

wtorek, 18 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 rynku niemieckim w kontrakcie rocznym znajdują się nieznacznie poniżej 48 EUR/MWh przy stabilnych notowaniach CO₂ i ponownym spadku cen węgla po ostatniej korekcie wzrostowej. W efekcie wciąż utrzymują się wysokie CDS-y dla elektrowni węglowych. W Polsce na TGE ceny pozostają stabilne (marże również), a rynek czeka na ostateczne rozstrzygnięcie tematu zamrożenia cen energii, czego dowodem są relatywnie niskie wolumeny obrotu. Indeks spółek energetycznych w Europie był stabilny po mocnym wzroście z ubiegłego tygodnia. W przypadku WIG-Energia nie pomogło nawet uchwalenie ustawy o rekompensatach, rynek prawdopodobnie czeka na rozporządzenie i finalne płatności.

Rynek paliwowy

Marża rafineryjna oscylowała w ostatnim tygodniu w okolicach 5 USD/Bbl, dzięki odbiciu cracków benzynowych po ich mocniejszym spadku tydzień wcześniej. Presja na rynku może jednak powrócić z uwagi na kończące się wzmoczone przestoje remontowe. Dyferencjał Ural/Brent wzrósł w okolice 2 USD/Bbl, rekompensując pogarszające się marże na HSFO i dieslu. Warto zwrócić uwagę na kontynuację wzrostu zapasów tego paliwa w portach ARA (coraz bliżej górnego ograniczenia przedziału wahań z 5 lat). Ceny gazu na rynku europejskim utrzymują się na niskich poziomach.

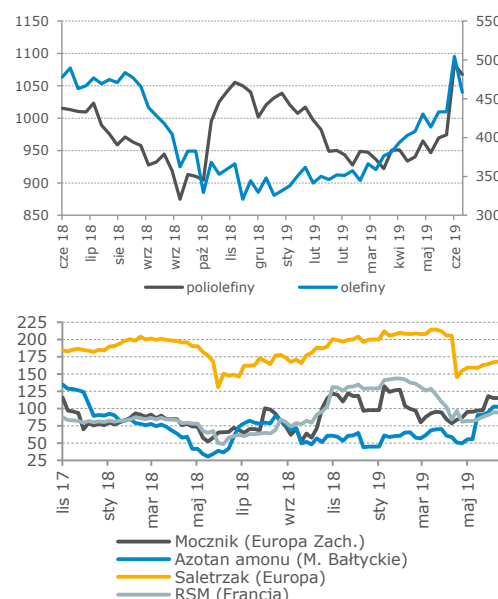
Rynek metali

Miedź pozostaje jednym ze słabszych pod względem zachowania się notowań metali, mimo pozytywnych informacji o rozpoczęciu strajku w Chuquicamata (Codelco) oraz dobrych danych o imporcie koncentratu do Chin we ubiegłym miesiącu. W minionym tygodniu inwestorzy spekulacyjni zwiększyli liczbę krótkich pozycji na rynku miedzi o 4 tys. sztuk (do -31 tys. sztuk; patrz strona 8).

Rynek węgla koksowego

Ceny wysokogatunkowych węgla koksujących spadły poniżej poziomu 200 USD/t na rynkach zamorskich. Presję na ceny wywierają spadające marże producentów wielkopieczowych ze względu na wysokie ceny rudy żelaza oraz spadek cen końcowych produktów hutniczych. Sytuacja pozostaje korzystna dla producentów elektrycznych (Cognor), którzy od kilku tygodni są tańsi w produkcji kęsów (półprodukt) od wielkopieczowych. Ci ostatni są obecnie już o 32 USD/t drożsi od elektrycznych (patrz strona 10).

Wykres tygodnia



Jednorazowy skok marż petchem

Ubiegłotygodniowy wzrost marż petrochemicznych, zgodnie z naszym komentarzem okazał się jednorazowym ruchem związanym z tąpnięciem cen nafty. Ceny petrochemikaliów już zaczęły się dostosowywać, co jest naturalne w kontekście zbliżających się uruchomień nowych mocy w USA. Presja może też pojawić się na PTA w kontekście nowej podaży paraksyleny w Chinach (łącznie do końca roku 10 mln ton).

Marże na produkcji nawozów saletrzanych w Europie

Utrzymujące się ceny gazu wciąż pozytywnie wpływają na marże producentów nawozów w Europie. Marże obecnie są na najwyższym poziomie od przełomu 2018/2019 roku oraz najwyższej od końca 2017 roku. Dodatkowo pozytywnie na popyt na nawozy wpływają rosnące ceny pszenicy i kukurydzy. To ostatnie w USA dotarła do najwyższych poziomów od 5-ciu lat!

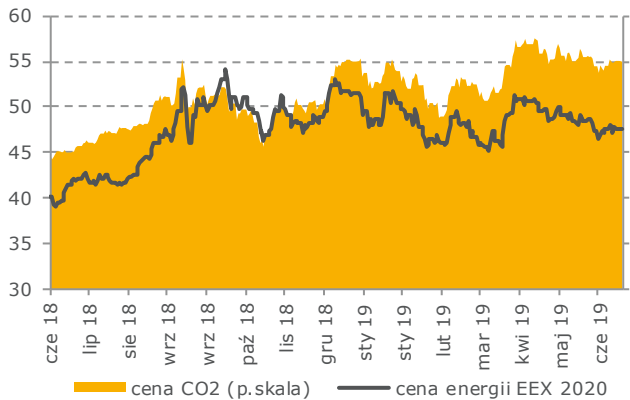
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwrot tygodniowy oraz YTD

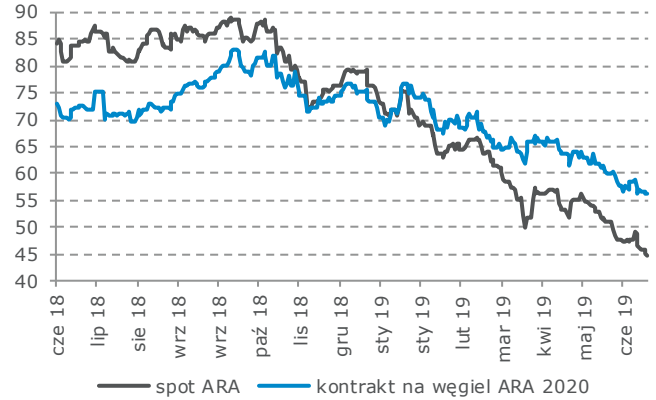
Spółka	1W	YTD
JSW	-8,7%	-34%
ZCh Police	-6,0%	-7%
Tupras	-5,4%	+14%
Kruszwica	-4,4%	+11%
PGNiG	-4,3%	-23%
Tauron	-3,5%	-32%
PCC Rokita	-3,4%	-2%
Kęty	-3,3%	+2%
Ciech	-2,5%	-4%
Energa	-2,0%	-19%
ZE PAK	-2,0%	-9%
PKN Orlen	-1,9%	-17%
Kernel	-1,8%	-0%
PGE	-1,7%	-12%
Enea	-1,5%	-17%
LW Bogdanka	-1,4%	-31%
OMV	-1,4%	+14%
Lotos	-1,2%	-6%
Impexmetal	-1,2%	+34%
CEZ	-1,0%	+1%
Astarta	+0,0%	+4%
Orzeł Biały	+0,0%	-1%
MOL	+0,2%	+7%
Boryszew	+0,6%	-15%
IMC	+2,1%	+12%
Tarczyński	+2,8%	-17%
Grupa Azoty	+3,6%	+33%
ZA Puławy	+4,3%	+53%
KGHM	+4,6%	+12%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,1%	+2%
Chemia	+0,5%	+13%
Energia	-1,9%	-15%
Paliwa	-2,1%	-16%
Spożywczy	-0,1%	-2%
Surowce	+2,3%	+1%
Ukraina	-0,8%	+1%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+3,2%	+23%
Oil & Gas E&P	-0,1%	+7%
Refining EU	-2,5%	-1%
Refining US	+1,2%	-5%
Agri & Food	+0,0%	+27%
Kauczuki	-2,0%	+4%
Nawozy	+3,8%	+4%
Chemicals EU	-0,4%	+13%
Industrials EU	+0,9%	+20%
Petchem World	+0,9%	+1%
Utilities EU	+0,1%	+17%
Utilities US	+1,4%	+15%

Energetyka

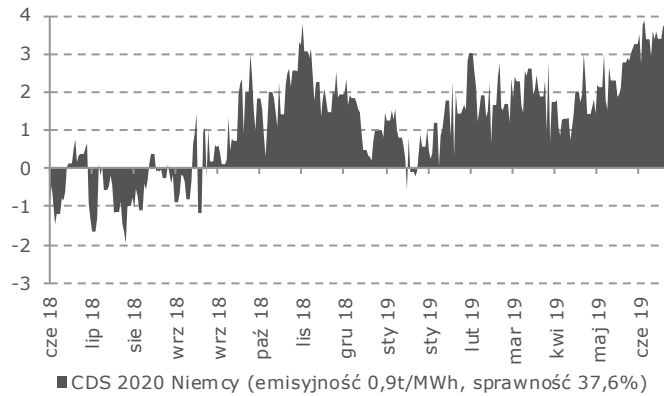
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



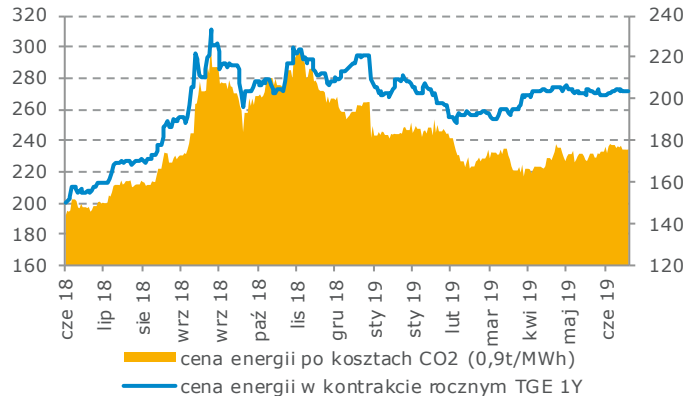
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



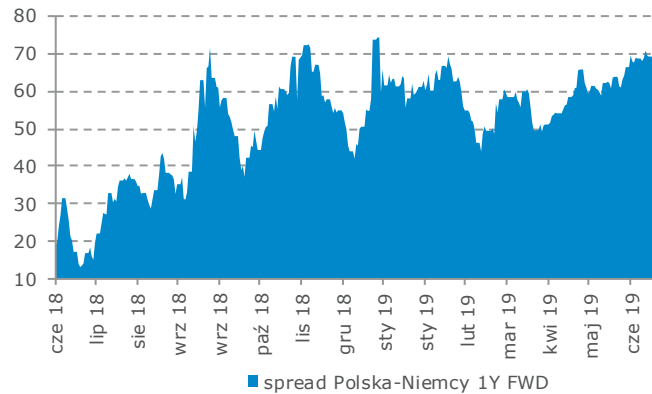
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



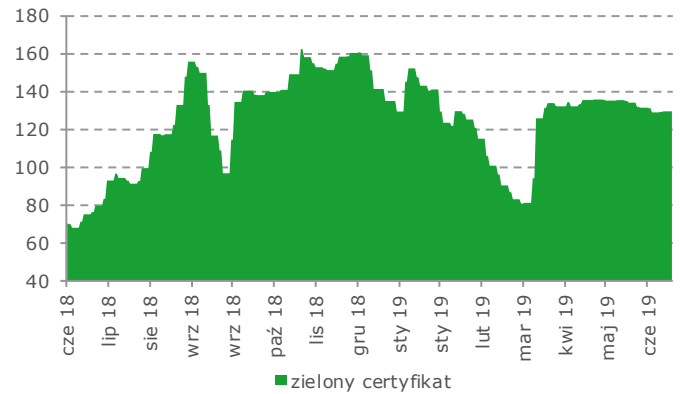
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



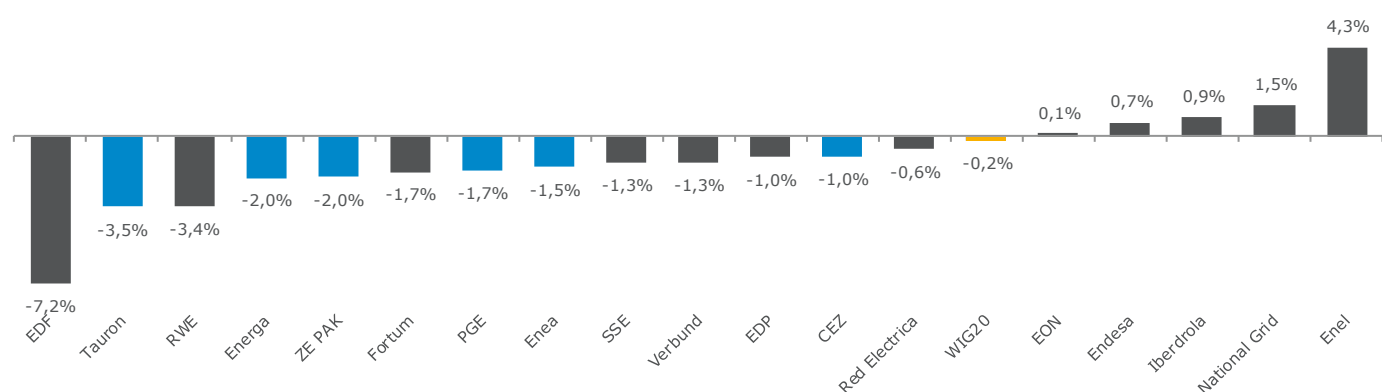
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



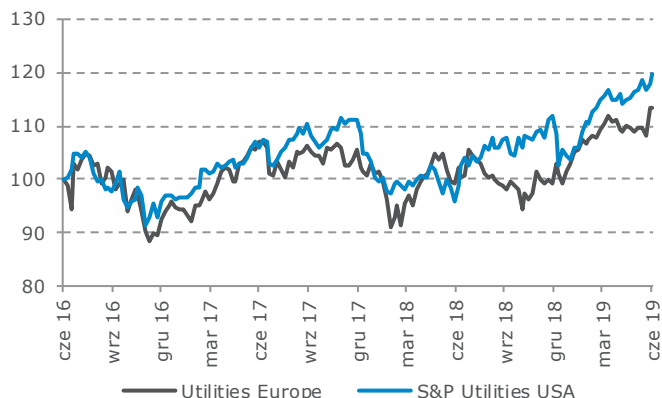
Tygodniowy performance spółek energetycznych



