

wtorek, 25 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

Na rynku niemieckim ceny energii w kontrakcie rocznym wzrosły w okolice 49 EUR/MWh w ślad za droższymi uprawnieniami do emisji CO₂ (ponad 26 EUR/t) i ponownym odbiciem na cenach węgla. W Polsce standardowo reakcja na cenach jest nieco opóźniona i kontrakt na 2019 wzrósł póki co o 1 PLN/MWh do 273 PLN/MWh. W efekcie marża zintegrowanej pionowo elektrowni węglowej spadła w relacji do poprzedniego tygodnia o 4 PLN/MWh. Sentyment do sektora użyteczności publicznej, zarówno w USA jak i Europie jest wciąż pozytywny, co przekłada się na kontynuację wzrostów na branżowych indeksach. Odchylenie WIG-Energia od tych benchmarków wynosi YTD już ponad 27%.

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne utrzymywały się w ubiegłym tygodniu w okolicach 5 USD/Bbl, ale w ostatnich dniach wzrosły o 1 USD/Bbl z uwagi na odbicie marż benzynowych, co można bezpośrednio wiązać z pożarem dużej rafinerii w Filadelfii. Pozytywną informacją dla sektora jest również wzrost dyferencjału Ural/Brent do 2,4 USD/Bbl i zmniejszenie spreadu Brent/WTI do 7 USD/Bbl. Marże petrochemiczne kontynuują normalizację w związku ze wzrostem cen ropy. Kolejną falę spadkową zaliczyły notowania spotowe gazu w Europie, a kontrakt miesięczny jest już kwotowany blisko 10 EUR/MWh (1Y FWD na 18,5 EUR/MWh).

Rynek metali

W ubiegłym tygodniu inwestorzy zamykali krótkie pozycje na miedzi (netto spadek z -30,5 tys. sztuk do -24 tys. sztuk) w reakcji na informacje o możliwych dodatkowych negocjacjach handlowych między USA, a Chinami. W efekcie ceny surowca odbiły do około 6000 USD/t. Aby domknąć korelację koszyka walut rynków wschodzących (EM) i cen miedzi, te ostatnie musiałyby obecnie wzrosnąć do poziomu około 6500 USD/t (patrz stora 8). Wyższe ceny miedzi i rosnące ceny srebra i złota pozytywnie wpływają na wycenę KGHM.

Rynek agro

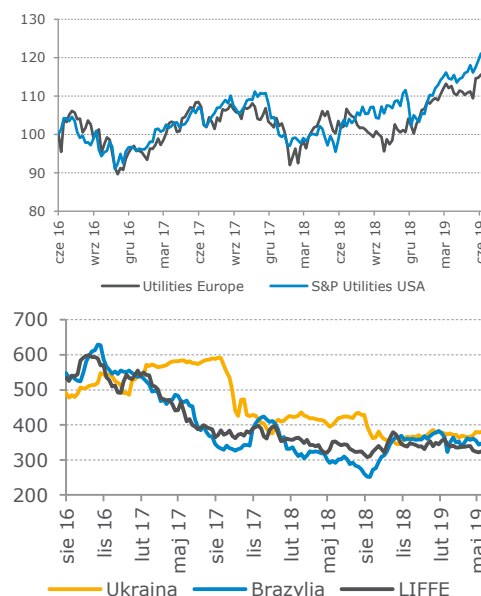
Ceny pszenicy i kukurydzy w USA wyraźnie odbiły. Na dobrym zachowaniu surowców korzystają ich producenci m.in. Astarta i Kernel.

Kolejny tydzień spadku cen gazu ziemnego sprzyja europejskim producentom nawozów. Beneficjentem takiego otoczenia jest m.in. Grupa Azoty.

Rynek stali

Według ostatnich odczytów producenci stali oparli o elektryczne topienie złomu (EAF) są już o około 50 USD/t bardziej konkurencyjni niż tradycyjni wielkopiecownicy (BOF). Sytuacja ta jest korzystna dla Befesa i Cognor.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
LW Bogdanka	-4,8%	-35%
Tupras	-4,8%	+9%
Grupa Azoty	-3,5%	+28%
Kęty	-2,2%	-0%
Tarczyński	-2,2%	-19%
Orzeł Biały	-1,9%	-3%
MOL	-1,5%	+5%
Kernel	-1,4%	-2%
JSW	-0,9%	-34%
Astarta	-0,4%	+4%
Impexmetal	+0,5%	+35%
PCC Rokita	+0,5%	-1%
Ciech	+0,6%	-3%
OMV	+0,7%	+14%
CEZ	+0,7%	+2%
PKN Orlen	+1,0%	-16%
ZA Puławy	+1,0%	+55%
Energa	+1,0%	-18%
Boryszew	+1,1%	-14%
PGNiG	+1,9%	-21%
PGE	+2,1%	-10%
Kruszwica	+2,5%	+14%
ZE PAK	+2,6%	-6%
ZCh Police	+4,0%	-3%
Enea	+4,2%	-14%
KGHM	+4,3%	+17%
Lotos	+4,9%	-1%
Tauron	+5,9%	-28%
IMC	+15,0%	+29%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+1,9%	+4%
Chemia	-1,5%	+12%
Energa	+2,5%	-13%
Paliwa	+1,8%	-15%
Spożywczy	-2,2%	-4%
Surowce	+3,3%	+4%
Ukraina	+0,8%	+2%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+2,5%	+26%
Oil & Gas E&P	+4,0%	+11%
Refining EU	+4,0%	+3%
Refining US	+5,2%	-0%
Agri & Food	+0,1%	+27%
Kauczuki	+3,2%	+7%
Nawozy	+1,0%	+5%
Chemicals EU	+4,3%	+18%
Industrials EU	+2,4%	+23%
Petchem World	+2,8%	+3%
Utilities EU	+1,2%	+18%
Utilities US	+1,5%	+17%

Hossa na sektorze utilities

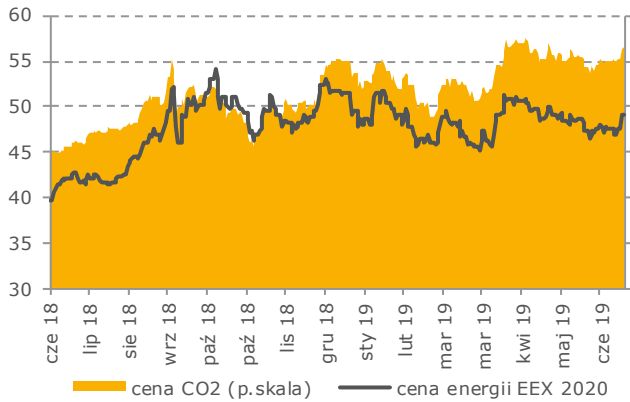
Indeksy spółek użyteczności publicznej, zarówno w Europie jak i USA wzrosły już YTD o ponad 15%, co wpisuje się w pozytywny sentyment do sektora, szczególnie w kontekście perspektywy obniżek stóp procentowych. Poprawia się również perspektywa wyników, co znajduje odzwierciedlenie w rosnących prognozach konsensusu na EBITDA (+6% od początku roku dla 12M FWD).

Ceny cukru na świecie (USD/t)

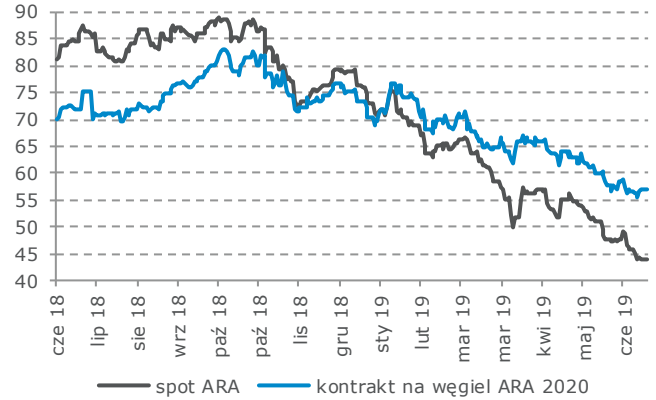
Ceny cukru na Ukrainie wzrosły w ostatnim tygodniu do poziomu 11 tys. UAH/t (najwyżej od VIII'18). Rekordowo niskie zasiewy buraka cukrowego oraz wysoka temperatura i niskie opady powodują, że w sezonie 2019/20 rynek znajdzie się w deficycie po raz pierwszy od 2015 roku. To sprzyjać będzie wzrostowi cen cukru na czym skorzysta Astarta. Warto zwrócić uwagę, że deficyt jest oczekiwany również w UE (pozytywnie dla Suedzucker).

Energetyka

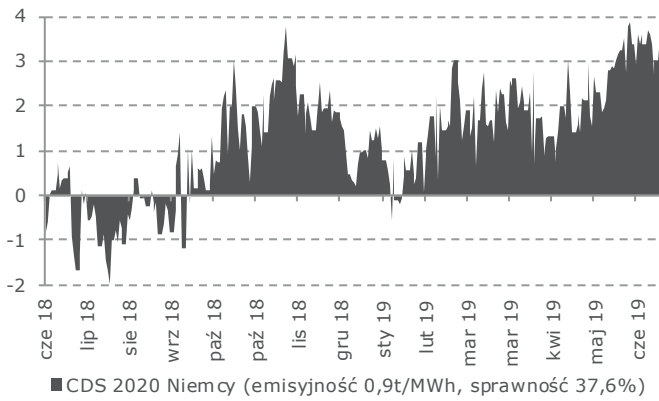
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



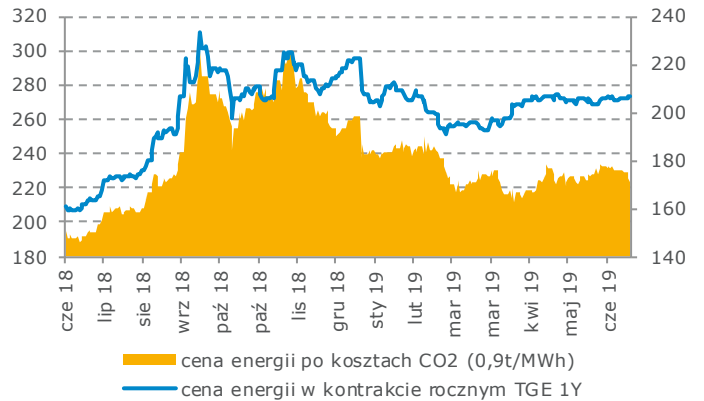
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



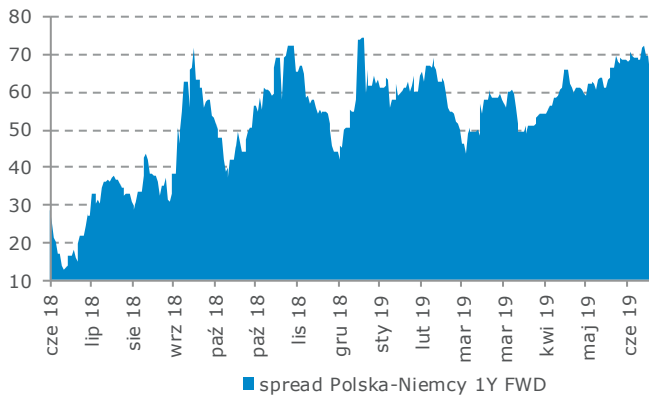
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



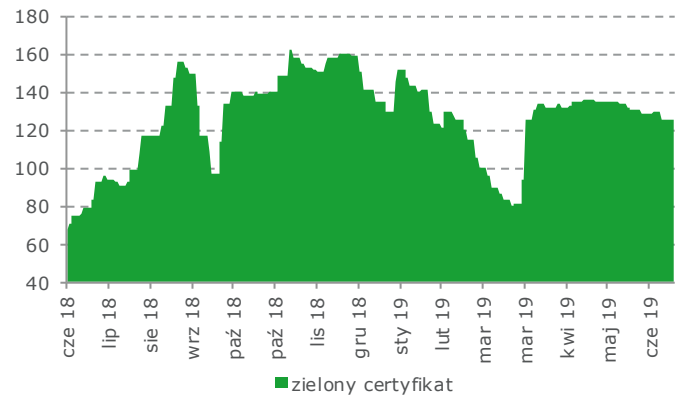
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



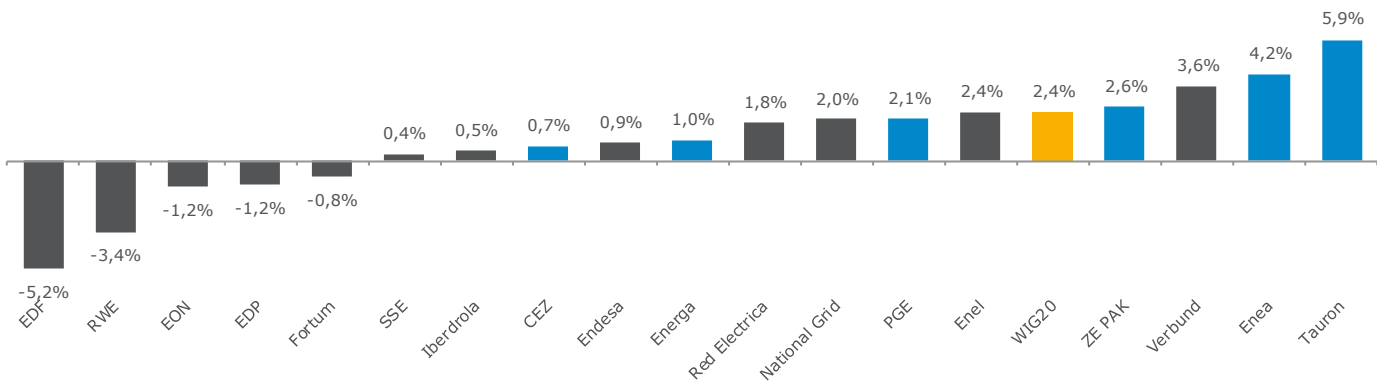
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



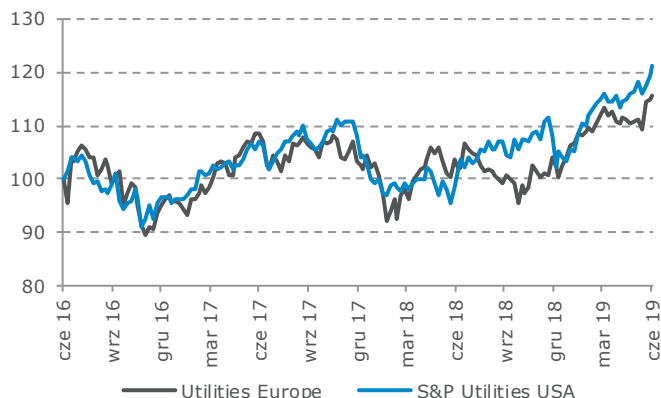
Tygodniowy performance spółek energetycznych



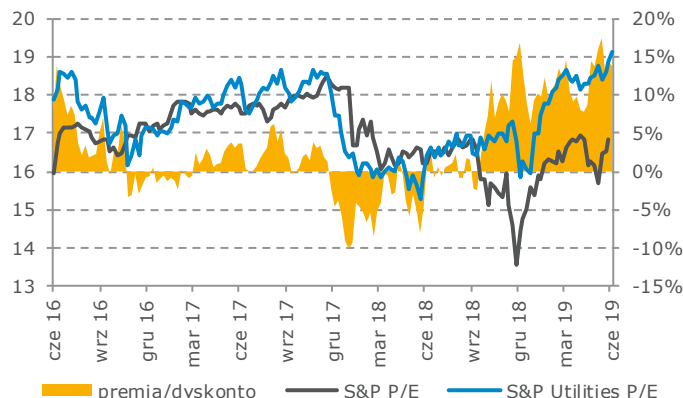
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

