

Rynek ropy

Październik 2020

Ceny ropy właściwie od czerwca znajdują się w trendzie bocznym. Można powiedzieć, że dla ropy Brent ceny w przedziale 40-45 USD/b stanowią aktualnie średnioterminowy stan równowagi. Z jednej strony aktualna konsumpcja ropy jest większa niż aktualna produkcja. Z drugiej strony rekordowe zapasy zbudowane w I połowie roku będą jeszcze konsumowane do początku 2021 r. Rynek czeka więc na silniejszy impuls, który mógłby wybić ceny z tej stabilizacji. Impulsem do wzrostu mógłby być kolejne pakiety stymulujące gospodarki ze strony polityki fiskalnej (szczególnie USA). Natomiast na spadki wpłynęłaby całkiem realna, nabierająca rozpędu druga fala pandemii koronawirusa oraz rosnące wydobycie surowca.

Wraz z rozwojem w ostatnich tygodniach drugiej fali pandemii w głównych gospodarkach świata (poza Chinami) coraz trudniej liczyć, że kryzys 2020 r. będzie miał postać litery V. Raczej będzie to litera W z drugim dnem o mniejszym spadku niż w II kw. 2020. Podczas pierwszej fali pandemii rządzący patrzyli tylko na kwestie zdrowotne unikając uwzględniania kosztów – teraz koszty ekonomiczne również są mocno brane pod uwagę. Jednak ograniczenia dotyczące turystyki czy niechęć do przemieszczania się z pewnością będą wpływać na popyt na paliwo. Można więc założyć, że druga fala pandemii będzie wpływać negatywnie na ceny surowca. Jak mocno – tego nie da się przewidzieć bo jesień dopiero się zaczęła.

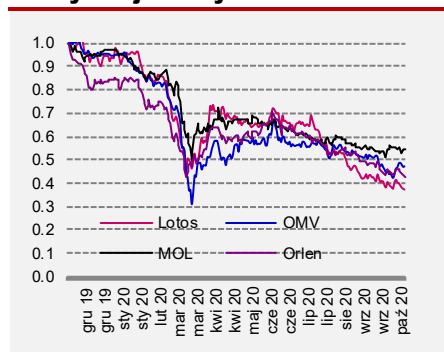
W ostatnich dniach negatywnie na ceny ropy wpływało wznowienie działalności platform w Zatoce Meksykańskiej po ustaniu huraganu Delta. Drugim czynnikiem było wznowienie eksportu ropy przez Libię. Wcześniejsza blokada ograniczyła produkcję z 0.8 mln b/d w styczniu do 0.1 mln b/d w sierpniu. W najbliższych dniach wydobycie na największym polu naftowym w tym kraju ma osiągnąć swoje maksymalne wydobycie 300 tys. b/d.

Popyt na ropę rósł licząc m/m średnio o 1 mln b/d w sierpniu i wrześniu w porównaniu ze średnim miesięcznym wzrostem 4.5 mln b/d w okresie maj-lipiec. Dynamika wychodzenia z dołka popytowego traci więc swój impet. EIA ocenia, że po nadwyżce podaży nad popytem średnio o 7.3 mln b/d w II kw. nadwyżka popytu w III kw. wyniosła ok 3.1 mln b/d. Do równowagi między bieżącym wydobyciem a konsumpcją ma dojść w II połowie 2021 r. wraz ze znaczącym, planowanym wzrostem produkcji przez OPEC (o 3 mln b/d r/r w całym 2021 r.).

EIA szacuje, że tegoroczna konsumpcja ropy wyniesie średnio 92.8 mln b/d, czyli o 8.6 mln b/d mniej niż w 2019 r. a w przyszłym roku wzrośnie o 6.3 mln b/d. Oznacza to, że spółki wydobywcze cały czas będą miały wolne moce. Kraje OPEC mają na koniec 2021 r. wydobywać 29 mln b/d w porównaniu z 31.7 USD/b na początku 2018 r. Także spółki wydobywcze w USA będą miały elastyczność zwiększenia podaży jeżeli ceny by wzrosły. Przy zakładanych cenach 49 USD/b na koniec 2021 r. produkcja wg EIA w kolejnych kwartałach będzie wynosić 11.1 mln b/d, a jeszcze na początku 2020 r. przy cenach ok. 55 USD/bbl z amerykańskich pól wydobywano 12.8 mln b/d. Widać więc, że ze względu na potencjał do zwiększenia wydobycia cena ropy nie ma w najbliższych kwartałach już istotnego potencjału do wzrostów. Szczególnie, że tempo wzrostu popytu pozostaje niewiadomą. W krótkim terminie wydobycie w USA nie będzie jednak rosło ze względu na załamanie liczby odwiertów z 683 w tygodniu marcowym do 180 w końcówce sierpnia. Aktualnie ta liczba bardzo powoli zwiększa się.

