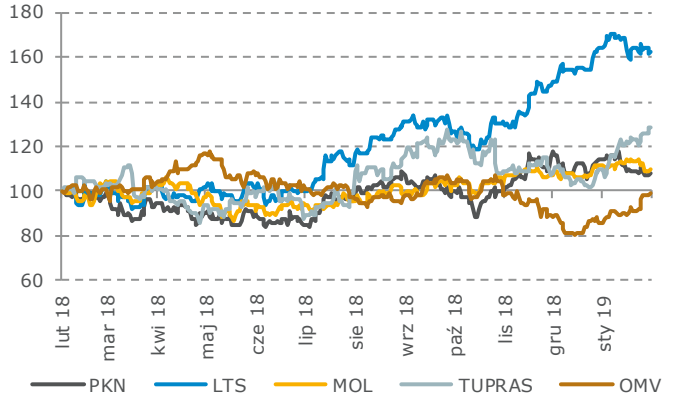
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



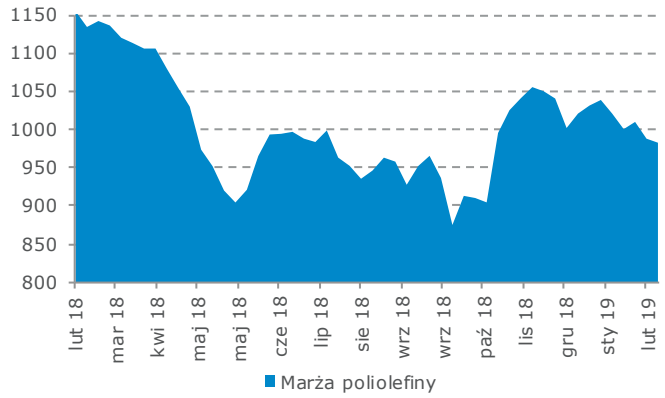
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



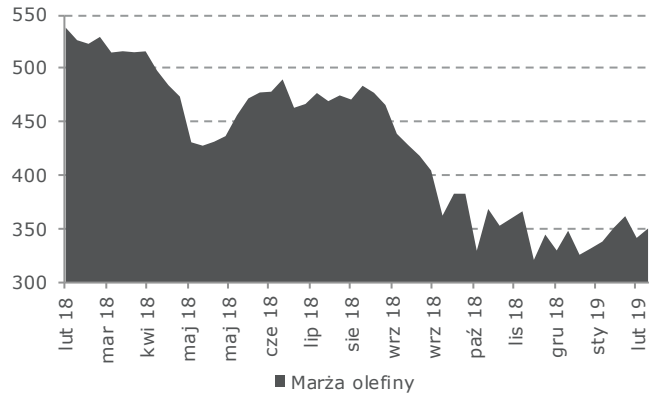
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

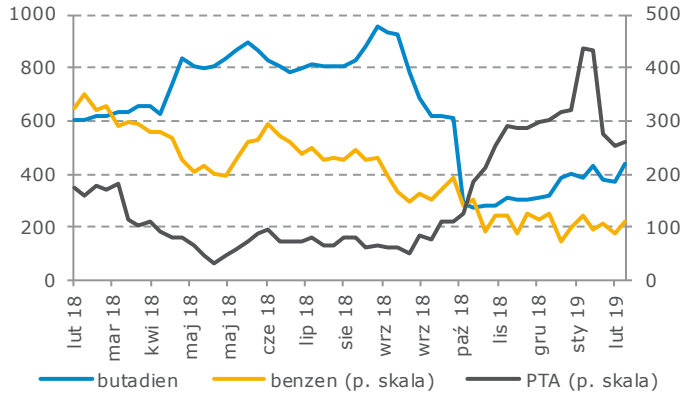
Marża petrochemiczna poliolefiny



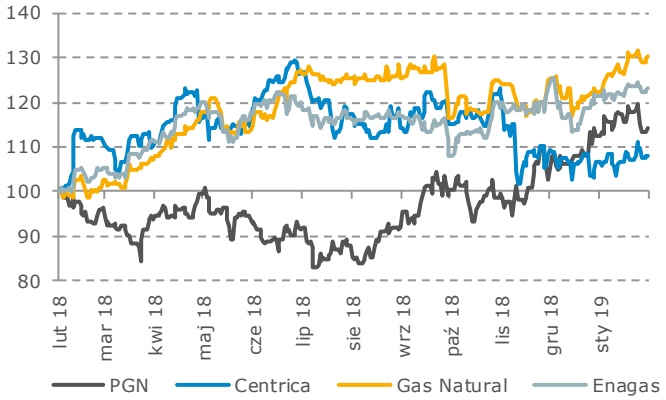
Marża petrochemiczna olefiny



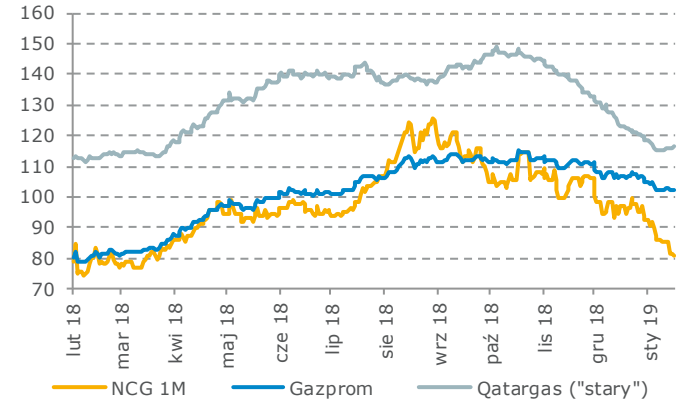
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



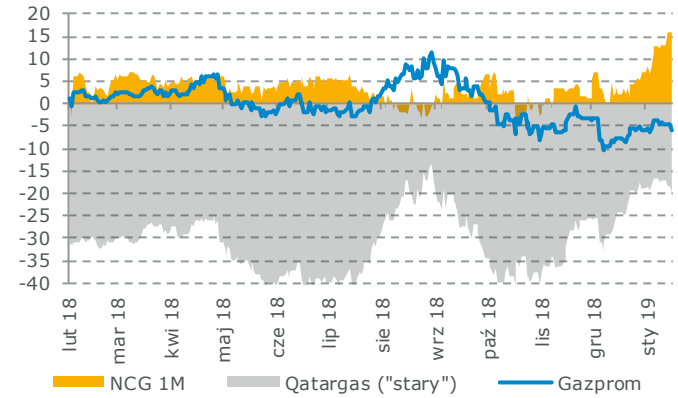
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



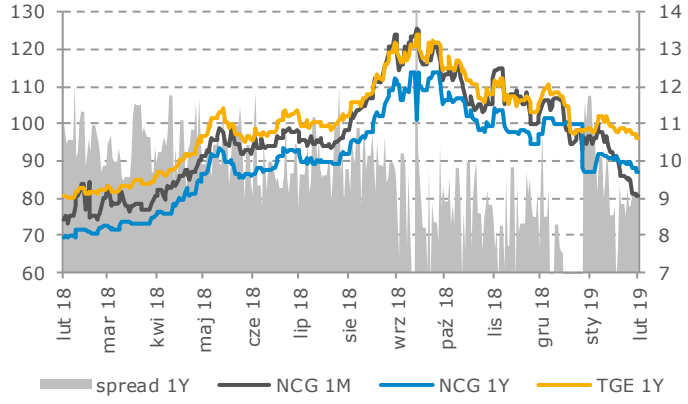
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



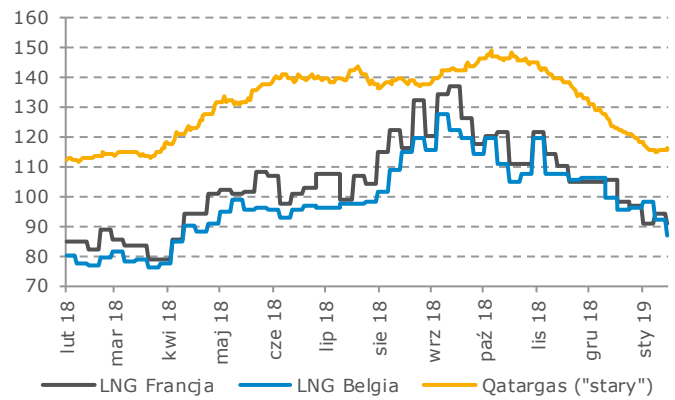
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



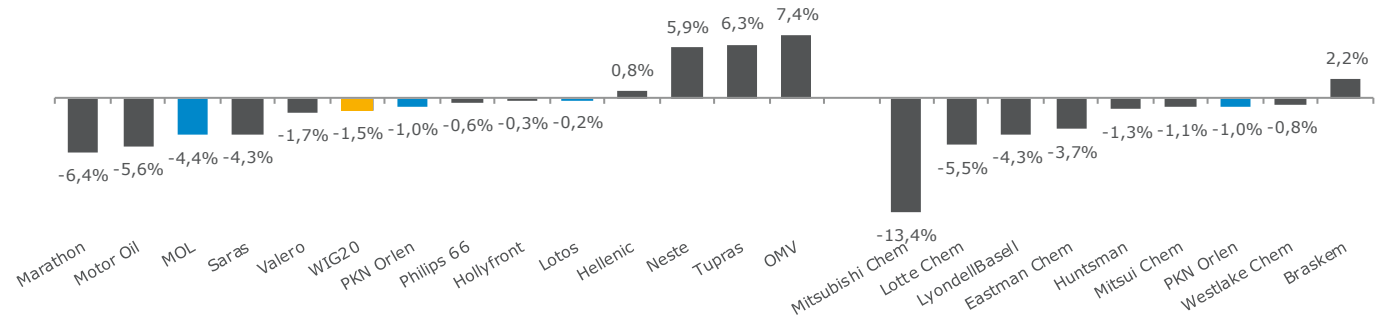
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



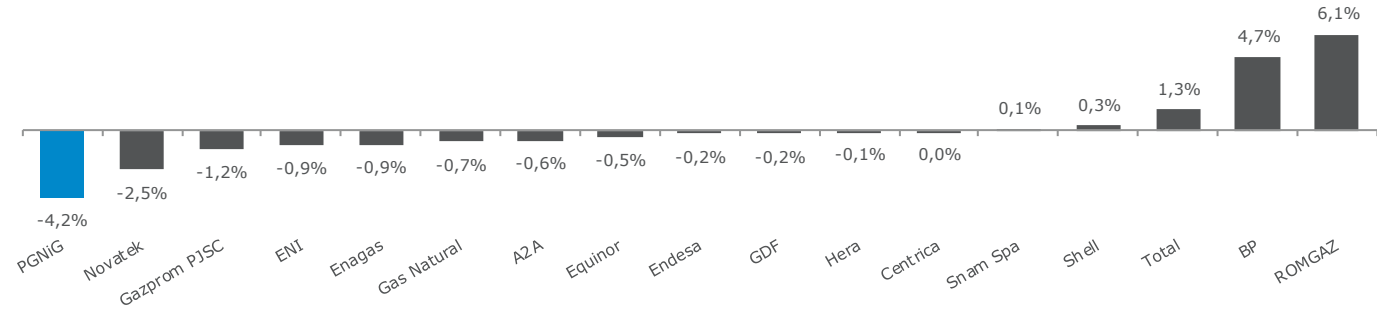
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