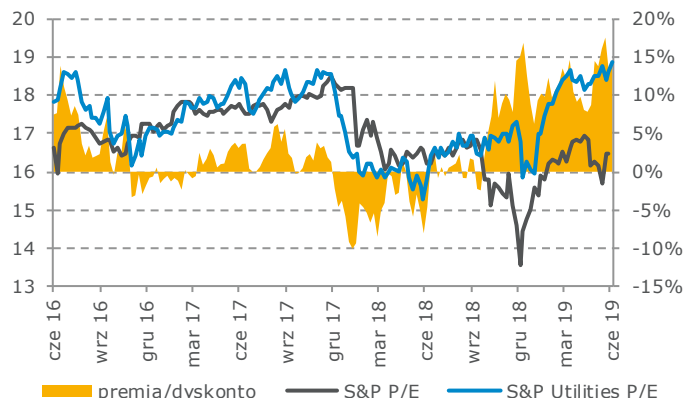
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

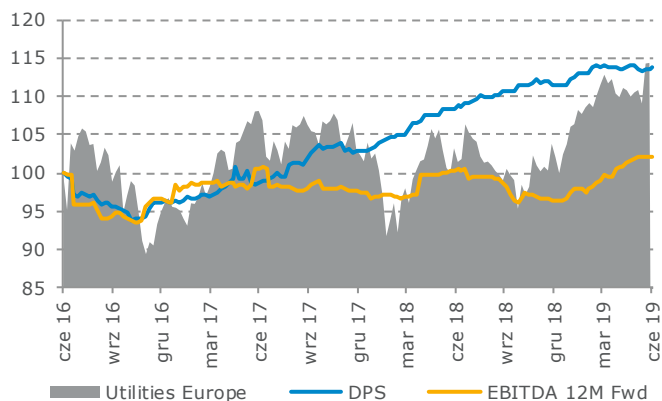
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



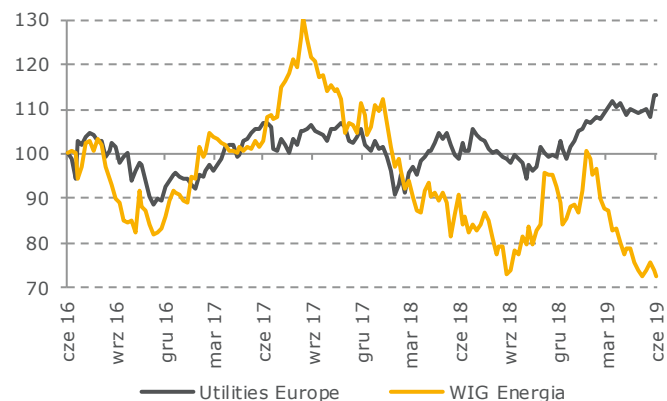
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



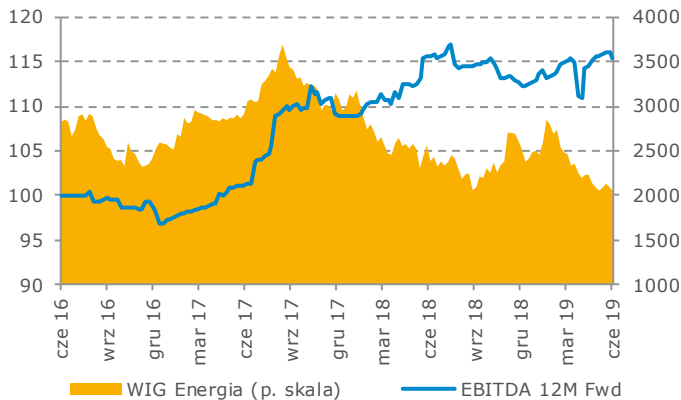
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



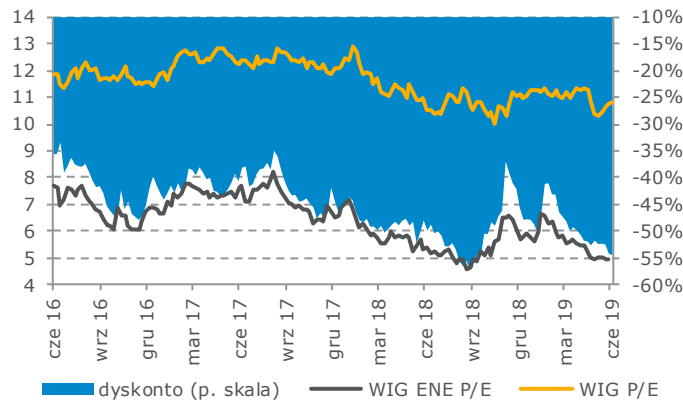
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



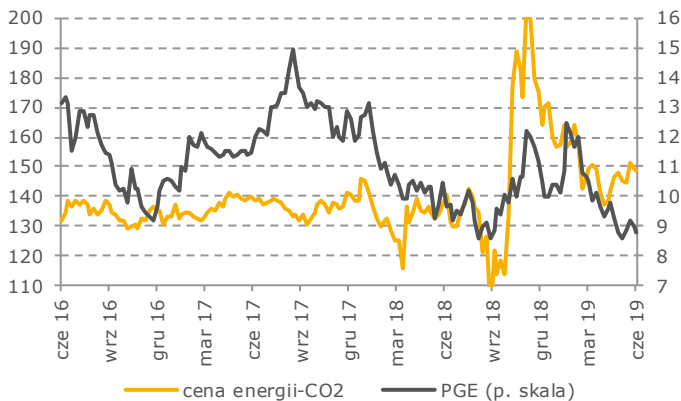
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



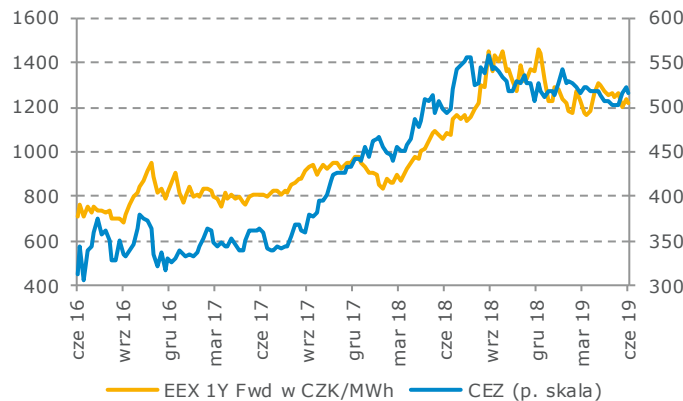
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



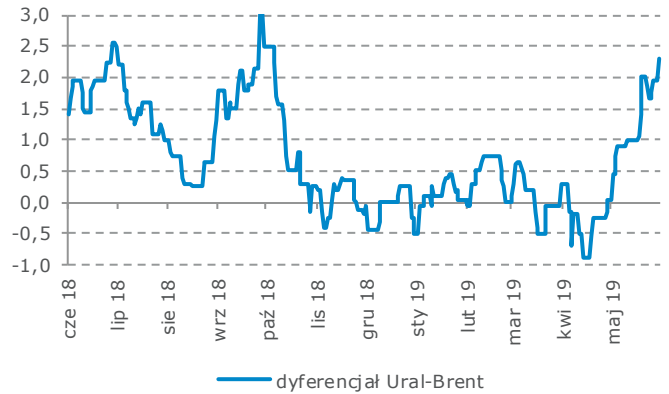
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

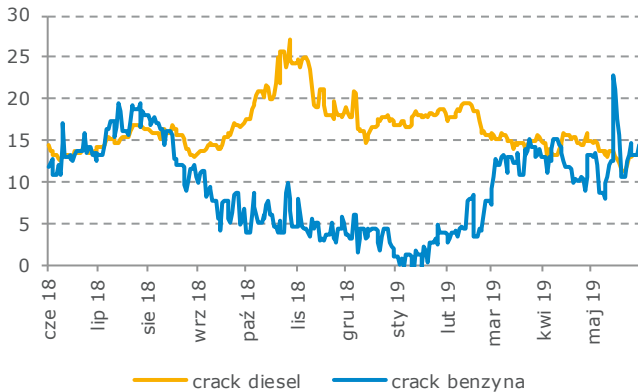
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



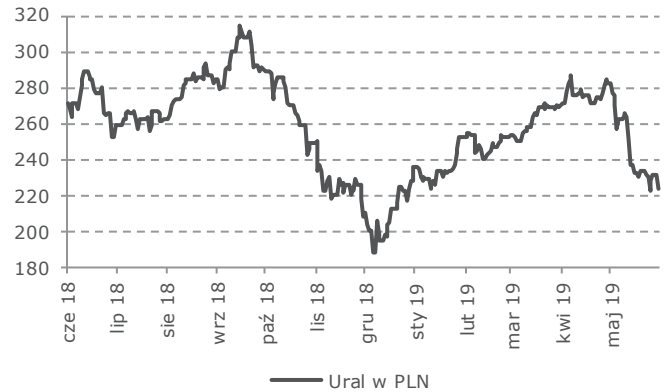
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



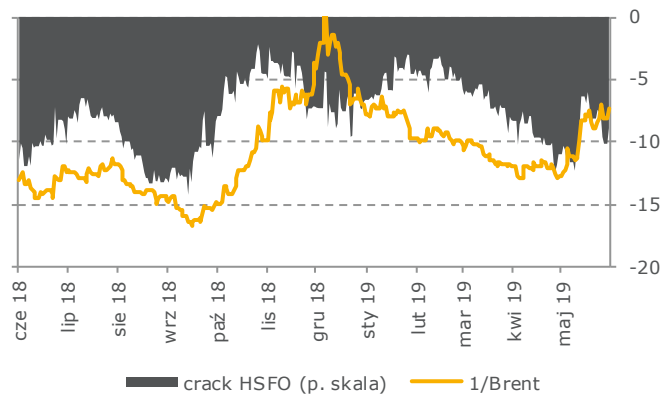
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



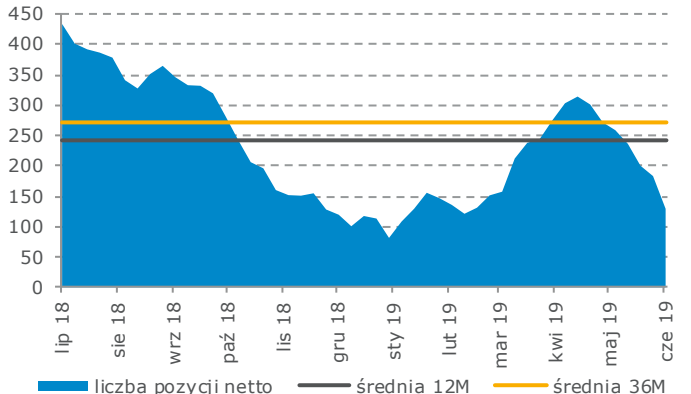
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



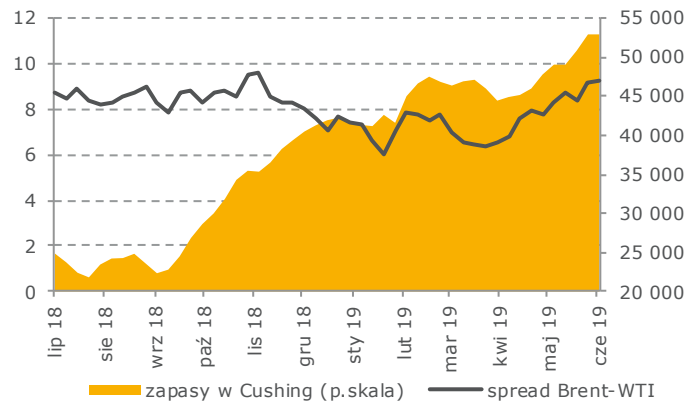
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



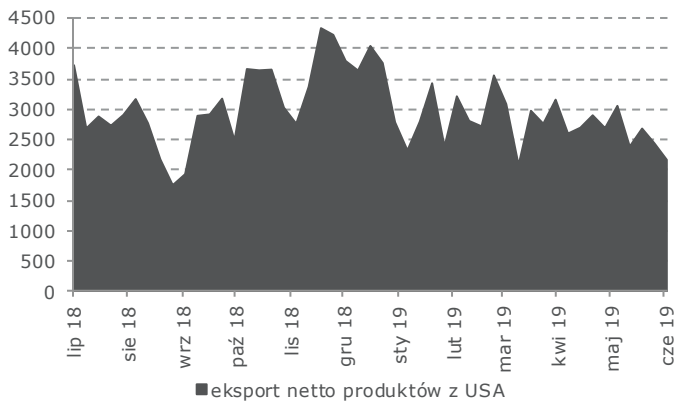
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



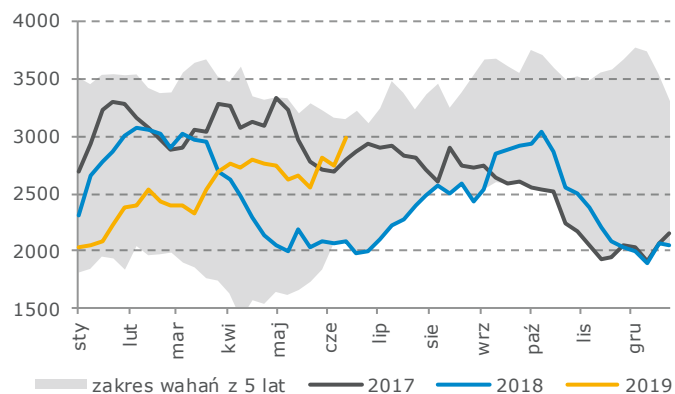
Eksport netto paliw z USA



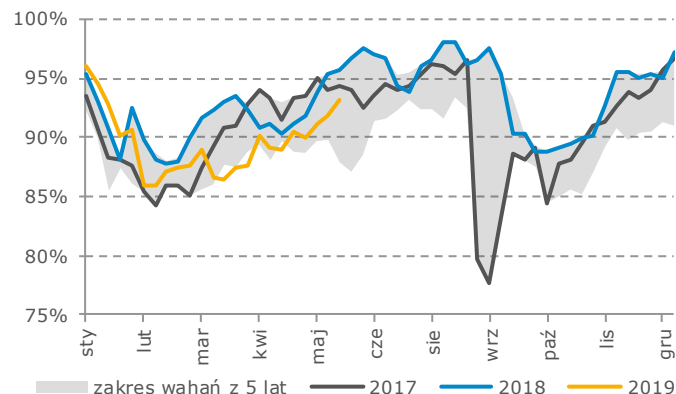
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

