

wtorek, 4 czerwca 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

Ceny energii na niemieckim rynku spadły poniżej 47 EUR/MWh zarówno z uwagi na korektę notowań CO₂ (poniżej 24 EUR/t), jak i przecenę na węglu i gazie (roczne kontrakty węglowe ARA straciły w maju już 10%, a spotowe zbliżają się do minimum z 2016 roku). W Polsce obserwujemy dużą inercję cen na TGE, gdzie 1Y FWD nadal oscyluje wokół 268 PLN/MWh, co poprawiło marżę dla zintegrowanej elektrowni węglowej od połowy maja o 5 PLN/MWh do 177 PLN/MWh.

Rynek paliwowy

Ceny ropy straciły już ponad 10 USD/bbl, reagując na obawy o poziom popytu w kontekście ryzyka dla globalnej gospodarki. Średnioterminowy bilans istotnie się nie zmienił, więc w naszej opinii Brent nie powinien przebić granicy 60 USD/Bbl. Marże rafinerijne kalkulowane na kwotowaniach Reuters NWE wskazują na poziom 8 USD/Bbl, ale wskazujemy na duże odchylenie w kwotowaniach benzyny MED (krótki komentarz na dole strony), co może wskazywać na rychłą normalizację cracków na tym paliwie (benchmarki podawane przez Neste czy Reuters dla kompleksowej marży wskazują już poziomy ~4 USD/Bbl). Słabo wyglądają marże na dieslu co jest pochodną rekordowego eksportu tego paliwa z Chin i skokowym wzrostem zapasów w portach ARA. W przypadku benchmarków petrochemicznych nie obserwowaliśmy w tym tygodniu istotnych zmian. Nadal spadają sportowe ceny gazu, osiagając poziomy bliskie historycznym minimum.

Rynek metali

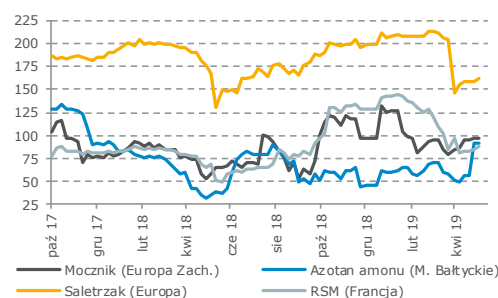
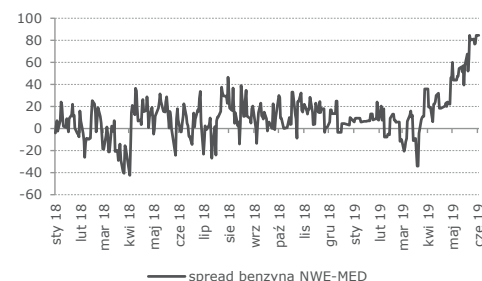
Długoterminowa korelacja ceny miedzi z koszykiem walut rynków wschodzących została zachwiana (strona 8). Ceny miedzi w ostatnim czasie spadały bardziej niż waluty rynków wschodzących. Liczba pozycji spekulacyjnych na miedzi jest obecnie są na najniższym poziomie od 2016 roku (-24 tys. sztuk vs. -22 tys. sztuk). Naszym zdaniem obecny poziom wyprzedzenia miedzi, liczba otwartych krótkich pozycji na miedzi i zachwianie korelacji z rynkiem walut może zwiastować korektę w trendzie spadkowym.

Rynek węgla koksowego

PMI w sektorze stalowym w Chinach wyniósł w czerwcu 50 pkt (52,1 pkt w maju), spadł wskaźnik wyprzedzający dla nowych zamówień (46,7 pkt vs. 51,7 pkt w poprzednim miesiącu), a wzrósł wskaźnik śledzący bieżącą produkcję (56 pkt vs. 54,5 pkt w maju).

Podwyżki cen koksu w Chinach przeniosły się na lekkie odbicie marży koksowniczej (patrz strona 11). Niestety wciąż daleko nam do poziomów z 2018 roku (obecnie około 100 USD/t vs. 160 USD/t w szczycie w 2018 roku). Zapasy koksu w chińskich portach ustanowiły nowy rekord (4,9 mln ton).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
LW Bogdanka	-4,3%	-31%
Kruszwica	-4,0%	+6%
Tauron	-3,7%	-27%
Astarta	-3,1%	+8%
Tarczyński	-2,6%	-17%
Kęty	-2,5%	+2%
OMV	-2,4%	+14%
ZE PAK	-1,7%	-8%
Ciech	-1,5%	-4%
Kernel	-1,3%	-2%
PGNiG	-0,4%	-20%
ZA Puławy	+0,2%	+48%
Grupa Azoty	+0,6%	+28%
KGHM	+1,3%	+8%
Impexmetal	+1,9%	+38%
IMC	+2,1%	+12%
ZCh Police	+2,1%	+7%
Enea	+2,3%	-16%
Energa	+2,5%	-14%
PCC Rokita	+2,6%	+7%
CEZ	+2,8%	+1%
JSW	+2,8%	-21%
Orzeł Biały	+2,9%	+0%
PGE	+3,5%	-8%
MOL	+3,8%	+7%
Boryszew	+4,9%	-15%
Lotos	+6,0%	-2%
PKN Orlen	+6,2%	-11%
Tupras	+10,8%	+26%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+1,9%	+0%
Chemia	+0,2%	+13%
Energia	+2,0%	-12%
Paliwa	+4,7%	-11%
Spożywczy	-2,4%	-4%
Surowce	+1,4%	+0%
Ukraina	-0,9%	+1%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	-0,1%	+16%
Oil & Gas E&P	-3,4%	+6%
Refining EU	+4,7%	+2%
Refining US	-4,3%	-9%
Agri & Food	+1,5%	+27%
Kauczuki	-3,5%	+2%
Nawozy	+0,1%	-1%
Chemicals EU	-1,2%	+9%
Industrials EU	-1,4%	+15%
Petchem World	-0,8%	-4%
Utilities EU	-0,8%	+13%
Utilities US	-1,6%	+12%

Rekordowy spread MED-NWE na benzynie

Crack benzynowy utrzymuje się na wysokich poziomach 20 USD/Bbl, ale tylko dla benchmarku NWE, który notowany jest z rekordową premią do benzyny MED (crack MED to tylko 11 USD). To zjawisko można powiązać z ograniczeniami produkcyjnymi w rafineriach dotkniętych wstrzymaniem dostaw rurociągiem Przyjaźń i natężeniem prac remontowych. Ostatnie doniesienia ws. Przyjaźni sugerują szybką normalizację.

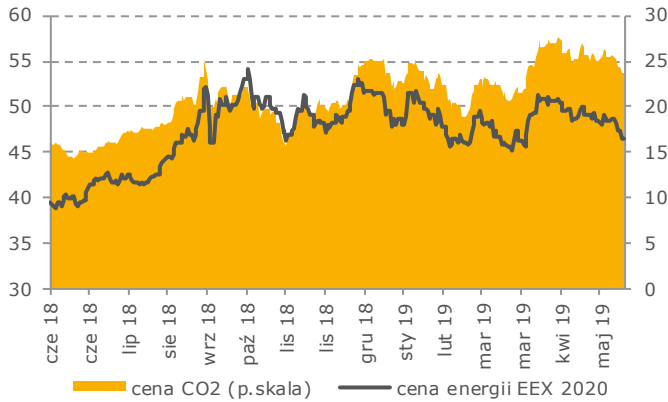
Różnica pomiędzy cenami nawozów a gazem (USD/t)

Kolejny tydzień spadku cen gazu w Europie (miesięczny kontrakt 13 USD/MWh) przyniósł kolejne rozszerzenie marży modelowej dla europejskich producentów nawozów. Sytuacja ta jest niezwykle sprzyjająca dla Grupy Azoty, która po udanym 1Q'19 prawdopodobnie zaliczy fenomenalny 2Q'19, a i 3Q'19 jak na razie zapowiada się bardzo dobrze.

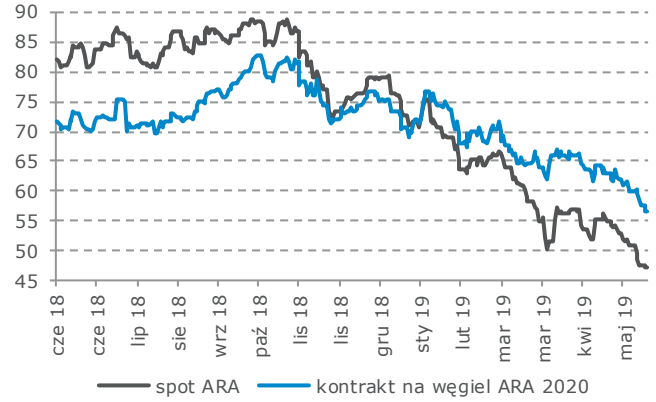


Energetyka

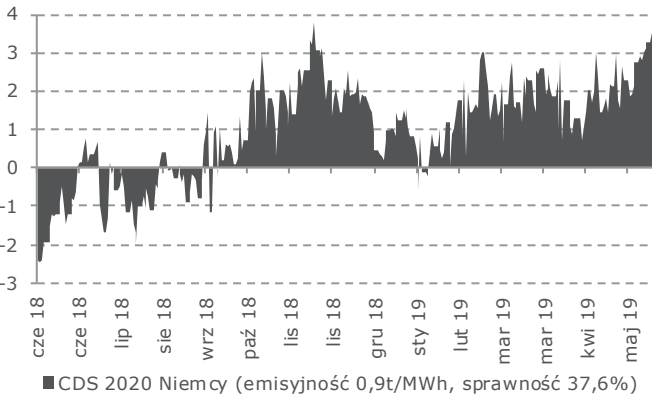
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



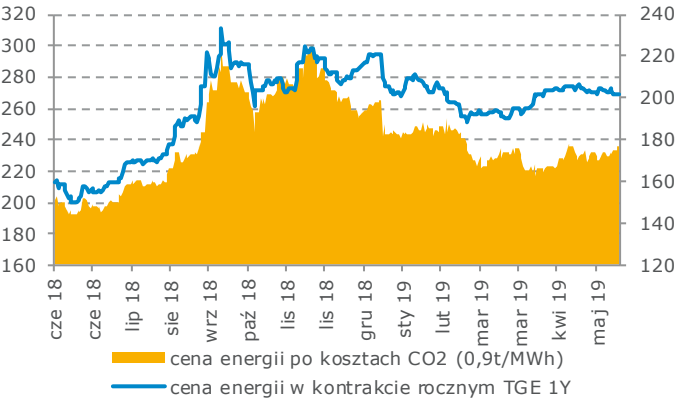
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



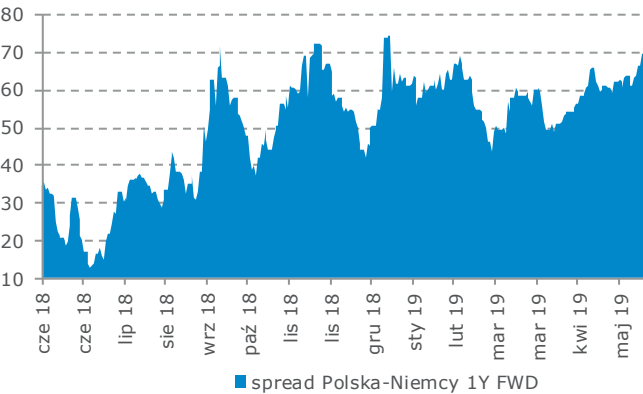
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



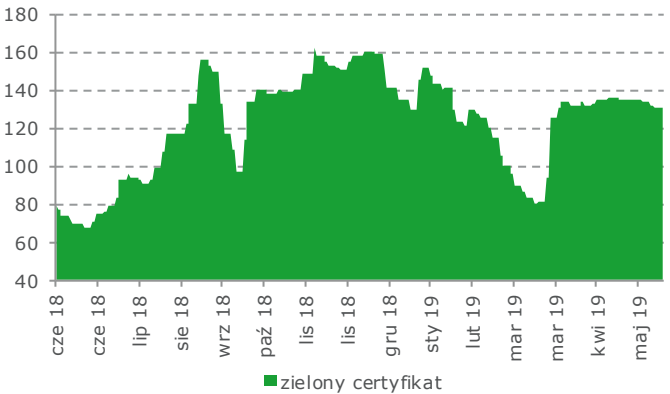
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



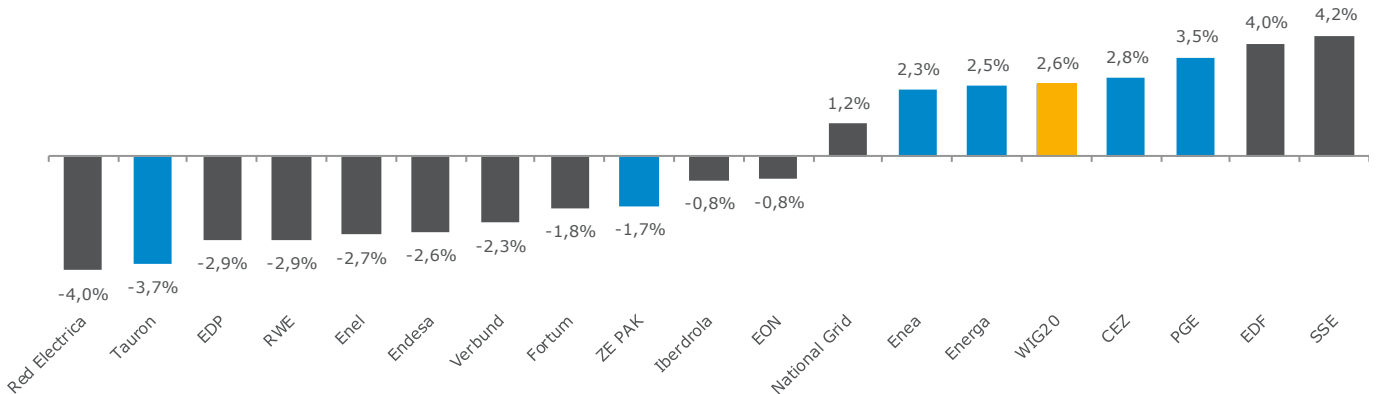
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



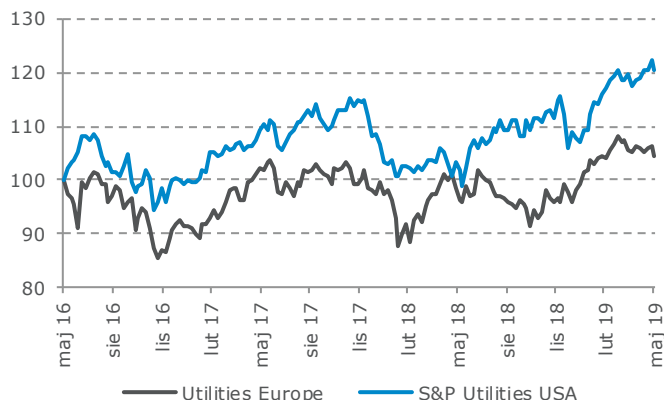
Tygodniowy performance spółek energetycznych