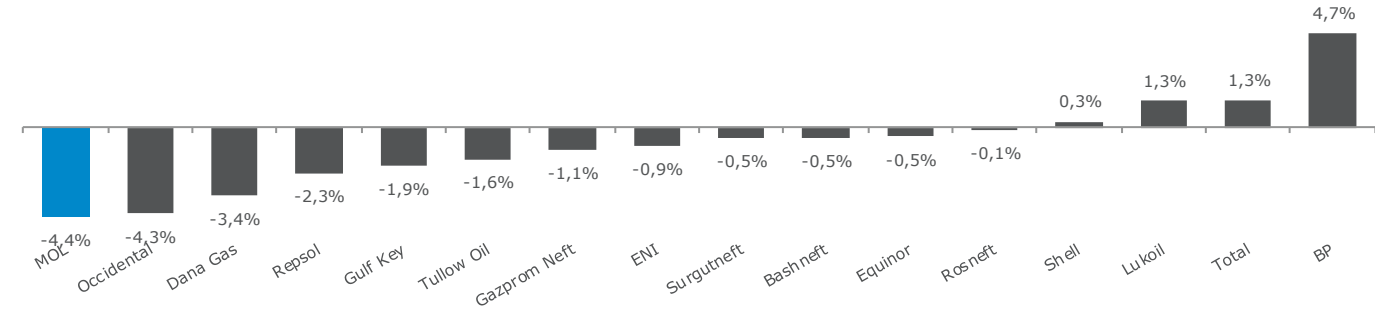
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



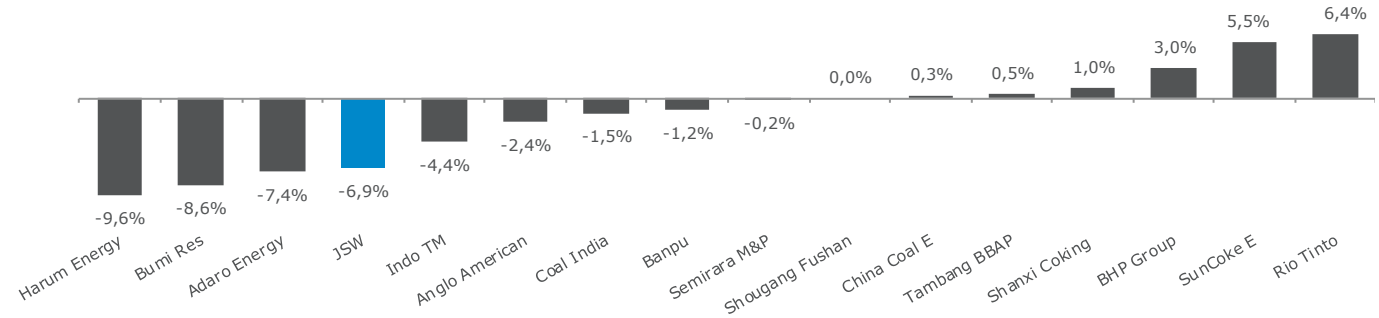
Spółki gazowe



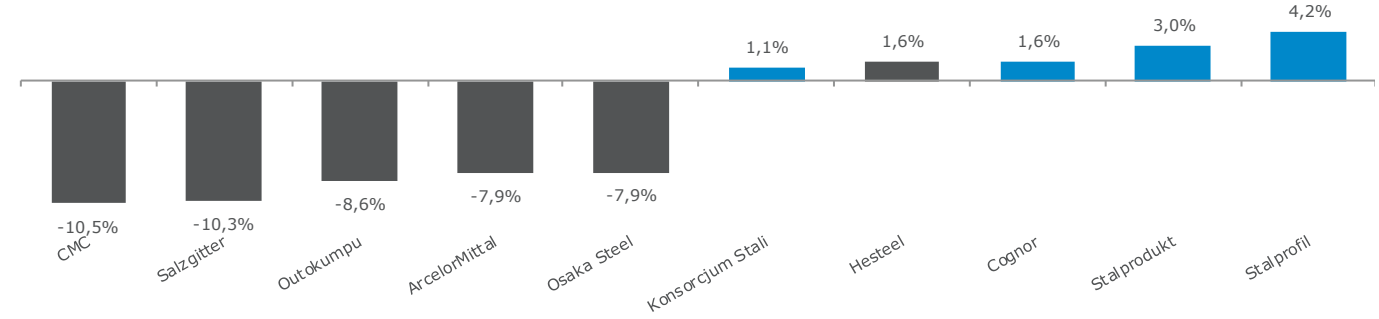
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



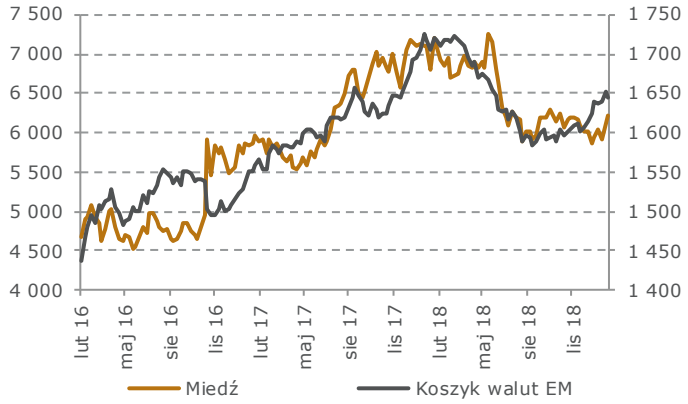
Producenci i dystrybutorzy stali



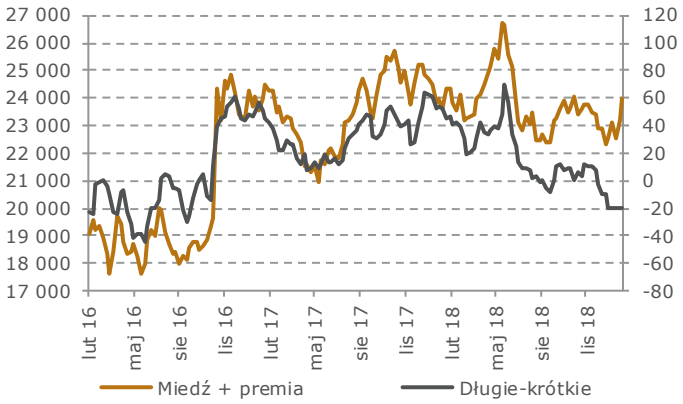
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

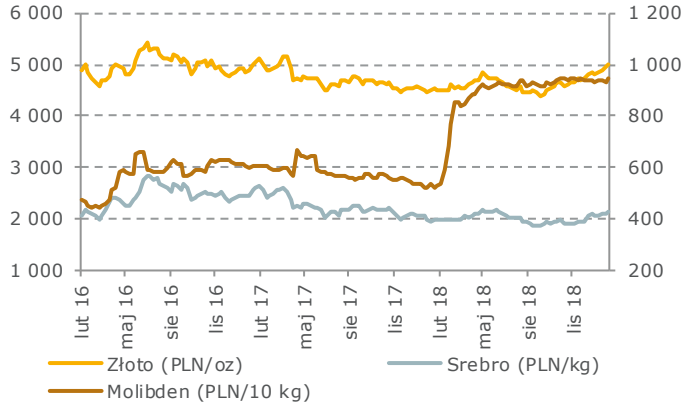
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



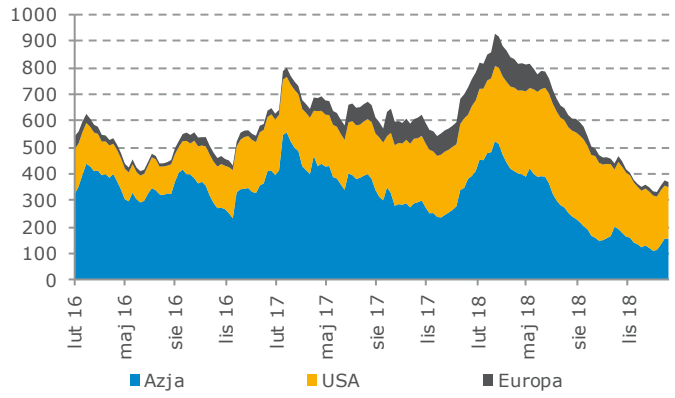
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



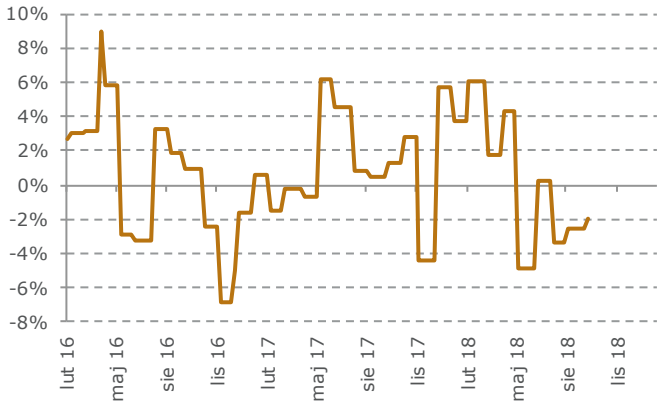
Wartości premii producenckiej dla miedzi (PLN/t)



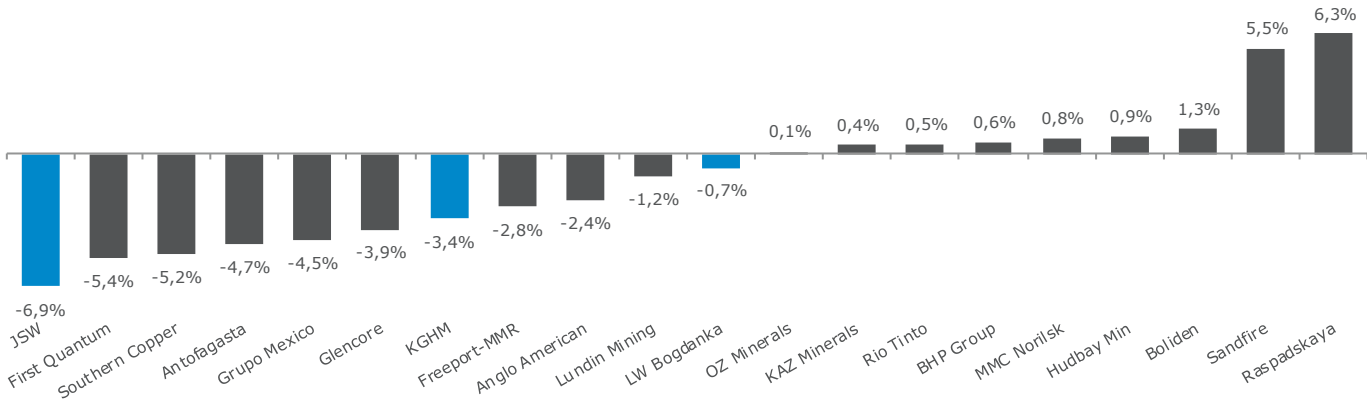
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



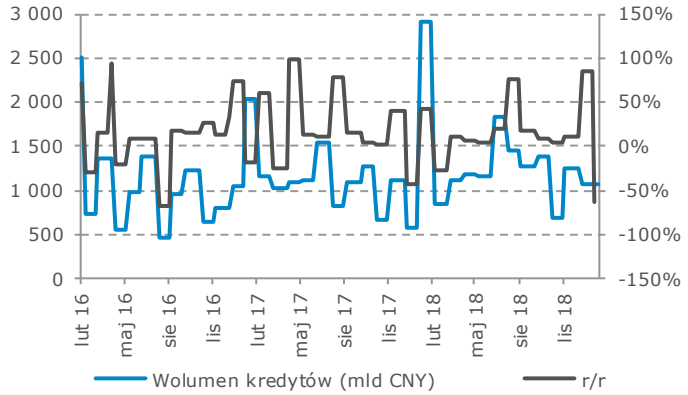
Tygodniowy performance spółek surowcowych



