

wtorek, 21 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

Cena energii w Niemczech skorygowały się do poziomu 48 EUR/MWh z uwagi na 4% spadek cen węgla, przy w miarę stabilnych notowaniach uprawnień do emisji w okolicach 25 EUR/t. Ceny kontraktów rocznych na TGE wykazały się w tym czasie dużą stabilnością, co poprawiło nieco spread dla zintegrowanej elektrowni na przestrzeni ostatniego tygodnia. Sentyment do sektora energetycznego w USA znów zaczął się poprawiać, w Europie nastroje raczej neutralne, a w Polsce spółki wyznaczają nowe minima, mimo dobrych wyników za 1Q. Jedynym katalizatorem, który może odwrócić trend jest finalne wyjaśnienie kwestii rekompensat, co prawdopodobnie nie rozwiąże się przed wyborami do europarlamentu.

Rynek paliwowy

Sentyment na ropie utrzymuje się razem z napięciami w geopolityce, szczególnie że OPEC deklaruje utrzymanie cięć do końca roku. Marże rafinerijne znów wzrosły powyżej 7 USD/Bbl za sprawą bardzo mocnych odczytów na benzynie. Dobrą informacją dla rafinerii w regionie jest też powrót dyferencjału do dodatnich poziomów, co zapewne wynika z przywrócenia dostaw czystej ropy rosyjskiej w porcie Ust-Ługa i na części Przyjaźni. Po kilku lepszych odczytach, słabiej natomiast wyglądały marże w petrochemii, zarówno w monomerach, jak i polimerach. Na rynku gazu w spotowych kontraktach testujemy nowe minima poniżej 14 EUR/MWh, co oznacza wzrost spreadu do cen azjatyckich. Wydaje się więc, że odbicie jest kwestią czasu.

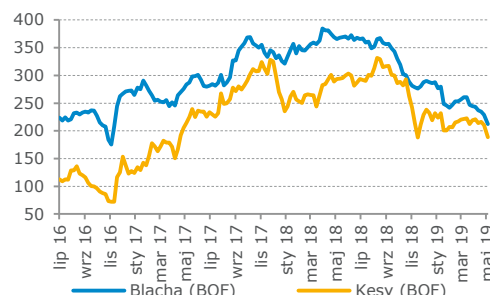
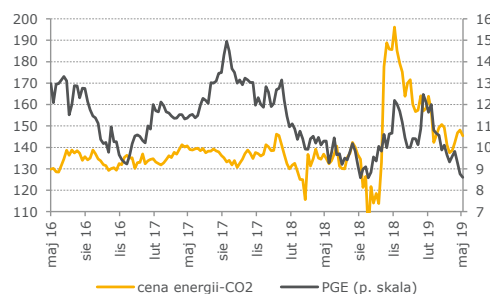
Rynek miedzi

W ubiegłym tygodniu monitorowane zapasy miedzi na światowych giełdach spadły o 7% t/t, z czego najbardziej na LME (-12% t/t). Był to jednocześnie drugi tydzień z rzędu spadku zapasów miedzi (obecnie najniższy poziom od lutego 2019 roku). Niepokój wokół wojny handlowej na linii Chiny-USA powodował, że inwestorzy otwierali krótkie pozycje na miedzi (obecnie -19 tys. sztuk – najniżej od I'19). Naszym zdaniem, duże wyprzedanie miedzi oraz spadające pozycje spekulacyjne netto przy spadających zapasach mogą spowodować, że chociażby jedna pozytywna informacja skutkować będzie pozytywnym zachowaniem cen surowca.

Rynek agro

Dalsze spadki cen gazu w Europie pozytywnie wpływały na marże producentów nawozów saletrzanych w Europie (patrz strona 13). To w połączeniu z bardzo dobrymi wynikami Grupy Azoty za 1Q'19 może spowodować odbicie cen akcji spółki na GPW.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
PCC Rokita	-10,9%	+2%
Boryszew	-8,9%	-14%
ZA Puławy	-3,5%	+30%
Kruszwica	-3,0%	+9%
Tauron	-2,7%	-25%
Ciech	-2,6%	-5%
ZCh Police	-2,1%	+5%
PGE	-1,9%	-14%
Orzeł Biały	-1,9%	-1%
Energa	-0,8%	-17%
Enea	-0,5%	-18%
Grupa Azoty	-0,2%	+12%
CEZ	-0,1%	-2%
IMC	+0,0%	+6%
Tarczyński	+0,0%	-14%
PGNiG	+0,2%	-20%
Impexmetal	+0,2%	+36%
MOL	+0,3%	+2%
LW Bogdanka	+0,3%	-25%
Kernel	+0,5%	+4%
Kęty	+1,5%	+3%
KGHM	+2,0%	+6%
OMV	+2,9%	+18%
Tupras	+3,2%	+16%
ZE PAK	+5,2%	-3%
Astarta	+5,4%	+10%
PKN Orlen	+5,5%	-15%
JSW	+8,7%	-20%
Lotos	+10,3%	-9%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,1%	-2%
Chemia	-2,0%	+4%
Energia	-1,6%	-15%
Paliwa	+4,9%	-15%
Spożywczy	+0,8%	+1%
Surowce	+3,1%	-1%
Ukraina	+1,1%	+4%

Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+3,4%	+18%
Oil & Gas E&P	+1,7%	+16%
Refining EU	+3,4%	-3%
Refining US	+1,8%	-1%
Agri & Food	+2,3%	+25%
Kauczuki	-0,8%	+7%
Nawozy	+0,7%	-2%
Chemicals EU	+0,5%	+10%
Industrials EU	+1,8%	+18%
Petchem World	+1,2%	-2%
Utilities EU	+0,7%	+12%
Utilities US	+0,5%	+12%

Dywergencja na kursach energetyki

Polskie spółki energetyczne, mimo serii teoretycznie dobrych komunikatów (wyniki 1Q w Enei, Tauronie i Enerdze, darmowe uprawnienia w PGE, zaskoczenia w obrocie) testują nowe minima. Kursy ignorują również poprawę teoretycznych marż terminowych na TGE, które powinny być brane pod uwagę szczególnie w kontekście rezultatów na wytwarzaniu wypracowanych w 1Q przez ENA i TPE.

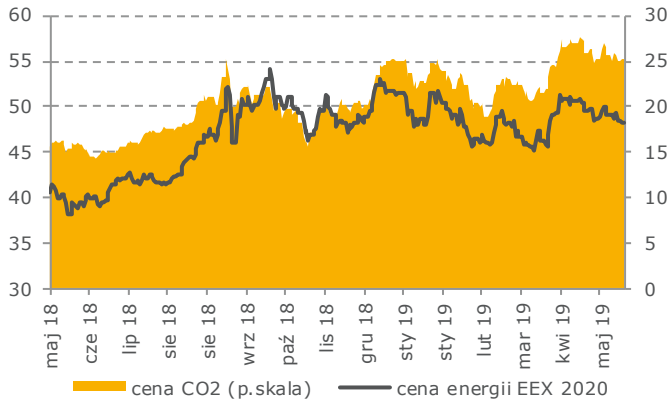
Marże producentów wielkopieczowych stali (BOF) na podstawowych produktach

Przebijające psychologiczną barierę 100 USD/t ceny rudy żelaza oraz utrzymujące się ceny węgla kokсового na poziomie 200 USD/t negatywnie przekładają się na rentowność producentów wielkopieczowych (negatywnie Arcelor, Voestalpine). Są oni już 8 USD/t drożsi w wytwarzaniu kęsów niż producenci elektryczni (EAF) – pozytywnie dla Cognor (patrz strona 10).

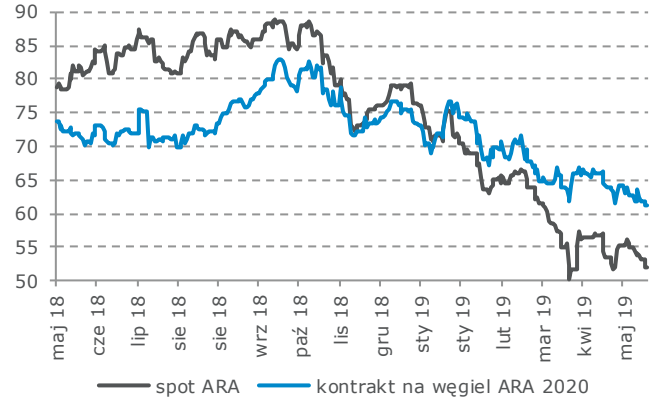


Energetyka

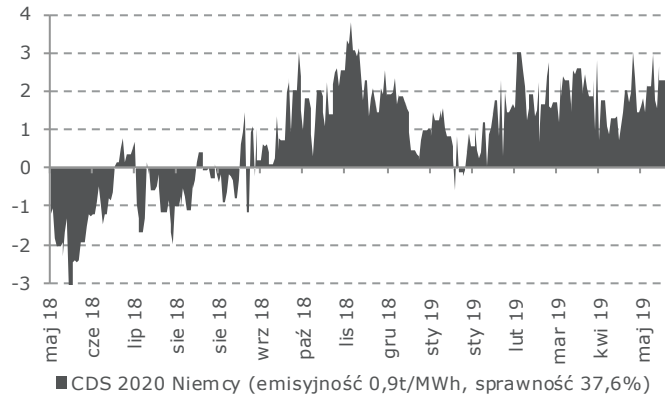
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



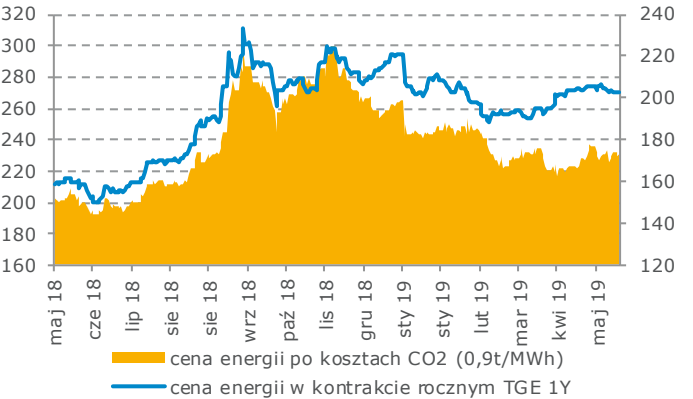
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



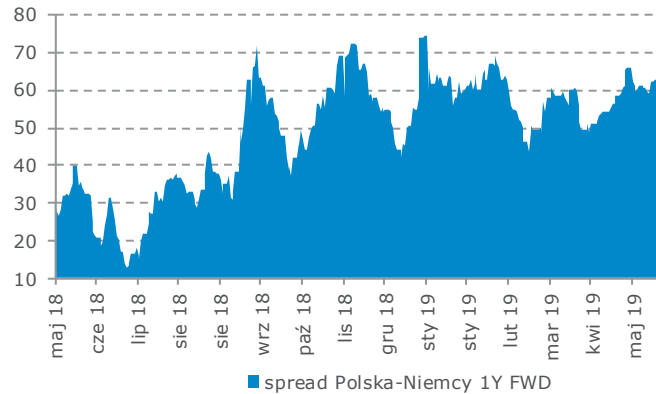
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



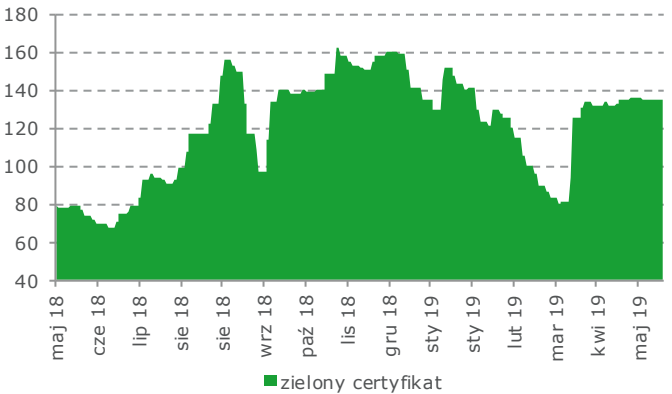
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



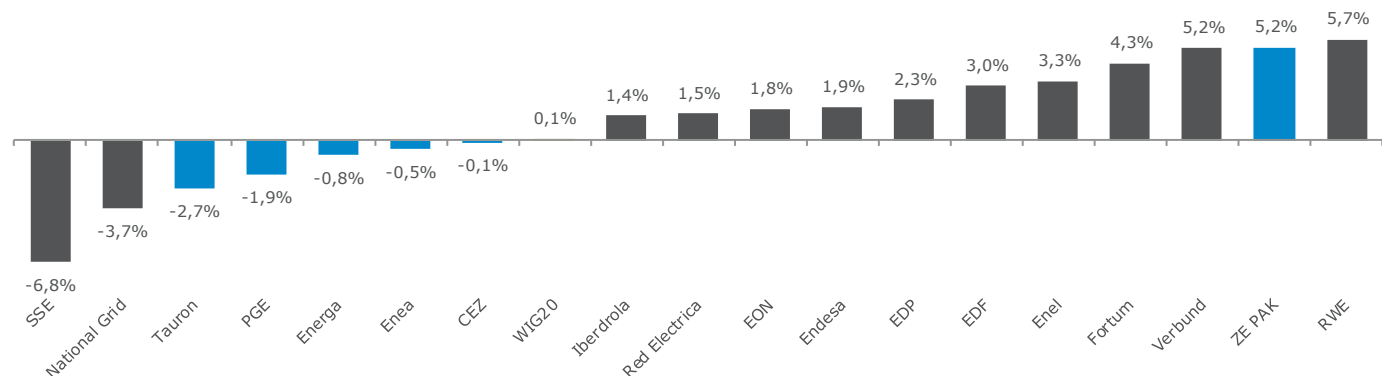
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



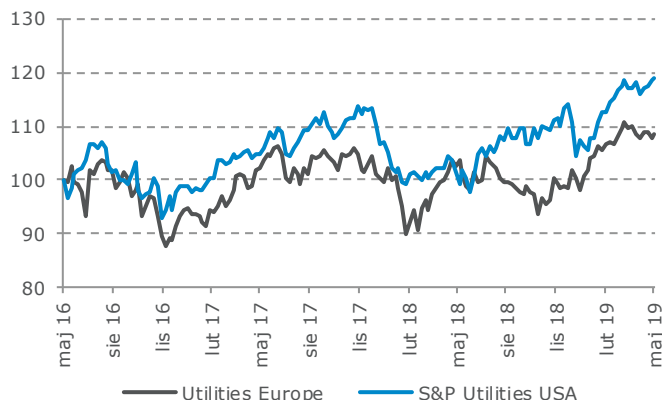
Tygodniowy performance spółek energetycznych



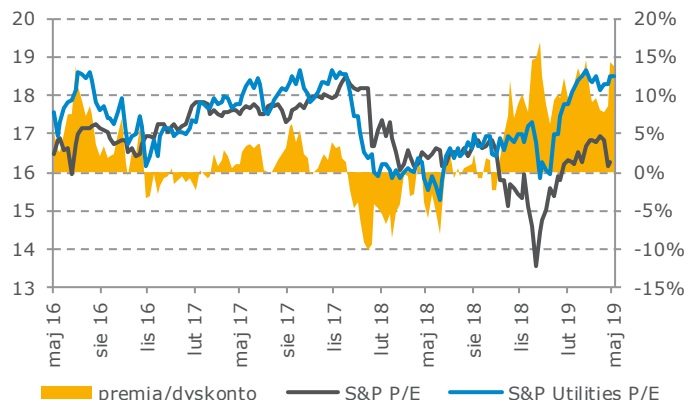
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