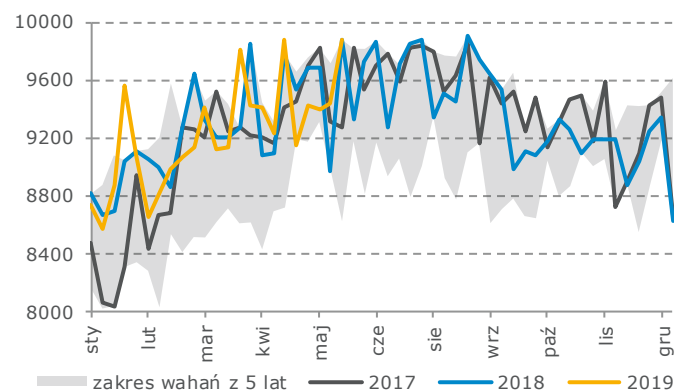
Zapasy diesla w portach ARA



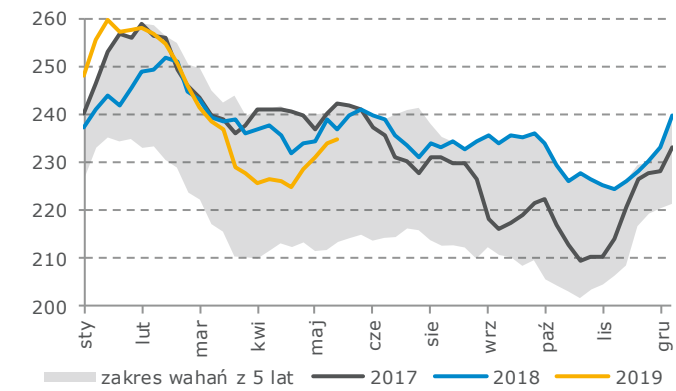
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Popyt na benzynę w USA



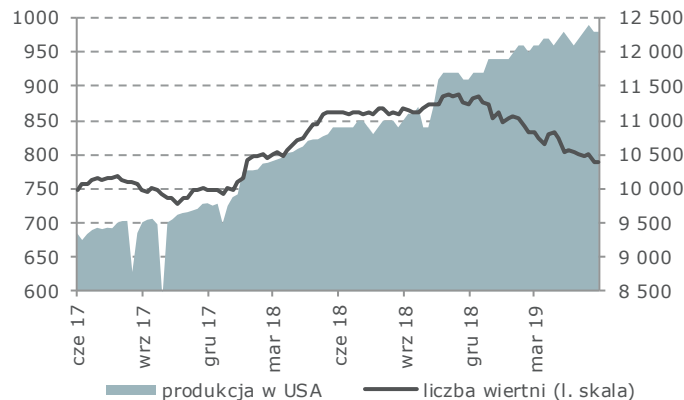
Zapasy benzyny w USA



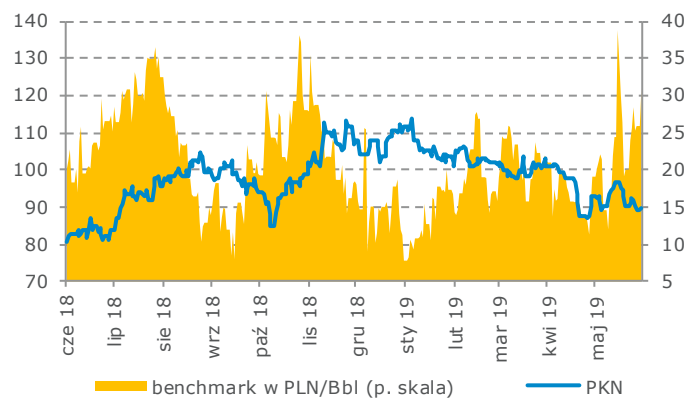
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



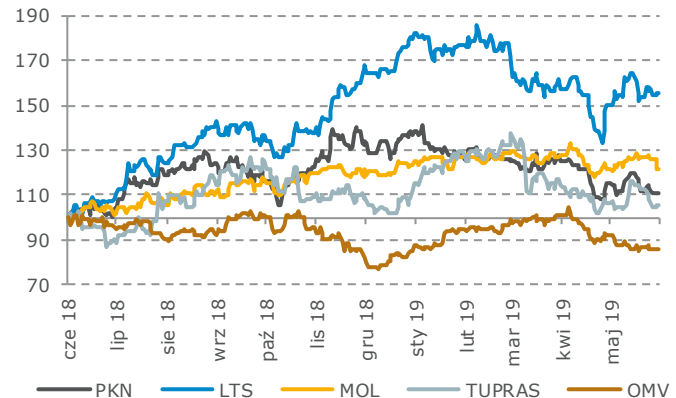
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



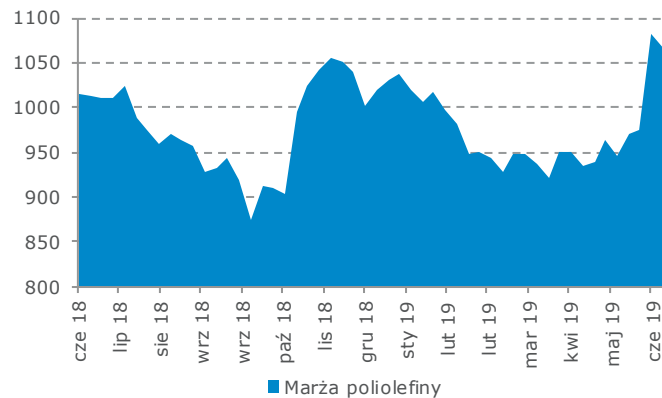
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



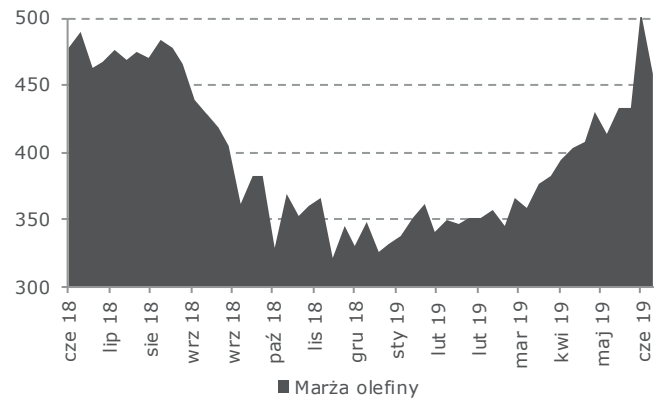
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

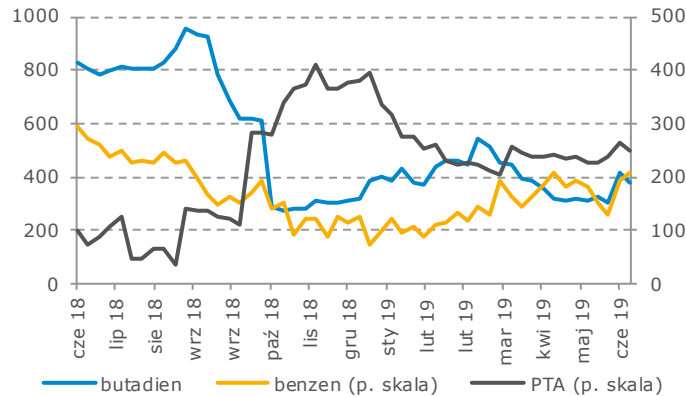
Marża petrochemiczna poliolefiny



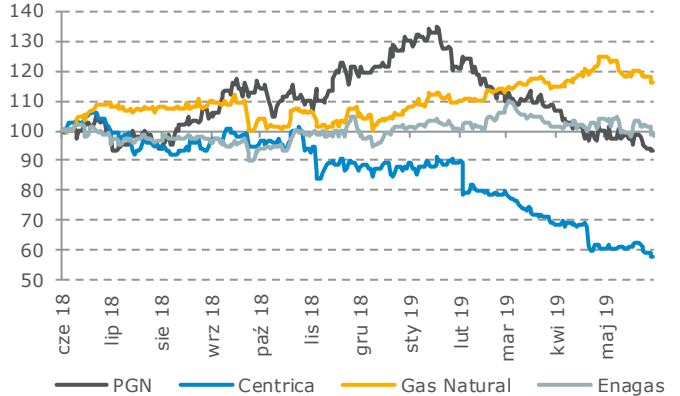
Marża petrochemiczna olefiny



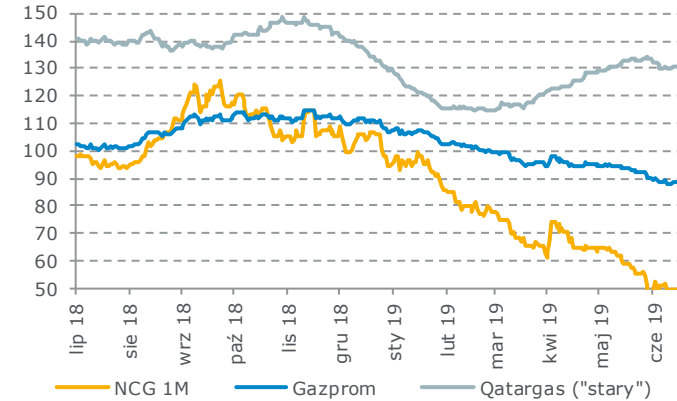
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



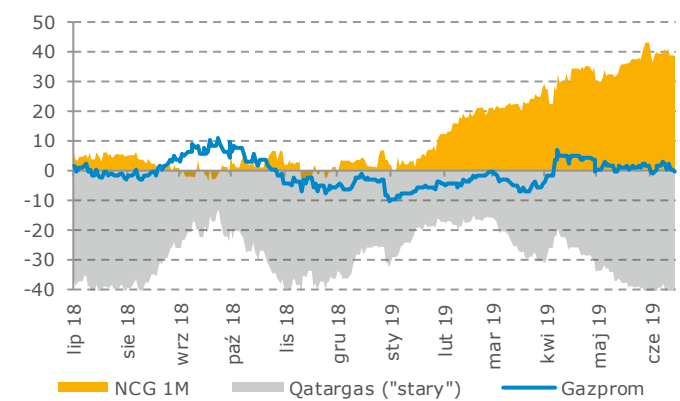
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



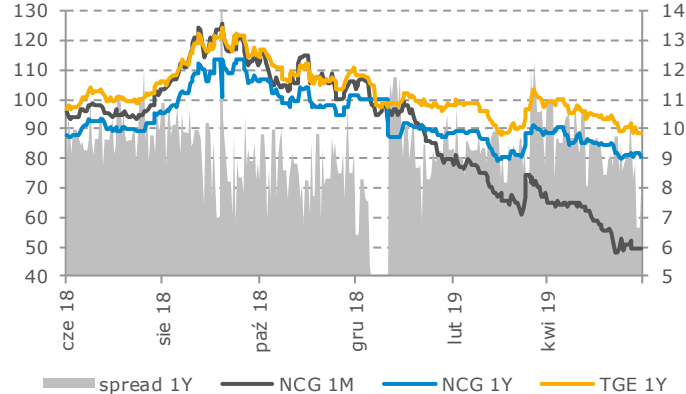
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



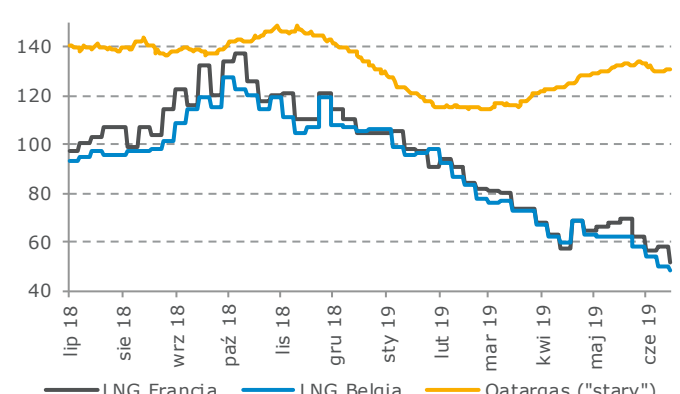
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



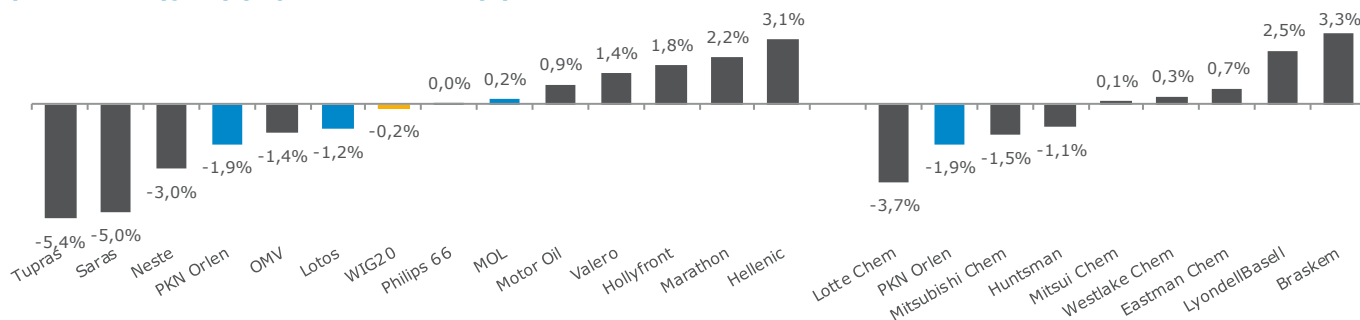
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



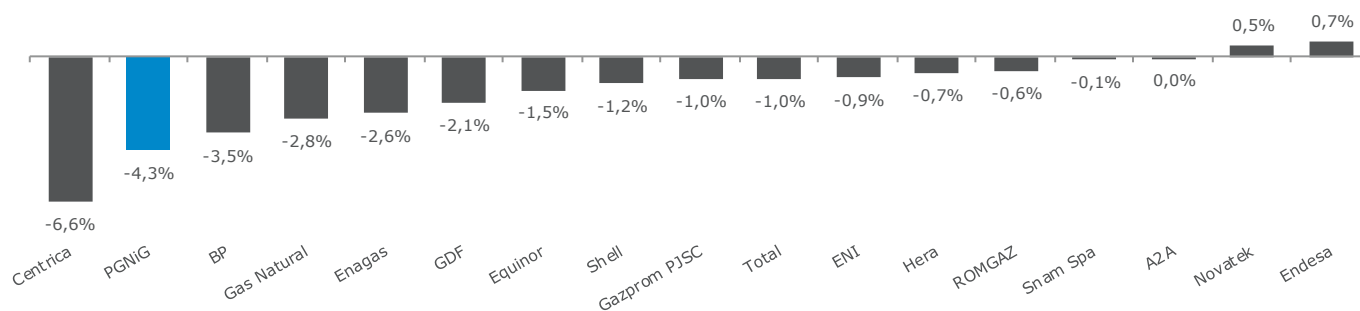
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

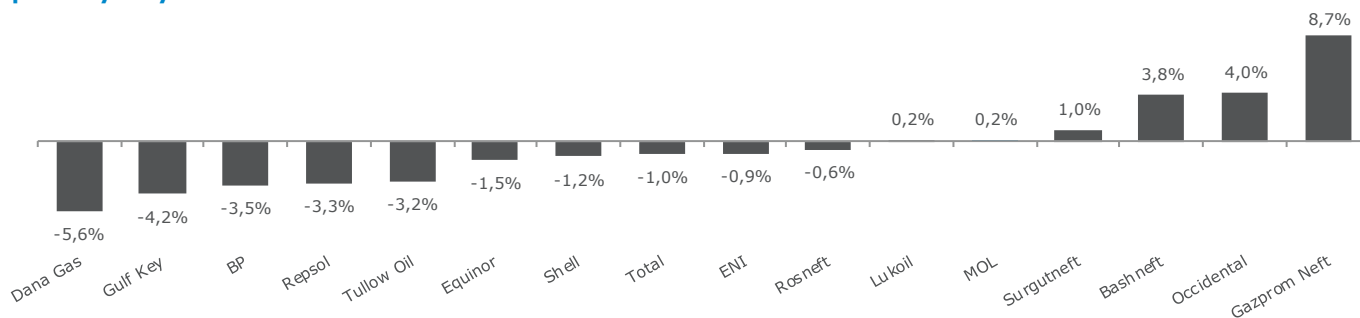
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



