

środa, 15 maja 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

Na rynku niemieckim kontrakt roczny oscyluje wokół 49 EUR/MWh, co jest pochodną niższych cen węgla oraz stabilizacji notowań CO₂ na poziomie 26 EUR/t. W Polsce również obserwowaliśmy korektę cen energii poniżej 270 PLN/MWh, co przełożyło się również na pogorszenie modelowego spreadu elektrowni zintegrowanej pionowo. Ceny zielonych certyfikatów utrzymują się na poziomie 135 PLN/MWh. Nadal czekamy na ostateczne rozstrzygnięcie ws rekompensat za zamrożenie cen energii, którego raczej należy się spodziewać w czerwcu po wyborach do Parlamentu Europejskiego.

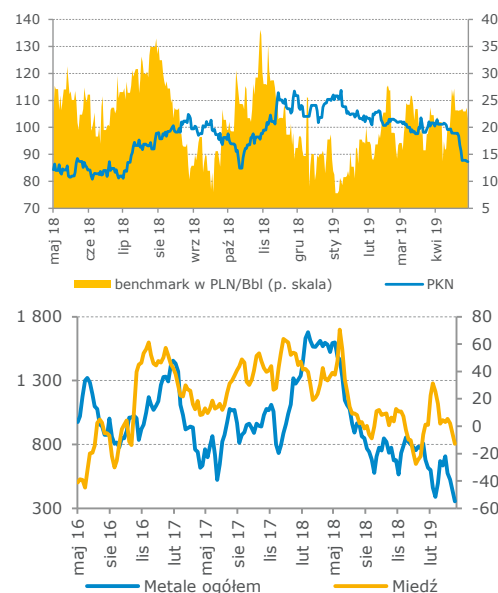
Rynek paliwowy

Nerwowość na rynku ropy (napięcie na Bliskim Wschodzie) pozwala na utrzymanie cen Brent powyżej 70 USD/Bbl mimo obaw o brak porozumienia na linii USA/Chiny. Marże rafinerijne spadły w okolice 6 USD/Bbl z uwagi na pogorszenie cracków na HSFO i dieslu, przy nadal mocnej benzynie. Doniesienia o rychłym wznowieniu dostaw rurociągiem Przyjaźń zmniejszyła premię na cenach ropy Ural względem Brent do 0,3 USD/Bbl. Nadal jednak wiele wskazuje, że średnioterminowe założenia dla dyferencjału będą musiały być zrewidowane w dół z uwagi na mniejszą globalnie dostępność rop ciężkich. Pewnym zaskoczeniem ostatniego tygodnia jest wzrost marż petrochemicznych, mimo wzrostu cen ropy i rosnącego zagrożenia przekierowania eksportu polietylenu z USA po wprowadzeniu ceł na rynku chińskim. Ceny gazu w kontraktach miesięcznych wróciły w Europie na kwietniowe minima, co może trochę dziwić w kontekście ryzyka zablokowania cieśniny Ormuz i możliwych turbulencji w dostawach LNG z Kataru. Zwracamy jednak uwagę, że kontrakt roczny nadal utrzymuje się powyżej 20 EUR/MWh.

Rynek węgla koksowego

Zapasy koksu w chińskich portach zanotowały kolejny tydzień wzrostu, bijąc kolejny rekord (4,5 mln ton). Na radarze inwestorów są bardzo słabe wyniki spółek z przemysłu stalowego za 1Q'19 (Alchemia, Arcelor, Cognor, Kloeckner, Stalprodukt, ThyssenKrupp). Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na poprawiającą się konkurencyjność producentów stali opartych o elektryczne topienie złomu (EAF) względem wielkopiecowych (BOF). Naszym zdaniem może to pomóc Congor w drugiej połowie roku. Spółka we wrześniu planuje wypłacić 0,30 PLN dywidendy na akcję, co przy bieżącym kursie daje blisko 19% Dyield.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Załamane sentymentu na PKN/LTS

Problemy z rurociągiem Przyjaźń stały się negatywnym katalizatorem dla kursu polskich rafinerii i to mimo deklaracji o utrzymaniu pełnego przerobu dzięki alternatywnym źródłom dostaw. Nie bez znaczenia była też zapewne zaskakująca deklaracja LTS o zainteresowaniu projektem PDH. W efekcie notowania spółek odkleiły się od modelowej marży przerobowej, co może w krótkim terminie być argumentem za odbiciem.

Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na metalach ogółem (LP) i miedzi (PP)

Inwestorzy spekulacyjni panicznie zareagowali na zastrzeżenie wojny handlowej między USA a Chinami. Obecnie liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na metalach ogółem spadła do najniższego poziomu od 2016 roku. Niskie notowania metali oraz duże wyprzedanie rynku może skłaniać graczy do spekulacyjnego odkupienia surowców.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Kruszwica	-9,2%	+8%
Lotos	-8,0%	-20%
JSW	-6,7%	-27%
PKN Orlen	-6,5%	-19%
ZA Puławy	-5,8%	+38%
KGHM	-4,0%	+4%
Tarczyński	-3,8%	-14%
Astarta	-3,6%	+5%
Grupa Azoty	-3,4%	+10%
Ciech	-3,2%	-3%
Tupras	-2,1%	+14%
Boryszew	-1,0%	-7%
PGNiG	-0,5%	-20%
PGE	-0,2%	-13%
CEZ	+0,0%	-1%
Orzeł Biały	+0,0%	-1%
OMV	+0,1%	+16%
Kernel	+1,2%	+7%
Tauron	+1,8%	-22%
Impexmetal	+1,9%	+36%
PCC Rokita	+1,9%	+15%
IMC	+2,2%	+6%
ZE PAK	+2,3%	-6%
Kęty	+2,4%	+5%
LW Bogdanka	+2,4%	-25%
MOL	+2,8%	+3%
ZCh Police	+2,8%	+8%
Energa	+4,1%	-16%
Enea	+11,6%	-17%

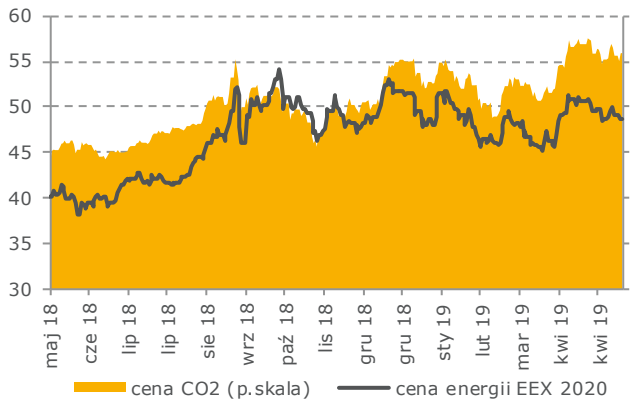
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-2,8%	-3%
Chemia	-2,5%	+5%
Energia	+1,9%	-14%
Paliwa	-5,5%	-19%
Spożywczy	+0,2%	+3%
Surowce	-4,2%	-4%
Ukraina	-0,3%	+4%

Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-1,3%	+16%
Oil & Gas E&P	+1,6%	+16%
Refining EU	-3,1%	-5%
Refining US	-4,9%	-1%
Agri & Food	-0,0%	+22%
Kauczuki	-4,4%	+8%
Nawozy	-1,0%	-2%
Chemicals EU	-1,7%	+11%
Industrials EU	-1,2%	+17%
Petchem World	-4,0%	-2%
Utilities EU	+0,3%	+12%
Utilities US	+0,6%	+11%

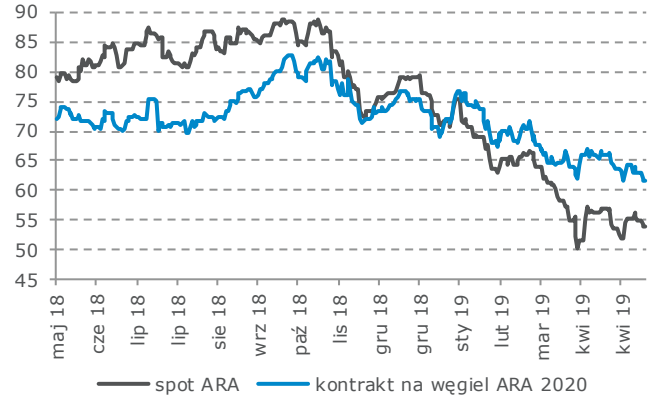


Energetyka

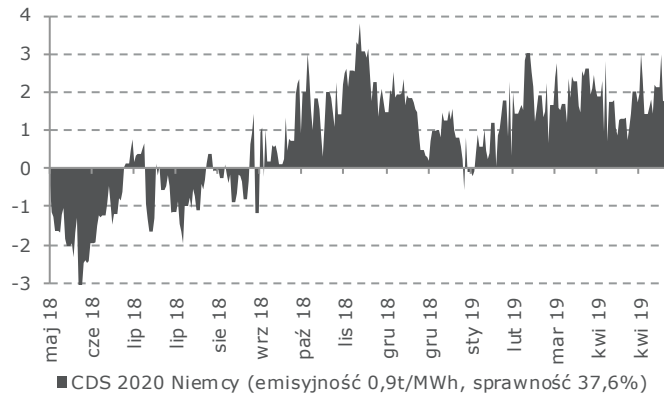
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



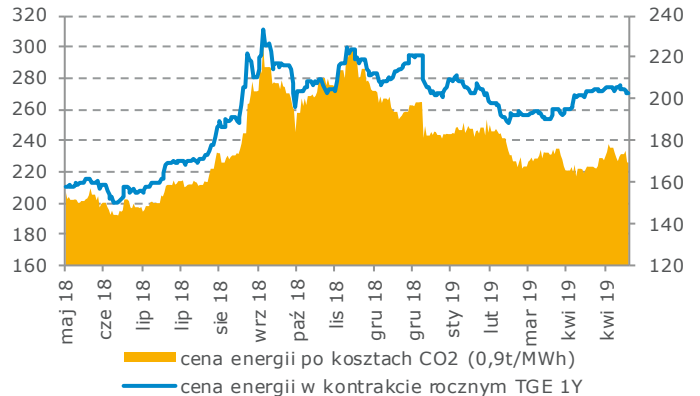
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



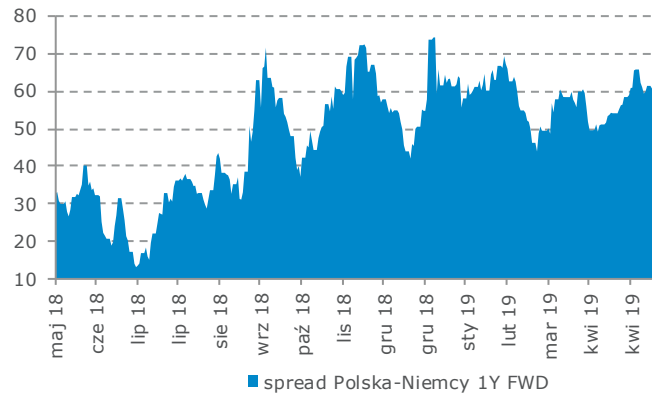
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



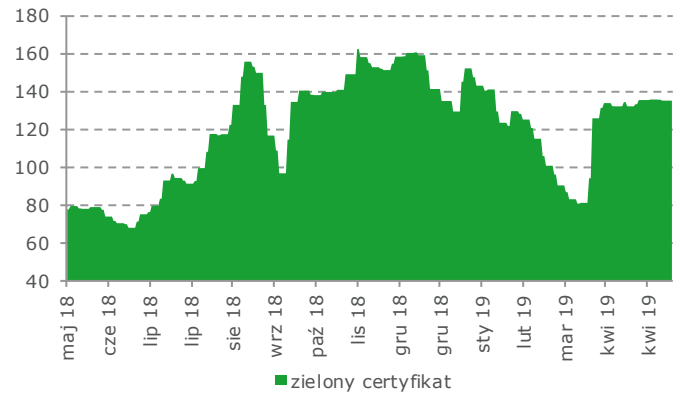
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



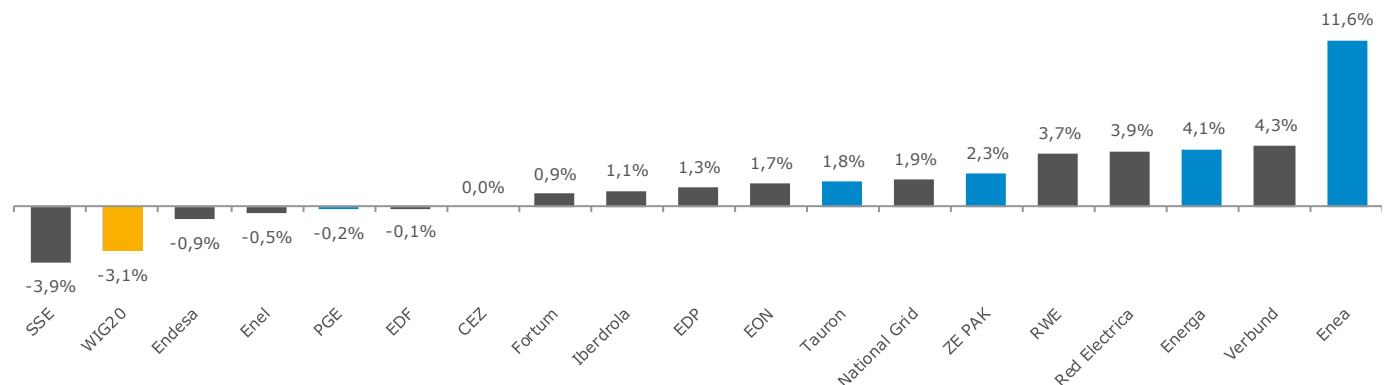
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



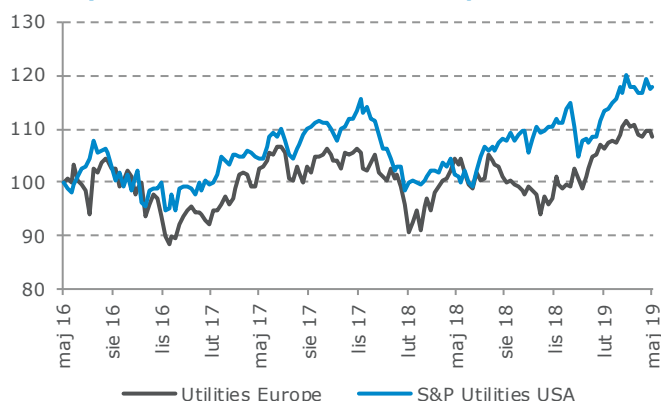
Tygodniowy performance spółek energetycznych



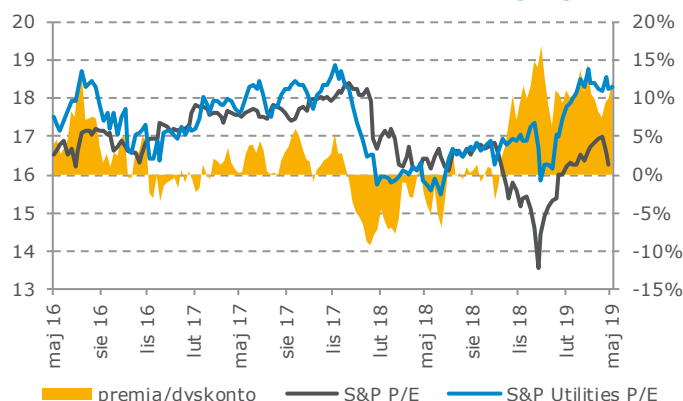
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