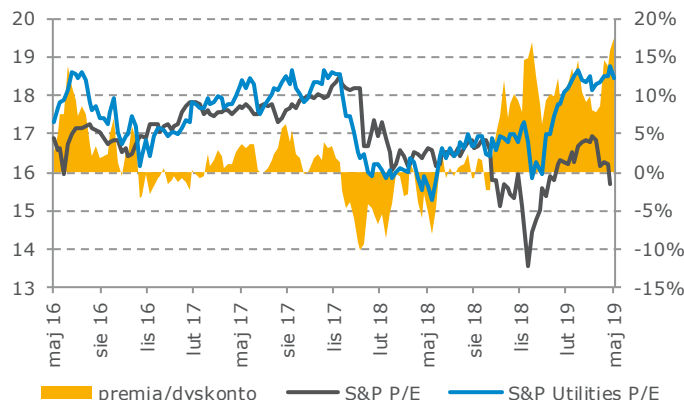
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

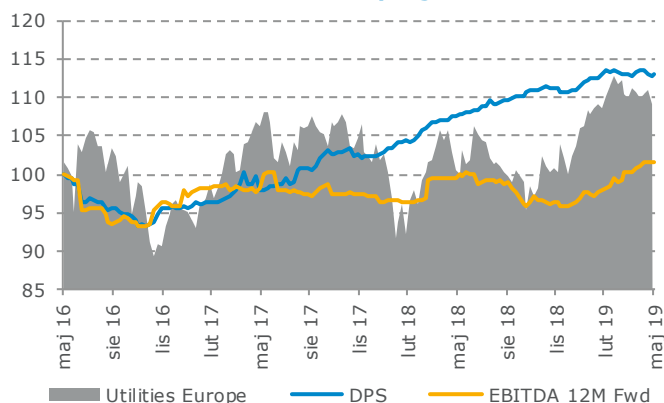
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



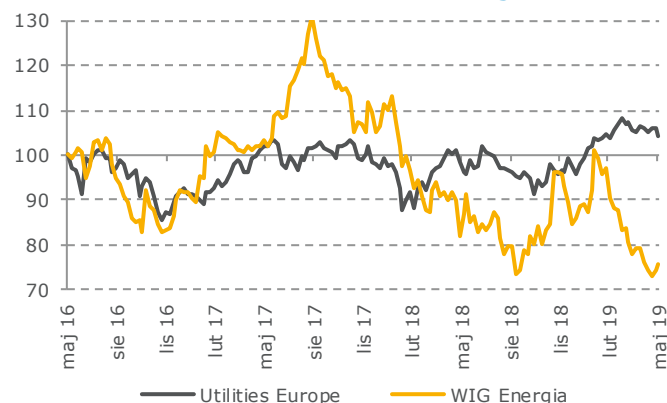
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



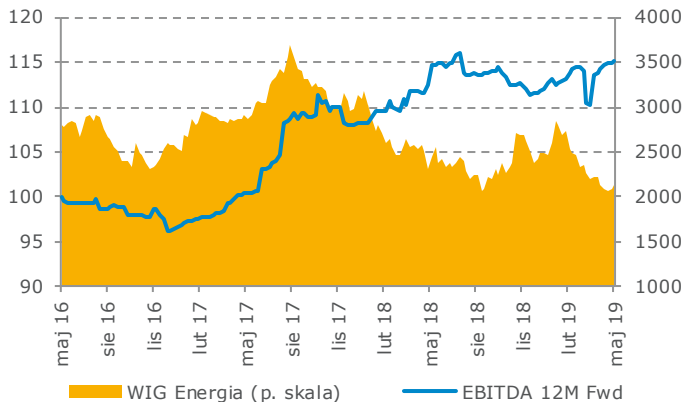
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



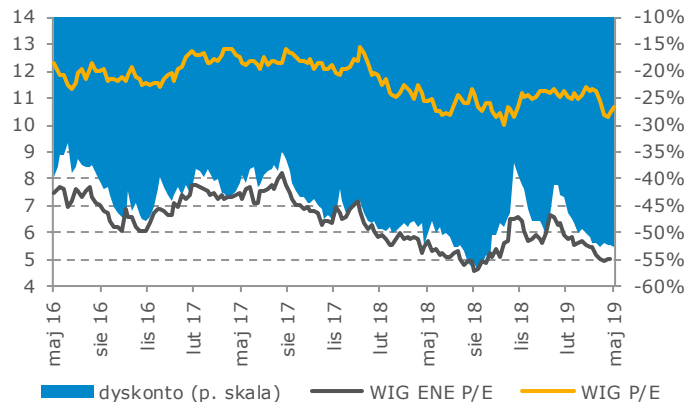
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



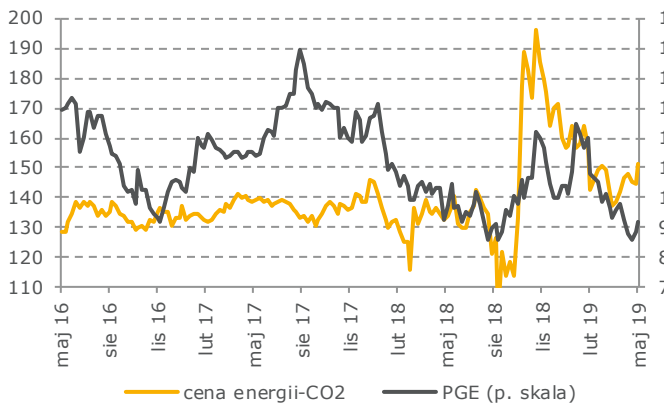
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



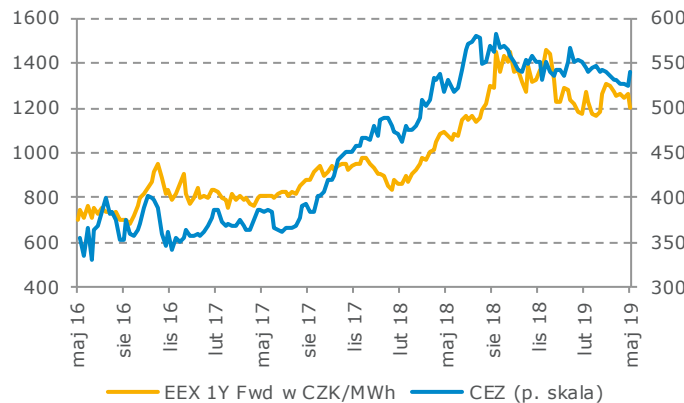
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



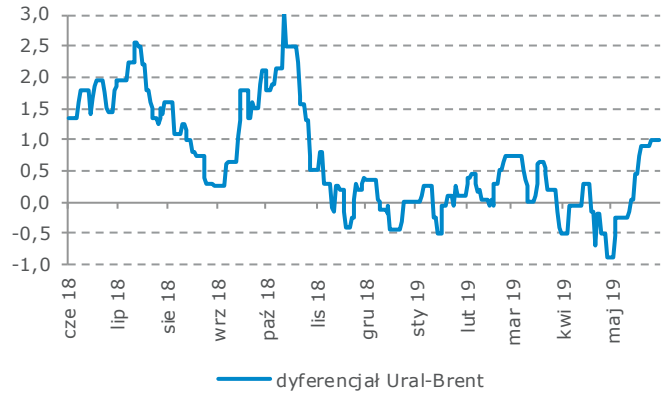
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

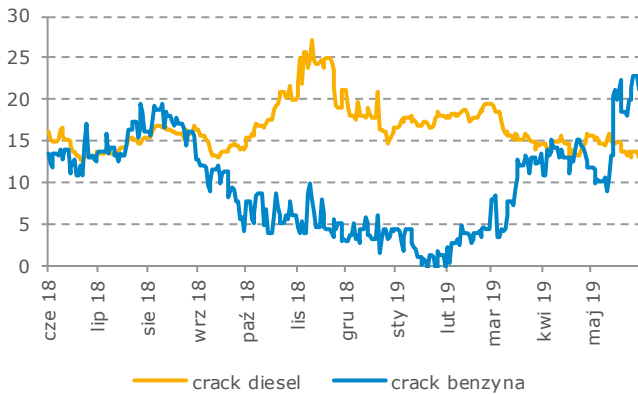
Marża rafinerijna (USD/Bbl)



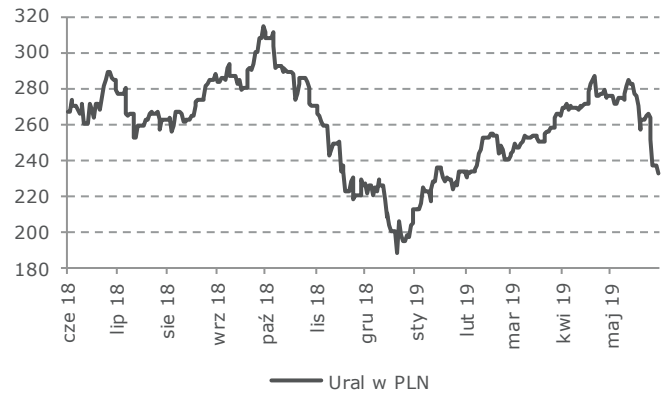
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



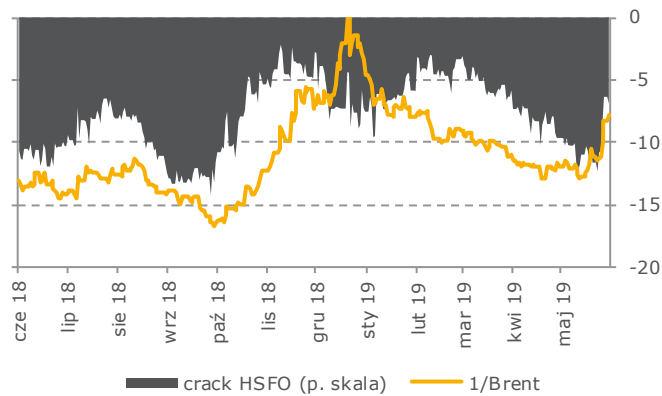
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



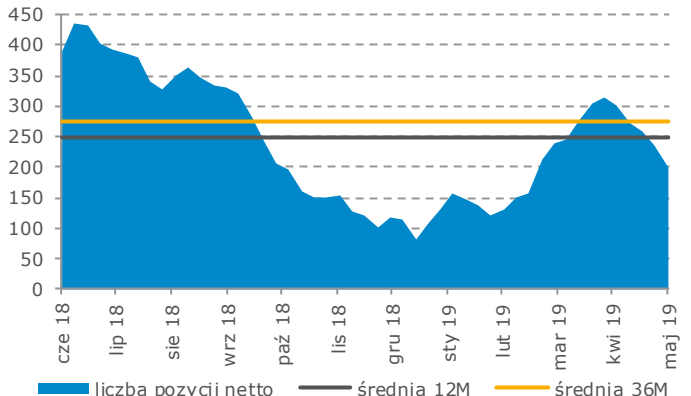
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



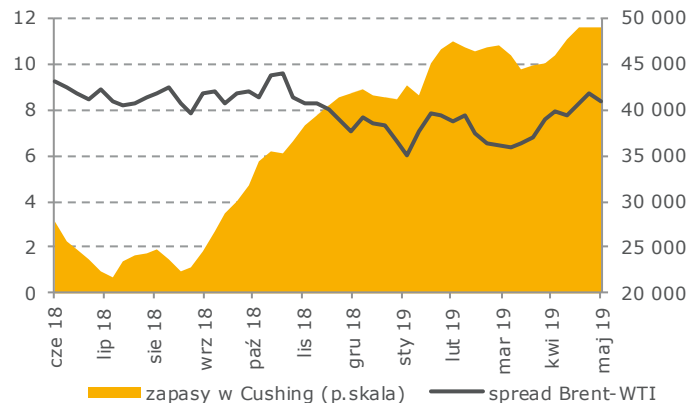
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



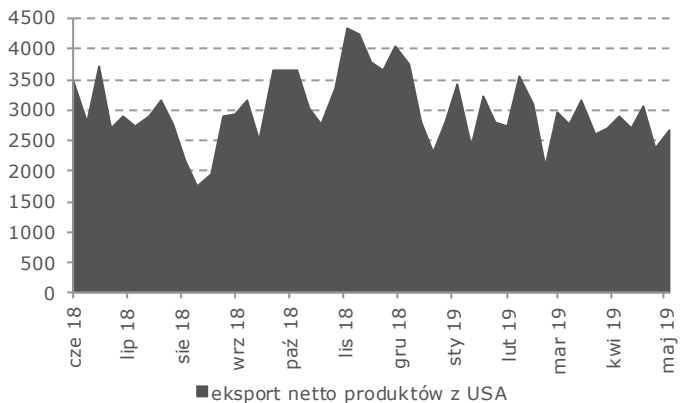
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



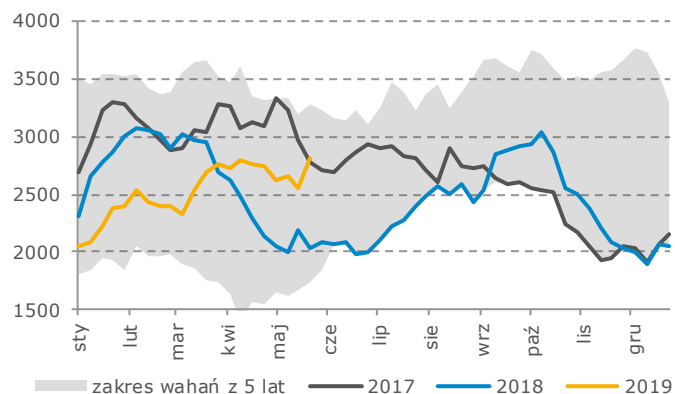
Eksport netto paliw z USA



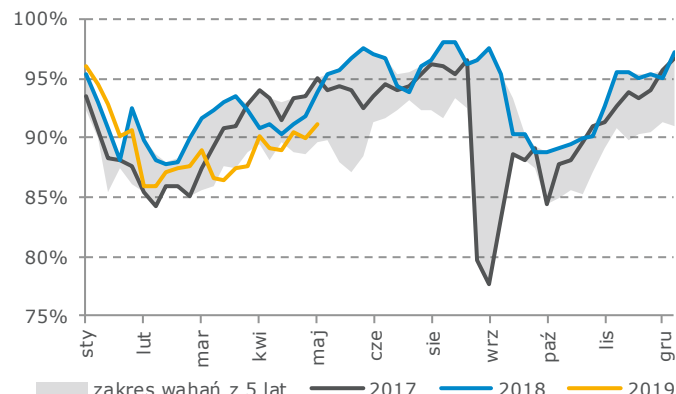
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

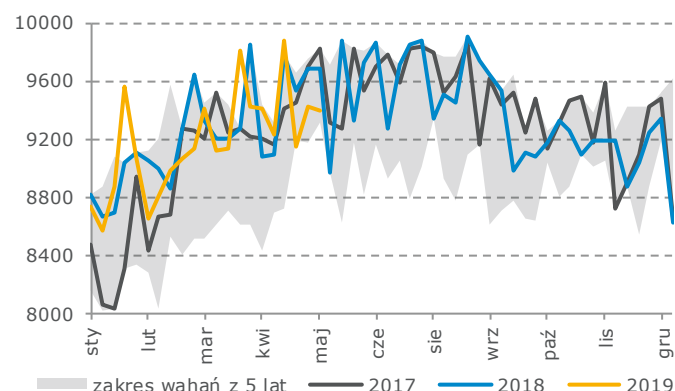
Zapasy diesla w portach ARA



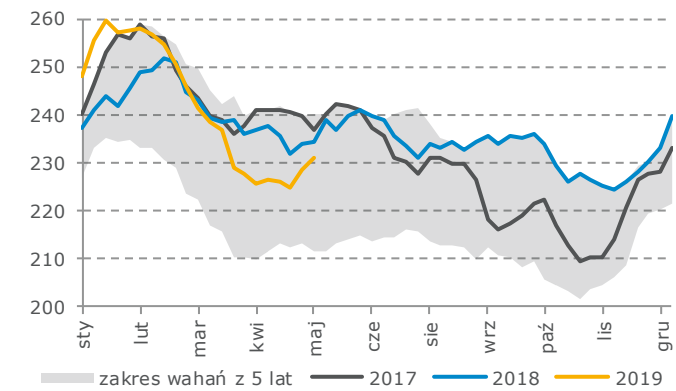
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