Od połowy maja marże rafineryjne pozostają bardzo słabe. Rafinerie w USA działały we wrześniu z wykorzystaniem 77.1% mocy, czyli najmniejszym od 12 lat. Co więcej, oczekuje się, że wykorzystanie powyżej 90% nastąpi dopiero pod koniec 2021 r. Słabe

Kursy akcji relatywnie



Zmiany kursów akcji spółek

sektora paliwowego (waluty lokalne)

	1 m	3 m	12 m
LOTOS	-12.7%	-47.8%	-64.2%
ORLEN	-11.9%	-26.3%	-57.4%
MOL	-0.1%	-8.4%	-43.0%
OMV	-13.8%	-22.4%	-53.0%
OMV PETROM	-12.4%	1.7%	-22.0%
TUPRAS	3.4%	-2.4%	-30.9%

Marcin Palenik, CFA

22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

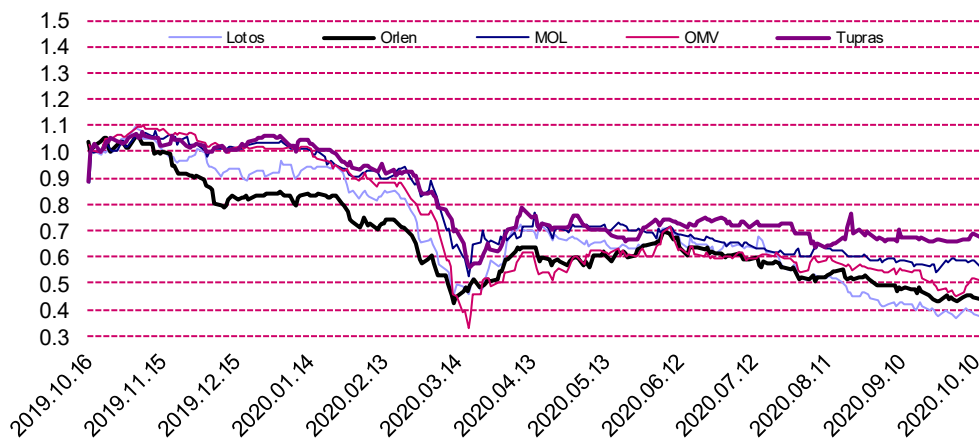
marże w większym stopniu dotyczą cracków na dieslu niż benzynach. Nie dość, że popyt na destylaty spadł w tym roku, to rafinerie przetrzuciły się z produkcji paliwa lotniczego na destylaty co jeszcze bardziej powiększyło zapasy diesla i obniżyło cracki. Przy założeniu odbicia gospodarczego w 2021 r. marże powinny się istotnie poprawić jednak nie wrócą do poziomów sprzed załamania.

Wskaźniki notowanych spółek paliwowych z regionu

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
LOTOS	LTS	43.0	3.9	2.8	-	7.2	4.5	-	8.7	5.1
ORLEN	PKN	3.2	2.7	2.1	6.3	5.1	3.7	6.4	5.6	4.2
MOL	MOL	4.0	3.2	2.8	22.6	9.0	6.6	24.3	5.6	4.0
OMV	OMV	3.4	2.5	2.1	9.4	5.1	3.7	10.8	6.5	4.7
OMV PETROM	SNP	2.4	2.2	2.0	7.6	5.3	4.1	12.4	9.8	7.5
TUPRAS	TUPRS	13.4	5.6	4.6	35.7	7.1	5.2	-	9.1	6.8
Mediana		3.7	3.0	2.5	9.4	6.2	4.3	11.6	7.6	4.9