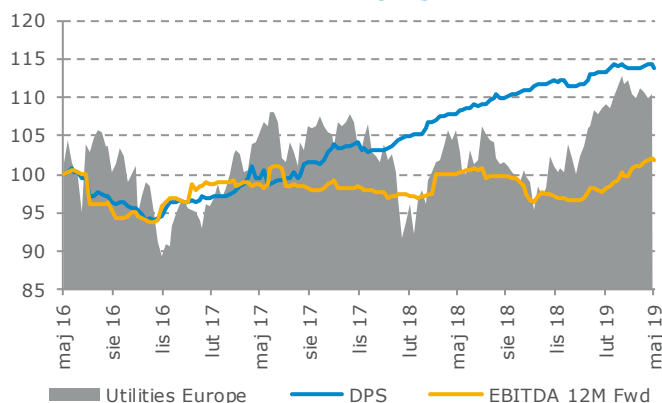
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



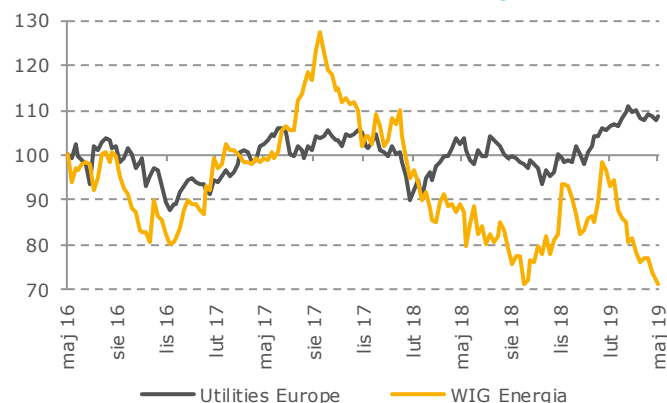
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



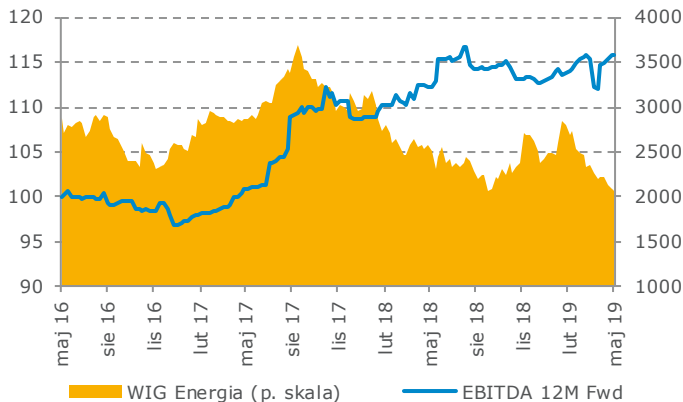
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



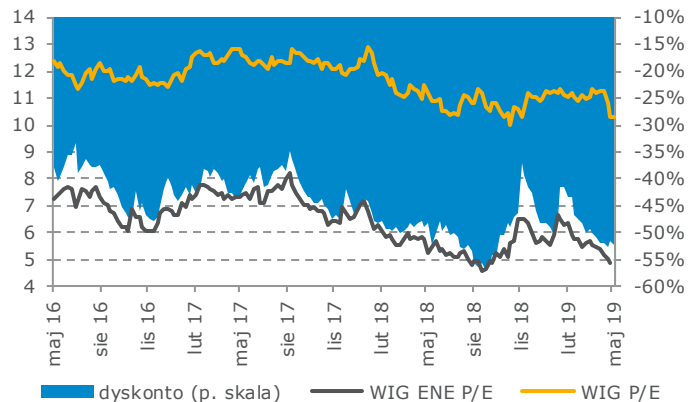
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



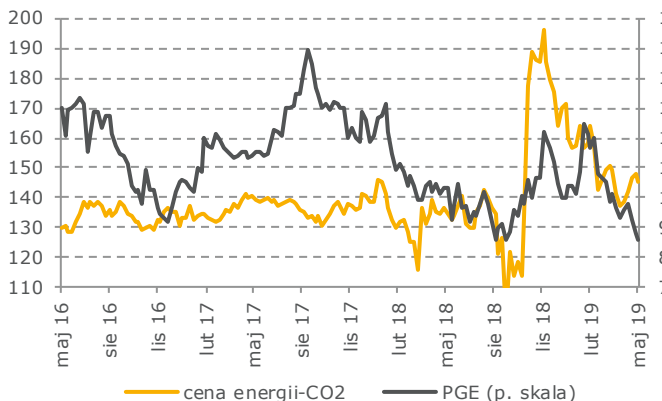
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



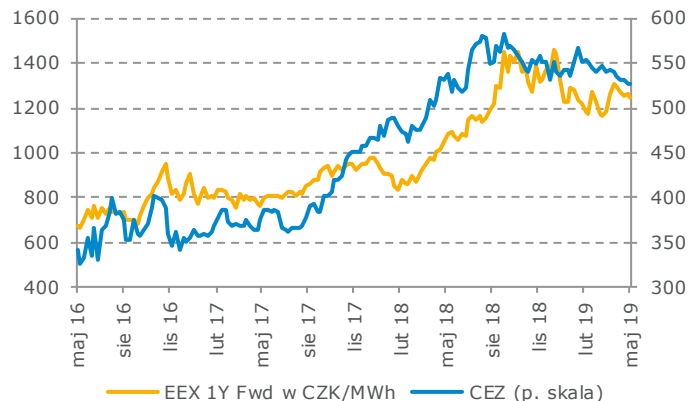
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



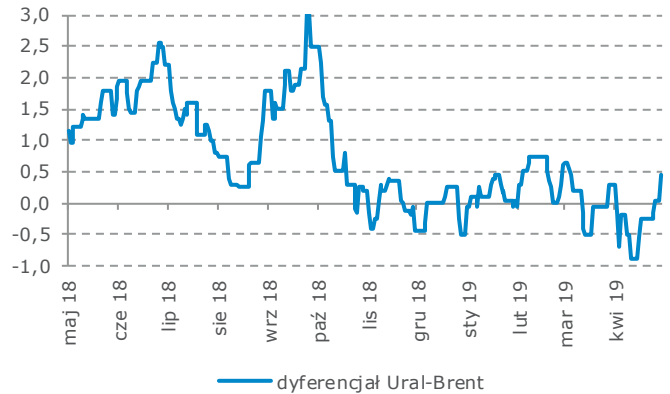
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

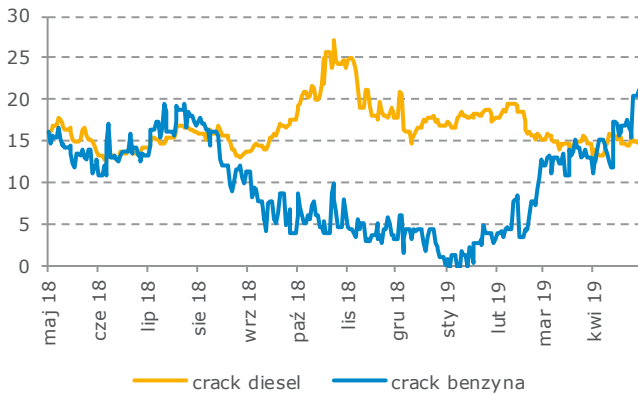
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



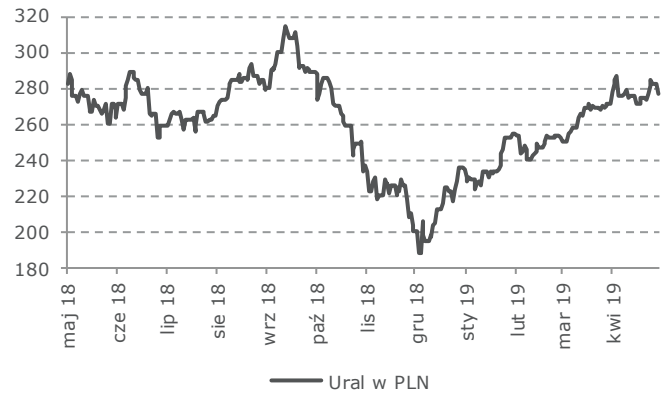
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



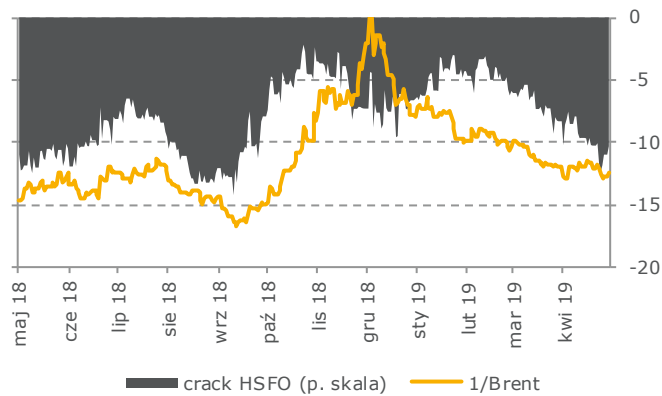
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



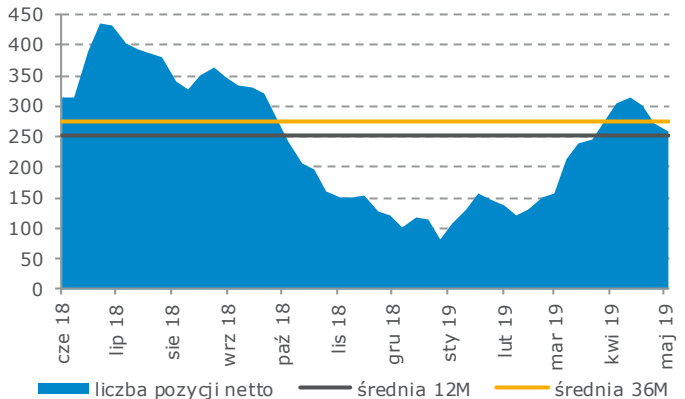
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



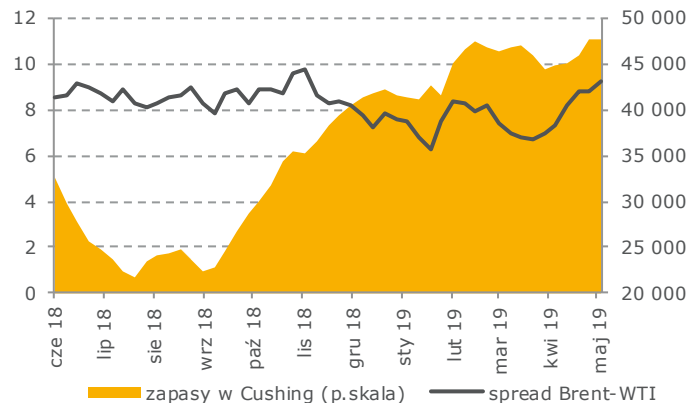
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



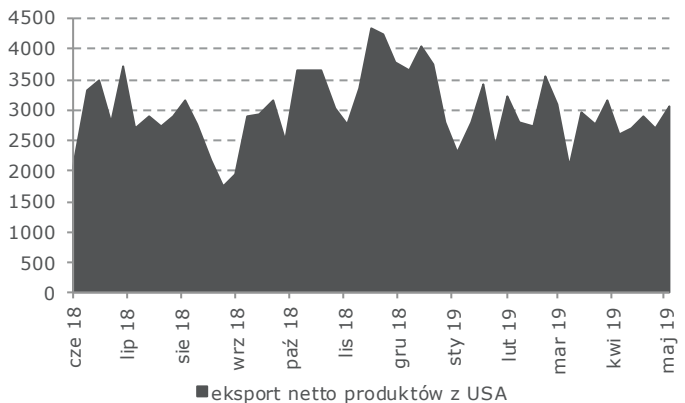
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



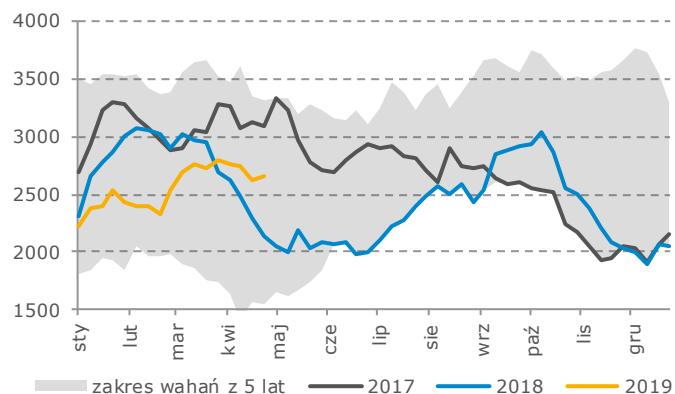
Eksport netto paliw z USA



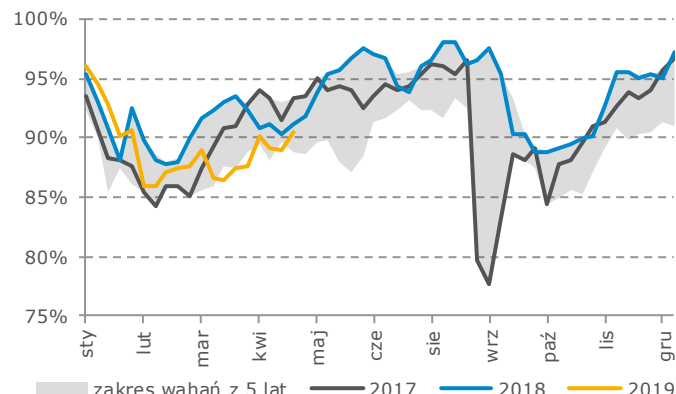
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

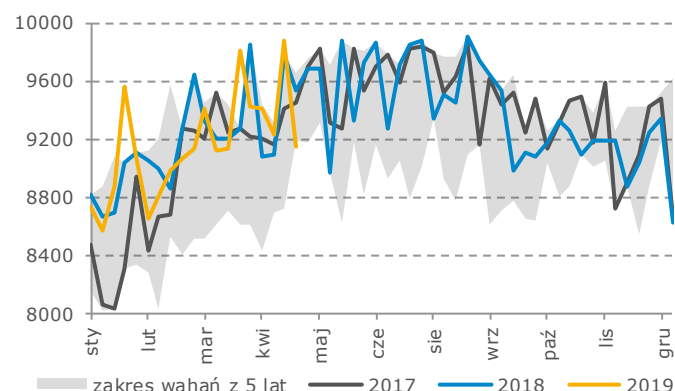
Zapasy diesla w portach ARA



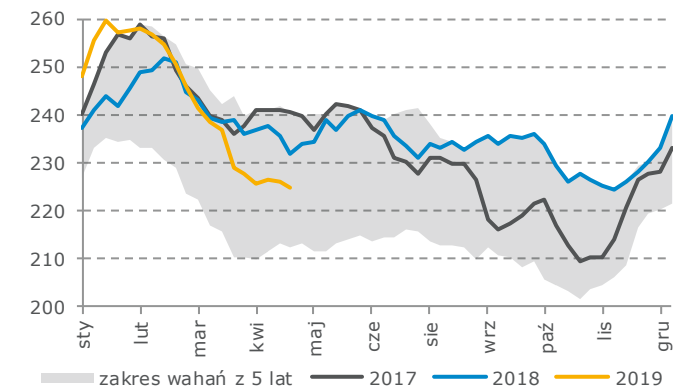
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