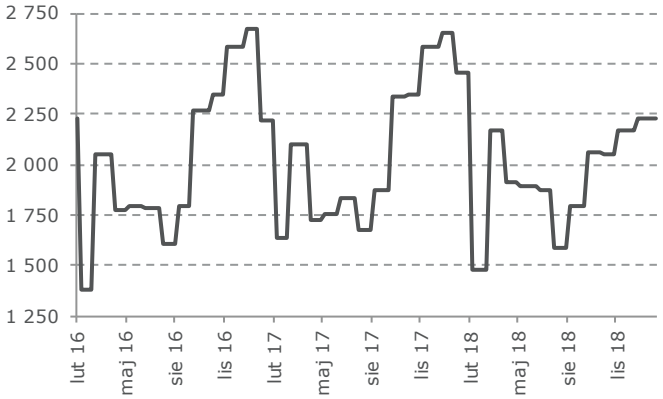
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

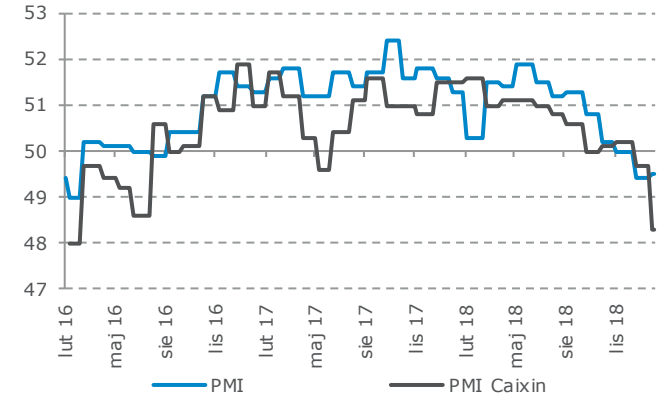
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



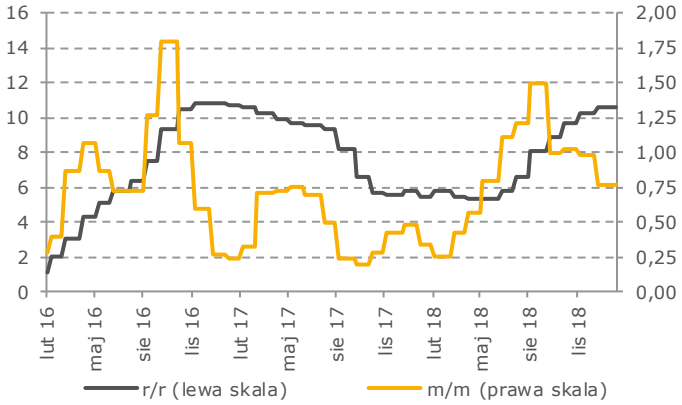
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



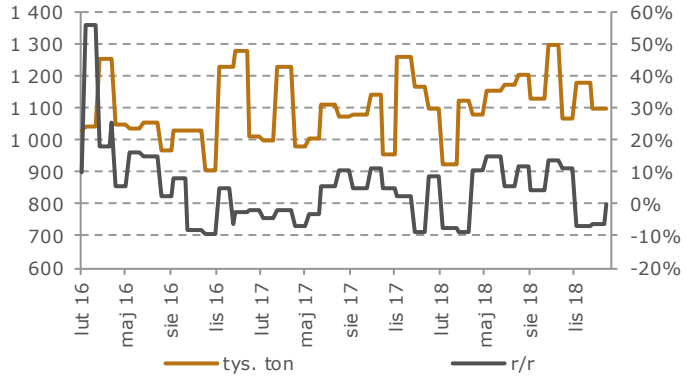
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



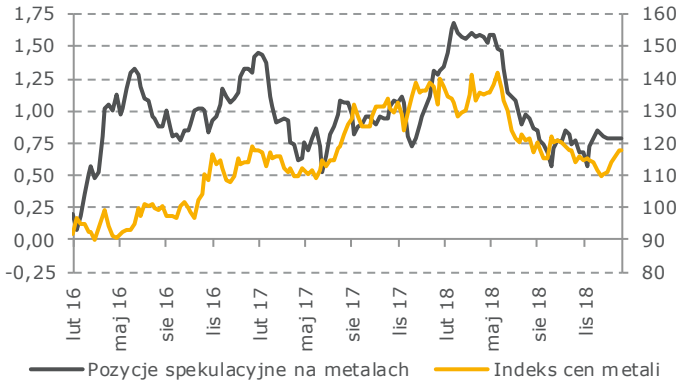
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



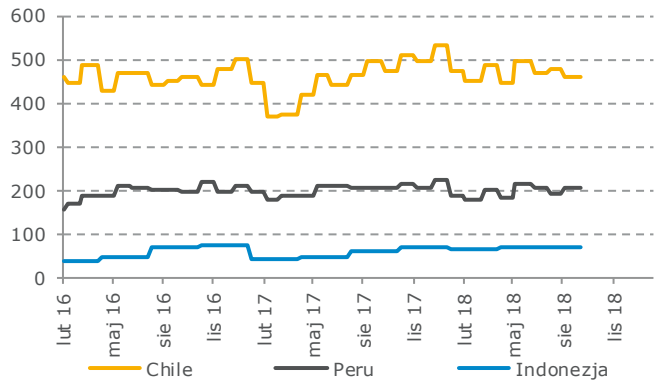
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



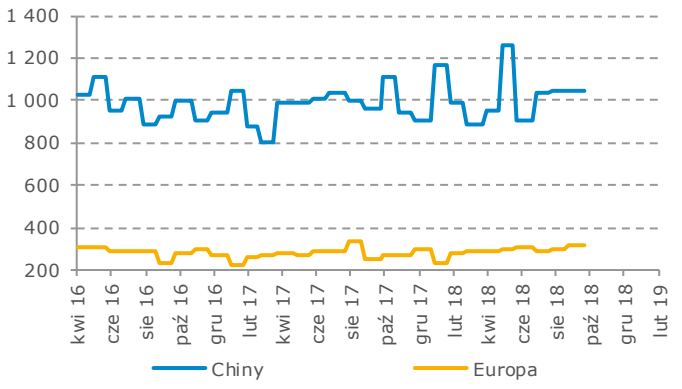
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



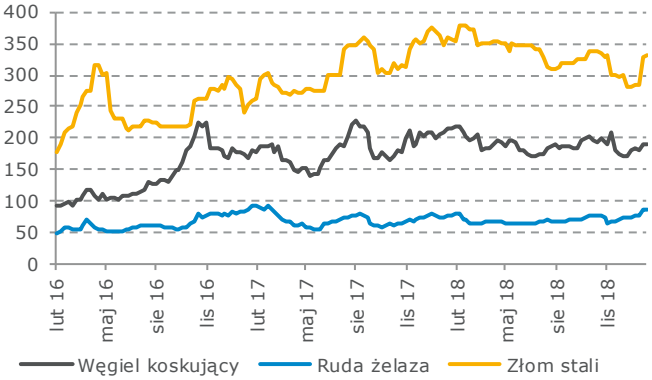
Konsumpcja miedzi w Chinach i Europie (tys. ton)



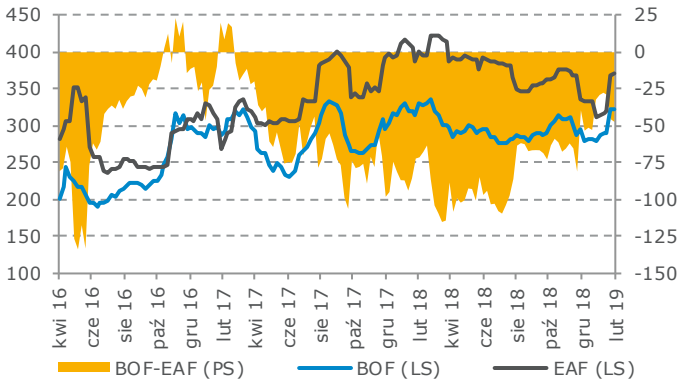
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

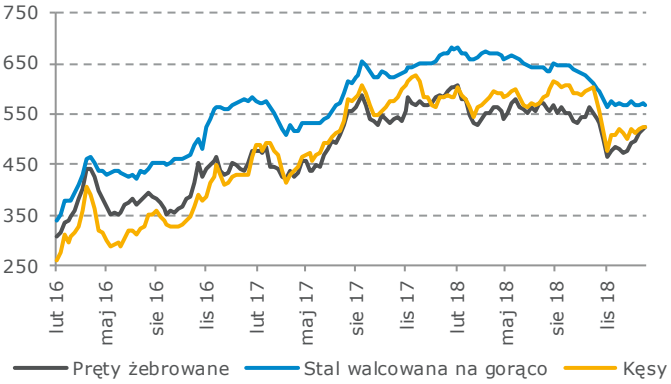
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



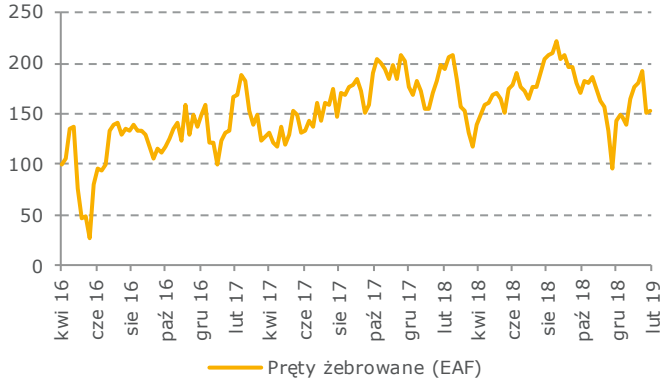
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



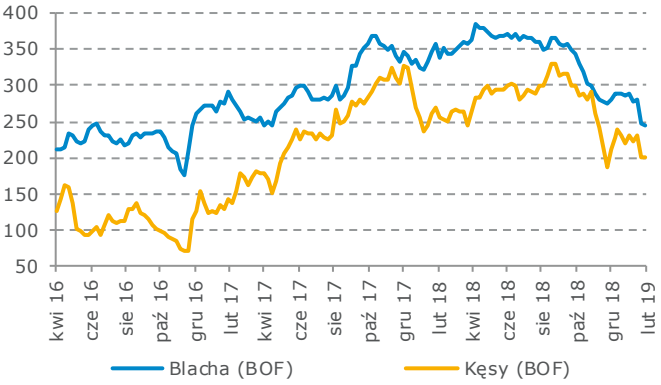
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



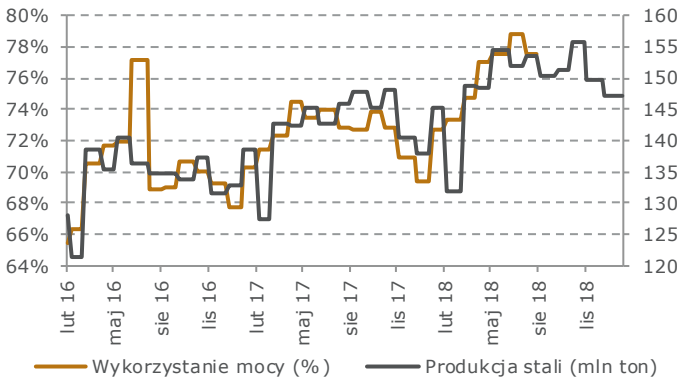
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



