

wtorek, 2 lipca 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 metali

Ceny miedzi mimo zapowiedzi powrotu do rozmów w sprawie handlu przedstawicieli USA i Chin nie zdołały utrzymać wzrostów. Inwestorzy w ubiegłym tygodniu nawet lekko zwiększyli liczbę otwartych negatywnych pozycji na miedzi (wzrost z -24 do -27 tys. sztuk).

W kontekście KGHM martwić może spadek cen molibdenu na rynkach. Ten w ubiegłym tygodniu spadł o około 5% do najniższego poziomu od marca 2019 roku. Po presją znalazły się również ceny złota i srebra. W kontekście oczekiwanych przez nas gorszych r/r wyników KGHM w 2Q'19 warto zastanowić się nad realizacją zysków na akcjach polskiego producenta miedzi.

Rynek agro

Ceny kukurydzy i pszenicy znalazły się pod presją pod koniec ubiegłego tygodnia po tym jak USDA poinformowała, że zasiew kukurydzy nie ucierpi tak bardzo jak oczekiwał rynek mimo niekorzystnych warunków atmosferycznych (negatywnie dla Kernel, dla którego kukurydza jest kluczową uprawą). Kolejny tydzień z rządu na Ukrainie rosły ceny cukru w oczekiwaniu na słabą produkcję w nadchodzącym sezonie (pozytywnie dla Astarta).

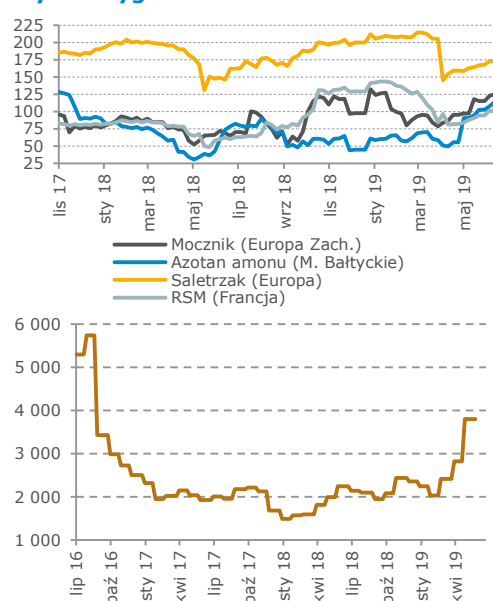
Rynek węgla koksowego

PMI dla przemysłu stalowego w Chinach spadł w czerwcu o 1,8 pkt do 48,2 pkt. Spadek wskaźnika jest jednak tłumaczony głównie spadkiem sub-indeksu pokazującego bieżącą produkcję (spadek o 6,9 pkt. do 49,1 pkt). Według komentatorów ma to związek z ogłoszonymi cięciami produkcyjnymi (w związku z zanieczyszczeniem środowiska) w regionie Tangshan i Wu'an. Subindeks odpowiadający za nowe zamówienia wzrósł w czerwcu o 1,2 pkt. do 47,9 pkt.

Zapasy węgla koksowego w portach chińskich spadają drugi tydzień z rzędu (z 4,9 mln ton do 4,7 mln ton). Poniedziałkowe porozumienie związków zawodowych z Ministrem Energii może poprawić sentyment na akcja JSW.

Drugi tydzień z rzędu przewaga kosztowa elektrycznych (EAF) producentów stali utrzymuje się na poziomie około 50 USD/t względem wielkopiecowych (BOF). Obserwowane na początku tygodnia wzrosty cen rudy żelaza naszym zdaniem przełożą się na jeszcze większą przewagę producentów elektrycznych (pozytywnie dla Cognor, Befesa). Warto w kontekście Cognor zwrócić uwagę na wzrost różnicy między cenami prętów żebrowanych, a ceną złomu (patrz strona 10). Dodatkowo pozytywnie na sentyment do Spółki wpływa możliwe trwałe wyłączenie produkcji w Hucie Częstochowa, która konsumuje około 8% złomu stalowego w Polsce.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
Lotos	-5,9%	-7%
IMC	-3,0%	+25%
Ciech	-2,9%	-6%
PGNiG	-2,3%	-23%
PCC Rokita	-0,3%	-1%
Boryszew	-0,2%	-15%
KGHM	+0,0%	+17%
PKN Orlen	+0,0%	-16%
Impexmetal	+0,2%	+35%
MOL	+0,5%	+6%
CEZ	+0,6%	+2%
Kruszwica	+1,6%	+16%
ZA Puławy	+1,7%	+57%
Astarta	+2,1%	+6%
ZE PAK	+3,7%	-3%
JSW	+3,9%	-32%
Tupras	+4,0%	+13%
Kęty	+4,1%	+4%
Kernel	+4,2%	+2%
Grupa Azoty	+4,3%	+34%
PGE	+4,7%	-6%
Orzeł Biały	+4,9%	+1%
OMV	+5,2%	+20%
LW Bogdanka	+6,0%	-31%
Tarczyński	+6,4%	-14%
Energa	+8,5%	-11%
Enea	+10,0%	-5%
Tauron	+10,4%	-21%
ZCh Police	+16,8%	+13%
Indeksy WIG		
WIG	+0,5%	+5%
Chemia	+2,3%	+14%
Energia	+6,2%	-8%
Paliwa	-1,5%	-16%
Spożywczy	+3,2%	-1%
Surowce	+0,7%	+5%
Ukraina	+1,6%	+3%
Indeksy sektor		
Górnictwo	+2,3%	+29%
Oil & Gas E&P	+1,6%	+13%
Refining EU	+1,0%	+4%
Refining US	+5,3%	+5%
Agri & Food	-0,4%	+27%
Kauczuki	+3,4%	+11%
Nawozy	+1,0%	+5%
Chemicals EU	-0,2%	+18%
Industrials EU	+0,6%	+23%
Petchem World	+1,9%	+5%
Utilities EU	-1,2%	+16%
Utilities US	-2,4%	+14%

Różnica między cenami gazu, a nawozami (USD/t)

Kolejny tydzień spadku cen gazu w Niemczech pozytywnie przekłada się na marże realizowane przez europejskich producentów nawozów (pozytywnie dla Grupa Azoty, Yara). Marże kolejnych tydzień z rzędu są na najwyższym poziomie od początku roku poziomu. Naszym zdaniem konsensus EBITDA Grupy Azoty na 2019 rok będzie podążał w kierunku powyżej 1,5 mld PLN.

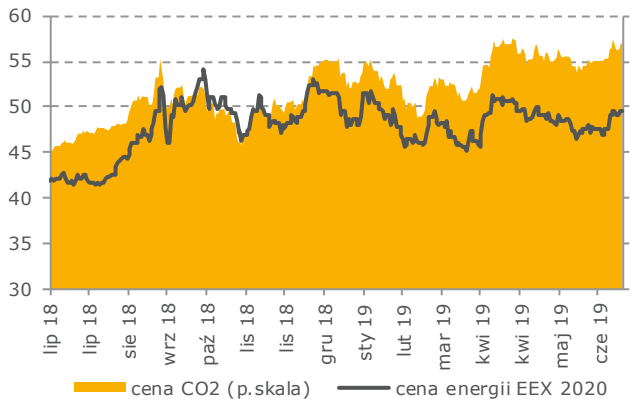
Zapasy węgla w kopalniach w Polsce

W maju krajowe kopalnie sprzedały około 4,3 mln ton węgla, czyli o około 1 mln ton mniej niż wynosiło wydobycie. W efekcie zapasy surowca w kopalniach wzrosły do 3,8 mln ton—czyli najwyższej od wakacji 2016 roku. Słabsza sprzedaż wynika z opóźnień w odbiorze węgla przez elektrownie. Dodatkowo wpływ na to ma łagodna zeszłoroczna zima. Rosnące zapasy węgla mogą zahamować wzrost cen węgla energetycznego w Polsce.

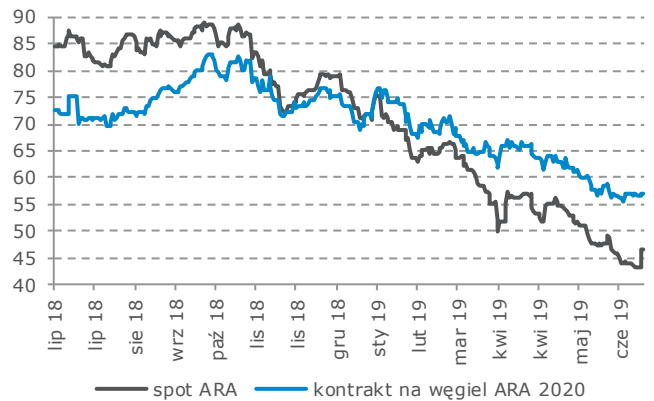


Energetyka

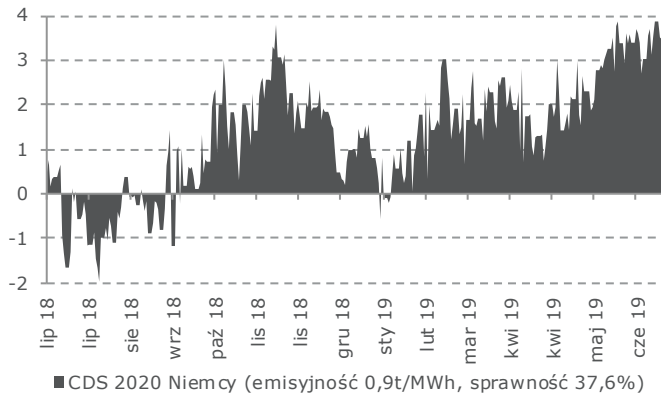
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



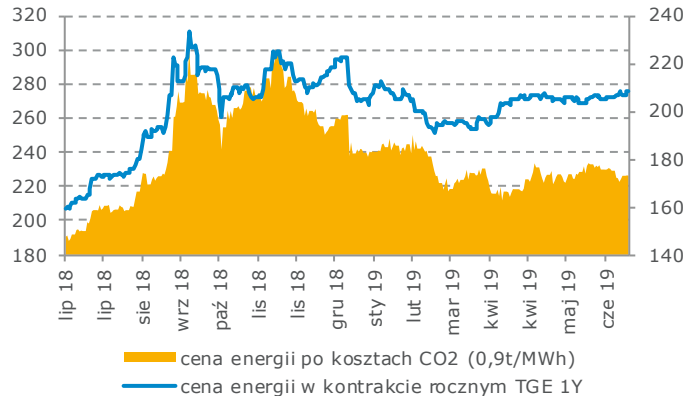
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



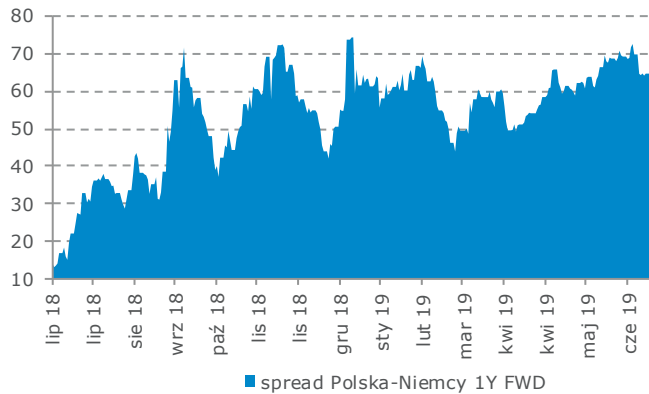
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



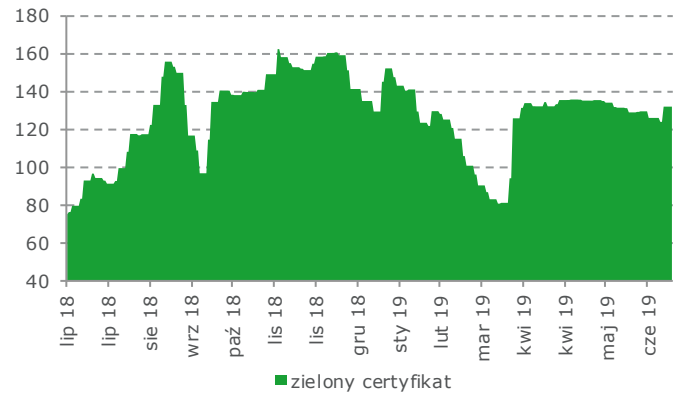
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



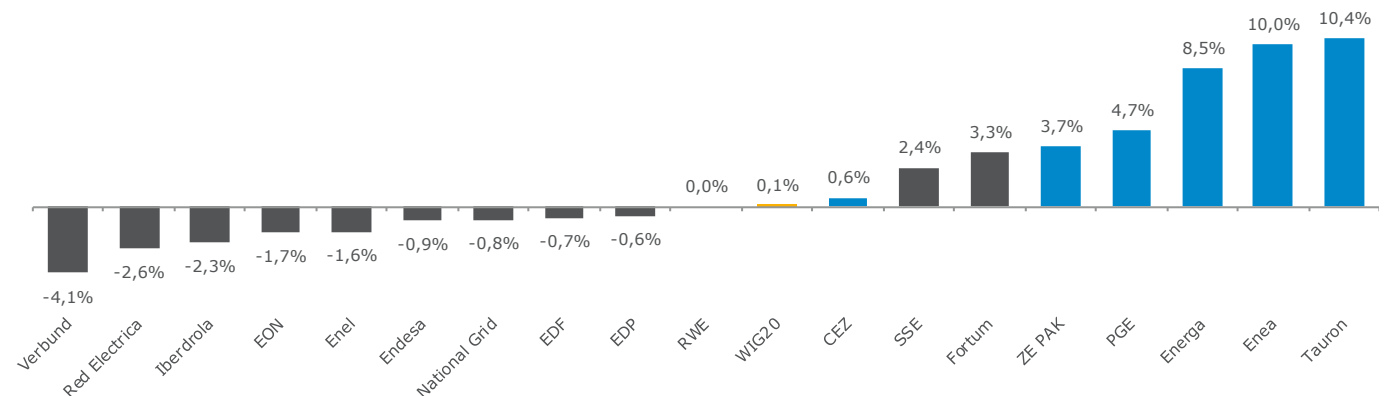
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



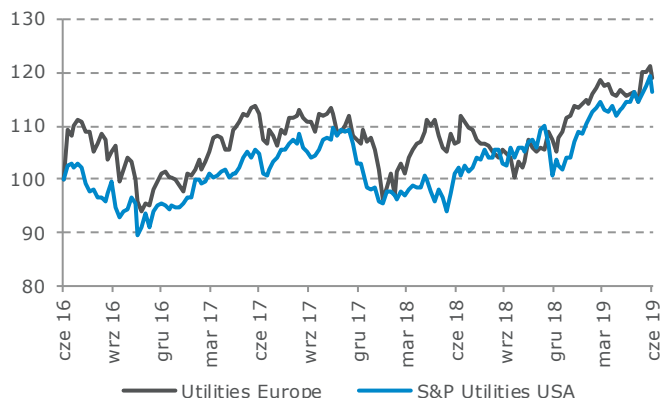
Tygodniowy performance spółek energetycznych