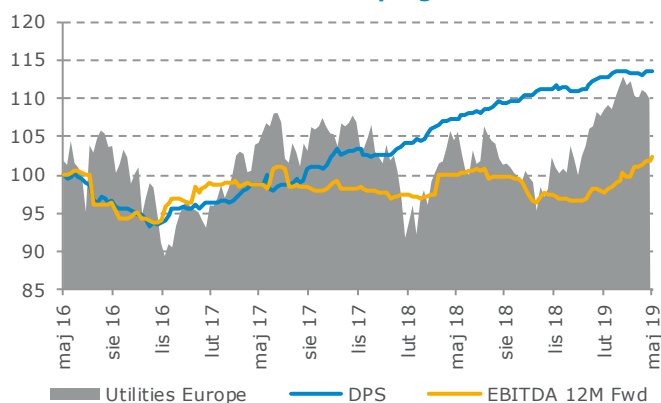
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



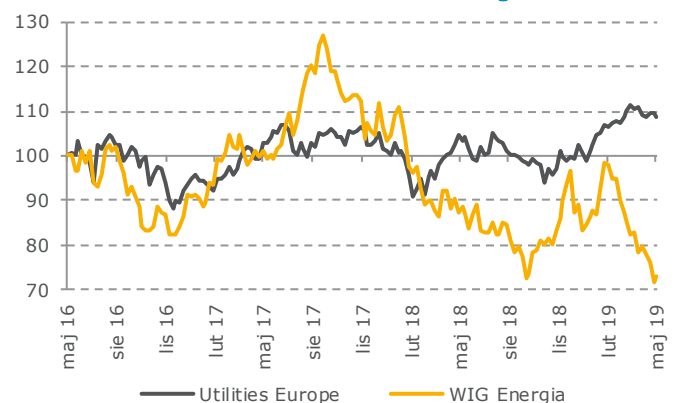
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



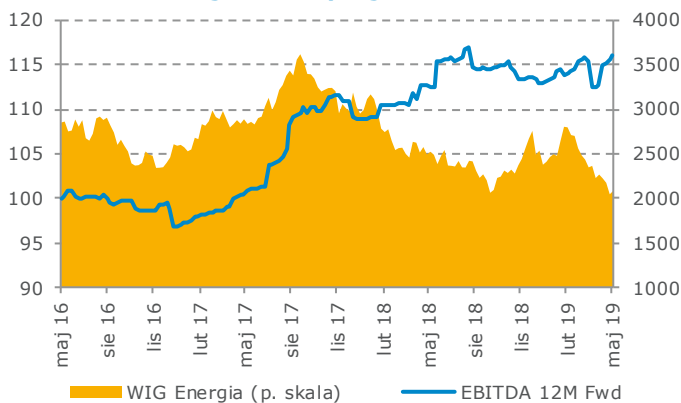
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



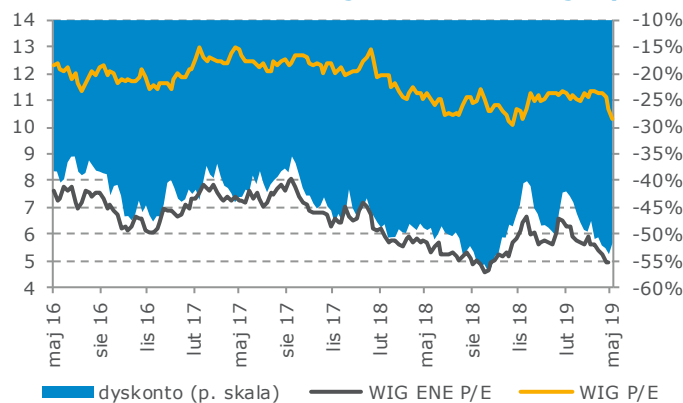
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



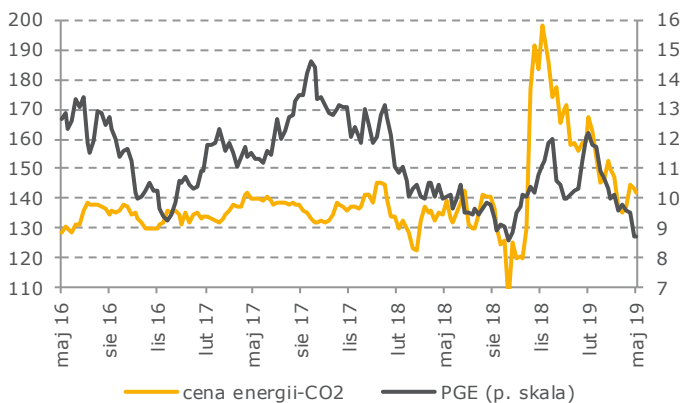
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



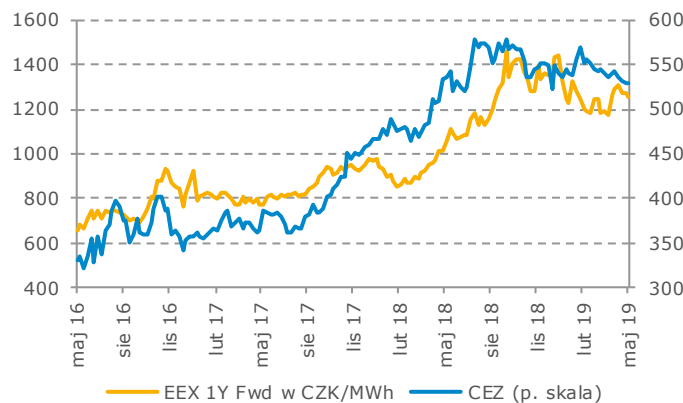
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



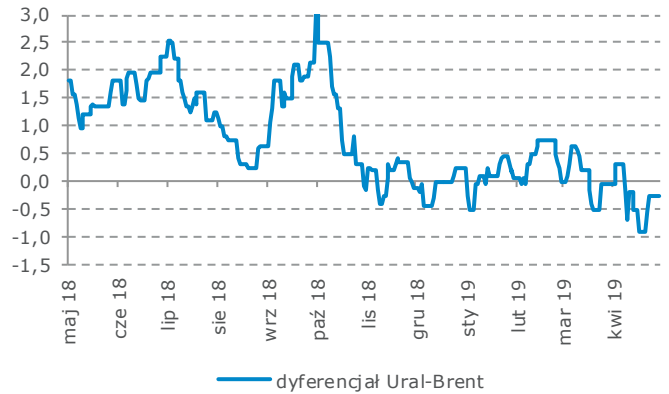
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

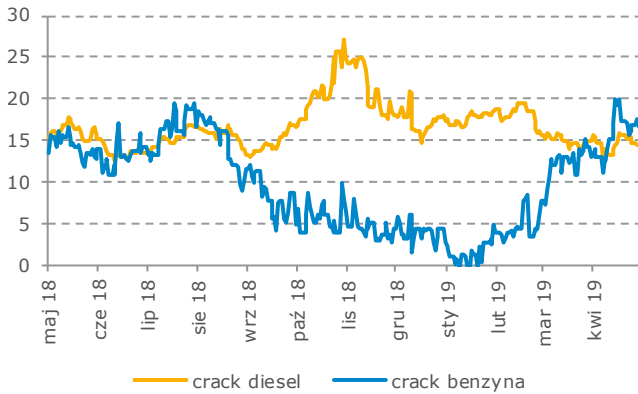
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



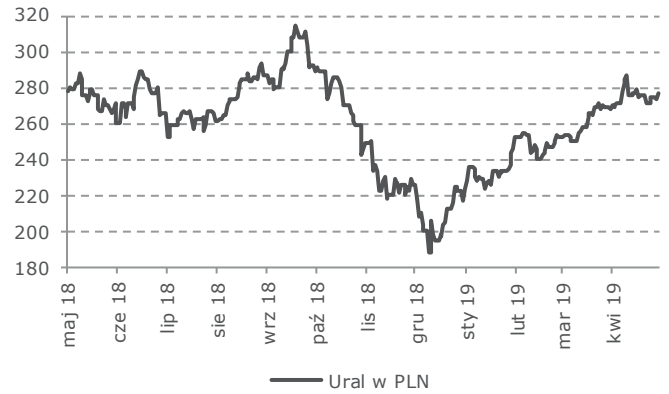
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



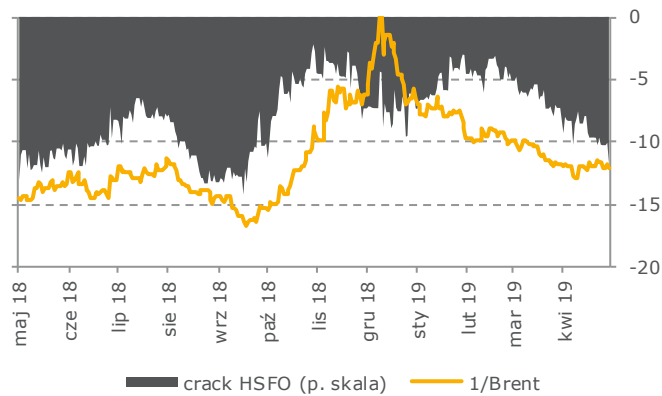
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



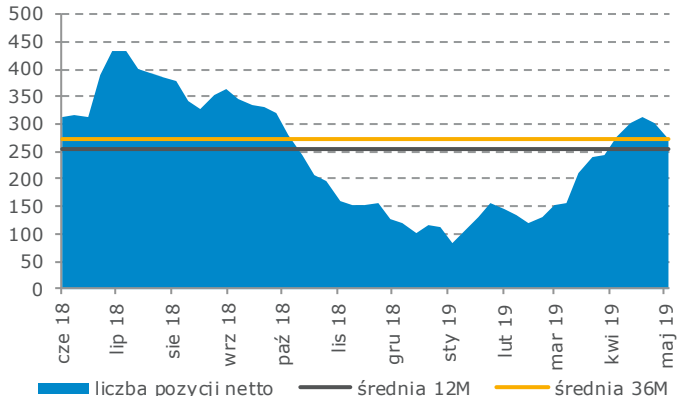
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



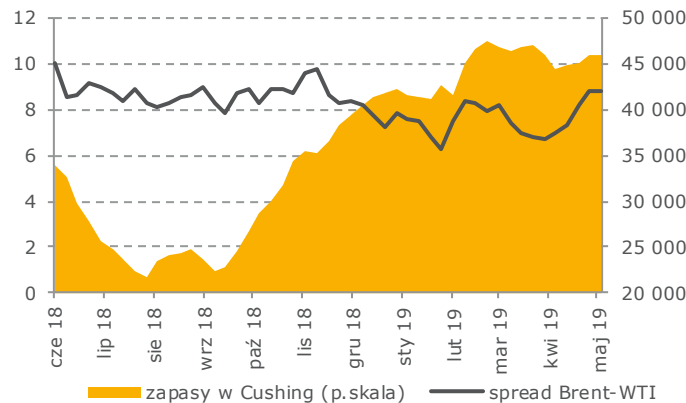
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



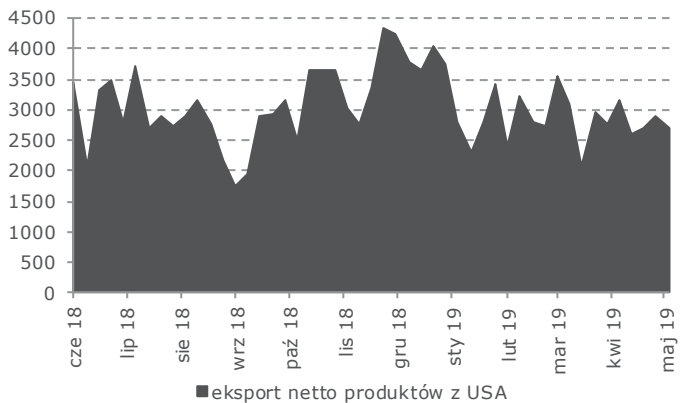
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



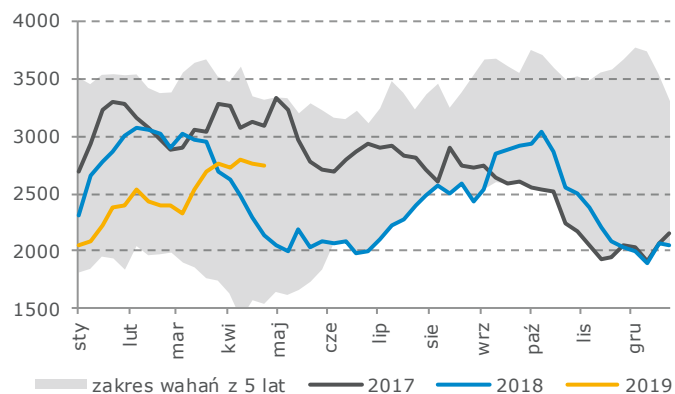
Eksport netto paliw z USA



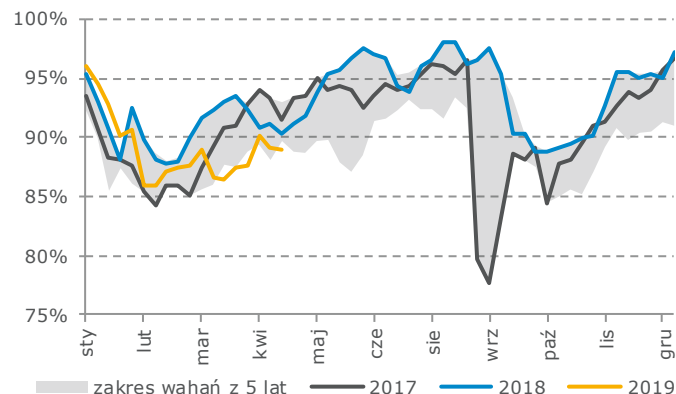
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

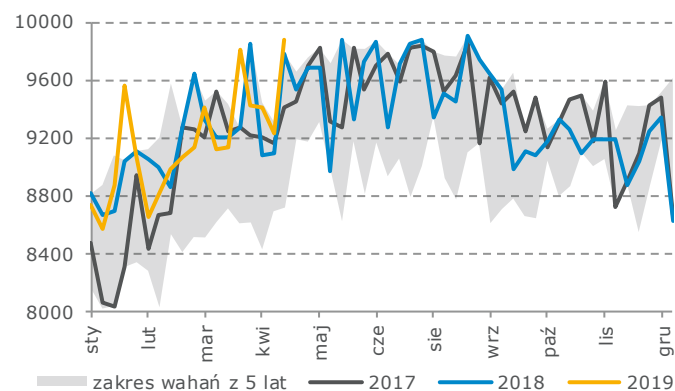
Zapasy diesla w portach ARA



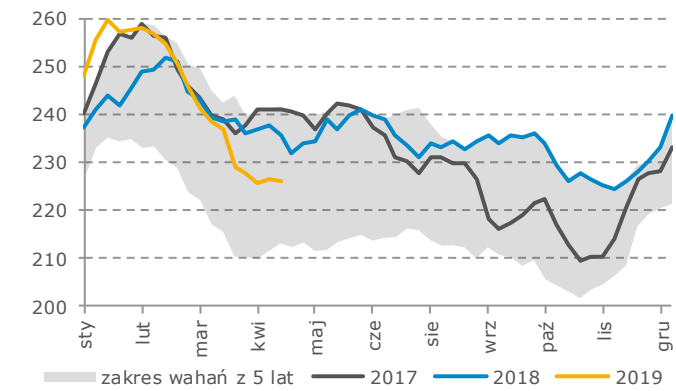
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