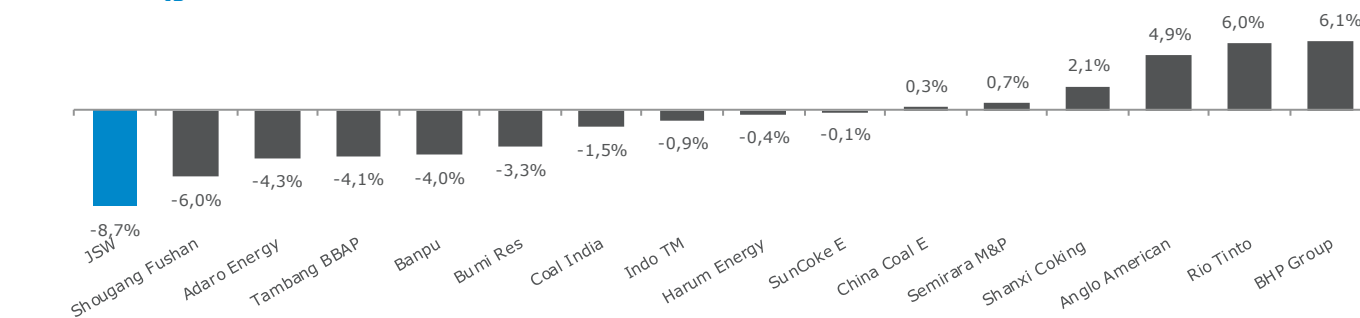
Spółki gazowe



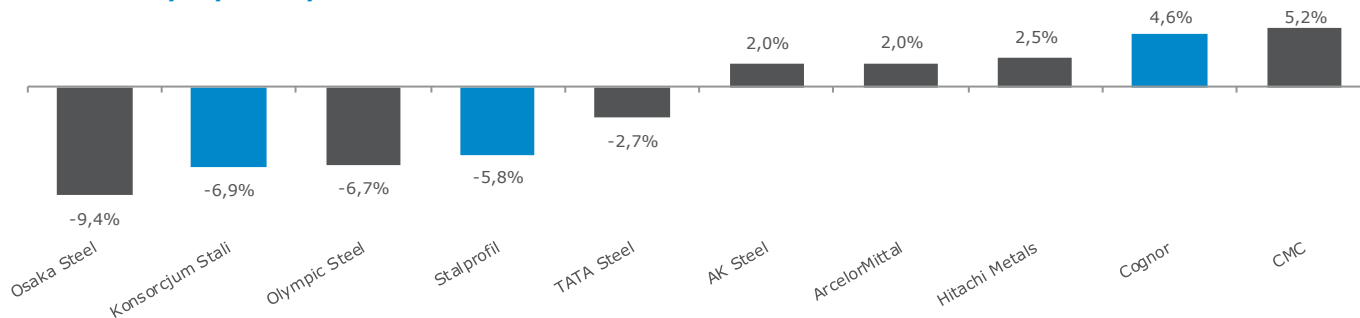
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



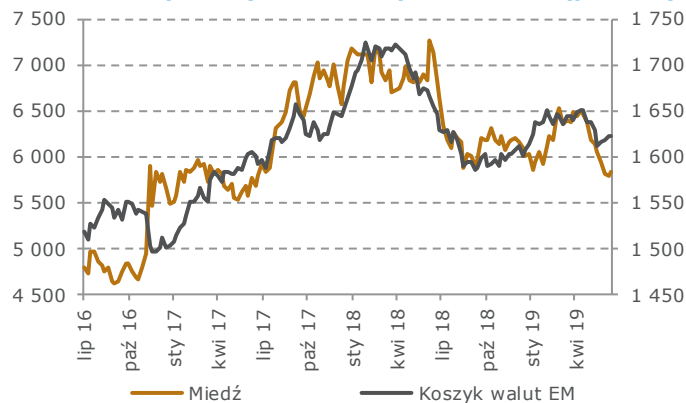
Producenci i dystrybutorzy stali



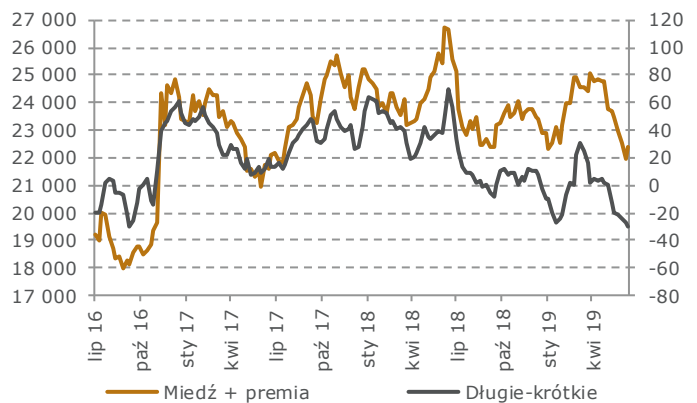
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

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



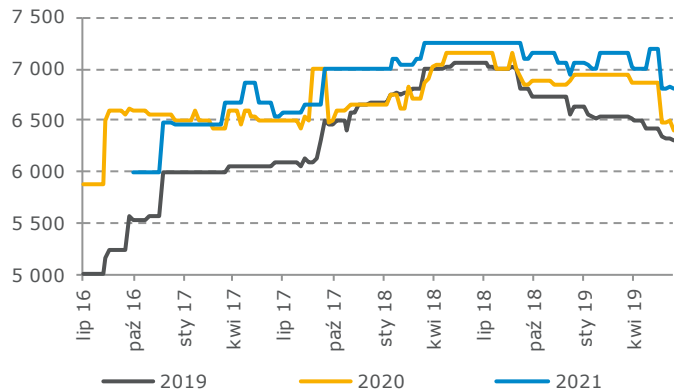
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



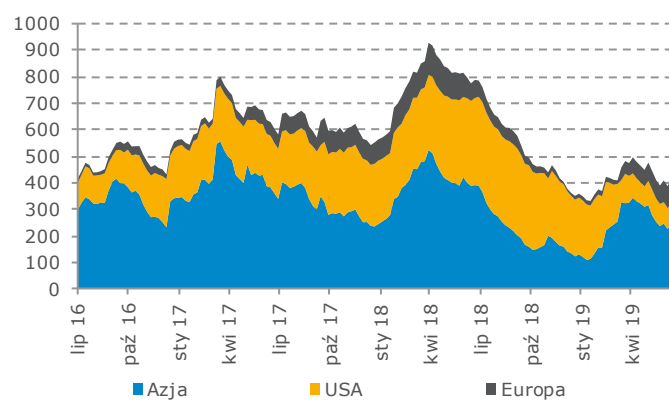
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



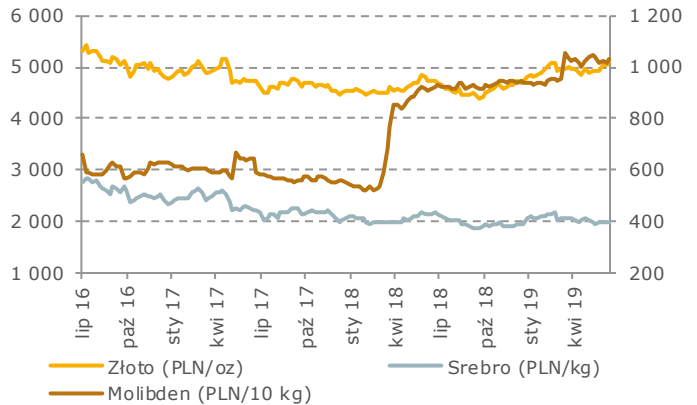
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



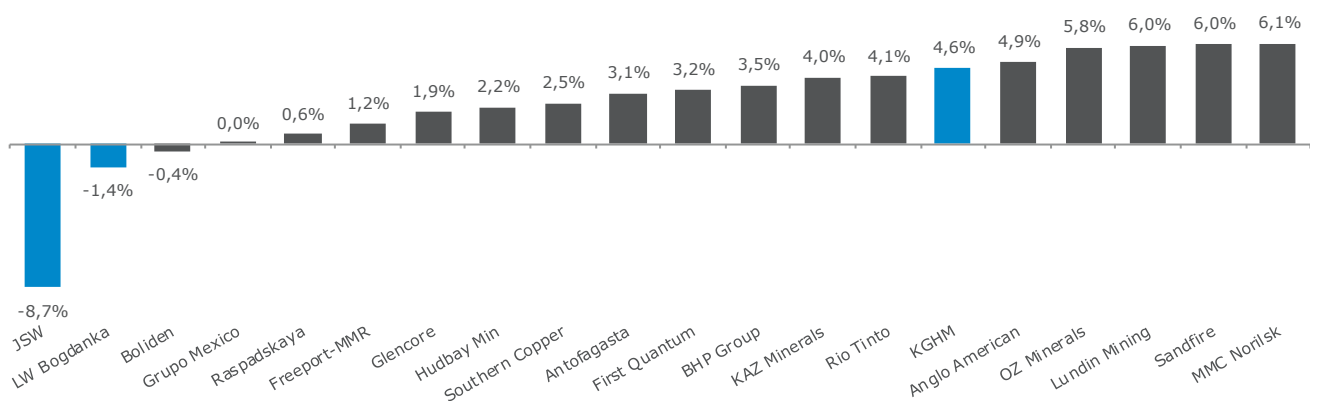
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



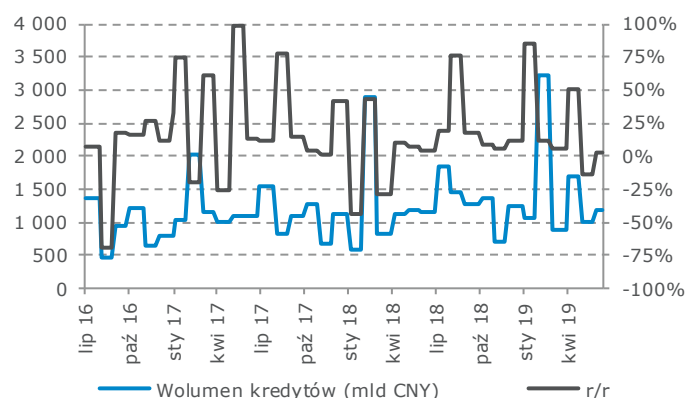
Tygodniowy performance spółek surowcowych



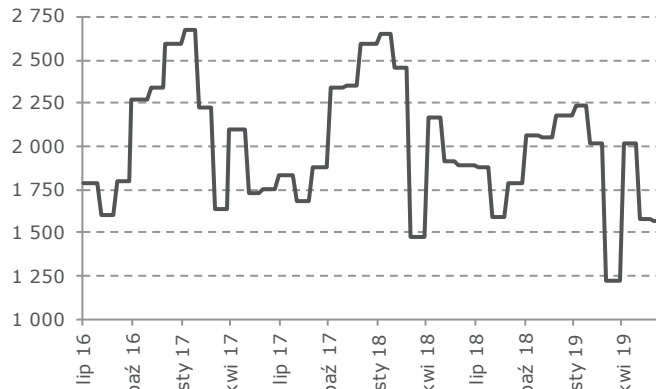
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

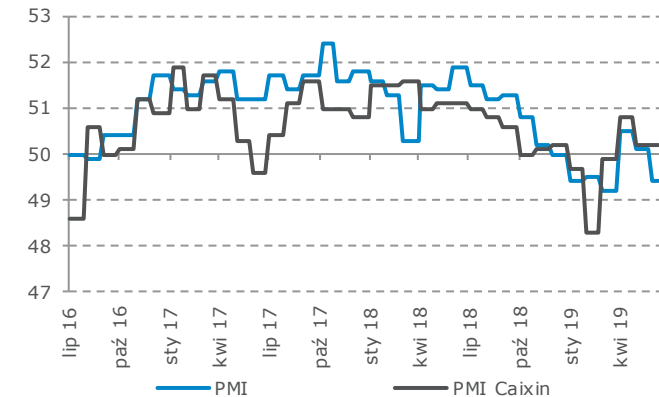
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



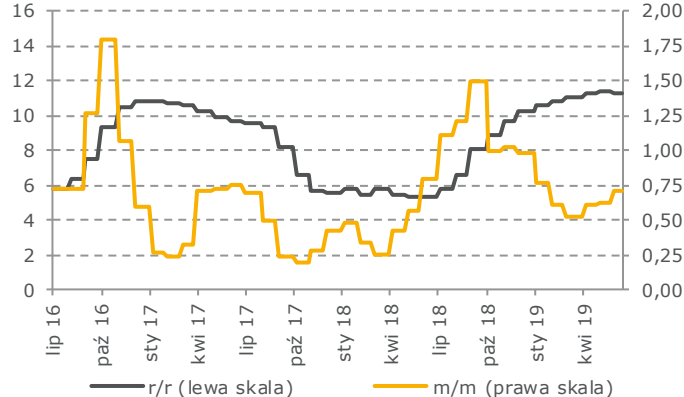
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



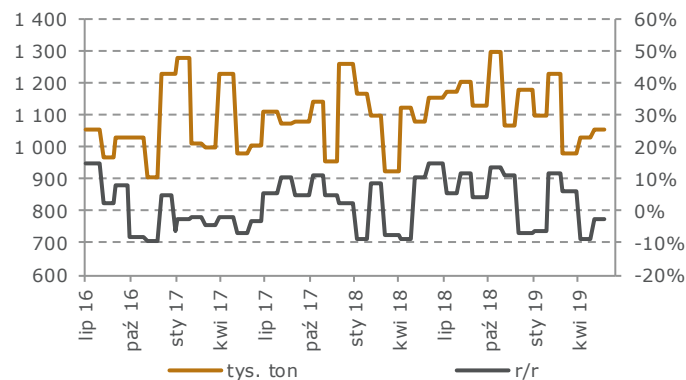
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



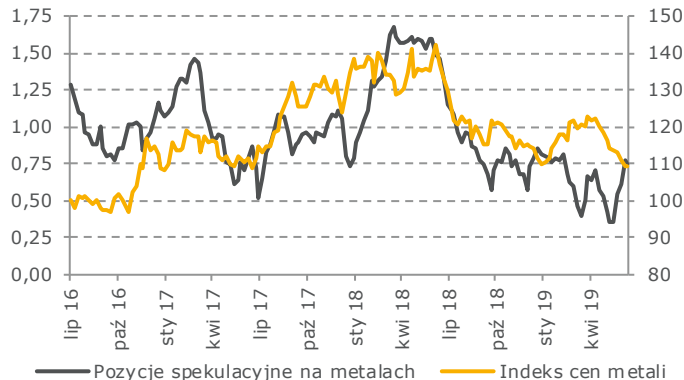
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