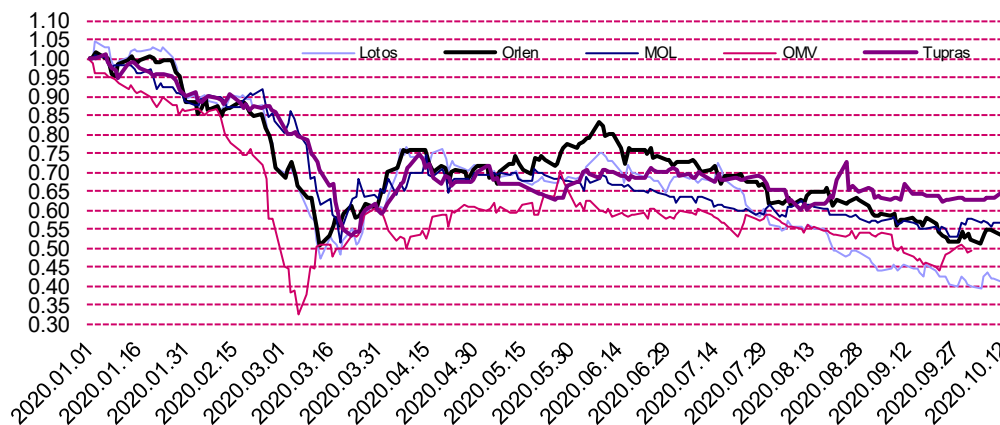
Źródło: prognozy Bloomberg

Ceny relatywne spółek paliwowych z regionu za ostatnie 12 mies.



Źródło: Bloomberg

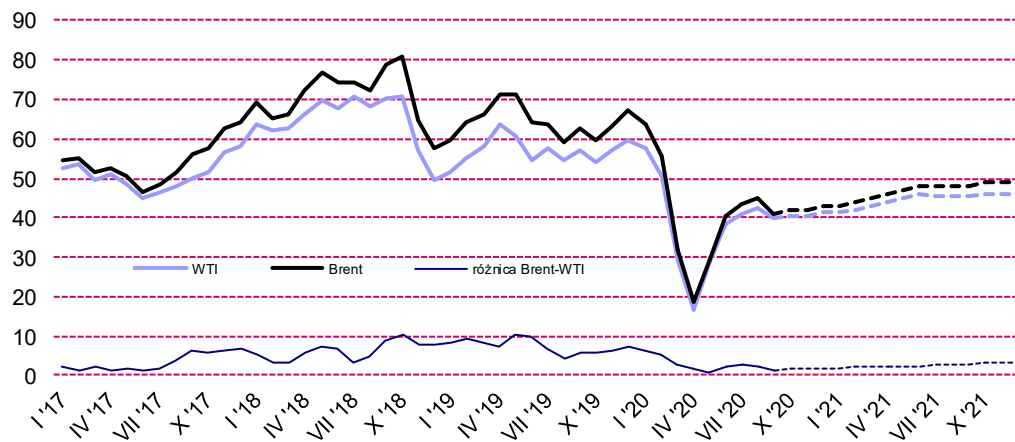
Ceny relatywne spółek paliwowych z regionu od początku roku



Źródło: Bloomberg

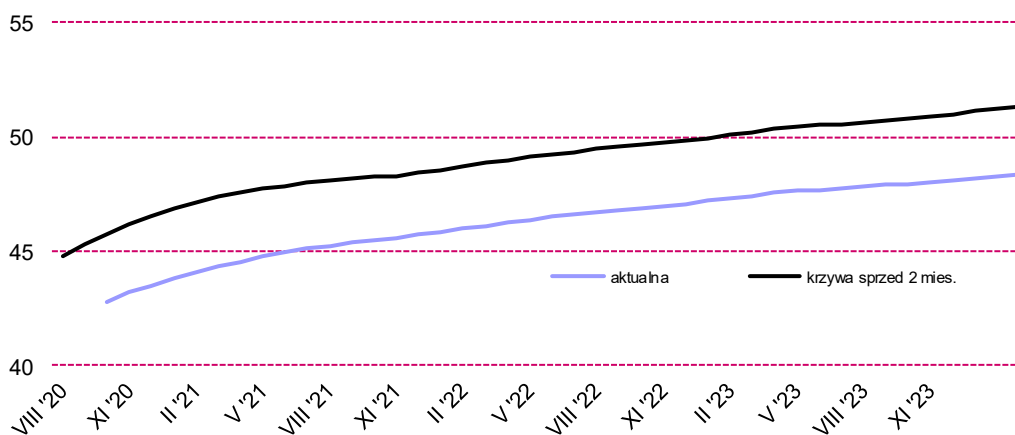
Warunki makro w sektorze paliwowym

Cena ropy Brent i WTI oraz prognoza według EIA (USD/bbl)