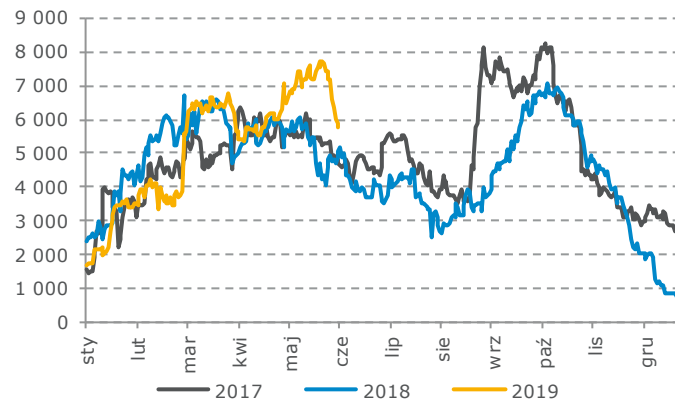
Popyt na benzynę w USA



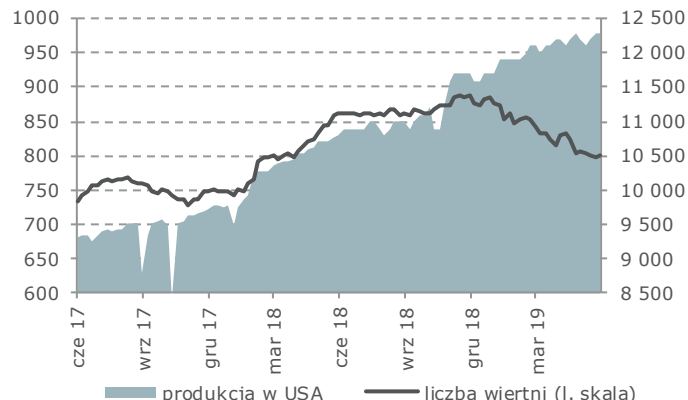
Zapasy benzyny w USA



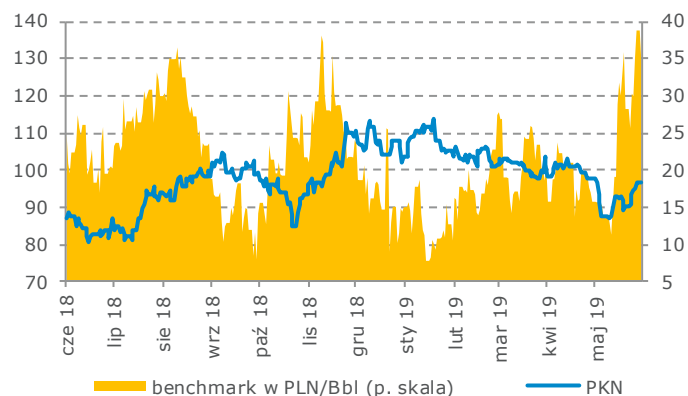
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



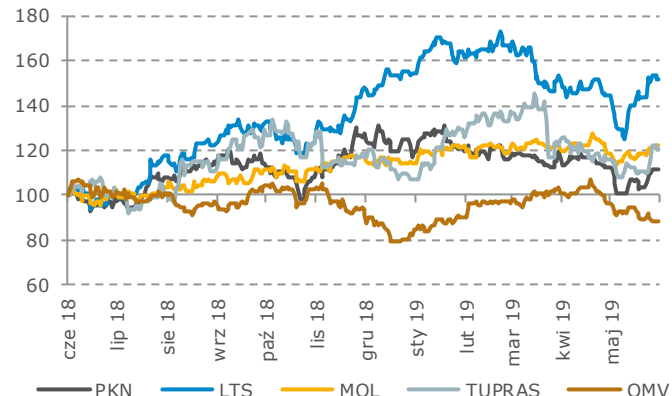
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



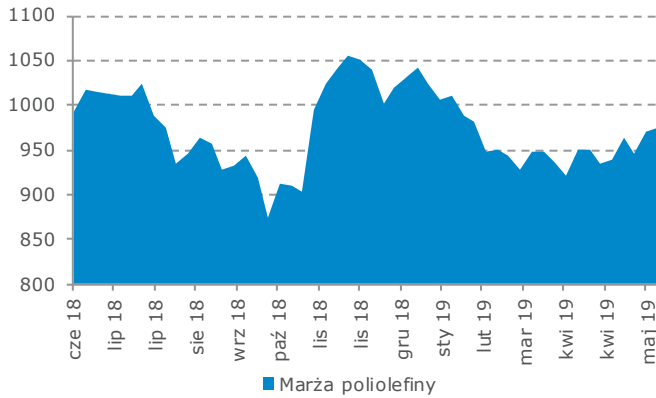
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



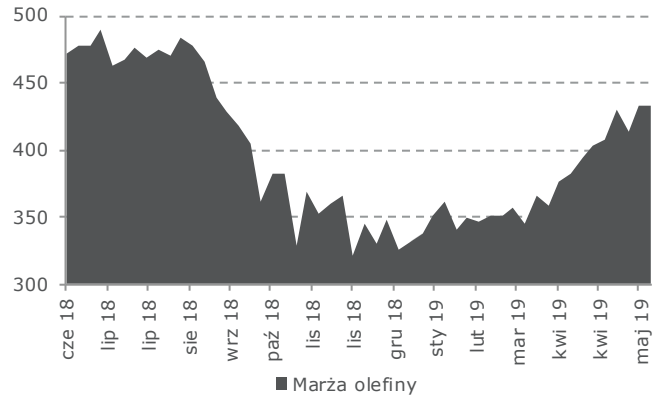
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

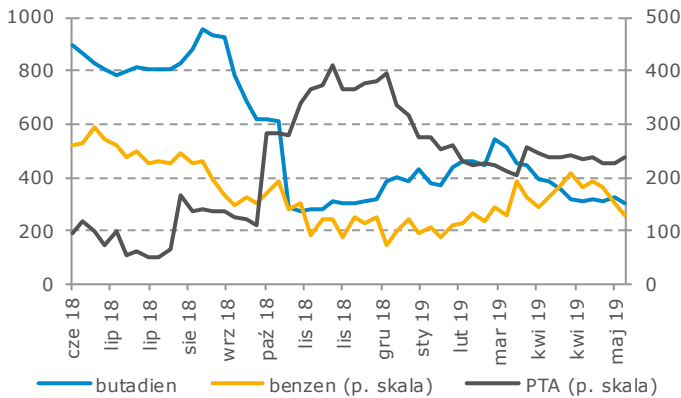
Marża petrochemiczna poliolefiny



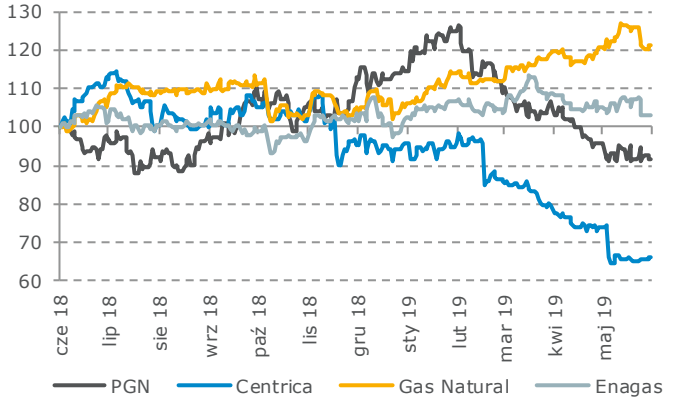
Marża petrochemiczna olefiny



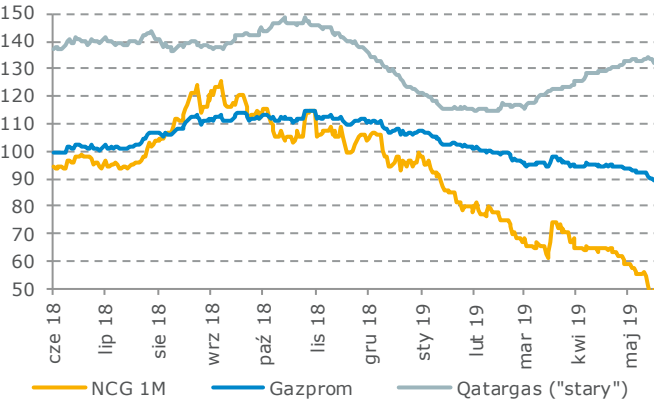
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



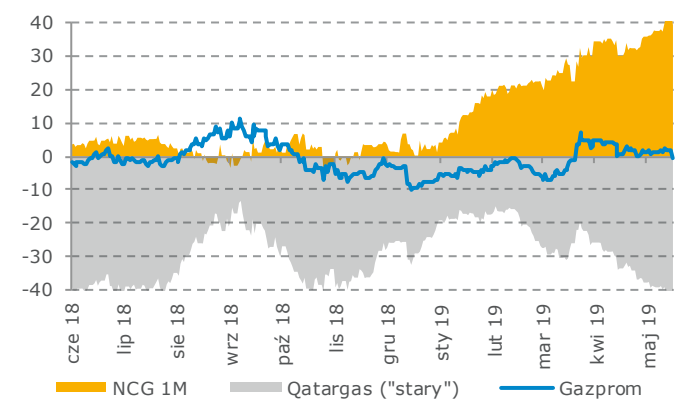
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



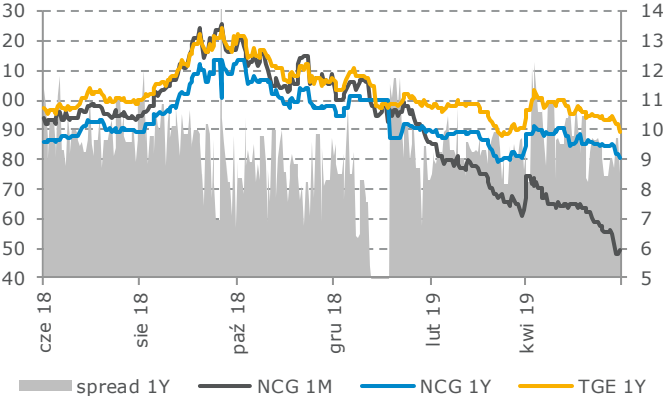
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



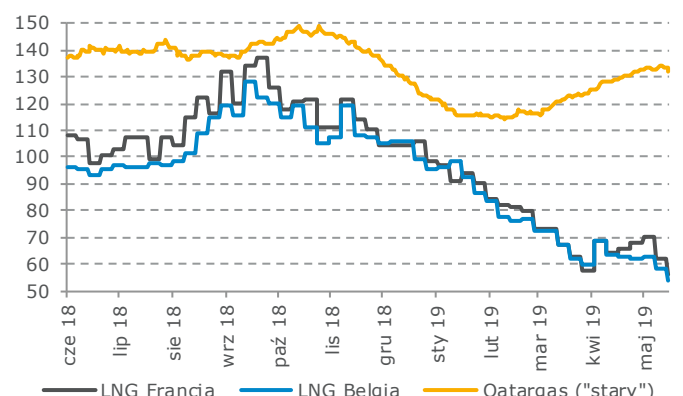
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



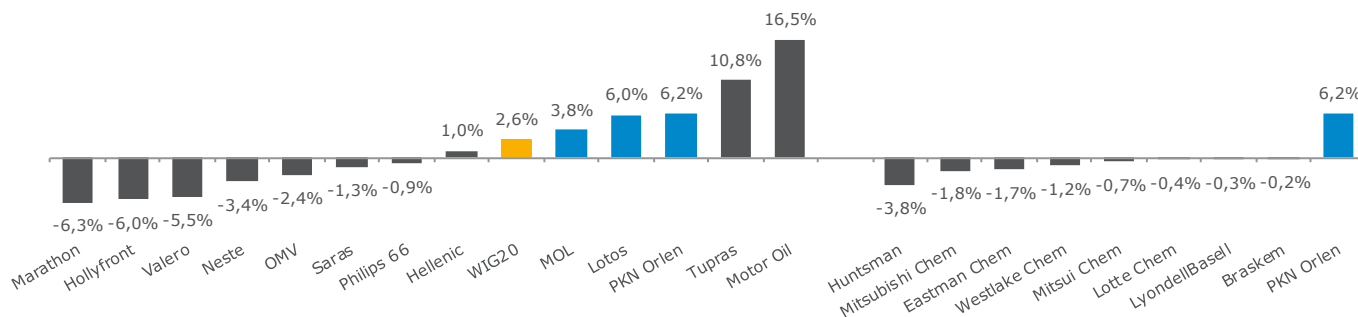
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



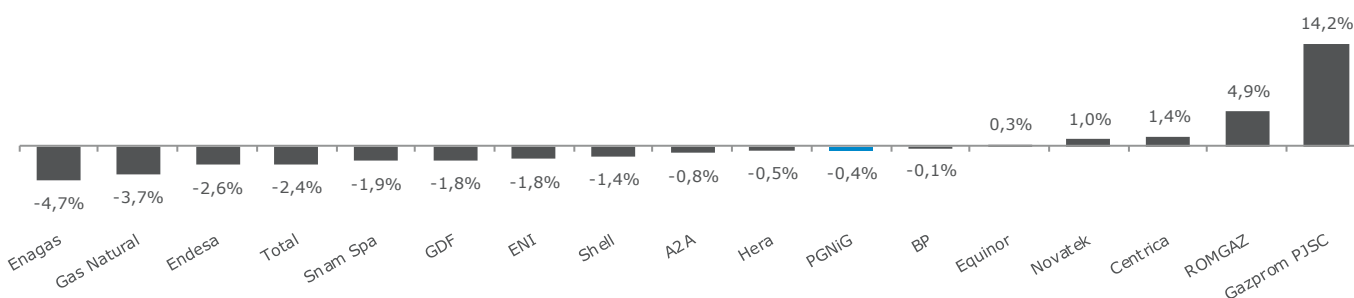
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

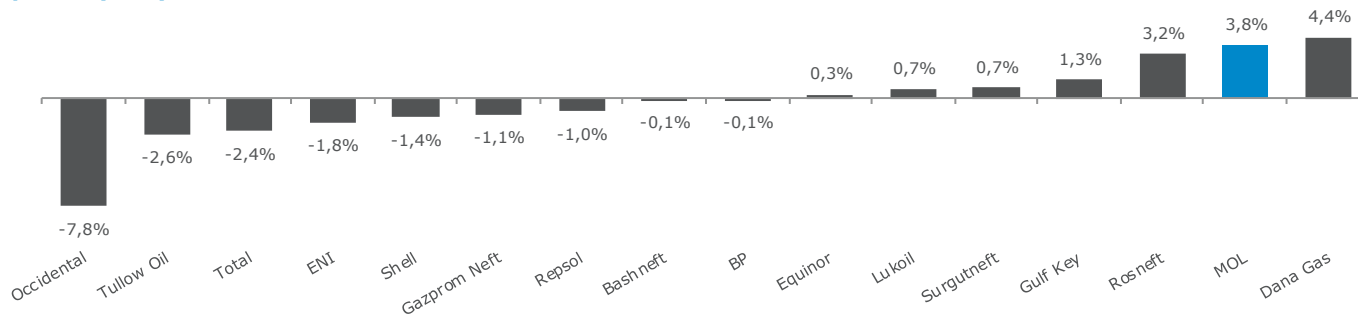
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