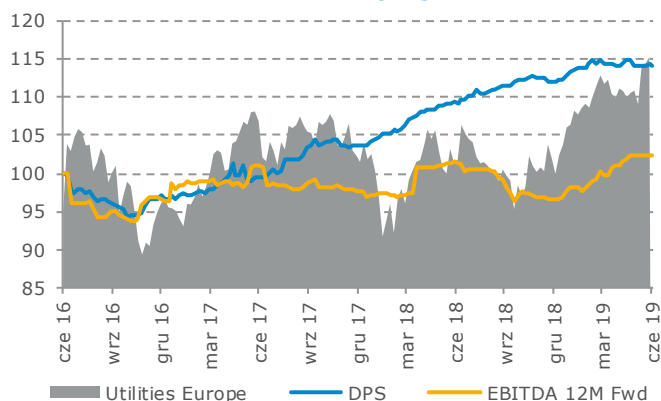
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



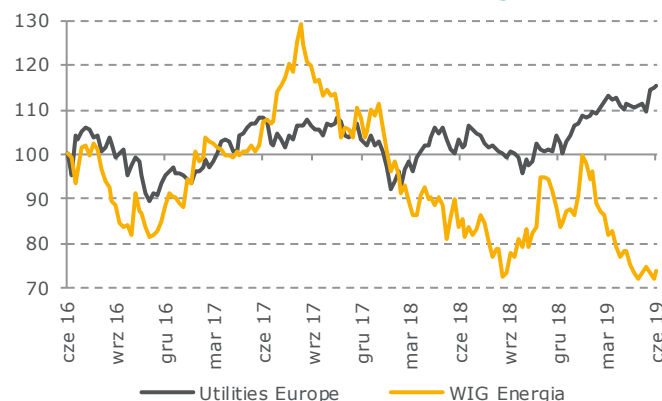
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



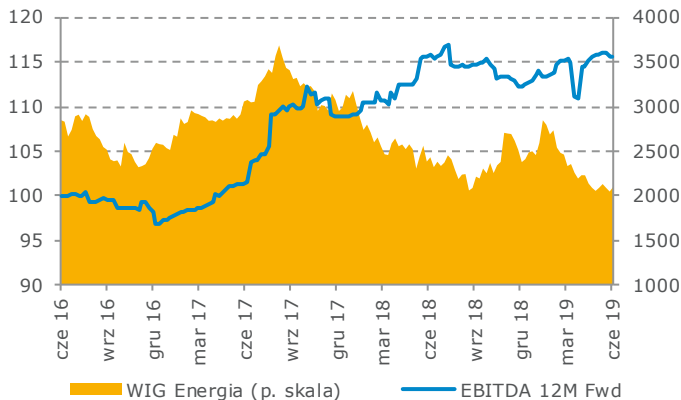
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



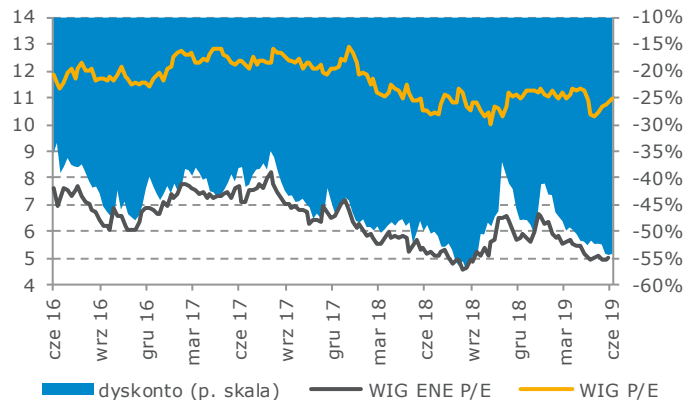
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



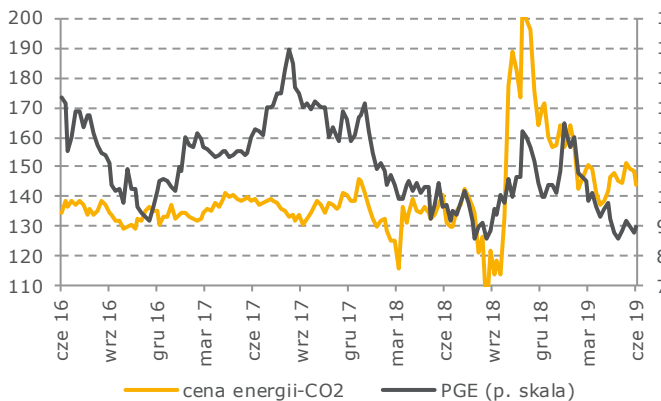
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



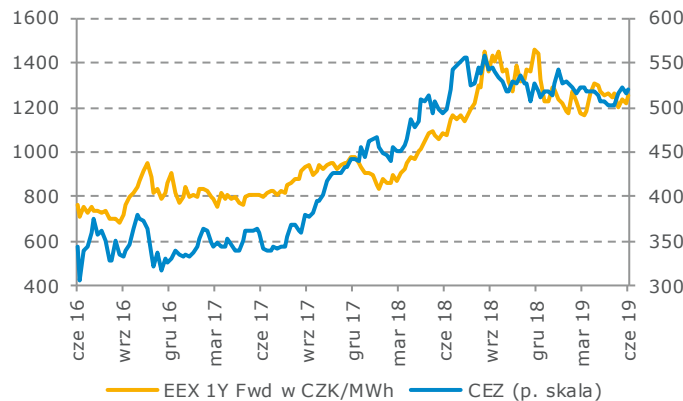
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



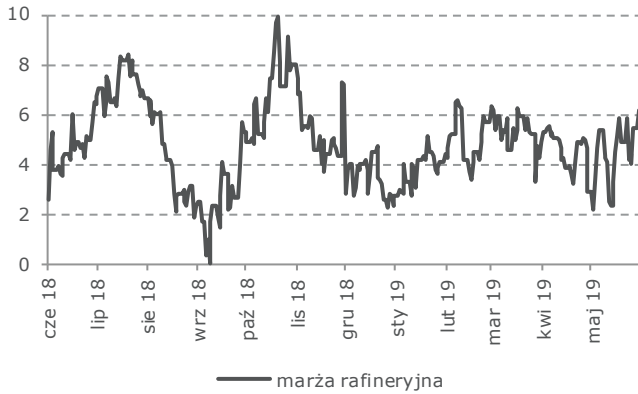
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



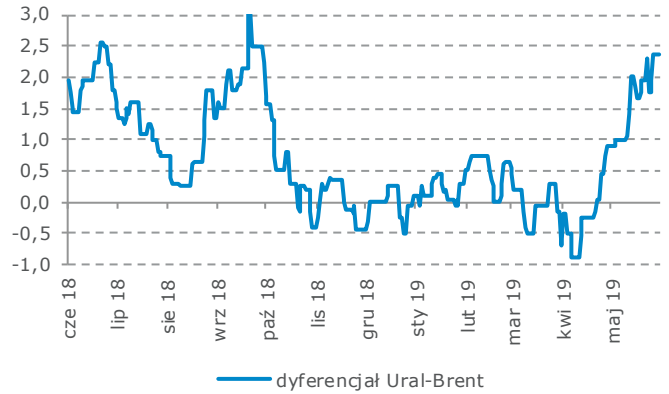
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

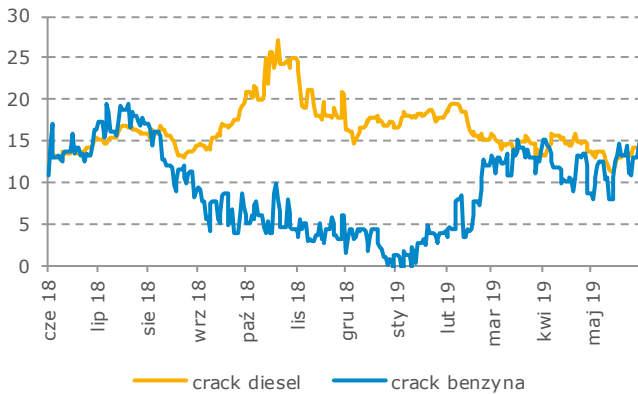
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



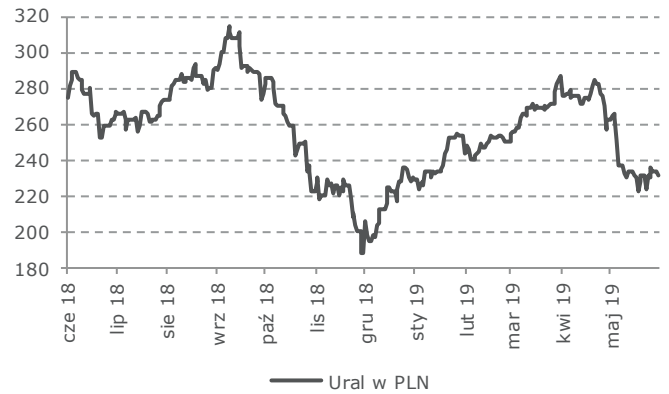
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



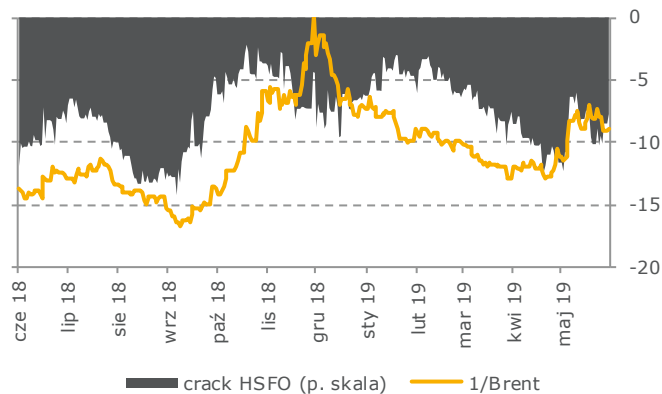
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



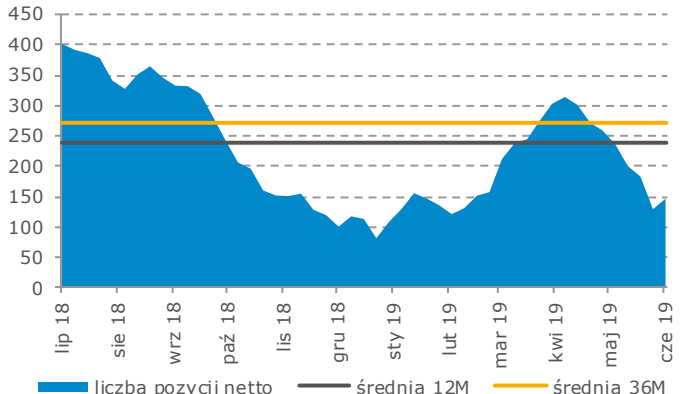
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



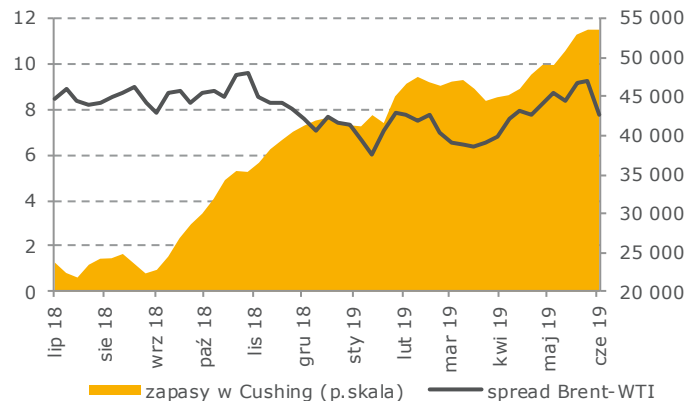
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



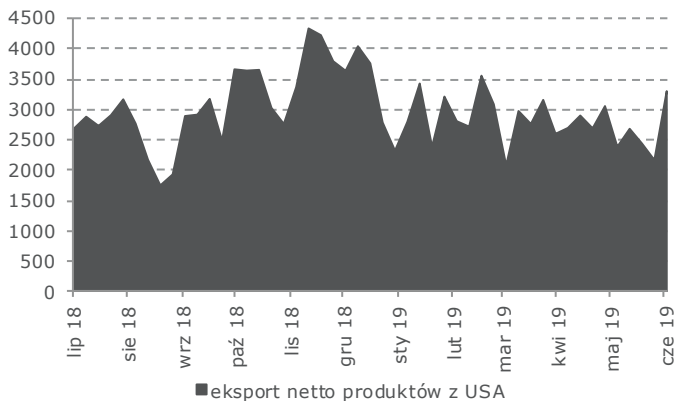
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



Eksport netto paliw z USA



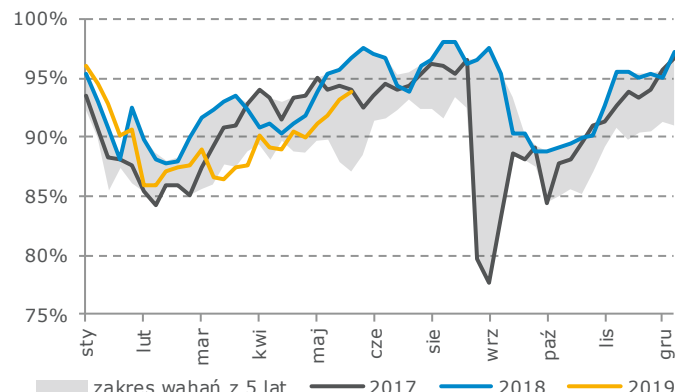
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

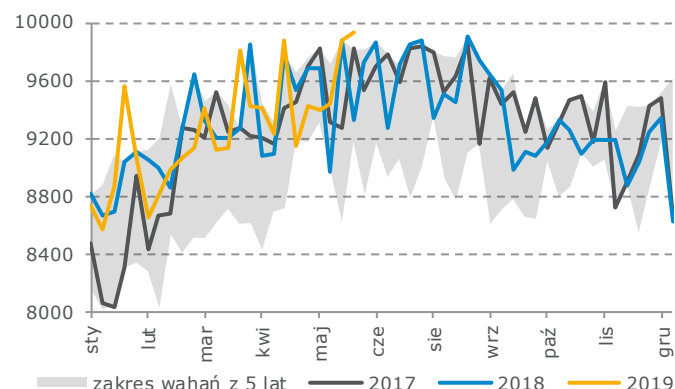
Zapasy diesla w portach ARA



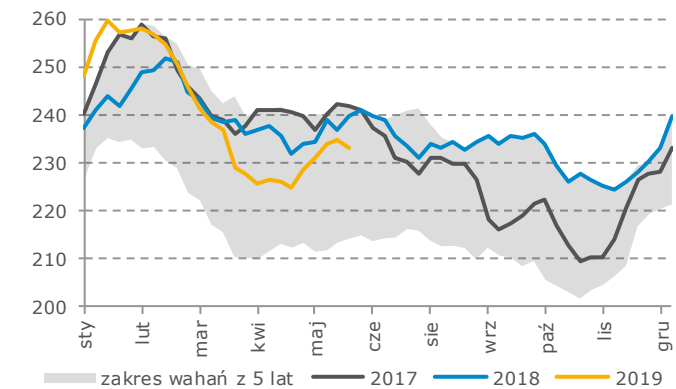
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