Źródło: EIA, prognoza EIA

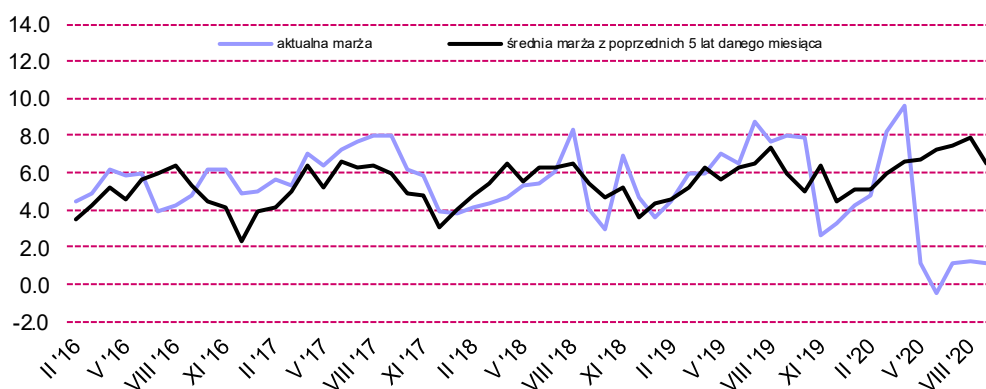
Krzywe forwardowe dla ceny ropy Brent



Źródło: Bloomberg

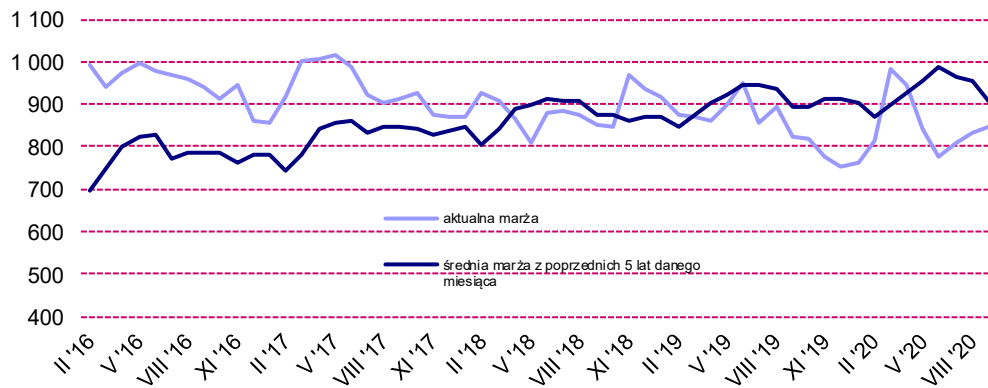
Warunki makro dla polskich spółek

Modelowa marża rafineryjna + dyferencjał Brent/Ural w Orlenie (USD/bbl)



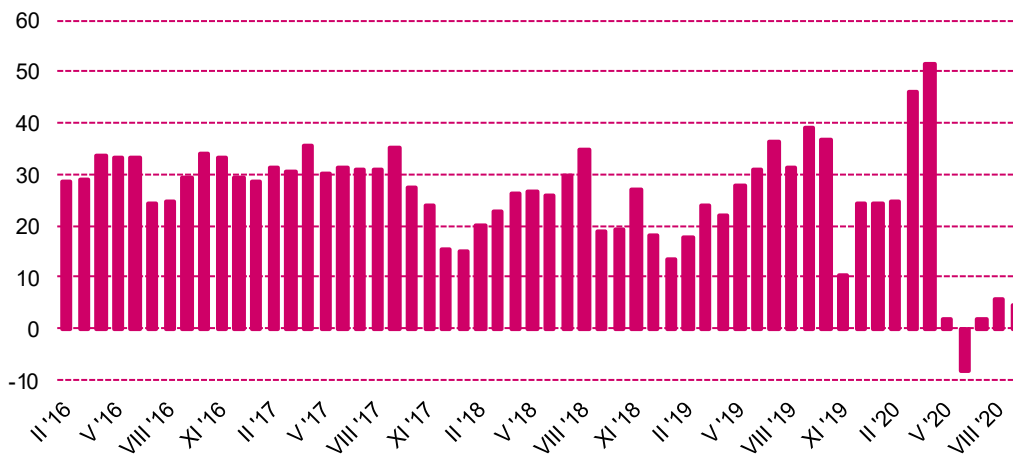
Źródło: Orlen

Modelowa marża petrochemiczna w Orlenie (EUR/t)