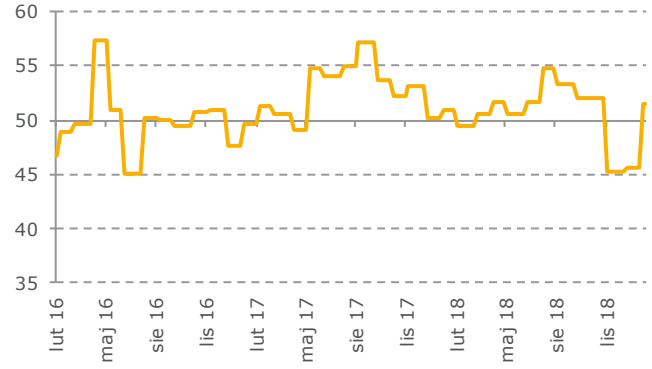
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



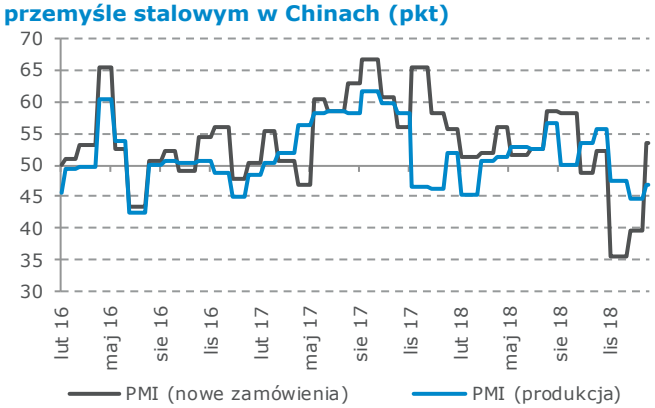
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



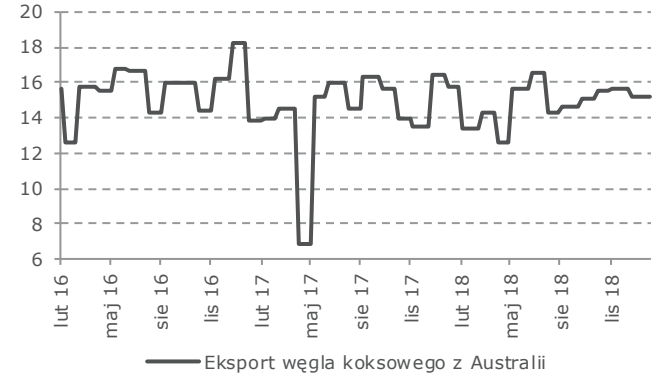
PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



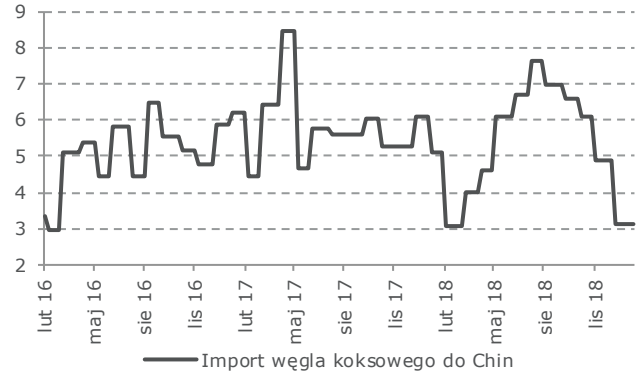
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

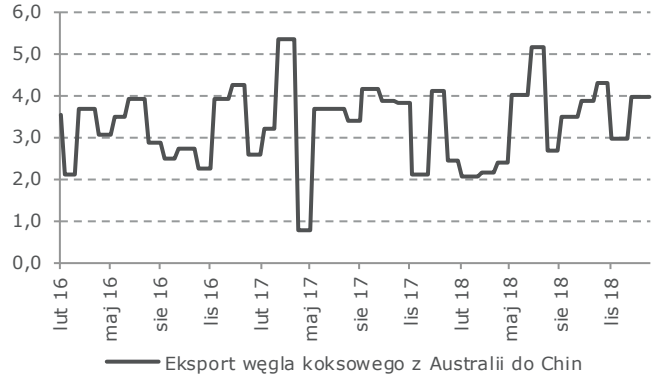
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



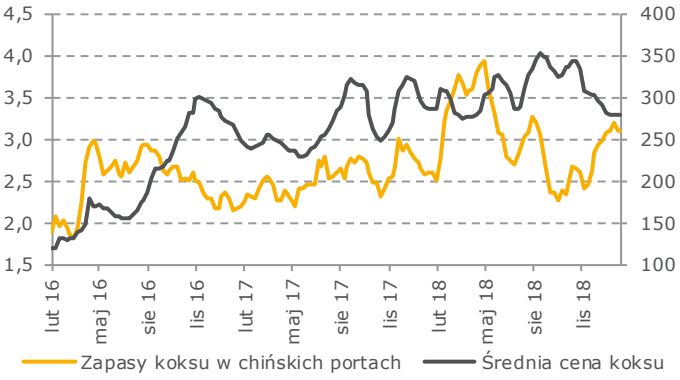
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



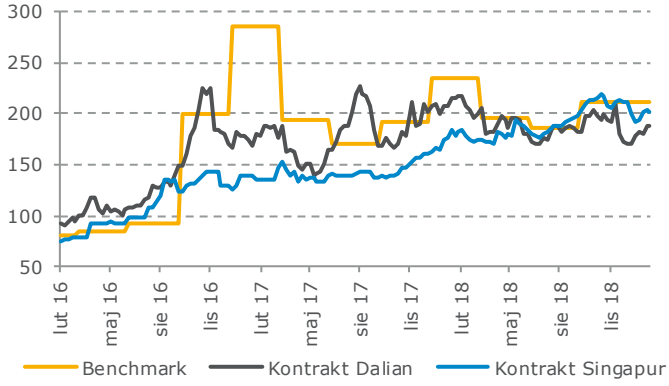
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



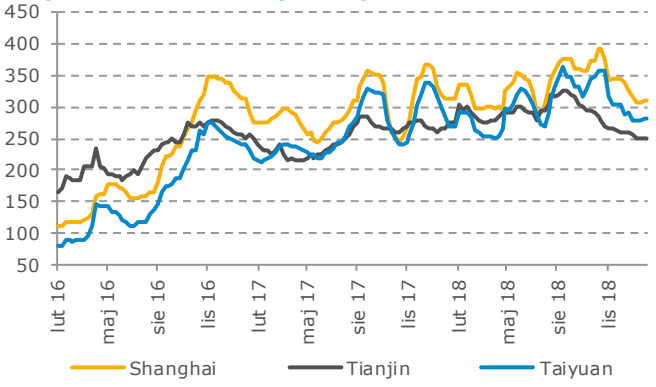
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



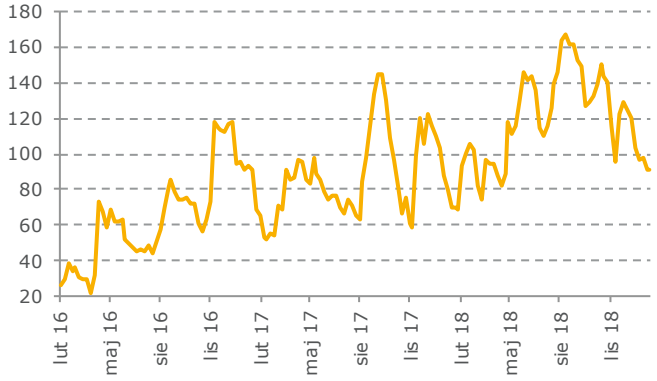
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



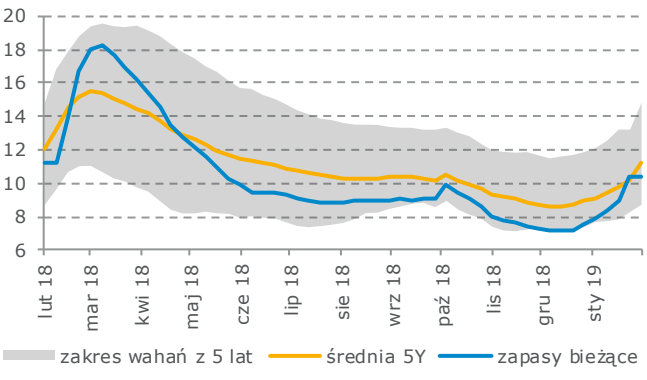
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



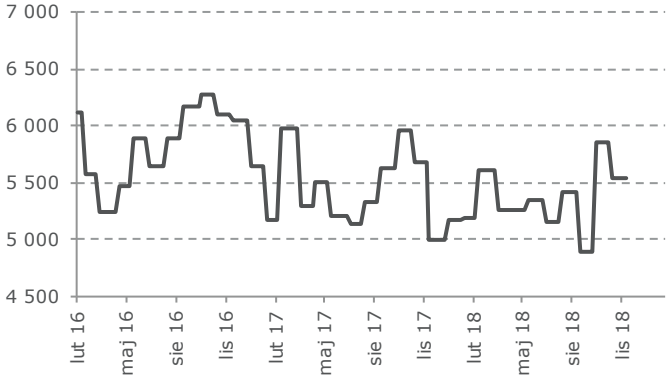
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



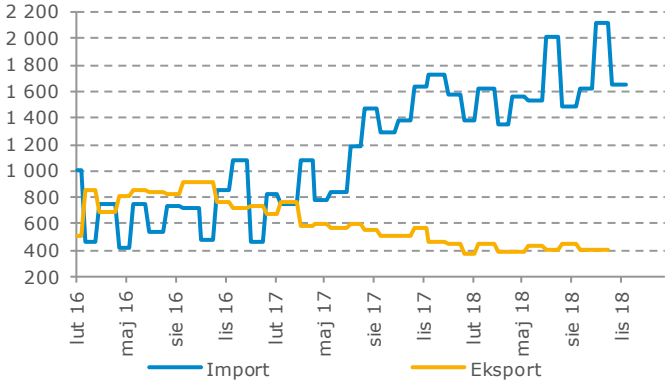
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

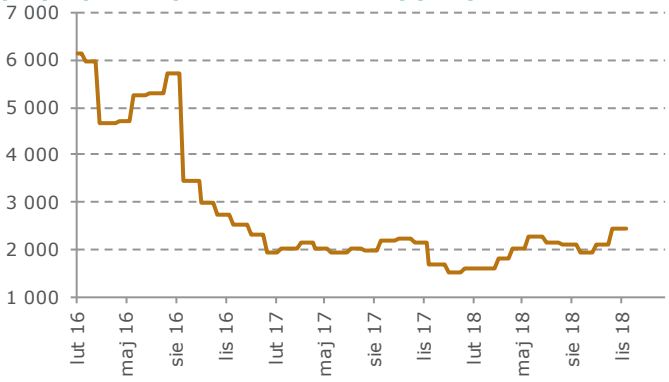
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