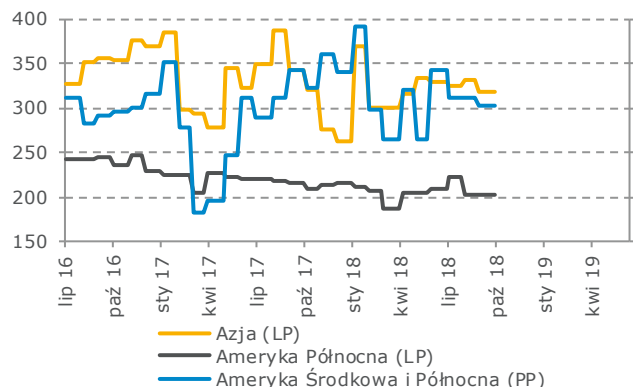
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



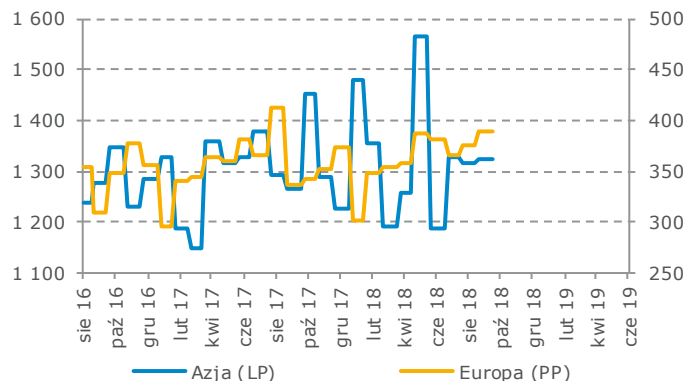
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



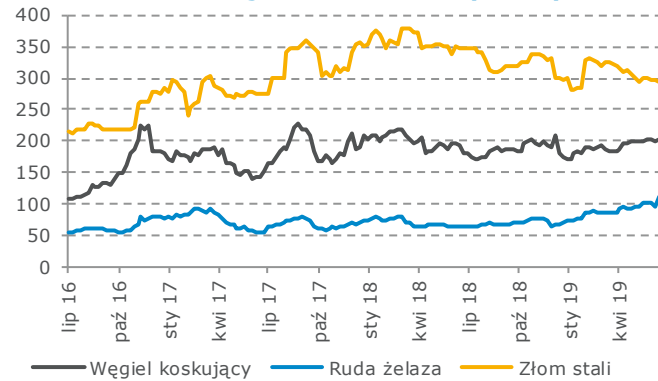
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



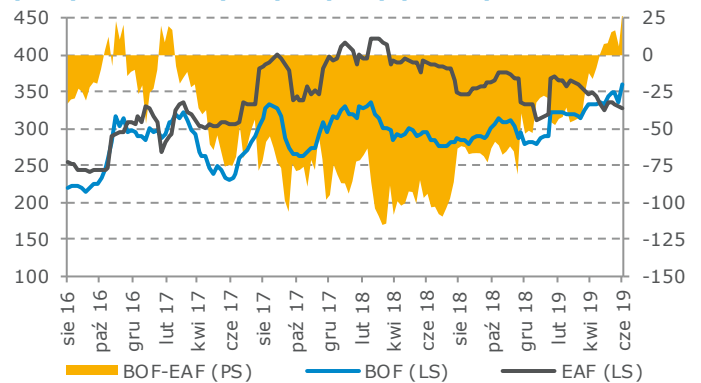
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

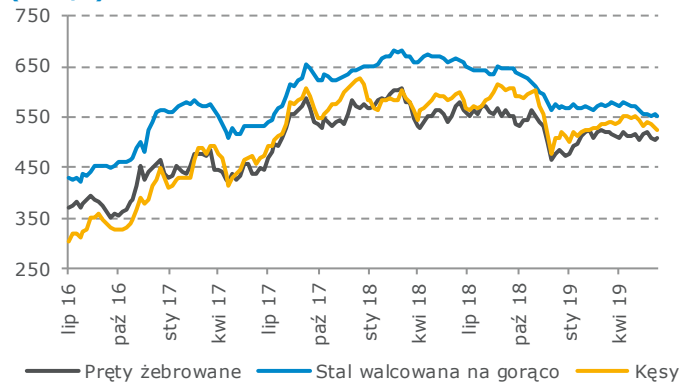
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



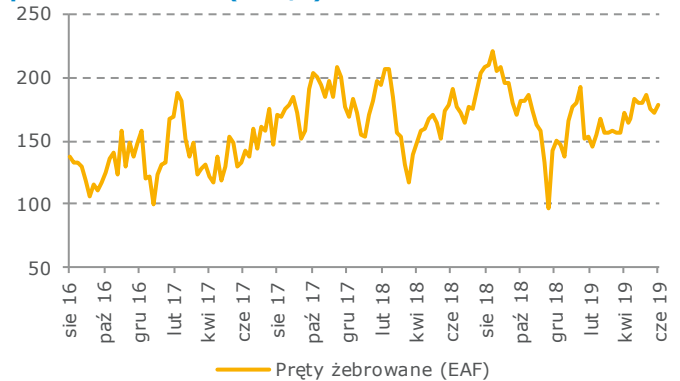
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



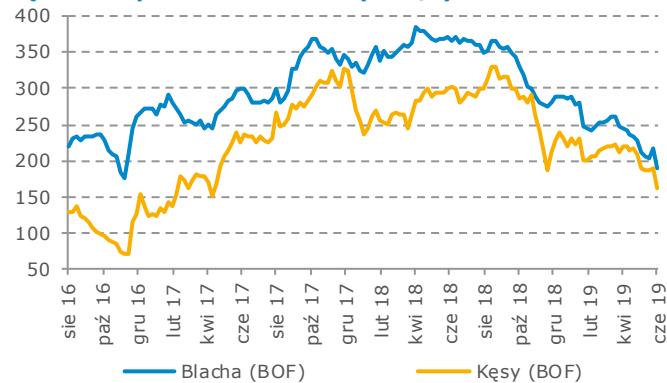
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



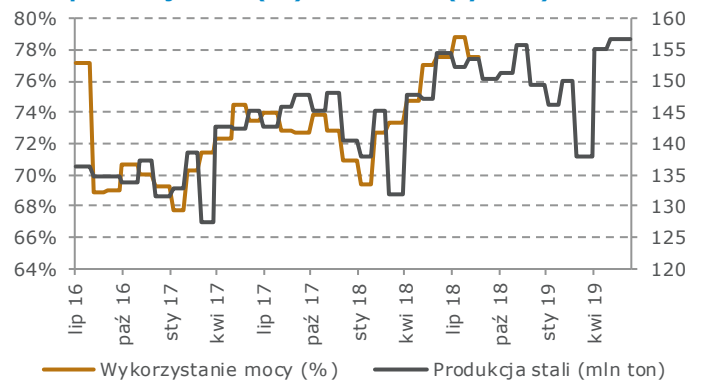
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



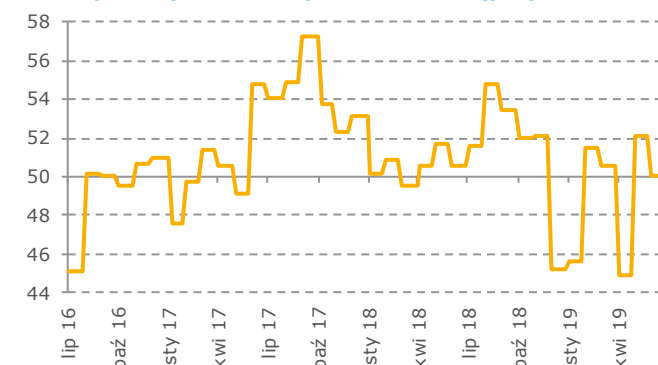
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



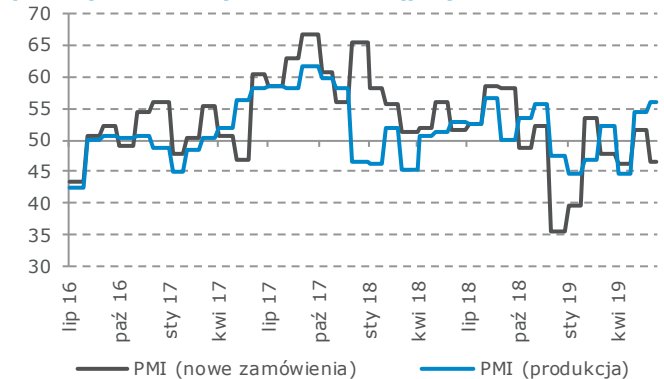
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

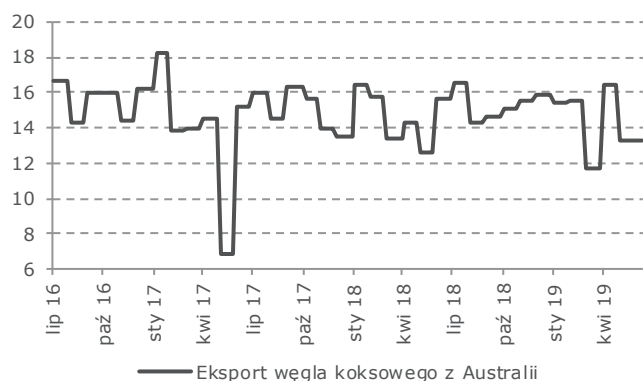


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

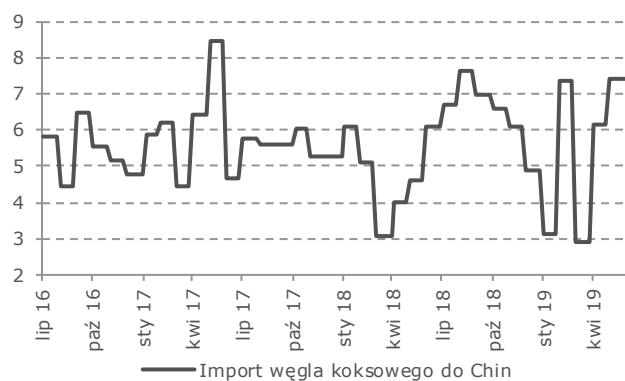


Surowce (stal)

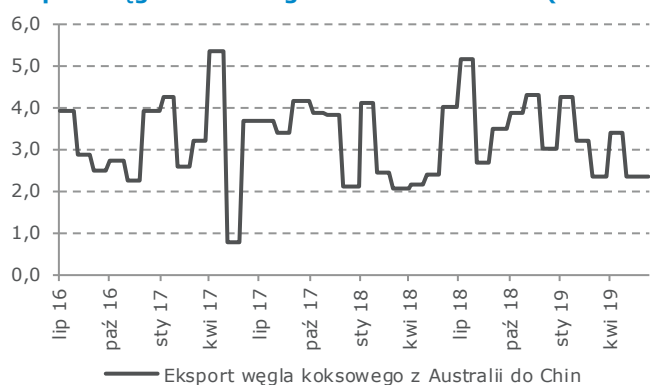
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



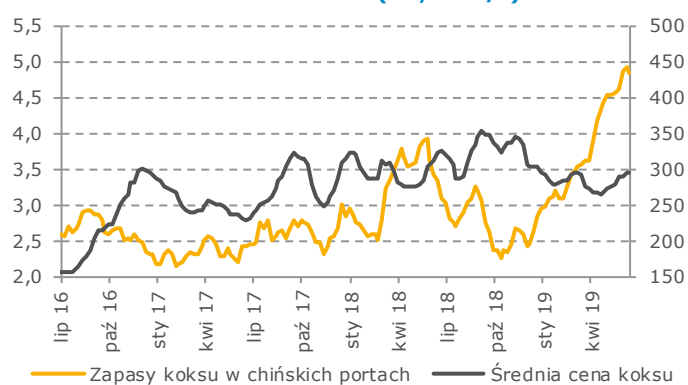
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



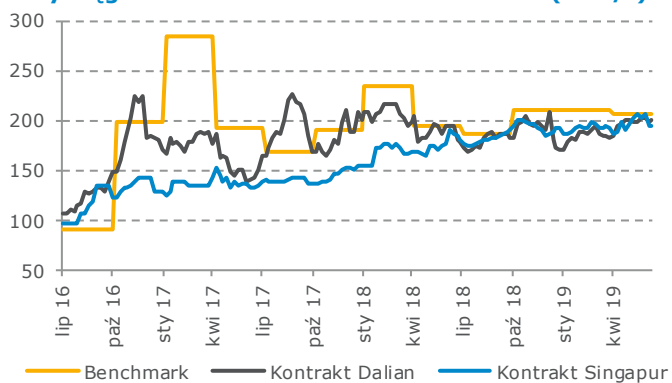
Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



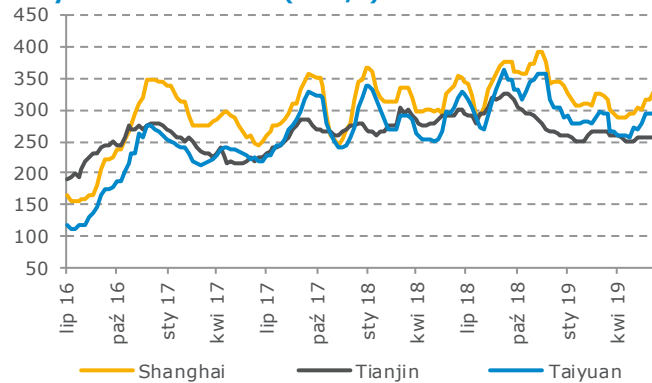
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



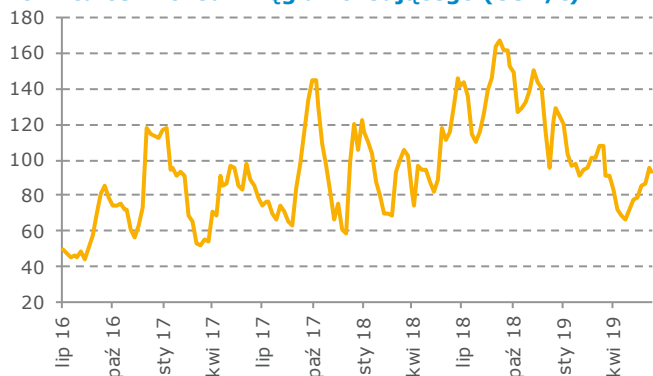
Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