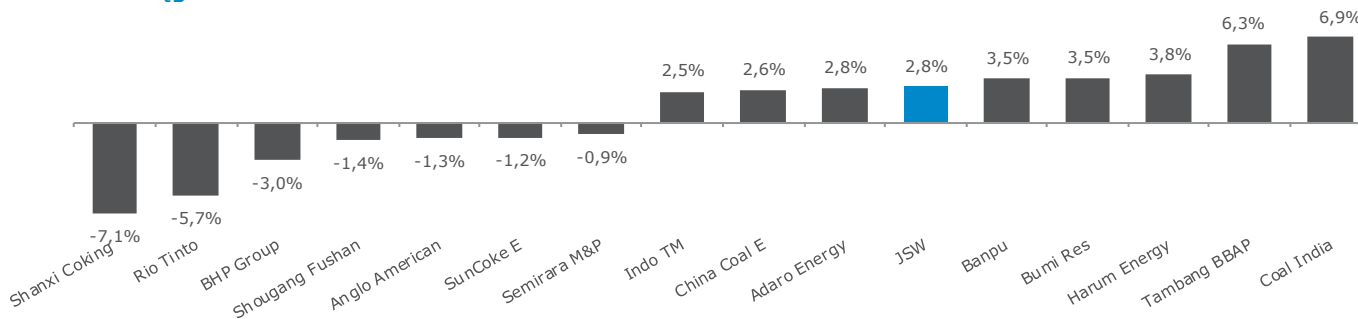
Spółki gazowe



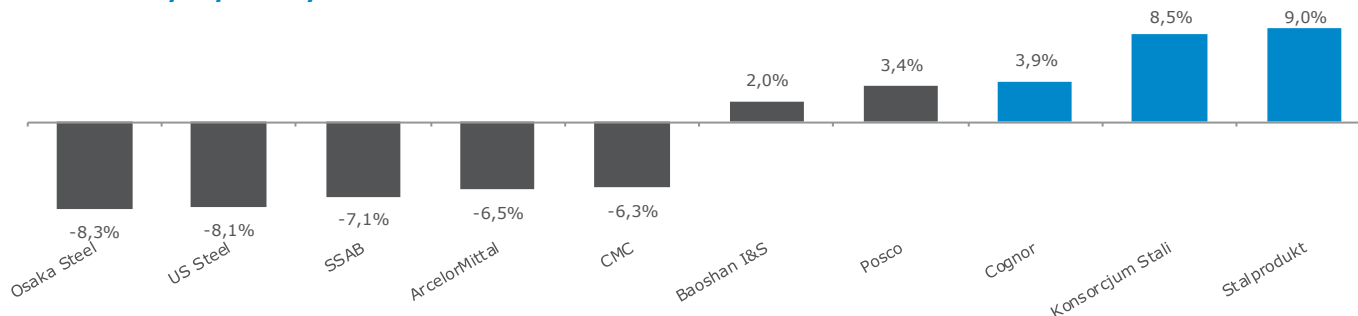
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



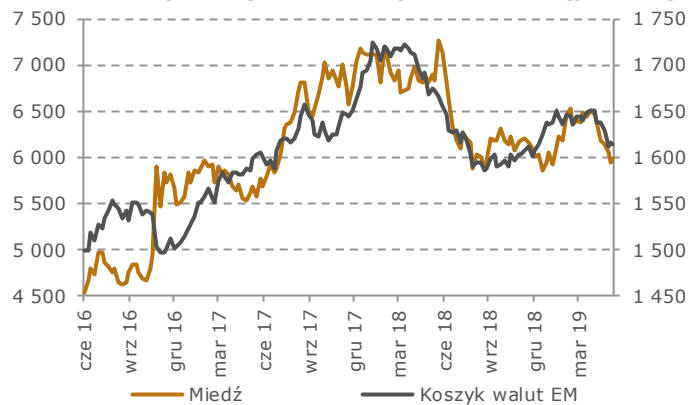
Producenci i dystrybutorzy stali



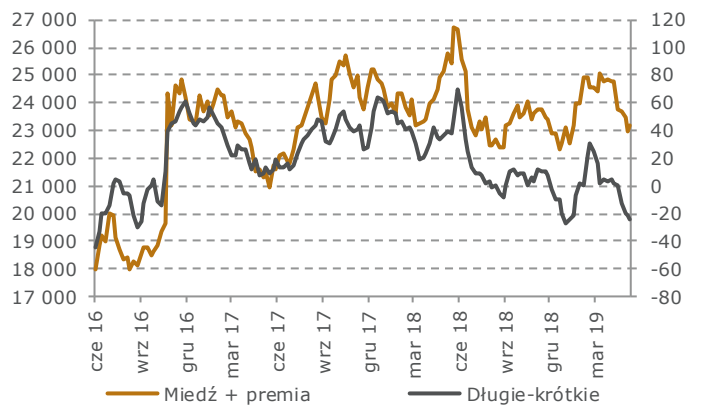
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

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



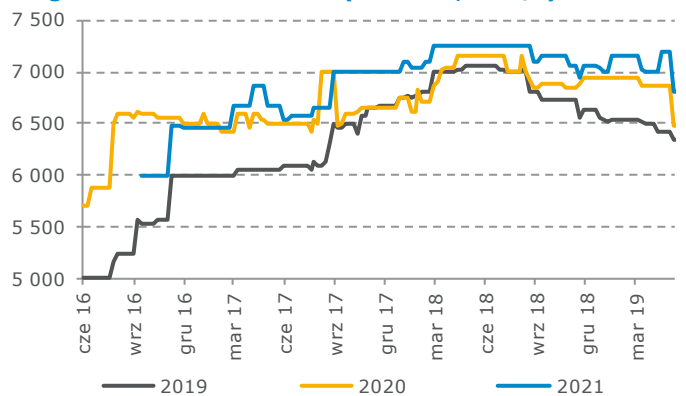
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



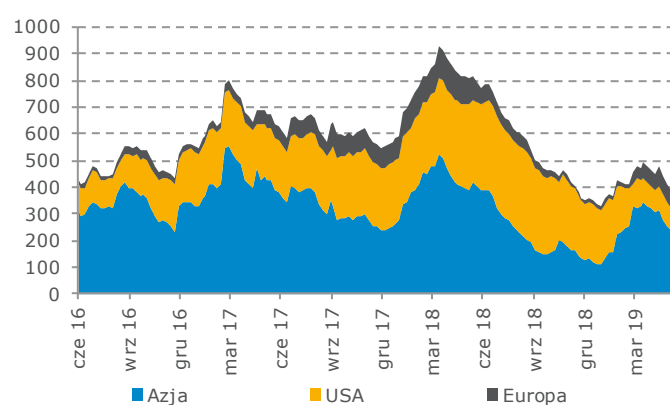
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



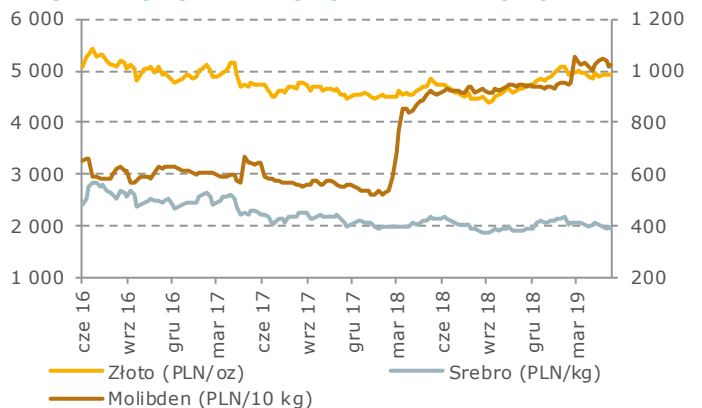
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



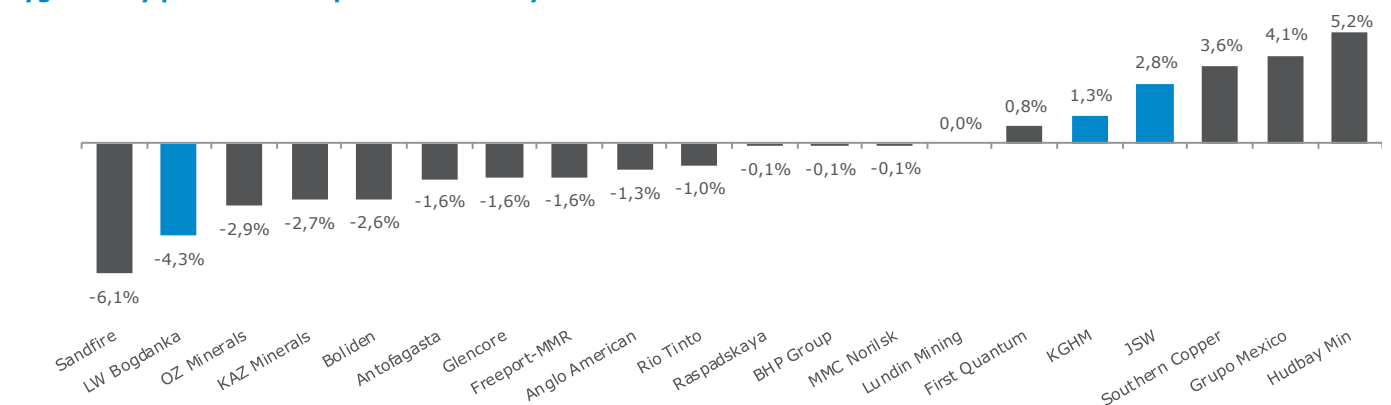
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



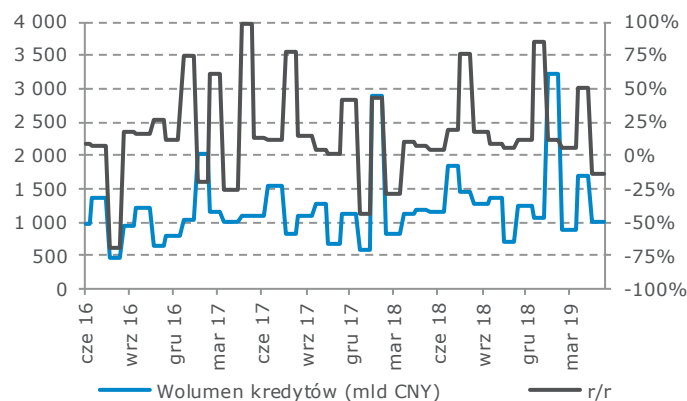
Tygodniowy performance spółek surowcowych



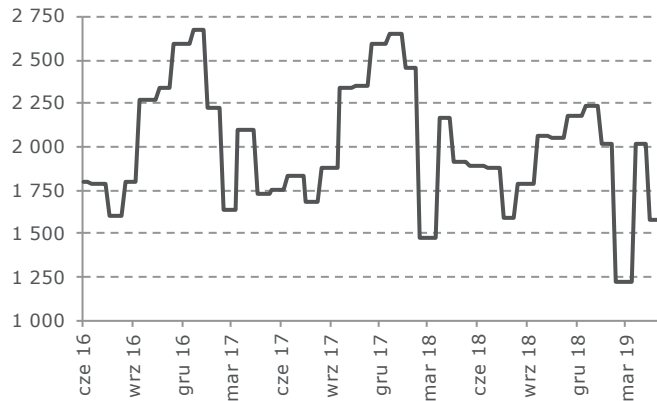
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

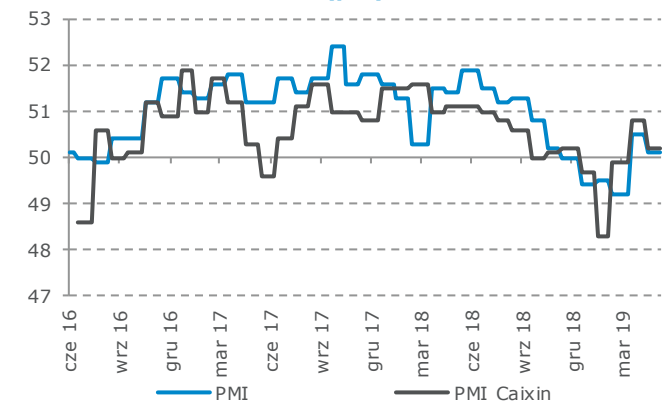
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



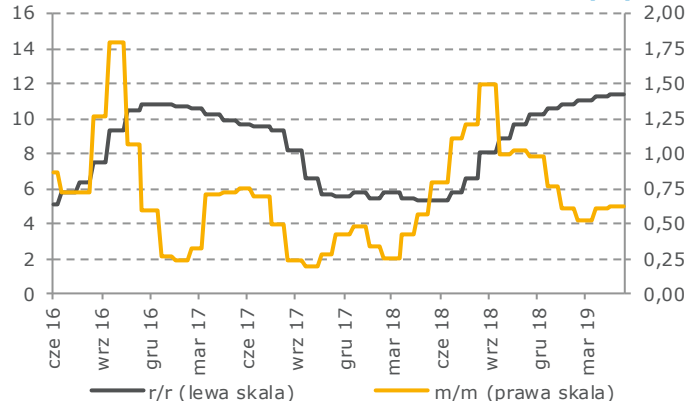
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



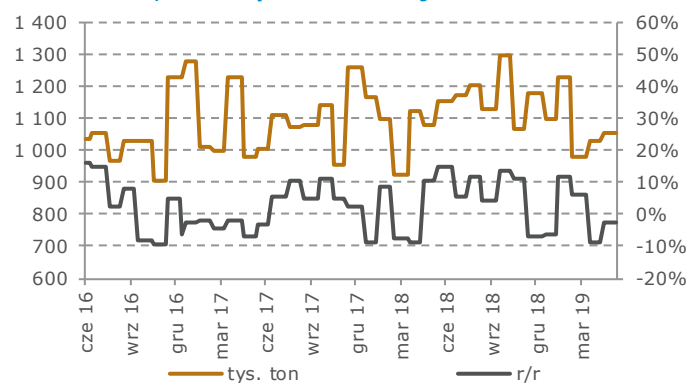
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



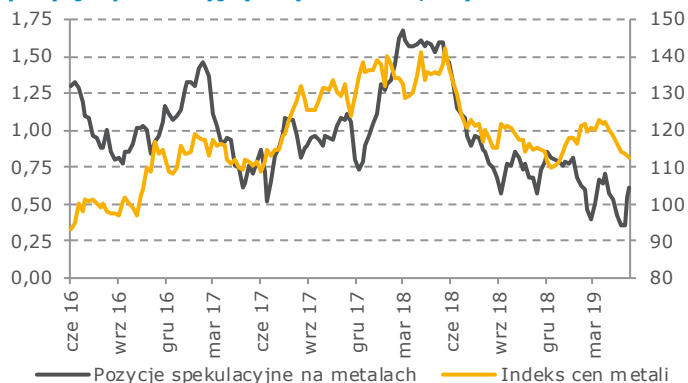
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