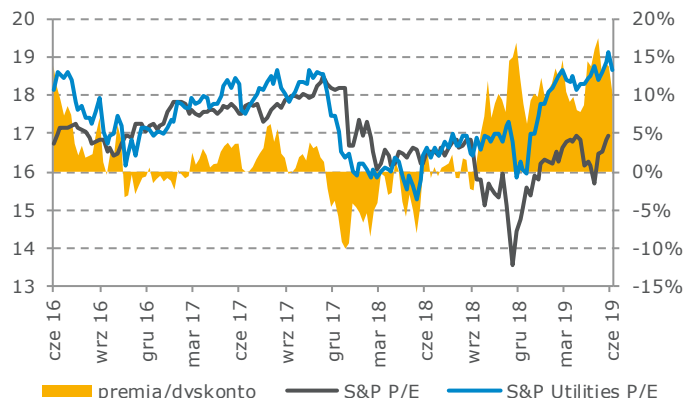
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

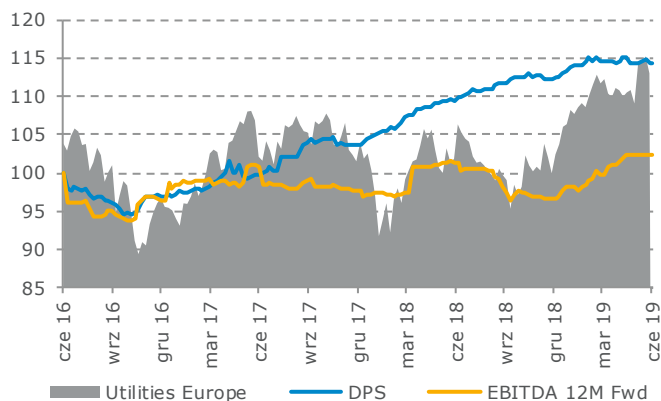
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



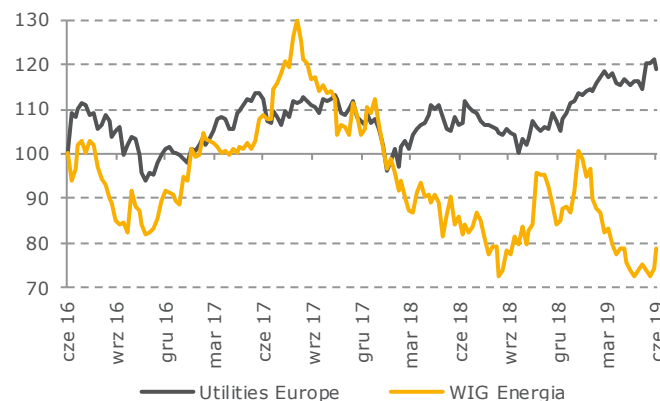
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



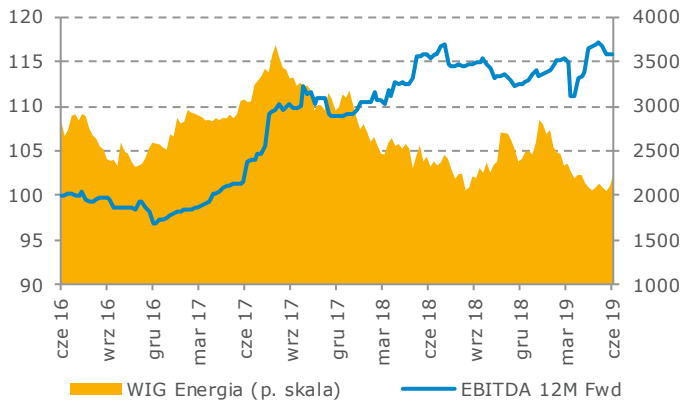
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



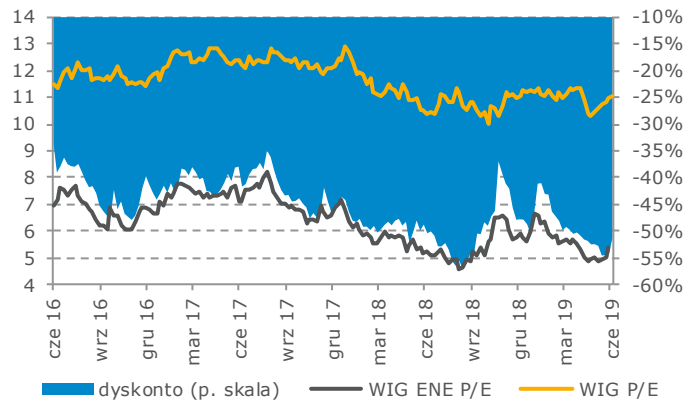
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



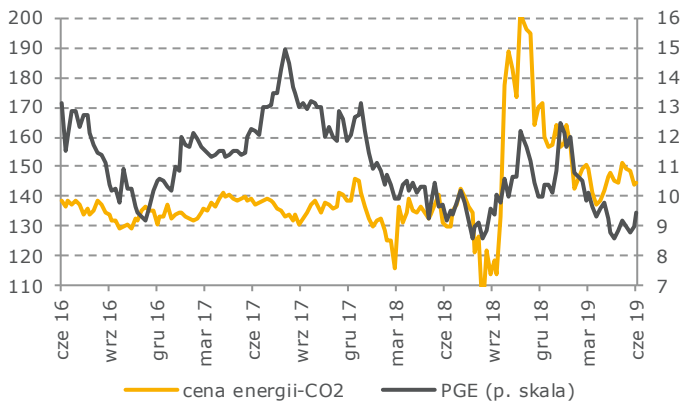
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



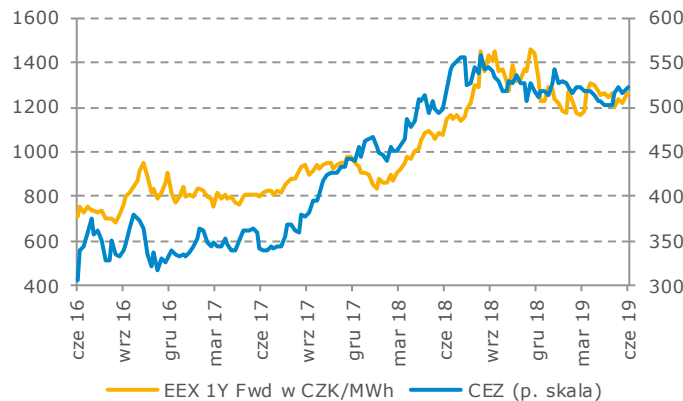
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



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



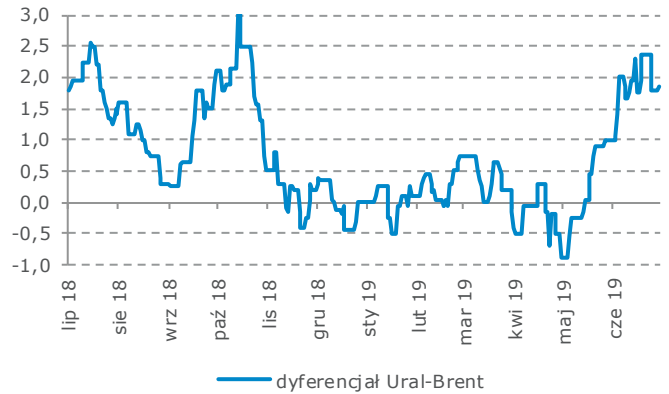
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

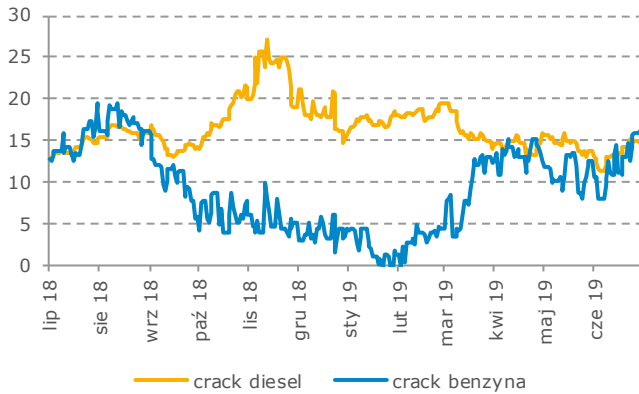
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



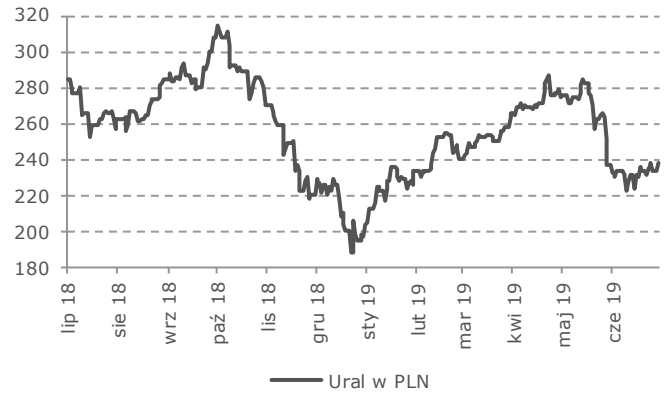
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



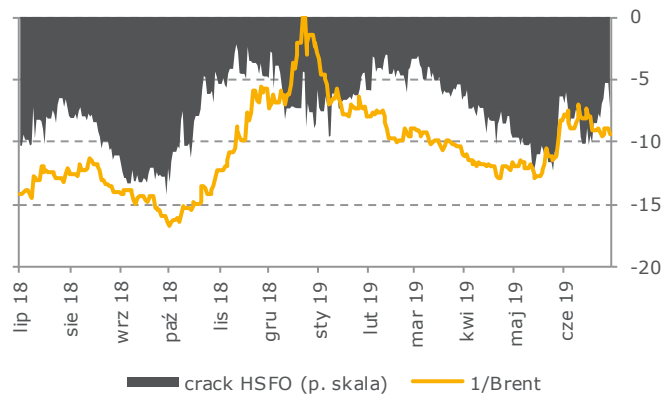
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



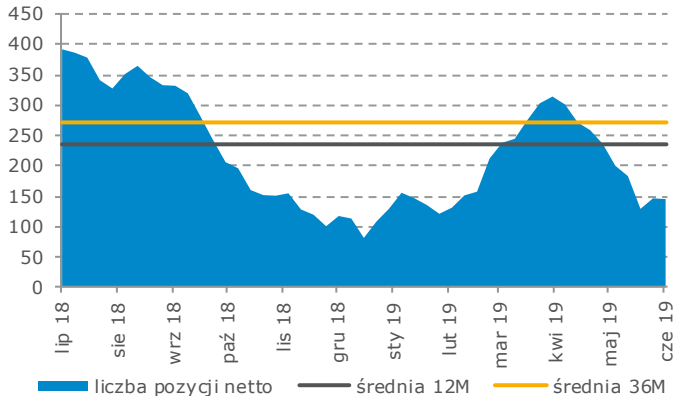
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



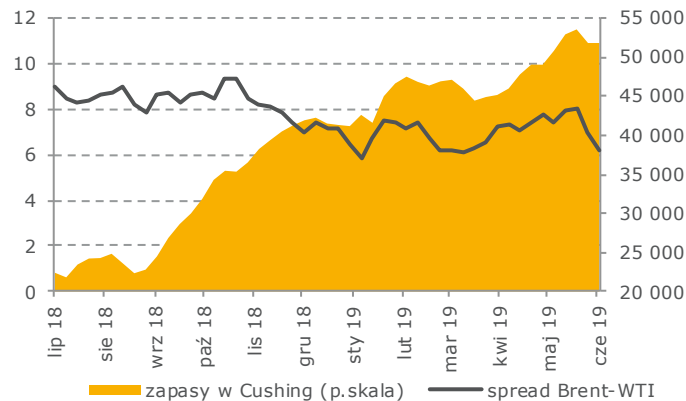
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



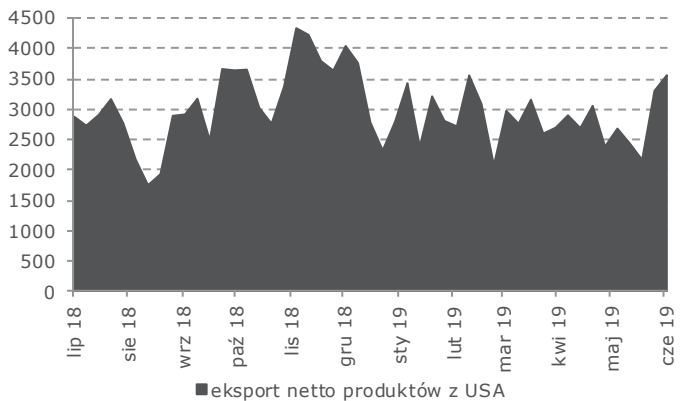
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



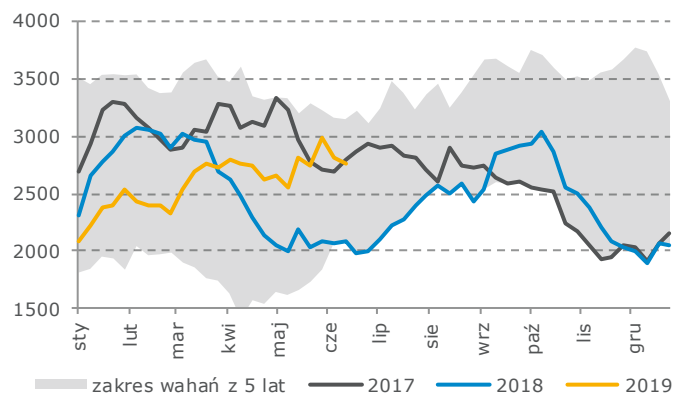
Eksport netto paliw z USA



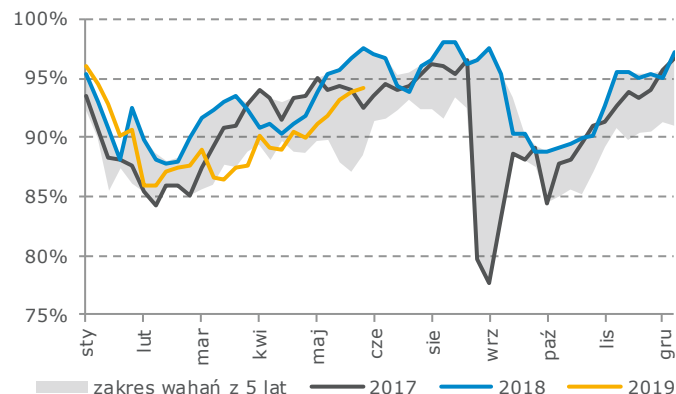
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

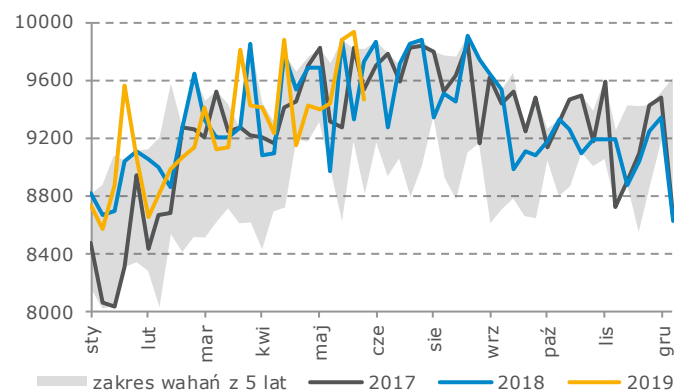
Zapasy diesla w portach ARA



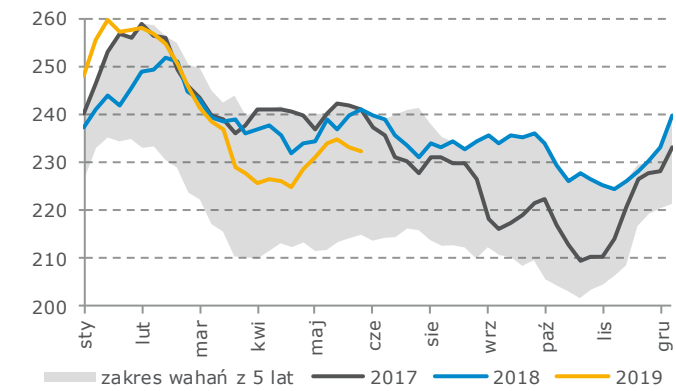
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Popyt na benzynę w USA