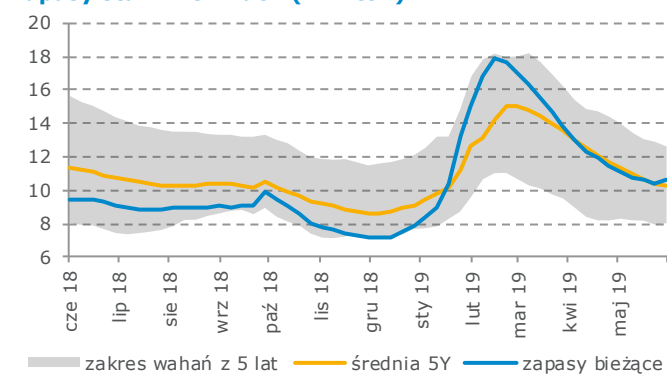
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



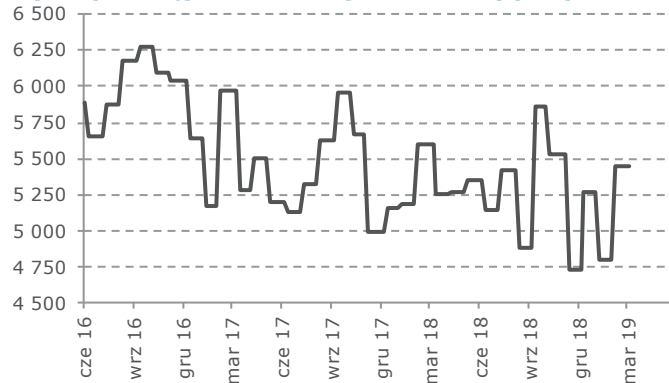
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



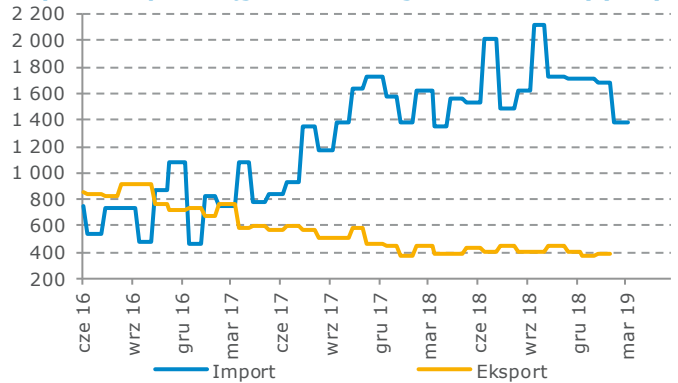
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



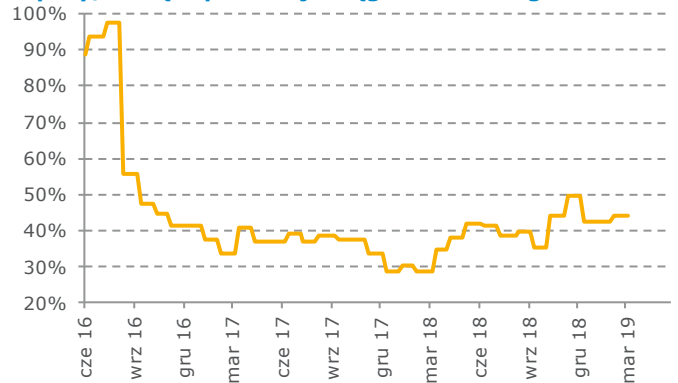
Import/eksport węgla kamiennego do/z Polski (tys. t)



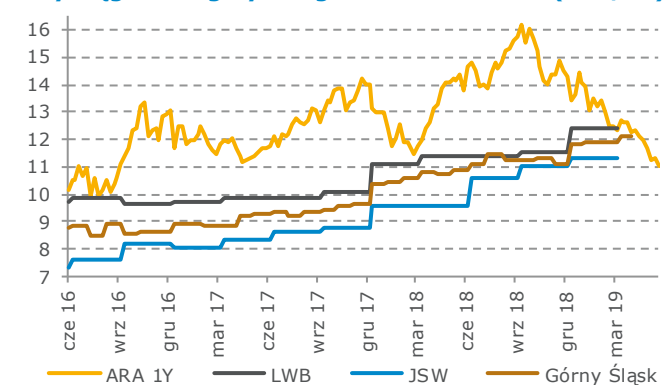
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



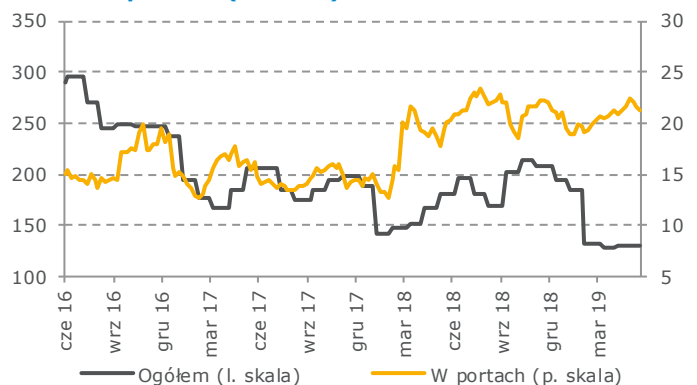
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



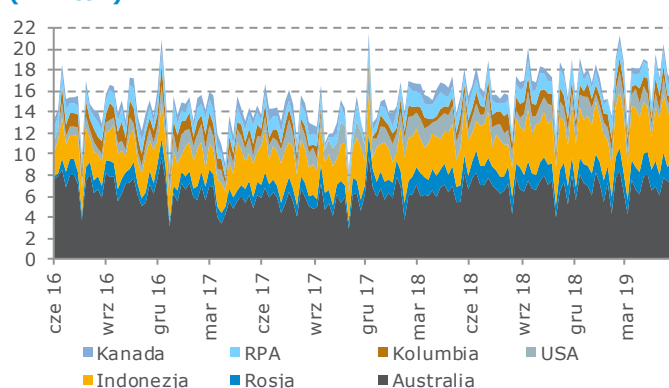
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



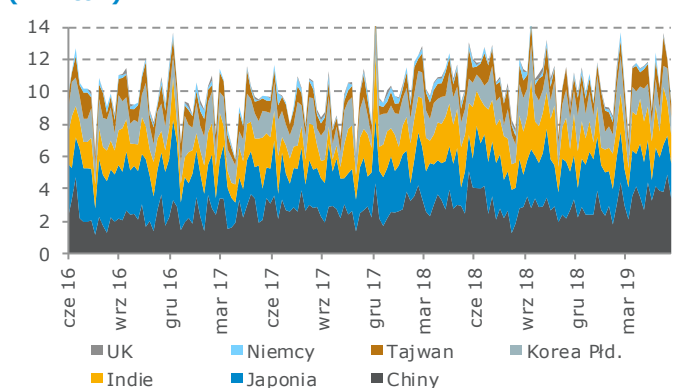
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



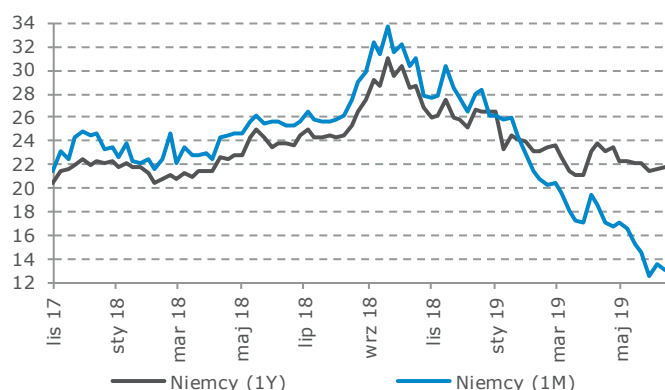
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



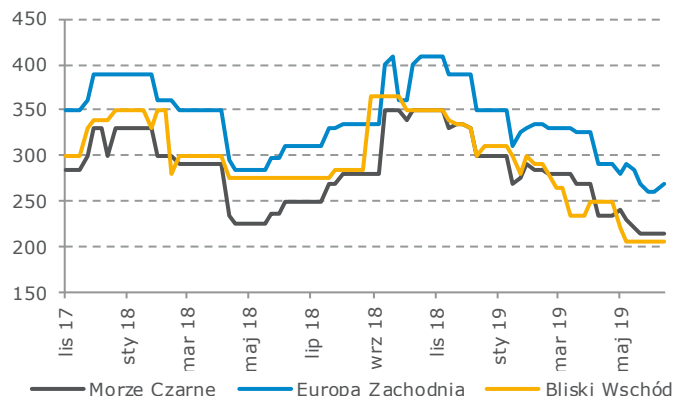
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

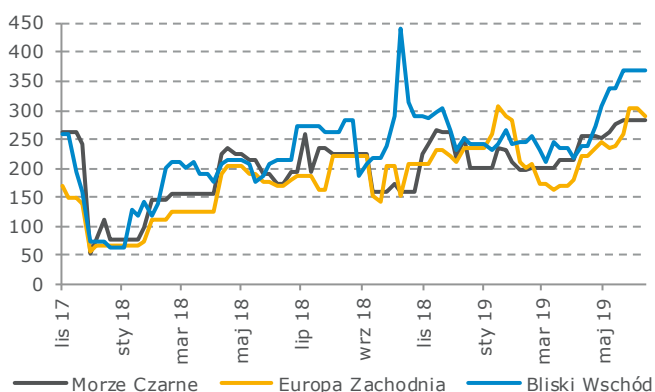
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



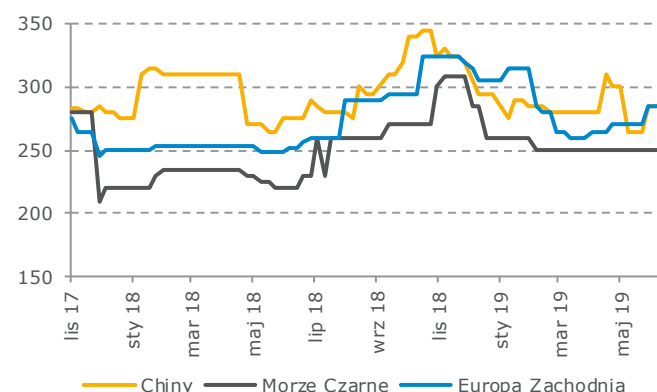
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



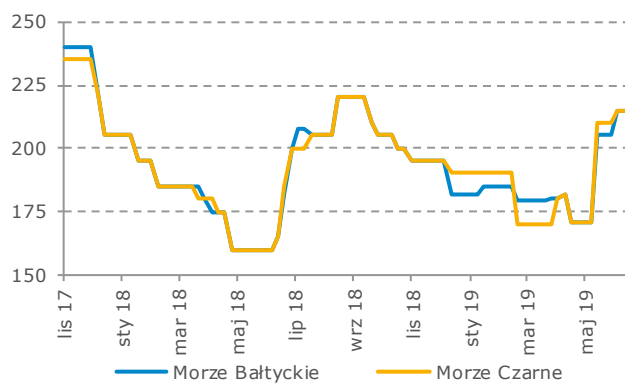
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



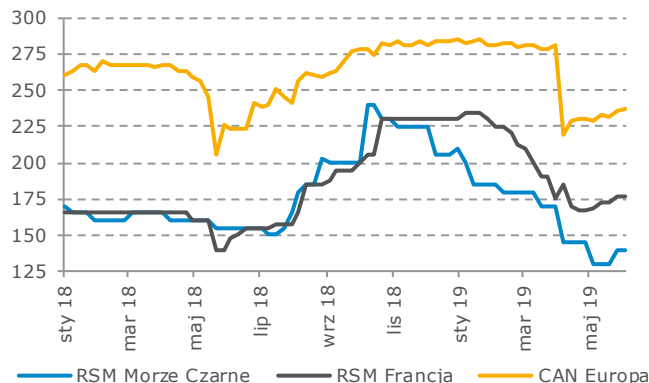
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



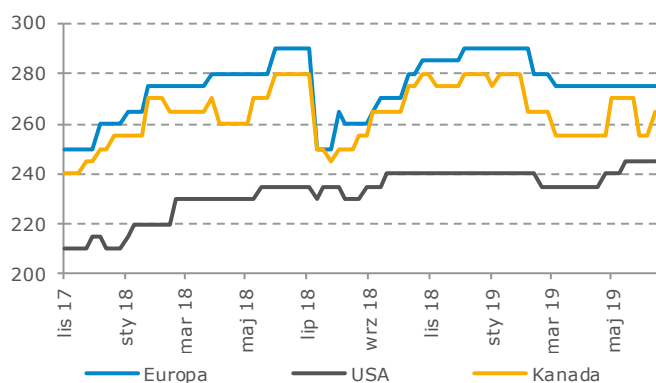
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



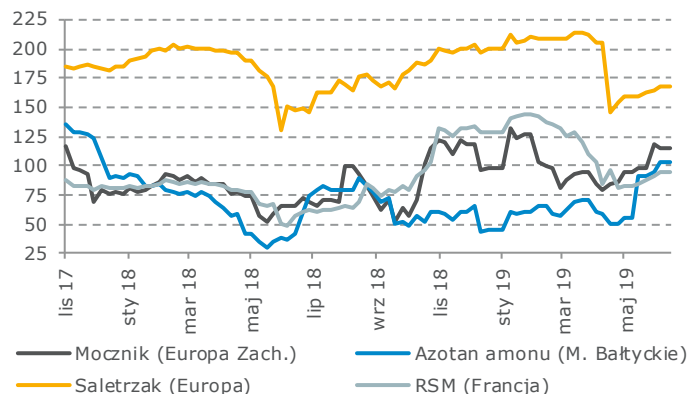
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



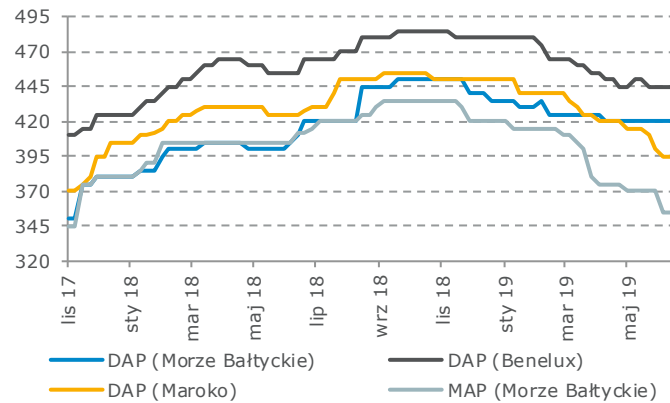
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



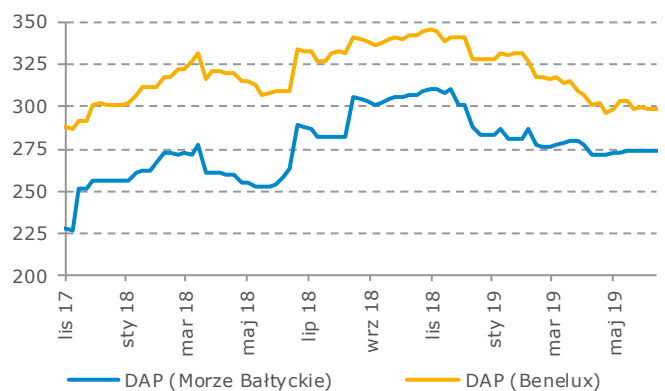
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