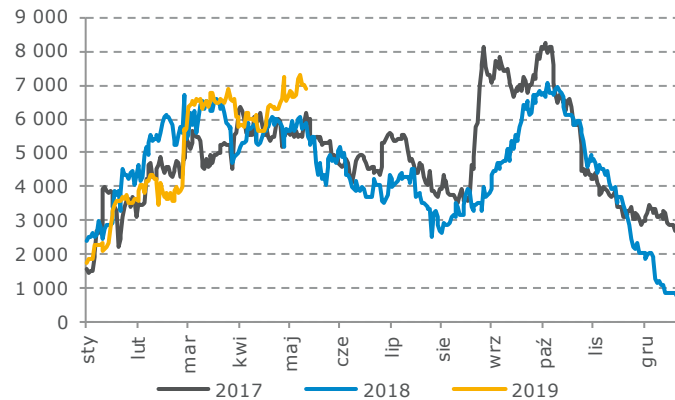
Popyt na benzynę w USA



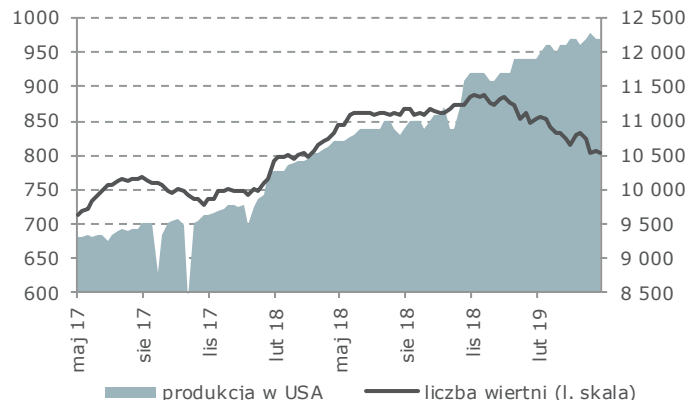
Zapasy benzyny w USA



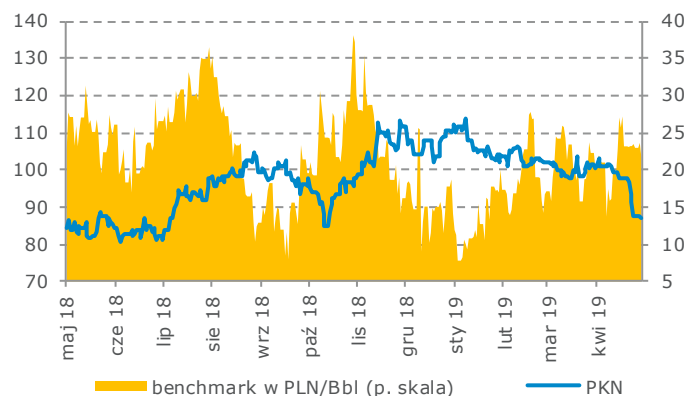
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



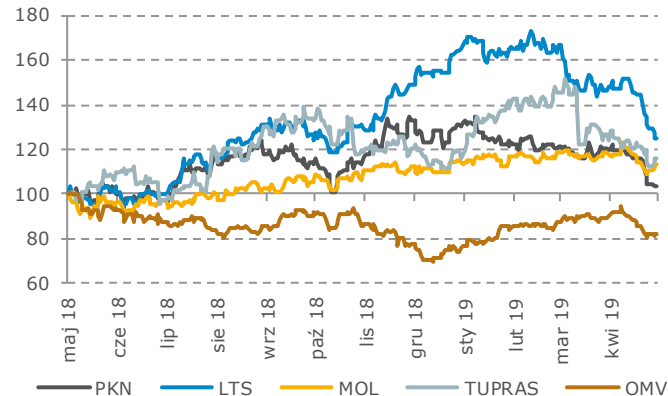
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



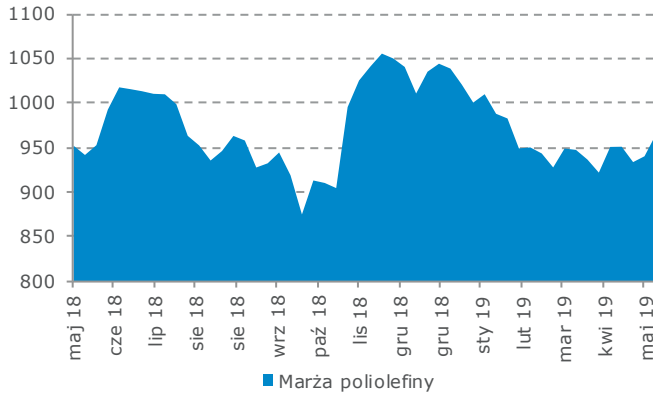
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



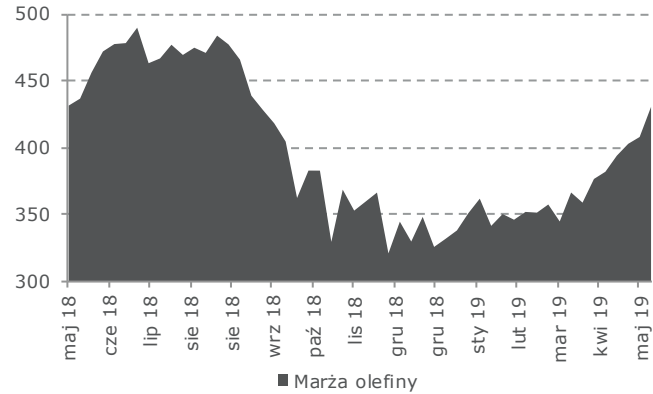
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

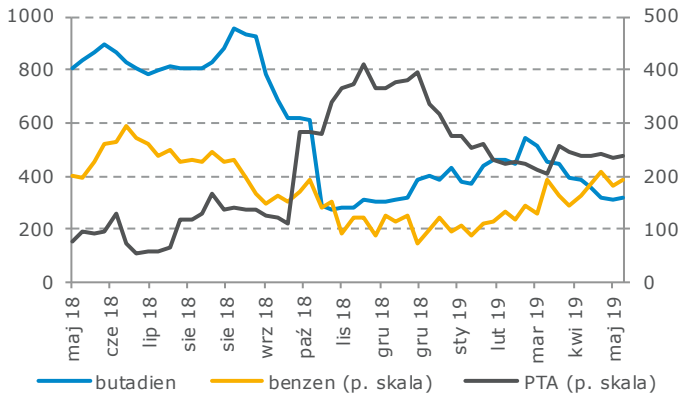
Marża petrochemiczna poliolefiny



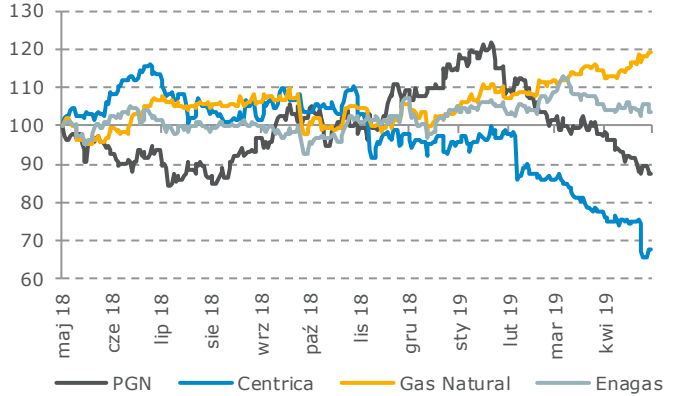
Marża petrochemiczna olefiny



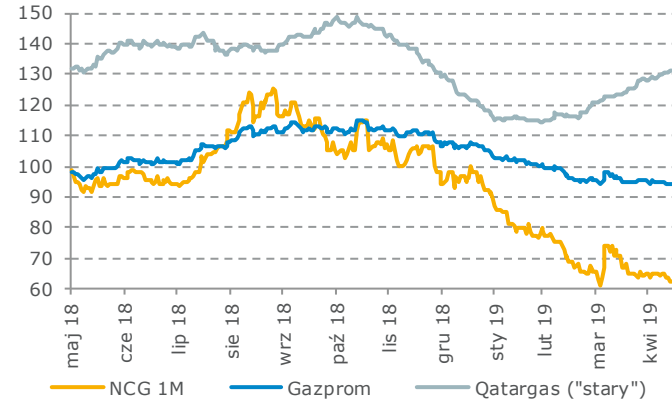
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



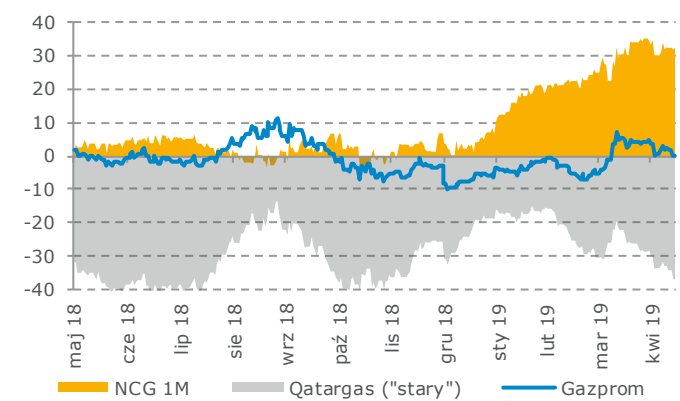
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



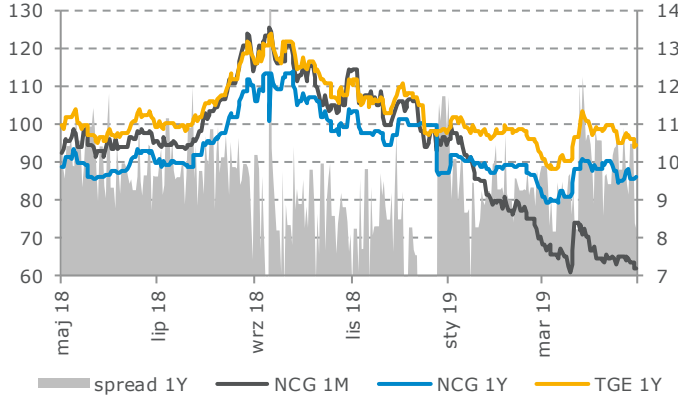
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



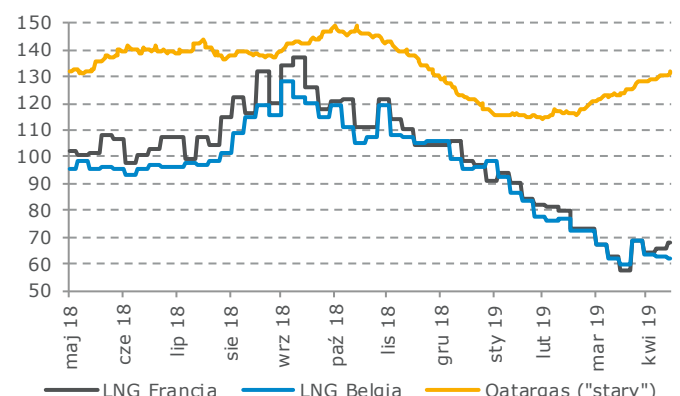
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



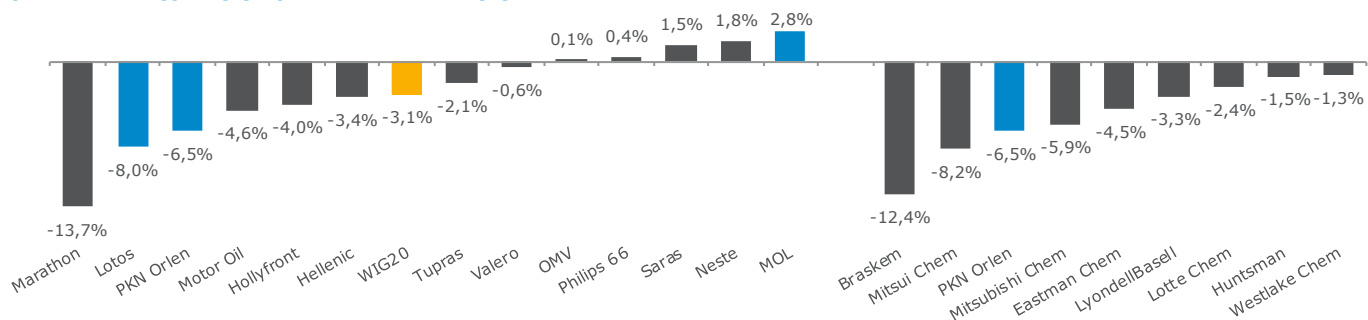
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



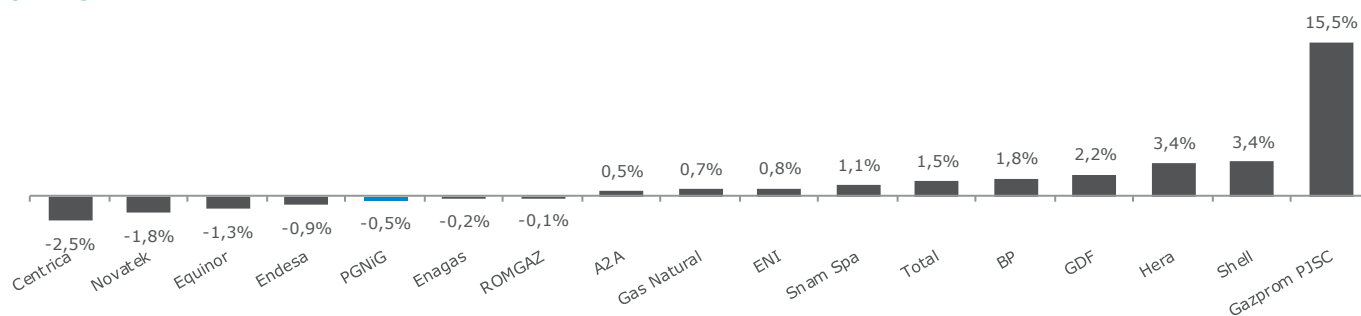
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

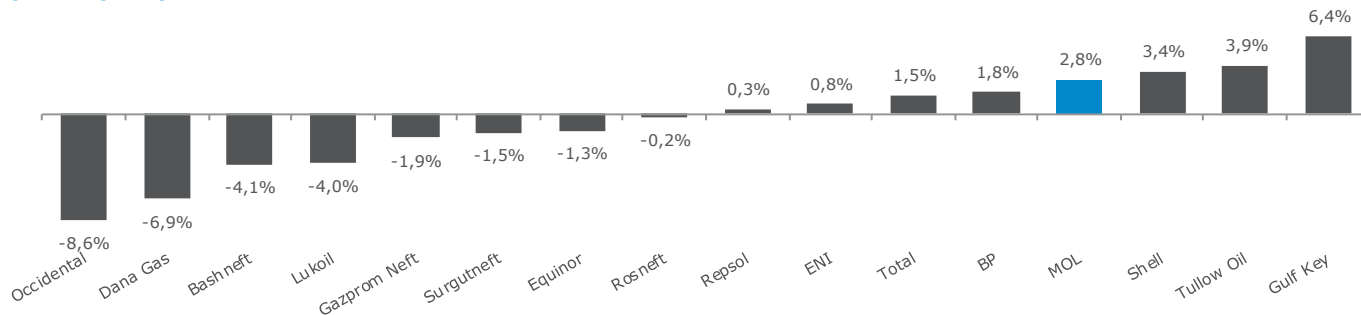
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