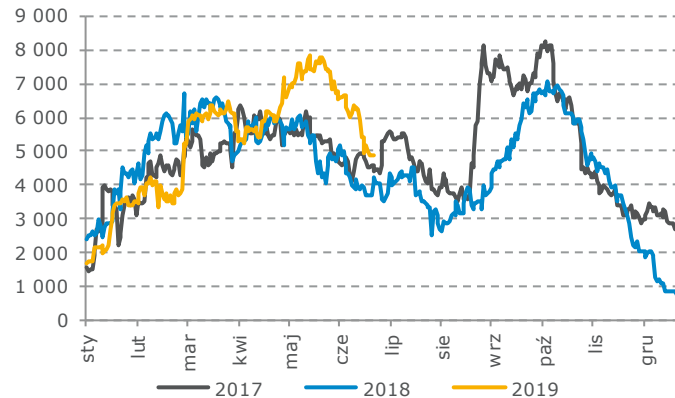
Popyt na benzynę w USA



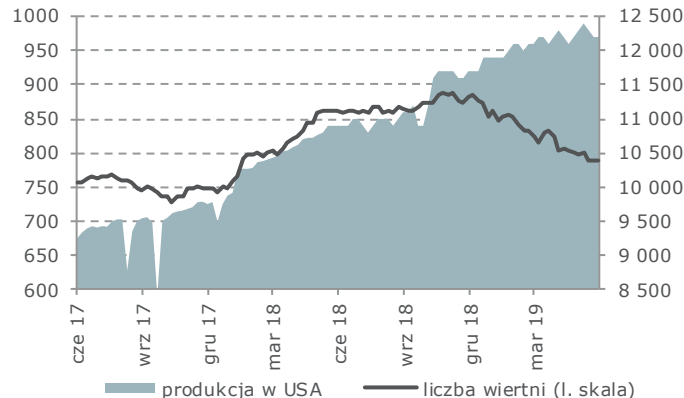
Zapasy benzyny w USA



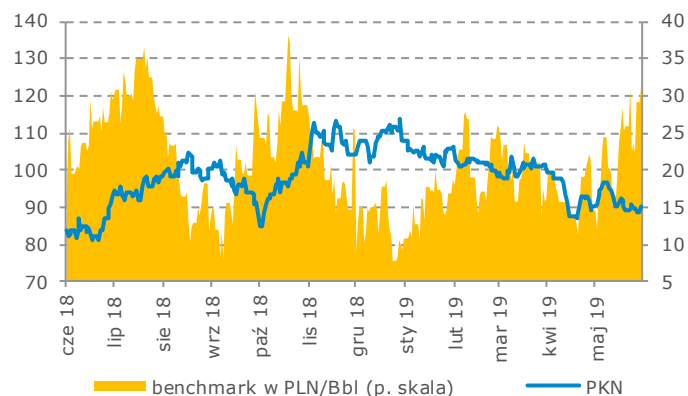
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



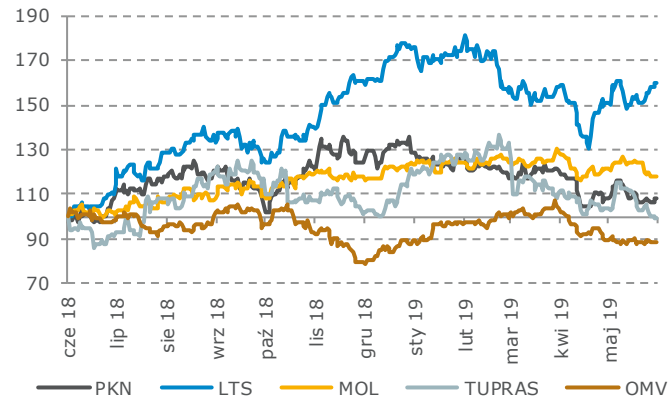
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



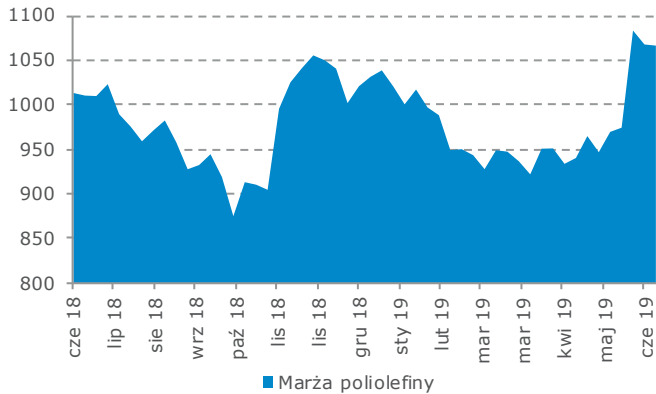
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



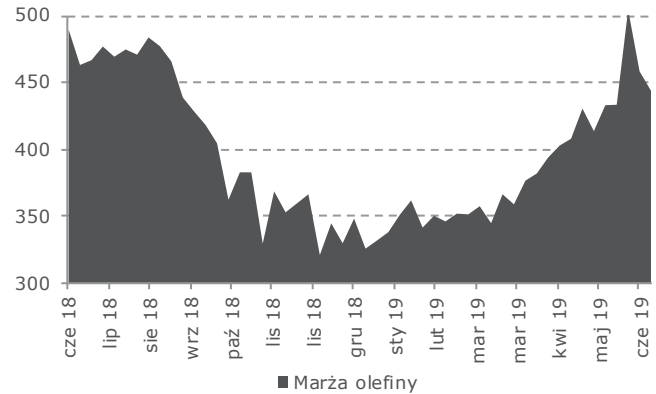
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

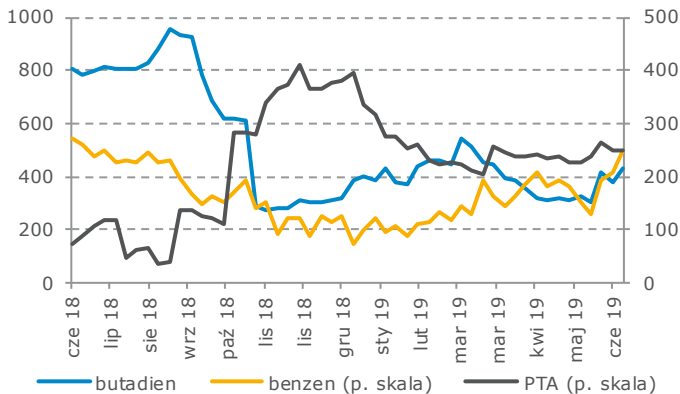
Marża petrochemiczna poliolefiny



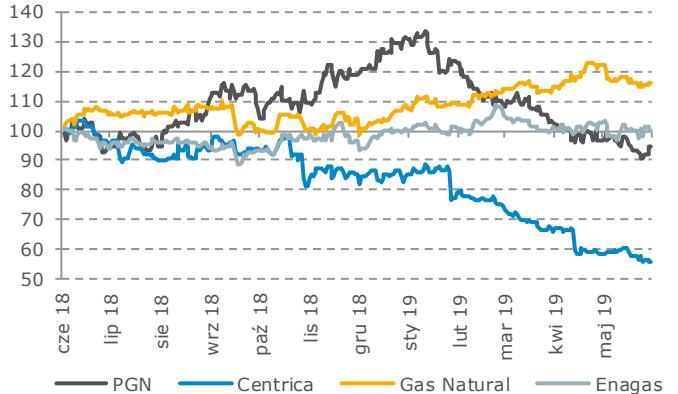
Marża petrochemiczna olefiny



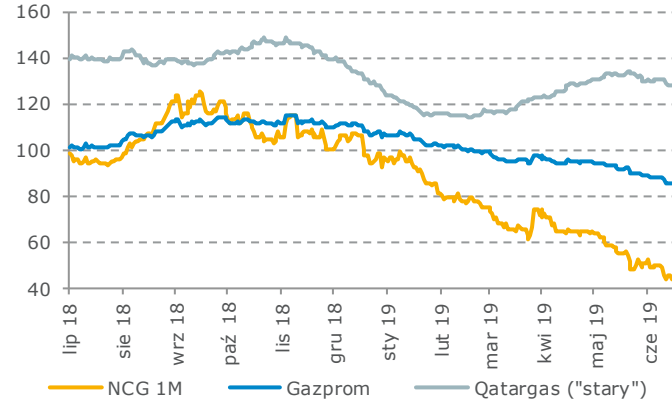
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



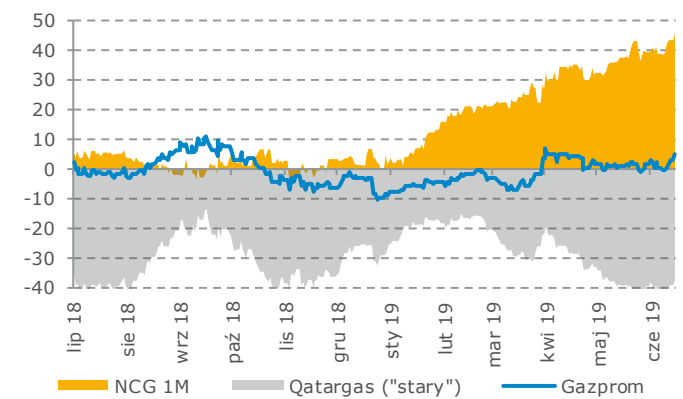
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



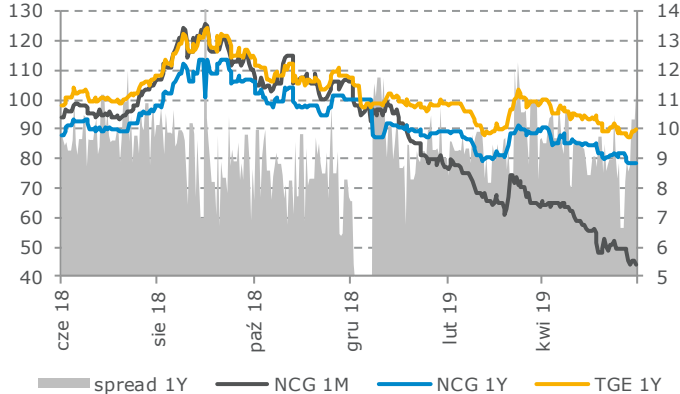
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



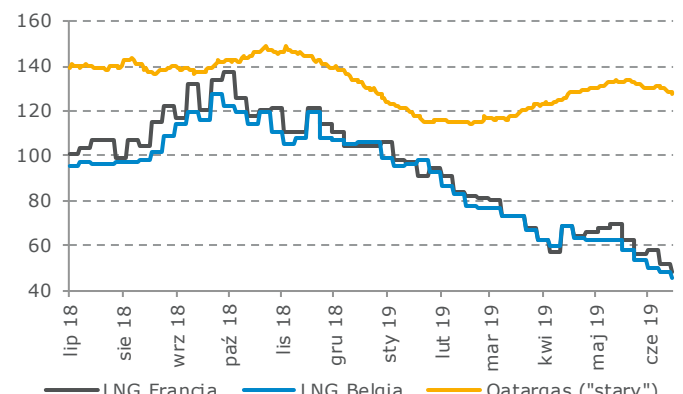
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



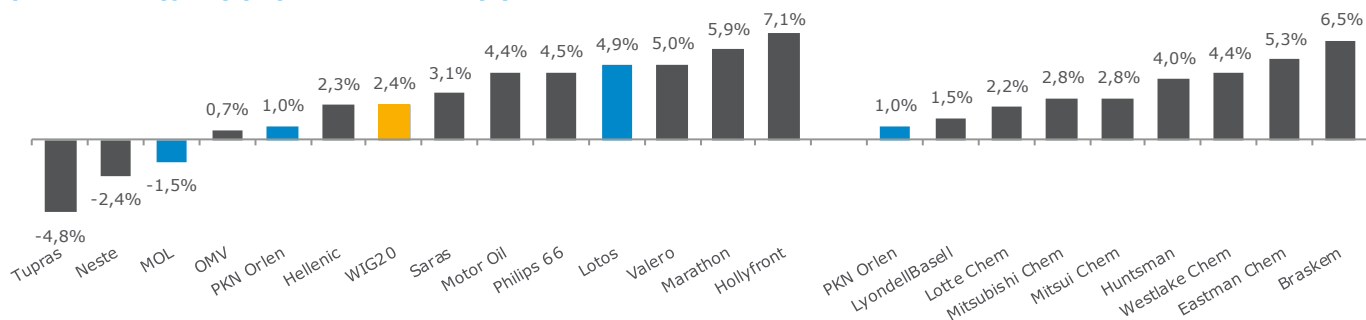
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



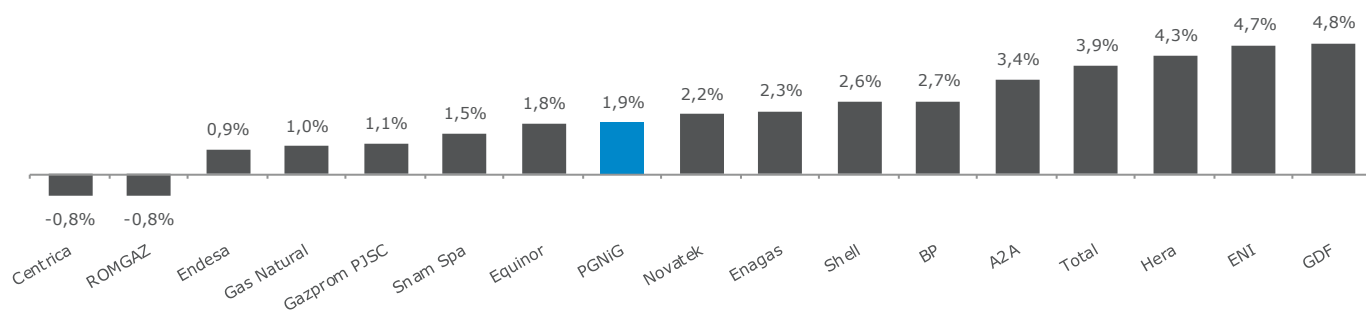
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

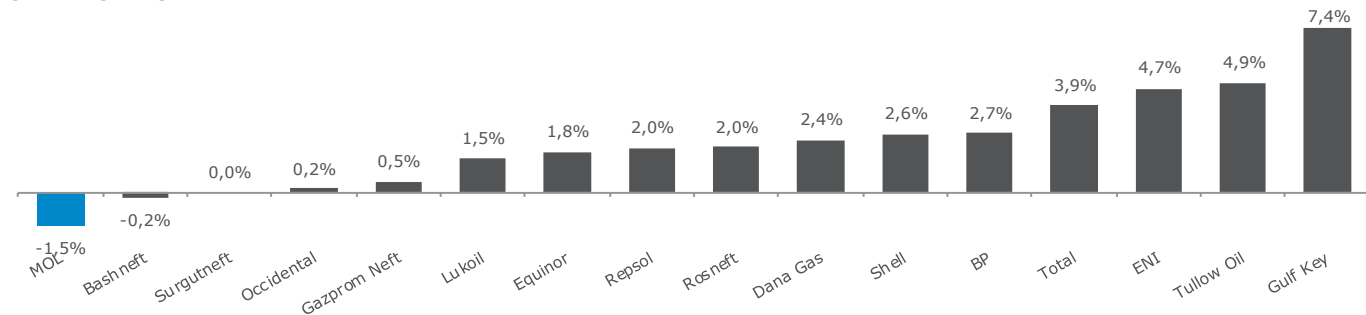
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