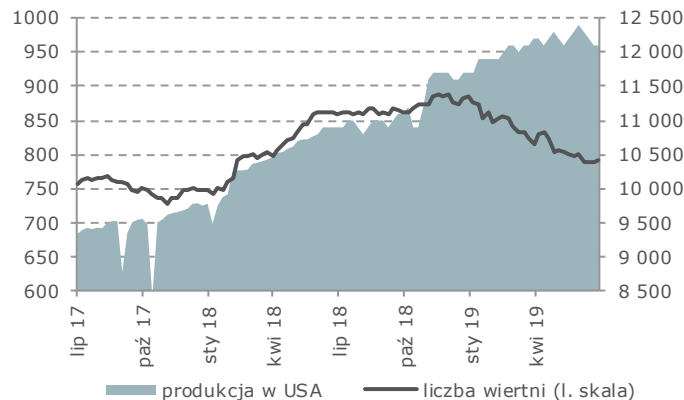
Zapasy benzyny w USA



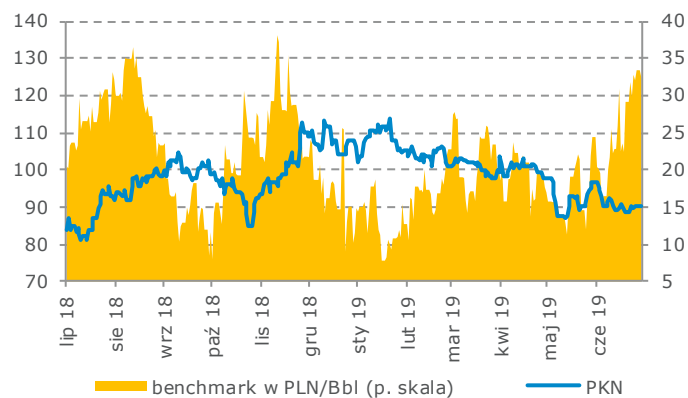
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



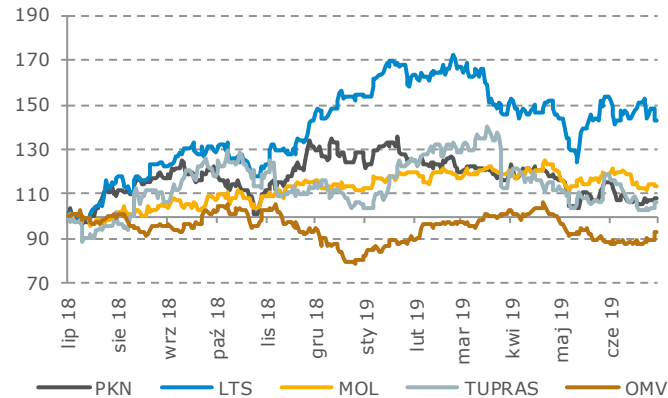
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



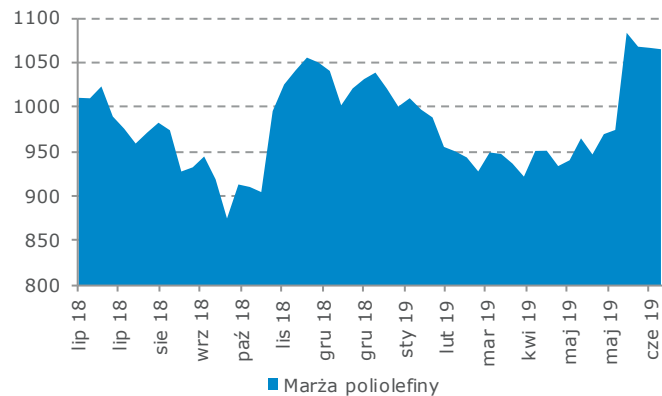
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



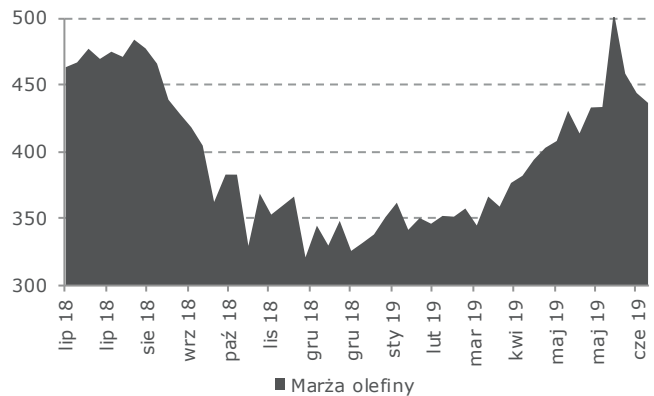
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

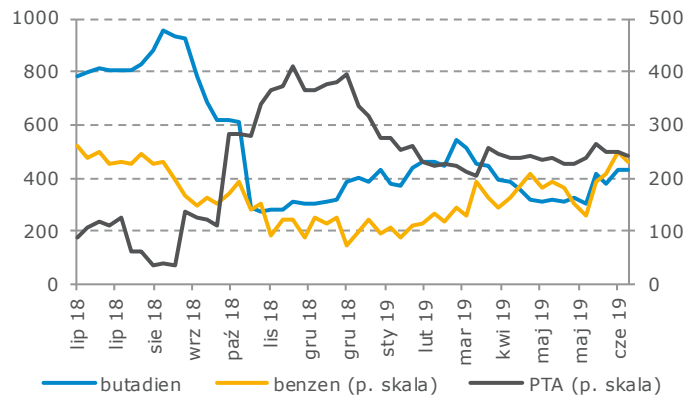
Marża petrochemiczna poliolefiny



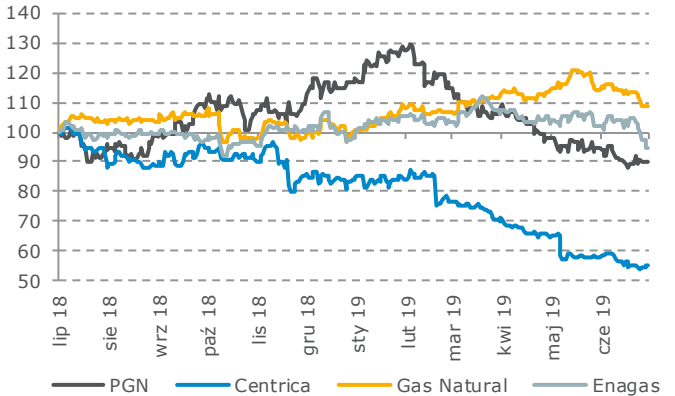
Marża petrochemiczna olefiny



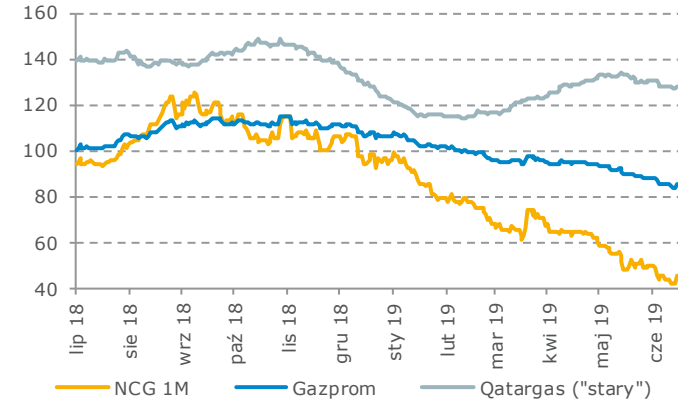
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



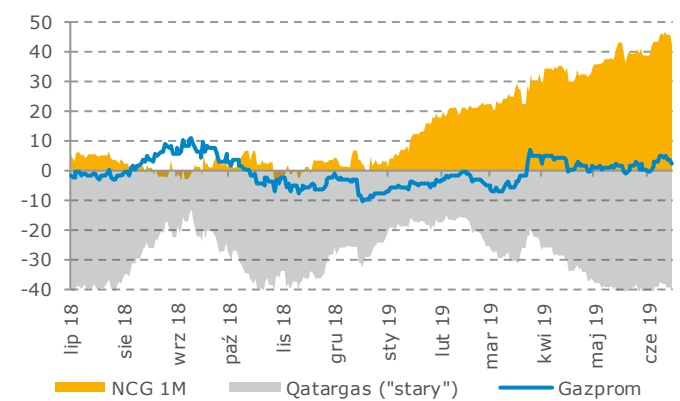
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



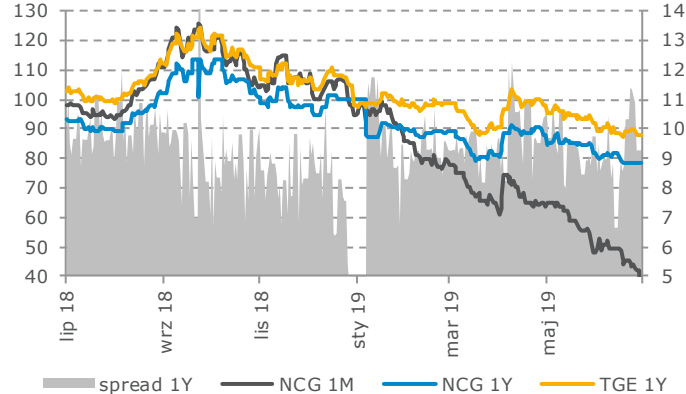
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



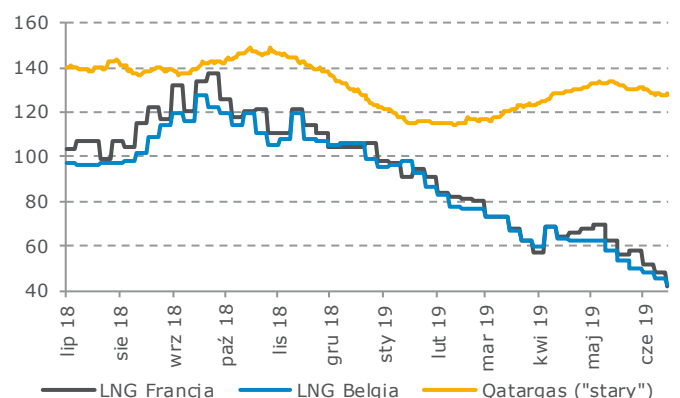
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



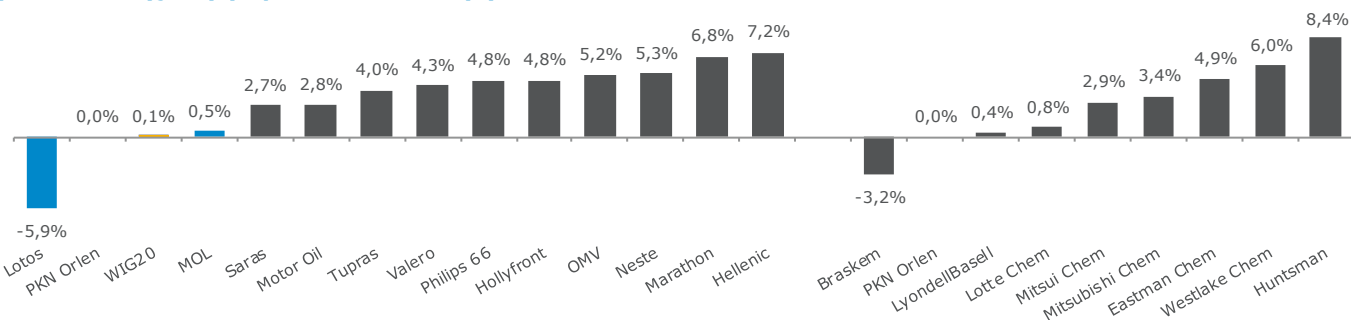
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



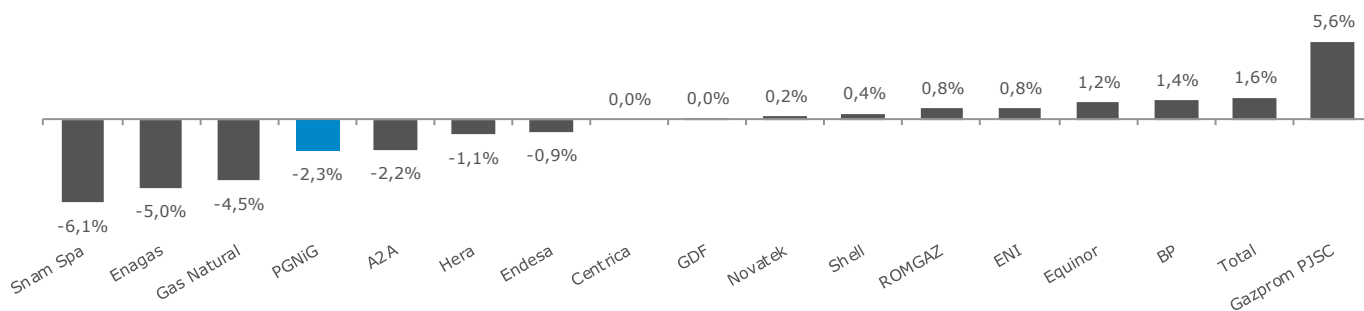
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

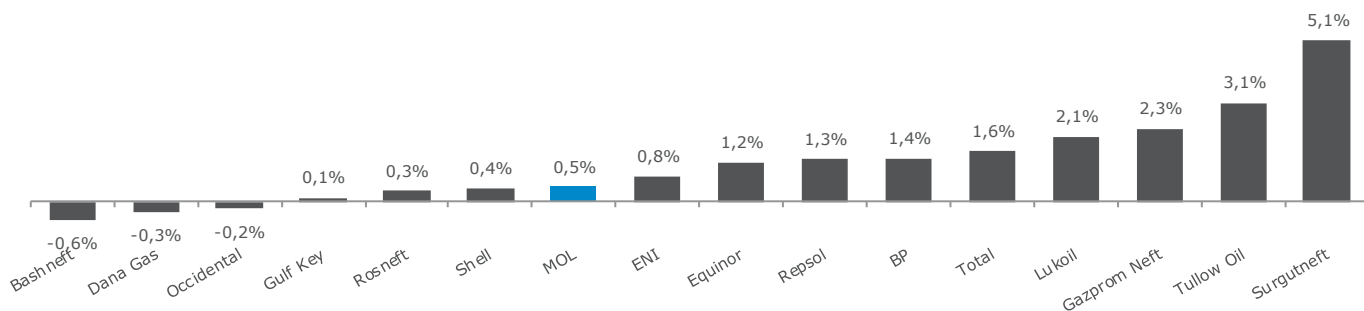
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