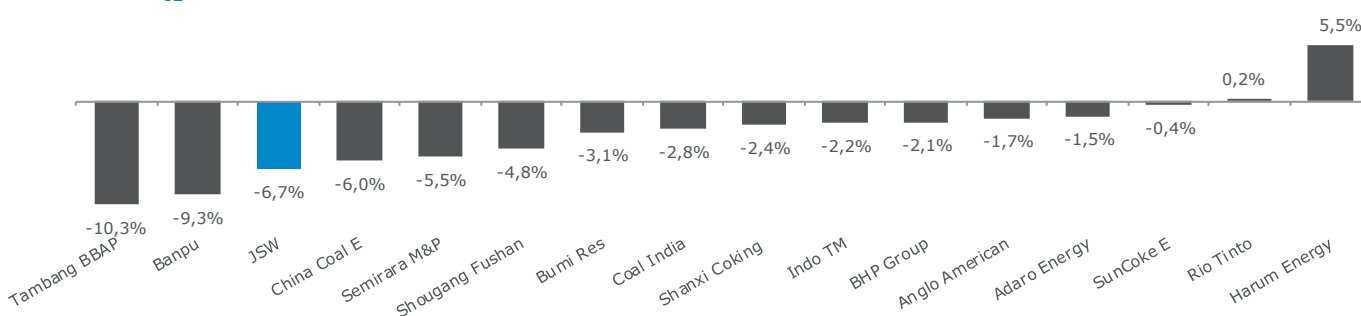
Spółki gazowe



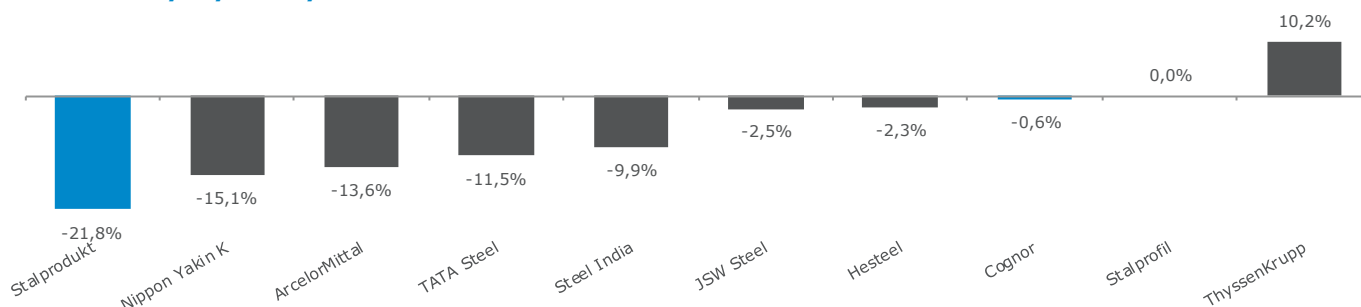
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



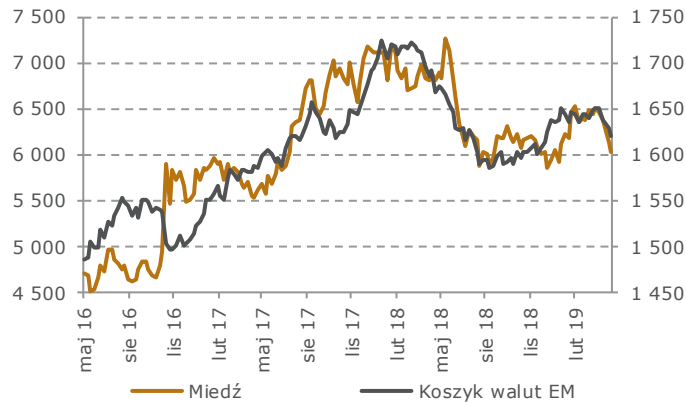
Producenci i dystrybutorzy stali



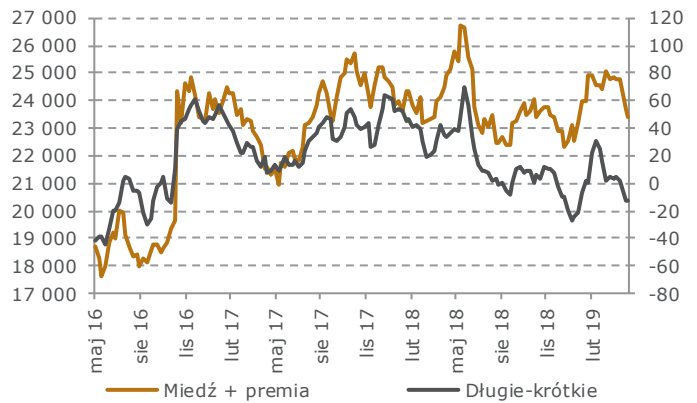
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

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



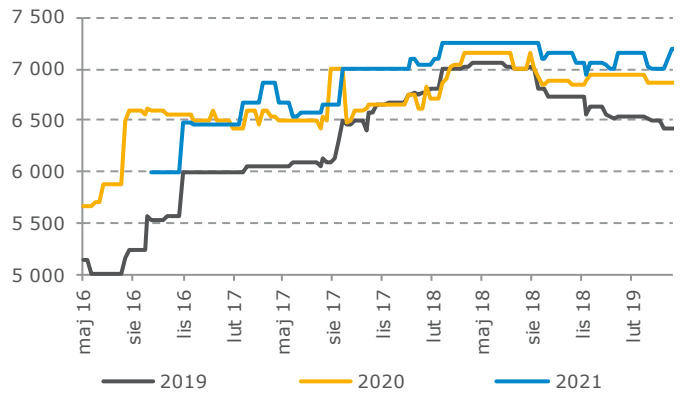
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



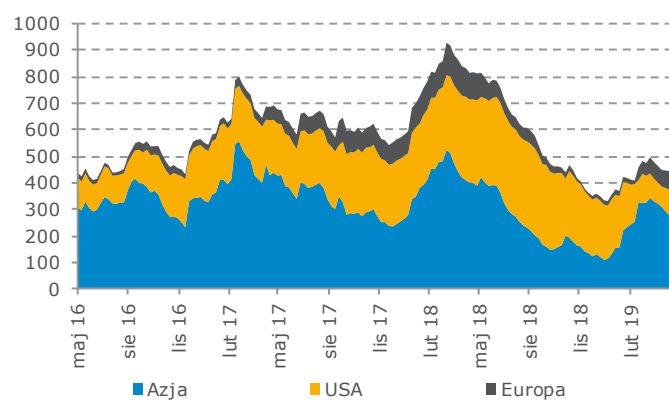
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



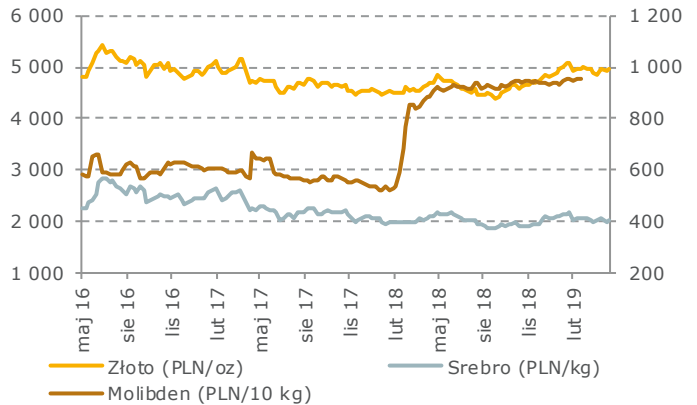
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



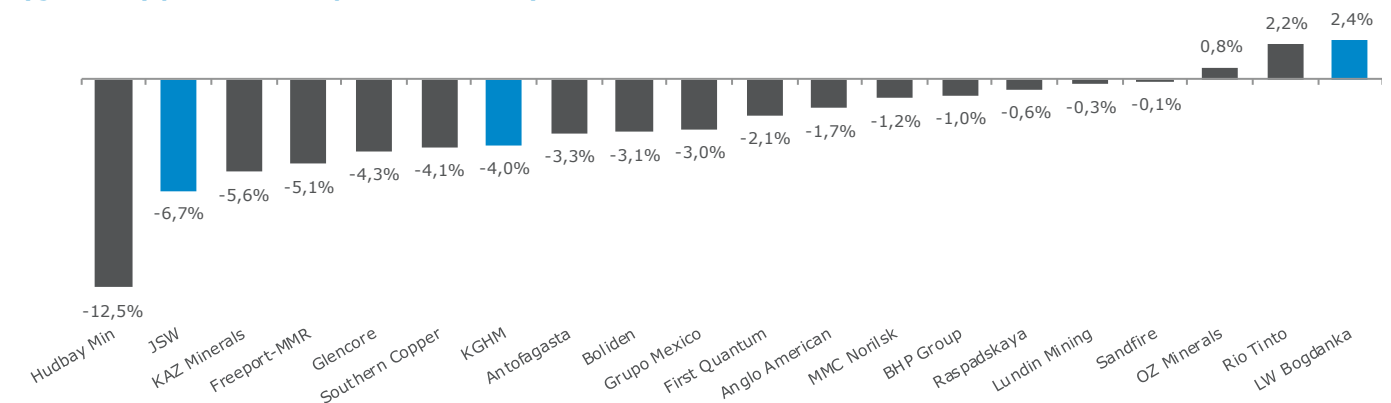
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



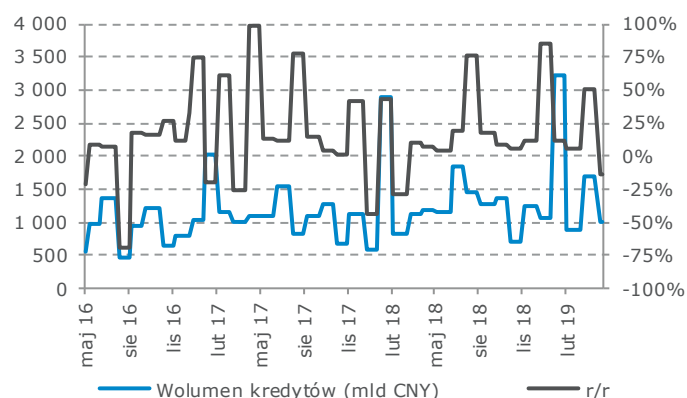
Tygodniowy performance spółek surowcowych



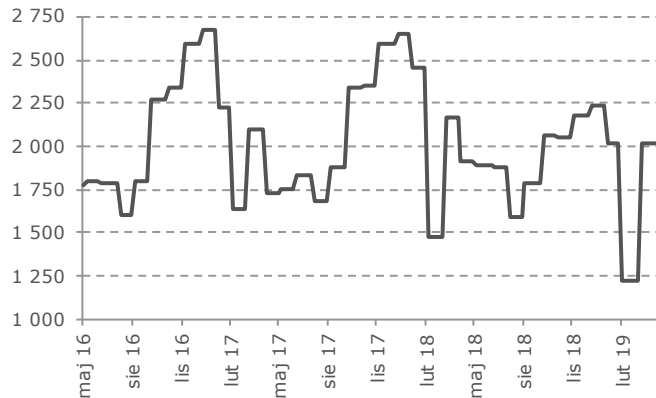
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

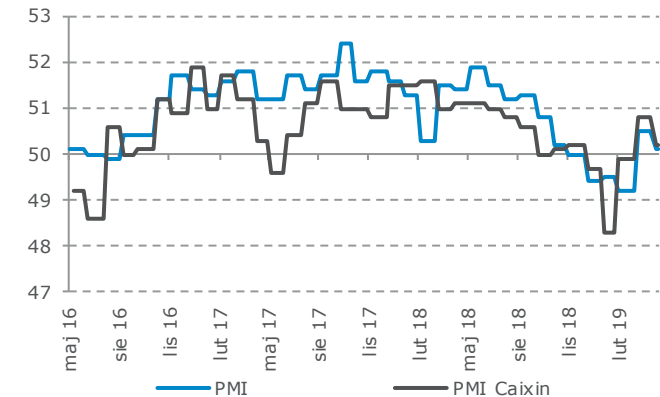
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



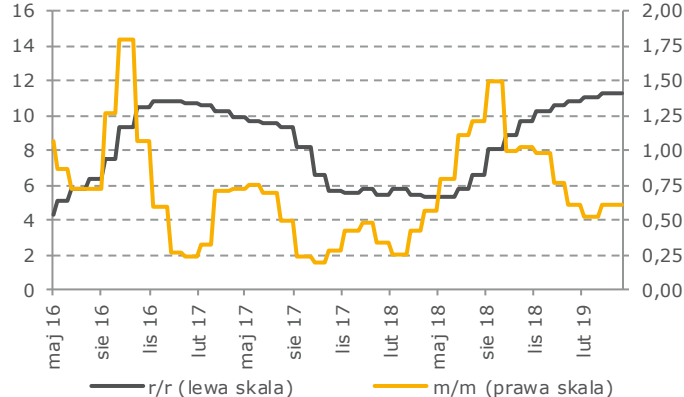
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



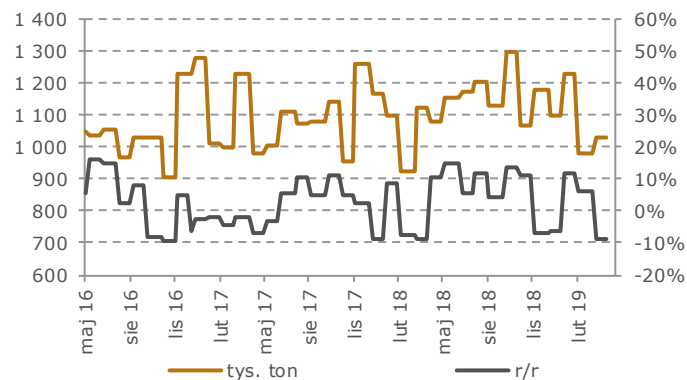
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



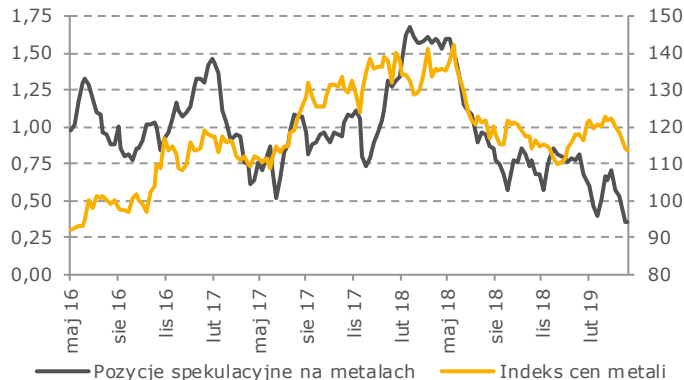
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



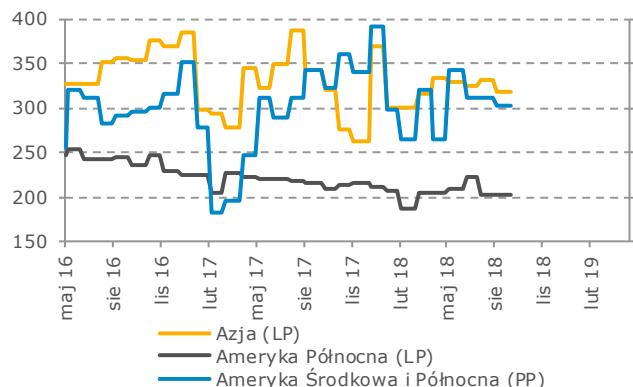
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



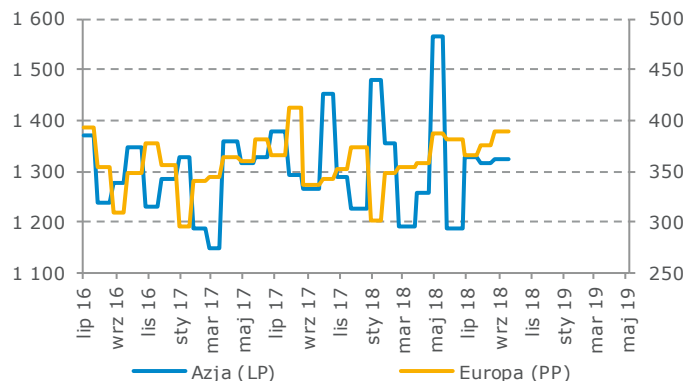
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



Produkcja koncentratu miedzi w Azji, Ameryce Północnej oraz Ameryce Pd-Śr. (tys. ton)