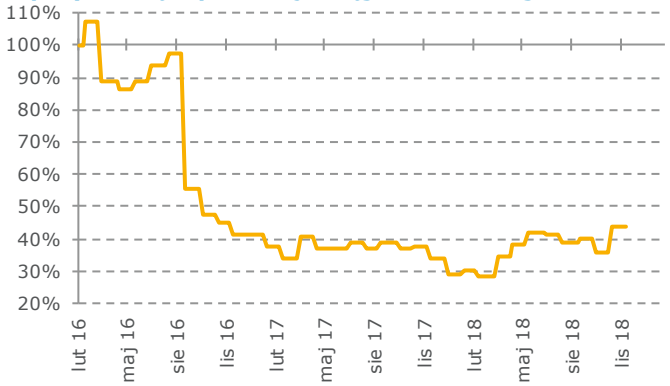
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



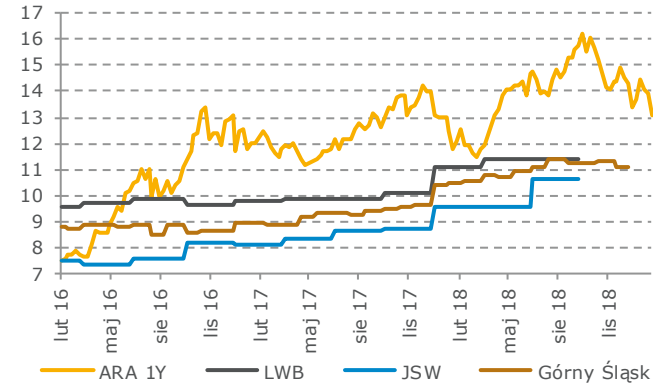
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



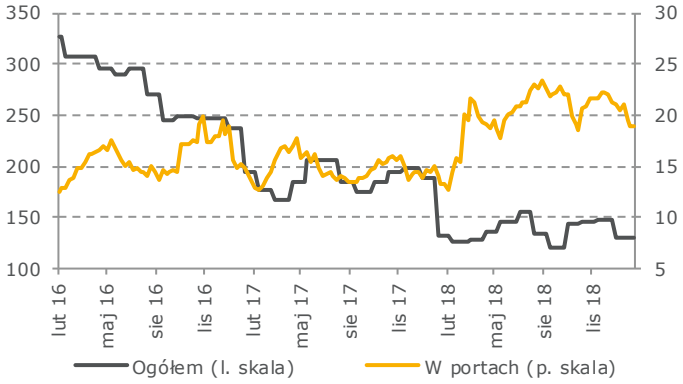
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



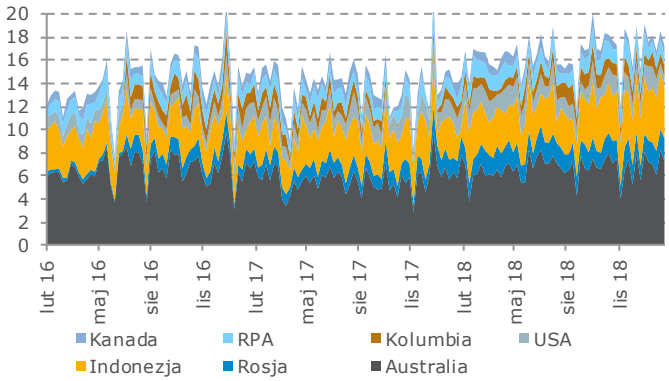
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



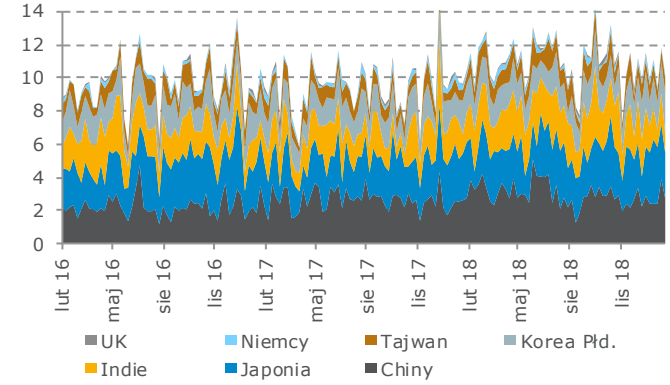
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



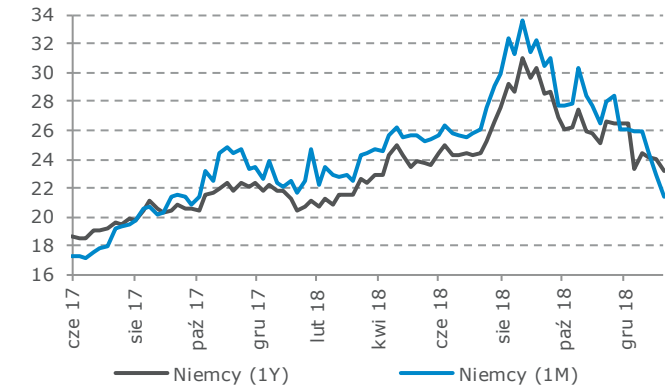
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



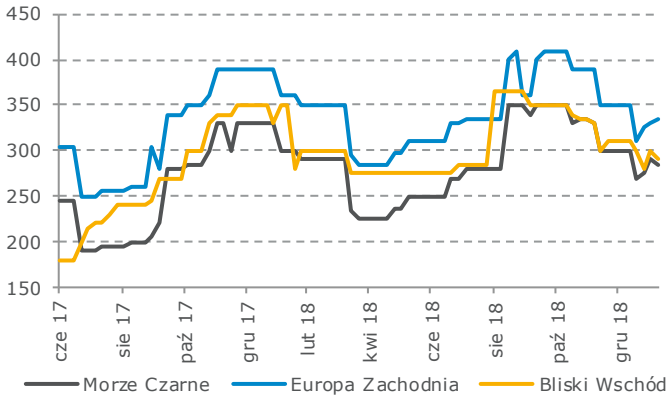
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

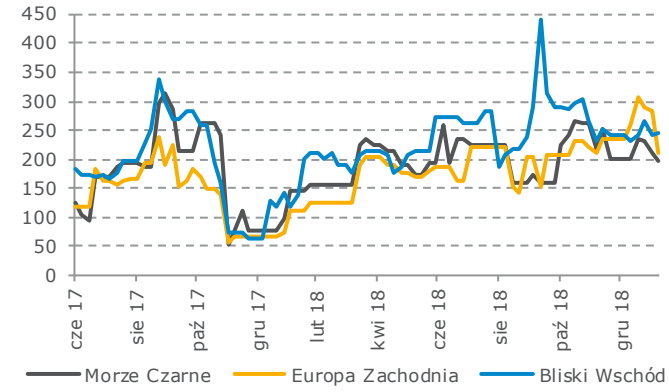
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



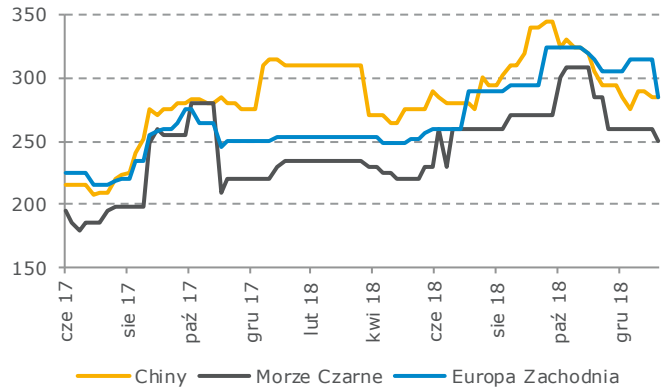
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



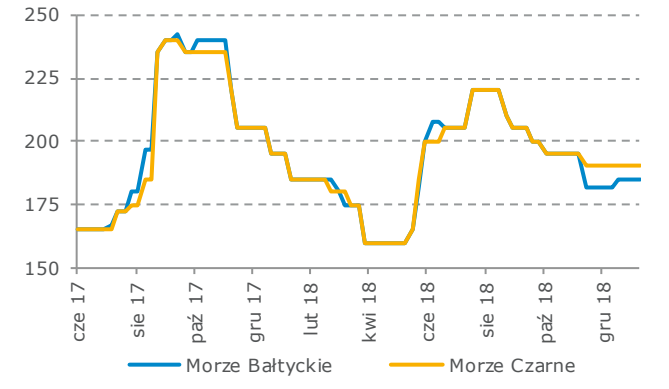
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



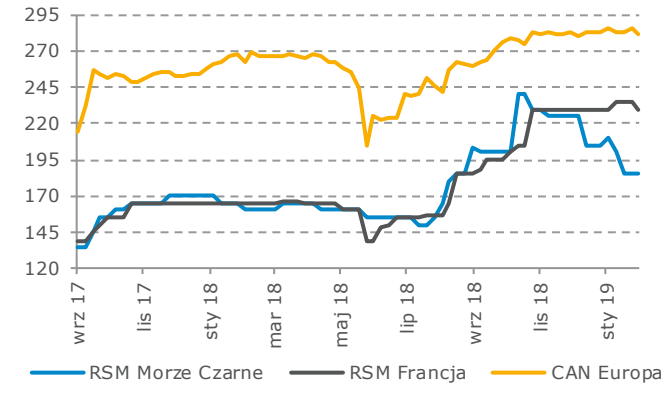
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



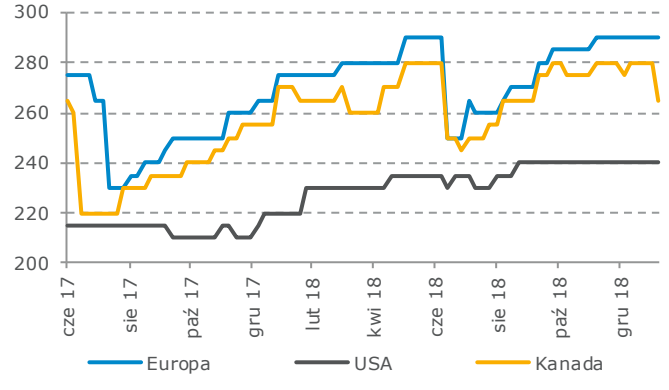
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



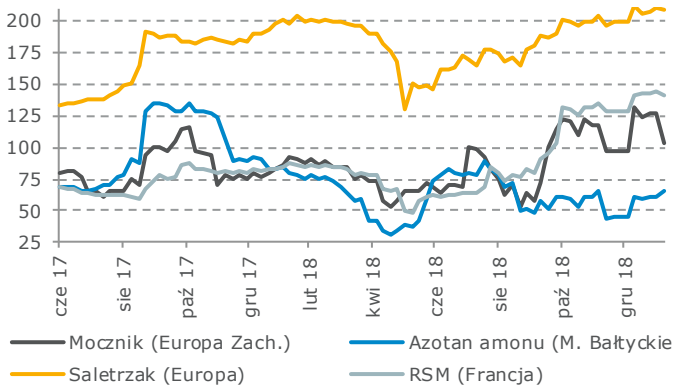
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



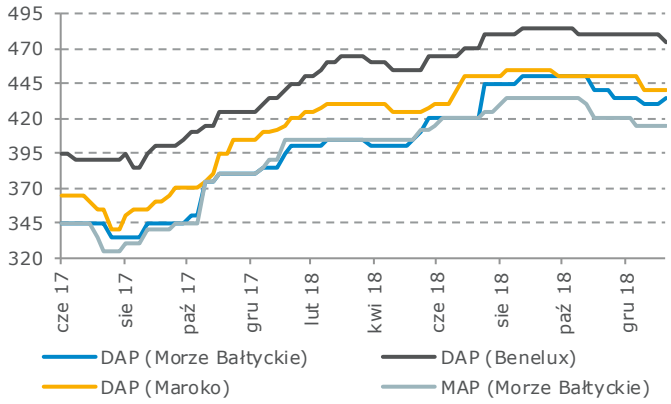
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