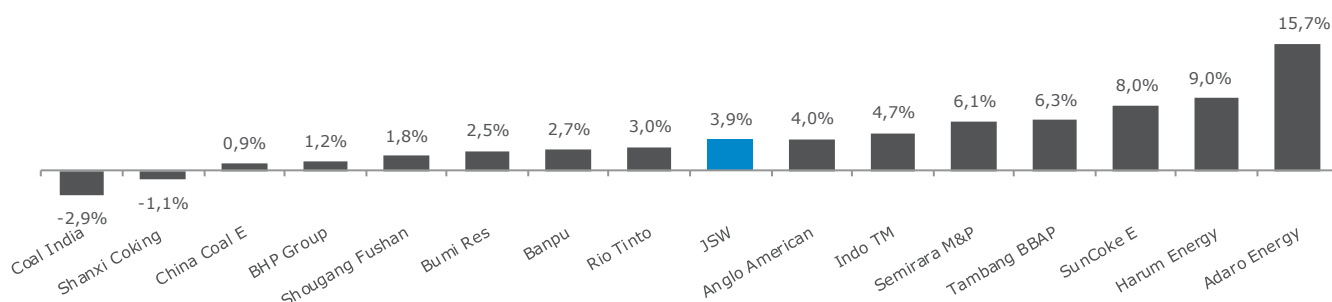
Spółki gazowe



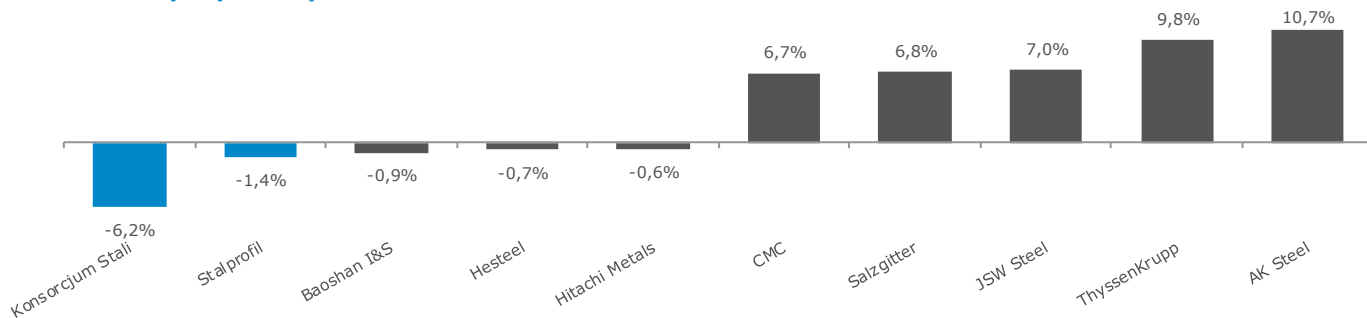
Spółki wydobywcze



Producenci węgla



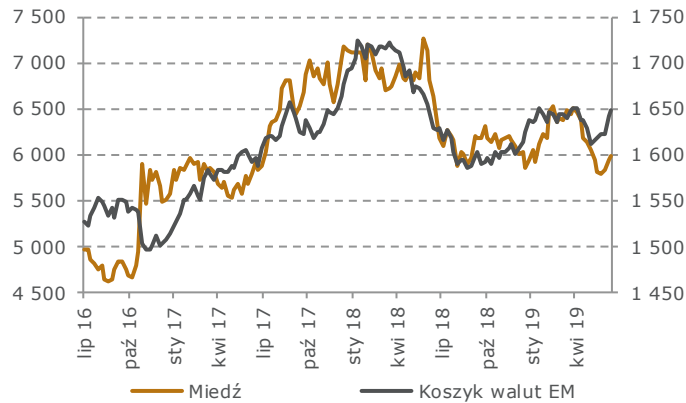
Producenci i dystrybutorzy stali



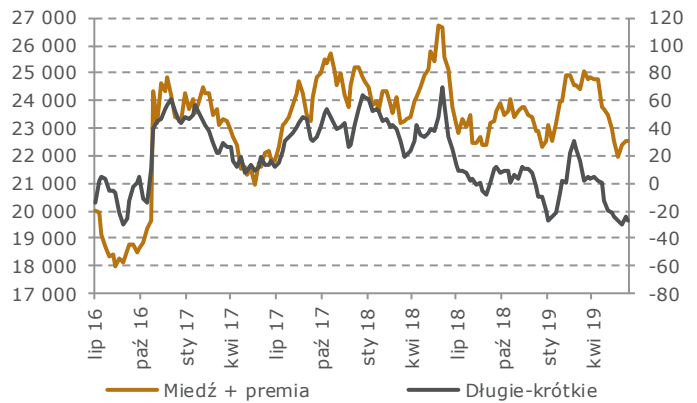
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

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



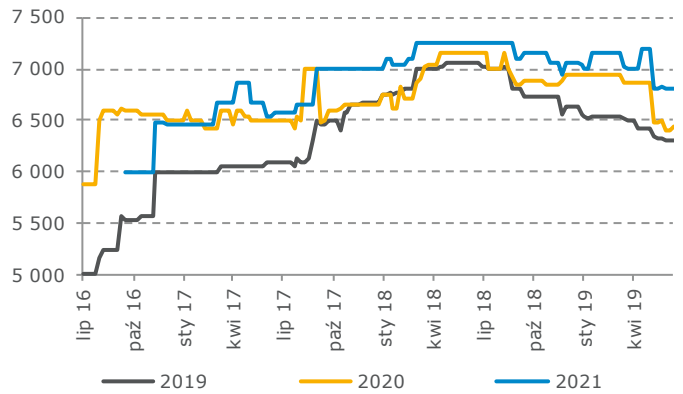
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



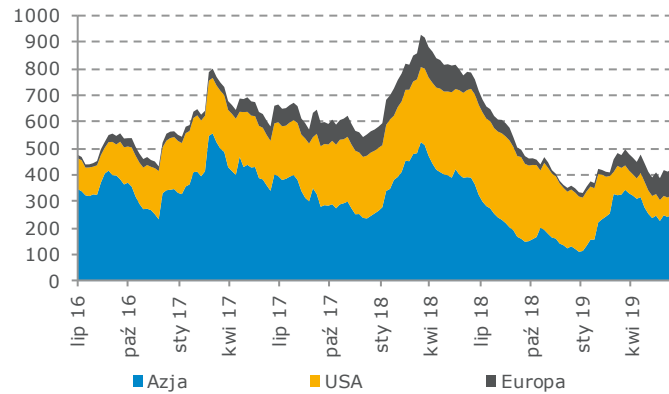
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



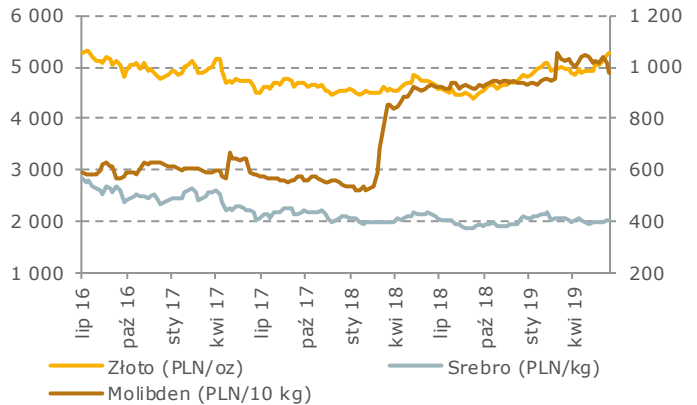
Prognozowana cena miedzi (mediana; USD/t)



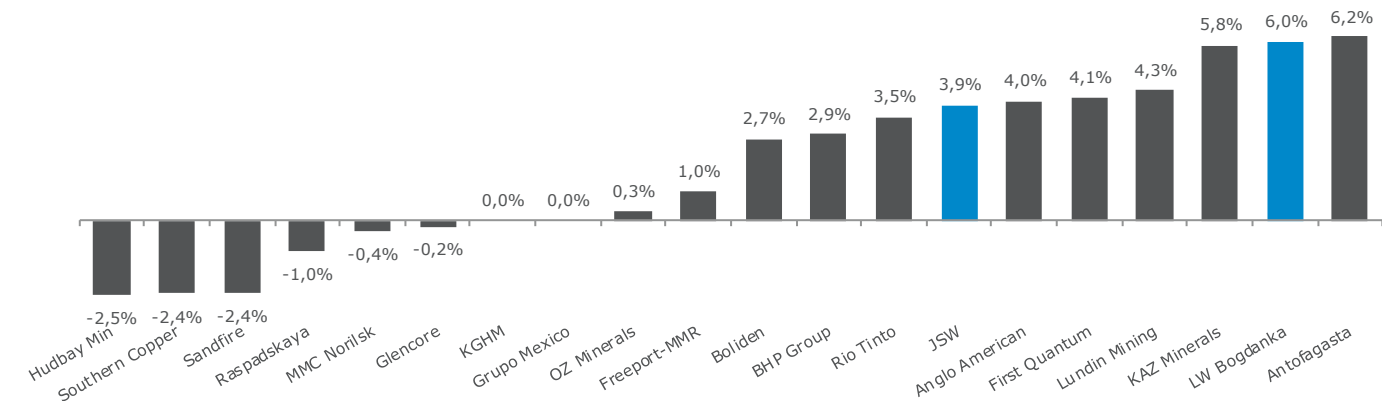
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



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



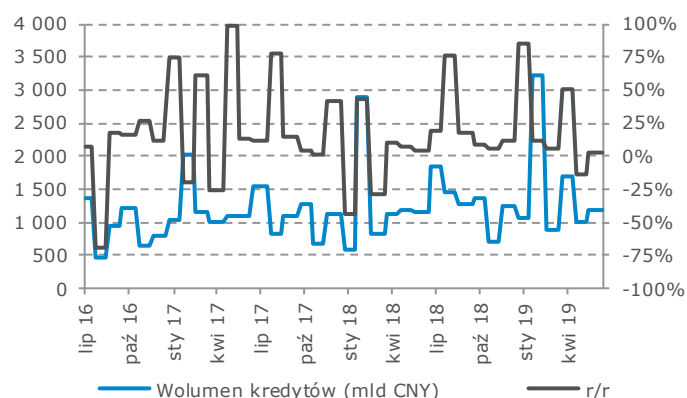
Tygodniowy performance spółek surowcowych



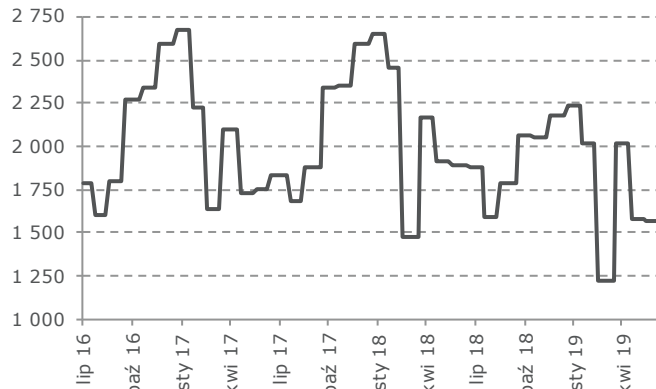
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

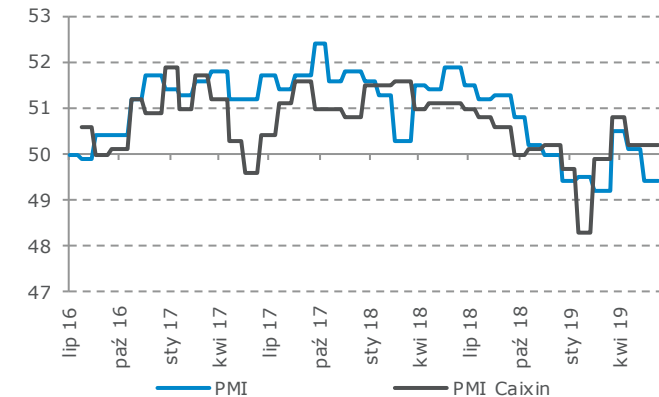
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



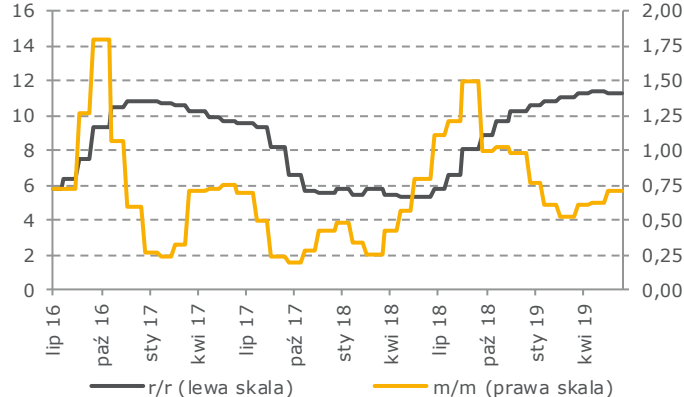
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



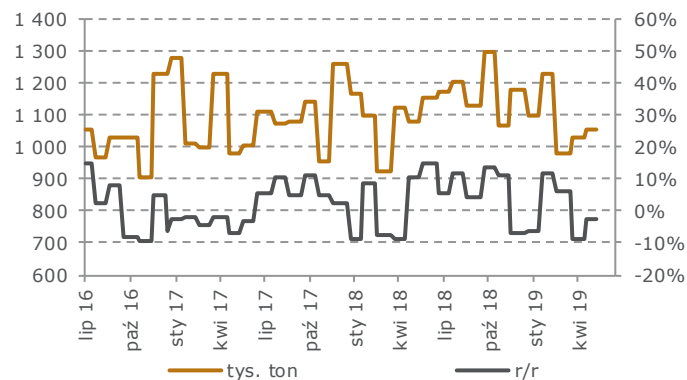
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



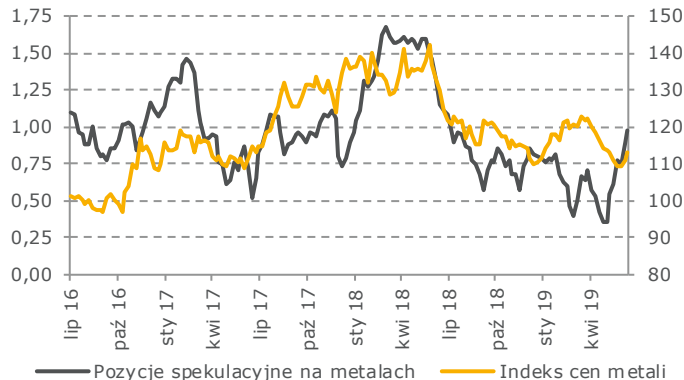
Zmiana cen mieszkań w 70 miastach w Chinach (%)



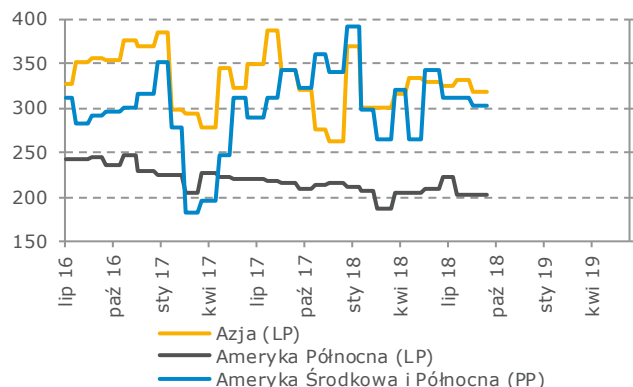
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