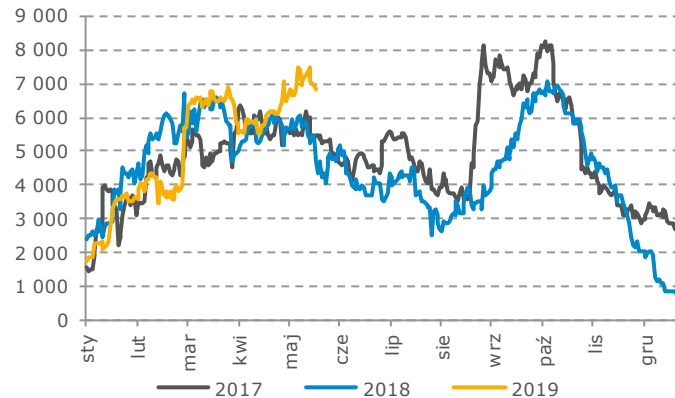
Popyt na benzynę w USA



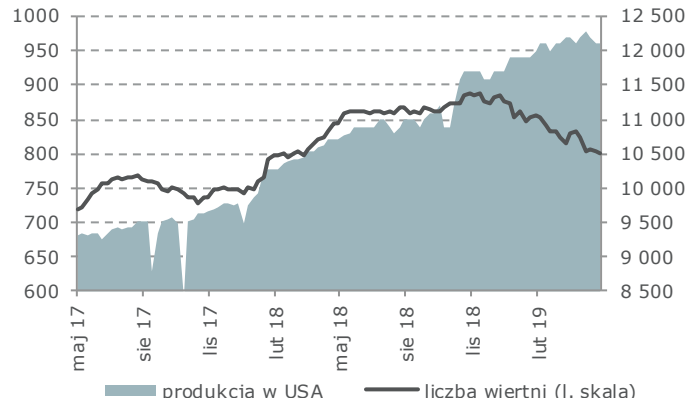
Zapasy benzyny w USA



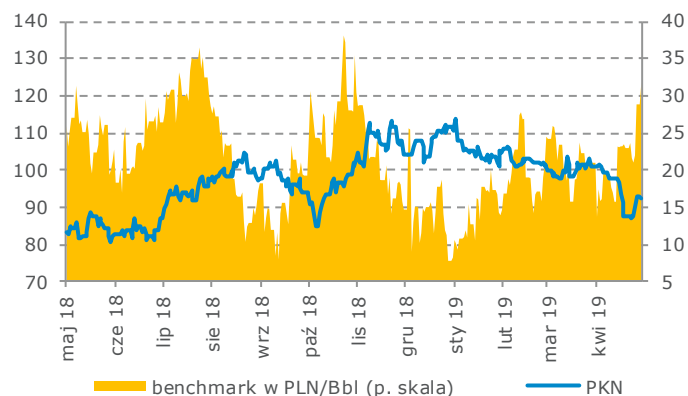
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



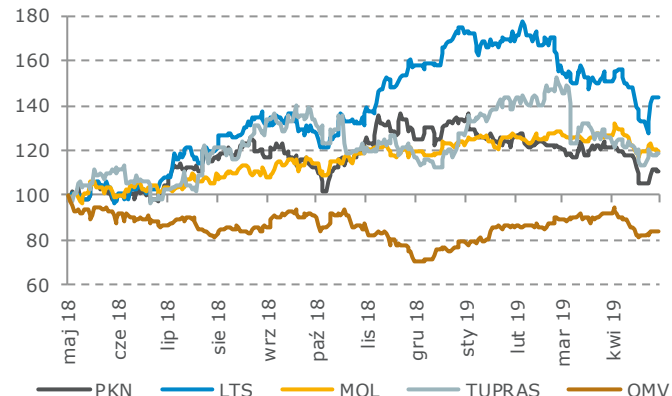
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



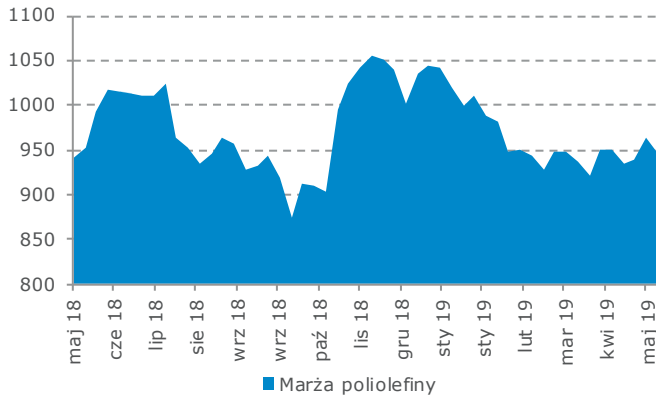
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



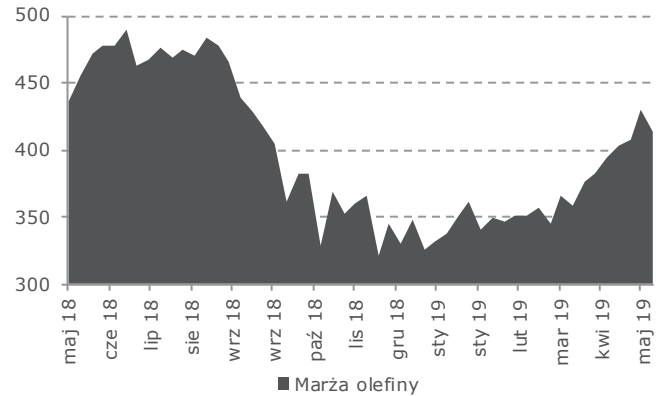
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

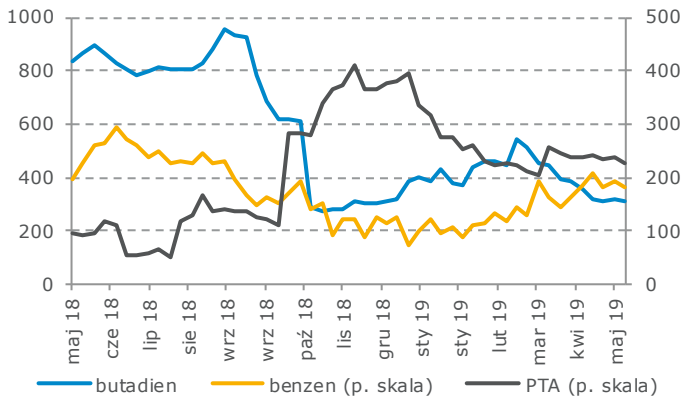
Marża petrochemiczna poliolefiny



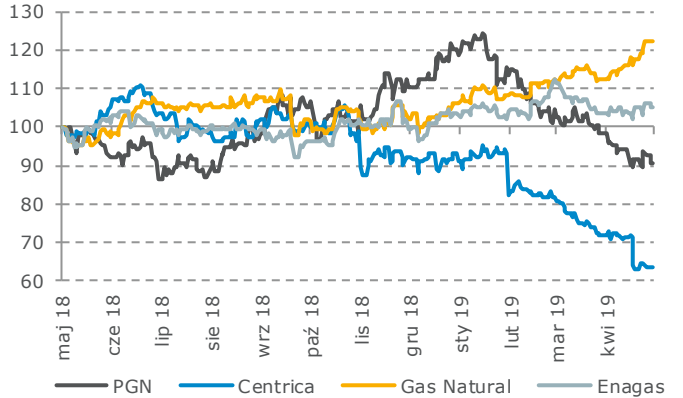
Marża petrochemiczna olefiny



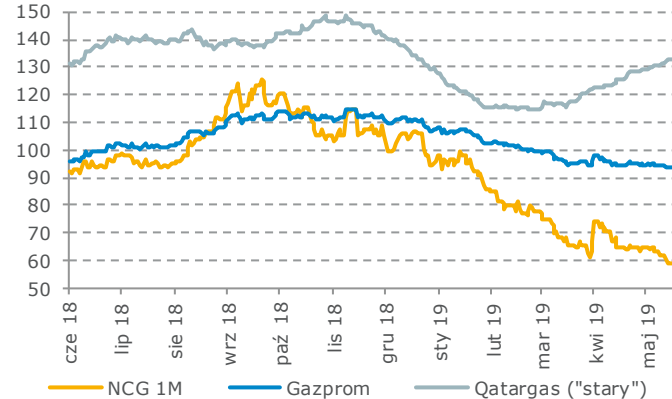
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



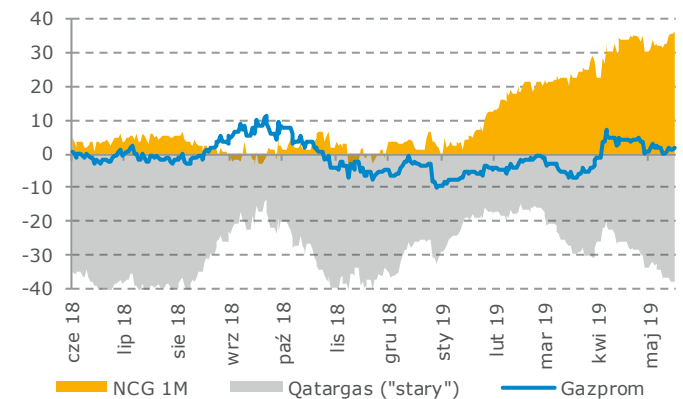
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



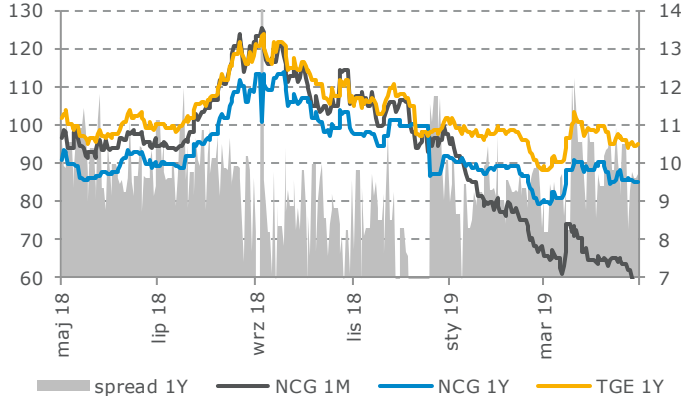
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



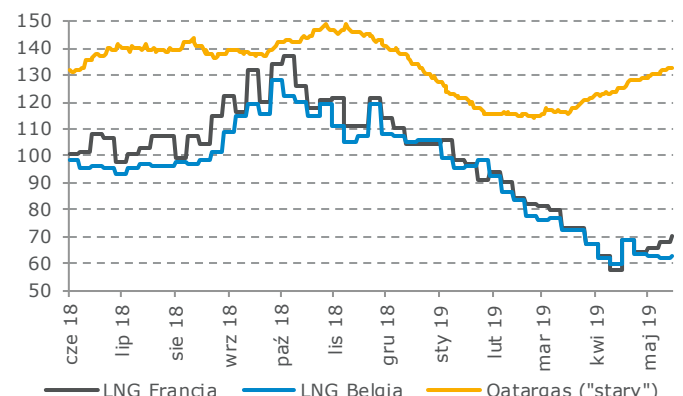
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



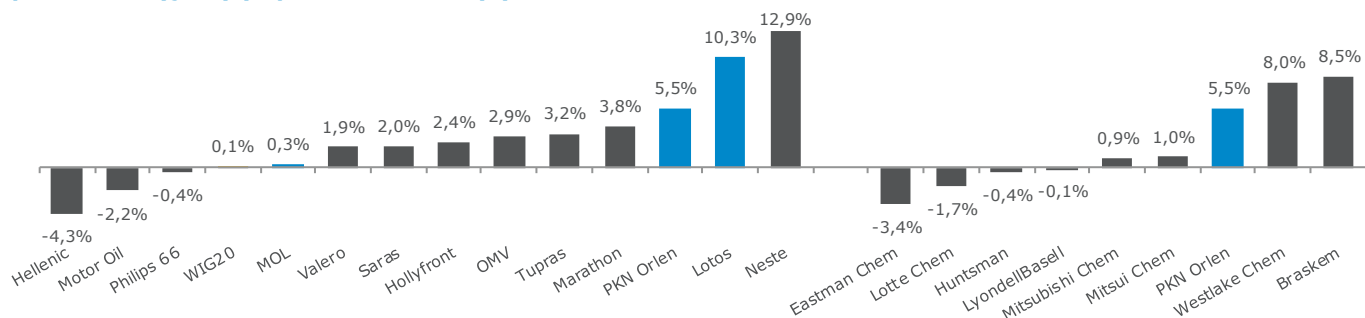
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



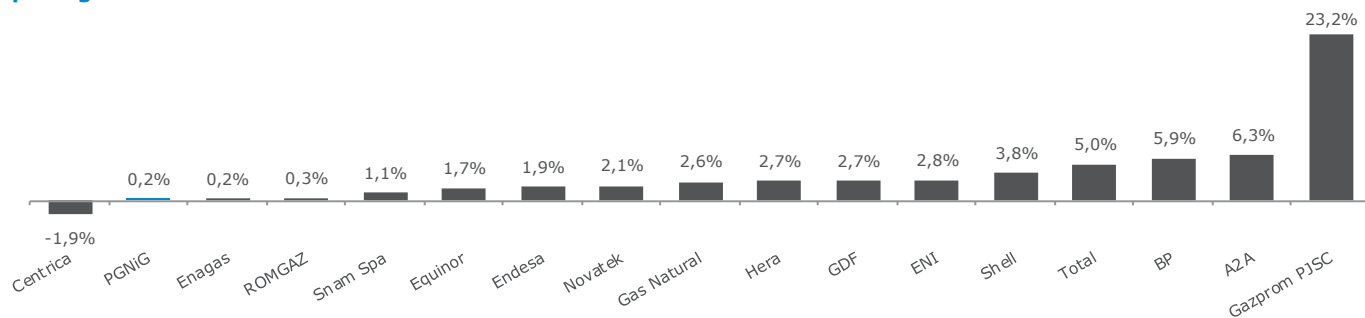
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

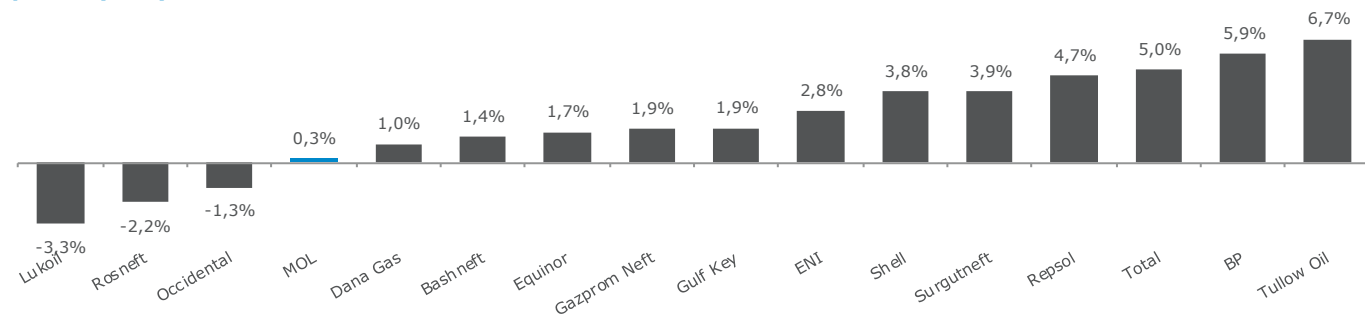
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