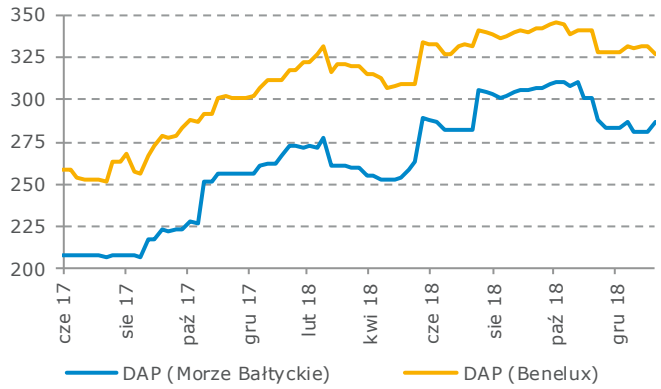
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

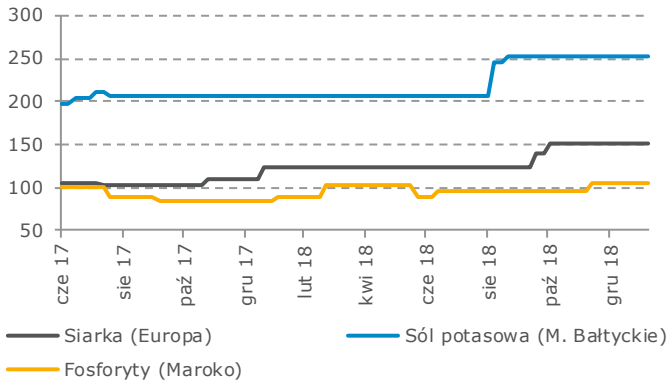
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



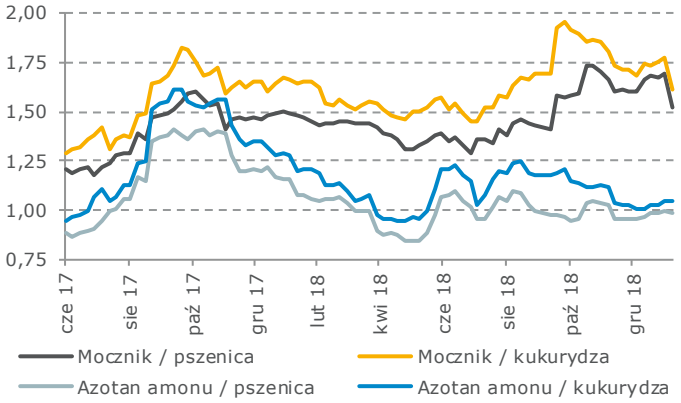
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



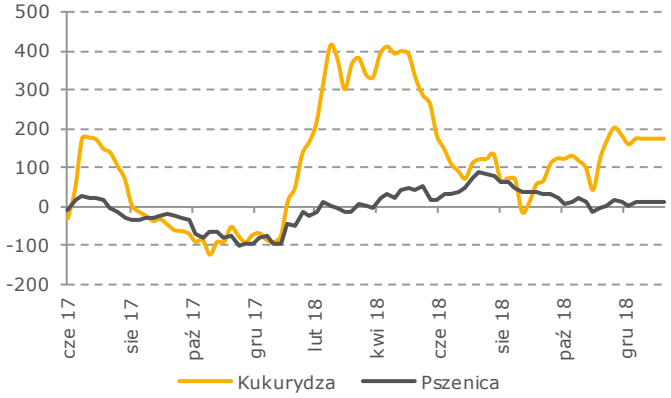
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



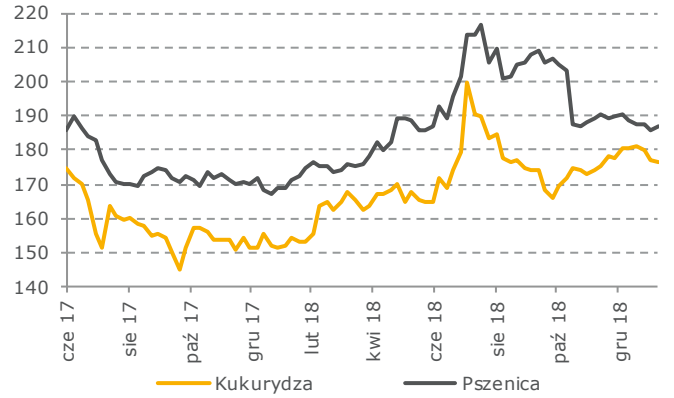
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



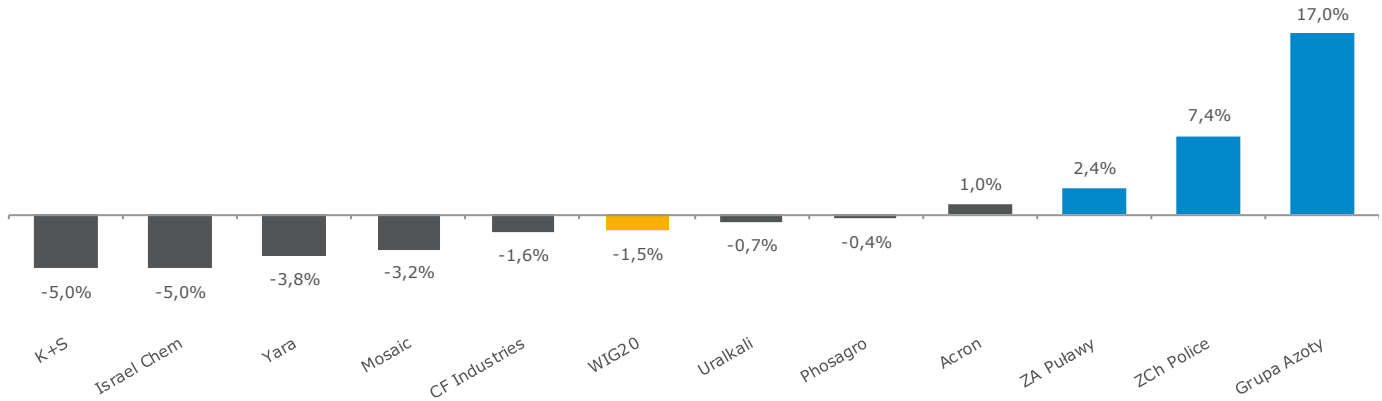
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



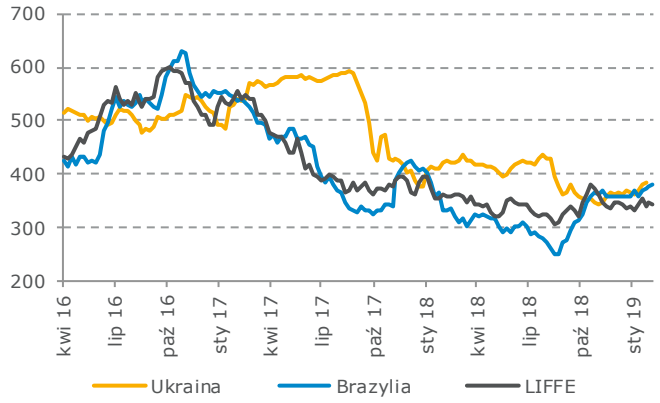
Tygodniowy performance producentów nawozów



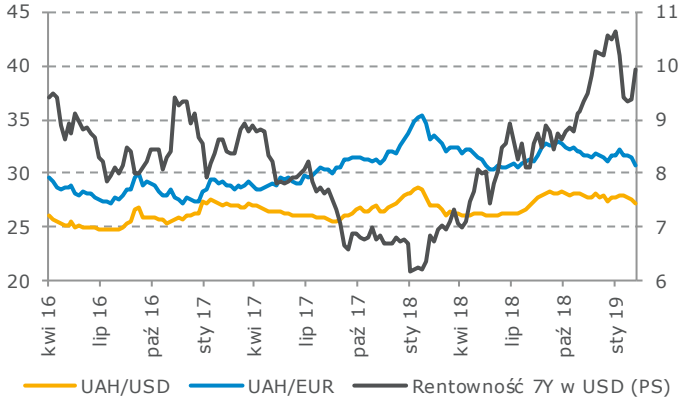
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

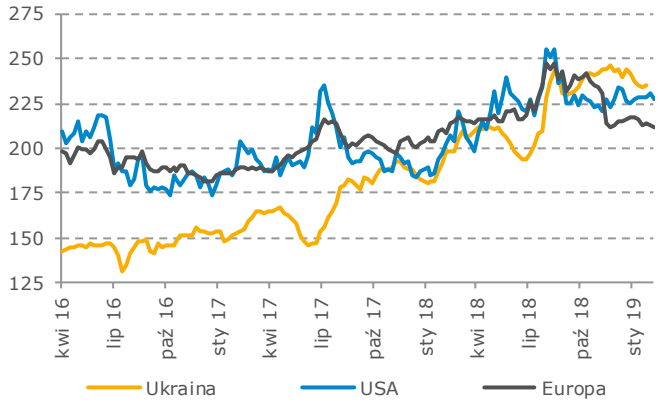
Cena cukru (USD/Mt)



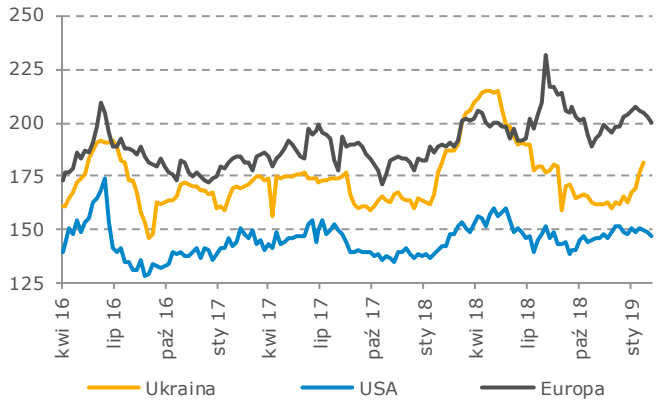
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



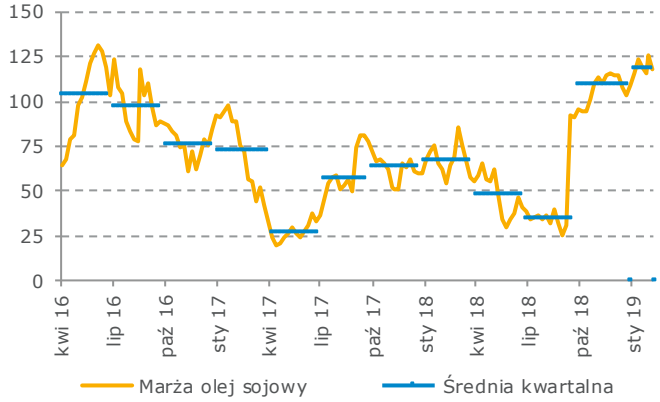
Cena pszenicy (USD/Mt)