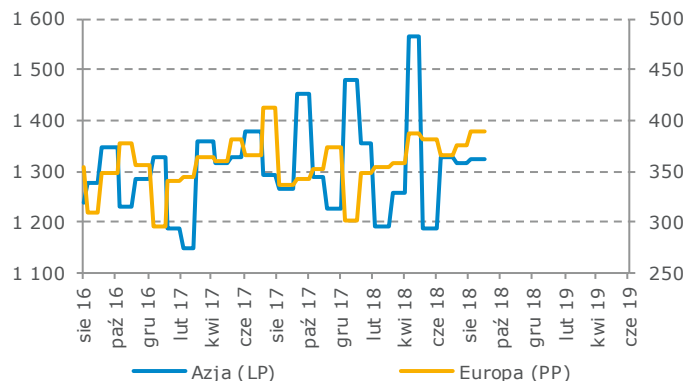
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



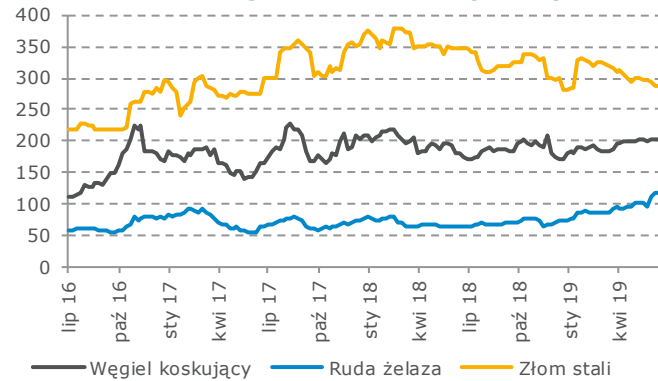
Konsumpcja miedzi w Azji i Europie (tys. ton)



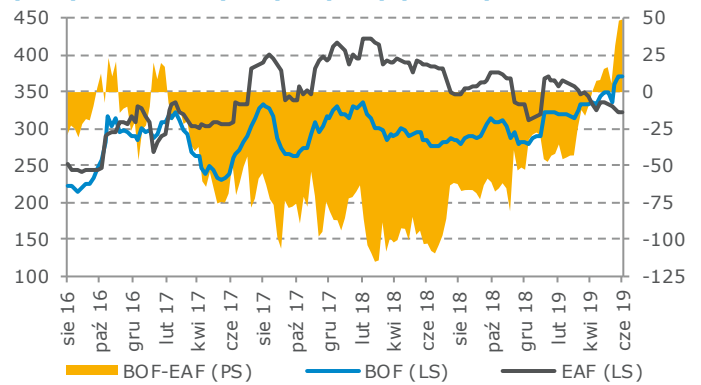
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

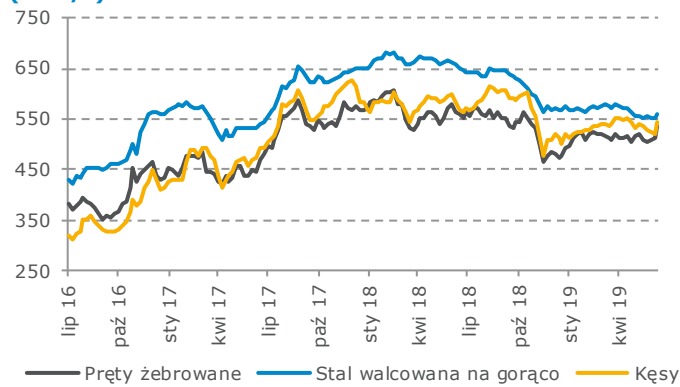
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



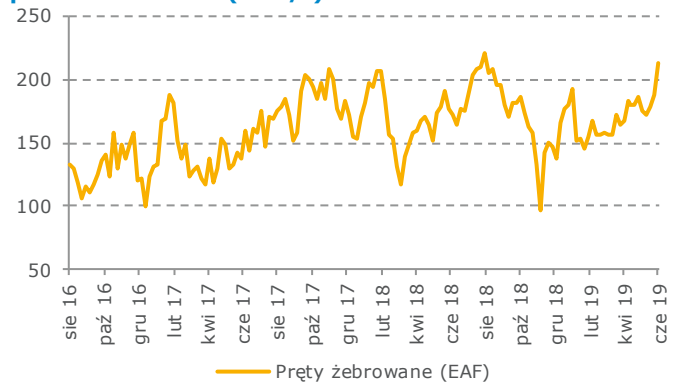
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



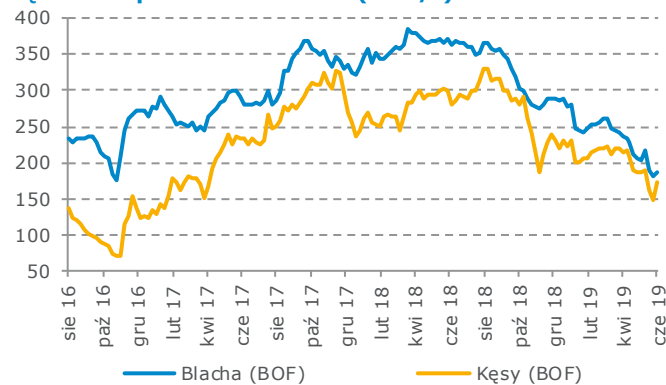
Ceny prętów żebrowanych i stali walcowanej na gorąco (USD/t)



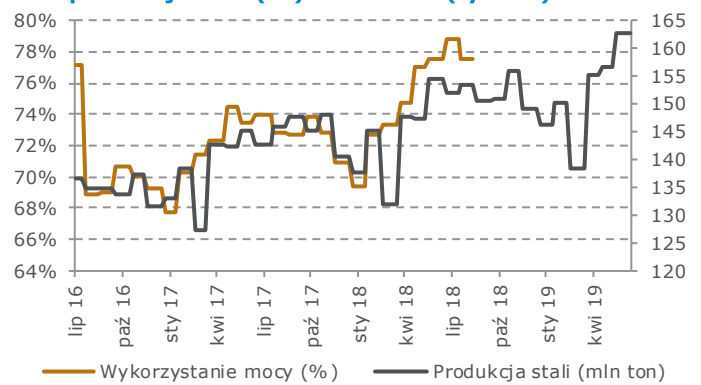
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



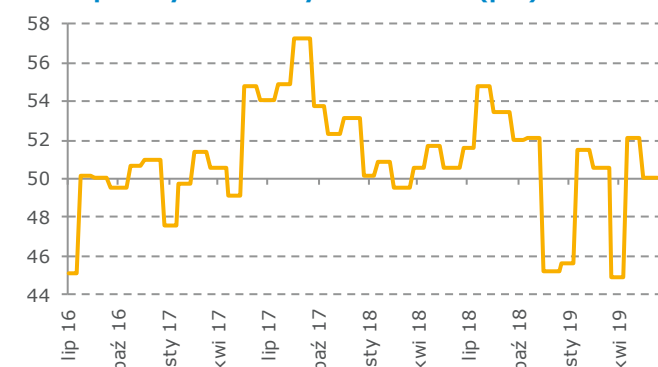
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



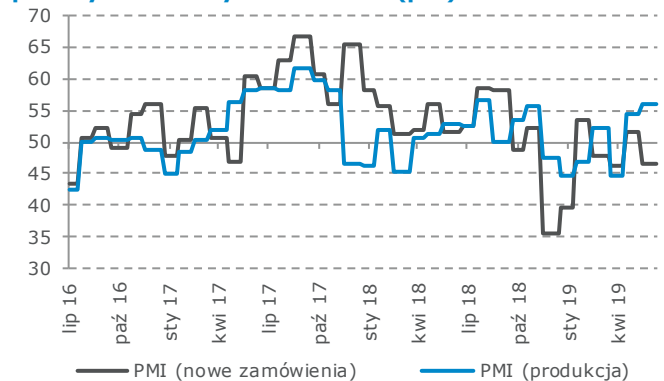
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

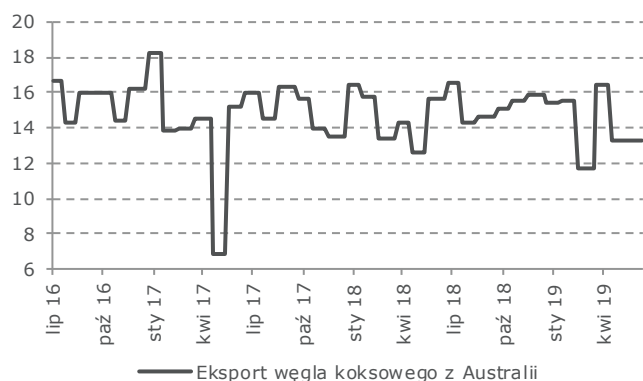


PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)

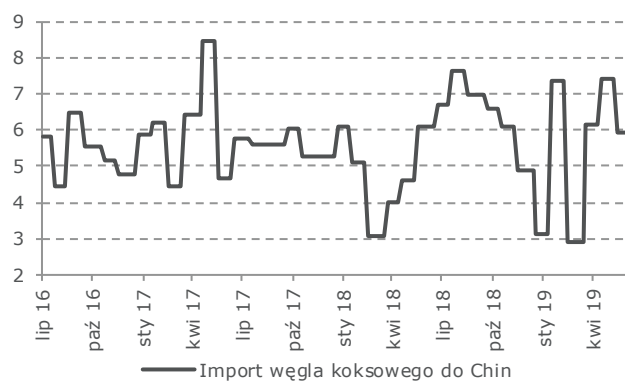


Surowce (stal)

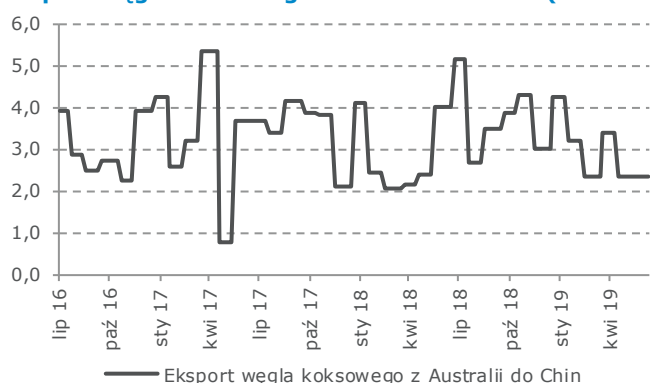
Eksport węgla kokсового z Australii (mln ton)



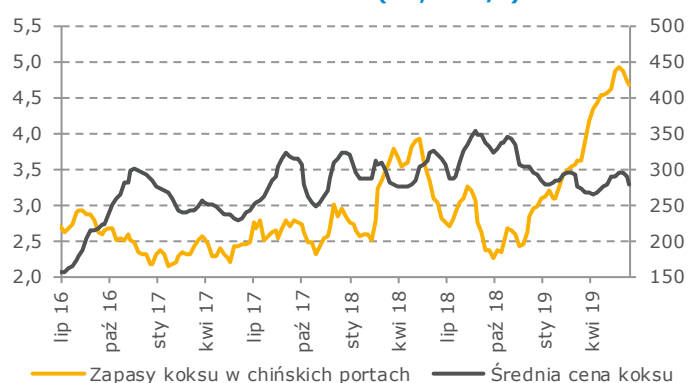
Import węgla kokсового do Chin (mln ton)



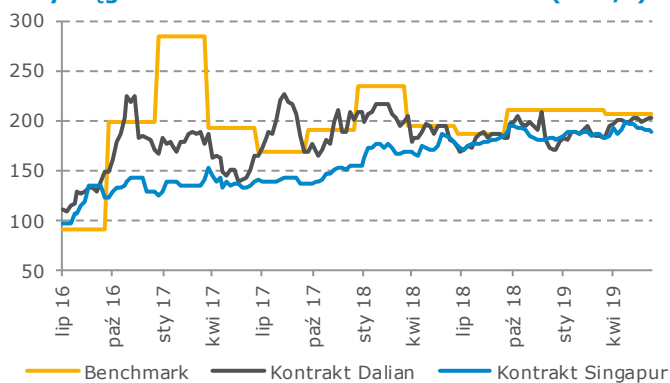
Eksport węgla kokсового z Australii do Chin (mln ton)



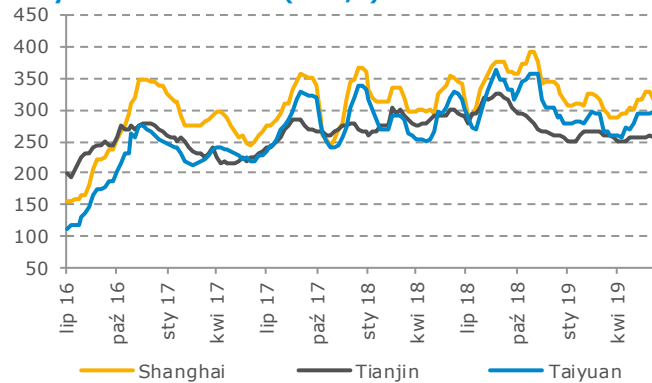
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



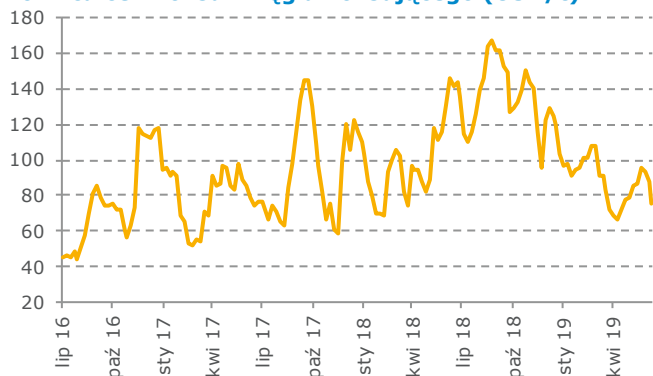
Ceny węgla kok. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



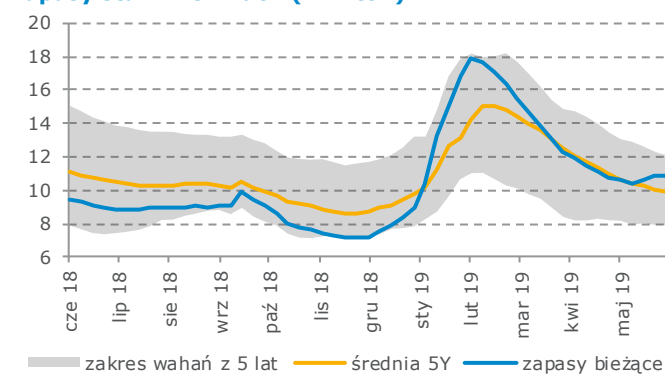
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla kokującego (USD/t)