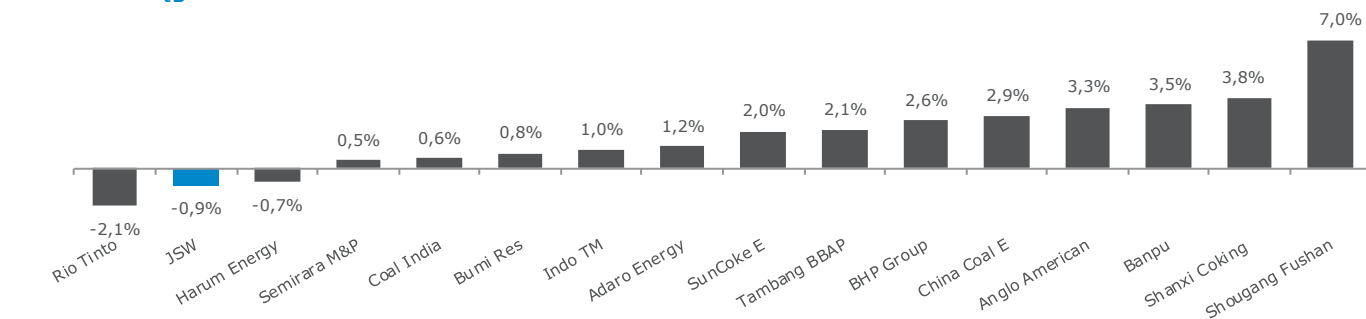
Spółki gazowe



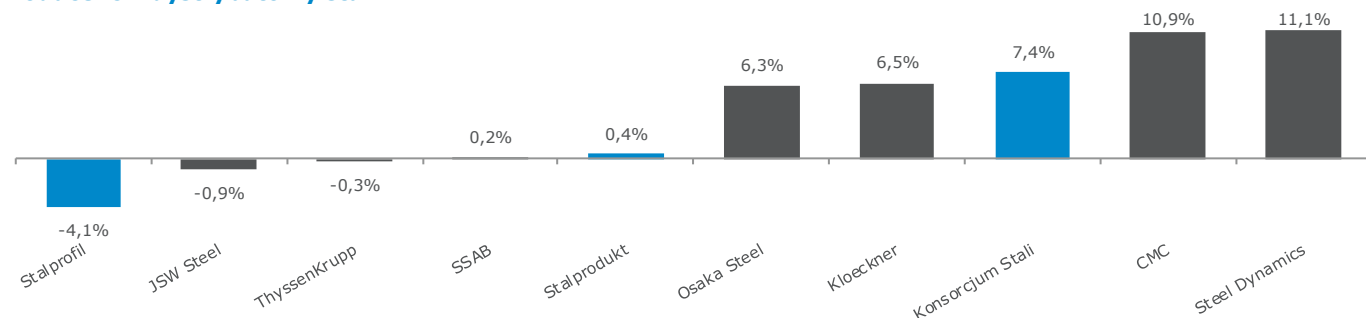
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



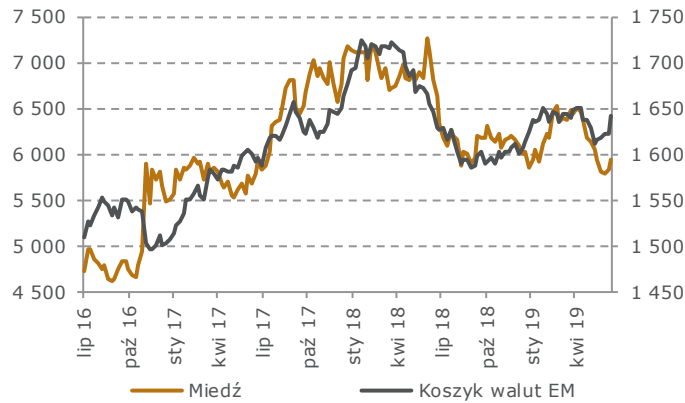
Producenci i dystrybutorzy stali



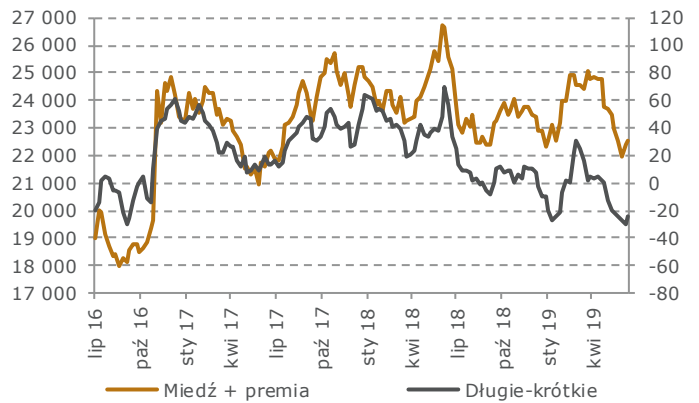
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

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



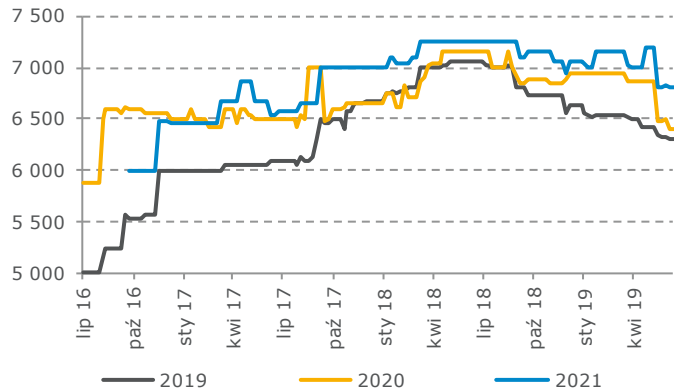
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



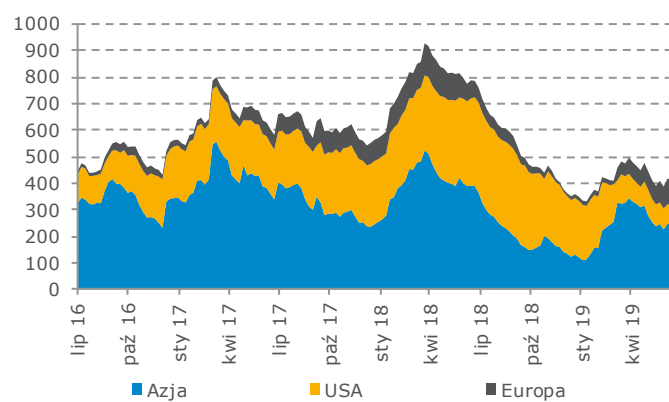
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



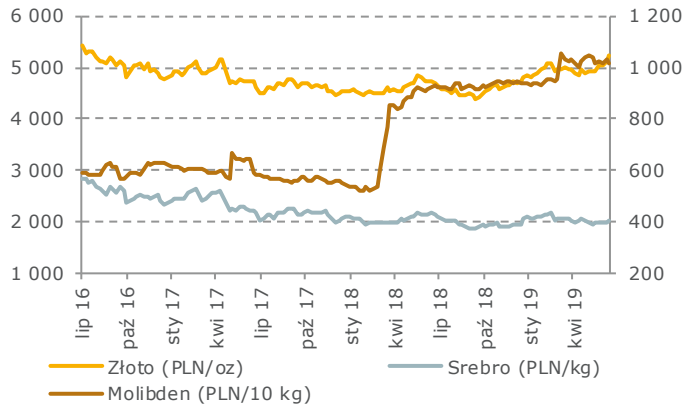
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



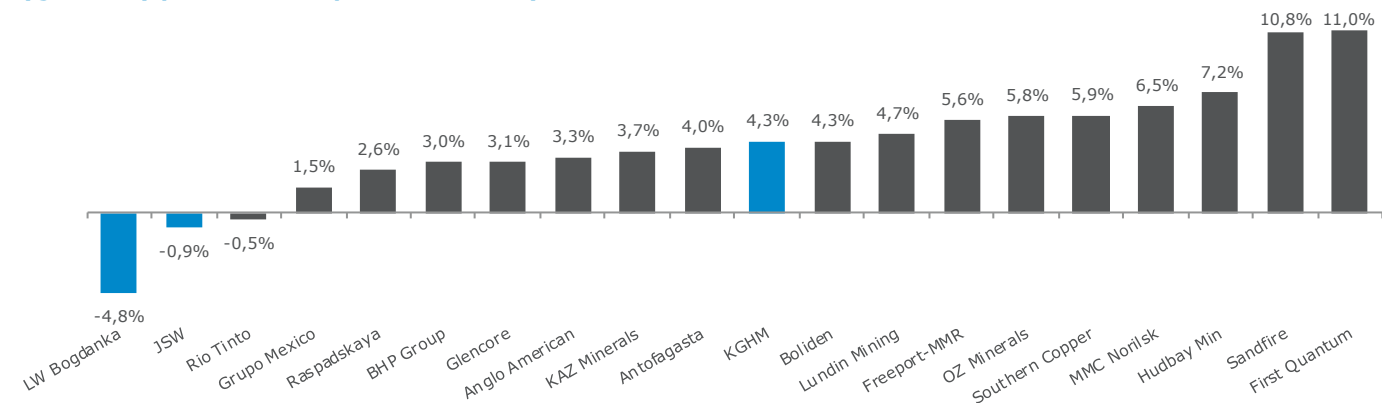
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



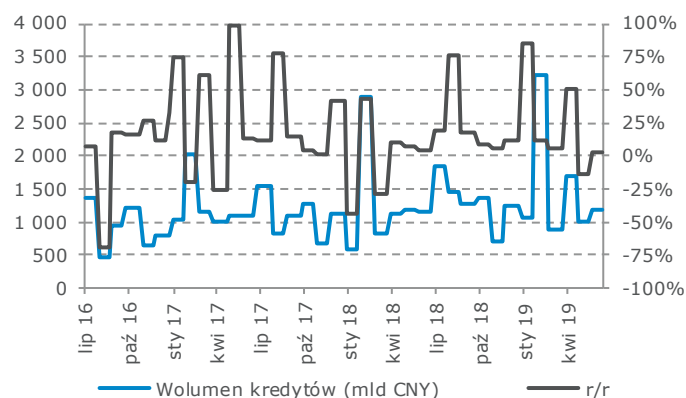
Tygodniowy performance spółek surowcowych



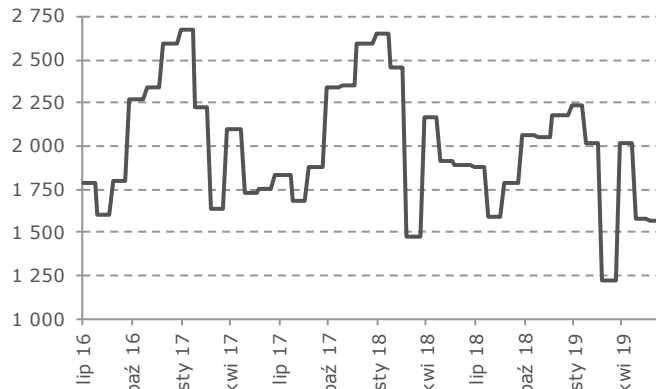
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

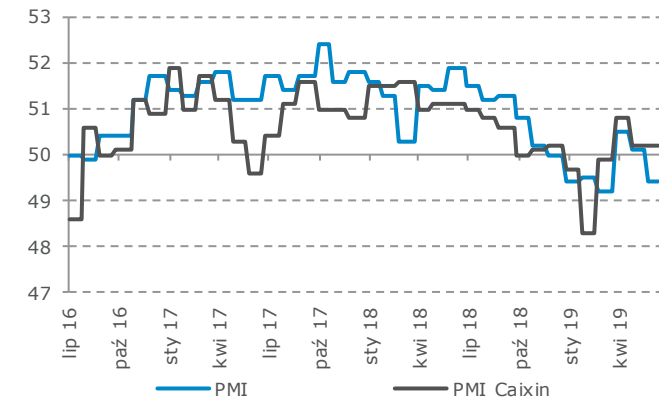
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



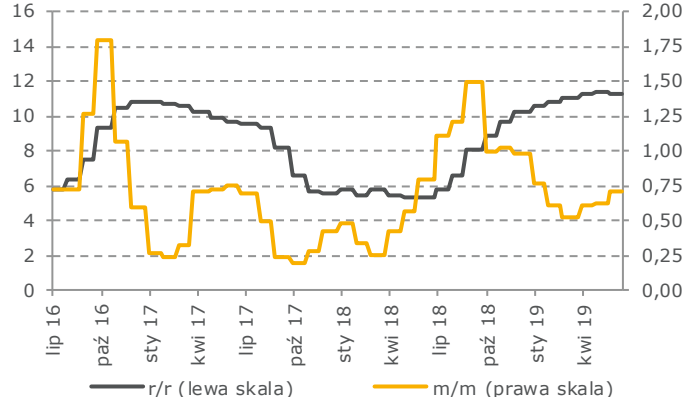
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



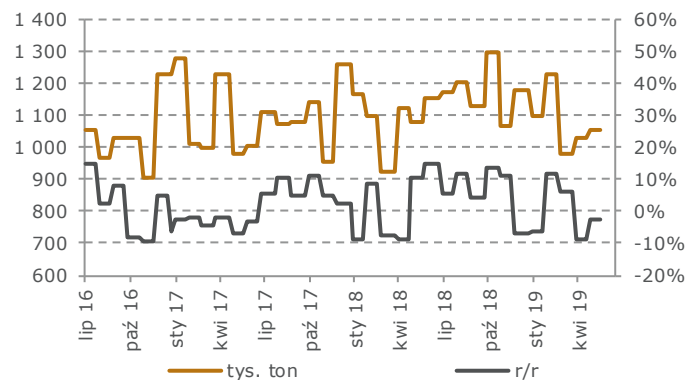
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



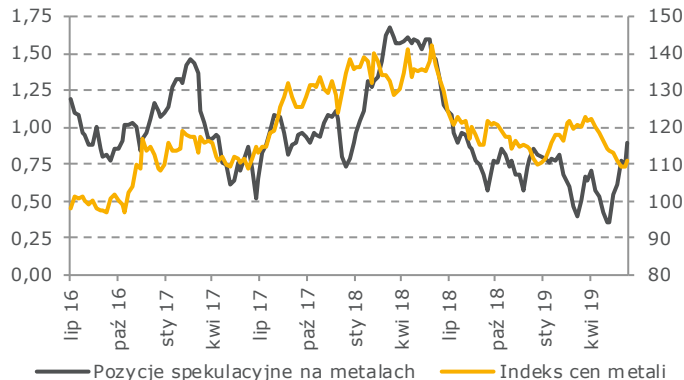
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