Źródło: Orlen

Marża rafineryjna + dyferencjał Brent/Ural (PLN/bbl) w Orlenie



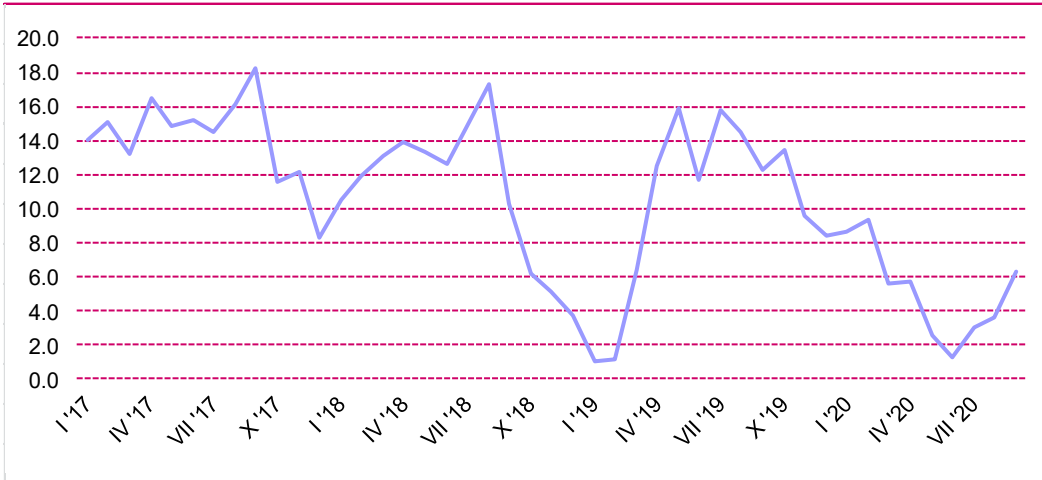
Źródło: Orlen

Cracki dla oleju napędowego (USD/bbl)



Źródło: Lotos

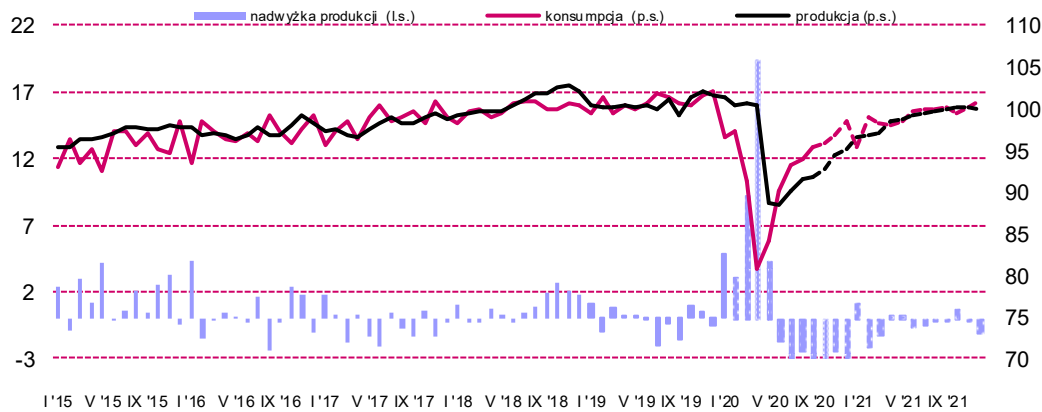
Cracki dla benzyny bezołowiowej (USD/bbl)



Źródło: Lotos

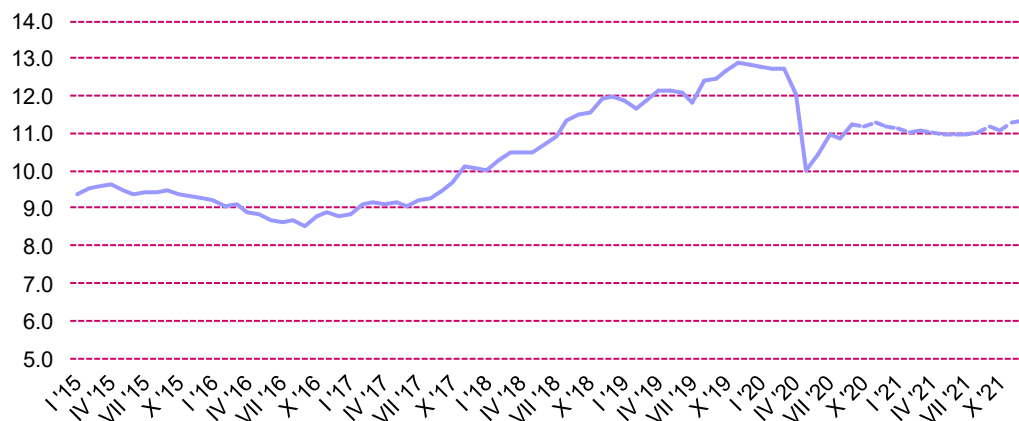
Globalne warunki makro oraz prognozy EIA

Globalna produkcja i konsumpcja produktów z ropy (prognoza EIA)