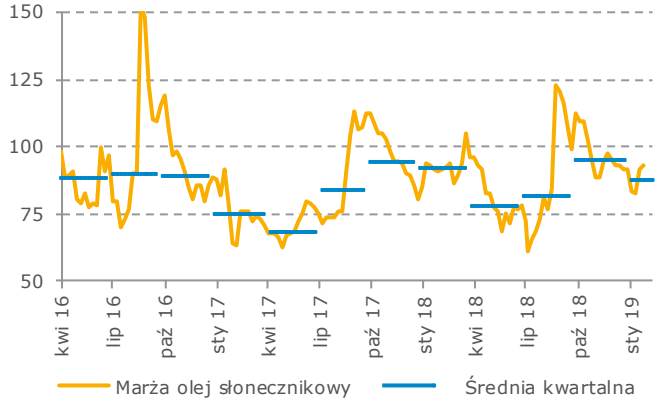
Cena kukurydzy (USD/Mt)



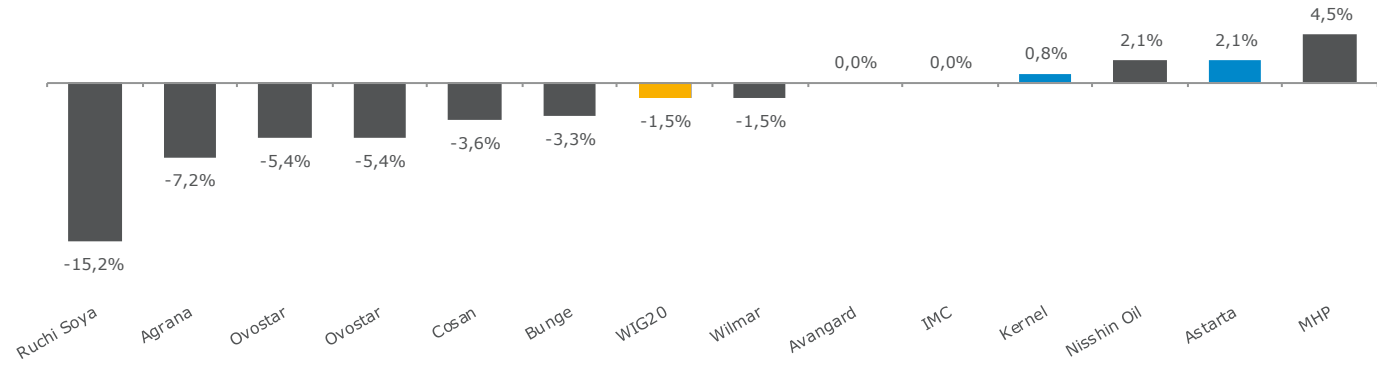
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych

		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	8,5	8,3	7,5	2,4	2,3	2,1	23,7	19,4	16,4	28%	28%	28%	6,0%	4,2%	5,2%
Enea	10,9	4,5	3,6	3,3	0,9	0,8	0,8	7,8	4,2	3,6	20%	22%	23%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	10,5	4,2	4,2	4,5	0,8	0,7	0,8	4,6	6,1	6,5	20%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	12,1	5,1	4,3	3,7	1,3	0,8	0,7	11,7	8,2	6,9	26%	20%	20%	0,0%	0,0%	3,0%
Tauron	2,4	3,8	3,9	3,3	0,7	0,6	0,6	4,3	3,3	2,7	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	8,4	4,2	2,3	1,6	0,3	0,2	0,2	-	9,4	4,3	6%	10%	15%	7,1%	4,8%	5,7%
EDF	14,6	5,2	4,8	4,4	1,1	1,1	1,0	23,8	18,1	13,1	22%	22%	24%	2,1%	2,7%	3,7%
EDP	3,2	9,1	8,5	8,2	2,1	1,9	1,9	15,7	13,4	12,8	23%	23%	23%	6,0%	6,0%	6,0%
Endesa	21,7	8,1	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	15,9	15,1	15,0	17%	18%	18%	6,3%	6,6%	6,7%
Enel	5,1	7,3	6,9	6,5	1,5	1,5	1,5	12,6	10,9	10,2	21%	22%	23%	5,5%	6,3%	6,9%
EON	9,5	5,3	5,2	4,0	0,7	0,6	0,4	14,4	13,9	12,7	13%	12%	11%	4,5%	4,9%	5,3%
Fortum	20,3	13,9	13,5	12,4	4,5	4,3	4,1	25,4	15,8	14,1	32%	32%	34%	5,4%	5,4%	5,4%
Iberdola	7,2	9,8	9,2	8,7	2,5	2,4	2,3	15,3	14,4	13,5	26%	26%	27%	4,7%	4,9%	5,2%
National Grid	8,4	10,9	10,9	10,3	3,6	3,5	3,4	8,2	14,9	14,5	33%	32%	33%	5,3%	5,6%	5,8%
Red Electrica	19,9	9,8	9,6	9,8	7,6	7,5	7,6	15,3	14,8	15,4	78%	78%	77%	4,9%	5,3%	5,4%
RWE	22,0	8,9	8,5	4,1	0,7	0,7	0,5	19,1	17,7	11,4	8%	8%	12%	3,2%	3,5%	4,2%
SSE	11,7	10,0	11,3	9,6	0,7	0,7	0,7	14,4	16,3	12,1	7%	7%	7%	8,1%	8,2%	6,8%
Verbund	44,1	21,6	16,0	13,3	6,7	5,8	5,2	45,8	28,2	21,9	31%	36%	40%	1,0%	1,7%	2,2%
Mediana		**8,3**	**8,0**	**7,0**	**1,4**	**1,2**	**1,2**	**15,3**	**14,6**	**12,7**	**21%**	**22%**	**23%**	**4,8%**	**4,8%**	**5,3%**

Wycena spółek rafineryjnych

		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	92,16	5,4	7,8	6,3	0,7	0,7	0,6	9,0	16,0	14,1	12%	9%	10%	1,1%	3,3%	1,9%
MOL	3156,00	4,0	4,6	4,3	0,6	0,6	0,6	8,4	11,4	10,1	15%	12%	13%	4,0%	3,2%	3,4%
PKN Orlen	102,80	5,1	7,4	6,4	0,5	0,4	0,4	8,0	14,6	13,5	9%	6%	7%	2,9%	2,9%	2,9%
Hellenic Petroleum	7,87	5,6	6,0	5,4	0,4	0,5	0,5	7,9	9,1	7,3	8%	8%	9%	5,5%	6,4%	6,3%
HollyFrontier	54,96	5,3	5,8	5,5	0,7	0,7	0,7	8,9	9,1	8,6	12%	12%	12%	2,4%	2,5%	2,5%
Marathon Petroleum	61,72	7,6	4,9	4,1	0,6	0,5	0,5	11,5	9,5	6,8	8%	10%	11%	3,0%	3,4%	3,8%
Motor Oil	21,05	4,4	4,7	4,1	0,3	0,3	0,3	7,8	8,1	6,9	6%	6%	7%	6,4%	6,7%	7,3%
Neste Oil	86,64	15,3	11,4	10,9	1,5	1,5	1,5	28,5	17,5	16,6	10%	13%	14%	2,6%	2,9%	3,0%
OMV	46,24	4,7	4,0	3,8	1,0	1,0	0,9	10,5	9,0	8,2	21%	24%	25%	3,8%	4,0%	4,4%
Phillips 66	94,23	8,0	6,9	5,9	0,5	0,5	0,5	7,9	10,9	8,4	6%	7%	8%	3,3%	3,7%	3,9%
Saras	1,74	4,0	3,4	2,9	0,2	0,2	0,2	15,0	8,6	6,7	4%	5%	6%	4,6%	6,2%	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	143,50	5,6	6,2	4,9	0,5	0,4	0,4	10,3	8,0	5,8	9%	7%	8%	7,9%	10,1%	15,0%
Valero Energy	83,34	6,2	6,3	5,0	0,4	0,4	0,3	11,4	11,2	7,4	6%	6%	7%	3,8%	4,3%	4,6%
Mediana		**5,5**	**6,1**	**5,2**	**0,6**	**0,5**	**0,5**	**9,7**	**10,2**	**8,3**	**8%**	**8%**	**9%**	**3,5%**	**3,5%**	**3,8%**

Wycena spółek petrochemicznych

		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	102,80	5,1	7,4	6,4	0,5	0,4	0,4	8,0	14,6	13,5	9%	6%	7%	2,9%	2,9%	2,9%
Axiall	74,82	5,4	5,8	5,3	1,4	1,3	1,3	8,9	9,5	8,2	25%	23%	24%	1,2%	1,3%	1,4%
Braskem	53,97	5,9	6,3	6,4	1,2	1,2	1,2	12,8	14,0	18,2	20%	19%	19%	3,3%	2,6%	3,0%
Eastman Chemical	79,36	7,9	7,4	7,0	1,7	1,6	1,6	10,4	9,0	8,2	21%	22%	23%	2,8%	3,0%	3,3%
Huntsman Corp	22,22	5,7	5,9	5,5	0,9	0,9	0,9	6,8	7,0	6,3	16%	15%	16%	2,9%	3,1%	3,2%
Lotte Chemicals	283 500	3,6	3,6	3,3	0,6	0,6	0,6	5,8	5,8	5,4	17%	17%	17%	3,7%	3,8%	4,1%
LyondellBasell	83,91	6,2	6,0	5,4	1,0	1,0	1,0	7,0	8,0	7,0	17%	17%	18%	4,9%	4,8%	5,1%
Mitsubishi Chemical	797,30	7,0	6,5	6,2	1,0	0,9	0,9	5,4	5,4	5,4	14%	14%	14%	4,0%	5,0%	5,1%
Mitsui Chemicals	2652,00	6,7	6,5	6,2	0,8	0,7	0,7	7,4	6,4	6,4	11%	10%	11%	3,4%	3,8%	4,1%
Westlake Chemical	74,82	5,4	5,8	5,3	1,4	1,3	1,3	8,9	9,5	8,2	25%	23%	24%	1,2%	1,3%	1,4%

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

Wycena spółek gazowych

		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	7,25	5,3	4,3	3,9	1,0	0,9	0,8	11,1	9,2	8,6	19%	20%	21%	1,0%	1,7%	3,3%
A2A	1,54	6,6	6,8	6,3	1,3	1,3	1,3	11,6	13,9	12,3	20%	19%	20%	4,3%	4,9%	5,1%
BG Group	24,27	6,1	5,4	4,9	0,8	0,9	0,8	11,5	10,8	9,3	14%	16%	17%	5,8%	6,0%	6,1%
BP	5,44	6,2	5,0	4,6	0,6	0,6	0,6	15,4	12,7	11,3	11%	13%	14%	5,6%	5,9%	6,0%
Centrica	1,37	5,2	5,0	4,7	0,4	0,4	0,4	11,8	11,7	10,1	9%	9%	9%	8,8%	8,5%	8,0%
Enagas	25,16	10,4	10,6	10,3	8,1	8,3	8,2	13,6	14,2	13,0	79%	78%	80%	6,1%	6,4%	6,7%
Endesa	21,74	8,1	7,8	7,7	1,4	1,4	1,4	15,9	15,1	15,0	17%	18%	18%	6,3%	6,6%	6,7%
Engie	13,91	6,4	6,2	5,8	0,9	0,9	0,9	14,2	13,1	11,5	15%	15%	15%	5,4%	5,6%	6,2%
Eni	14,65	3,3	3,3	3,2	0,8	0,8	0,7	12,0	11,7	10,7	25%	25%	23%	5,7%	5,8%	5,9%
Equinor	193,85	3,0	3,0	2,7	1,1	1,1	1,0	10,5	11,7	10,3	37%	37%	38%	3,8%	5,5%	4,8%
Gas Natural SDG	24,03	10,7	9,0	8,6	1,7	1,6	1,6	-	16,5	15,1	16%	18%	18%	5,4%	5,7%	6,0%
Gazprom	161,29	2,4	2,5	2,4	0,7	0,7	0,7	2,7	3,1	2,9	29%	28%	28%	6,3%	6,5%	8,2%
Hera	2,95	7,3	7,2	7,0	1,3	1,3	1,2	16,2	16,1	15,6	17%	17%	17%	3,4%	3,5%	3,7%
NovaTek	179,40	13,2	12,5	11,7	4,7	4,4	4,1	16,9	13,9	12,6	36%	35%	36%	1,7%	2,0%	2,4%
ROMGAZ	30,40	3,9	4,1	4,0	1,9	1,9	1,8	7,5	8,5	8,5	50%	47%	46%	17,7%	10,7%	10,8%
Shell	27,66	6,1	5,4	4,9	0,8	0,9	0,8	11,6	10,8	9,3	14%	16%	17%	5,8%	6,1%	6,1%
Snam	4,12	12,6	12,2	12,0	10,1	9,9	9,7	14,1	13,5	13,2	81%	81%	81%	5,6%	5,8%	6,0%
Total	48,72	5,7	4,7	4,4	1,0	0,9	0,9	13,5	10,1	9,2	17%	18%	19%	4,5%	5,6%	5,7%
Mediana		**6,1**	**5,4**	**4,9**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**12,0**	**12,2**	**11,0**	**18%**	**19%**	**20%**	**5,6%**	**5,8%**	**6,0%**