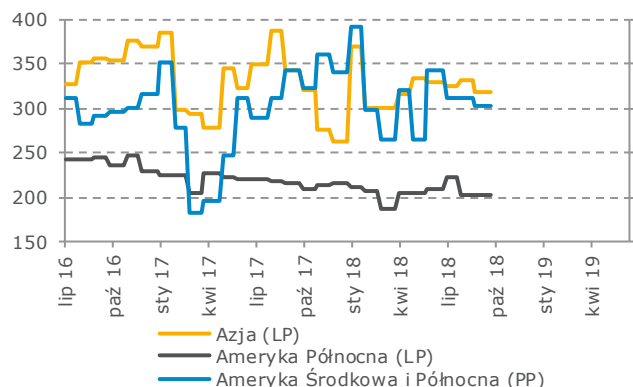
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



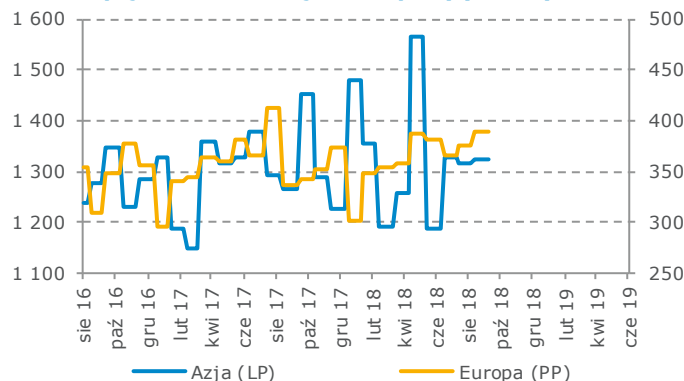
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



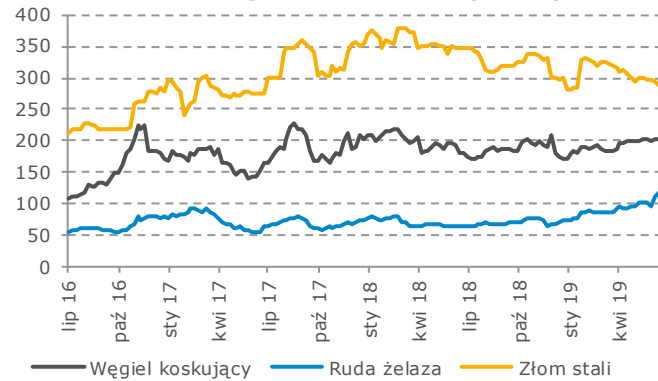
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



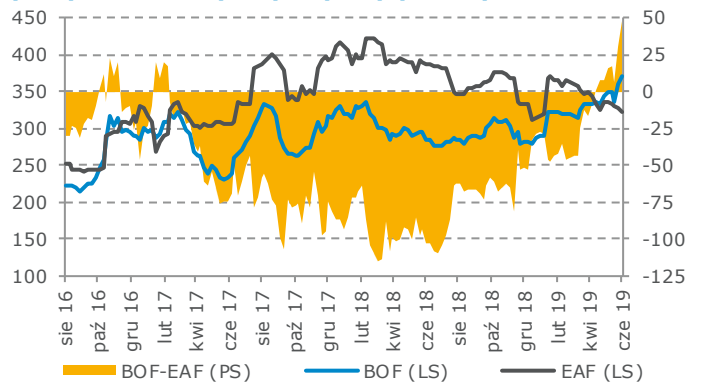
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

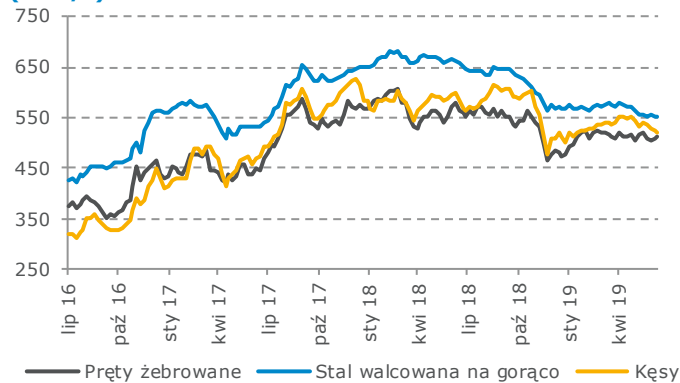
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



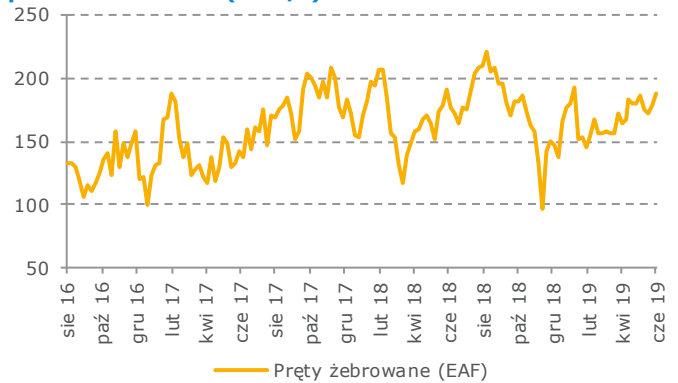
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



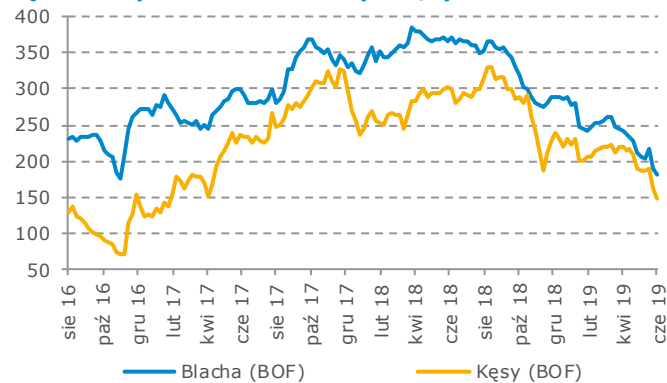
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



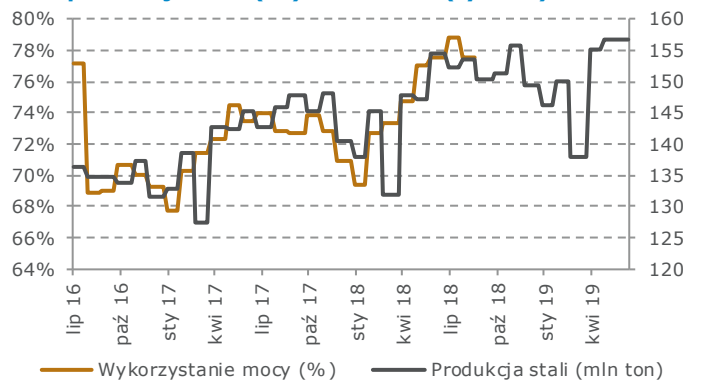
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



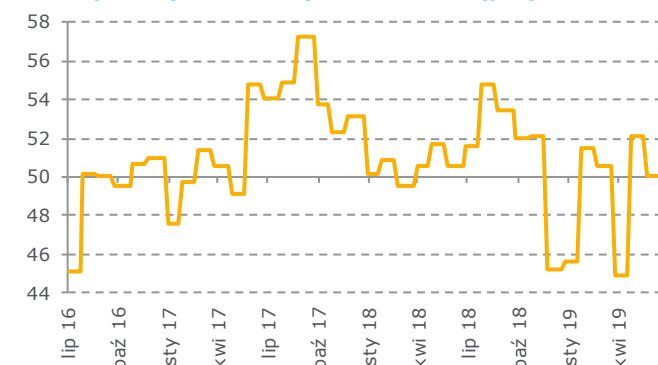
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



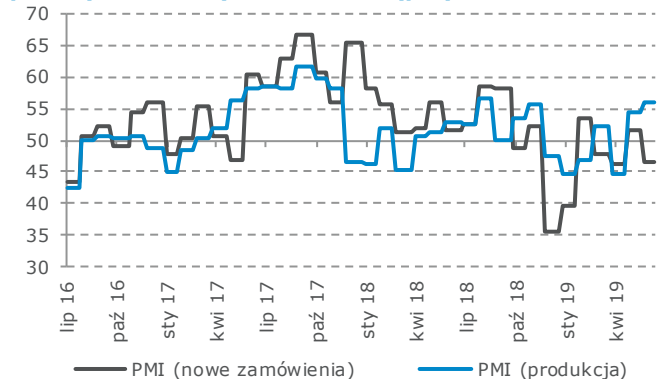
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

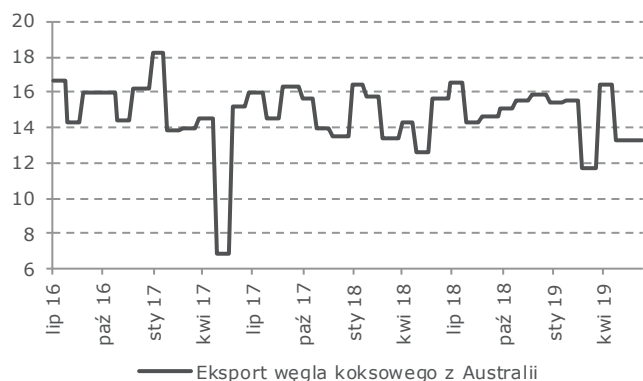


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

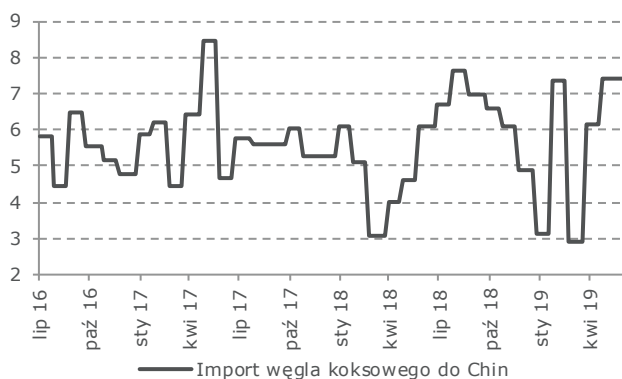


Surowce (stal)

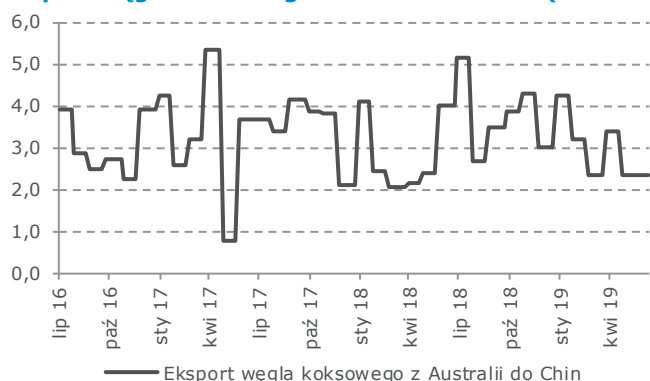
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



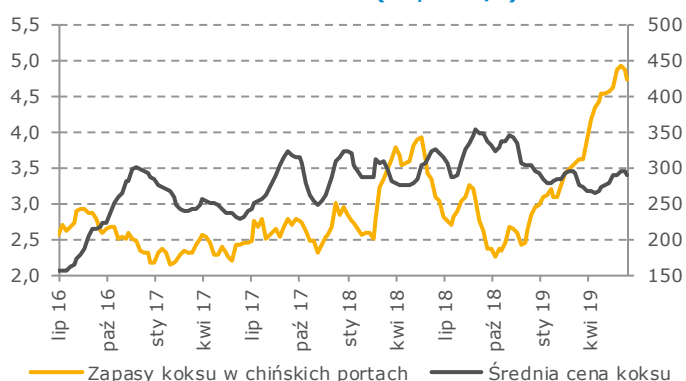
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



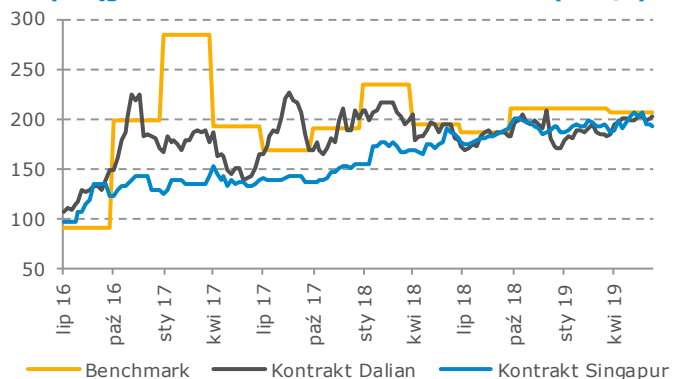
Eksport węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



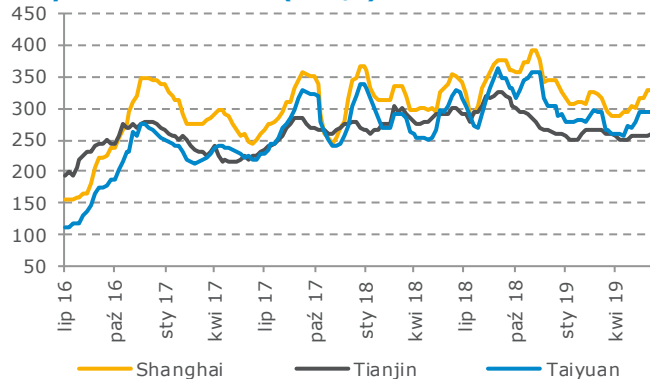
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



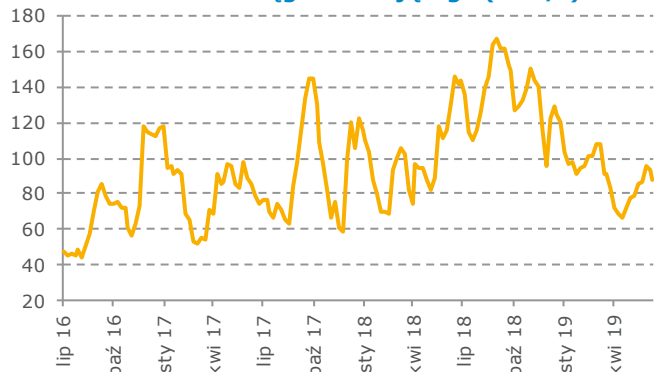
Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



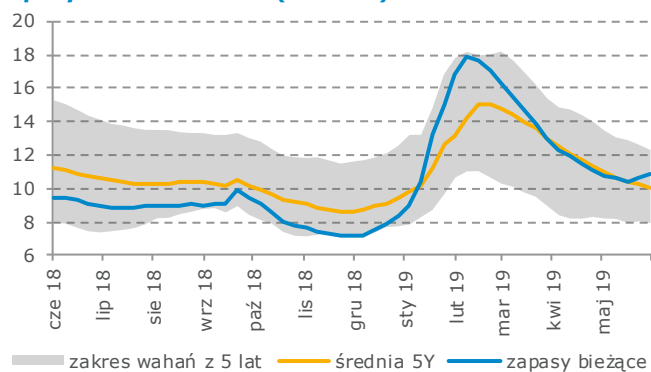
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