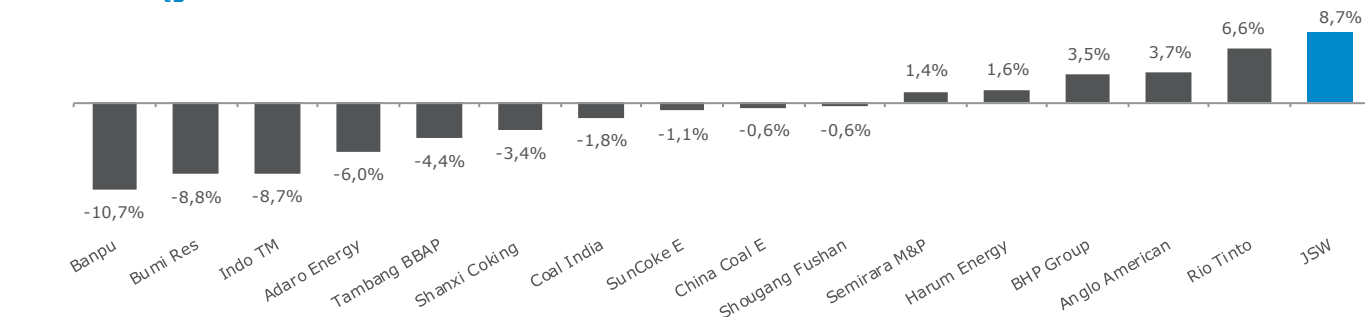
Spółki gazowe



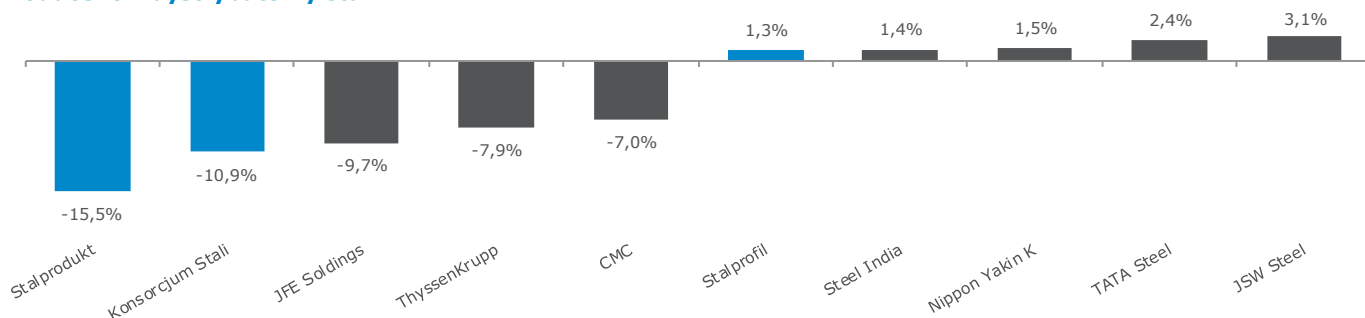
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



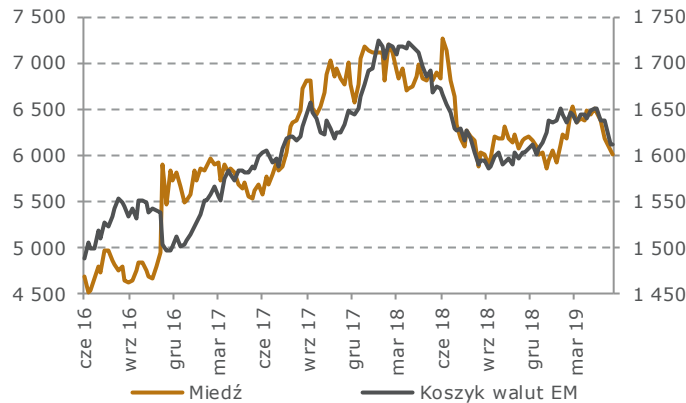
Producenci i dystrybutorzy stali



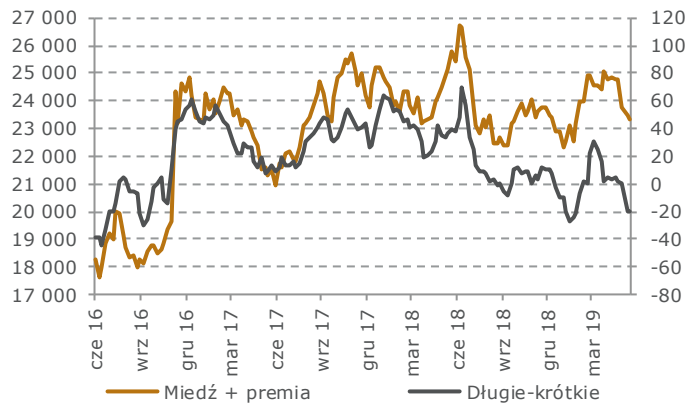
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

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



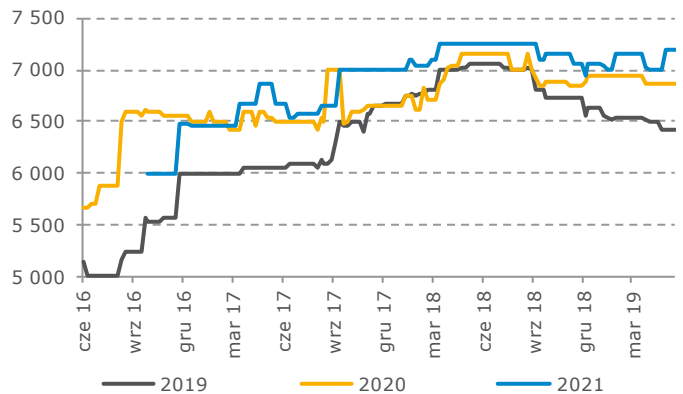
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



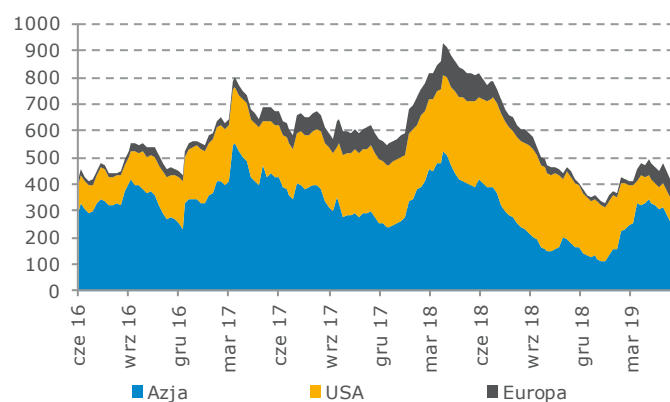
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



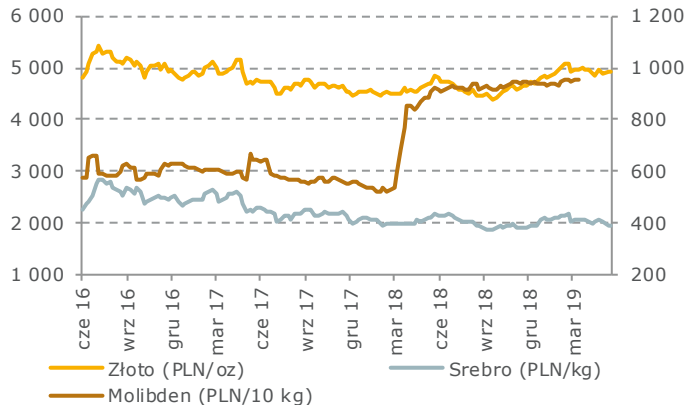
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



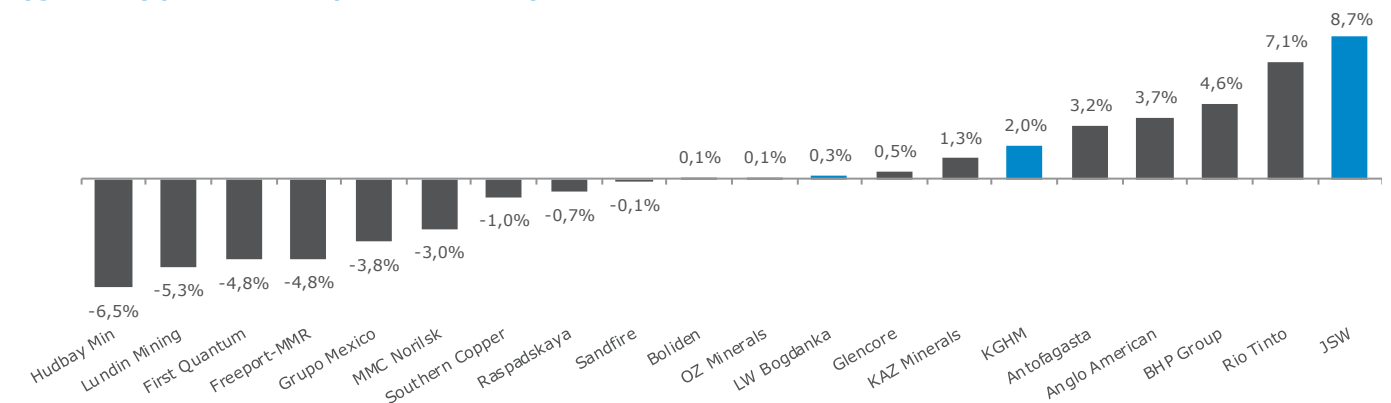
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



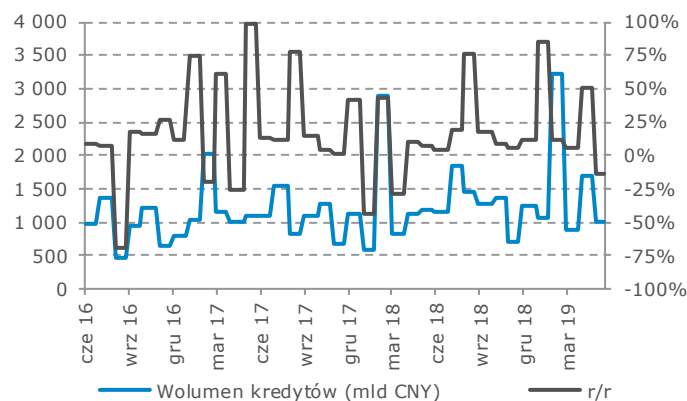
Tygodniowy performance spółek surowcowych



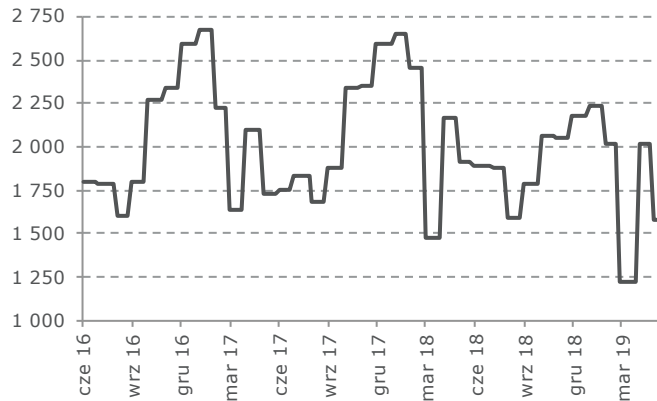
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

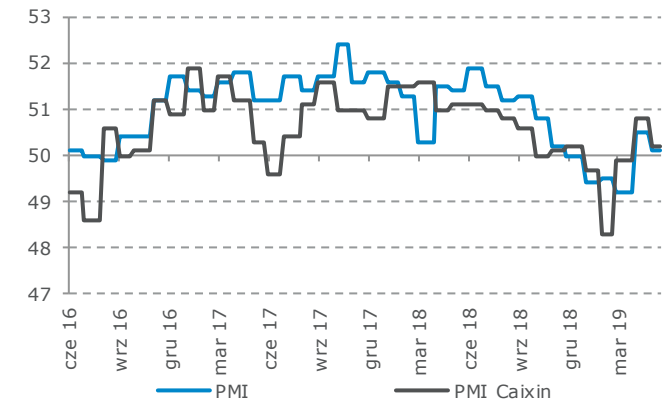
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



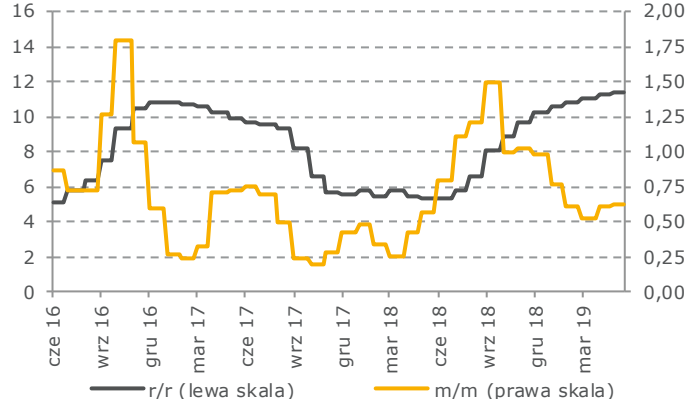
Sprzedż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



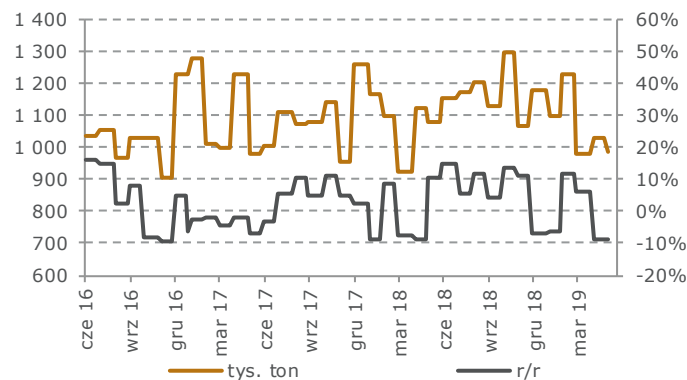
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



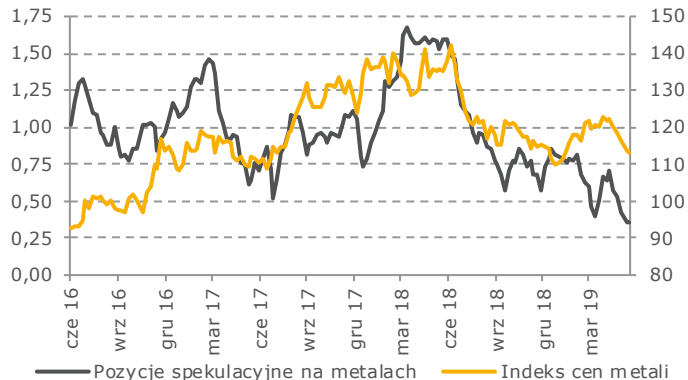
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



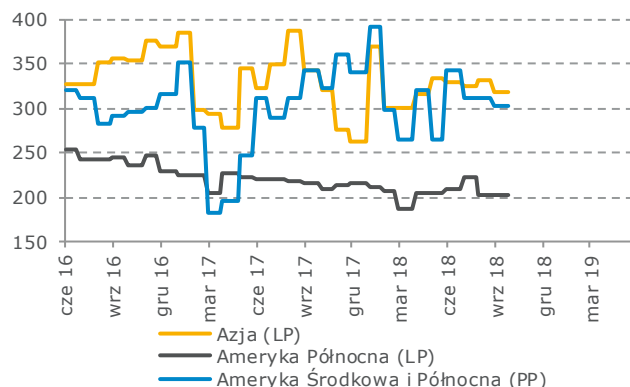
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