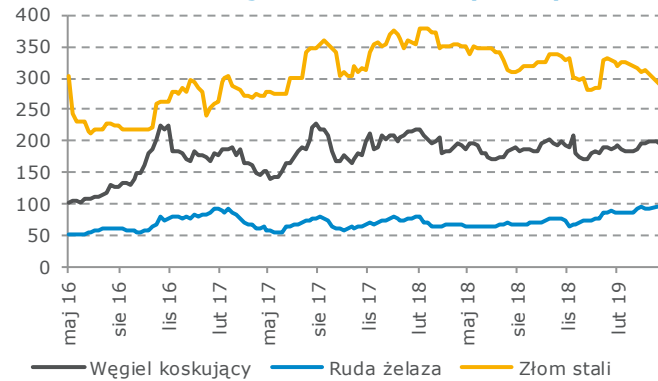
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



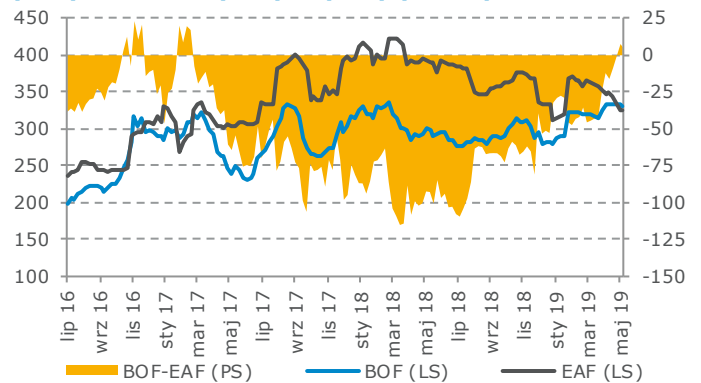
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

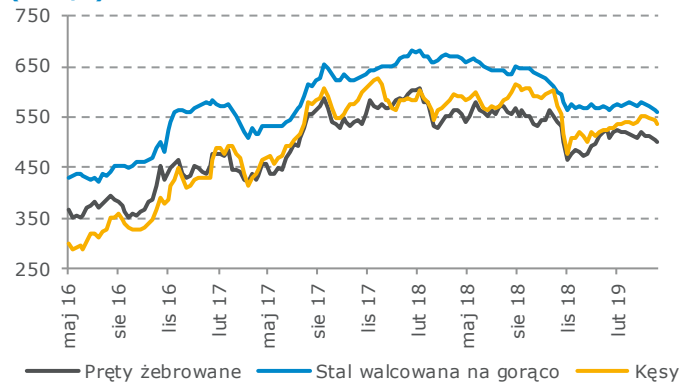
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



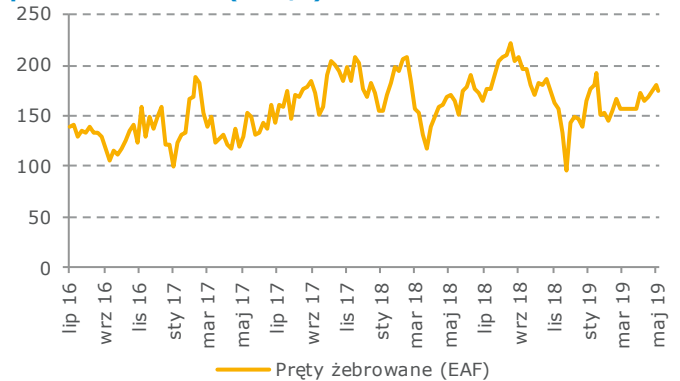
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



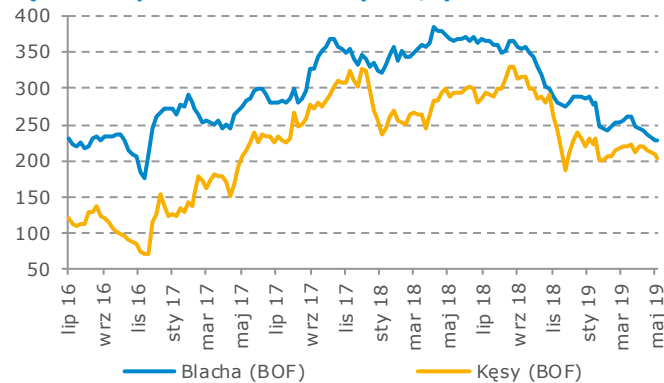
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



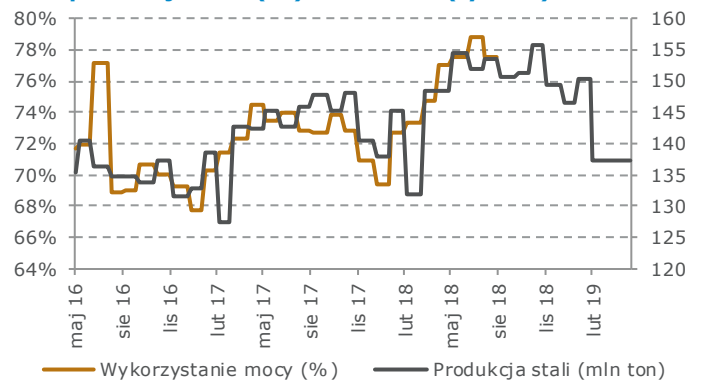
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



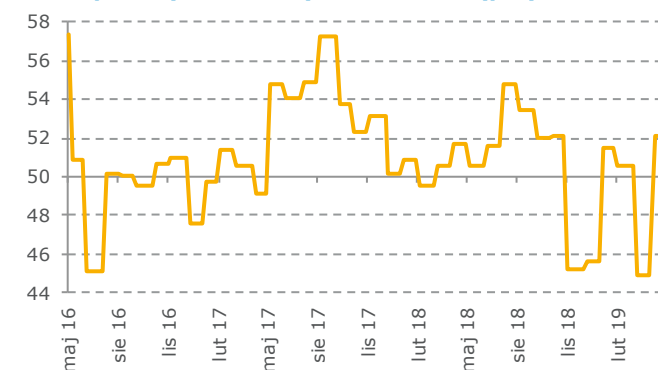
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



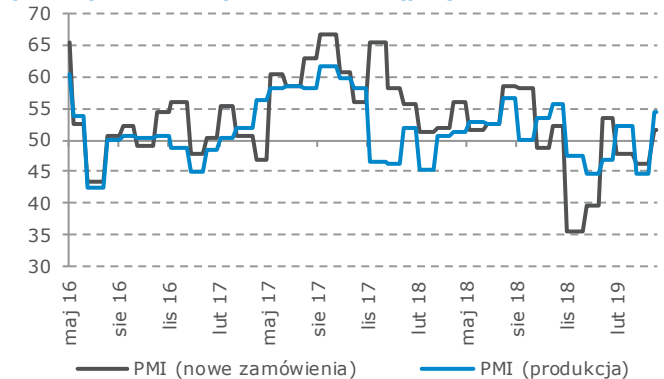
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

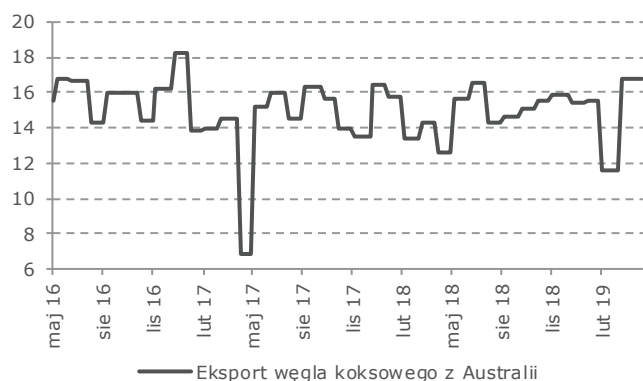


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

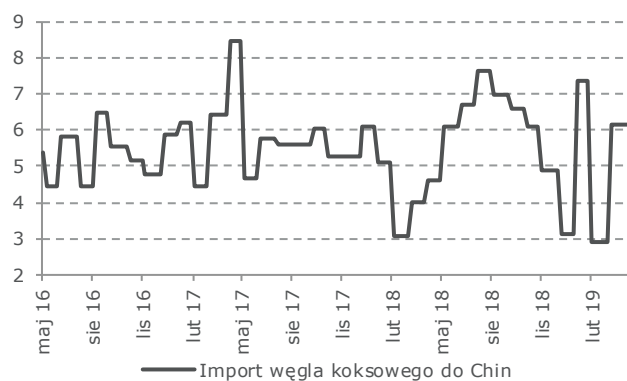


Surowce (stal)

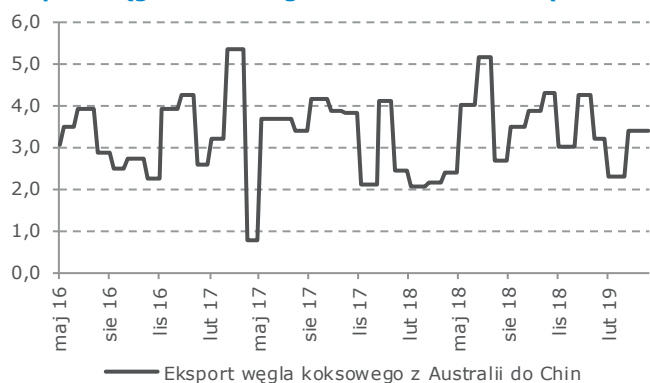
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



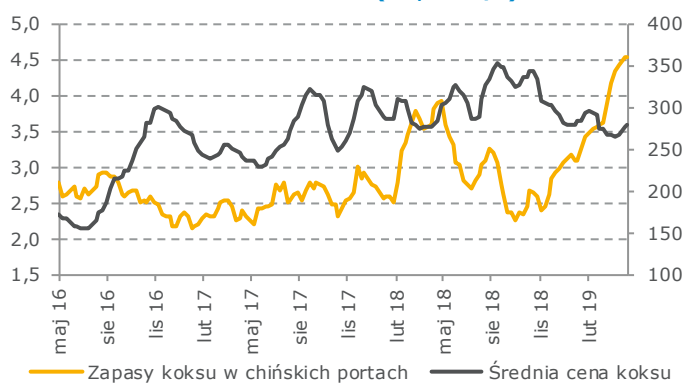
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



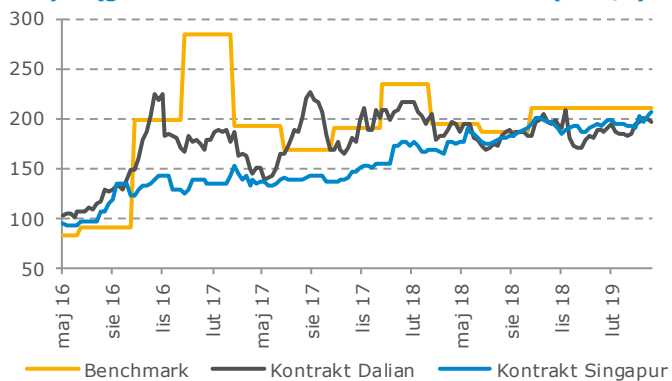
Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



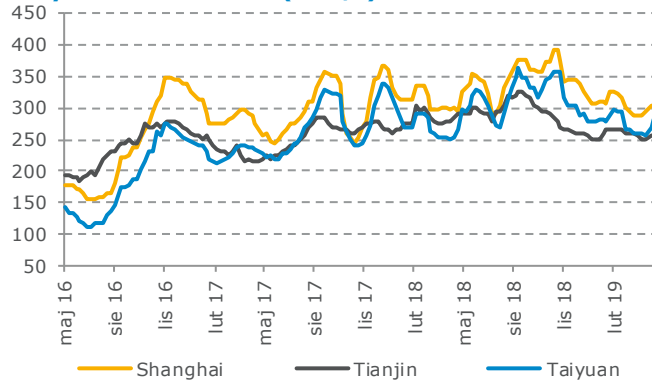
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



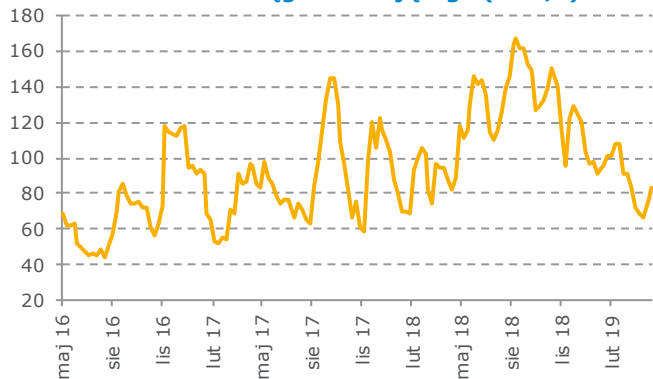
Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



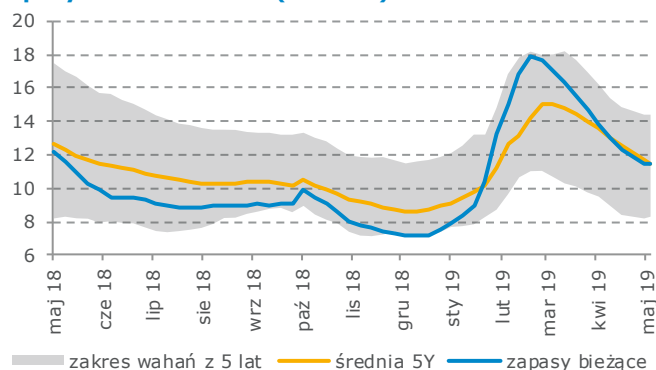
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



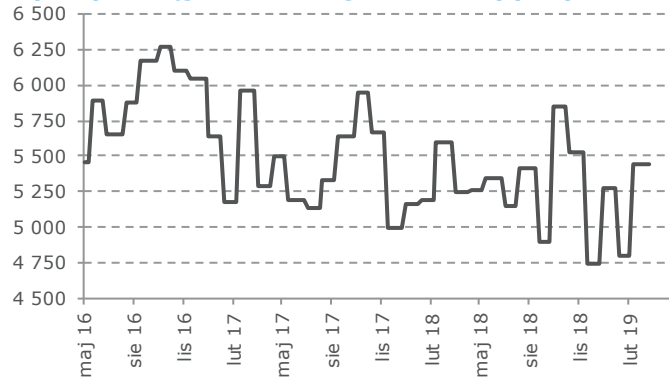
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



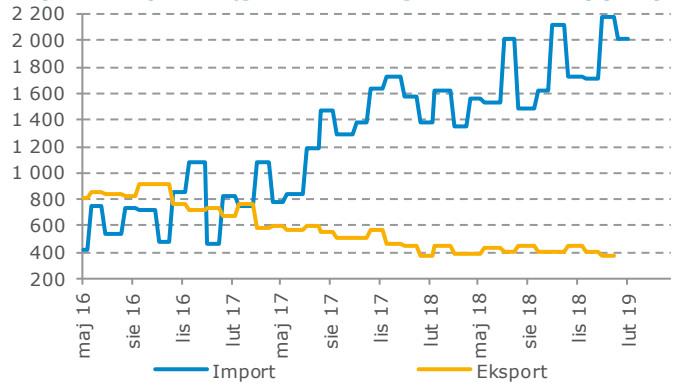
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

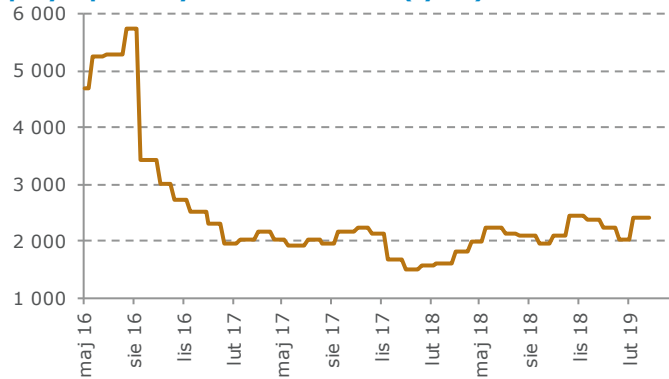
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