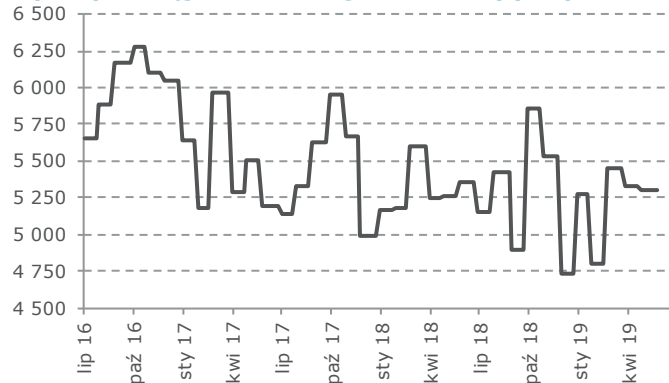
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



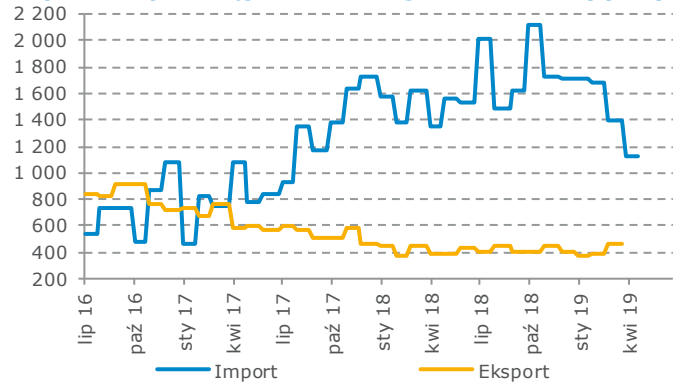
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Węgiel energetyczny

Wydobycie węgla kamiennego w Polsce (tys. t)



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



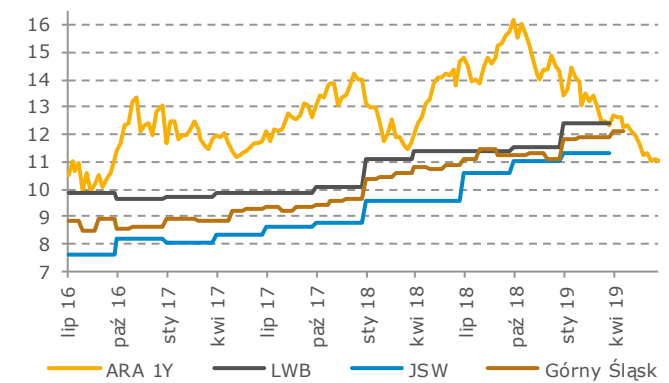
Zapasy węgla kamiennego w Polsce na przykopalnianych zwałowiskach (tys. t)



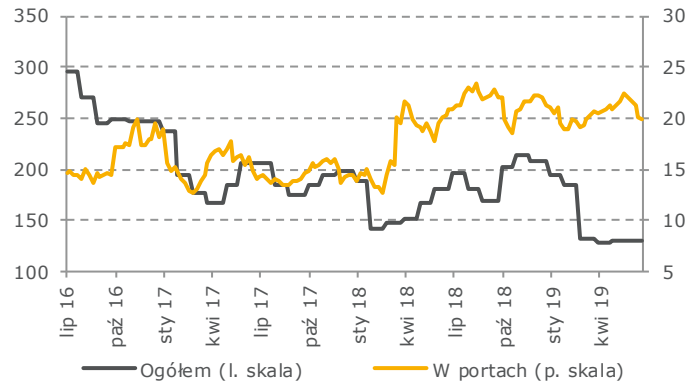
Zapasy/bieżąca produkcja węgla kamiennego w Polsce



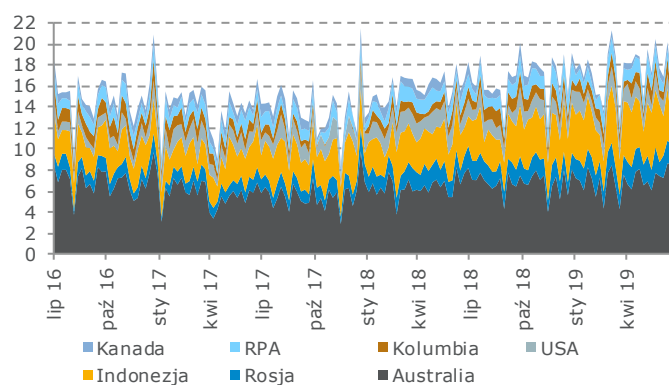
Ceny węgla energetycznego oraz benchmark (PLN/GJ)



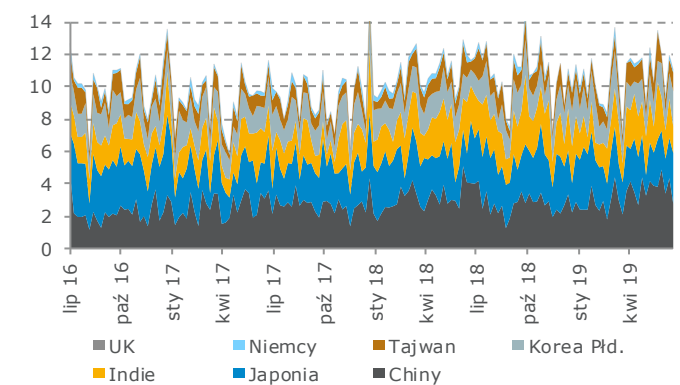
Zapasy węgla energetycznego w Chinach oraz w chińskich portach (mln ton)



Eksport węgla energetycznego z kluczowych destynacji (mln ton)



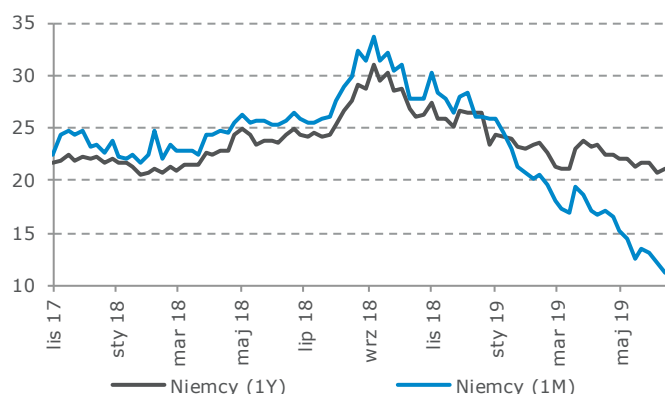
Import węgla energetycznego do kluczowych destynacji (mln ton)



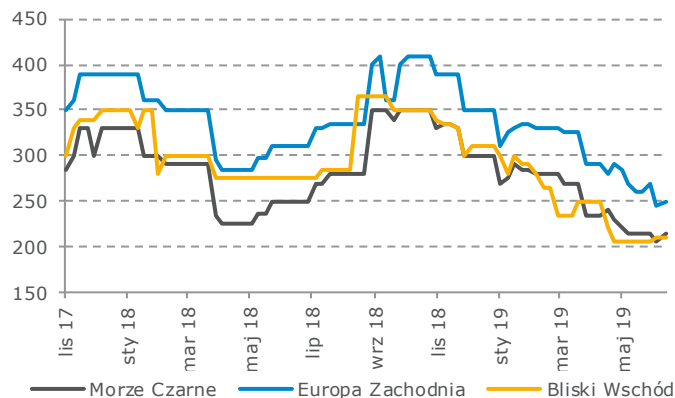
Źródło: Bloomberg, ARP, Eurostat, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

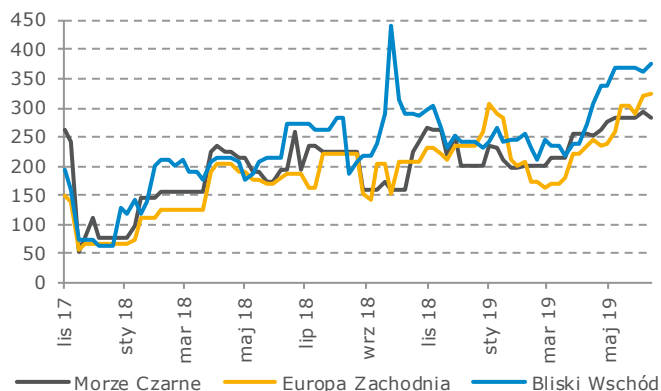
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



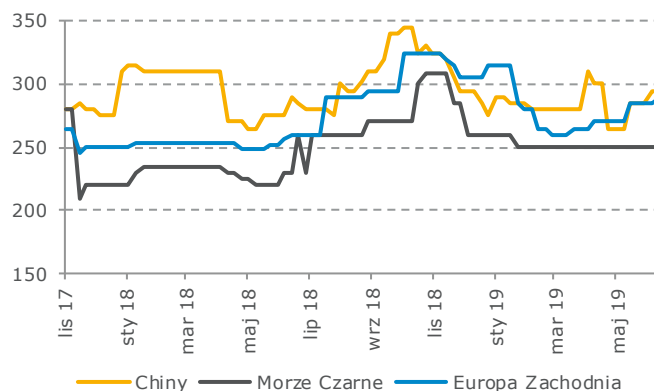
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



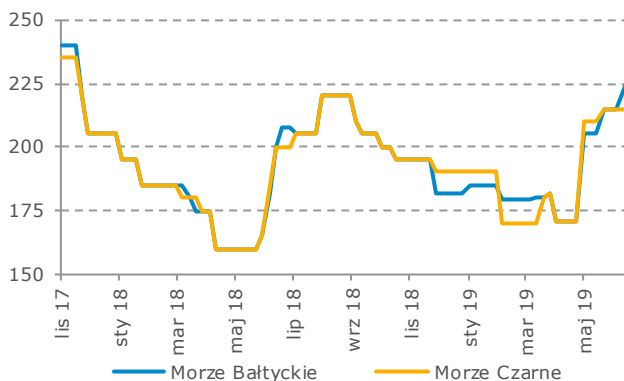
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



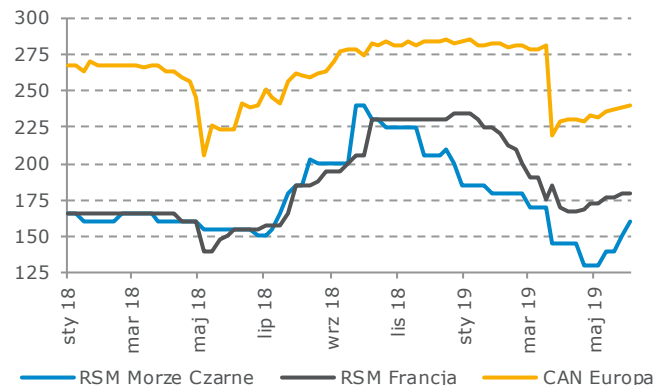
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



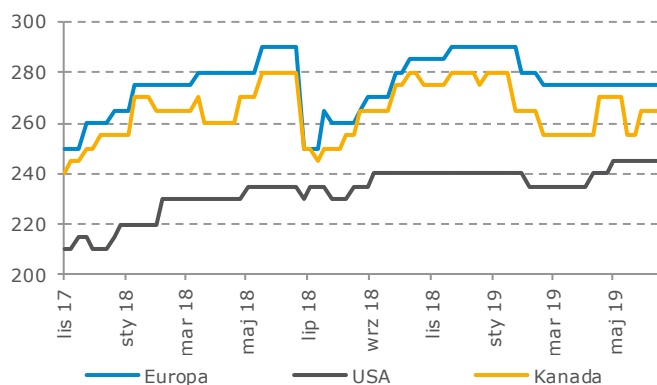
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



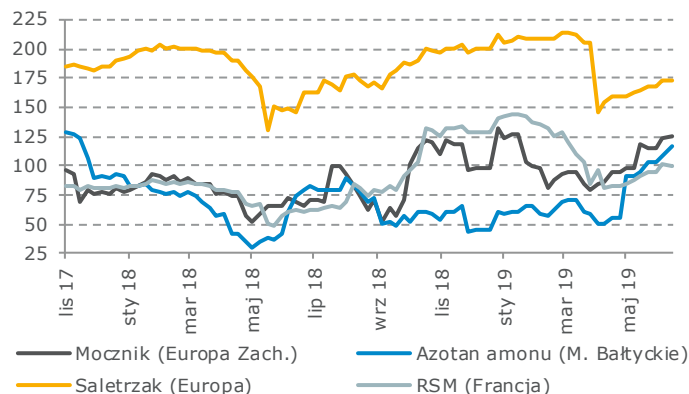
Ceny saletrzaka (CAN) i RSM na świecie (USD/t)



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



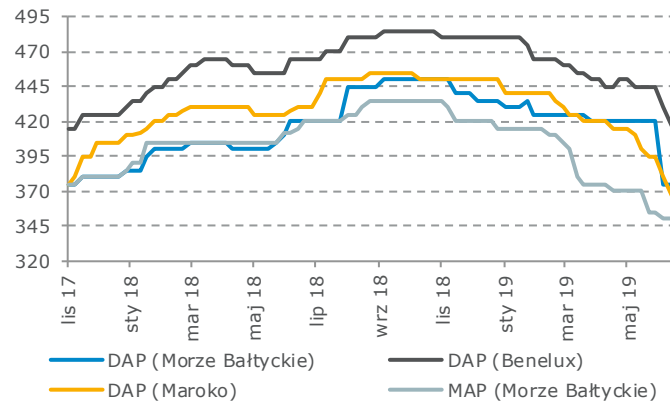
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



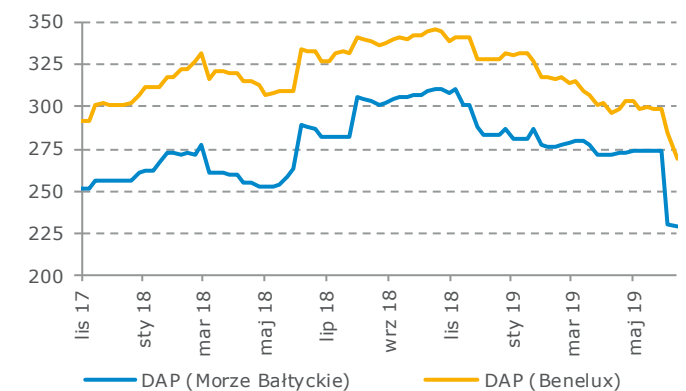
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

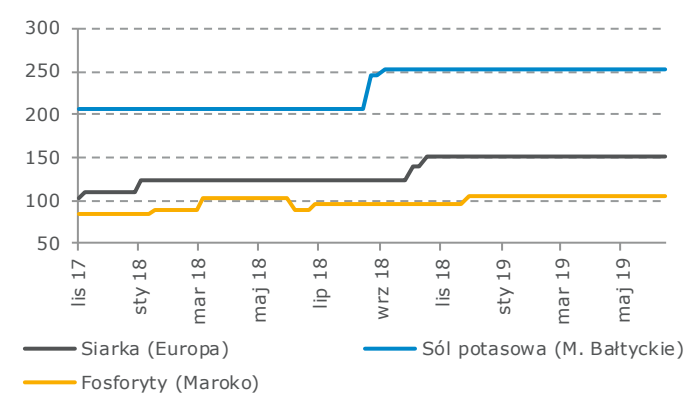
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