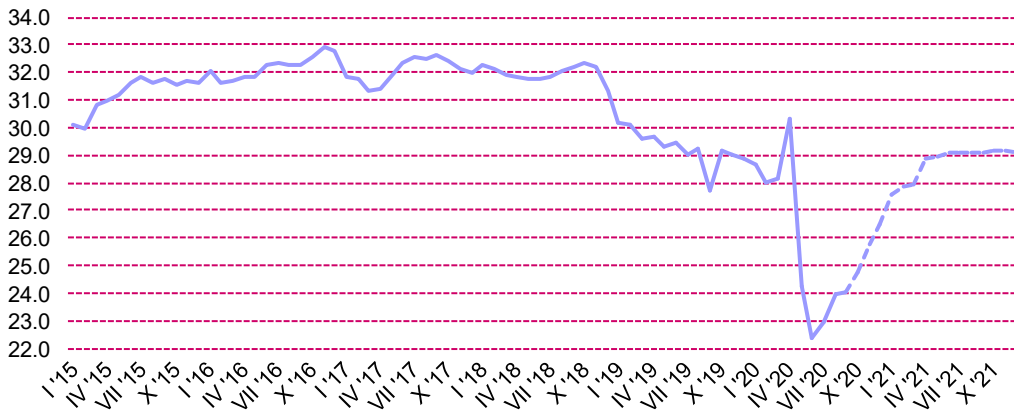
Źródło: EIA, prognoza EIA

Produkcja ropy USA w mln baryłek dziennie (prognoza EIA)



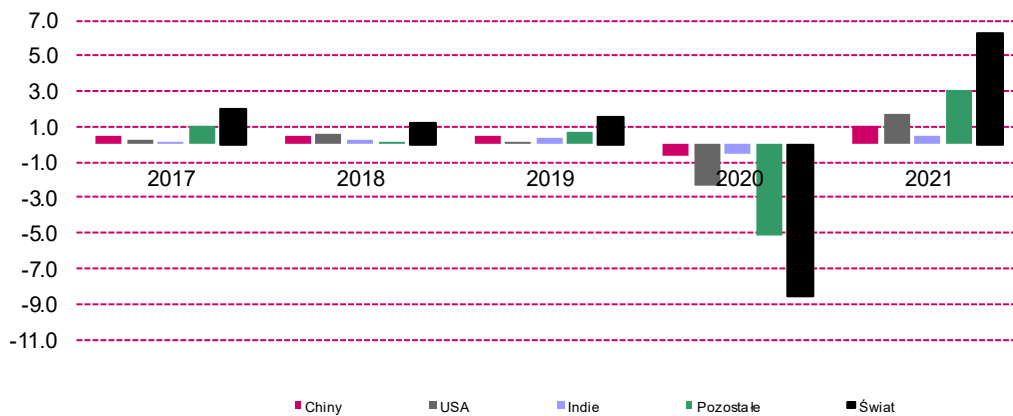
Źródło: EIA, prognoza EIA

Produkcja ropy krajów OPEC w mln baryłek dziennie (prognoza EIA)



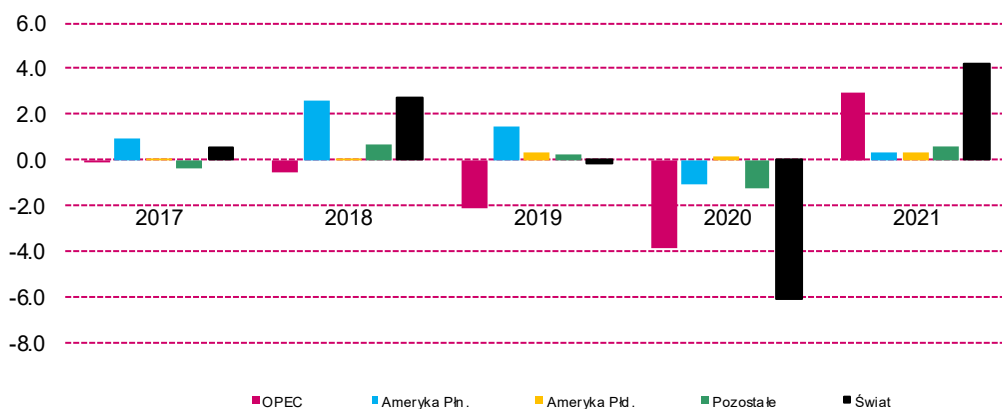
Źródło: EIA, prognoza EIA

Prognoza wzrostu konsumpcji ropy i produktów (mln baryłek dziennie)