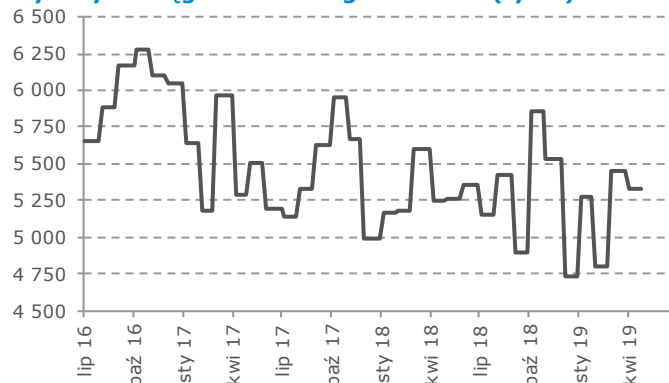
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



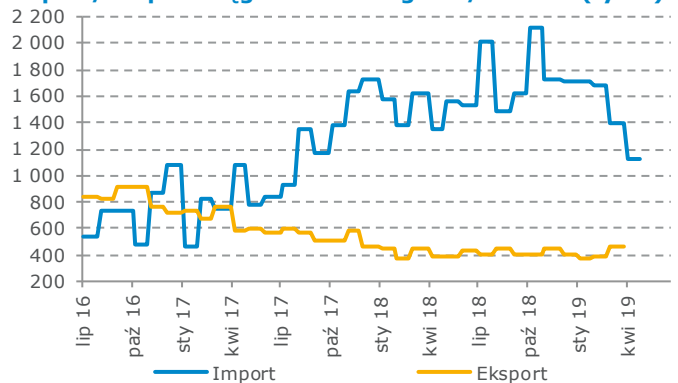
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



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



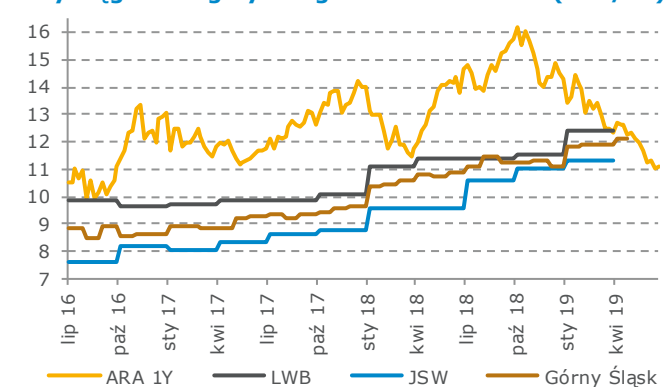
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



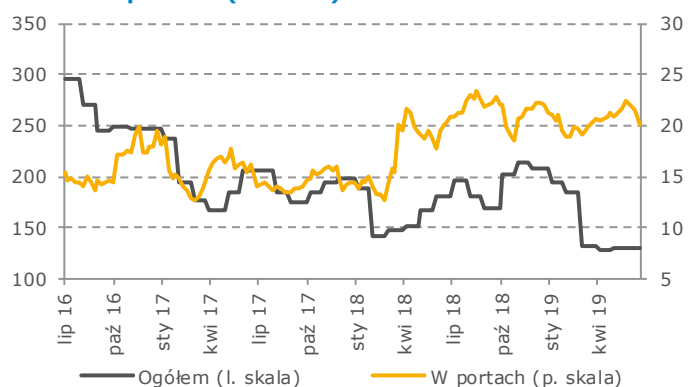
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



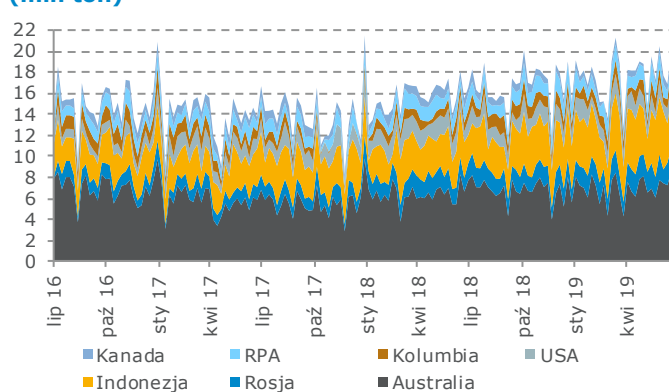
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



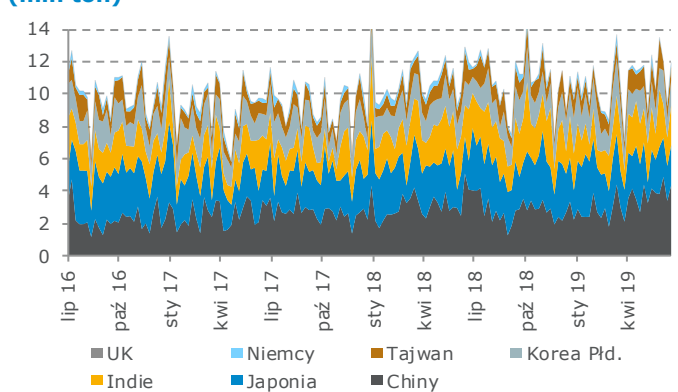
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



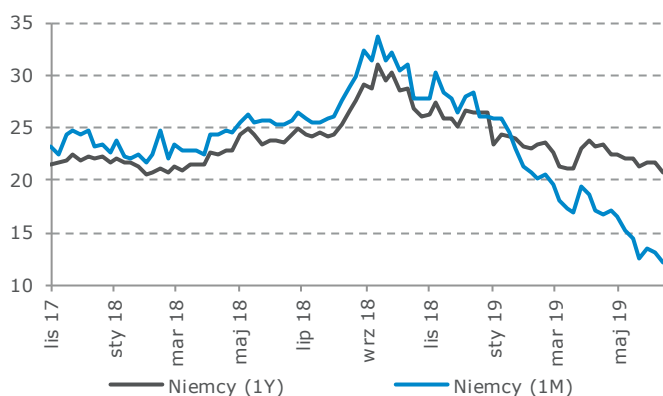
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



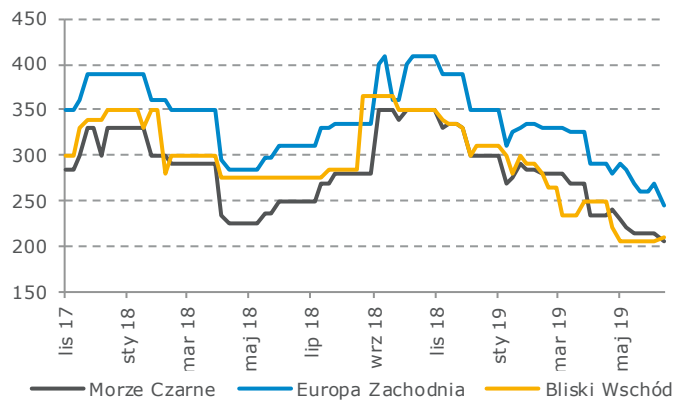
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

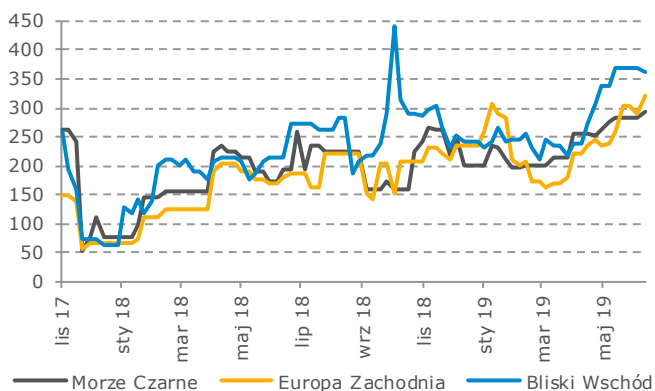
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



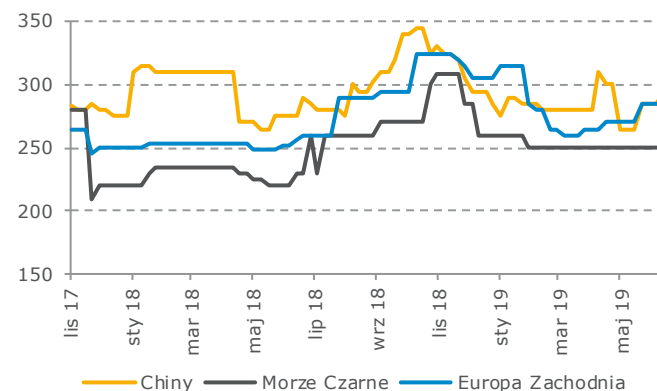
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



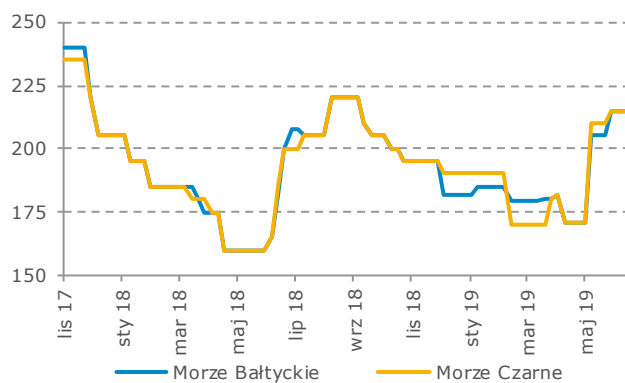
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



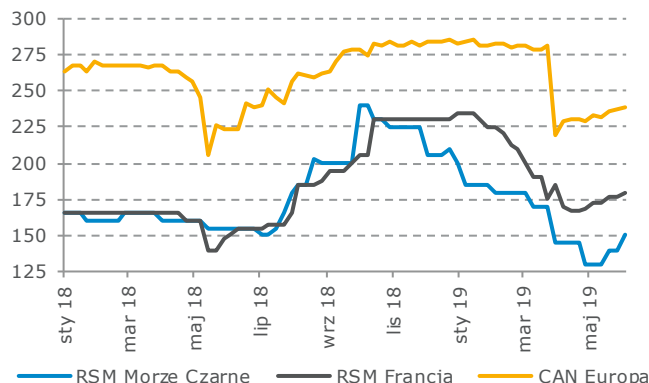
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



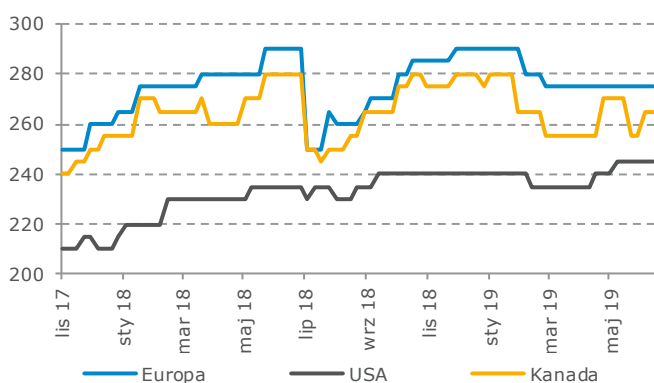
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



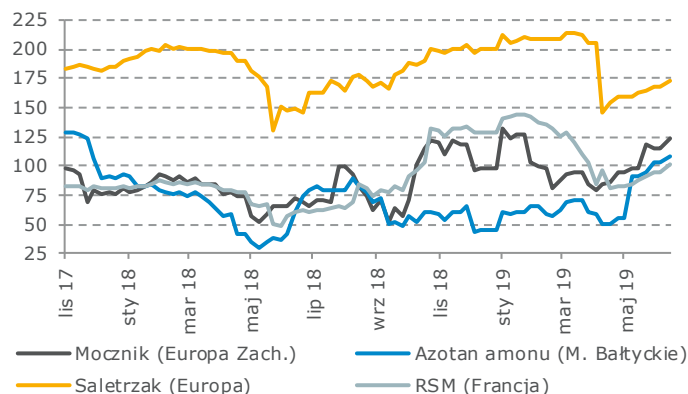
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



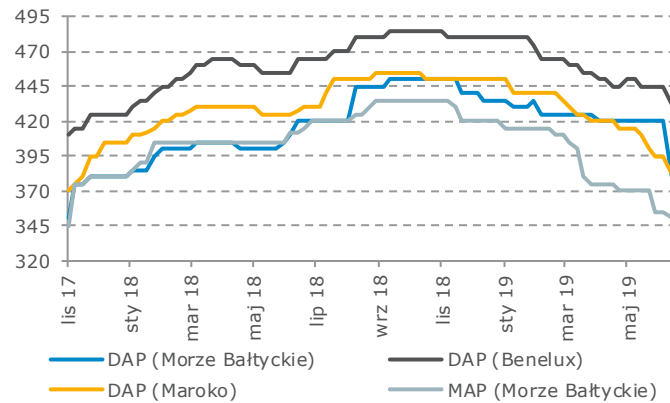
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



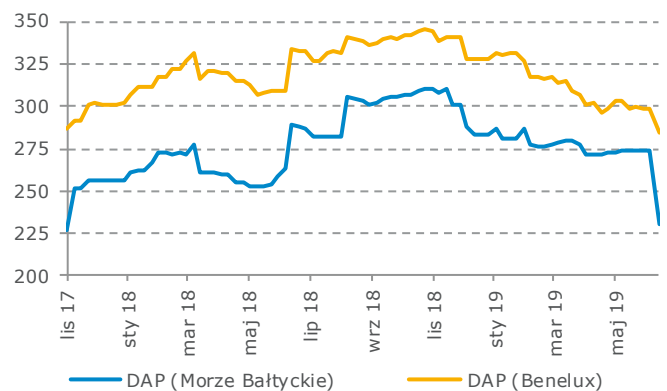
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

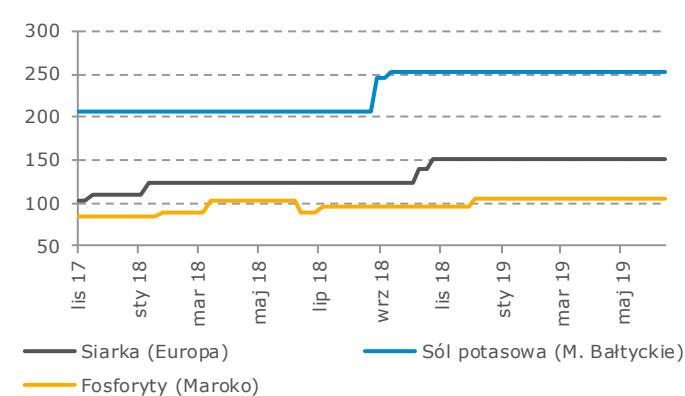
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



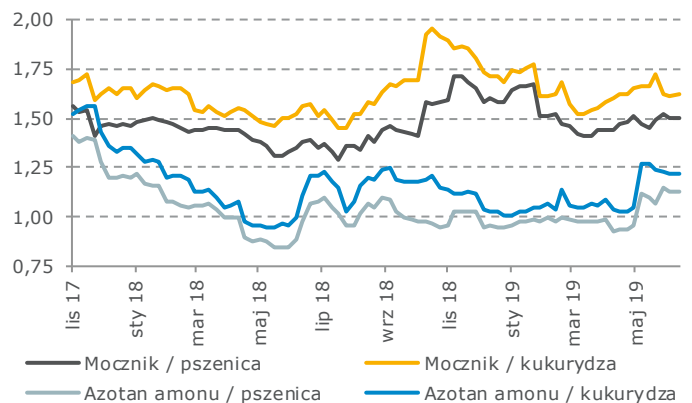
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