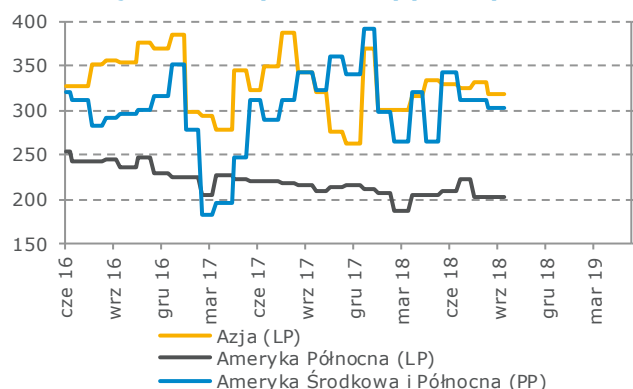
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



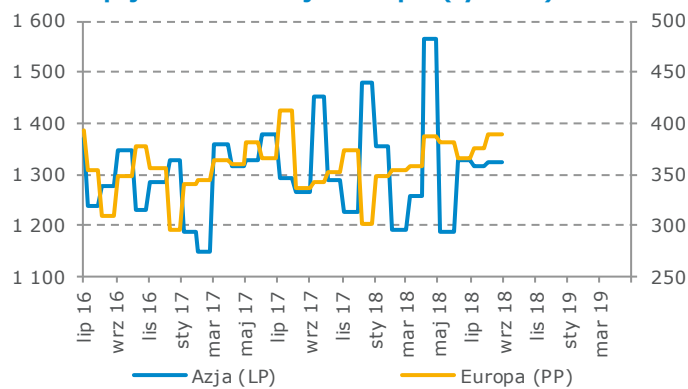
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



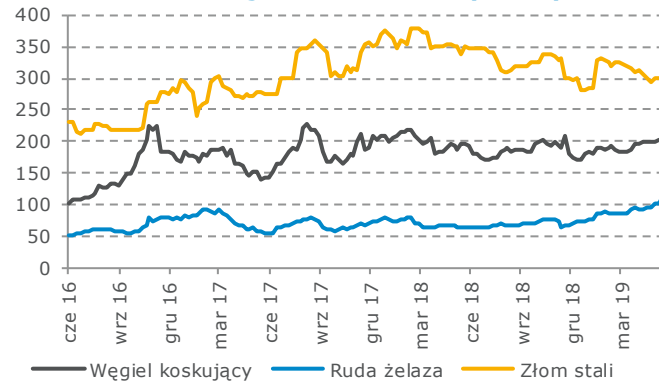
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



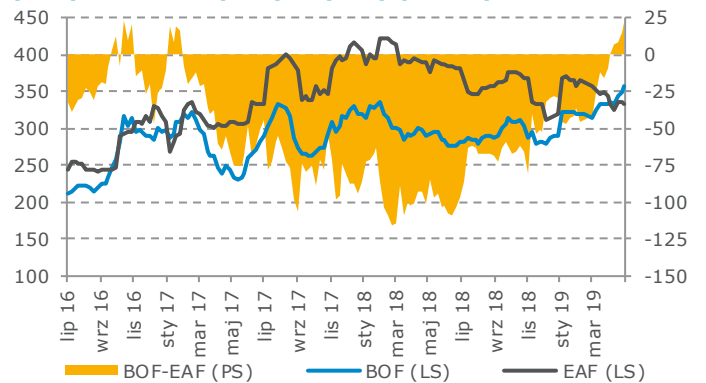
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

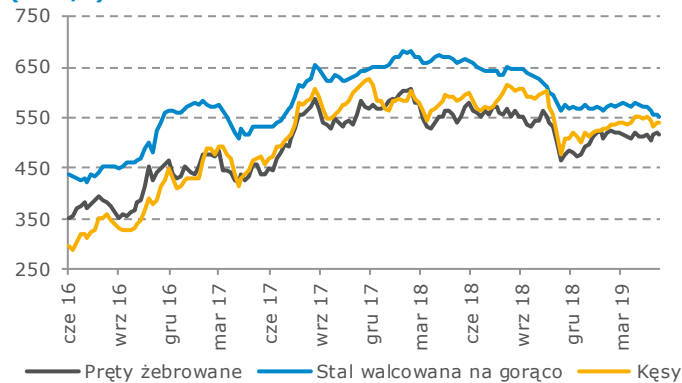
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



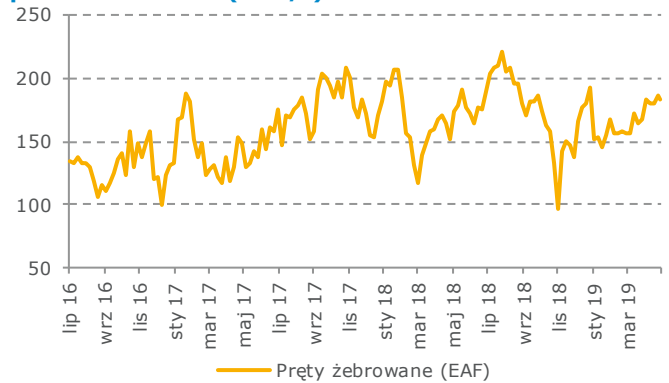
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



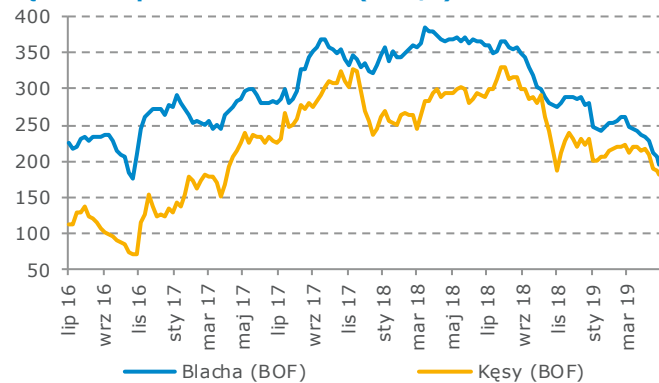
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



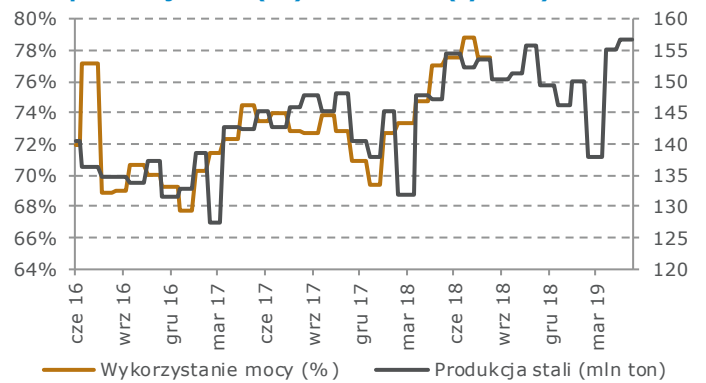
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



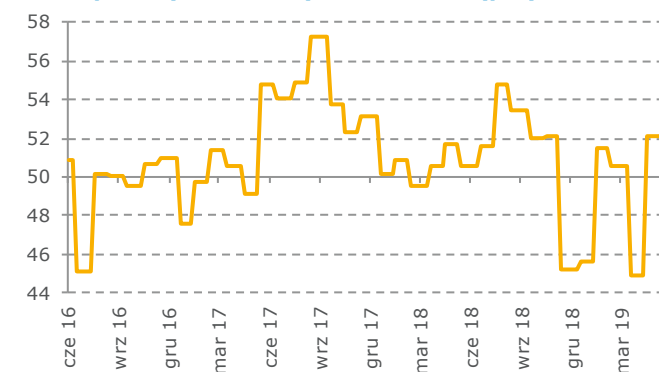
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



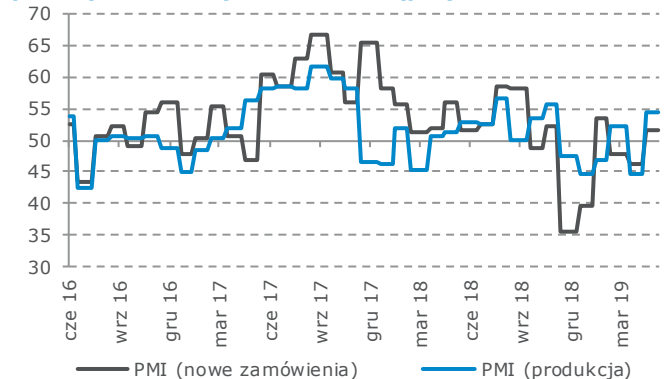
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



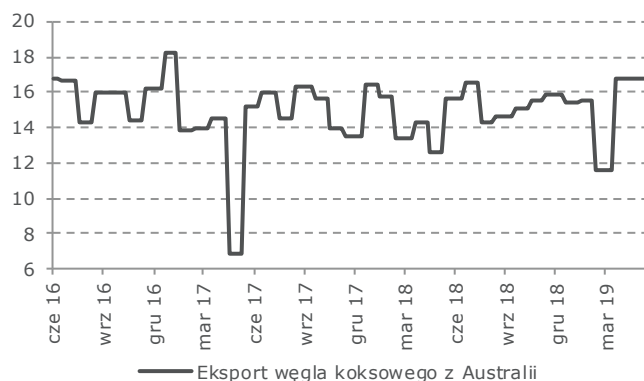
PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



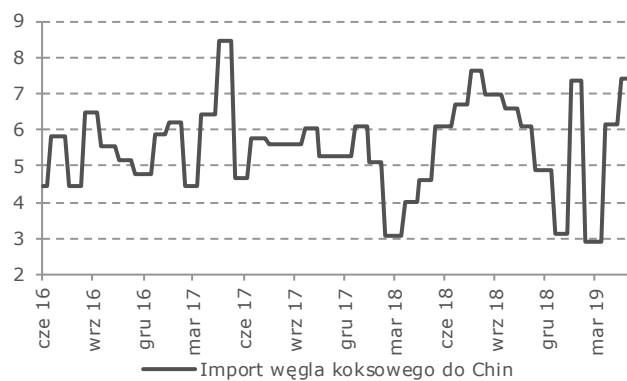
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

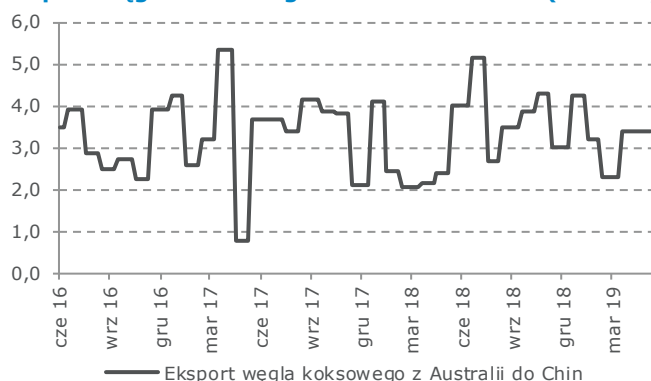
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



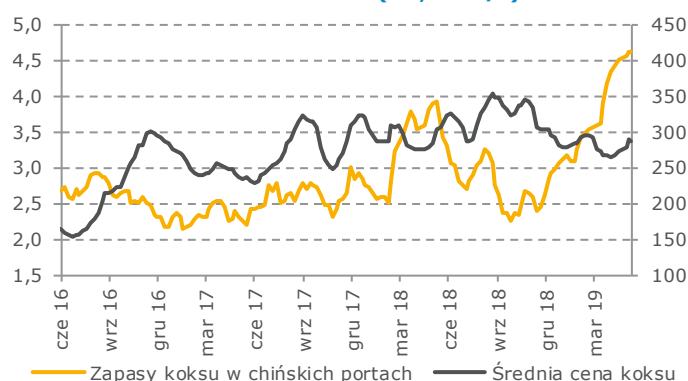
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



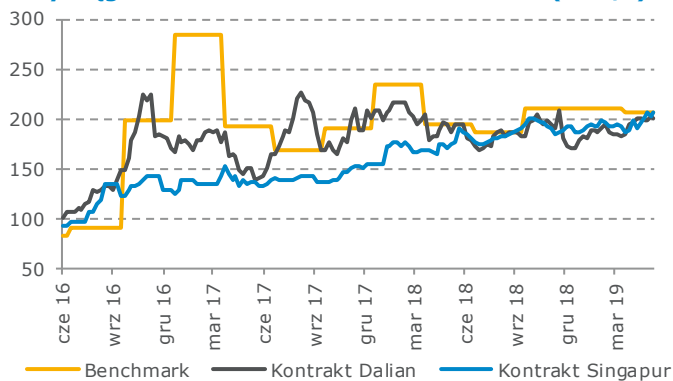
Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



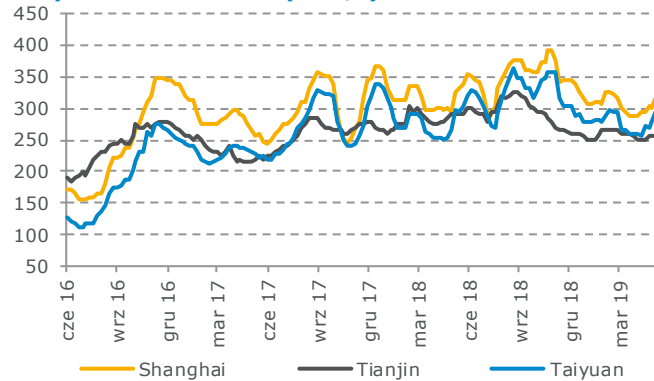
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



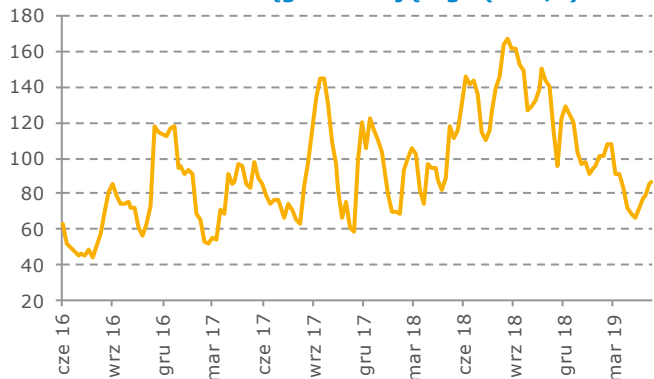
Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



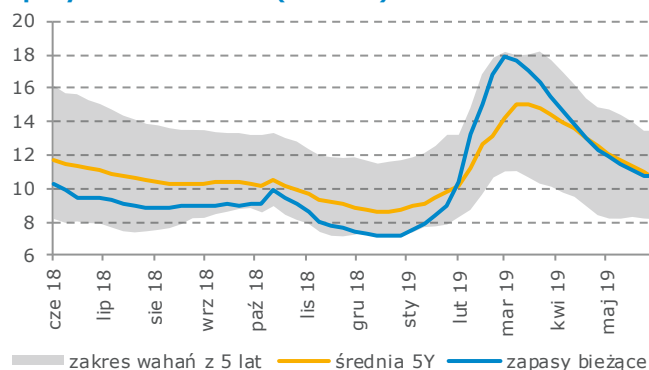
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



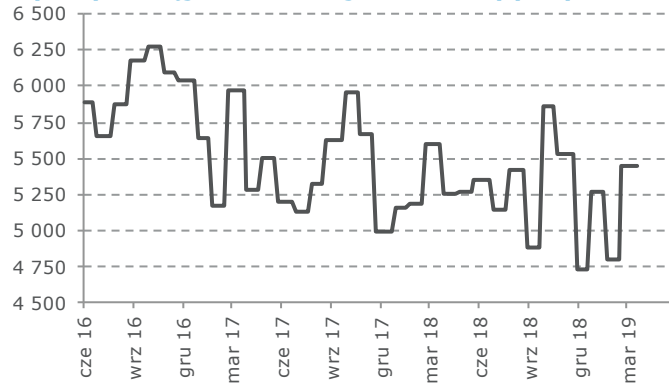
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