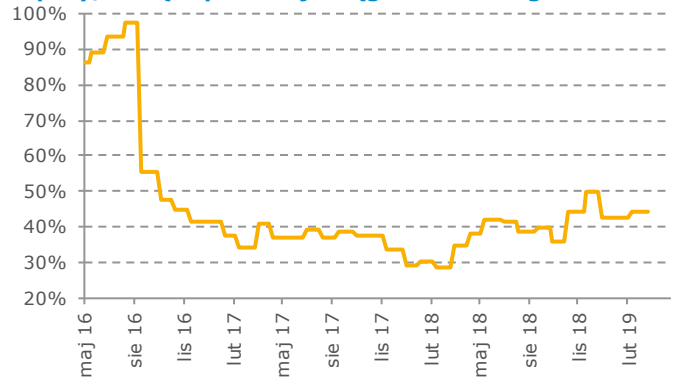
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



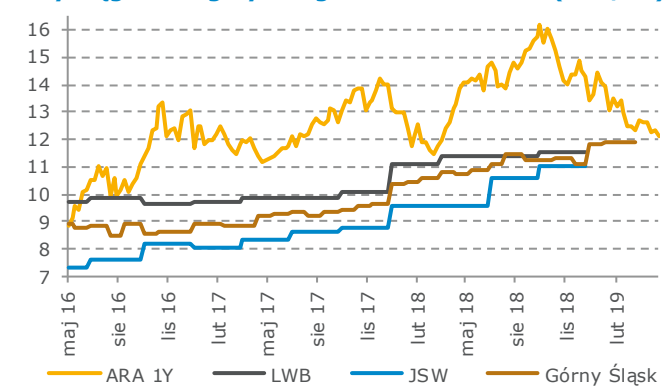
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



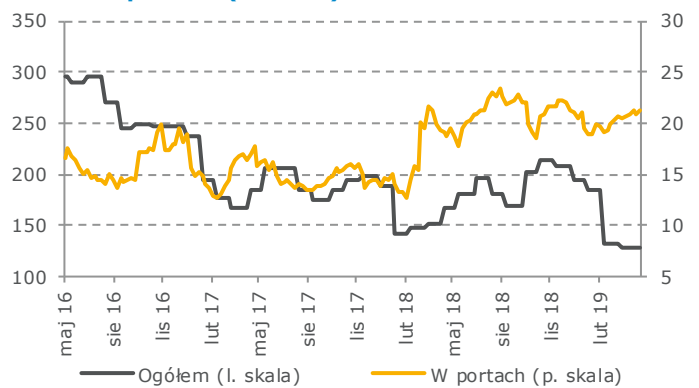
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



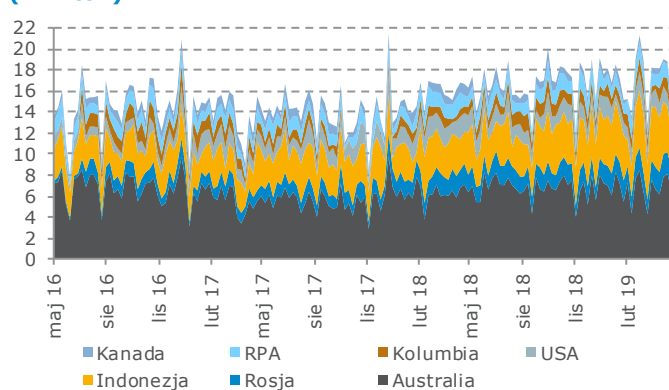
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



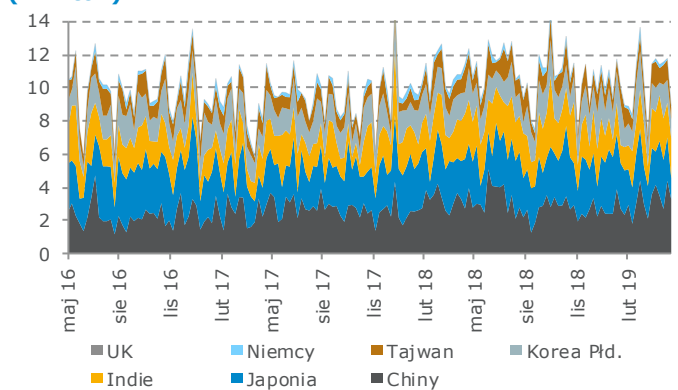
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



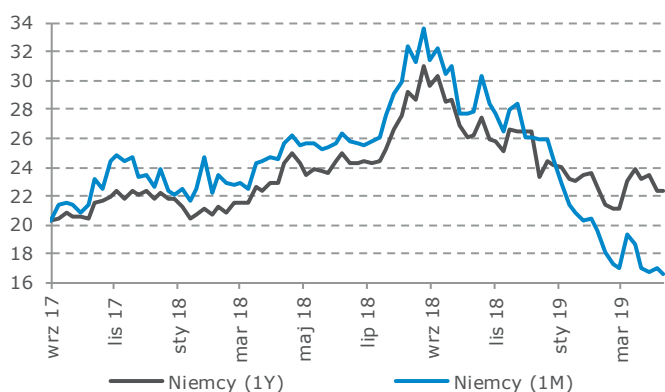
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



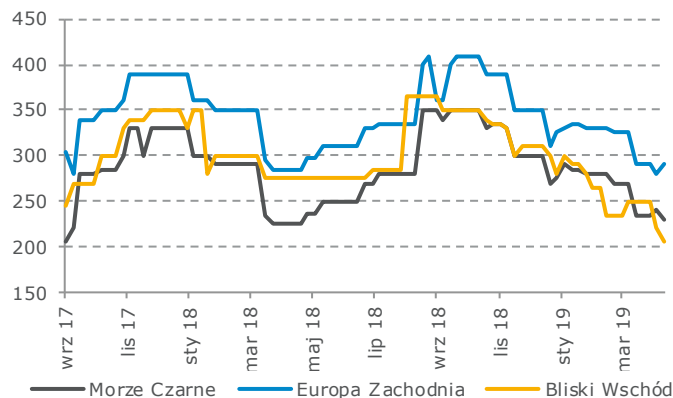
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

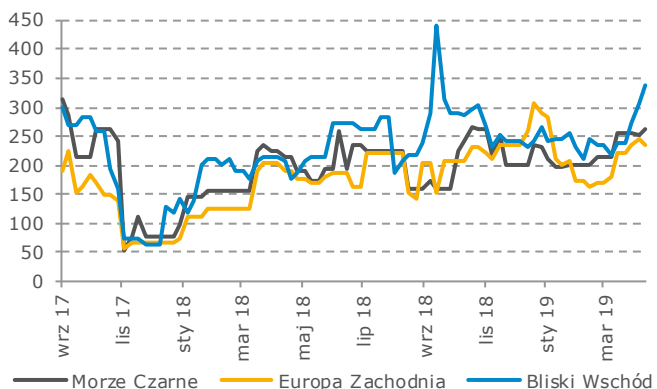
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



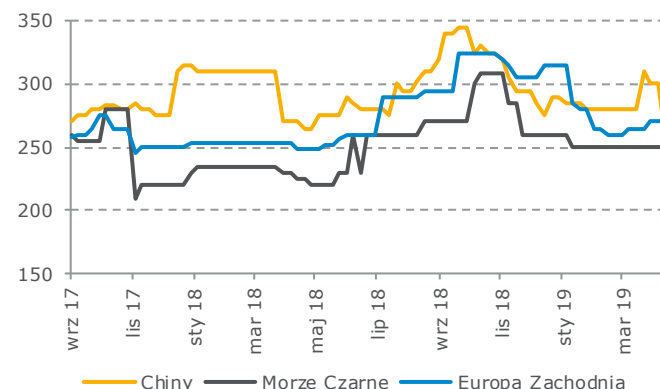
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



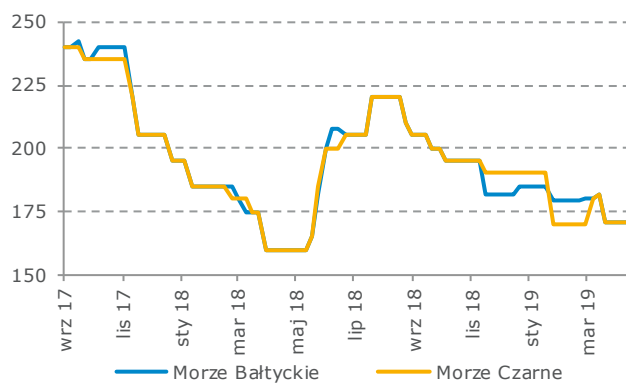
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



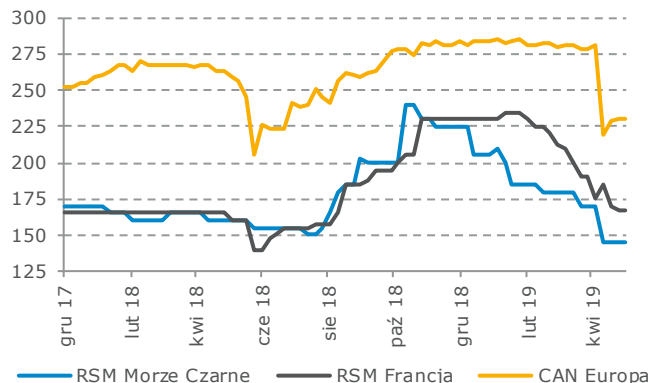
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



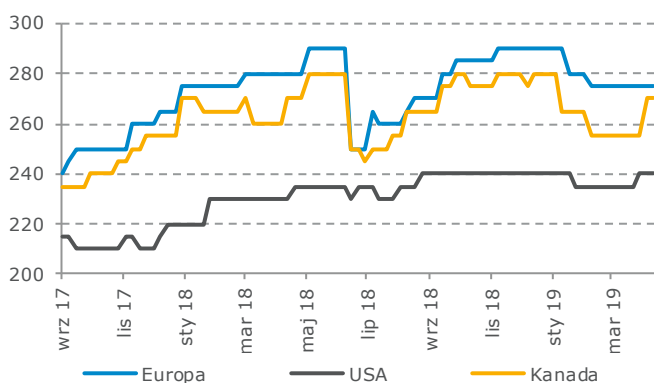
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



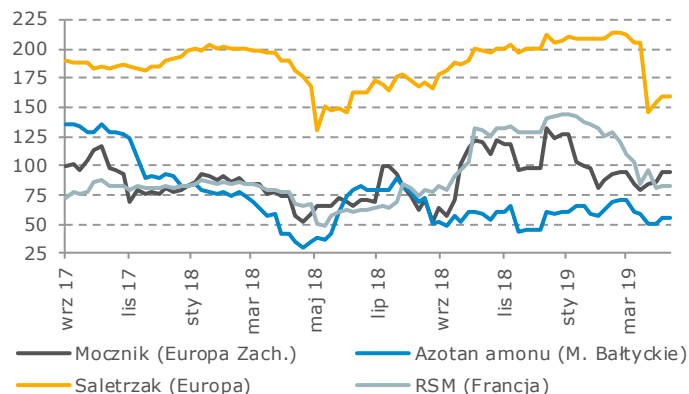
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



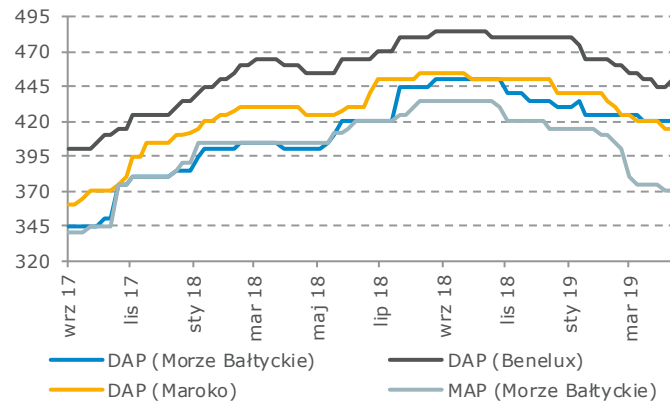
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



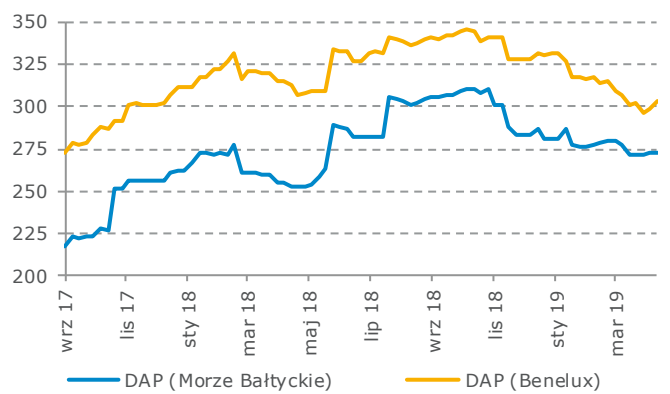
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

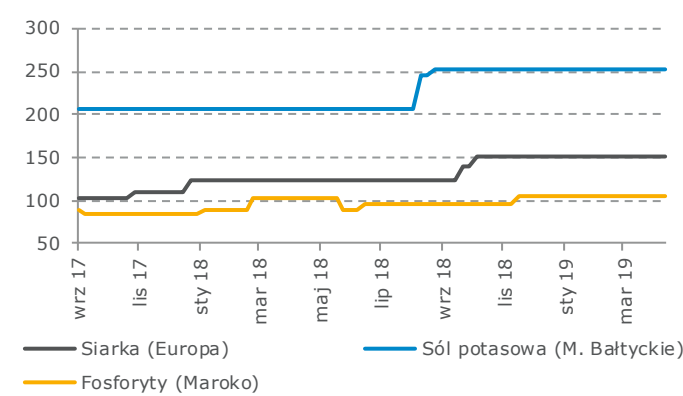
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



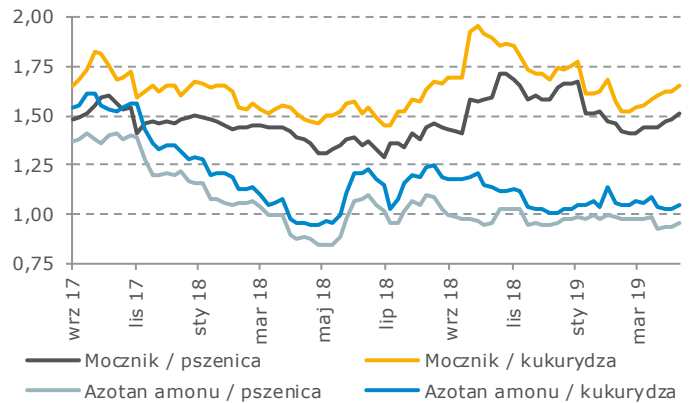
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



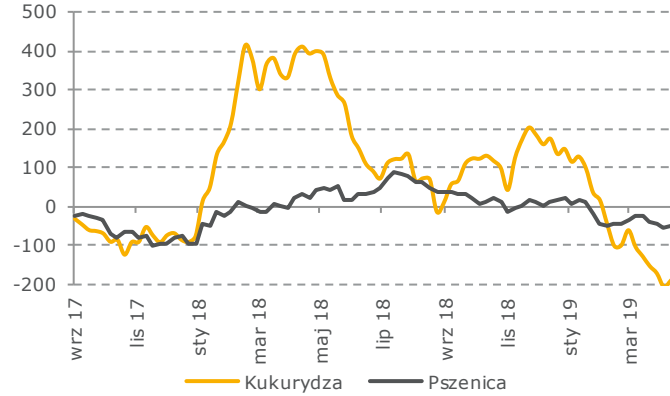
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