Wycena spółek wydobywczych

		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	3156,00	4,7	4,8	4,5	0,7	0,7	0,6	8,1	8,4	7,3	15%	14%	14%	3,9%	3,7%	3,9%
Bashneft	1955,00	1,9	1,8	1,7	0,4	0,4	0,4	3,2	3,0	2,9	23%	24%	24%	12,4%	14,7%	11,6%
BP	5,44	6,2	5,0	4,6	0,6	0,6	0,6	15,4	12,7	11,3	11%	13%	14%	5,6%	5,9%	6,0%
Dana Gas	0,86	6,9	6,4	-	3,5	3,3	-	23,2	11,8	-	51%	51%	-	8,1%	10,7%	-
Eni	14,65	3,3	3,3	3,2	0,8	0,8	0,7	12,0	11,7	10,7	25%	25%	23%	5,7%	5,8%	5,9%
Equinor	193,85	3,0	3,0	2,7	1,1	1,1	1,0	10,5	11,7	10,3	37%	37%	38%	3,8%	5,5%	4,8%
Gazprom Neft	341,20	3,7	3,8	3,8	0,9	0,9	0,9	4,1	4,1	4,2	24%	23%	23%	7,8%	9,0%	9,4%
Gulf Keystone	2,06	3,0	3,0	1,9	2,2	2,1	1,5	8,2	7,6	3,9	73%	71%	79%	-	-	-
Lukoil	5419,50	3,6	3,6	3,5	0,5	0,5	0,5	6,1	6,2	6,0	14%	15%	15%	4,4%	4,4%	5,2%
Occidental Petroleum	64,84	5,8	6,6	6,4	3,2	3,5	3,5	13,1	18,3	18,8	56%	53%	54%	4,8%	4,8%	4,9%
Repsol	14,89	4,4	4,2	3,8	0,6	0,6	0,6	9,7	8,9	7,7	14%	15%	15%	6,2%	6,5%	6,8%
Rosneft Oil	410,50	4,3	3,8	3,6	1,0	0,9	0,9	7,9	5,7	5,5	22%	25%	25%	3,6%	8,0%	10,0%
Shell	27,66	6,1	5,4	4,9	0,8	0,9	0,8	11,6	10,8	9,3	14%	16%	17%	5,8%	6,1%	6,1%
Surgutneftegas	40,39	-	-	-	-	-	-	2,9	5,0	4,5	-	-	-	14,9%	6,5%	7,0%
Total	48,72	5,7	4,7	4,4	1,0	0,9	0,9	13,5	10,1	9,2	17%	18%	19%	4,5%	5,6%	5,7%
Tullow Oil	2,04	4,7	4,8	4,8	3,5	3,6	3,4	11,5	9,8	9,3	75%	74%	71%	0,1%	2,0%	2,3%
Mediana		**4,4**	**4,2**	**3,8**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**10,1**	**9,4**	**7,7**	**23%**	**24%**	**23%**	**5,6%**	**5,9%**	**6,0%**

Wycena spółek surowcowych

		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	65,34	1,3	3,2	4,2	0,5	0,6	0,7	3,3	10,7	22,7	37%	20%	17%	0,0%	9,1%	3,8%
KGHM	92,50	5,0	4,2	4,1	1,2	1,0	0,9	13,0	7,9	8,8	24%	23%	22%	0,0%	1,1%	2,5%
LW Bogdanka*	55,00	3,5	2,5	2,3	1,0	0,8	0,8	21,5	8,5	7,7	27%	33%	34%	1,4%	2,9%	4,9%
Anglo American	19,13	4,5	4,5	4,8	1,5	1,5	1,5	10,3	9,9	10,9	33%	34%	31%	4,1%	4,2%	4,1%
Antofagasta	8,40	5,9	5,2	5,1	2,8	2,6	2,5	19,4	15,4	14,6	47%	50%	50%	2,4%	2,7%	3,3%
BHP Group	17,25	6,5	6,0	6,2	3,3	3,2	3,2	33,4	12,1	12,5	51%	53%	52%	2,7%	8,5%	5,4%
Freeport-McMoRan	11,53	4,8	8,6	6,7	1,7	2,1	2,0	7,4	21,8	12,4	35%	25%	30%	1,7%	2,0%	3,2%
Glencore	2,90	5,0	5,0	4,9	0,4	0,4	0,4	8,4	9,3	8,5	7%	7%	7%	5,6%	5,4%	6,3%
Grupo Mexico	43,50	4,7	4,5	4,2	2,2	2,1	1,9	13,2	9,0	8,4	47%	46%	46%	9,3%	7,1%	9,5%
Kazakhmys	6,07	4,5	4,9	4,6	2,6	2,6	2,5	6,8	7,5	6,8	56%	54%	54%	1,3%	1,5%	1,7%
Rio Tinto	42,87	5,9	5,9	6,2	2,6	2,7	2,8	11,0	11,0	12,3	44%	46%	45%	5,6%	5,5%	4,8%
Southern CC	31,17	8,2	7,7	7,0	4,1	3,8	3,6	15,6	13,5	12,4	50%	50%	50%	4,5%	3,9%	5,0%
Mediana		**4,9**	**5,0**	**4,8**	**2,0**	**2,1**	**2,0**	**12,0**	**10,3**	**11,6**	**41%**	**40%**	**39%**	**2,6%**	**4,1%**	**4,5%**
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	363,50	9,2	9,5	9,0	1,4	1,4	1,4	13,1	14,4	13,7	16%	15%	15%	6,6%	5,3%	4,9%
Alcoa	27,97	3,1	3,5	3,4	0,6	0,7	0,7	22,9	14,6	9,1	19%	19%	19%	-	0,1%	0,2%
Constellium	8,83	5,9	5,5	4,9	0,5	0,5	0,5	5,3	4,7	3,7	9%	9%	10%	-	0,8%	1,1%
Kaiser Aluminum	100,19	9,3	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	34,25	5,3	5,2	4,2	0,5	0,5	0,5	15,9	12,4	8,8	10%	10%	12%	3,6%	4,0%	5,0%
Rusal	3,84	6,5	7,9	7,4	1,4	1,4	1,4	3,8	3,9	3,6	22%	18%	19%	3,5%	5,2%	5,5%
Mediana		**6,2**	**6,7**	**6,2**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**14,5**	**12,9**	**9,0**	**14%**	**14%**	**15%**	**3,6%**	**3,1%**	**3,6%**

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

Wycena spółek nawozowych

		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	44,46	7,9	7,9	8,2	0,6	0,7	0,8	100+	32,3	28,8	7%	9%	9%	2,7%	0,2%	0,6%
ZA Police*	15,30	9,7	7,3	5,9	0,6	0,5	0,5	-	20,7	11,7	6%	7%	9%	3,5%	-	-
Acron	4700,00	8,1	7,2	7,2	2,6	2,5	2,3	10,9	9,9	9,2	32%	34%	32%	7,0%	7,0%	7,3%
CF Industries	41,96	10,7	8,5	7,9	3,6	3,2	3,1	29,7	16,6	13,6	33%	38%	40%	2,9%	2,9%	2,9%
Israel Chemicals	19,94	5,0	8,2	7,8	1,6	1,7	1,6	5,7	14,3	13,0	33%	20%	21%	0,9%	3,4%	3,8%
K+S	16,17	10,4	7,3	6,5	1,6	1,5	1,4	42,6	12,2	9,4	15%	20%	21%	1,7%	3,4%	4,2%
Phosagro	2509,00	5,8	5,5	5,4	1,9	1,8	1,7	7,7	8,1	8,3	33%	33%	32%	6,0%	6,0%	6,0%
The Mosaic Company	30,92	8,1	7,0	6,7	1,7	1,6	1,5	16,2	12,7	11,5	21%	23%	23%	0,3%	0,4%	0,6%
Yara International	332,20	12,8	6,9	5,9	1,2	1,0	1,0	70,4	12,5	9,4	9%	15%	16%	1,8%	3,5%	4,4%
Mediana		**8,1**	**7,3**	**6,7**	**1,6**	**1,6**	**1,5**	**16,2**	**12,7**	**11,5**	**21%**	**20%**	**21%**	**2,7%**	**3,4%**	**4,0%**

Wycena spółek spożywczych

		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*	24,50	5,5	4,4	3,4	1,0	1,0	0,8	20,6	7,0	3,3	19%	22%	25%	-	-	-
IMC*	14,10	3,7	4,0	-	1,3	1,2	-	4,5	5,6	-	34%	31%	-	10,7%	11,2%	-
Kernel	49,90	7,6	5,5	4,7	0,7	0,6	0,4	22,3	7,1	5,2	9%	10%	9%	1,8%	1,8%	5,8%
Ovostar*	106,00	5,9	4,9	-	1,2	1,2	-	-	-	-	20%	25%	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	17,64	5,8	8,3	7,1	0,6	0,6	0,6	7,9	21,5	16,4	10%	7%	8%	6,4%	4,8%	5,3%
Bunge Limited	52,34	9,7	8,7	8,3	0,3	0,3	0,3	16,0	11,2	10,4	3%	4%	4%	3,7%	3,9%	4,3%
Cosan	42,88	5,5	4,7	4,3	0,4	0,4	0,4	18,8	12,1	10,4	8%	9%	9%	4,3%	4,5%	5,2%
MHP	11,50	5,3	5,0	4,3	1,6	1,5	1,3	5,9	6,6	4,7	31%	29%	32%	6,5%	6,5%	6,5%
Nisshin Oillio	3190,00	10,4	8,6	8,6	0,5	0,5	0,5	15,6	13,0	14,5	5%	6%	6%	1,9%	2,2%	2,2%
Suedzucker	13,81	5,4	10,8	8,6	0,6	0,6	0,6	13,8	-	78,5	11%	6%	7%	3,3%	1,1%	1,4%
Wilmar Int.	3,26	14,3	14,1	13,4	0,8	0,8	0,7	12,6	12,1	11,0	6%	5%	5%	3,3%	3,5%	3,6%
Mediana		**5,8**	**5,5**	**7,1**	**0,7**	**0,6**	**0,6**	**14,7**	**11,2**	**10,4**	**10%**	**9%**	**8%**	**3,7%**	**3,9%**	**4,7%**

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, 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