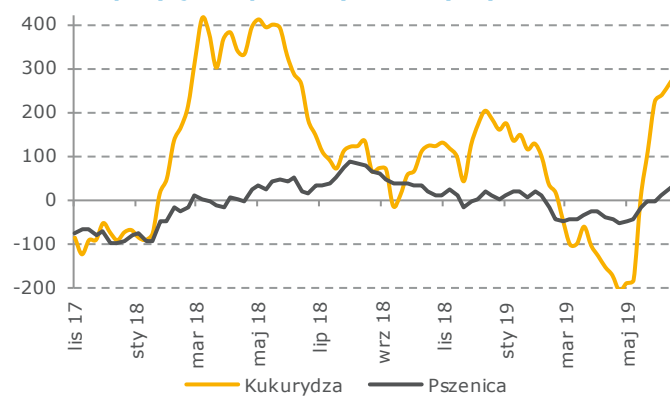
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



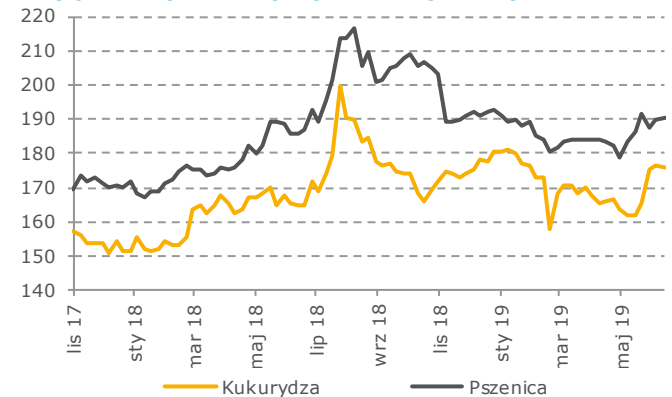
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



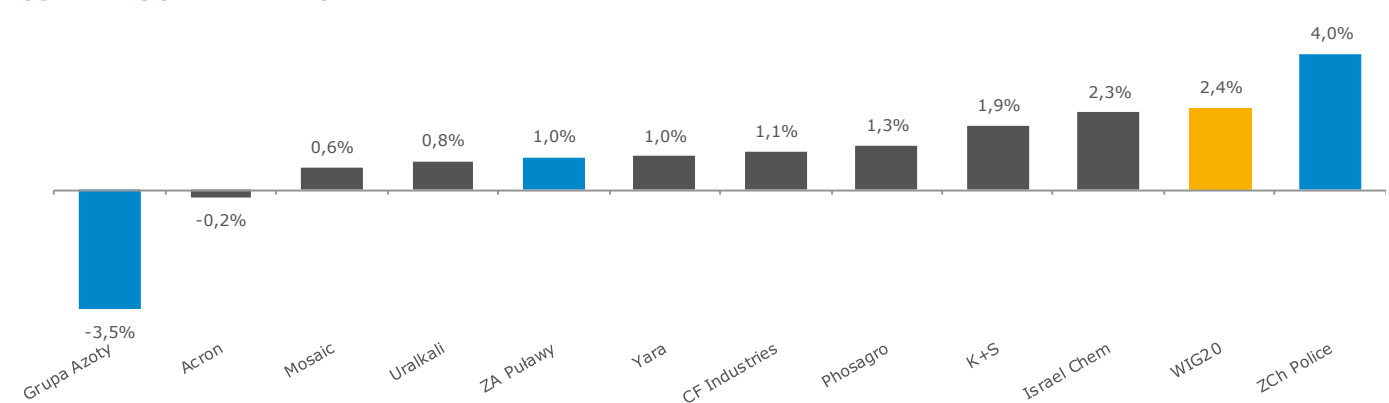
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



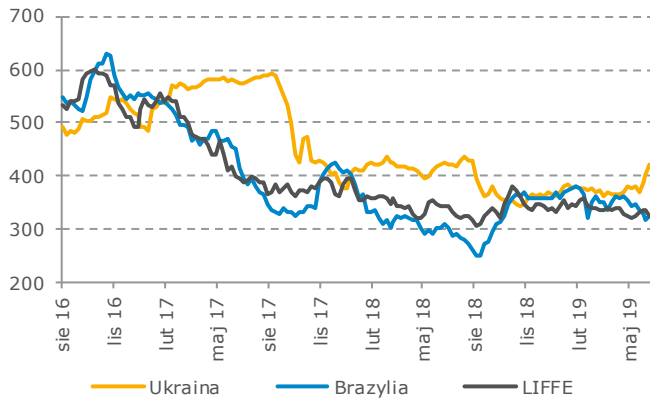
Tygodniowy performance producentów nawozów



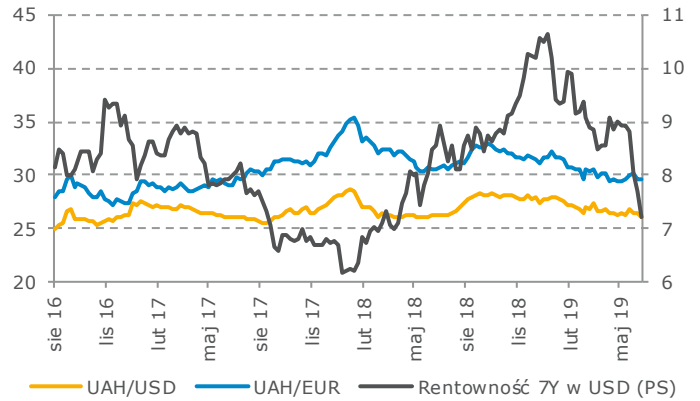
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

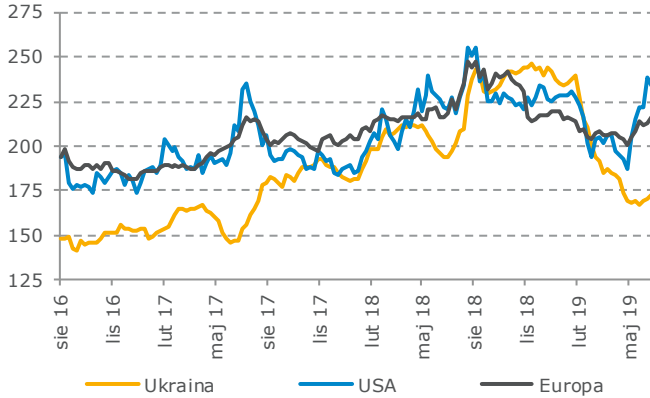
Cena cukru (USD/Mt)



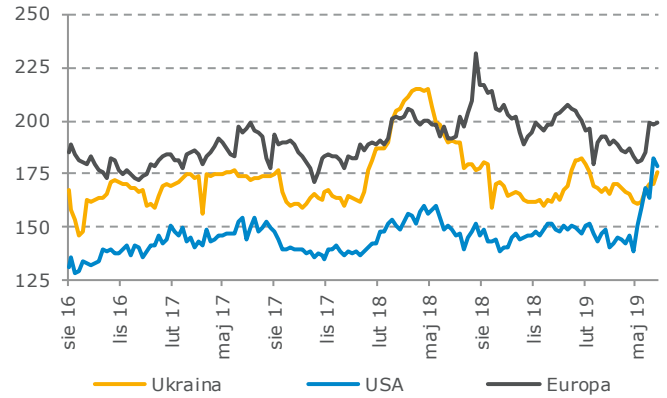
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



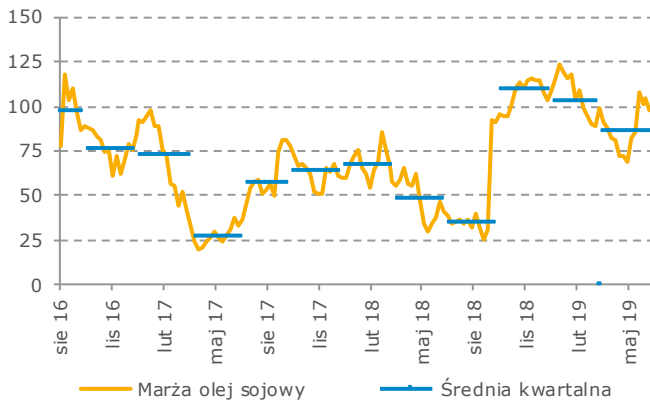
Cena pszenicy (USD/Mt)



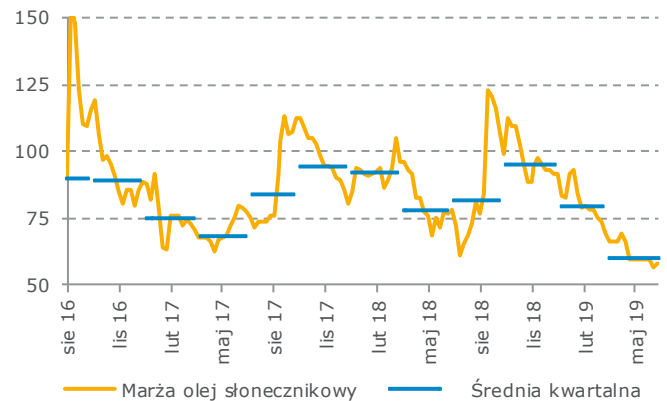
Cena kukurydzy (USD/Mt)



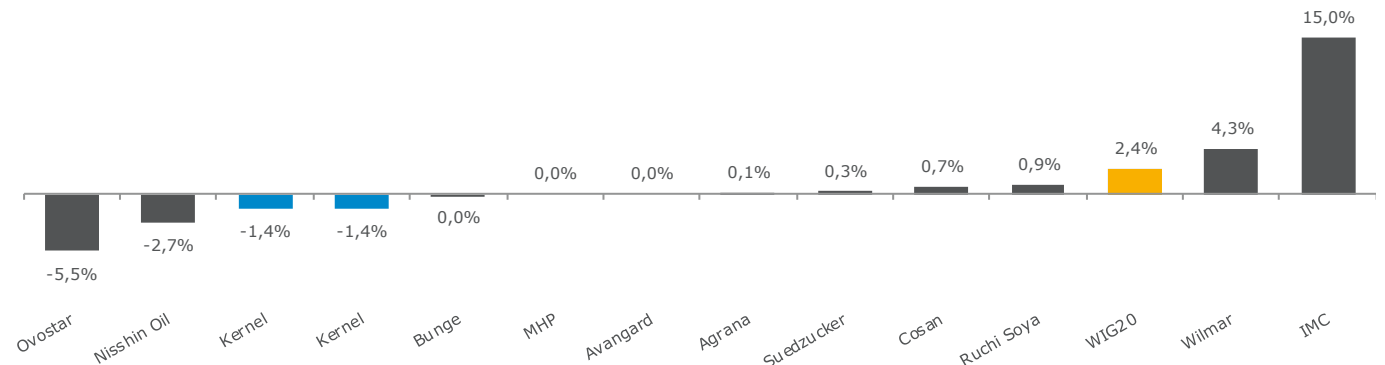
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	544,0	7,6	7,4	7,1	2,2	2,0	2,0	16,5	15,8	15,2	29%	28%	28%	4,0%	5,5%	5,7%
Enea	8,5	3,2	2,9	2,7	0,6	0,5	0,6	3,1	2,9	2,3	19%	19%	22%	0,0%	0,0%	7,0%
Energa	7,3	3,8	4,0	4,3	0,7	0,7	0,8	4,2	4,5	4,4	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,0	3,4	3,4	2,5	0,7	0,6	0,6	5,4	5,9	4,1	21%	19%	23%	0,0%	4,6%	4,3%
Tauron	1,6	3,8	3,4	2,9	0,6	0,5	0,5	2,4	2,1	1,8	16%	16%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,0	2,2	2,0	1,5	0,2	0,3	0,2	10,5	6,5	2,0	10%	13%	16%	-	11,4%	11,4%
EDF	11,1	4,1	3,7	3,6	0,9	0,9	0,9	16,2	12,2	11,1	23%	24%	24%	3,1%	4,0%	4,3%
EDP	3,4	8,9	8,5	8,2	2,2	2,1	1,9	15,4	14,0	13,3	24%	25%	24%	5,7%	5,8%	6,0%
Endesa	23,7	8,4	8,3	8,1	1,5	1,5	1,4	16,6	16,3	15,9	18%	18%	17%	6,0%	6,1%	5,3%
Enel	6,2	7,6	7,3	7,0	1,7	1,7	1,6	13,3	12,2	11,6	22%	23%	23%	5,2%	5,7%	6,0%
EON	9,8	5,8	4,4	4,3	0,9	0,5	0,5	14,1	13,5	12,8	16%	12%	11%	4,7%	5,1%	5,4%
Fortum	18,9	13,1	12,0	11,5	3,9	3,8	3,7	14,9	12,9	11,8	30%	32%	32%	5,8%	5,9%	5,8%
Iberdola	8,9	10,1	9,4	8,9	2,7	2,5	2,5	17,3	16,1	15,2	27%	27%	28%	4,1%	4,4%	4,7%
National Grid	8,5	12,4	10,4	9,9	3,7	3,5	3,4	19,0	14,6	13,7	30%	34%	35%	5,5%	5,8%	5,9%
Red Electrica	19,6	9,5	9,6	9,7	7,4	7,5	7,5	14,6	15,1	15,6	78%	78%	77%	5,4%	5,4%	5,4%
RWE	21,9	11,9	5,7	5,3	1,4	1,1	1,1	21,6	12,5	9,7	12%	20%	21%	3,7%	4,3%	4,8%
SSE	11,1	9,3	9,7	9,1	0,8	1,0	1,1	8,0	12,3	10,8	9%	11%	12%	8,8%	7,2%	7,4%
Verbund	47,3	16,1	13,3	12,5	5,8	5,3	5,2	30,3	22,9	21,5	36%	40%	41%	1,4%	1,9%	2,3%
Mediana		8,0	7,3	7,0	1,4	1,3	1,3	14,8	12,7	11,7	22%	21%	23%	4,1%	5,2%	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	87,20	7,2	6,1	5,1	0,7	0,6	0,6	14,4	13,2	12,2	9%	10%	12%	3,4%	2,1%	2,3%
MOL	3104,00	5,0	4,2	3,9	0,6	0,6	0,6	15,4	10,0	9,0	13%	14%	15%	4,6%	4,9%	5,2%
PKN Orlen	90,48	5,8	5,9	5,3	0,4	0,4	0,4	10,8	12,1	11,1	7%	7%	7%	3,9%	3,3%	3,3%
Hellenic Petroleum	8,93	6,3	5,4	5,6	0,5	0,5	0,5	10,7	7,3	7,3	8%	9%	8%	5,7%	6,0%	6,4%
HollyFrontier	43,84	6,1	5,6	6,1	0,6	0,6	0,7	9,6	7,9	9,0	10%	11%	11%	3,1%	3,1%	3,2%
Marathon Petroleum	51,60	7,1	5,6	5,6	0,6	0,6	0,6	10,7	6,4	6,8	9%	11%	10%	4,1%	4,6%	5,2%
Motor Oil	23,50	5,4	5,0	5,1	0,3	0,4	0,4	8,6	7,9	8,0	6%	7%	7%	5,8%	6,1%	6,6%
Neste Oil	28,87	10,7	10,1	9,6	1,4	1,5	1,4	16,7	15,3	14,5	13%	15%	15%	3,1%	3,4%	3,6%
OMV	42,08	3,9	3,6	3,5	0,9	0,9	0,9	8,4	7,4	7,1	24%	26%	26%	4,5%	5,1%	5,5%
Phillips 66	89,76	8,2	6,7	6,6	0,5	0,5	0,6	12,3	8,6	9,0	7%	8%	9%	3,8%	4,1%	4,5%
Saras	1,28	3,0	2,0	2,8	0,1	0,1	0,1	9,1	4,2	7,1	4%	6%	4%	6,0%	11,2%	7,2%
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	113,40	5,7	4,2	4,0	0,4	0,3	0,3	8,1	5,0	4,5	7%	8%	8%	10,6%	17,5%	19,1%
Valero Energy	80,76	7,0	5,2	5,8	0,4	0,3	0,4	12,6	7,6	8,3	6%	7%	7%	4,5%	4,8%	5,1%
Mediana		6,2	5,5	5,4	0,6	0,6	0,6	10,7	7,9	8,6	8%	9%	9%	4,3%	4,7%	5,1%