Źródło: EIA, prognoza EIA

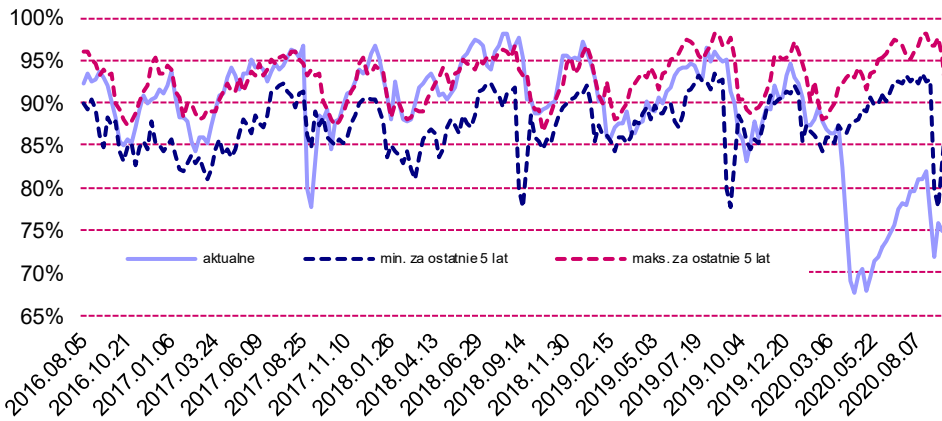
Prognoza wzrostu produkcji ropy i produktów (mln baryłek dziennie)



Źródło: EIA, prognoza EIA

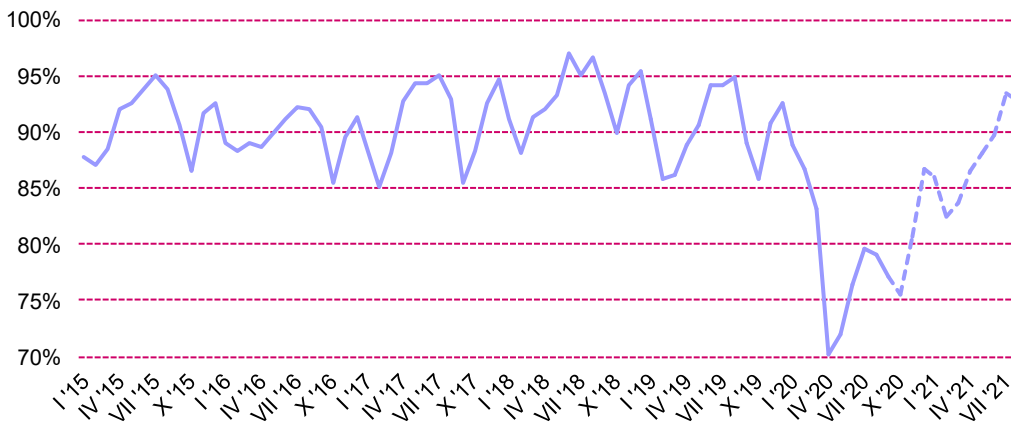
Wykorzystanie mocy rafineryjnych w USA

Wykorzystanie mocy rafineryjnych w USA



Źródło: EIA

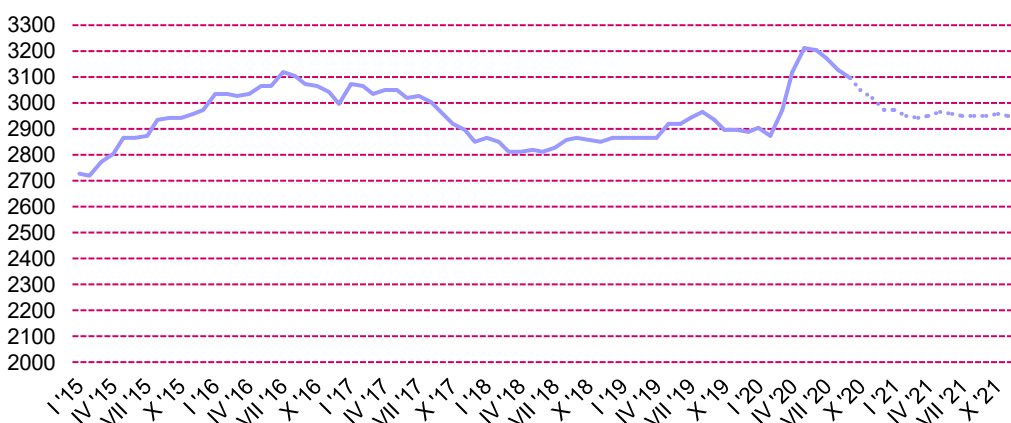
Prognoza wykorzystania mocy rafineryjnych w USA wg EIA