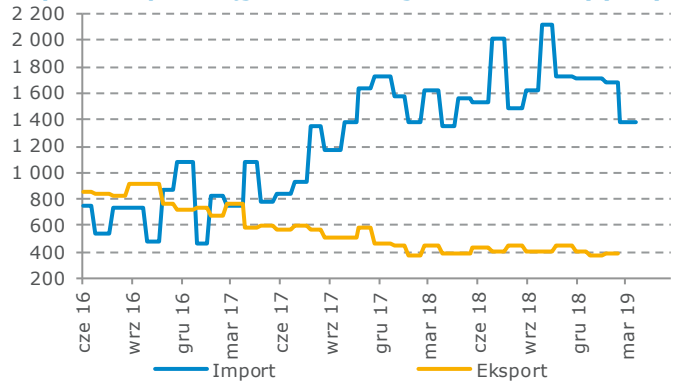
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

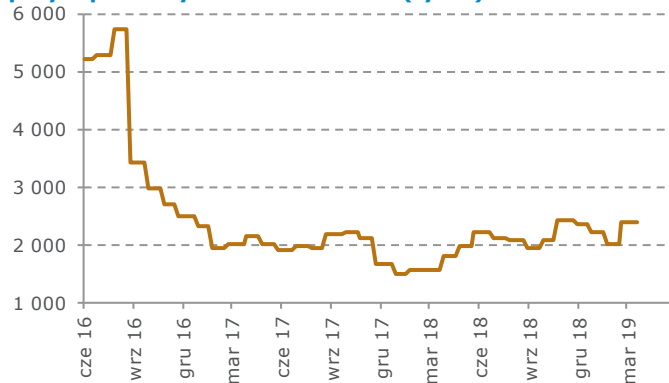
Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



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



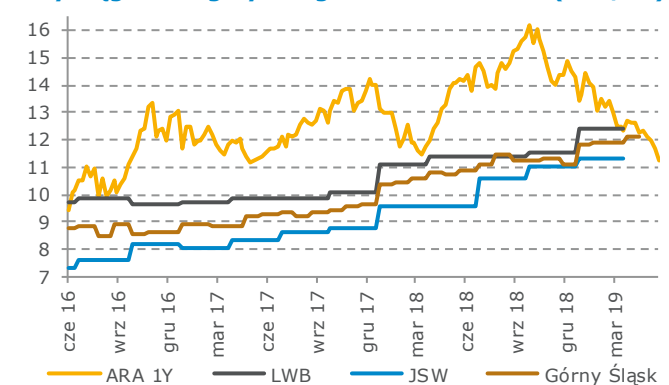
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



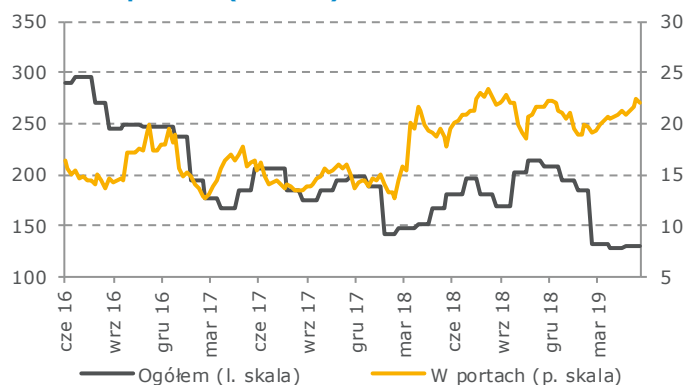
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



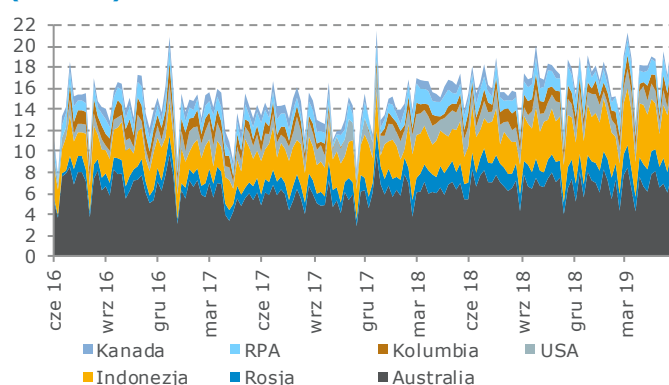
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



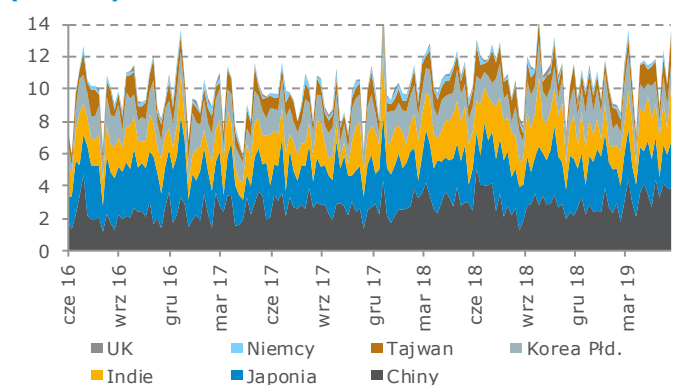
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



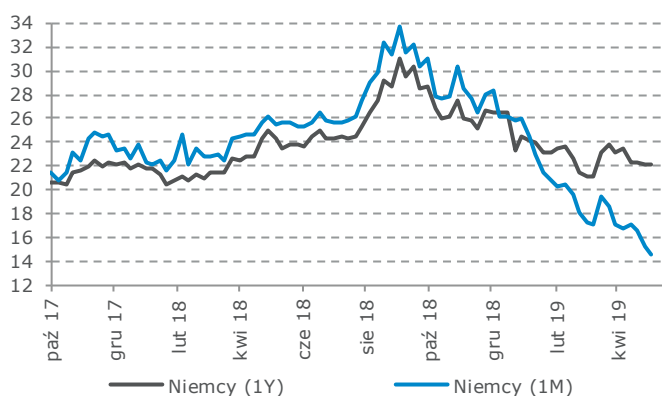
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



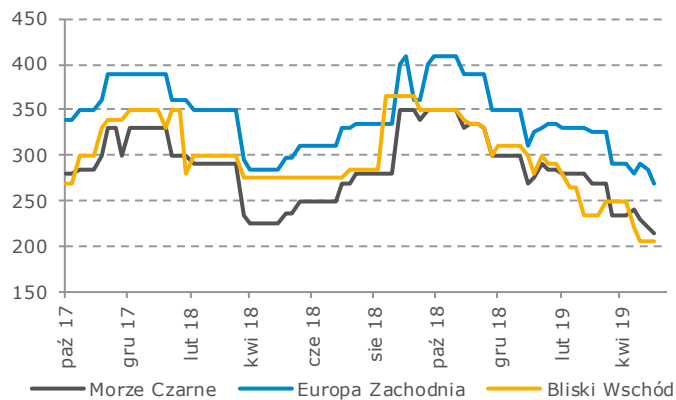
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

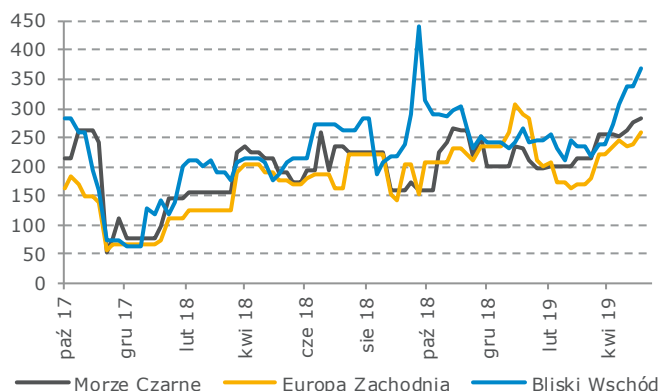
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



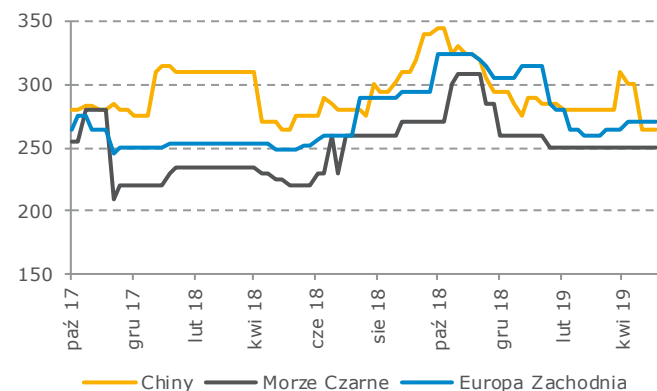
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



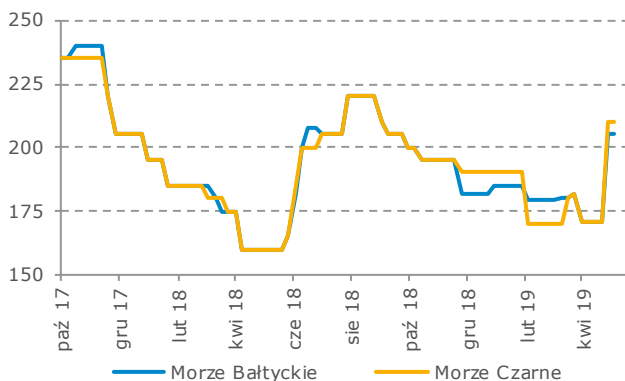
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



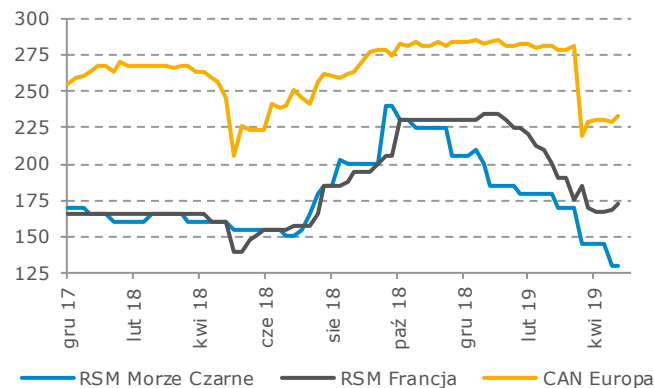
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



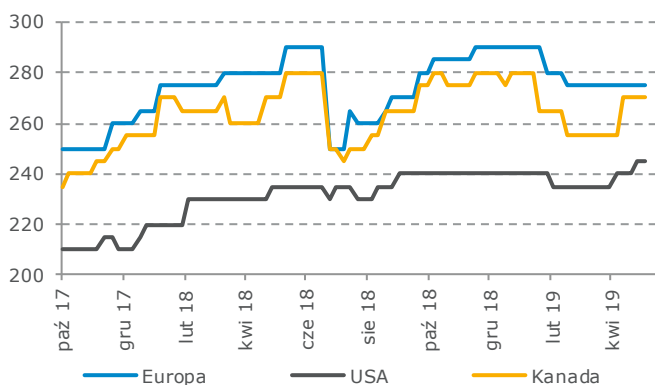
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



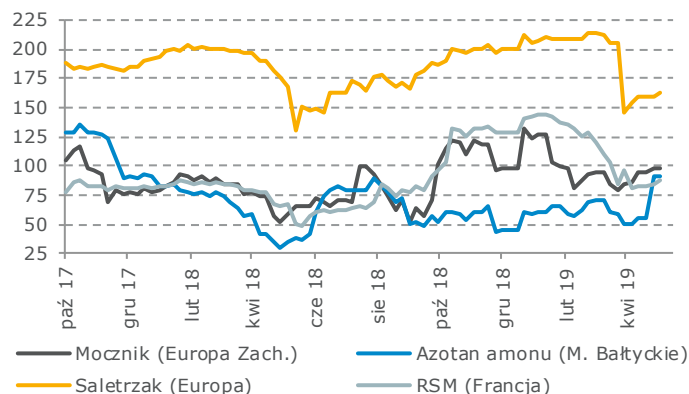
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



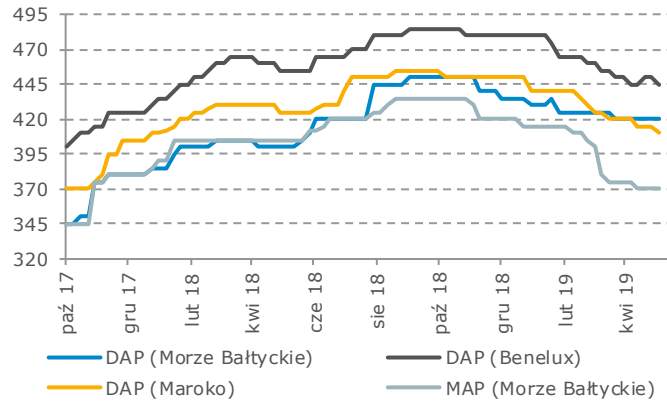
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



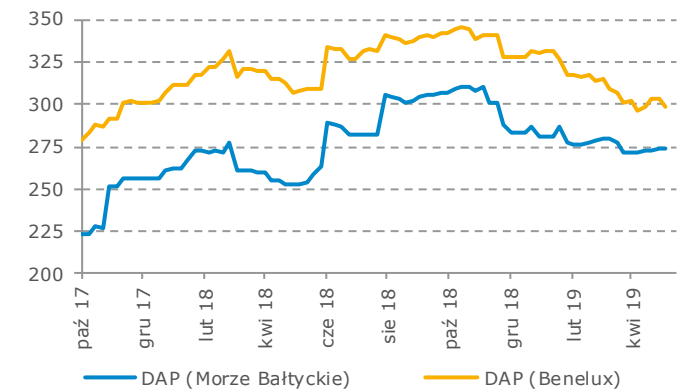
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

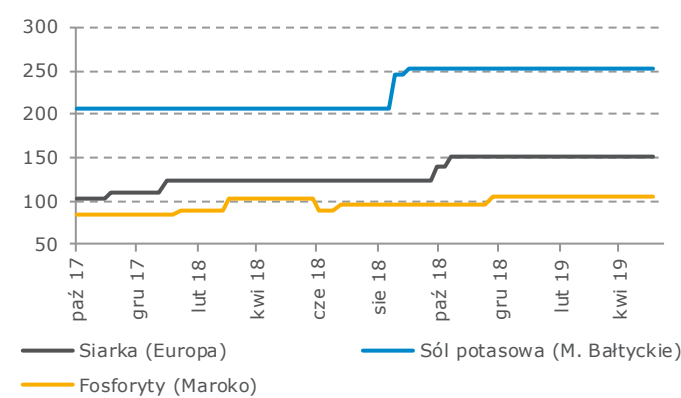
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



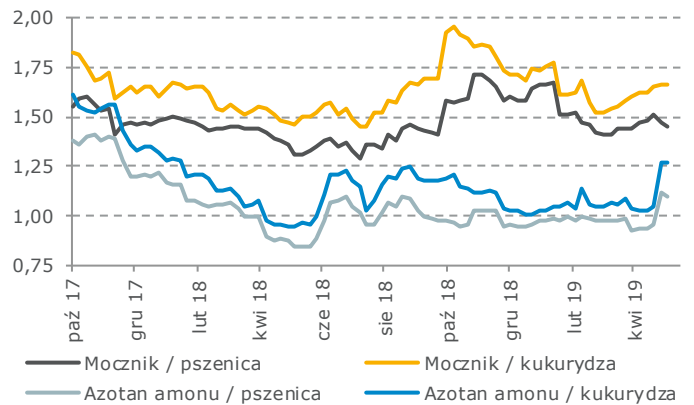
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