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	90,48	5,8	5,9	5,3	0,4	0,4	0,4	10,8	12,1	11,1	7%	7%	7%	3,9%	3,3%	3,3%
Axiall	66,03	6,8	5,7	5,6	1,4	1,3	1,2	12,5	9,0	8,5	20%	22%	22%	1,5%	1,6%	1,7%
Braskem	36,17	5,9	5,4	5,1	1,0	0,9	0,9	14,6	10,0	8,1	17%	18%	19%	4,5%	4,0%	4,7%
Eastman Chemical	75,88	7,6	7,3	7,1	1,7	1,6	1,6	8,9	8,1	7,4	22%	23%	22%	3,2%	3,5%	3,9%
Huntsman Corp	19,35	5,7	5,2	5,0	0,8	0,8	0,8	7,1	6,0	5,5	14%	15%	15%	3,4%	3,6%	3,7%
Lotte Chemicals	254 000	4,4	3,9	3,7	0,6	0,6	0,6	7,1	6,0	5,8	14%	15%	15%	4,0%	4,4%	4,5%
LyondellBasell	86,96	6,6	6,0	6,0	1,1	1,1	1,1	8,3	7,3	7,1	17%	18%	18%	4,8%	5,1%	5,4%
Mitsubishi Chemical	752,00	7,3	6,6	6,3	0,9	0,9	0,8	6,3	6,5	6,1	12%	13%	13%	5,3%	5,2%	5,3%
Mitsui Chemicals	2650,00	6,9	6,6	6,3	0,7	0,7	0,6	6,9	7,4	7,0	10%	10%	10%	3,8%	3,9%	4,1%
Westlake Chemical	66,03	6,8	5,7	5,6	1,4	1,3	1,2	12,5	9,0	8,5	20%	22%	22%	1,5%	1,6%	1,7%
Mediana		6,7	5,8	5,6	0,9	0,9	0,9	8,6	7,8	7,2	16%	16%	17%	3,8%	3,7%	4,0%

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

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	5,43	4,6	3,8	3,5	0,9	0,8	0,7	10,8	8,4	7,7	19%	21%	20%	2,0%	3,7%	4,8%
A2A	1,56	7,1	6,6	6,4	1,3	1,3	1,2	14,8	12,9	13,0	19%	19%	19%	5,0%	5,1%	5,3%
BG Group	25,87	5,8	5,3	5,1	0,9	0,9	0,9	11,9	10,3	9,9	16%	17%	17%	5,7%	5,8%	5,9%
BP	5,50	5,0	4,7	4,7	0,7	0,7	0,7	12,9	11,2	10,7	14%	15%	15%	5,8%	5,9%	6,1%
Centrica	0,89	4,2	4,0	4,0	0,3	0,3	0,3	10,5	8,4	8,4	8%	8%	8%	9,3%	8,8%	8,5%
Enagas	24,91	10,7	10,5	11,2	8,7	8,8	9,4	14,1	13,0	14,0	81%	84%	84%	6,4%	6,7%	6,8%
Endesa	23,71	8,4	8,3	8,1	1,5	1,5	1,4	16,6	16,3	15,9	18%	18%	17%	6,0%	6,1%	5,3%
Engie	13,44	6,0	5,7	5,5	0,9	0,9	0,9	12,9	11,5	10,5	15%	15%	16%	5,8%	6,2%	6,8%
Eni	14,52	3,6	3,4	3,3	0,9	0,9	0,9	11,5	10,2	9,7	24%	26%	28%	5,9%	6,0%	6,2%
Equinor	171,10	3,0	2,6	2,5	1,1	1,0	1,0	10,9	9,6	8,9	37%	39%	40%	5,2%	5,5%	5,8%
Gas Natural SDG	25,39	9,7	9,3	9,1	1,7	1,6	1,6	17,9	16,7	15,7	17%	17%	17%	5,4%	5,6%	5,9%
Gazprom	232,38	3,8	3,7	3,5	1,1	1,0	1,0	3,9	4,0	3,8	28%	28%	28%	6,4%	7,3%	9,0%
Hera	3,38	7,6	7,5	7,3	1,3	1,2	1,2	16,9	16,5	16,3	17%	17%	17%	3,0%	3,3%	3,3%
NovaTek	206,80	13,1	13,1	13,4	4,7	4,5	4,2	10,4	12,6	11,9	36%	34%	31%	2,0%	2,6%	2,9%
ROMGAZ	31,75	4,7	4,3	4,0	2,1	2,0	1,9	9,6	8,4	7,8	46%	47%	48%	8,8%	10,0%	11,1%
Shell	28,88	5,8	5,3	5,1	0,9	0,9	0,9	11,9	10,3	9,8	16%	17%	17%	5,7%	5,8%	5,9%
Snam	4,63	12,5	12,2	11,9	10,1	9,9	9,6	14,8	14,5	13,9	81%	81%	81%	5,1%	5,4%	5,6%
Total	49,00	5,1	4,7	4,6	0,9	0,9	0,9	10,4	9,3	9,1	19%	20%	20%	5,3%	5,5%	5,6%
Mediana		5,8	5,3	5,1	1,1	1,0	1,0	11,9	10,8	10,2	19%	20%	20%	5,7%	5,8%	5,9%

Wycena spółek wydobywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	3104,00	4,9	4,5	4,6	0,7	0,7	0,6	8,6	7,2	7,3	14%	15%	14%	4,1%	4,3%	4,8%
Bashneft	1909,00	1,9	1,8	1,7	0,5	0,5	0,4	2,9	2,8	2,4	24%	26%	25%	15,0%	11,8%	12,7%
BP	5,50	5,0	4,7	4,7	0,7	0,7	0,7	12,9	11,2	10,7	14%	15%	15%	5,8%	5,9%	6,1%
Dana Gas	0,95	7,8	7,6	5,7	4,6	4,5	3,6	28,7	20,6	12,3	58%	58%	64%	6,0%	6,0%	6,5%
Eni	14,52	3,6	3,4	3,3	0,9	0,9	0,9	11,5	10,2	9,7	24%	26%	28%	5,9%	6,0%	6,2%
Equinor	171,10	3,0	2,6	2,5	1,1	1,0	1,0	10,9	9,6	8,9	37%	39%	40%	5,2%	5,5%	5,8%
Gazprom Neft	402,10	4,2	4,3	4,1	1,0	1,0	0,9	4,7	5,0	4,8	24%	23%	23%	8,1%	8,2%	8,5%
Gulf Keystone	2,32	3,2	1,8	1,5	1,9	1,2	1,0	10,2	4,7	3,0	61%	67%	70%	7,5%	7,5%	9,8%
Lukoil	5270,00	3,6	3,5	3,4	0,5	0,5	0,5	6,2	5,9	5,7	15%	15%	16%	4,9%	5,3%	5,8%
Occidental Petroleum	49,89	5,5	4,8	4,5	2,6	2,1	2,2	13,4	13,7	14,3	47%	43%	48%	6,2%	6,3%	6,4%
Repsol	13,91	4,4	4,0	4,0	0,7	0,7	0,6	8,3	7,1	7,4	15%	17%	16%	6,9%	7,2%	7,4%
Rosneft Oil	416,45	4,0	3,7	3,5	1,0	0,9	0,9	6,3	5,1	4,7	24%	25%	25%	7,0%	9,1%	10,4%
Shell	28,88	5,8	5,3	5,1	0,9	0,9	0,9	11,9	10,3	9,8	16%	17%	17%	5,7%	5,8%	5,9%
Surgutneftegas	41,25	-	-	-	-	-	-	5,4	4,4	4,5	-	-	-	9,6%	6,5%	6,1%
Total	49,00	5,1	4,7	4,6	0,9	0,9	0,9	10,4	9,3	9,1	19%	20%	20%	5,3%	5,5%	5,6%
Tullow Oil	2,08	4,7	4,8	4,8	3,6	3,5	3,6	10,6	10,4	10,4	75%	73%	74%	2,9%	2,9%	3,2%
Mediana		4,4	4,3	4,1	0,9	0,9	0,9	10,3	8,3	8,2	24%	25%	25%	6,0%	6,0%	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	44,12	1,2	2,0	2,6	0,3	0,3	0,4	4,9	13,0	30,4	23%	17%	15%	3,9%	4,0%	3,9%
KGHM	104,10	4,9	4,8	4,3	1,1	1,1	1,0	9,2	9,8	9,0	23%	22%	23%	0,0%	1,4%	3,1%
LW Bogdanka*	33,50	1,5	1,5	1,5	0,5	0,5	0,5	5,3	5,8	5,7	33%	32%	31%	4,7%	6,2%	5,7%
Anglo American	21,79	4,4	4,7	5,0	1,6	1,6	1,6	9,3	10,3	11,1	36%	33%	31%	4,6%	4,2%	4,1%
Antofagasta	8,94	5,3	5,3	4,7	2,7	2,7	2,5	16,5	16,2	13,7	50%	51%	53%	3,0%	2,9%	3,8%
BHP Group	19,76	6,4	6,0	6,6	3,4	3,3	3,5	13,2	11,5	13,4	53%	55%	53%	8,4%	6,1%	5,5%
Freeport-McMoRan	11,34	9,3	6,8	4,3	2,1	2,0	1,7	29,0	12,8	6,2	23%	30%	39%	1,8%	3,1%	3,9%
Glencore	2,78	5,6	5,0	4,9	0,4	0,4	0,4	10,7	8,7	8,1	7%	7%	7%	5,7%	6,3%	6,8%
Grupo Mexico	51,24	5,5	5,1	4,7	2,6	2,4	2,2	10,6	9,5	9,0	47%	47%	48%	5,0%	5,8%	7,3%
Kazakhmys	5,81	4,6	4,4	4,3	2,5	2,4	2,3	6,7	6,2	5,8	54%	54%	54%	1,3%	1,4%	2,1%
Rio Tinto	47,51	5,1	5,5	5,9	2,5	2,6	2,7	9,5	10,5	12,0	49%	47%	46%	6,8%	5,8%	5,2%
Southern CC	39,45	9,6	8,8	8,6	4,9	4,6	4,4	17,4	15,4	15,0	51%	52%	51%	3,4%	4,4%	4,4%
Mediana		5,2	5,0	4,7	2,3	2,2	2,0	10,0	10,4	10,1	41%	40%	42%	4,2%	4,3%	4,2%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	327,50	9,0	8,5	8,4	1,4	1,3	1,3	13,0	12,2	11,7	15%	15%	15%	7,3%	6,1%	7,0%
Alcoa	22,22	3,4	3,1	3,1	0,6	0,6	0,6	33,5	9,3	9,0	19%	19%	19%	-	0,1%	0,2%
Constellium	9,61	6,1	5,4	5,0	0,5	0,5	0,5	9,7	6,8	5,5	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	95,00	8,1	7,6	7,5	1,1	1,1	1,0	13,5	12,4	11,6	14%	14%	14%	2,5%	2,6%	2,8%
Norsk Hydro	30,27	6,0	4,3	4,0	0,5	0,5	0,5	19,6	9,9	8,7	9%	11%	12%	4,2%	4,6%	5,1%
Rusal	3,22	8,8	7,6	7,2	1,4	1,3	1,3	3,9	3,4	3,3	16%	17%	18%	2,9%	5,7%	6,6%
Mediana		7,1	6,5	6,1	0,9	0,8	0,8	13,3	9,6	8,8	15%	15%	15%	3,5%	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	40,06	5,0	7,2	8,3	0,6	0,7	0,8	8,4	15,8	16,1	12%	9%	9%	0,0%	0,0%	1,9%
ZA Police*	13,10	3,9	3,5	3,5	0,9	0,9	0,9	1,2	1,1	1,1	23%	24%	24%	63,4%	68,7%	76,3%
Acron	4528,00	7,5	7,3	7,1	2,5	2,4	2,2	9,1	8,6	8,4	34%	33%	31%	7,4%	7,4%	7,8%
CF Industries	47,05	10,6	9,3	8,9	3,7	3,5	3,5	24,7	17,8	15,4	35%	38%	40%	2,6%	2,6%	2,6%
Israel Chemicals	19,07	7,9	7,5	7,3	1,7	1,6	1,5	13,5	12,3	11,9	21%	21%	21%	3,0%	4,0%	4,1%
K+S	16,05	7,7	6,8	6,3	1,5	1,4	1,4	13,4	10,3	8,7	19%	21%	22%	2,7%	3,7%	4,4%
Phosagro	2457,00	6,0	5,6	5,1	1,8	1,8	1,6	9,3	9,1	6,3	31%	32%	32%	6,6%	6,3%	9,1%
The Mosaic Company	23,43	6,8	6,0	5,6	1,4	1,4	1,3	13,6	9,9	8,4	21%	23%	24%	0,8%	0,9%	1,2%
Yara International	410,00	8,6	7,3	7,0	1,3	1,2	1,2	15,7	12,2	11,4	15%	17%	17%	2,4%	3,3%	3,7%
Mediana		7,5	7,2	7,0	1,5	1,4	1,4	13,4	10,3	8,7	21%	23%	24%	2,7%	3,7%	4,1%

Wycena spółek spożywczych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	23,90	6,1	5,2	4,0	1,1	0,9	0,9	11,4	4,3	3,7	18%	18%	21%	-	-	-
Kemel	47,25	5,7	4,9	4,1	0,6	0,4	0,4	5,5	5,4	4,5	10%	9%	9%	1,9%	7,6%	9,8%
Agrana Beteiligungs	18,90	10,4	8,5	6,5	0,6	0,6	0,6	46,1	21,4	13,3	6%	7%	9%	5,3%	5,0%	5,6%
Bunge Limited	57,49	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	46,44	5,0	4,5	4,4	0,4	0,4	0,4	11,5	9,8	10,3	8%	9%	8%	1,0%	5,2%	4,1%
MHP	10,20	3,1	2,6	2,6	0,9	0,8	0,8	5,6	4,5	5,2	29%	32%	31%	7,4%	7,4%	7,4%
Nisshin Oilio	3045,00	7,4	7,7	7,2	0,4	0,4	0,4	11,5	14,0	13,2	6%	6%	6%	2,6%	2,6%	2,6%
Suedzucker	14,42	-	12,4	6,6	0,7	0,7	0,7	-	-	13,0	-	6%	10%	1,4%	1,4%	2,2%
Wilmar Int.	3,60	13,7	12,9	12,4	0,8	0,7	0,7	13,4	12,4	11,7	6%	5%	5%	3,1%	3,1%	3,4%
Mediana		6,7	7,7	6,5	0,6	0,6	0,6	11,5	11,1	11,7	7%	7%	9%	2,8%	4,4%	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.

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 Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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