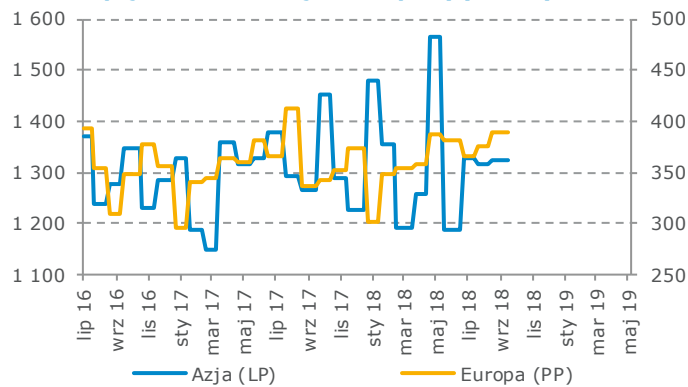
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



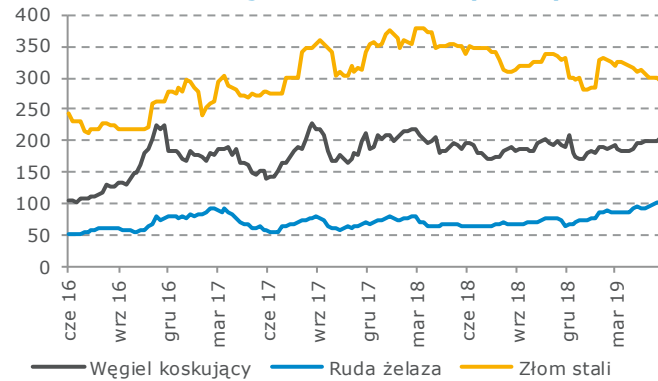
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



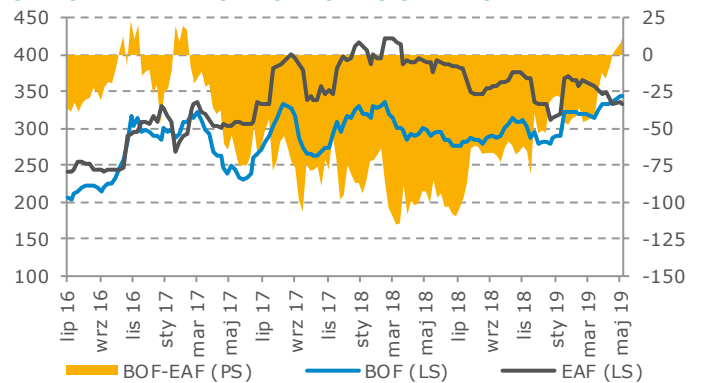
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

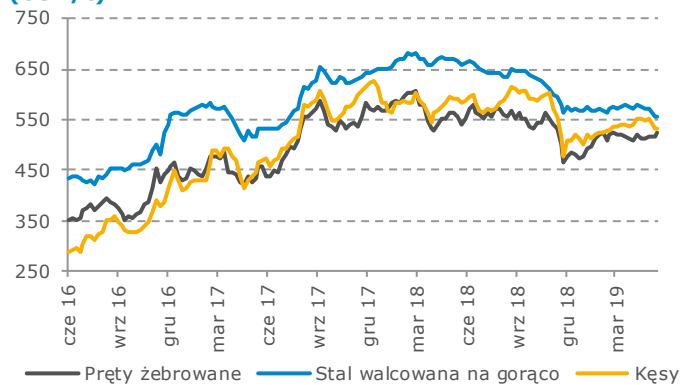
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



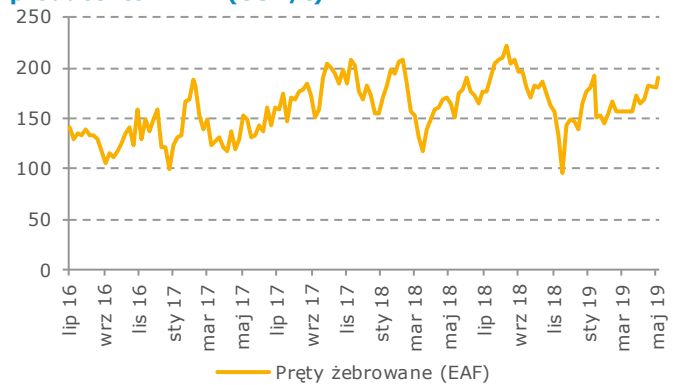
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



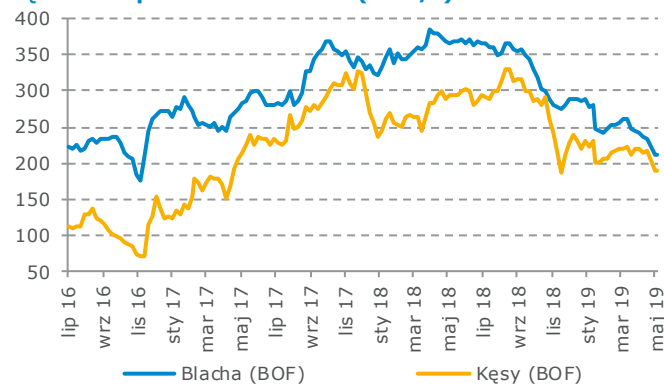
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



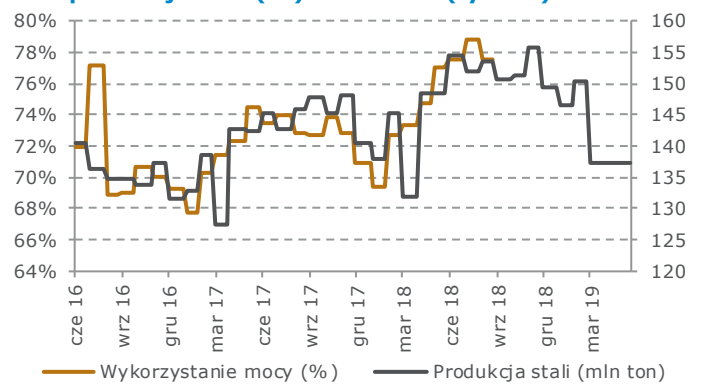
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



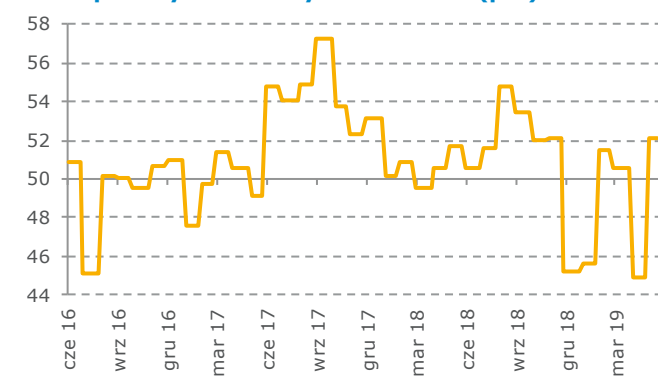
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



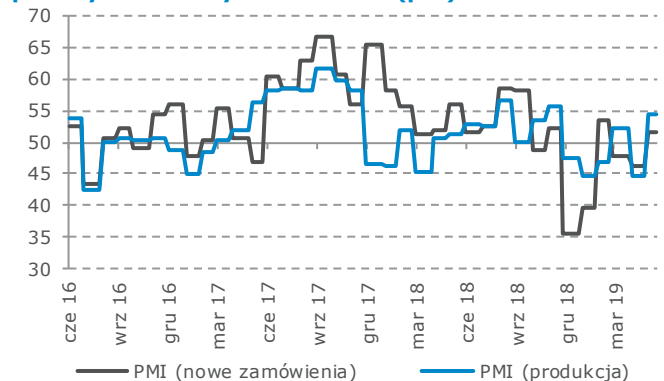
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

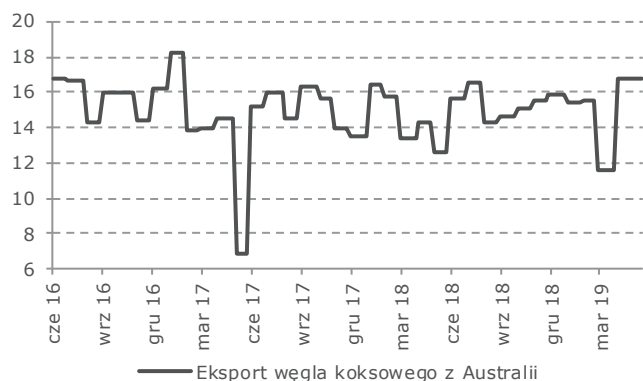


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

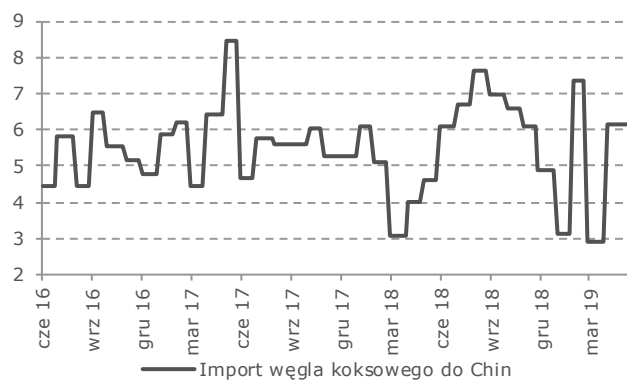


Surowce (stal)

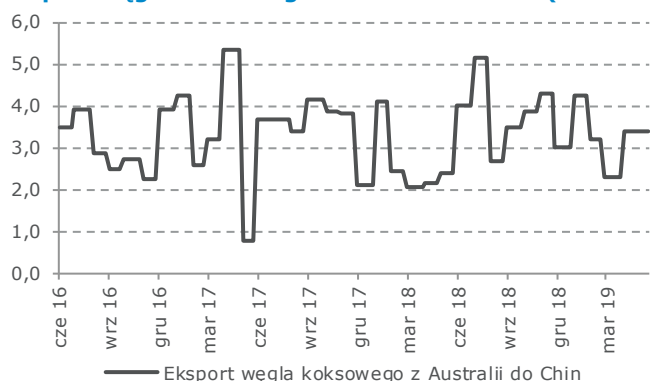
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



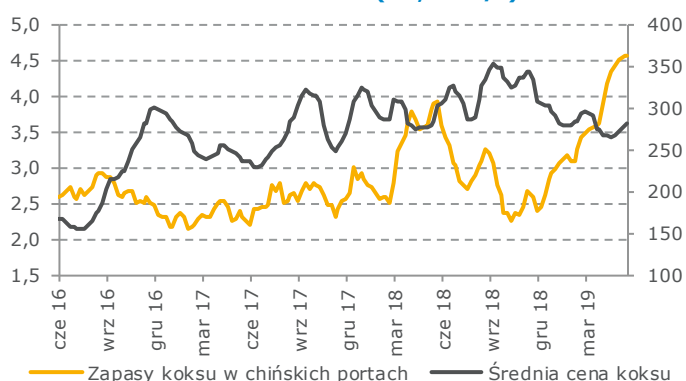
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



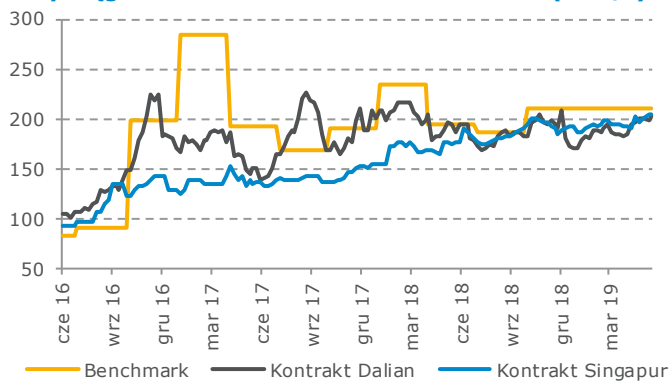
Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



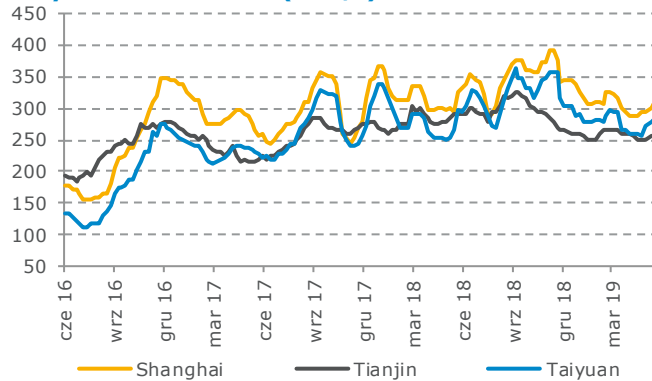
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



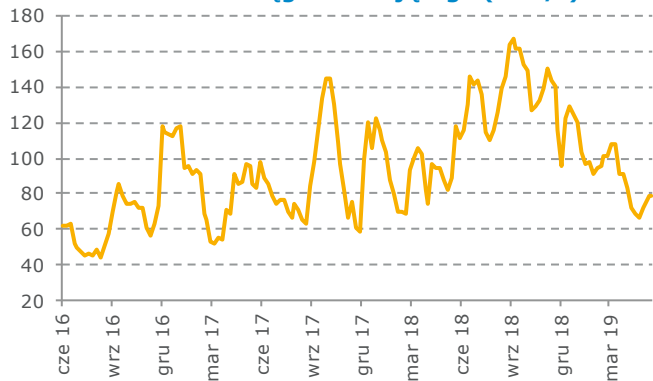
Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



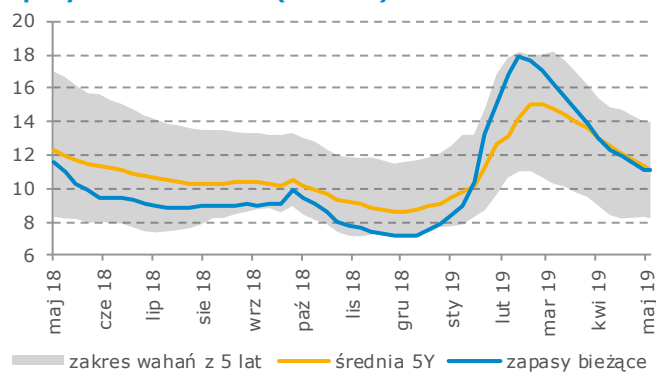
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



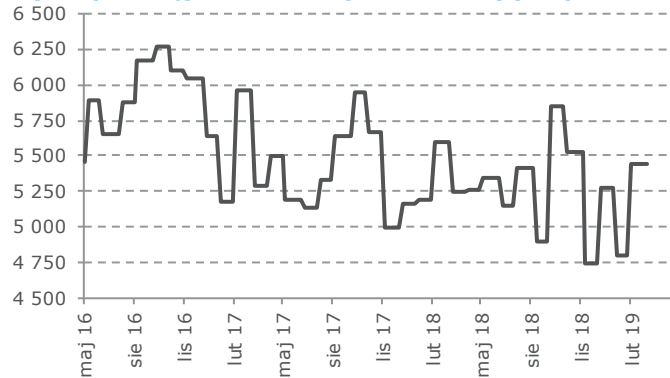
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



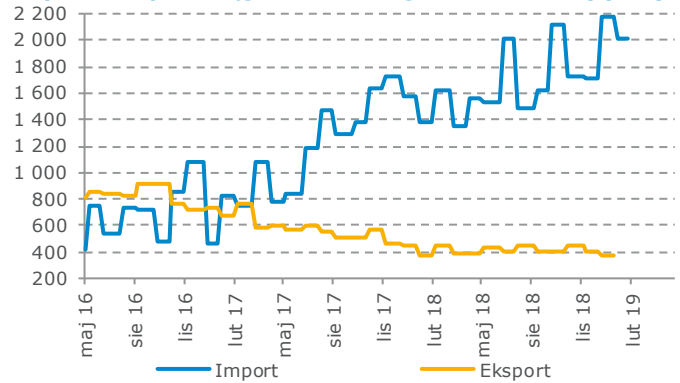
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