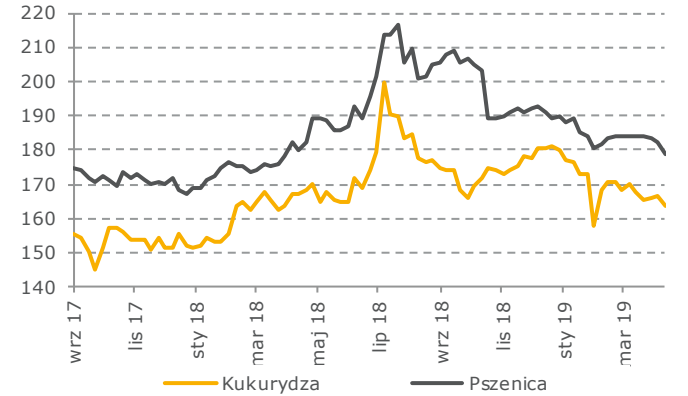
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



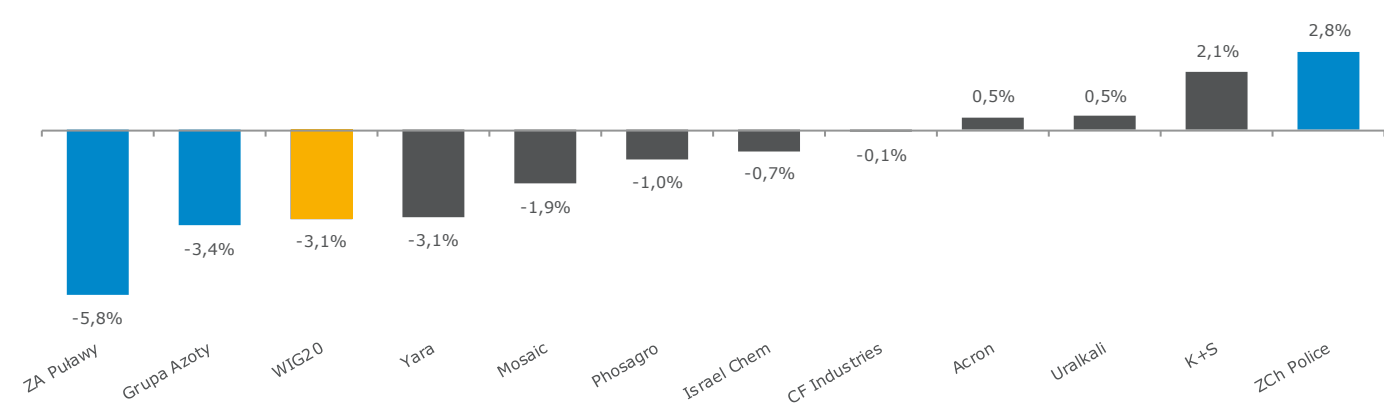
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



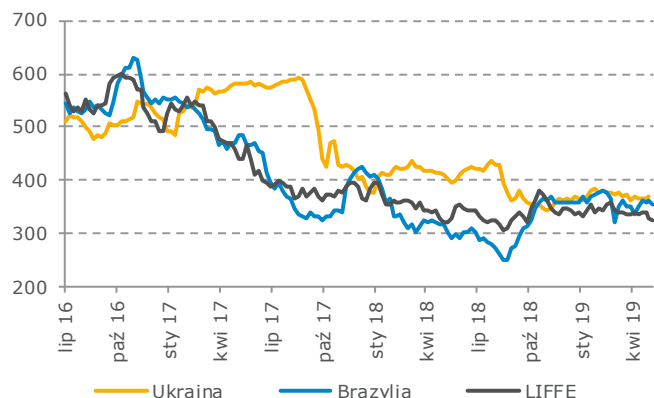
Tygodniowy performance producentów nawozów



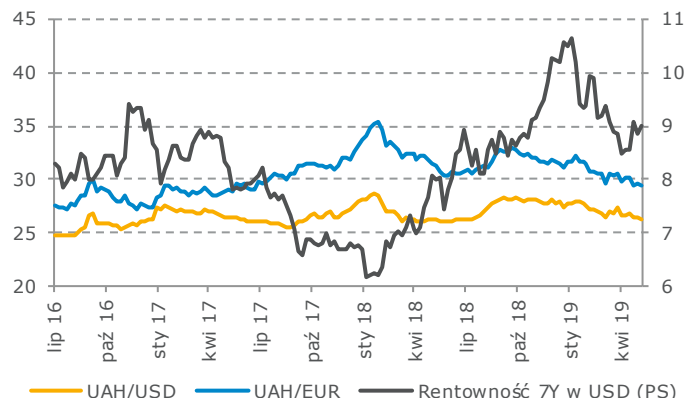
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

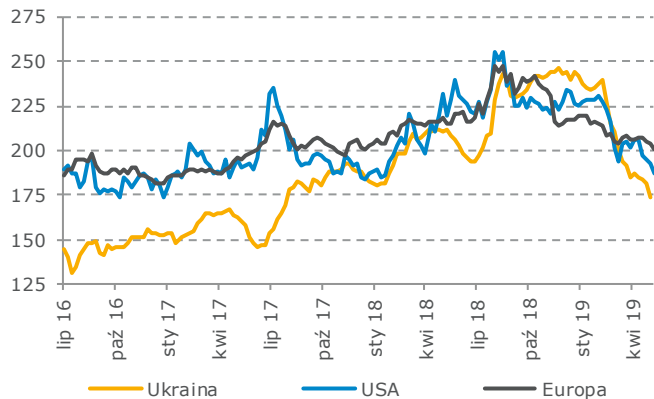
Cena cukru (USD/Mt)



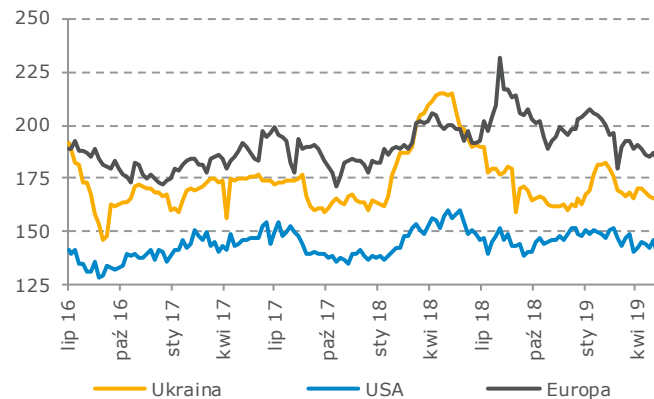
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



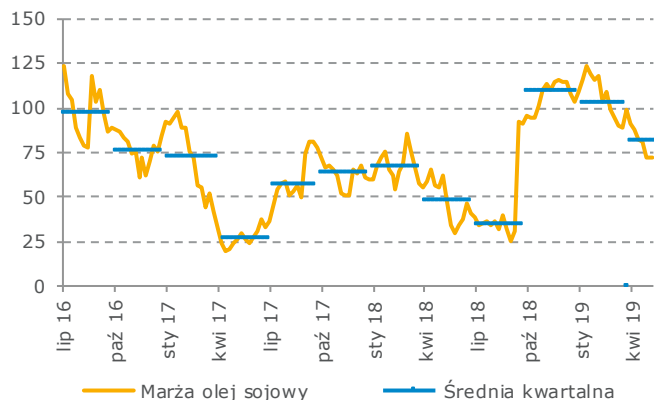
Cena pszenicy (USD/Mt)



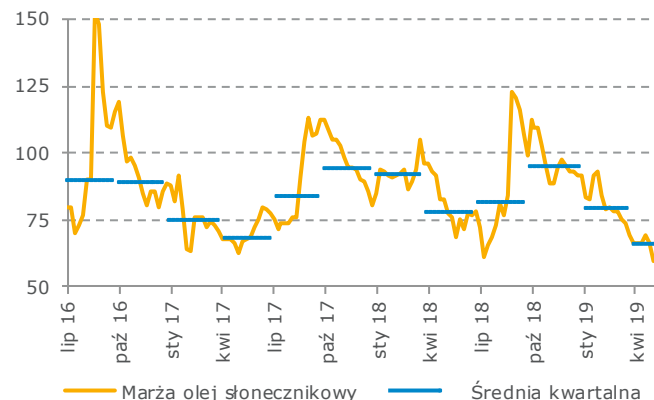
Cena kukurydzy (USD/Mt)



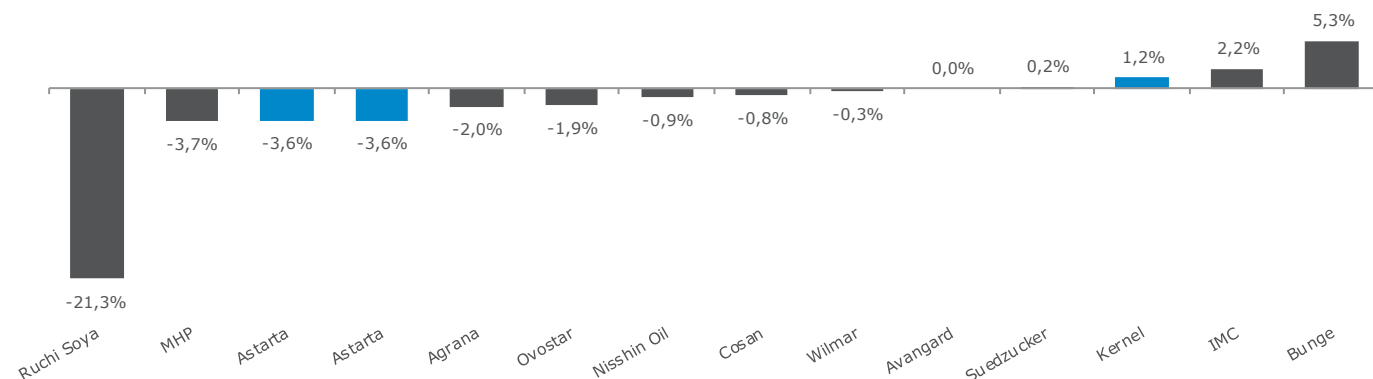
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	529,0	7,5	7,2	6,9	2,2	2,0	1,9	16,0	15,3	14,7	29%	28%	28%	4,1%	5,6%	5,9%
Enea	8,3	3,1	2,9	2,7	0,6	0,5	0,6	3,0	2,8	2,3	19%	19%	22%	0,0%	0,0%	7,2%
Energa	7,5	3,8	4,1	4,3	0,7	0,7	0,8	4,3	4,6	4,5	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	8,7	3,8	3,0	2,5	0,7	0,6	0,6	6,9	4,5	4,0	19%	21%	23%	0,0%	3,6%	5,5%
Tauron	1,7	3,9	3,4	2,9	0,6	0,5	0,5	2,7	2,3	2,0	16%	16%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,0	2,1	1,5	1,3	0,2	0,2	0,2	10,5	6,5	2,0	10%	15%	17%	-	11,4%	11,4%
EDF	12,5	4,4	4,0	3,8	1,0	1,0	0,9	17,4	13,3	11,9	23%	24%	25%	2,9%	3,6%	3,9%
EDP	3,2	8,4	8,0	7,8	2,1	2,0	1,8	14,1	13,0	12,5	25%	25%	23%	6,1%	6,2%	6,4%
Endesa	22,2	8,0	7,9	7,8	1,4	1,4	1,4	15,5	15,3	15,2	18%	17%	17%	6,4%	6,6%	5,7%
Enel	5,6	7,0	6,6	6,4	1,5	1,5	1,5	12,0	11,0	10,4	22%	23%	23%	5,8%	6,3%	6,7%
EOB	9,6	5,7	4,3	3,7	0,9	0,5	0,4	14,0	13,1	12,3	16%	11%	11%	4,8%	5,2%	5,6%
Fortum	18,8	12,9	11,9	11,5	3,9	3,8	3,7	14,8	12,9	11,8	30%	32%	32%	5,9%	5,9%	5,8%
Iberdola	8,1	9,5	8,9	8,3	2,5	2,4	2,3	15,8	14,7	13,8	27%	27%	28%	4,5%	4,8%	5,2%
National Grid	8,5	11,0	10,4	9,9	3,5	3,4	3,3	14,8	14,6	13,7	32%	33%	34%	5,6%	5,7%	5,9%
Red Electrica	19,3	9,5	9,7	9,7	7,5	7,5	7,5	14,3	14,9	15,3	78%	78%	77%	5,5%	5,5%	5,4%
RWE	22,7	9,8	4,6	4,0	1,1	1,0	0,9	23,9	12,2	9,2	12%	21%	23%	3,5%	4,1%	4,6%
SSE	11,1	11,6	9,4	8,8	0,7	0,7	0,7	16,8	11,7	10,3	6%	8%	8%	8,8%	7,2%	7,4%
Verbund	45,8	15,6	12,8	12,0	5,7	5,1	4,9	28,9	21,8	20,5	36%	40%	41%	1,5%	2,0%	2,4%
Mediana		7,7	6,9	6,7	1,3	1,2	1,2	14,5	13,0	11,8	21%	22%	23%	4,5%	5,3%	5,7%

Wycena spółek rafineryjnych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	71,12	6,0	5,1	4,2	0,5	0,5	0,5	12,1	10,9	10,2	9%	10%	11%	3,6%	2,5%	2,8%
MOL	3182,00	5,0	4,3	4,0	0,6	0,6	0,6	14,4	10,1	9,2	13%	14%	14%	4,5%	4,8%	5,0%
PKN Orlen	87,24	5,9	5,8	5,2	0,4	0,4	0,4	11,2	11,7	10,9	7%	6%	7%	4,0%	3,4%	3,4%
Hellenic Petroleum	7,96	5,5	4,9	5,0	0,4	0,4	0,4	9,3	7,4	6,8	8%	9%	8%	6,4%	6,2%	8,2%
HollyFrontier	43,63	6,1	5,3	5,7	0,6	0,6	0,6	9,6	7,5	8,3	10%	12%	11%	3,1%	3,2%	3,2%
Marathon Petroleum	51,31	6,9	5,4	5,3	0,6	0,5	0,6	9,6	6,1	5,9	9%	10%	11%	4,2%	4,6%	5,2%
Motor Oil	20,04	4,3	3,9	4,1	0,3	0,3	0,3	7,3	6,5	6,2	6%	7%	7%	6,8%	7,1%	7,6%
Neste Oil	29,28	10,8	10,2	9,7	1,5	1,5	1,4	16,8	15,4	14,7	14%	15%	15%	3,0%	3,3%	3,5%
OMV	44,32	4,0	3,7	3,6	1,0	1,0	1,0	8,5	7,5	7,1	24%	26%	26%	4,3%	4,8%	5,2%
Phillips 66	86,92	7,6	6,2	6,5	0,5	0,5	0,5	11,6	8,1	8,6	7%	8%	8%	4,0%	4,2%	4,5%
Saras	1,51	3,3	2,3	3,3	0,2	0,1	0,2	9,0	4,8	8,0	5%	7%	5%	5,9%	9,5%	6,6%
Tesoro	153,50	8,1	7,0	8,2	0,7	0,7	-	12,3	9,6	14,1	9%	10%	-	1,7%	1,8%	1,6%
Tupras	118,50	5,8	4,3	4,1	0,4	0,4	0,3	8,0	5,0	4,6	7%	8%	8%	10,4%	16,9%	18,2%
Valero Energy	82,96	7,1	5,2	5,6	0,4	0,3	0,4	12,4	7,5	8,1	6%	7%	7%	4,3%	4,7%	5,0%
Mediana		6,0	5,1	5,1	0,5	0,5	0,5	10,4	7,5	8,2	8%	9%	8%	4,2%	4,7%	5,0%