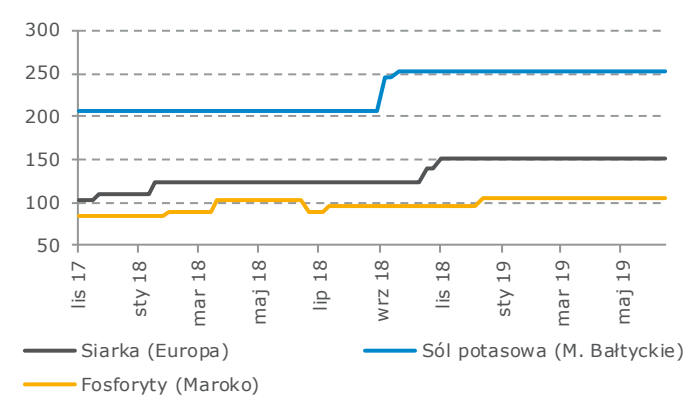
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



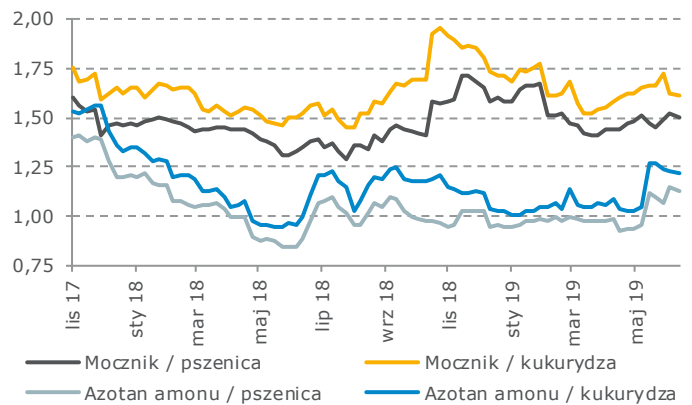
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



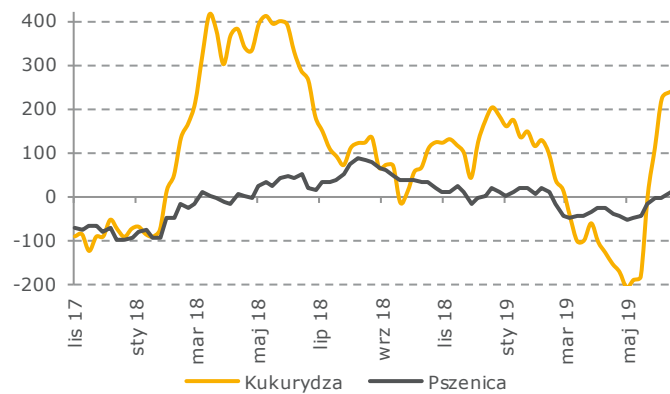
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



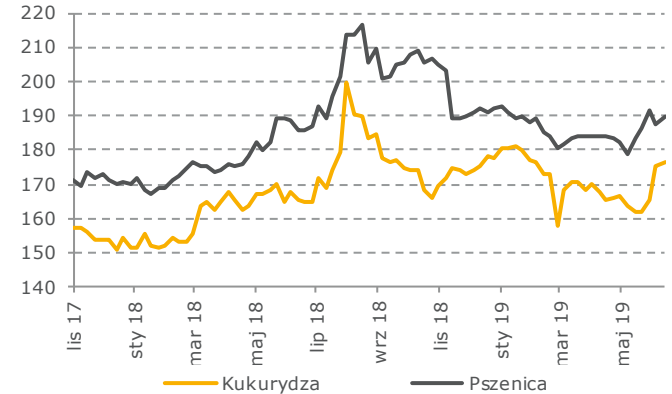
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



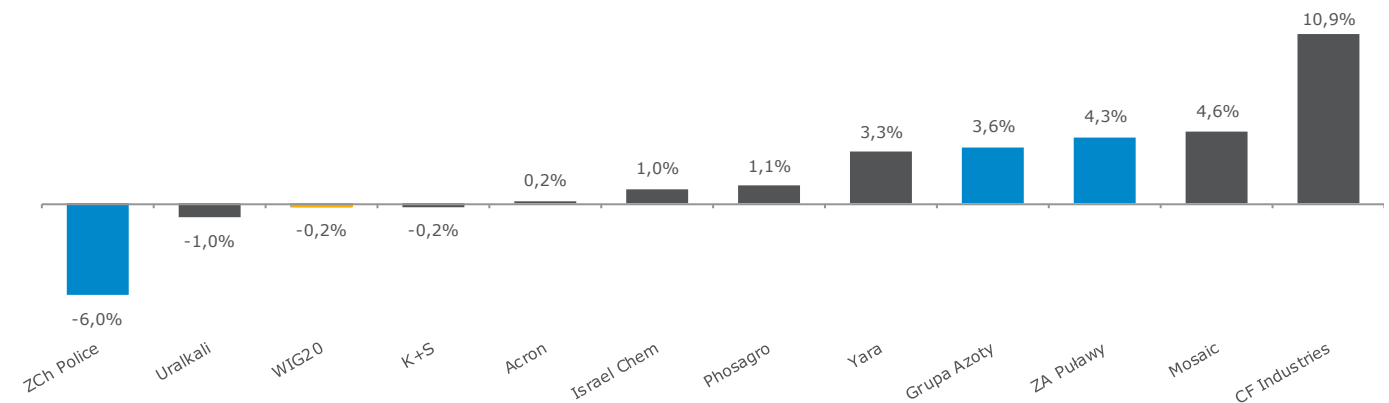
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



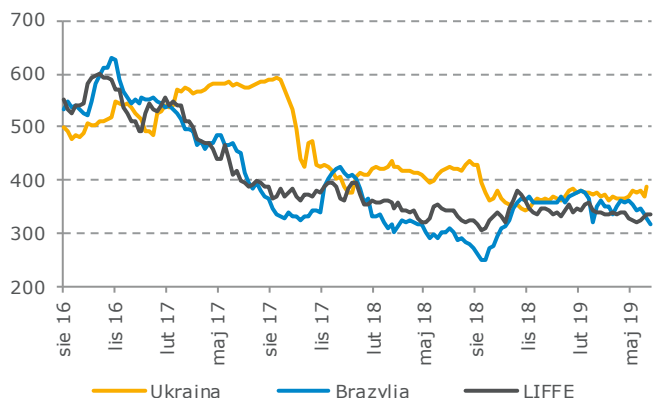
Tygodniowy performance producentów nawozów



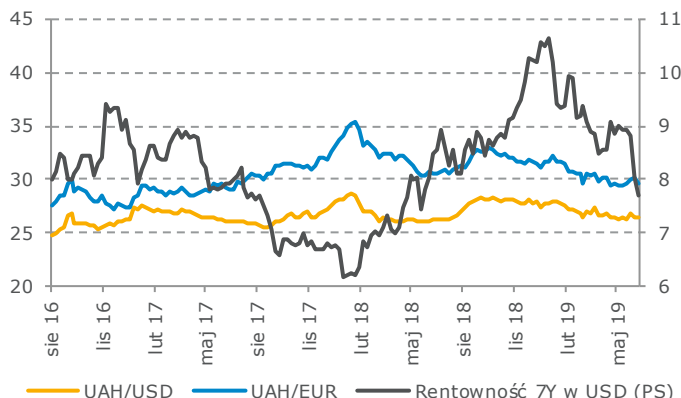
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

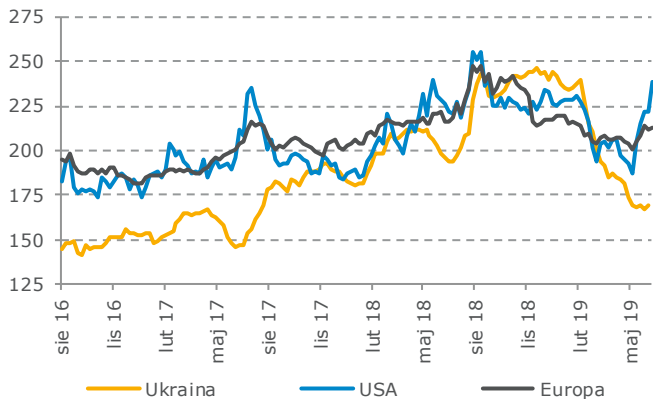
Cena cukru (USD/Mt)



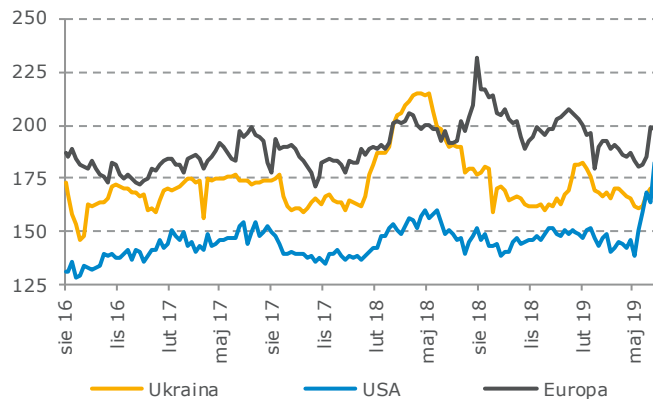
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



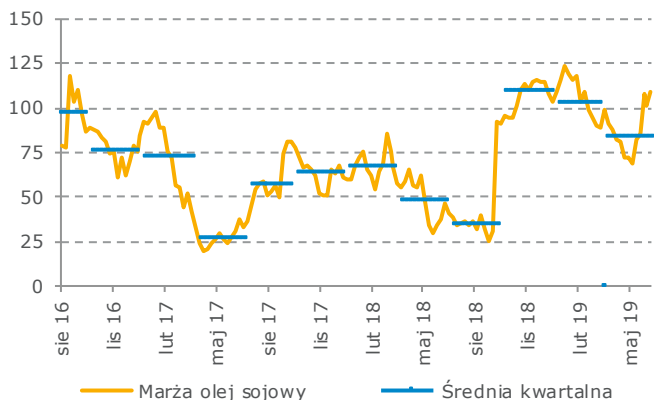
Cena pszenicy (USD/Mt)



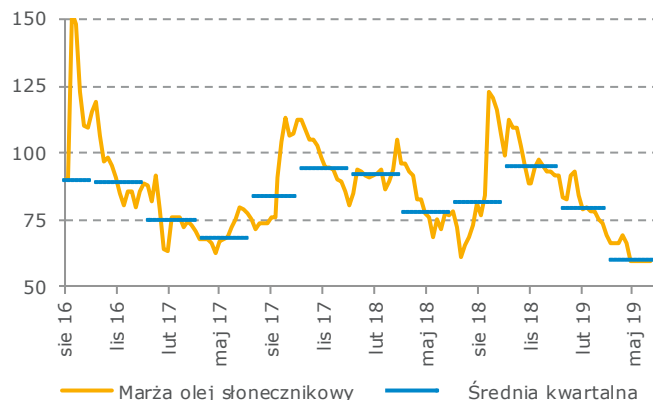
Cena kukurydzy (USD/Mt)



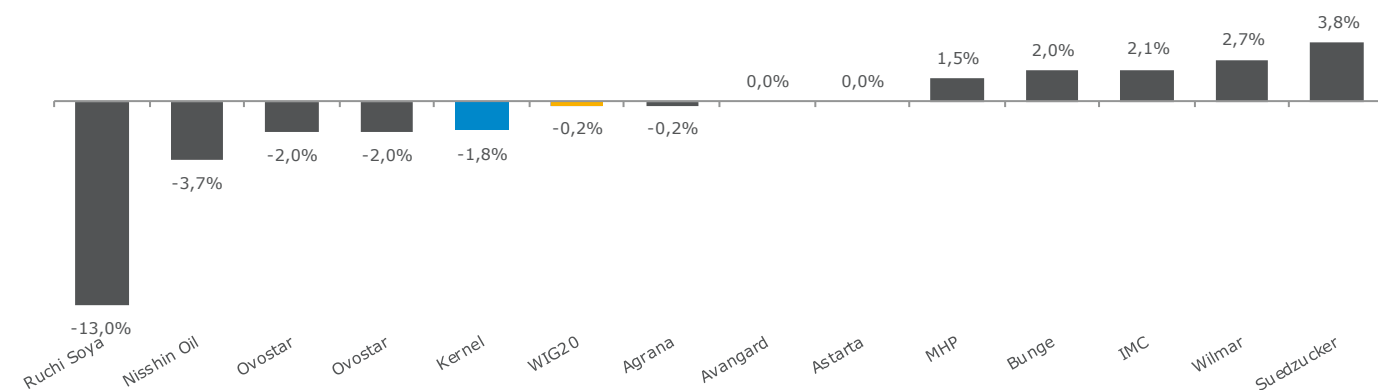
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych