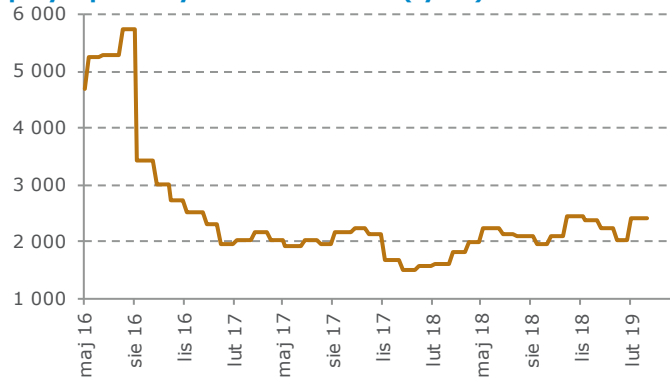
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



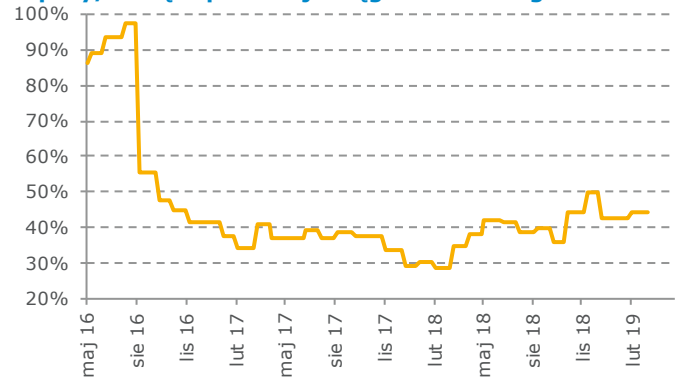
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



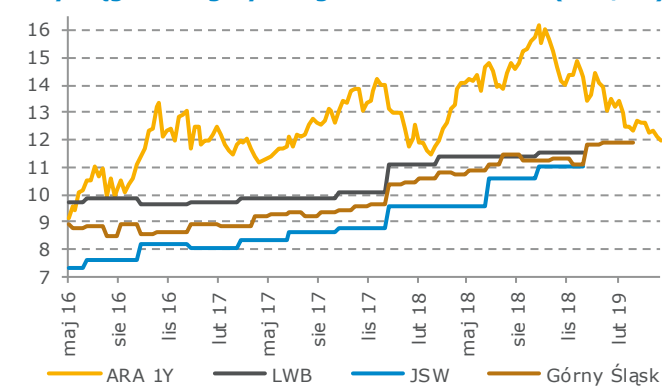
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



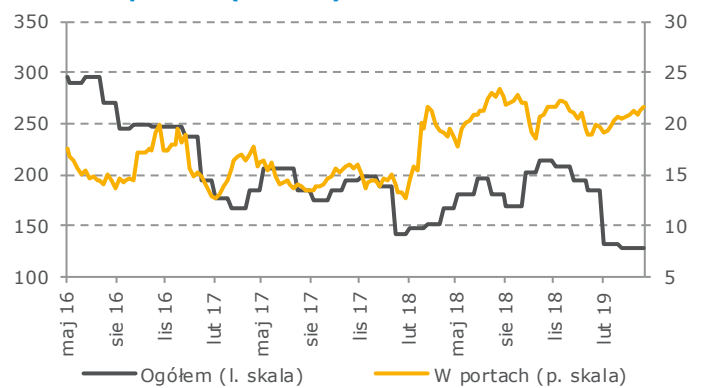
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



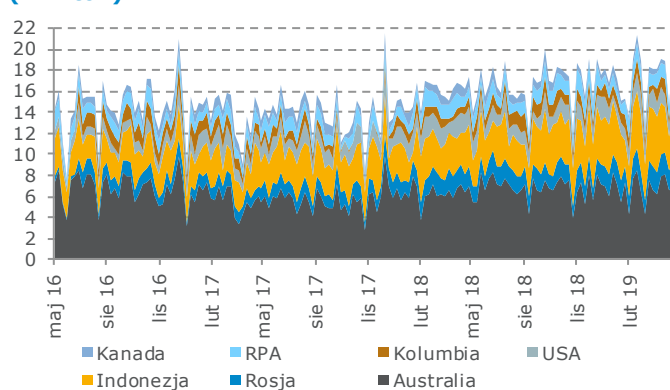
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



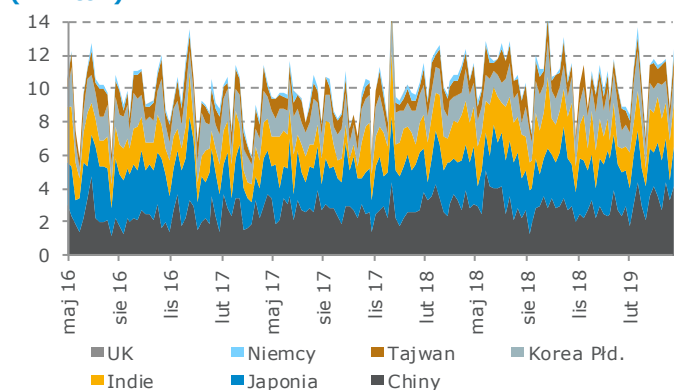
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



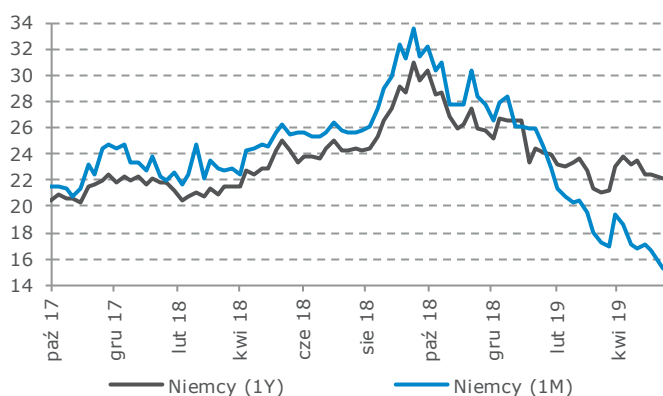
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



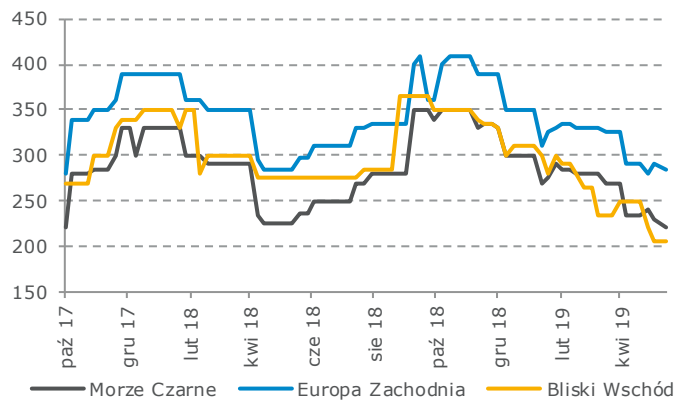
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

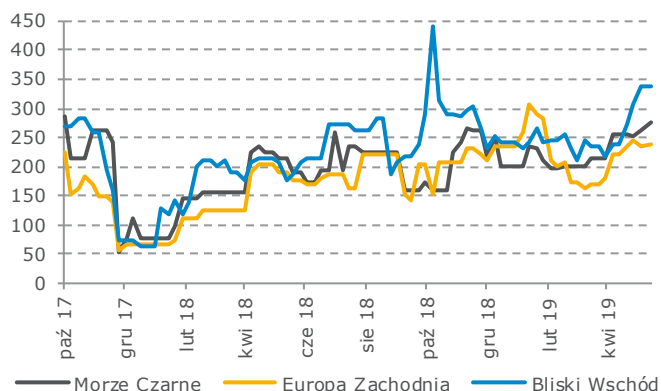
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



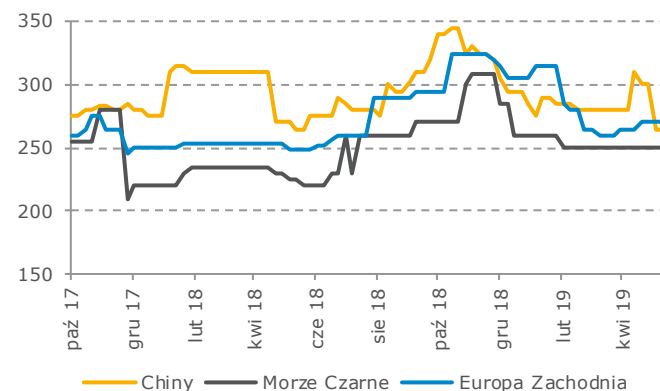
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



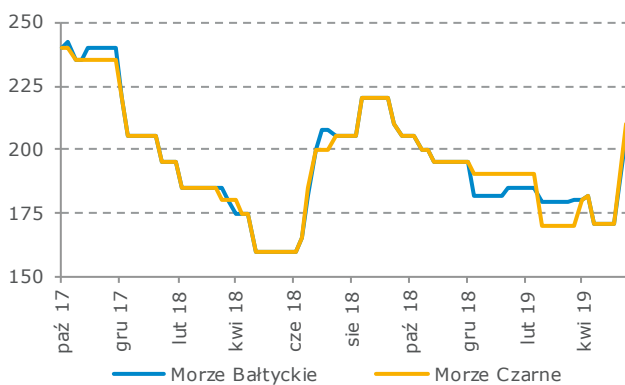
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



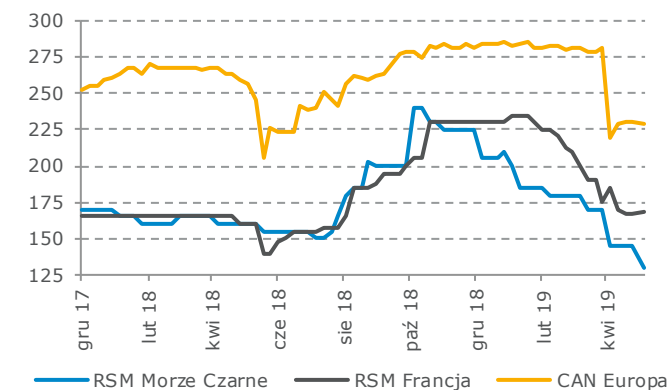
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



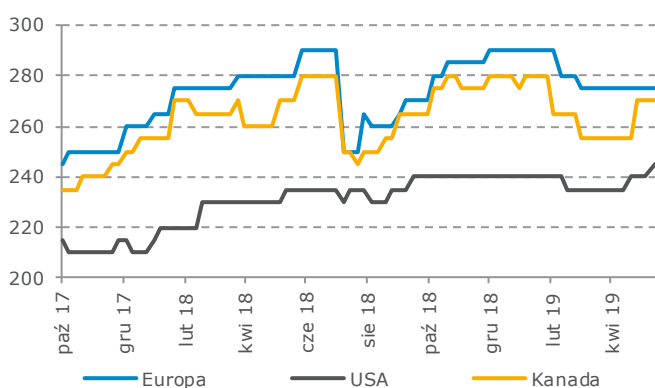
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



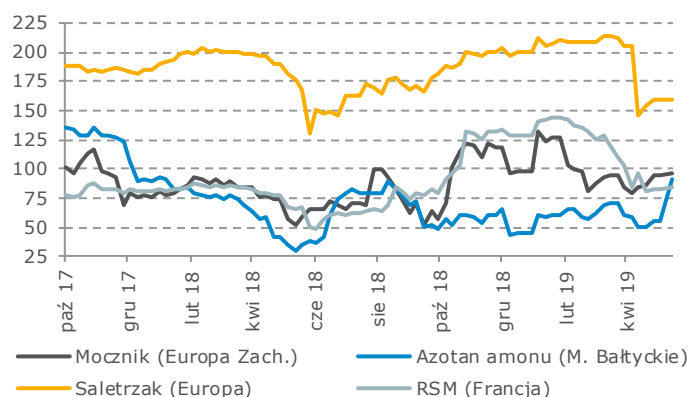
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



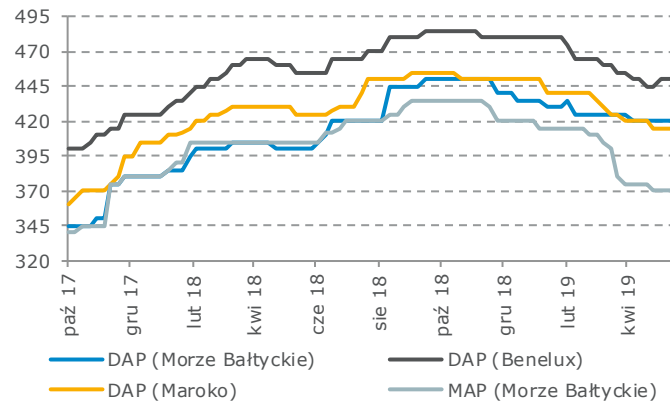
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



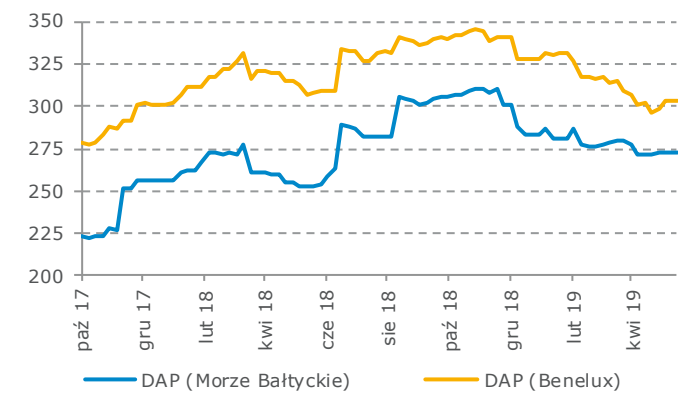
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

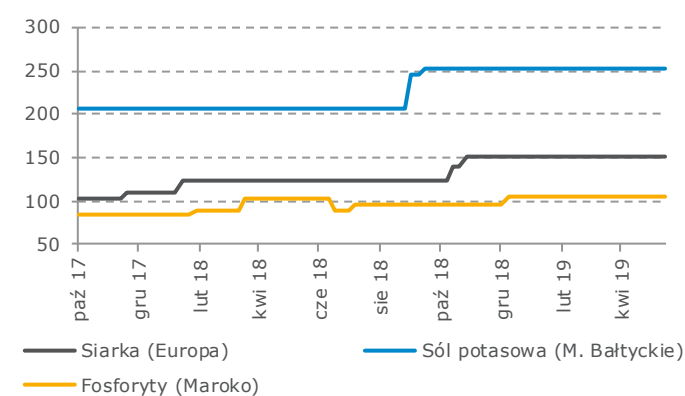
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



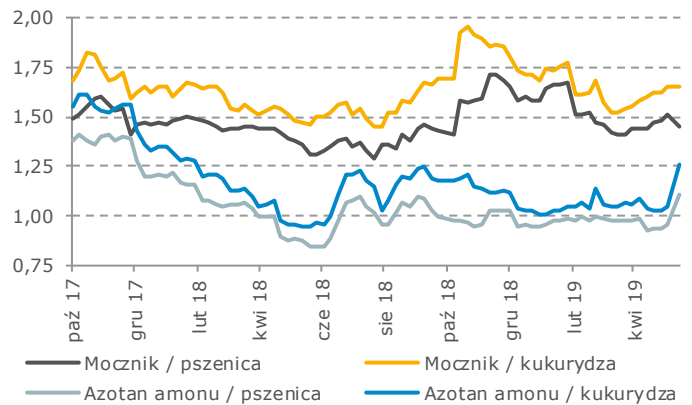
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