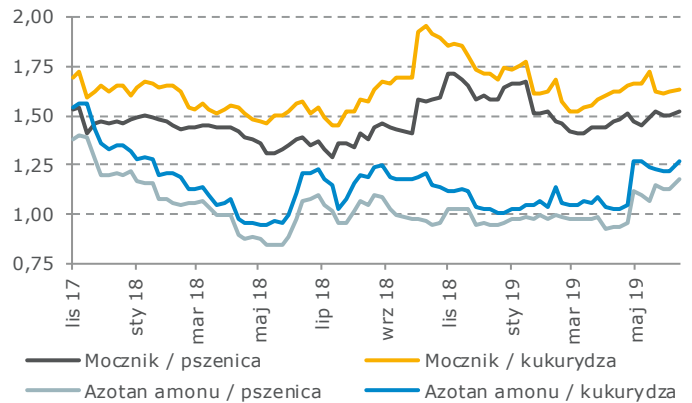
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



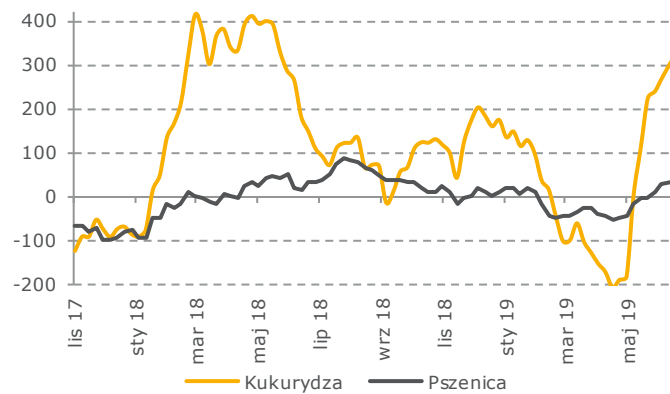
Ceny siarki, soli potasowej i fosforanów (USD/t)



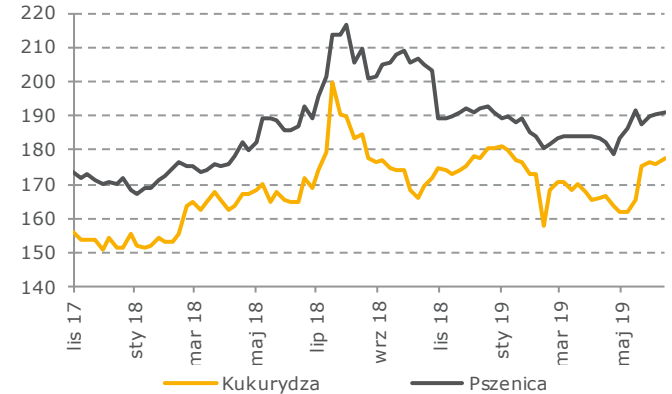
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



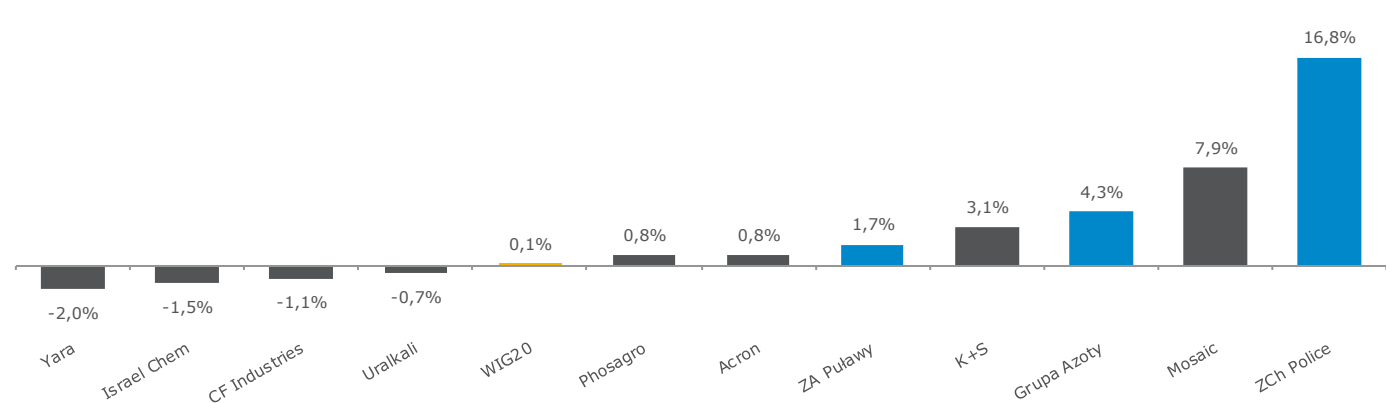
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



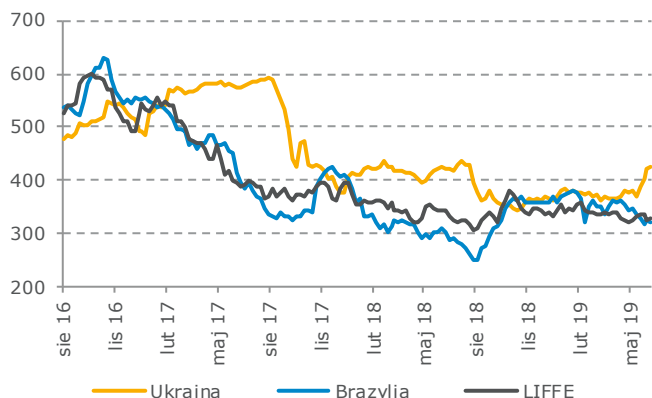
Tygodniowy performance producentów nawozów



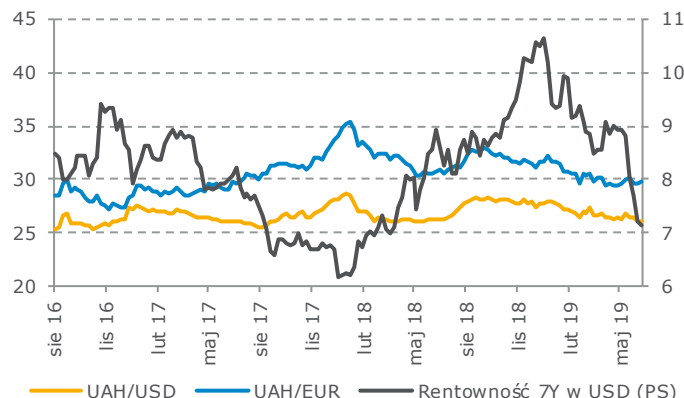
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

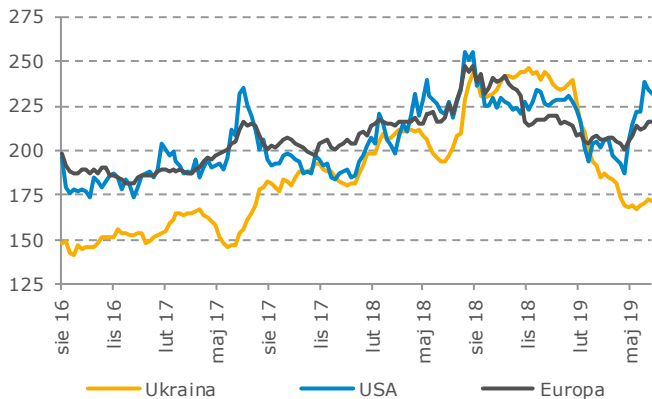
Cena cukru (USD/Mt)



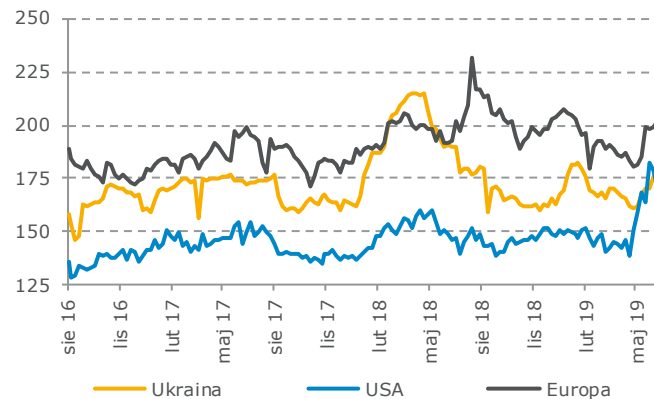
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



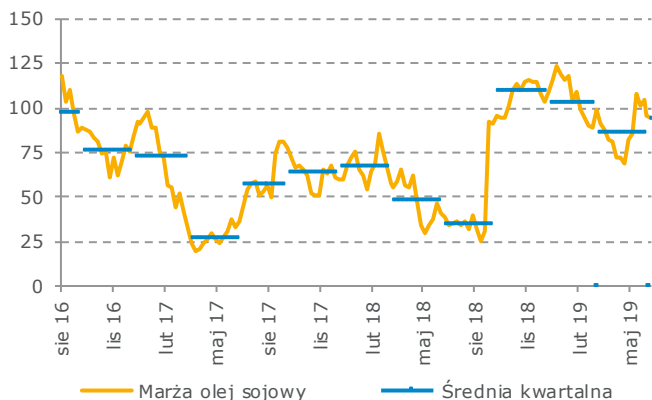
Cena pszenicy (USD/Mt)



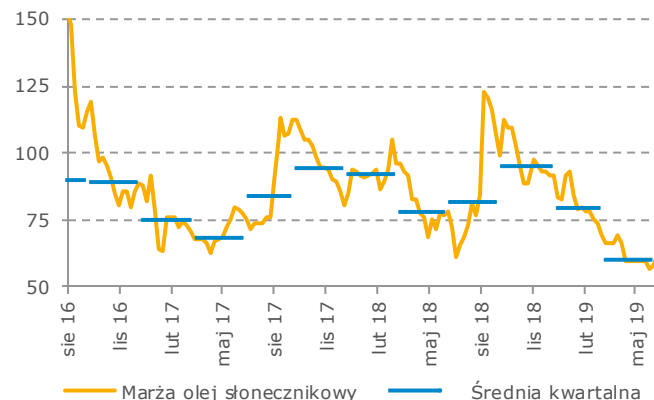
Cena kukurydzy (USD/Mt)



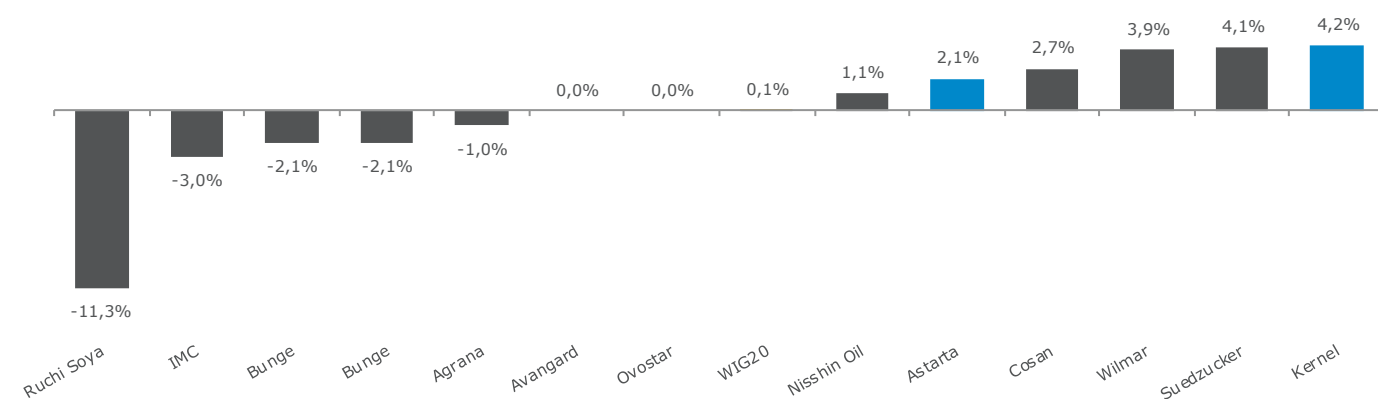
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



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	523,0	7,5	6,9	6,8	2,1	1,9	1,8	15,6	13,6	13,6	29%	28%	27%	4,6%	5,8%	6,6%
Enea	9,4	3,3	3,1	2,8	0,7	0,6	0,6	3,5	3,2	2,6	20%	19%	22%	0,0%	0,0%	3,1%
Energa	8,0	4,0	4,3	4,5	0,7	0,7	0,8	4,5	5,0	5,0	18%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	9,4	3,5	3,6	2,7	0,7	0,6	0,6	5,8	6,5	4,5	21%	18%	22%	0,0%	4,3%	3,9%
Tauron	1,7	4,1	3,7	3,3	0,7	0,6	0,6	2,7	2,6	2,2	17%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	7,3	2,2	2,1	1,5	0,2	0,3	0,2	10,9	6,8	2,1	10%	13%	16%	-	11,0%	11,0%
EDF	11,0	4,1	3,7	3,6	0,9	0,9	0,9	15,8	12,0	10,8	23%	24%	24%	3,1%	4,0%	4,3%
EDP	3,4	8,9	8,4	8,2	2,2	2,1	1,9	15,2	13,8	13,1	25%	25%	24%	5,7%	5,9%	6,1%
Endesa	22,8	8,2	8,0	7,9	1,5	1,4	1,4	15,9	15,7	15,2	18%	17%	17%	6,3%	6,4%	5,5%
Enel	6,1	7,6	7,2	6,9	1,7	1,6	1,6	13,1	12,0	11,4	22%	23%	23%	5,3%	5,8%	6,1%
EOB	9,6	5,7	4,4	4,2	0,9	0,5	0,5	13,8	13,3	12,6	16%	12%	11%	4,8%	5,2%	5,5%
Fortum	19,5	13,4	12,3	11,8	4,0	3,9	3,8	15,5	13,3	12,2	30%	32%	32%	5,6%	5,7%	5,6%
Iberdola	8,7	9,7	9,0	8,5	2,6	2,5	2,4	16,9	15,7	14,8	27%	27%	28%	4,2%	4,5%	4,8%
National Grid	8,4	12,4	10,4	9,9	3,7	3,5	3,4	18,8	14,4	13,6	30%	34%	35%	5,5%	5,8%	6,0%
Red Electrica	18,3	9,5	9,6	9,7	7,5	7,5	7,5	13,7	14,2	14,6	78%	78%	77%	5,7%	5,8%	5,7%
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	11,4	9,4	9,9	9,2	0,8	1,0	1,1	8,2	12,4	10,9	9%	11%	12%	8,6%	7,1%	7,2%
Verbund	45,3	15,5	12,7	12,1	5,6	5,1	5,0	28,9	21,8	20,6	36%	40%	41%	1,5%	2,0%	2,4%
Mediana		7,9	7,1	6,9	1,4	1,3	1,2	14,5	12,9	11,8	22%	21%	22%	4,6%	5,4%	5,5%