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

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	83,12	6,9	5,8	4,9	0,7	0,6	0,6	13,7	12,6	11,6	9%	10%	12%	3,6%	2,2%	2,4%
MOL	3150,00	5,1	4,3	3,9	0,6	0,6	0,6	15,6	10,1	9,1	13%	14%	15%	4,5%	4,8%	5,1%
PKN Orlen	89,62	5,8	5,8	5,2	0,4	0,4	0,4	10,7	11,9	11,0	7%	7%	7%	3,9%	3,3%	3,3%
Hellenic Petroleum	8,73	6,2	5,3	5,5	0,5	0,5	0,5	10,4	7,2	7,1	8%	9%	8%	5,9%	6,1%	6,5%
HollyFrontier	40,94	5,8	5,3	5,8	0,6	0,6	0,6	9,0	7,3	8,5	11%	11%	10%	3,3%	3,4%	3,4%
Marathon Petroleum	48,71	6,9	5,4	5,5	0,6	0,6	0,6	9,8	6,0	6,2	9%	11%	11%	4,4%	4,9%	5,5%
Motor Oil	22,50	5,2	4,8	4,9	0,3	0,3	0,3	8,2	7,5	7,3	6%	7%	7%	6,0%	6,4%	6,8%
Neste Oil	29,57	10,9	10,3	9,8	1,5	1,5	1,5	17,0	15,6	14,8	14%	15%	15%	3,0%	3,3%	3,6%
OMV	41,80	3,9	3,6	3,5	0,9	0,9	0,9	8,0	7,2	6,9	24%	26%	26%	4,6%	5,2%	5,5%
Phillips 66	85,91	7,7	6,3	6,6	0,5	0,5	0,6	11,7	8,2	8,8	7%	8%	8%	4,0%	4,3%	4,7%
Saras	1,24	3,0	1,9	2,8	0,1	0,1	0,1	8,9	4,0	6,9	4%	6%	4%	6,2%	11,5%	7,4%
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	119,10	5,9	4,3	4,2	0,4	0,4	0,3	8,5	5,2	4,7	7%	8%	8%	10,1%	16,4%	18,2%
Valero Energy	76,93	6,8	5,0	5,5	0,4	0,3	0,4	11,7	7,2	8,0	6%	7%	7%	4,7%	5,1%	5,4%
Mediana		6,1	5,3	5,4	0,6	0,5	0,6	10,6	7,4	8,2	8%	9%	8%	4,5%	4,9%	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	89,62	5,8	5,8	5,2	0,4	0,4	0,4	10,7	11,9	11,0	7%	7%	7%	3,9%	3,3%	3,3%
Axiall	63,27	6,6	5,5	5,4	1,3	1,2	1,2	11,9	8,7	8,2	20%	22%	22%	1,6%	1,7%	1,8%
Braskem	33,95	5,7	5,3	5,0	1,0	0,9	0,9	13,7	9,4	7,6	17%	18%	19%	4,8%	4,3%	5,0%
Eastman Chemical	72,07	7,4	7,0	6,9	1,6	1,6	1,5	8,5	7,7	7,0	22%	23%	22%	3,4%	3,7%	4,1%
Huntsman Corp	18,60	5,6	5,1	4,9	0,8	0,8	0,7	6,9	5,8	5,3	14%	15%	15%	3,5%	3,7%	3,9%
Lotte Chemicals	248 500	4,3	3,8	3,6	0,6	0,6	0,6	6,9	5,9	5,7	14%	15%	15%	4,1%	4,6%	4,6%
LyondellBasell	85,71	6,6	5,9	5,9	1,1	1,1	1,1	8,2	7,2	7,0	17%	18%	18%	4,9%	5,2%	5,5%
Mitsubishi Chemical	731,70	7,3	6,5	6,1	0,9	0,8	0,8	6,1	6,4	5,8	12%	13%	14%	5,5%	5,5%	5,6%
Mitsui Chemicals	2578,00	6,8	6,4	6,1	0,7	0,6	0,6	6,7	7,0	6,6	10%	10%	10%	3,9%	4,1%	4,3%
Westlake Chemical	63,27	6,6	5,5	5,4	1,3	1,2	1,2	11,9	8,7	8,2	20%	22%	22%	1,6%	1,7%	1,8%
Mediana		6,6	5,7	5,4	0,9	0,9	0,9	8,3	7,4	7,0	16%	16%	17%	3,9%	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	5,33	4,5	3,7	3,4	0,9	0,8	0,7	10,6	8,2	7,6	19%	21%	20%	2,1%	3,8%	4,9%
A2A	1,51	7,0	6,5	6,3	1,3	1,2	1,2	14,3	12,5	12,6	19%	19%	19%	5,2%	5,3%	5,5%
BG Group	25,17	5,5	5,1	4,9	0,9	0,9	0,8	11,4	10,0	9,5	16%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,2%
BP	5,36	4,9	4,6	4,6	0,7	0,7	0,7	12,2	10,6	10,3	14%	15%	15%	6,0%	6,2%	6,4%
Centrica	0,89	4,1	3,9	4,0	0,3	0,3	0,3	10,4	8,3	8,0	8%	8%	8%	9,5%	9,0%	8,7%
Enagas	24,35	10,6	10,3	11,0	8,5	8,6	9,1	13,7	12,7	13,7	81%	84%	83%	6,6%	6,9%	7,0%
Endesa	23,50	8,4	8,2	8,1	1,5	1,4	1,4	16,5	16,1	15,7	18%	18%	17%	6,1%	6,2%	5,4%
Engie	12,83	5,9	5,6	5,3	0,9	0,9	0,8	12,2	11,0	10,0	15%	16%	16%	6,1%	6,5%	7,1%
Eni	13,87	3,5	3,3	3,2	0,9	0,9	0,9	11,0	9,8	9,3	24%	26%	28%	6,2%	6,3%	6,5%
Equinor	168,00	2,8	2,5	2,4	1,0	1,0	0,9	10,4	9,1	8,5	37%	39%	40%	5,4%	5,7%	6,0%
Gas Natural SDG	25,14	9,6	9,2	9,0	1,7	1,6	1,6	17,8	16,5	15,5	17%	17%	17%	5,4%	5,7%	6,0%
Gazprom	229,81	3,8	3,7	3,4	1,1	1,0	1,0	3,8	4,0	3,7	28%	28%	28%	6,3%	7,4%	9,1%
Hera	3,34	7,6	7,5	7,3	1,3	1,3	1,2	17,2	16,5	16,1	17%	17%	17%	3,1%	3,3%	3,3%
NovaTek	202,40	13,0	13,1	13,4	4,7	4,5	4,2	10,8	12,6	11,9	36%	34%	31%	2,1%	2,6%	2,9%
ROMGAZ	32,00	4,8	4,4	4,2	2,2	2,1	2,0	9,9	8,7	8,2	45%	47%	47%	8,7%	9,8%	10,7%
Shell	28,14	5,6	5,2	4,9	0,9	0,9	0,8	11,4	10,0	9,5	16%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,2%
Snam	4,70	12,6	12,3	12,0	10,2	10,0	9,7	15,0	14,6	14,1	81%	81%	81%	5,1%	5,3%	5,6%
Total	47,15	4,8	4,5	4,4	0,8	0,9	0,8	9,9	8,8	8,6	18%	19%	19%	5,6%	5,8%	5,9%
Mediana		5,6	5,1	4,9	1,1	1,0	1,0	11,4	10,3	9,8	18%	19%	19%	6,0%	6,0%	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	3150,00	4,9	4,5	4,6	0,7	0,7	0,6	8,4	7,3	7,5	14%	15%	14%	4,1%	4,3%	4,8%
Bashneft	2075,00	2,1	1,9	1,8	0,5	0,5	0,5	3,2	3,1	2,6	24%	26%	25%	13,8%	10,8%	11,7%
BP	5,36	4,9	4,6	4,6	0,7	0,7	0,7	12,2	10,6	10,3	14%	15%	15%	6,0%	6,2%	6,4%
Dana Gas	0,93	7,7	7,4	5,5	4,5	4,4	4,2	28,0	20,1	11,4	58%	58%	76%	6,2%	6,2%	5,9%
Eni	13,87	3,5	3,3	3,2	0,9	0,9	0,9	11,0	9,8	9,3	24%	26%	28%	6,2%	6,3%	6,5%
Equinor	168,00	2,8	2,5	2,4	1,0	1,0	0,9	10,4	9,1	8,5	37%	39%	40%	5,4%	5,7%	6,0%
Gazprom Neft	400,10	4,1	4,3	4,0	1,0	1,0	0,9	4,6	5,0	4,8	24%	22%	23%	8,1%	8,2%	8,6%
Gulf Keystone	2,16	2,8	1,6	1,3	1,7	1,1	0,9	9,2	4,0	2,5	61%	68%	71%	-	-	13,7%
Lukoil	5190,00	3,6	3,5	3,4	0,5	0,5	0,5	6,1	5,8	5,6	15%	15%	16%	5,0%	5,4%	5,9%
Occidental Petroleum	49,81	5,5	4,7	4,4	2,6	2,0	2,2	13,0	13,1	13,2	47%	43%	49%	6,3%	6,4%	6,4%
Repsol	13,64	4,4	3,9	3,9	0,7	0,6	0,6	8,1	7,0	7,3	15%	17%	16%	7,1%	7,4%	7,5%
Rosneft Oil	408,10	3,9	3,6	3,4	0,9	0,9	0,9	6,0	4,9	4,5	24%	25%	26%	7,2%	9,3%	10,7%
Shell	28,14	5,6	5,2	4,9	0,9	0,9	0,8	11,4	10,0	9,5	16%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,2%
Surgutneftegas	41,25	-	-	-	-	-	-	5,4	4,2	4,4	-	-	-	9,4%	6,5%	6,1%
Total	47,15	4,8	4,5	4,4	0,8	0,9	0,8	9,9	8,8	8,6	18%	19%	19%	5,6%	5,8%	5,9%
Tullow Oil	1,99	4,5	4,6	4,7	3,4	3,3	3,5	9,9	9,8	9,8	76%	72%	74%	2,9%	3,0%	3,4%
Mediana		4,4	4,3	4,0	0,9	0,9	0,9	9,5	8,1	8,0	24%	25%	25%	6,2%	6,2%	6,3%

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	44,52	1,2	2,0	2,6	0,3	0,3	0,4	5,0	13,1	30,7	23%	17%	15%	3,8%	4,0%	3,8%
KGHM	99,80	4,8	4,7	4,2	1,1	1,0	0,9	8,8	9,4	8,6	23%	22%	23%	0,0%	1,5%	3,2%
LW Bogdanka*	35,20	1,6	1,6	1,6	0,5	0,5	0,5	5,7	6,2	6,0	33%	32%	31%	4,5%	5,9%	5,4%
Anglo American	21,09	4,3	4,6	4,8	1,5	1,5	1,5	9,0	9,9	10,6	35%	33%	31%	4,8%	4,4%	4,3%
Antofagasta	8,60	5,1	5,0	4,5	2,5	2,5	2,4	15,4	15,2	12,9	50%	51%	53%	3,1%	3,1%	4,0%
BHP Group	19,17	6,2	5,8	6,4	3,3	3,2	3,3	12,6	11,1	12,8	53%	55%	53%	8,7%	6,4%	5,8%
Freeport-McMoRan	10,74	9,0	6,6	4,2	2,1	2,0	1,6	27,5	12,1	5,8	23%	30%	39%	1,9%	3,3%	4,1%
Glencore	2,70	5,3	4,8	4,7	0,4	0,4	0,3	9,7	8,4	7,6	7%	7%	7%	6,0%	6,7%	7,2%
Grupo Mexico	50,46	5,4	5,0	4,6	2,5	2,4	2,2	10,3	9,3	8,8	47%	47%	48%	5,1%	6,0%	7,5%
Kazakhmys	5,60	4,4	4,2	4,1	2,4	2,3	2,2	6,3	5,9	5,5	54%	54%	54%	1,4%	1,7%	2,2%
Rio Tinto	47,73	5,1	5,5	5,9	2,5	2,6	2,7	9,5	10,5	11,9	49%	47%	46%	6,7%	5,7%	5,2%
Southern CC	37,26	9,1	8,4	8,1	4,6	4,4	4,2	16,3	14,7	14,2	51%	52%	51%	3,7%	4,3%	4,2%
Mediana		5,1	4,9	4,6	2,2	2,1	1,9	9,6	10,2	9,7	41%	40%	42%	4,2%	4,4%	4,3%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	335,00	9,2	8,7	8,5	1,4	1,3	1,3	13,3	12,4	12,0	15%	15%	15%	7,2%	6,0%	6,8%
Alcoa	21,65	3,2	3,1	3,1	0,6	0,6	0,6	27,2	9,0	8,7	19%	19%	19%	-	0,2%	0,4%
Constellium	9,15	6,1	5,4	5,0	0,5	0,5	0,5	9,3	6,6	5,4	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	95,85	8,1	7,7	7,5	1,1	1,1	1,0	13,6	12,5	11,7	14%	14%	14%	2,5%	2,6%	2,7%
Norsk Hydro	30,50	6,0	4,3	4,0	0,5	0,5	0,5	19,5	10,0	8,8	9%	11%	12%	4,1%	4,6%	5,1%
Rusal	3,04	8,6	7,5	7,0	1,4	1,3	1,3	3,5	3,1	3,0	16%	18%	18%	14,2%	6,2%	7,5%
Mediana		7,1	6,4	6,0	0,9	0,8	0,8	13,5	9,5	8,8	15%	15%	15%	5,6%	4,6%	5,1%

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	41,50	5,1	7,3	8,4	0,6	0,7	0,8	8,7	16,4	16,7	12%	9%	9%	0,0%	0,0%	1,8%
ZA Police*	12,60	3,8	3,4	3,4	0,9	0,8	0,8	1,1	1,0	1,0	23%	24%	24%	66,0%	71,4%	79,4%
Acron	4538,00	7,7	7,4	7,0	2,6	2,4	2,2	9,2	8,7	7,9	33%	32%	32%	7,4%	7,6%	8,7%
CF Industries	46,53	10,5	9,2	8,8	3,7	3,5	3,5	24,3	17,6	15,2	35%	38%	39%	2,6%	2,6%	2,6%
Israel Chemicals	18,65	7,8	7,4	7,2	1,6	1,6	1,5	13,2	12,0	11,6	21%	21%	21%	3,1%	4,1%	4,2%
K+S	15,76	7,7	6,8	6,2	1,5	1,4	1,4	13,1	10,1	8,5	19%	21%	22%	2,7%	3,8%	4,4%
Phosagro	2426,00	5,9	5,5	5,3	1,8	1,8	1,6	9,1	9,4	6,8	31%	32%	31%	6,3%	6,0%	9,3%
The Mosaic Company	23,28	6,7	5,9	5,5	1,4	1,3	1,3	13,5	9,9	8,3	21%	23%	24%	0,8%	0,9%	1,2%
Yara International	406,00	8,2	7,1	6,7	1,3	1,2	1,2	15,3	11,8	11,0	15%	17%	17%	2,4%	3,4%	3,8%
Mediana		7,7	7,1	6,7	1,5	1,4	1,4	13,1	10,1	8,5	21%	23%	24%	2,7%	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*	24,00	5,3	4,4	3,5	1,1	0,9	0,9	11,4	4,3	3,7	20%	22%	25%	-	-	-
Kemel	47,90	5,7	4,9	4,0	0,5	0,4	0,4	5,6	5,5	4,5	10%	9%	9%	1,9%	7,5%	9,7%
Agrana Beteiligungs	18,88	10,4	8,5	6,5	0,6	0,6	0,6	46,0	21,4	13,3	6%	7%	9%	5,3%	5,0%	5,6%
Bunge Limited	57,51	10,1	9,2	8,7	0,3	0,3	0,3	20,2	14,7	12,8	3%	4%	4%	3,5%	3,8%	4,2%
Cosan	46,10	5,0	4,5	4,4	0,4	0,4	0,4	11,4	9,8	10,3	8%	9%	8%	1,0%	5,2%	4,1%
MHP	10,20	4,6	4,0	3,9	1,3	1,3	1,2	5,6	4,5	5,2	29%	32%	31%	7,4%	7,4%	7,4%
Nisshin Oillio	3130,00	7,5	-	-	0,4	0,4	0,4	11,8	14,2	13,4	6%	-	-	2,6%	-	-
Suedzucker	14,38	-	12,4	6,7	0,7	0,7	0,7	-	-	13,5	-	6%	10%	1,4%	1,4%	2,2%
Wilmar Int.	3,45	13,2	12,4	12,0	0,7	0,7	0,6	12,6	11,6	11,0	6%	6%	5%	3,2%	3,4%	3,6%
Mediana		6,6	6,7	5,5	0,6	0,6	0,6	11,6	10,7	11,0	7%	8%	9%	2,9%	5,0%	4,2%

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**S** – przychody ze sprzedaży**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**DY** – stopa dywidendy

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

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

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

Investowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszej publikacji.

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

Dom Maklerski mBanku udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

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