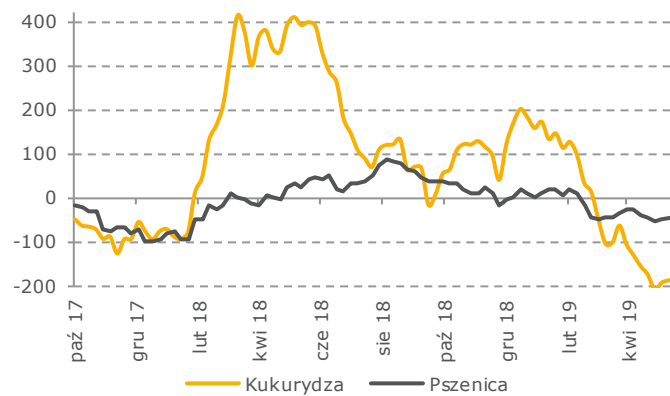
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



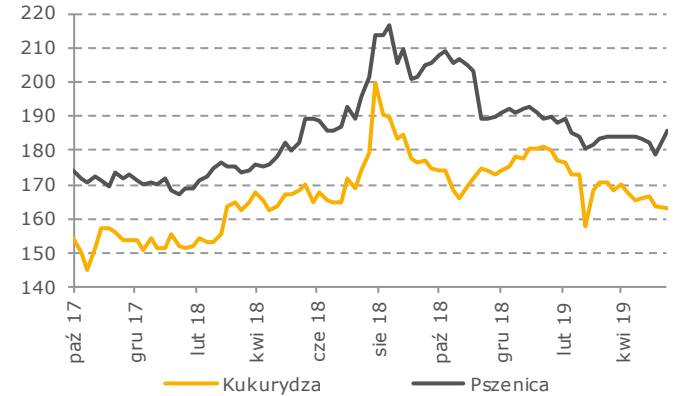
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



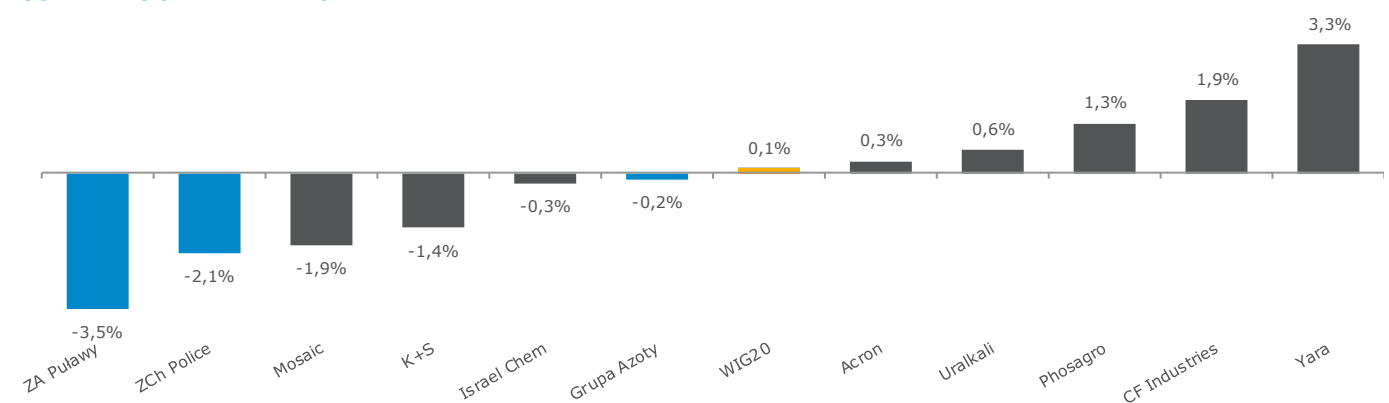
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



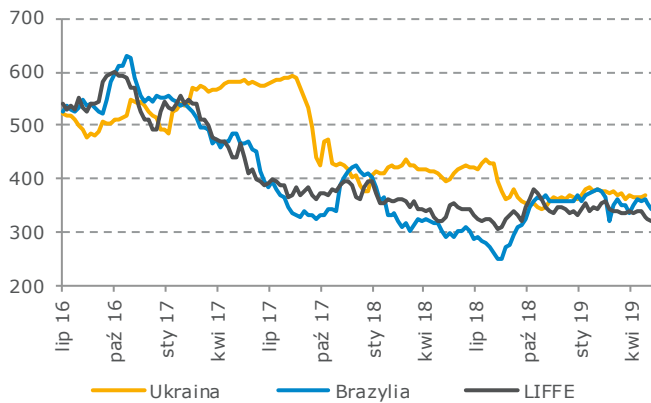
Tygodniowy performance producentów nawozów



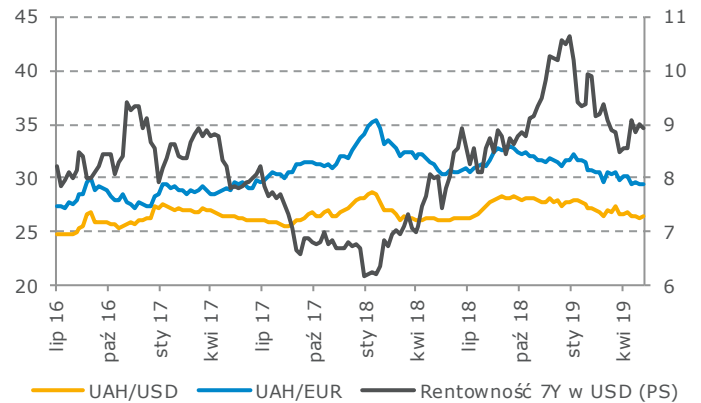
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

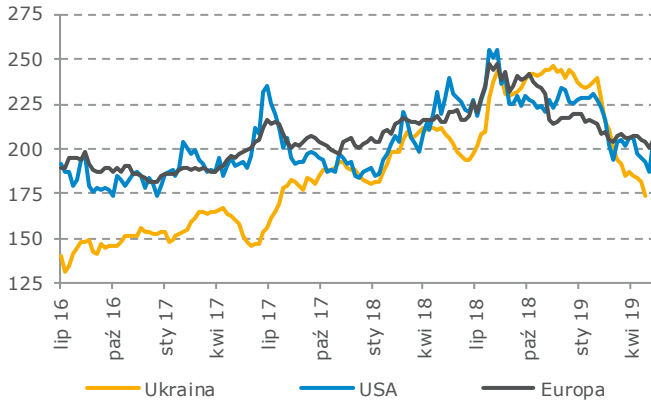
Cena cukru (USD/Mt)



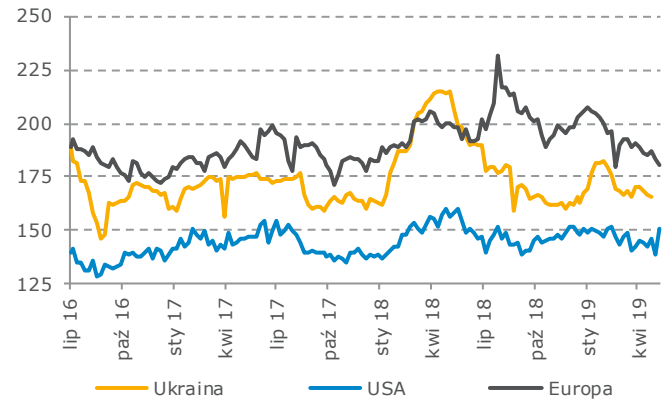
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



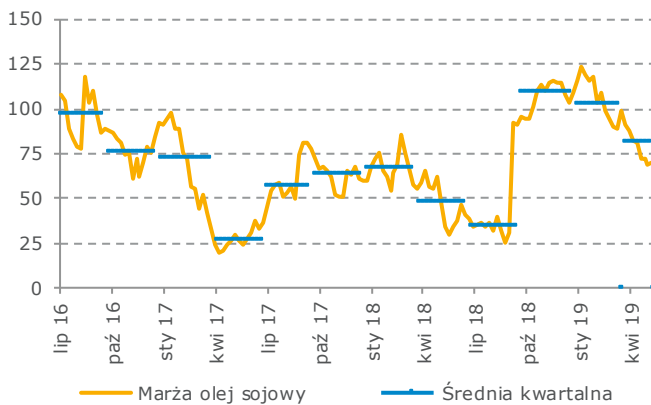
Cena pszenicy (USD/Mt)



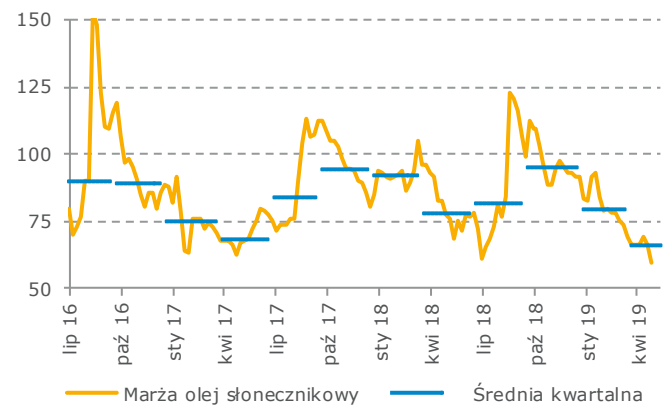
Cena kukurydzy (USD/Mt)



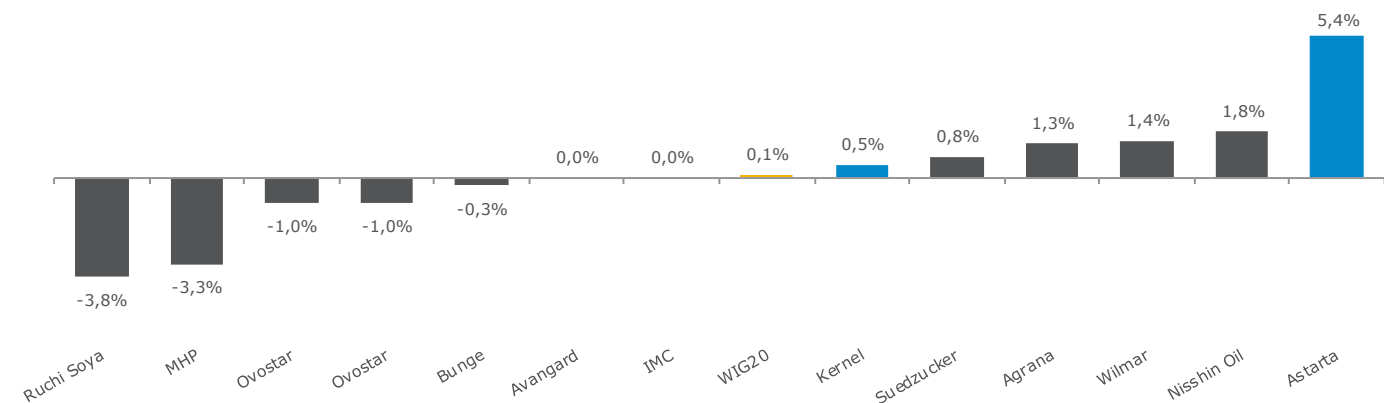
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych

	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	526,5	7,4	7,2	6,9	2,2	2,0	1,9	15,9	15,3	14,7	29%	28%	28%	4,2%	5,6%	5,9%
Enea	8,1	3,1	2,9	2,6	0,6	0,5	0,6	2,9	2,7	2,2	19%	19%	22%	0,0%	0,0%	7,4%
Energa	7,4	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	8,6	3,8	2,9	2,5	0,7	0,6	0,6	6,8	4,5	4,0	19%	21%	23%	0,0%	3,7%	5,6%
Tauron	1,7	3,8	3,4	2,9	0,6	0,5	0,5	2,6	2,2	1,9	16%	16%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,3	1,9	1,4	1,2	0,2	0,2	0,2	10,8	6,7	2,1	10%	15%	17%	-	11,0%	11,0%
EDF	12,5	4,4	4,0	3,8	1,0	1,0	0,9	17,8	13,4	11,9	23%	24%	25%	2,8%	3,6%	3,9%
EDP	3,2	8,8	8,4	8,1	2,1	2,1	1,9	14,4	13,3	12,8	24%	25%	23%	5,9%	6,0%	6,3%
Endesa	22,8	8,2	8,1	7,9	1,4	1,4	1,3	15,9	15,7	15,3	18%	17%	17%	6,3%	6,4%	5,6%
Enel	5,7	7,0	6,7	6,4	1,6	1,5	1,5	12,3	11,2	10,7	22%	23%	23%	5,7%	6,2%	6,6%
EON	9,3	5,6	4,2	3,8	0,9	0,5	0,4	13,5	12,9	12,2	16%	11%	10%	4,9%	5,4%	5,8%
Fortum	19,2	13,1	12,1	11,7	4,0	3,9	3,8	15,2	13,2	12,0	30%	32%	32%	5,7%	5,8%	5,7%
Iberdola	8,2	9,6	8,9	8,4	2,5	2,4	2,3	15,9	14,8	13,9	27%	27%	28%	4,5%	4,8%	5,1%
National Grid	8,2	12,2	10,4	9,8	3,6	3,4	3,3	18,3	14,1	13,2	30%	33%	34%	5,7%	6,0%	6,1%
Red Electrica	19,6	9,5	9,6	9,7	7,4	7,5	7,5	14,6	15,2	15,6	78%	78%	77%	5,4%	5,4%	5,3%
RWE	23,3	12,1	6,3	5,4	1,5	1,2	1,2	22,3	13,2	9,9	12%	20%	22%	3,4%	4,0%	4,6%
SSE	10,4	10,8	9,1	8,5	0,7	0,7	0,7	15,5	11,0	9,7	7%	8%	8%	9,4%	7,7%	7,9%
Verbund	46,5	16,0	13,1	12,3	5,8	5,2	5,0	30,1	22,7	21,3	36%	40%	41%	1,4%	1,9%	2,3%
Mediana		7,8	6,9	6,7	1,4	1,3	1,3	14,9	13,2	12,0	21%	22%	23%	4,5%	5,4%	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	80,10	6,7	5,6	4,7	0,6	0,6	0,5	13,6	12,3	11,5	9%	10%	11%	3,2%	2,2%	2,4%
MOL	3136,00	4,9	4,2	3,9	0,6	0,6	0,6	14,2	10,0	9,0	13%	14%	14%	4,5%	4,9%	5,1%
PKN Orlen	92,26	6,3	6,1	5,5	0,4	0,4	0,4	11,9	12,3	11,6	7%	6%	7%	3,8%	3,3%	3,3%
Hellenic Petroleum	7,61	5,7	5,0	5,1	0,5	0,4	0,4	8,9	6,4	6,2	8%	9%	8%	6,5%	6,8%	7,5%
HollyFrontier	43,34	6,1	5,3	5,8	0,6	0,6	0,6	9,6	7,6	8,5	11%	12%	11%	3,1%	3,2%	3,2%
Marathon Petroleum	52,12	7,0	5,5	5,4	0,6	0,6	0,6	10,3	6,3	6,1	8%	10%	11%	4,1%	4,6%	5,1%
Motor Oil	19,76	4,2	3,9	4,0	0,3	0,3	0,3	7,1	6,5	6,3	6%	7%	7%	6,9%	7,3%	7,9%
Neste Oil	31,90	11,8	11,1	10,6	1,6	1,6	1,6	18,3	16,8	16,0	14%	15%	15%	2,7%	3,0%	3,2%
OMV	45,10	4,1	3,8	3,7	1,0	1,0	1,0	8,6	7,5	7,2	24%	26%	26%	4,3%	4,7%	5,0%
Phillips 66	84,52	7,5	6,1	6,5	0,5	0,5	0,5	11,4	8,0	8,5	7%	8%	8%	4,1%	4,4%	4,7%
Saras	1,40	3,2	2,2	3,1	0,1	0,1	0,1	9,3	4,5	7,6	4%	6%	4%	6,1%	10,2%	7,1%
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	120,40	5,9	4,4	4,2	0,4	0,4	0,3	8,3	5,1	4,7	7%	8%	8%	10,2%	16,8%	18,0%
Valero Energy	82,08	6,9	5,1	5,6	0,4	0,3	0,4	12,2	7,5	8,2	6%	7%	7%	4,4%	4,7%	5,0%
Mediana		6,2	5,2	5,2	0,5	0,5	0,5	10,8	7,5	8,4	8%	9%	8%	4,2%	4,6%	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	92,26	6,3	6,1	5,5	0,4	0,4	0,4	11,9	12,3	11,6	7%	6%	7%	3,8%	3,3%	3,3%
Axiall	62,98	6,4	5,4	5,3	1,3	1,2	1,2	11,6	8,6	8,0	20%	22%	22%	1,6%	1,7%	1,8%
Braskem	40,40	6,1	5,6	5,3	1,0	1,0	1,0	16,3	10,8	8,5	17%	18%	19%	5,4%	3,6%	4,4%
Eastman Chemical	70,05	7,2	6,9	6,7	1,6	1,6	1,5	8,2	7,4	6,8	22%	23%	22%	3,5%	3,8%	4,2%
Huntsman Corp	19,64	5,7	5,2	5,0	0,8	0,8	0,7	7,2	6,0	5,6	15%	15%	15%	3,4%	3,5%	3,7%
Lotte Chemicals	257 000	4,3	3,8	3,6	0,6	0,6	0,6	6,8	5,9	5,7	14%	16%	16%	4,0%	4,5%	4,5%
LyondellBasell	79,86	6,2	5,5	5,5	1,1	1,0	1,0	7,6	6,7	6,5	17%	18%	18%	5,2%	5,5%	5,8%
Mitsubishi Chemical	721,00	7,3	6,3	5,9	0,9	0,8	0,8	6,0	5,9	5,3	12%	13%	14%	5,5%	5,6%	5,7%
Mitsui Chemicals	2498,00	6,7	6,3	5,9	0,6	0,6	0,6	6,5	6,4	6,1	10%	10%	11%	4,0%	4,3%	4,6%
Westlake Chemical	62,98	6,4	5,4	5,3	1,3	1,2	1,2	11,6	8,6	8,0	20%	22%	22%	1,6%	1,7%	1,8%
Mediana		6,3	5,6	5,4	1,0	0,9	0,9	7,9	7,0	6,6	16%	17%	17%	3,9%	3,7%	4,3%