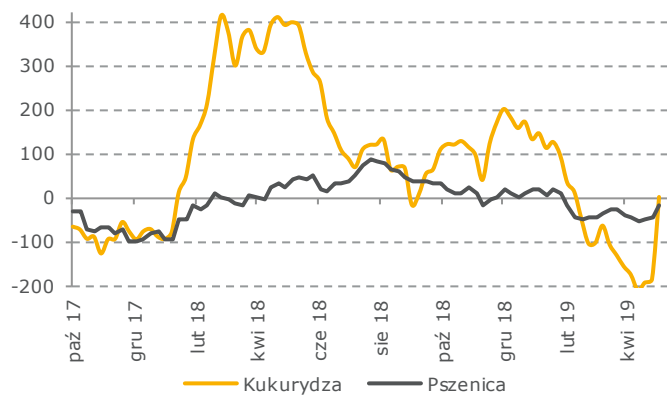
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



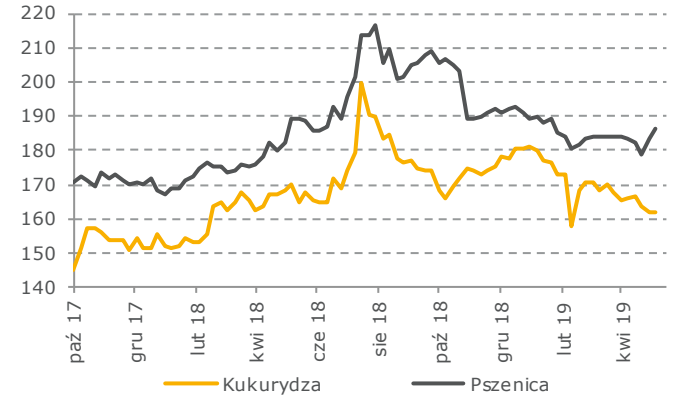
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



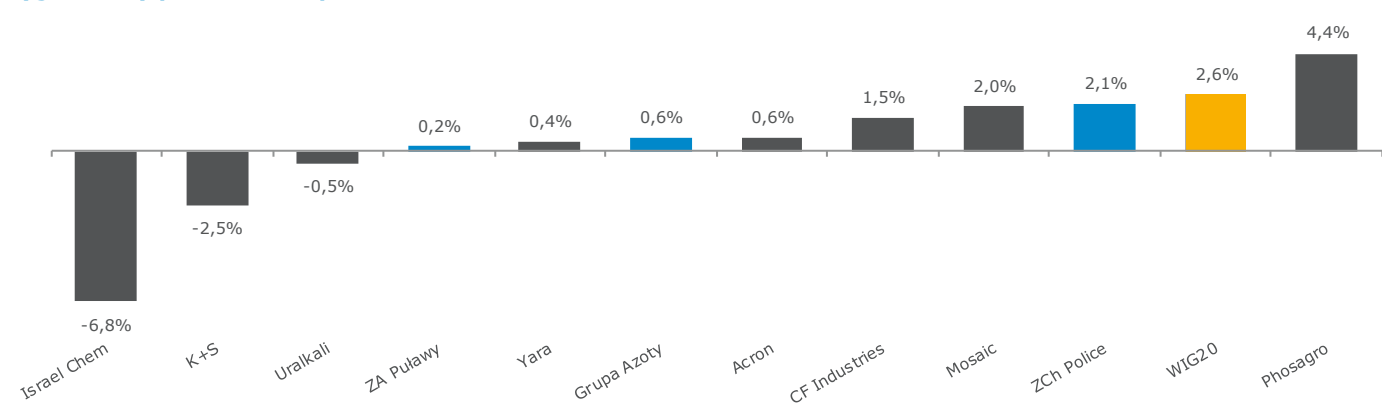
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



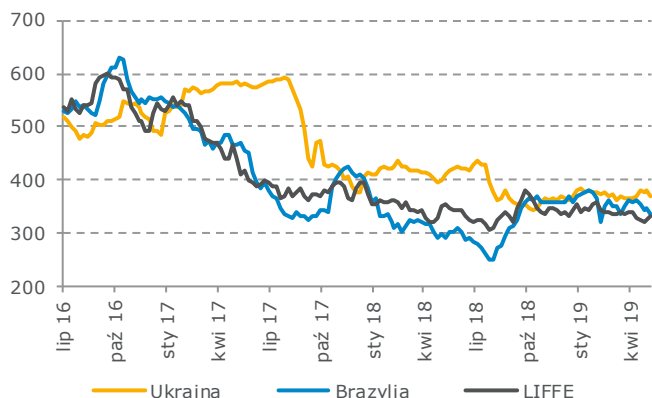
Tygodniowy performance producentów nawozów



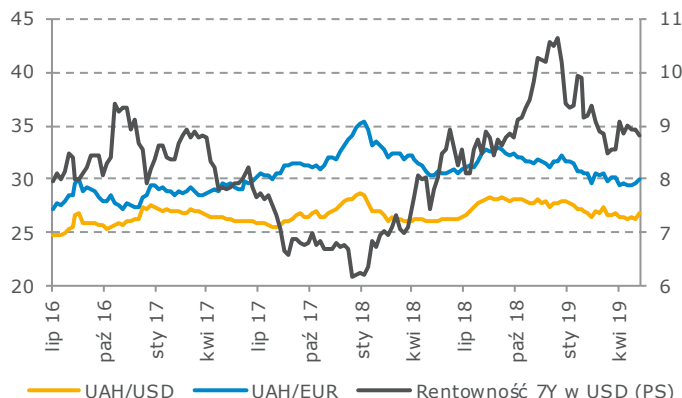
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

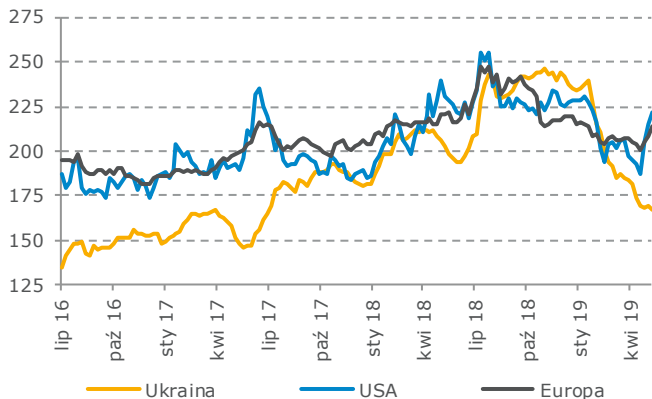
Cena cukru (USD/Mt)



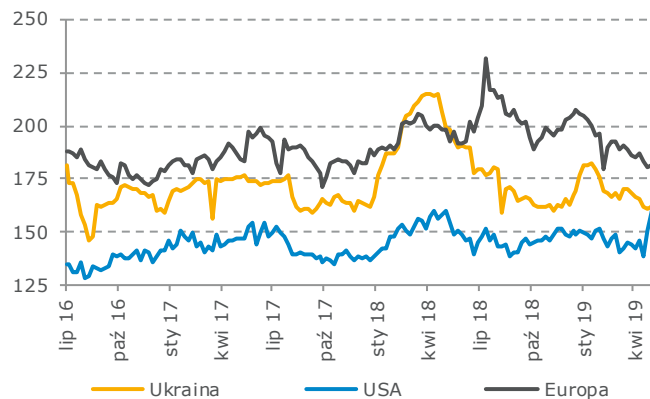
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



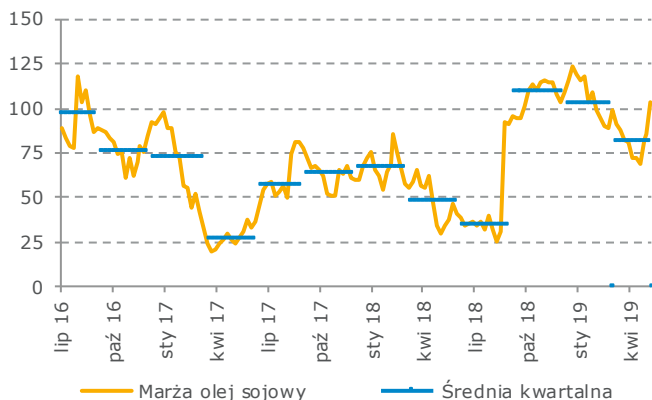
Cena pszenicy (USD/Mt)



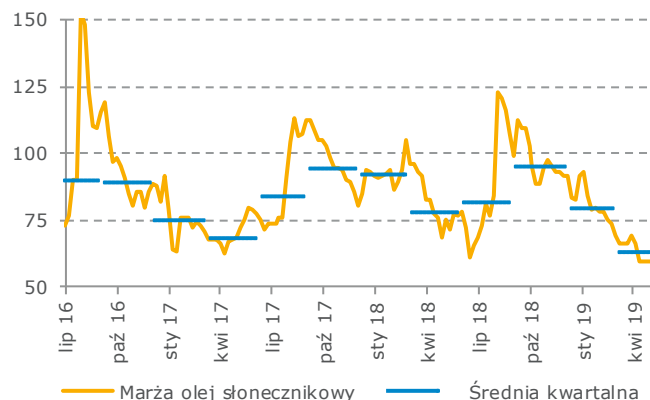
Cena kukurydzy (USD/Mt)



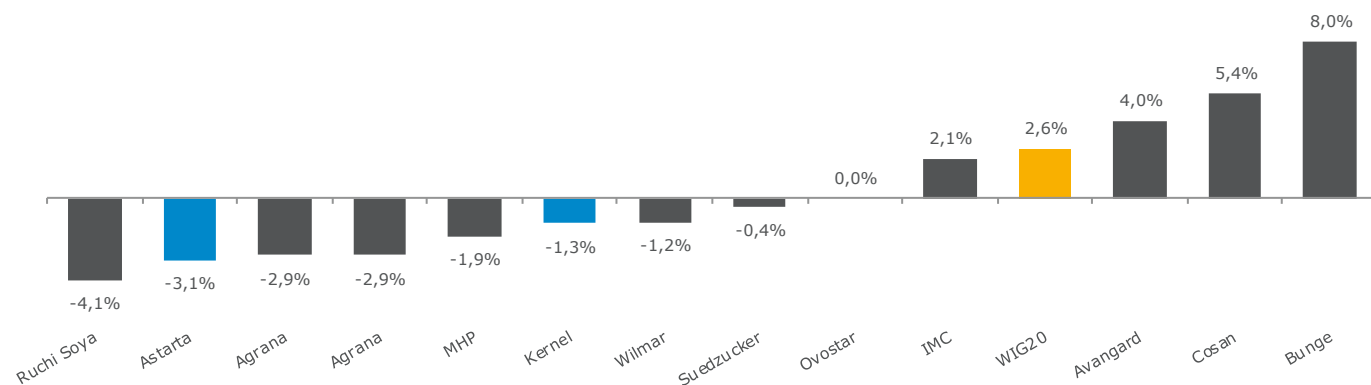
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	540,0	7,6	7,3	7,0	2,2	2,0	1,9	16,4	15,7	15,1	29%	28%	28%	4,1%	5,5%	5,7%
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	7,6	3,8	4,1	4,3	0,7	0,7	0,8	4,4	4,7	4,6	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,2	3,4	3,4	2,6	0,7	0,6	0,6	5,6	6,0	4,2	21%	19%	23%	0,0%	4,5%	4,2%
Tauron	1,6	3,8	3,4	2,9	0,6	0,5	0,5	2,5	2,1	1,9	16%	16%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	6,9	2,1	2,0	1,5	0,2	0,2	0,2	10,3	6,4	2,0	10%	13%	16%	-	11,6%	11,6%
EDF	12,7	4,4	4,0	3,8	1,0	1,0	0,9	18,0	13,6	12,1	23%	24%	24%	2,8%	3,6%	3,9%
EDP	3,3	8,9	8,4	8,1	2,1	2,1	1,9	14,5	13,5	12,9	24%	25%	23%	5,8%	6,0%	6,2%
Endesa	22,4	8,1	7,9	7,8	1,4	1,4	1,3	15,7	15,3	15,1	18%	18%	17%	6,4%	6,5%	5,6%
Enel	5,6	7,0	6,6	6,4	1,5	1,5	1,5	12,0	11,1	10,5	22%	23%	23%	5,8%	6,3%	6,7%
EON	9,4	5,6	4,2	3,9	0,9	0,5	0,4	13,6	13,0	12,3	16%	12%	11%	4,9%	5,3%	5,7%
Fortum	19,1	13,1	12,1	11,7	4,0	3,8	3,8	15,1	13,1	12,1	30%	32%	32%	5,7%	5,8%	5,7%
Iberdola	8,4	9,7	9,1	8,5	2,6	2,5	2,4	16,4	15,2	14,3	27%	27%	28%	4,4%	4,6%	5,0%
National Grid	7,9	12,0	10,2	9,7	3,6	3,4	3,3	17,8	13,7	13,0	30%	33%	34%	5,9%	6,2%	6,3%
Red Electrica	19,1	9,5	9,6	9,7	7,4	7,5	7,5	14,2	14,8	15,2	78%	78%	77%	5,5%	5,5%	5,5%
RWE	22,2	12,0	5,6	5,3	1,4	1,2	1,1	21,3	12,7	9,6	12%	21%	22%	3,7%	4,2%	4,8%
SSE	10,8	9,2	9,2	8,4	0,8	0,7	0,7	7,8	11,9	10,3	9%	8%	9%	9,0%	7,4%	7,6%
Verbund	45,6	15,7	12,9	12,1	5,6	5,1	4,9	29,3	22,3	20,9	36%	39%	40%	1,5%	2,0%	2,3%
Mediana		7,8	7,0	6,7	1,4	1,3	1,2	14,4	13,0	12,1	22%	22%	23%	4,4%	5,4%	5,6%

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	86,74	7,1	6,0	5,1	0,7	0,6	0,6	14,3	13,1	12,1	9%	10%	12%	3,5%	2,1%	2,3%
MOL	3302,00	5,2	4,4	4,0	0,7	0,6	0,6	16,4	10,6	9,6	13%	14%	15%	4,3%	4,6%	4,9%
PKN Orlen	96,60	6,1	6,2	5,6	0,5	0,4	0,4	11,5	12,9	11,9	7%	7%	7%	3,6%	3,1%	3,1%
Hellenic Petroleum	8,41	6,0	5,2	5,4	0,5	0,5	0,5	9,8	6,9	6,8	8%	9%	8%	6,1%	6,3%	6,8%
HollyFrontier	38,66	5,5	5,0	5,4	0,6	0,6	0,6	8,4	6,8	7,7	11%	12%	11%	3,5%	3,6%	3,6%
Marathon Petroleum	47,13	6,6	5,3	5,2	0,6	0,6	0,6	9,2	5,7	5,5	9%	11%	11%	4,5%	5,0%	5,6%
Motor Oil	22,96	5,3	4,9	5,0	0,3	0,4	0,3	8,3	7,6	7,5	6%	7%	7%	5,9%	6,3%	6,7%
Neste Oil	30,19	11,1	10,5	10,0	1,5	1,6	1,5	17,3	15,9	15,2	14%	15%	15%	2,9%	3,2%	3,4%
OMV	41,93	3,9	3,6	3,6	0,9	0,9	0,9	7,9	7,1	6,9	24%	26%	26%	4,6%	5,2%	5,5%
Phillips 66	82,20	7,3	6,0	6,4	0,5	0,5	0,5	11,0	7,8	8,4	7%	8%	8%	4,2%	4,5%	4,8%
Saras	1,30	3,0	2,0	2,9	0,1	0,1	0,1	8,6	4,1	7,0	4%	6%	4%	6,5%	11,0%	7,6%
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	128,50	6,2	4,6	4,4	0,4	0,4	0,4	9,0	5,6	5,0	7%	8%	8%	9,4%	15,4%	17,0%
Valero Energy	72,00	6,3	4,7	5,1	0,4	0,3	0,3	10,6	6,6	7,1	6%	6%	6%	5,0%	5,4%	5,7%
Mediana		6,2	5,1	5,1	0,5	0,5	0,5	10,2	7,4	7,6	8%	9%	8%	4,4%	4,8%	5,2%