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	82,02	6,8	5,8	4,8	0,6	0,6	0,6	13,5	12,4	11,5	9%	10%	12%	3,7%	2,2%	2,4%
MOL	3118,00	5,0	4,2	3,9	0,6	0,6	0,6	15,5	10,0	9,0	13%	14%	15%	4,6%	4,9%	5,1%
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	9,07	6,4	5,4	5,6	0,5	0,5	0,5	10,8	7,5	7,4	8%	9%	8%	5,6%	5,9%	6,3%
HollyFrontier	45,95	6,3	5,9	6,3	0,7	0,6	0,7	10,1	8,3	9,4	10%	11%	11%	2,9%	3,0%	3,0%
Marathon Petroleum	55,12	7,3	5,8	5,8	0,6	0,7	0,6	11,5	6,9	7,2	9%	11%	11%	3,9%	4,3%	4,8%
Motor Oil	23,20	5,3	4,9	5,1	0,3	0,4	0,4	8,5	7,8	7,9	6%	7%	7%	5,9%	6,2%	6,7%
Neste Oil	30,41	11,3	10,7	10,1	1,5	1,6	1,5	17,6	16,1	15,2	13%	15%	15%	2,9%	3,2%	3,5%
OMV	44,28	4,1	3,7	3,7	1,0	1,0	1,0	8,9	7,8	7,5	24%	26%	26%	4,3%	4,9%	5,2%
Phillips 66	94,06	8,5	6,9	6,9	0,6	0,5	0,6	12,9	9,0	9,4	7%	8%	9%	3,7%	4,0%	4,3%
Saras	1,31	3,1	2,0	2,9	0,1	0,1	0,1	9,4	4,3	7,3	4%	6%	4%	5,9%	10,9%	7,0%
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	117,90	5,8	4,3	4,1	0,4	0,4	0,3	8,5	5,1	4,6	7%	8%	8%	10,2%	16,8%	18,3%
Valero Energy	84,25	7,3	5,4	6,0	0,4	0,4	0,4	13,3	8,0	8,8	6%	7%	7%	4,3%	4,6%	4,9%
Mediana		6,3	5,6	5,5	0,6	0,6	0,6	11,1	8,2	8,9	8%	9%	9%	4,1%	4,5%	4,9%

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	69,99	7,4	6,2	6,1	1,4	1,3	1,3	14,9	10,7	10,0	19%	21%	21%	1,4%	1,5%	1,6%
Braskem	35,03	5,8	5,4	5,1	1,0	0,9	0,9	14,1	9,7	7,9	17%	18%	19%	4,7%	4,1%	4,8%
Eastman Chemical	79,59	7,8	7,5	7,3	1,7	1,7	1,6	9,4	8,5	7,8	22%	22%	22%	3,1%	3,3%	3,7%
Huntsman Corp	20,97	6,1	5,5	5,3	0,9	0,8	0,8	8,0	6,6	6,1	14%	15%	15%	3,2%	3,3%	3,4%
Lotte Chemicals	256 000	4,5	3,9	3,7	0,6	0,6	0,6	7,1	6,1	5,9	14%	15%	15%	3,9%	4,4%	4,4%
LyondellBasell	87,28	6,8	6,0	6,1	1,1	1,1	1,1	8,3	7,1	6,9	17%	18%	18%	4,9%	5,2%	5,4%
Mitsubishi Chemical	777,90	7,5	6,8	6,4	0,9	0,9	0,9	6,5	6,9	6,4	12%	13%	13%	5,1%	5,1%	5,1%
Mitsui Chemicals	2728,00	7,1	6,8	6,5	0,7	0,7	0,7	7,1	7,7	7,2	10%	10%	10%	3,7%	3,7%	3,9%
Westlake Chemical	69,99	7,4	6,2	6,1	1,4	1,3	1,3	14,9	10,7	10,0	19%	21%	21%	1,4%	1,5%	1,6%
Mediana		7,0	6,1	6,1	0,9	0,9	0,9	8,8	8,1	7,5	15%	16%	16%	3,8%	3,5%	3,8%

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	5,30	4,5	3,7	3,4	0,9	0,8	0,7	10,6	8,2	7,5	19%	21%	20%	2,1%	3,8%	4,9%
A2A	1,52	7,0	6,5	6,3	1,3	1,2	1,2	14,5	12,6	12,7	19%	19%	19%	5,1%	5,3%	5,4%
BG Group	25,97	5,7	5,3	5,0	0,9	0,9	0,9	11,8	10,3	9,8	16%	17%	17%	5,7%	5,8%	5,9%
BP	5,58	5,1	4,7	4,7	0,7	0,7	0,7	13,0	11,2	10,7	14%	15%	15%	5,8%	5,9%	6,1%
Centrica	0,89	4,2	4,0	4,1	0,3	0,3	0,3	10,5	8,4	8,4	8%	8%	8%	9,3%	8,8%	8,5%
Enagas	22,75	10,3	10,0	10,7	8,3	8,4	9,0	12,8	11,8	12,7	81%	85%	84%	7,0%	7,4%	7,5%
Endesa	22,77	8,2	8,0	7,9	1,5	1,4	1,4	15,9	15,7	15,2	18%	17%	17%	6,3%	6,4%	5,5%
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	14,64	3,7	3,5	3,3	0,9	0,9	0,9	11,6	10,3	9,7	24%	26%	28%	5,9%	6,0%	6,1%
Equinor	173,20	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	24,26	9,4	9,0	8,8	1,6	1,6	1,5	17,1	15,9	15,0	17%	17%	17%	5,6%	5,9%	6,2%
Gazprom	245,50	3,9	3,8	3,6	1,1	1,1	1,0	4,1	4,3	4,0	28%	28%	28%	6,1%	6,8%	8,5%
Hera	3,35	7,6	7,4	7,2	1,3	1,2	1,2	16,7	16,3	16,1	17%	17%	17%	3,1%	3,3%	3,3%
NovaTek	207,20	13,6	13,3	13,5	4,7	4,5	4,2	10,9	12,4	11,5	35%	34%	31%	2,0%	2,6%	2,7%
ROMGAZ	32,00	4,7	4,3	4,1	2,2	2,0	1,9	9,6	8,5	7,9	46%	47%	48%	8,7%	9,9%	11,0%
Shell	29,01	5,8	5,3	5,1	0,9	0,9	0,9	11,8	10,3	9,8	16%	17%	17%	5,7%	5,8%	6,0%
Snam	4,35	12,1	11,8	11,5	9,8	9,6	9,3	13,9	13,6	13,0	81%	81%	81%	5,5%	5,8%	6,0%
Total	49,78	5,1	4,7	4,6	0,9	0,9	0,9	10,5	9,4	9,1	19%	20%	20%	5,2%	5,4%	5,6%
Mediana		5,7	5,3	5,0	1,1	1,0	1,0	11,8	10,8	10,2	19%	20%	20%	5,7%	5,8%	6,0%

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	3118,00	5,0	4,5	4,6	0,7	0,7	0,6	8,7	7,3	7,4	14%	15%	14%	4,2%	4,3%	4,8%
Bashneft	1898,00	1,9	1,8	1,7	0,5	0,5	0,4	2,9	2,8	2,3	24%	26%	25%	15,1%	11,8%	12,8%
BP	5,58	5,1	4,7	4,7	0,7	0,7	0,7	13,0	11,2	10,7	14%	15%	15%	5,8%	5,9%	6,1%
Dana Gas	0,94	7,8	7,6	5,6	4,6	4,4	3,6	28,6	20,5	12,3	58%	58%	64%	6,0%	6,0%	6,6%
Eni	14,64	3,7	3,5	3,3	0,9	0,9	0,9	11,6	10,3	9,7	24%	26%	28%	5,9%	6,0%	6,1%
Equinor	173,20	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	403,40	4,2	4,3	4,1	1,0	1,0	0,9	4,7	5,1	4,9	24%	23%	23%	8,0%	8,2%	8,5%
Gulf Keystone	2,27	3,2	1,9	1,5	1,9	1,2	1,0	10,7	4,9	3,7	60%	67%	69%	7,7%	7,7%	10,2%
Lukoil	5378,50	3,7	3,6	3,5	0,6	0,6	0,5	6,4	6,0	5,8	15%	16%	16%	4,8%	5,2%	5,7%
Occidental Petroleum	49,78	5,5	4,8	4,5	2,6	2,1	2,2	13,3	13,7	14,4	47%	43%	48%	6,3%	6,4%	6,5%
Repsol	14,10	4,4	4,0	4,0	0,7	0,7	0,7	8,4	7,2	7,5	15%	17%	16%	6,8%	7,1%	7,3%
Rosneft Oil	417,80	4,0	3,7	3,5	1,0	0,9	0,9	6,4	5,1	4,7	24%	25%	25%	6,9%	9,0%	10,4%
Shell	29,01	5,8	5,3	5,1	0,9	0,9	0,9	11,8	10,3	9,8	16%	17%	17%	5,7%	5,8%	6,0%
Surgutneftegas	43,34	-	-	-	-	-	-	5,6	4,6	4,7	-	-	-	9,1%	6,2%	5,8%
Total	49,78	5,1	4,7	4,6	0,9	0,9	0,9	10,5	9,4	9,1	19%	20%	20%	5,2%	5,4%	5,6%
Tullow Oil	2,15	4,8	4,8	4,9	3,6	3,5	3,6	11,0	10,5	10,3	76%	73%	73%	2,8%	2,8%	3,0%
Mediana		4,4	4,3	4,1	0,9	0,9	0,9	10,6	8,3	8,2	24%	25%	25%	5,9%	6,0%	6,1%

Wycena spółek surowcowych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	45,82	1,2	2,1	2,7	0,3	0,4	0,4	5,1	13,5	31,6	23%	17%	15%	3,7%	3,9%	3,7%
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*	35,50	1,5	1,6	1,6	0,5	0,5	0,5	5,3	5,8	6,3	33%	32%	31%	4,5%	6,2%	6,0%
Anglo American	22,66	4,5	4,8	5,1	1,6	1,6	1,6	9,7	10,6	11,5	36%	34%	31%	4,5%	4,1%	3,9%
Antofagasta	9,49	5,6	5,5	5,0	2,8	2,8	2,7	17,8	17,1	14,7	50%	51%	53%	2,7%	2,7%	3,5%
BHP Group	20,33	6,5	6,0	6,7	3,5	3,3	3,5	13,5	11,6	13,5	53%	55%	52%	8,0%	6,0%	5,4%
Freeport-McMoRan	11,45	10,0	6,9	4,4	2,2	2,0	1,7	36,5	13,4	6,3	22%	29%	39%	1,7%	3,1%	3,9%
Glencore	2,78	5,6	5,0	4,9	0,4	0,4	0,4	10,9	8,8	8,0	7%	7%	7%	5,8%	6,3%	6,8%
Grupo Mexico	51,24	5,6	5,1	4,7	2,6	2,4	2,3	10,6	9,5	9,1	47%	47%	48%	5,1%	5,9%	7,5%
Kazakhmys	6,15	4,8	4,5	4,4	2,6	2,4	2,4	7,2	6,5	6,1	54%	54%	54%	1,2%	1,3%	1,8%
Rio Tinto	49,16	5,2	5,7	6,0	2,5	2,7	2,8	9,7	10,6	12,2	49%	47%	46%	6,8%	5,8%	5,1%
Southern CC	38,49	9,5	8,7	8,4	4,8	4,5	4,3	17,1	15,1	14,6	51%	52%	51%	3,5%	4,4%	4,5%
Mediana		5,4	5,1	4,8	2,4	2,2	2,0	10,2	10,6	10,3	41%	40%	42%	4,1%	4,3%	4,2%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	341,00	9,3	8,8	8,6	1,4	1,3	1,3	13,6	12,7	12,2	15%	15%	15%	7,0%	5,9%	6,7%
Alcoa	22,92	3,5	3,3	3,2	0,6	0,6	0,6	63,8	10,4	9,3	18%	19%	19%	-	0,1%	0,2%
Constellium	10,15	6,2	5,5	5,1	0,6	0,5	0,5	10,3	7,2	5,8	9%	10%	10%	-	-	-
Kaiser Aluminum	96,88	8,3	7,8	7,6	1,1	1,1	1,1	13,8	12,7	11,8	14%	14%	14%	2,5%	2,6%	2,7%
Norsk Hydro	31,50	6,3	4,5	4,2	0,5	0,5	0,5	21,3	10,6	9,2	8%	11%	12%	4,0%	4,4%	4,9%
Rusal	3,20	9,4	7,9	7,2	1,4	1,3	1,3	4,1	3,5	3,3	15%	17%	18%	3,9%	64,3%	6,6%
Mediana		7,3	6,7	6,1	0,9	0,9	0,8	13,7	10,5	9,2	14%	15%	15%	4,0%	4,4%	4,9%

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

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	41,78	5,1	7,3	8,4	0,6	0,7	0,8	8,8	16,5	16,8	12%	9%	9%	0,0%	0,0%	1,8%
ZA Police*	15,30	4,3	3,9	3,9	1,0	1,0	1,0	1,4	1,2	1,2	23%	24%	24%	54,3%	58,8%	65,4%
Acron	4564,00	7,6	7,3	7,1	2,6	2,4	2,2	9,2	8,7	8,4	34%	33%	31%	7,3%	7,4%	7,8%
CF Industries	46,52	10,5	9,2	8,8	3,7	3,5	3,5	24,3	17,6	15,1	35%	38%	40%	2,6%	2,6%	2,6%
Israel Chemicals	18,79	7,9	7,5	7,3	1,7	1,6	1,5	13,4	12,2	11,8	21%	21%	21%	3,0%	4,0%	4,1%
K+S	16,54	7,9	7,0	6,4	1,5	1,4	1,4	13,8	10,8	9,1	19%	21%	22%	2,6%	3,7%	4,2%
Phosagro	2476,00	6,0	5,7	5,2	1,9	1,8	1,7	9,4	9,4	6,5	31%	31%	32%	6,4%	6,1%	8,8%
The Mosaic Company	25,27	7,1	6,2	5,8	1,5	1,4	1,4	14,6	10,7	9,1	21%	23%	24%	0,8%	0,9%	1,1%
Yara International	402,00	8,3	7,0	6,7	1,3	1,2	1,2	15,1	11,7	10,9	16%	17%	17%	2,5%	3,6%	3,9%
Mediana		7,6	7,0	6,7	1,5	1,4	1,4	13,4	10,8	9,1	21%	23%	24%	2,6%	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*	24,40	6,2	5,2	4,1	1,1	1,0	0,9	11,7	4,4	3,8	18%	18%	21%	-	-	-
Kemel	49,25	5,8	5,0	4,1	0,6	0,4	0,4	5,7	5,6	4,6	10%	9%	9%	1,8%	7,3%	9,4%
Agrana Beteiligungs	18,72	10,3	8,5	6,5	0,6	0,6	0,6	45,7	21,2	13,2	6%	7%	9%	5,3%	5,1%	5,6%
Bunge Limited	56,29	9,9	9,1	8,6	0,3	0,3	0,3	19,7	14,4	12,6	3%	4%	4%	3,6%	3,9%	4,3%
Cosan	47,70	5,0	4,6	4,4	0,4	0,4	0,4	11,8	10,1	10,1	8%	9%	9%	1,2%	4,7%	3,7%
MHP	10,00	3,1	2,8	2,5	0,8	0,7	0,8	5,5	4,4	5,1	26%	26%	31%	7,5%	7,5%	7,5%
Nisshin Oillio	3080,00	7,4	7,8	7,3	0,4	0,4	0,4	11,6	14,2	13,3	6%	6%	6%	2,6%	2,6%	2,6%
Suedzucker	15,01	-	12,6	6,9	0,8	0,7	0,7	-	-	13,9	-	6%	10%	1,3%	1,4%	2,1%
Wilmar Int.	3,74	14,0	13,1	12,4	0,8	0,7	0,7	13,9	12,9	12,1	6%	5%	6%	2,9%	3,0%	3,3%
Mediana		6,8	7,8	6,5	0,6	0,6	0,6	11,8	11,5	12,1	7%	7%	9%	2,8%	4,3%	4,0%

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_1_rynek/analizy_1_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