Wycena spółek petrochemicznych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	87,24	5,9	5,8	5,2	0,4	0,4	0,4	11,2	11,7	10,9	7%	6%	7%	4,0%	3,4%	3,4%
Axiall	59,82	6,2	5,3	5,2	1,3	1,2	1,1	10,9	8,2	7,7	20%	22%	22%	1,7%	1,8%	1,9%
Braskem	38,59	5,9	5,5	5,2	1,0	1,0	1,0	15,5	10,4	8,1	17%	18%	19%	5,6%	3,7%	3,9%
Eastman Chemical	72,99	7,3	7,0	6,8	1,6	1,6	1,5	8,5	7,7	7,1	22%	23%	22%	3,4%	3,6%	4,0%
Huntsman Corp	20,20	5,8	5,3	5,0	0,8	0,8	0,8	7,4	6,2	5,7	15%	15%	15%	3,3%	3,4%	3,6%
Lotte Chemicals	261 500	4,5	4,0	3,8	0,7	0,6	0,6	6,9	6,0	5,8	14%	16%	16%	4,0%	4,4%	4,4%
LyondellBasell	80,52	6,2	5,6	5,5	1,1	1,0	1,0	7,7	6,7	6,5	17%	18%	18%	5,2%	5,5%	5,8%
Mitsubishi Chemical	728,80	7,3	6,3	6,0	0,9	0,8	0,8	6,1	5,8	5,3	12%	13%	14%	5,5%	5,5%	5,7%
Mitsui Chemicals	2462,00	6,7	6,1	5,8	0,6	0,6	0,6	6,4	6,2	6,0	10%	10%	11%	4,1%	4,4%	4,7%
Westlake Chemical	59,82	6,2	5,3	5,2	1,3	1,2	1,1	10,9	8,2	7,7	20%	22%	22%	1,7%	1,8%	1,9%
Mediana		6,2	5,5	5,2	0,9	0,9	0,9	8,1	7,2	6,8	16%	17%	17%	4,0%	3,7%	4,0%

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

Wycena spółek gazowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	5,51	4,0	3,5	3,1	0,8	0,7	0,6	9,1	8,1	7,5	19%	21%	20%	1,8%	3,3%	4,9%
A2A	1,47	6,8	6,3	6,1	1,3	1,2	1,2	14,4	12,4	12,2	19%	19%	20%	5,4%	5,5%	5,7%
BG Group	24,91	5,6	5,1	4,9	0,9	0,9	0,9	11,0	9,6	9,4	16%	17%	18%	5,9%	5,9%	6,0%
BP	5,35	4,7	4,4	4,4	0,7	0,6	0,7	12,5	10,8	10,4	14%	15%	15%	5,9%	6,0%	6,2%
Centrica	0,95	4,3	4,1	4,0	0,3	0,3	0,3	10,1	8,5	7,9	8%	8%	8%	10,0%	9,5%	9,6%
Enagas	24,86	10,6	10,2	10,9	8,5	8,6	8,9	14,0	12,9	13,8	80%	84%	82%	6,4%	6,7%	6,8%
Endesa	22,23	8,0	7,9	7,8	1,4	1,4	1,4	15,5	15,3	15,2	18%	17%	17%	6,4%	6,6%	5,7%
Engie	13,44	6,0	5,8	5,5	0,9	0,9	0,9	12,8	11,4	10,4	15%	15%	16%	5,8%	6,2%	6,9%
Eni	14,60	3,6	3,4	3,3	0,9	0,9	0,9	11,4	10,2	9,7	25%	26%	28%	5,9%	6,0%	6,2%
Equinor	183,00	3,0	2,6	2,5	1,1	1,0	1,0	11,1	9,8	9,3	36%	38%	39%	5,0%	5,3%	5,5%
Gas Natural SDG	26,24	9,8	9,4	9,2	1,8	1,7	1,6	18,4	16,9	16,3	18%	18%	18%	5,2%	5,5%	5,7%
Gazprom	189,67	3,4	3,2	3,0	0,9	0,9	0,9	3,7	3,5	3,1	28%	28%	28%	6,3%	7,4%	8,6%
Hera	3,27	7,4	7,2	7,1	1,2	1,2	1,2	16,8	16,5	15,7	17%	17%	17%	3,2%	3,4%	3,4%
NovaTek	183,20	12,7	11,9	12,0	4,3	4,0	3,8	11,3	11,6	10,7	34%	34%	32%	2,2%	2,8%	3,2%
ROMGAZ	33,80	5,4	4,9	4,6	2,5	2,3	2,2	10,3	9,3	8,7	46%	48%	47%	9,3%	9,6%	9,5%
Shell	28,71	5,6	5,1	4,9	0,9	0,9	0,9	11,0	9,6	9,4	16%	17%	18%	5,9%	5,9%	6,0%
Snam	4,55	12,8	12,5	12,1	10,4	10,1	9,8	14,6	14,3	13,6	81%	81%	81%	5,3%	5,5%	5,7%
Total	47,40	4,8	4,5	4,4	0,9	0,9	0,9	10,0	8,9	8,6	18%	19%	19%	5,6%	5,8%	5,9%
Mediana		5,6	5,1	4,9	1,0	1,0	1,0	11,4	10,5	10,0	18%	19%	19%	5,8%	5,9%	5,9%

Wycena spółek wydobywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	3182,00	5,0	4,5	4,6	0,7	0,7	0,7	8,5	7,3	7,5	14%	15%	14%	4,0%	4,2%	4,7%
Bashneft	1921,00	1,9	1,7	1,6	0,5	0,4	0,4	2,9	2,8	2,4	24%	26%	25%	14,9%	11,7%	12,7%
BP	5,35	4,7	4,4	4,4	0,7	0,6	0,7	12,5	10,8	10,4	14%	15%	15%	5,9%	6,0%	6,2%
Dana Gas	0,91	7,5	7,3	5,4	4,4	4,3	4,1	27,6	19,8	11,2	58%	58%	76%	6,3%	6,3%	6,0%
Eni	14,60	3,6	3,4	3,3	0,9	0,9	0,9	11,4	10,2	9,7	25%	26%	28%	5,9%	6,0%	6,2%
Equinor	183,00	3,0	2,6	2,5	1,1	1,0	1,0	11,1	9,8	9,3	36%	38%	39%	5,0%	5,3%	5,5%
Gazprom Neft	350,00	3,8	3,9	3,7	0,9	0,9	0,9	4,2	4,3	3,9	23%	22%	24%	9,0%	9,3%	10,3%
Gulf Keystone	2,42	3,4	1,9	1,5	2,1	1,3	1,1	10,5	4,6	3,6	61%	68%	71%	-	-	11,8%
Lukoil	5188,50	3,5	3,3	3,2	0,5	0,5	0,5	6,0	5,8	5,6	15%	15%	15%	4,9%	5,3%	5,8%
Occidental Petroleum	54,55	5,8	5,4	5,2	2,9	2,5	2,6	14,2	14,3	14,5	50%	46%	50%	5,7%	5,8%	5,9%
Repsol	14,42	4,4	4,0	4,0	0,7	0,7	0,6	8,5	7,4	7,7	15%	16%	16%	6,7%	7,0%	7,1%
Rosneft Oil	420,95	3,9	3,7	3,5	1,0	0,9	0,9	6,1	5,0	4,6	25%	25%	26%	7,1%	9,3%	10,3%
Shell	28,71	5,6	5,1	4,9	0,9	0,9	0,9	11,0	9,6	9,4	16%	17%	18%	5,9%	5,9%	6,0%
Surgutneftegas	38,88	-	-	-	-	-	-	5,2	3,8	4,1	-	-	-	9,9%	6,7%	6,5%
Total	47,40	4,8	4,5	4,4	0,9	0,9	0,9	10,0	8,9	8,6	18%	19%	19%	5,6%	5,8%	5,9%
Tullow Oil	2,18	4,8	4,9	5,1	3,7	3,6	3,8	10,4	10,0	11,5	76%	73%	75%	2,6%	2,7%	2,9%
Mediana		4,4	4,0	4,0	0,9	0,9	0,9	10,2	8,1	8,1	24%	25%	25%	5,9%	6,0%	6,1%

Wycena spółek surowcowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	48,90	1,4	2,4	3,0	0,3	0,4	0,5	5,5	14,4	33,7	23%	17%	15%	3,5%	3,6%	3,5%
KGHM	92,32	4,2	3,9	3,9	1,0	0,9	0,9	7,3	7,3	8,0	24%	23%	23%	1,1%	2,7%	4,1%
LW Bogdanka*	38,70	1,7	1,7	1,7	0,6	0,5	0,5	6,3	6,2	6,5	33%	33%	31%	6,2%	7,9%	5,6%
Anglo American	19,10	4,1	4,4	4,6	1,5	1,5	1,4	8,4	9,3	10,1	36%	33%	31%	5,1%	4,6%	4,6%
Antofagasta	8,25	5,1	5,1	4,6	2,5	2,5	2,4	15,1	14,9	12,6	50%	49%	52%	3,3%	3,5%	3,7%
BHP Group	17,47	5,8	5,7	6,1	3,1	3,1	3,2	11,9	11,2	12,3	54%	54%	52%	8,6%	6,2%	5,5%
Freeport-McMoRan	10,86	8,5	6,7	4,3	2,1	2,0	1,7	22,6	12,5	6,6	24%	30%	38%	1,8%	3,4%	4,3%
Glencore	2,77	5,5	5,0	4,9	0,4	0,4	0,4	10,2	8,8	8,0	7%	7%	7%	5,6%	6,3%	6,9%
Grupo Mexico	50,68	5,4	5,1	4,6	2,5	2,4	2,2	10,5	9,5	8,6	47%	47%	48%	4,8%	5,8%	8,7%
Kazakhmys	5,65	4,5	4,4	4,2	2,5	2,4	2,3	6,6	6,2	5,7	55%	55%	55%	1,4%	1,7%	2,1%
Rio Tinto	45,05	5,1	5,5	5,7	2,5	2,6	2,6	9,8	10,9	11,6	48%	47%	45%	6,6%	5,6%	5,3%
Southern CC	35,02	8,4	7,8	7,2	4,3	4,1	3,8	14,8	13,6	12,5	51%	52%	52%	3,0%	4,4%	5,4%
Mediana		5,1	5,1	4,6	2,3	2,2	1,9	10,0	10,2	9,3	41%	40%	42%	4,2%	4,5%	5,0%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	344,00	9,1	8,6	8,4	1,4	1,3	1,3	13,7	13,0	12,5	15%	15%	15%	6,1%	5,1%	6,9%
Alcoa	25,01	3,5	3,3	3,3	0,7	0,6	0,6	27,9	10,2	10,1	19%	19%	19%	-	0,2%	0,4%
Constellium	9,11	6,1	5,4	5,0	0,5	0,5	0,5	9,5	6,7	5,4	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	94,32	8,1	7,6	7,3	1,1	1,1	1,0	13,4	12,3	11,5	14%	14%	14%	2,5%	2,6%	2,7%
Norsk Hydro	32,31	5,7	4,2	4,0	0,5	0,5	0,5	16,1	9,2	8,5	9%	12%	12%	4,0%	4,6%	5,2%
Rusal	2,97	8,7	7,2	7,0	1,4	1,3	1,3	3,4	2,9	2,8	16%	19%	18%	4,2%	6,3%	7,7%
Mediana		7,1	6,3	6,0	0,9	0,9	0,8	13,5	9,7	9,3	15%	15%	15%	4,1%	4,6%	5,2%

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

Wycena spółek nawozowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	34,20	5,1	6,6	7,6	0,6	0,6	0,7	9,1	12,9	13,0	11%	10%	9%	0,0%	0,0%	2,3%
ZA Police*	14,60	4,0	3,6	3,6	0,9	0,9	0,9	1,3	1,2	1,2	23%	24%	24%	56,9%	61,6%	68,5%
Acron	4542,00	7,7	7,4	7,1	2,5	2,4	2,2	9,1	8,6	8,0	33%	32%	32%	7,3%	7,5%	8,8%
CF Industries	41,19	9,6	8,6	8,3	3,4	3,3	3,3	20,4	15,0	13,0	36%	38%	39%	2,9%	3,0%	3,0%
Israel Chemicals	19,31	8,0	7,6	7,5	1,7	1,6	1,5	13,8	12,6	12,4	21%	21%	21%	3,5%	3,9%	4,0%
K+S	17,66	8,2	7,0	6,4	1,5	1,5	1,4	14,6	10,9	9,1	19%	21%	22%	2,5%	3,5%	4,1%
Phosagro	2315,00	5,9	5,6	5,2	1,8	1,8	1,6	8,9	8,9	6,4	31%	32%	31%	5,5%	5,7%	7,5%
The Mosaic Company	22,81	6,4	5,7	5,4	1,3	1,3	1,3	12,5	9,5	8,3	21%	23%	24%	0,8%	1,0%	1,2%
Yara International	361,00	7,7	6,7	6,1	1,2	1,1	1,0	13,6	10,5	9,7	15%	17%	17%	2,8%	3,8%	4,3%
Mediana		7,7	6,7	6,4	1,5	1,5	1,4	12,5	10,5	9,1	21%	23%	24%	2,9%	3,8%	4,1%

Wycena spółek spożywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	24,20	5,1	4,2	3,1	1,0	1,0	0,9	3,7	3,3	2,2	20%	23%	28%	-	-	100%+
IMC*	14,00	3,9	-	-	1,2	-	-	5,5	-	-	31%	-	-	11,3%	-	-
Kemel	51,50	5,5	4,7	4,0	0,6	0,4	0,4	6,2	5,3	4,5	10%	9%	9%	1,7%	6,7%	10,8%
Ovostar*	103,00	4,8	-	-	1,2	-	-	5,3	-	-	25%	-	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	19,50	8,7	7,9	6,0	0,6	0,6	0,6	47,6	22,1	13,7	7%	7%	9%	3,6%	4,9%	5,4%
Bunge Limited	52,65	9,7	8,9	8,3	0,3	0,3	0,3	18,7	13,6	11,8	3%	4%	4%	3,9%	4,1%	4,6%
Cosan	44,20	4,8	4,3	4,3	0,4	0,4	0,4	10,8	9,2	9,8	9%	9%	9%	0,6%	5,5%	2,9%
MHP	10,45	4,7	4,3	3,9	1,3	1,3	1,2	5,7	4,6	4,3	29%	31%	31%	7,2%	7,2%	7,2%
Nisshin Oillio	3145,00	7,5	8,0	7,5	0,4	0,4	0,4	11,9	14,3	13,4	6%	6%	6%	2,5%	2,2%	2,4%
Suedzucker	13,55	12,0	10,4	6,3	0,6	0,6	0,6	-	-	15,0	5%	6%	10%	1,5%	1,2%	1,9%
Wilmar Int.	3,52	13,5	12,7	12,2	0,8	0,7	0,7	13,1	12,1	11,0	6%	6%	5%	3,2%	3,3%	3,6%
Mediana		5,5	7,9	6,0	0,6	0,6	0,6	8,5	10,6	11,0	9%	7%	9%	3,2%	4,5%	4,1%

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.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone 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 rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Dom Maklerski mBanku nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakkolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

Niniejsza publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja jest przedstawiona wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowana lub przekazywana osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Investowanie 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 świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszej publikacji.

Powielanie bądź publikowanie niniejszej publikacji lub jej części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszej publikacji wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Dom Maklerski mBanku udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu publikacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do publikacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były publikacje lub osoby upoważnione do dostępu do publikacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą publikację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

Paweł 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

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