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	96,60	6,1	6,2	5,6	0,5	0,4	0,4	11,5	12,9	11,9	7%	7%	7%	3,6%	3,1%	3,1%
Axiall	59,53	6,3	5,3	5,2	1,3	1,2	1,1	11,2	8,1	7,7	20%	22%	22%	1,7%	1,8%	1,9%
Braskem	41,20	6,2	5,7	5,4	1,0	1,0	1,0	16,6	11,4	9,3	17%	18%	19%	4,0%	3,5%	4,1%
Eastman Chemical	67,58	7,0	6,7	6,6	1,6	1,5	1,5	7,9	7,2	6,6	22%	23%	22%	3,6%	3,9%	4,4%
Huntsman Corp	18,08	5,4	4,9	4,7	0,8	0,7	0,7	6,6	5,6	5,1	14%	15%	15%	3,7%	3,8%	4,0%
Lotte Chemicals	260 000	4,4	3,9	3,7	0,6	0,6	0,6	7,0	6,0	5,8	14%	15%	16%	4,0%	4,4%	4,4%
LyondellBasell	77,69	6,1	5,4	5,4	1,0	1,0	1,0	7,4	6,5	6,3	17%	18%	18%	5,4%	5,7%	6,0%
Mitsubishi Chemical	703,70	7,2	6,3	5,9	0,9	0,8	0,8	5,9	6,0	5,4	12%	13%	14%	5,7%	5,7%	5,8%
Mitsui Chemicals	2366,00	6,5	6,1	5,8	0,6	0,6	0,6	6,1	6,4	6,1	10%	10%	10%	4,2%	4,5%	4,7%
Westlake Chemical	59,53	6,3	5,3	5,2	1,3	1,2	1,1	11,2	8,1	7,7	20%	22%	22%	1,7%	1,8%	1,9%
Mediana		6,3	5,6	5,4	0,9	0,9	0,9	7,6	6,8	6,4	16%	16%	17%	3,8%	3,9%	4,2%

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	5,55	4,7	3,9	3,6	0,9	0,8	0,7	11,1	8,6	7,9	19%	21%	20%	2,0%	3,6%	4,7%
A2A	1,47	6,9	6,4	6,2	1,3	1,2	1,2	14,0	12,2	12,3	19%	19%	19%	5,3%	5,4%	5,6%
BG Group	24,73	5,5	5,1	4,8	0,9	0,9	0,8	11,3	9,8	9,5	16%	17%	18%	6,0%	6,1%	6,1%
BP	5,44	4,9	4,6	4,6	0,7	0,7	0,7	12,4	10,8	10,4	14%	15%	15%	5,9%	6,0%	6,3%
Centrica	0,94	4,3	4,0	4,0	0,3	0,3	0,3	10,3	8,6	8,1	8%	8%	8%	9,6%	9,1%	9,2%
Enagas	24,53	10,6	10,3	11,0	8,6	8,7	9,0	13,8	12,8	13,7	81%	85%	82%	6,5%	6,8%	6,9%
Endesa	22,41	8,1	7,9	7,8	1,4	1,4	1,3	15,7	15,3	15,1	18%	18%	17%	6,4%	6,5%	5,6%
Engie	12,52	5,8	5,5	5,2	0,9	0,8	0,8	11,9	10,6	9,7	15%	15%	16%	6,2%	6,7%	7,3%
Eni	13,82	3,5	3,3	3,2	0,9	0,9	0,9	10,9	9,7	9,2	24%	26%	28%	6,2%	6,3%	6,5%
Equinor	170,50	2,8	2,5	2,4	1,1	1,0	1,0	10,4	9,1	8,6	37%	39%	40%	5,3%	5,6%	5,9%
Gas Natural SDG	25,74	9,8	9,3	9,1	1,7	1,7	1,6	18,2	16,7	15,9	18%	18%	17%	5,3%	5,6%	5,9%
Gazprom	235,51	3,8	3,6	3,4	1,1	1,0	1,0	4,0	4,0	3,8	28%	29%	29%	6,0%	6,9%	8,4%
Hera	3,26	7,4	7,3	7,2	1,2	1,2	1,2	16,5	16,4	15,7	17%	17%	17%	3,2%	3,3%	3,4%
NovaTek	202,00	13,0	13,2	13,2	4,8	4,6	4,3	11,8	12,9	11,8	37%	35%	32%	2,0%	2,5%	2,9%
ROMGAZ	31,60	4,7	4,3	4,1	2,1	2,0	1,9	9,8	8,6	8,1	45%	47%	47%	8,8%	9,9%	10,8%
Shell	27,87	5,6	5,1	4,8	0,9	0,9	0,8	11,3	9,8	9,5	16%	17%	18%	6,0%	6,1%	6,1%
Snam	4,55	12,4	12,1	11,7	10,0	9,8	9,5	14,6	14,2	13,5	81%	81%	81%	5,3%	5,5%	5,7%
Total	46,71	4,7	4,4	4,3	0,8	0,8	0,8	9,9	8,8	8,5	18%	19%	19%	5,6%	5,8%	6,0%
Mediana		5,5	5,1	4,8	1,1	1,0	1,0	11,6	10,2	9,6	18%	19%	19%	6,0%	6,1%	6,1%

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	3302,00	5,0	4,7	4,7	0,7	0,7	0,7	8,7	7,6	7,8	14%	15%	14%	3,9%	4,1%	4,6%
Bashneft	1953,50	2,0	1,8	1,7	0,5	0,5	0,4	3,0	2,9	2,4	24%	26%	25%	14,6%	11,5%	12,4%
BP	5,44	4,9	4,6	4,6	0,7	0,7	0,7	12,4	10,8	10,4	14%	15%	15%	5,9%	6,0%	6,3%
Dana Gas	0,99	8,2	8,0	5,9	4,8	4,7	4,5	30,0	21,5	12,2	58%	58%	76%	5,8%	5,8%	5,6%
Eni	13,82	3,5	3,3	3,2	0,9	0,9	0,9	10,9	9,7	9,2	24%	26%	28%	6,2%	6,3%	6,5%
Equinor	170,50	2,8	2,5	2,4	1,1	1,0	1,0	10,4	9,1	8,6	37%	39%	40%	5,3%	5,6%	5,9%
Gazprom Neft	370,40	3,9	4,0	3,8	0,9	0,9	0,9	4,3	4,6	4,4	24%	22%	23%	8,7%	8,9%	9,4%
Gulf Keystone	2,29	3,1	1,7	1,4	1,9	1,2	1,0	9,7	4,3	3,3	61%	68%	71%	-	-	12,8%
Lukoil	5254,50	3,6	3,5	3,4	0,5	0,5	0,5	6,2	5,8	5,6	15%	15%	16%	5,0%	5,4%	5,9%
Occidental Petroleum	49,32	5,3	4,4	4,4	2,6	2,0	2,2	12,5	12,4	13,2	49%	46%	49%	6,4%	6,4%	6,5%
Repsol	14,49	4,4	4,0	4,0	0,7	0,7	0,7	8,5	7,4	7,7	15%	17%	16%	6,7%	6,9%	7,1%
Rosneft Oil	438,90	4,0	3,8	3,5	1,0	0,9	0,9	6,3	5,2	4,8	25%	25%	26%	6,7%	8,9%	10,0%
Shell	27,87	5,6	5,1	4,8	0,9	0,9	0,8	11,3	9,8	9,5	16%	17%	18%	6,0%	6,1%	6,1%
Surgutneftegas	40,83	-	-	-	-	-	-	5,4	4,0	4,3	-	-	-	9,5%	6,3%	6,2%
Total	46,71	4,7	4,4	4,3	0,8	0,8	0,8	9,9	8,8	8,5	18%	19%	19%	5,6%	5,8%	6,0%
Tullow Oil	2,02	4,6	4,7	4,7	3,5	3,4	3,5	10,1	9,9	9,8	76%	72%	74%	2,7%	2,7%	3,3%
Mediana		4,4	4,0	4,0	0,9	0,9	0,9	9,8	8,2	8,1	24%	25%	25%	6,0%	6,1%	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	52,95	1,6	2,7	3,3	0,4	0,4	0,5	5,9	15,6	36,5	23%	17%	15%	3,2%	3,4%	3,2%
KGHM	96,10	4,6	4,5	4,0	1,1	1,0	0,9	8,5	9,0	8,3	23%	22%	23%	0,0%	1,6%	3,3%
LW Bogdanka*	35,40	1,6	1,6	1,6	0,5	0,5	0,5	5,8	5,8	6,1	33%	32%	31%	5,2%	6,6%	5,7%
Anglo American	19,20	3,9	4,2	4,5	1,4	1,4	1,4	8,2	9,1	9,7	36%	33%	31%	5,3%	4,8%	4,7%
Antofagasta	7,89	4,7	4,7	4,2	2,4	2,4	2,3	14,3	14,0	11,8	51%	50%	54%	3,4%	3,7%	3,9%
BHP Group	17,98	5,8	5,5	6,0	3,1	3,0	3,2	11,9	10,6	12,1	53%	55%	53%	9,3%	6,8%	5,9%
Freeport-McMoRan	9,92	8,6	6,3	4,0	2,0	1,9	1,6	24,8	11,2	5,4	23%	30%	39%	2,0%	3,6%	4,5%
Glencore	2,57	5,2	4,7	4,6	0,4	0,3	0,3	9,2	8,0	7,2	7%	7%	7%	6,2%	7,0%	7,6%
Grupo Mexico	49,03	5,1	4,8	4,3	2,4	2,2	2,1	9,9	9,0	8,0	47%	47%	48%	5,3%	6,1%	7,8%
Kazakhmys	5,12	4,2	4,1	3,9	2,3	2,2	2,1	6,0	5,6	5,1	54%	54%	54%	1,6%	1,9%	2,6%
Rio Tinto	45,95	5,0	5,4	5,6	2,4	2,5	2,6	9,2	10,3	11,5	48%	47%	46%	6,9%	5,9%	5,4%
Southern CC	34,70	8,3	7,6	7,2	4,3	4,0	3,8	14,6	13,4	12,2	51%	53%	52%	3,5%	4,8%	5,6%
Mediana		4,8	4,7	4,3	2,1	2,0	1,8	9,2	9,7	9,0	41%	40%	43%	4,3%	4,8%	5,0%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	336,50	9,2	8,7	8,5	1,4	1,3	1,3	13,4	12,5	12,0	15%	15%	15%	7,1%	6,0%	6,8%
Alcoa	21,51	3,2	3,0	3,1	0,6	0,6	0,6	26,4	8,8	8,7	19%	19%	19%	-	0,2%	0,4%
Constellium	8,35	5,9	5,3	4,9	0,5	0,5	0,5	8,5	6,1	4,9	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	90,61	7,8	7,3	7,1	1,1	1,0	1,0	12,9	11,8	11,1	14%	14%	14%	2,6%	2,7%	2,9%
Norsk Hydro	31,25	6,0	4,2	3,9	0,5	0,5	0,5	17,4	9,4	8,4	8%	11%	12%	4,1%	4,8%	5,2%
Rusal	2,78	8,8	7,0	7,0	1,4	1,3	1,3	3,2	2,7	2,6	16%	19%	18%	3,9%	6,6%	8,2%
Mediana		6,9	6,1	5,9	0,8	0,8	0,8	13,2	9,1	8,5	15%	15%	15%	4,0%	4,8%	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	39,94	5,0	7,1	8,2	0,6	0,7	0,8	8,4	15,7	16,0	12%	9%	9%	0,0%	0,0%	1,9%
ZA Police*	14,50	4,2	3,8	3,8	1,0	0,9	0,9	1,3	1,2	1,2	23%	24%	24%	57,3%	62,1%	69,0%
Acron	4612,00	7,8	7,5	7,0	2,6	2,4	2,2	9,3	8,8	8,0	33%	32%	32%	7,2%	7,4%	8,6%
CF Industries	41,41	9,8	8,7	8,3	3,4	3,3	3,2	21,5	15,5	13,2	35%	38%	39%	2,9%	2,9%	2,9%
Israel Chemicals	17,99	7,5	7,2	7,0	1,6	1,5	1,5	12,7	11,6	11,1	21%	21%	21%	3,2%	4,2%	4,3%
K+S	15,13	7,5	6,6	6,1	1,4	1,4	1,3	12,6	9,7	8,1	19%	21%	22%	2,9%	4,0%	4,6%
Phosagro	2478,00	6,0	5,6	5,4	1,8	1,8	1,7	9,3	9,6	7,0	31%	32%	31%	6,2%	5,9%	9,1%
The Mosaic Company	22,03	6,5	5,7	5,4	1,3	1,3	1,3	12,7	9,4	8,0	21%	23%	24%	0,9%	1,0%	1,3%
Yara International	387,00	8,3	7,2	6,5	1,2	1,1	1,1	14,7	11,3	10,4	15%	16%	17%	2,5%	3,5%	4,0%
Mediana		7,5	7,1	6,5	1,4	1,4	1,3	12,6	9,7	8,1	21%	23%	24%	2,9%	4,0%	4,3%

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*	24,80	5,1	4,3	3,1	1,1	0,9	0,9	7,1	3,4	2,2	21%	22%	28%	-	-	-
Kemel	47,00	5,6	4,8	4,0	0,5	0,4	0,4	5,5	5,4	4,4	10%	9%	9%	1,9%	7,6%	9,8%
Agrana Beteiligungs	18,76	8,7	7,9	6,0	0,6	0,6	0,6	45,8	21,2	13,2	7%	7%	9%	3,7%	5,1%	5,6%
Bunge Limited	54,60	9,8	9,0	8,4	0,3	0,3	0,3	19,2	14,2	12,2	3%	4%	4%	3,7%	4,0%	4,5%
Cosan	47,49	5,0	4,5	4,4	0,4	0,4	0,4	11,6	9,8	10,6	9%	9%	9%	0,6%	5,1%	2,7%
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	3170,00	7,6	8,1	7,5	0,4	0,4	0,4	12,0	14,4	13,5	6%	6%	6%	2,5%	2,2%	2,4%
Suedzucker	13,82	-	11,9	6,4	0,7	0,7	0,7	-	-	12,8	-	6%	11%	1,4%	1,4%	2,2%
Wilmar Int.	3,32	13,0	12,2	11,8	0,7	0,7	0,6	12,4	11,3	10,5	6%	6%	5%	3,4%	3,5%	3,8%
Mediana		6,6	7,9	6,0	0,6	0,6	0,6	11,8	10,6	10,6	8%	7%	9%	2,9%	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