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	5,56	4,0	3,5	3,2	0,8	0,7	0,6	9,1	8,2	7,5	19%	21%	20%	1,7%	3,3%	4,9%
A2A	1,49	7,0	6,4	6,2	1,3	1,2	1,2	14,6	12,6	12,4	19%	19%	19%	5,3%	5,4%	5,5%
BG Group	25,39	5,7	5,2	4,9	0,9	0,9	0,9	11,7	10,2	9,9	16%	17%	18%	5,8%	5,9%	6,0%
BP	5,57	5,1	4,7	4,7	0,7	0,7	0,7	12,8	11,1	10,8	14%	15%	15%	5,7%	5,9%	6,1%
Centrica	0,94	4,3	4,0	4,0	0,3	0,3	0,3	10,3	8,5	8,0	8%	8%	8%	9,6%	9,2%	9,3%
Enagas	25,40	10,8	10,3	11,1	8,6	8,7	8,9	14,4	13,2	14,2	80%	84%	81%	6,3%	6,6%	6,7%
Endesa	22,81	8,2	8,1	7,9	1,4	1,4	1,3	15,9	15,7	15,3	18%	17%	17%	6,3%	6,4%	5,6%
Engie	13,56	6,1	5,8	5,5	0,9	0,9	0,9	12,9	11,5	10,5	15%	15%	16%	5,7%	6,2%	6,7%
Eni	14,42	3,6	3,4	3,3	0,9	0,9	0,9	11,3	10,0	9,5	24%	26%	28%	6,0%	6,1%	6,2%
Equinor	183,85	3,0	2,7	2,5	1,1	1,0	1,0	10,9	9,8	9,2	37%	38%	40%	5,0%	5,3%	5,5%
Gas Natural SDG	26,89	10,0	9,6	9,3	1,8	1,7	1,7	18,9	17,4	16,7	18%	18%	18%	5,1%	5,3%	5,6%
Gazprom	200,80	3,5	3,3	3,1	1,0	0,9	0,9	4,2	3,9	3,3	28%	28%	28%	6,1%	6,8%	8,6%
Hera	3,30	7,5	7,3	7,3	1,3	1,2	1,2	16,9	16,6	15,9	17%	17%	17%	3,1%	3,3%	3,3%
NovaTek	190,00	13,1	12,3	12,3	4,5	4,2	3,9	11,7	12,0	11,0	34%	34%	32%	2,2%	2,7%	3,1%
ROMGAZ	33,90	5,2	4,7	4,4	2,4	2,2	2,1	10,3	9,4	8,7	46%	48%	47%	9,3%	9,6%	9,4%
Shell	28,92	5,7	5,2	5,0	0,9	0,9	0,9	11,7	10,2	9,9	16%	17%	18%	5,8%	5,9%	6,0%
Snam	4,58	12,4	12,2	11,8	10,1	9,9	9,6	14,7	14,3	13,7	81%	81%	81%	5,2%	5,5%	5,7%
Total	49,23	4,9	4,6	4,5	0,9	0,9	0,9	10,3	9,2	8,9	18%	19%	19%	5,4%	5,6%	5,7%
Mediana		5,7	5,2	4,9	1,0	1,0	1,0	11,7	10,7	10,2	18%	19%	19%	5,7%	5,9%	5,8%

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	3136,00	4,9	4,5	4,6	0,7	0,7	0,6	8,3	7,2	7,4	14%	15%	14%	4,1%	4,3%	4,9%
Bashneft	1940,50	1,9	1,7	1,6	0,5	0,5	0,4	3,0	2,9	2,4	24%	26%	25%	14,7%	11,6%	12,5%
BP	5,57	5,1	4,7	4,7	0,7	0,7	0,7	12,8	11,1	10,8	14%	15%	15%	5,7%	5,9%	6,1%
Dana Gas	0,87	7,2	7,0	5,2	4,2	4,1	4,0	26,5	19,0	10,8	58%	58%	76%	6,5%	6,5%	6,3%
Eni	14,42	3,6	3,4	3,3	0,9	0,9	0,9	11,3	10,0	9,5	24%	26%	28%	6,0%	6,1%	6,2%
Equinor	183,85	3,0	2,7	2,5	1,1	1,0	1,0	10,9	9,8	9,2	37%	38%	40%	5,0%	5,3%	5,5%
Gazprom Neft	351,70	3,8	4,0	3,9	0,9	0,9	0,9	4,1	4,3	4,2	23%	22%	23%	9,2%	9,4%	9,8%
Gulf Keystone	2,41	3,3	1,9	1,5	2,0	1,3	1,1	10,3	4,6	3,5	61%	68%	71%	-	-	12,1%
Lukoil	5172,50	3,5	3,3	3,2	0,5	0,5	0,5	6,0	5,8	5,5	15%	15%	15%	4,9%	5,3%	5,8%
Occidental Petroleum	53,46	5,7	4,9	5,2	2,8	2,3	2,6	13,7	13,5	14,0	49%	46%	50%	5,9%	5,9%	6,0%
Repsol	14,88	4,5	4,1	4,1	0,7	0,7	0,7	8,8	7,6	7,9	15%	16%	16%	6,5%	6,8%	6,9%
Rosneft Oil	408,20	3,9	3,7	3,4	1,0	0,9	0,9	5,9	4,9	4,5	25%	25%	26%	7,3%	9,5%	10,7%
Shell	28,92	5,7	5,2	5,0	0,9	0,9	0,9	11,7	10,2	9,9	16%	17%	18%	5,8%	5,9%	6,0%
Surgutneftegas	40,52	-	-	-	-	-	-	5,4	4,0	4,3	-	-	-	9,5%	6,4%	6,2%
Total	49,23	4,9	4,6	4,5	0,9	0,9	0,9	10,3	9,2	8,9	18%	19%	19%	5,4%	5,6%	5,7%
Tullow Oil	2,28	4,8	5,0	5,1	3,7	3,6	3,8	10,7	10,4	11,8	76%	73%	75%	2,5%	2,5%	2,8%
Mediana		4,5	4,1	4,1	0,9	0,9	0,9	10,3	8,4	8,4	24%	25%	25%	5,9%	5,9%	6,2%

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	53,50	1,7	2,7	3,4	0,4	0,5	0,5	6,0	15,7	36,9	23%	17%	15%	3,2%	3,3%	3,2%
KGHM	94,10	4,3	4,0	3,9	1,0	0,9	0,9	7,5	7,4	8,1	24%	23%	23%	1,1%	2,7%	4,0%
LW Bogdanka*	38,50	1,7	1,7	1,7	0,6	0,5	0,5	6,3	6,1	6,5	33%	33%	31%	6,2%	7,9%	5,7%
Anglo American	19,33	4,0	4,3	4,5	1,4	1,4	1,4	8,4	9,3	9,8	36%	33%	31%	5,2%	4,8%	4,6%
Antofagasta	8,29	4,9	4,9	4,4	2,5	2,5	2,4	15,0	14,8	12,5	51%	50%	54%	3,3%	3,5%	3,8%
BHP Group	17,92	6,0	5,7	6,2	3,2	3,1	3,2	12,0	11,1	12,4	54%	54%	52%	8,8%	6,4%	5,6%
Freeport-McMoRan	10,20	8,3	6,5	4,2	2,0	1,9	1,6	22,2	11,6	6,0	24%	29%	38%	2,0%	3,6%	4,6%
Glencore	2,73	5,4	4,9	4,8	0,4	0,4	0,4	9,8	8,5	7,7	7%	7%	7%	5,8%	6,5%	7,1%
Grupo Mexico	49,42	5,3	5,0	4,5	2,5	2,3	2,2	10,2	9,3	8,4	47%	47%	48%	5,1%	5,9%	8,9%
Kazakhmys	5,56	4,5	4,3	4,1	2,4	2,3	2,3	6,5	6,1	5,5	54%	54%	55%	1,5%	1,8%	2,2%
Rio Tinto	46,77	5,3	5,7	5,9	2,5	2,6	2,7	9,9	11,0	12,0	48%	46%	46%	6,6%	5,6%	5,1%
Southern CC	34,31	8,2	7,5	7,1	4,2	4,0	3,7	14,3	13,2	12,1	51%	53%	52%	3,5%	4,8%	5,6%
Mediana		5,1	4,9	4,5	2,2	2,1	1,9	9,8	10,2	9,1	41%	40%	42%	4,3%	4,8%	4,9%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	340,00	9,1	8,5	8,3	1,4	1,3	1,3	13,5	12,8	12,3	15%	15%	15%	6,2%	5,2%	7,0%
Alcoa	23,99	3,4	3,3	3,3	0,6	0,6	0,6	30,7	9,9	9,7	19%	19%	19%	-	0,2%	0,4%
Constellium	9,16	6,1	5,4	5,0	0,5	0,5	0,5	9,6	6,7	5,5	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	92,40	7,9	7,4	7,2	1,1	1,0	1,0	13,2	12,0	11,3	14%	14%	14%	2,6%	2,7%	2,8%
Norsk Hydro	33,43	5,9	4,3	4,1	0,5	0,5	0,5	17,0	9,6	8,8	9%	12%	12%	3,9%	4,5%	5,0%
Rusal	2,92	8,7	7,2	7,0	1,4	1,3	1,3	3,3	2,8	2,7	16%	19%	18%	4,3%	6,4%	7,8%
Mediana		7,0	6,3	6,0	0,9	0,8	0,8	13,3	9,8	9,2	15%	15%	15%	4,1%	4,5%	5,0%

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	34,84	5,2	6,6	7,7	0,6	0,6	0,7	9,3	13,1	13,3	11%	10%	9%	0,0%	0,0%	2,3%
ZA Police*	14,20	3,9	3,5	3,5	0,9	0,9	0,9	1,3	1,2	1,1	23%	24%	24%	58,5%	63,4%	70,4%
Acron	4544,00	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	41,29	9,7	8,6	8,3	3,4	3,3	3,3	20,7	15,2	13,1	35%	38%	39%	2,9%	3,0%	3,0%
Israel Chemicals	19,09	8,0	7,6	7,4	1,7	1,6	1,5	13,6	12,4	11,9	21%	21%	21%	3,6%	3,9%	4,1%
K+S	16,65	7,9	6,9	6,4	1,5	1,4	1,4	13,8	10,6	8,9	19%	21%	22%	2,6%	3,6%	4,2%
Phosagro	2354,00	5,8	5,4	5,3	1,8	1,7	1,6	8,8	9,1	6,8	31%	32%	30%	6,5%	6,2%	7,9%
The Mosaic Company	22,48	6,5	5,7	5,3	1,3	1,3	1,3	13,0	9,6	8,1	21%	23%	24%	0,8%	1,0%	1,3%
Yara International	368,20	7,8	6,7	6,1	1,2	1,1	1,0	13,9	10,7	9,9	15%	17%	17%	2,7%	3,8%	4,2%
Mediana		7,7	6,7	6,4	1,5	1,4	1,4	13,0	10,6	8,9	21%	23%	24%	2,9%	3,8%	4,2%

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*	25,30	5,3	4,4	3,2	1,0	1,0	0,9	3,9	3,4	2,3	20%	22%	28%	-	-	-
Kemel	50,00	5,4	4,7	3,9	0,6	0,4	0,4	6,1	5,2	4,4	10%	9%	9%	1,8%	6,9%	11,1%
Agrana Beteiligungs	20,00	8,7	7,9	6,0	0,6	0,6	0,6	48,8	22,7	14,1	7%	7%	9%	3,5%	4,8%	5,3%
Bunge Limited	51,83	9,6	8,8	8,2	0,3	0,3	0,3	18,3	13,4	11,6	3%	4%	4%	3,9%	4,2%	4,7%
Cosan	44,35	4,8	4,3	4,2	0,4	0,4	0,4	10,9	9,2	9,9	9%	9%	9%	0,6%	5,5%	2,9%
MHP	10,25	4,7	4,3	3,9	1,4	1,3	1,2	5,6	4,5	4,2	29%	31%	31%	7,3%	7,3%	7,3%
Nisshin Oilio	3190,00	7,6	8,1	7,6	0,4	0,4	0,4	12,0	14,5	13,6	6%	6%	6%	2,5%	2,2%	2,4%
Suedzucker	13,89	-	12,0	7,0	0,7	0,7	0,7	-	-	14,5	-	6%	10%	1,4%	1,2%	2,0%
Wilmar Int.	3,56	13,4	12,6	12,0	0,8	0,7	0,6	13,2	12,2	11,1	6%	6%	5%	3,2%	3,3%	3,6%
Mediana		6,5	7,9	6,0	0,6	0,6	0,6	11,4	10,7	11,1	8%	7%	9%	2,8%	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.

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 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 udostępni 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