Źródło: EIA, prognoza EIA

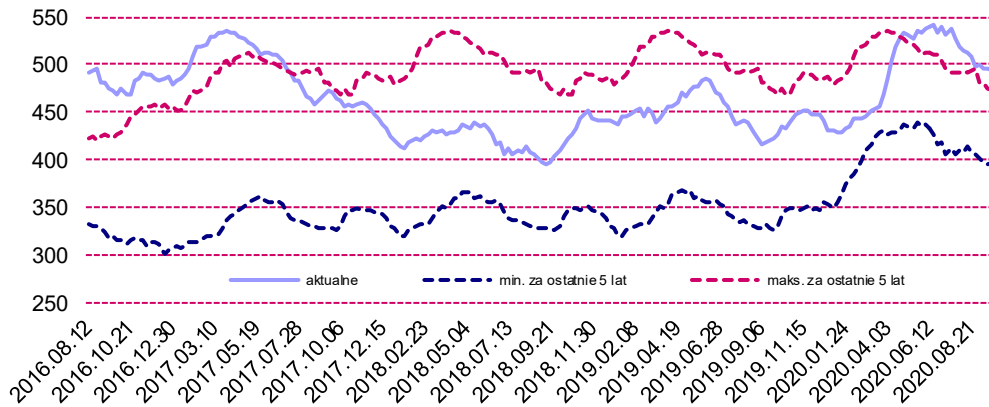
Zapasy ropy i produktów z ropy

Zapasy komercyjne ropy i produktów w państwach OECD (mln bbl)



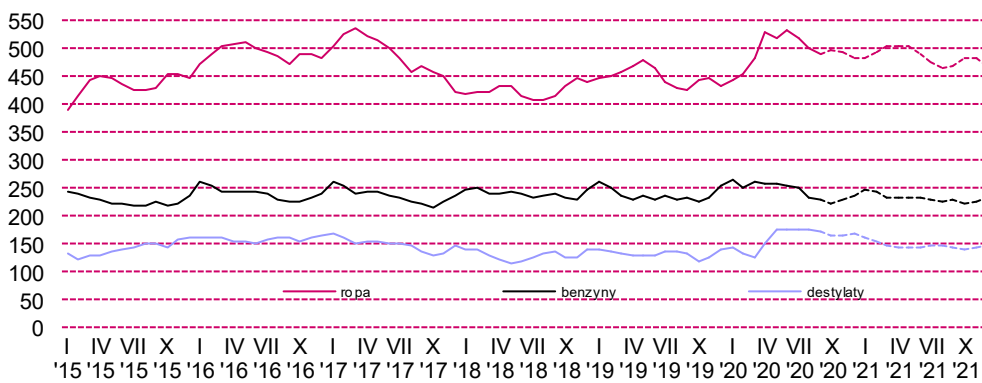
Źródło: EIA, prognoza EIA

Komercyjne zapasy ropy w USA (mln bbl)



Źródło: EIA

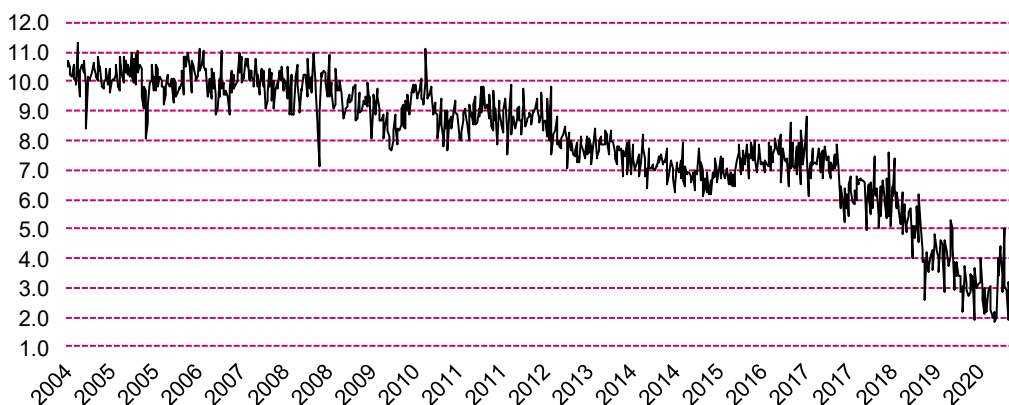
Komercyjne zapasy ropy, benzyny i destylatów w USA (mln bbl)



Źródło: EIA, prognoza EIA

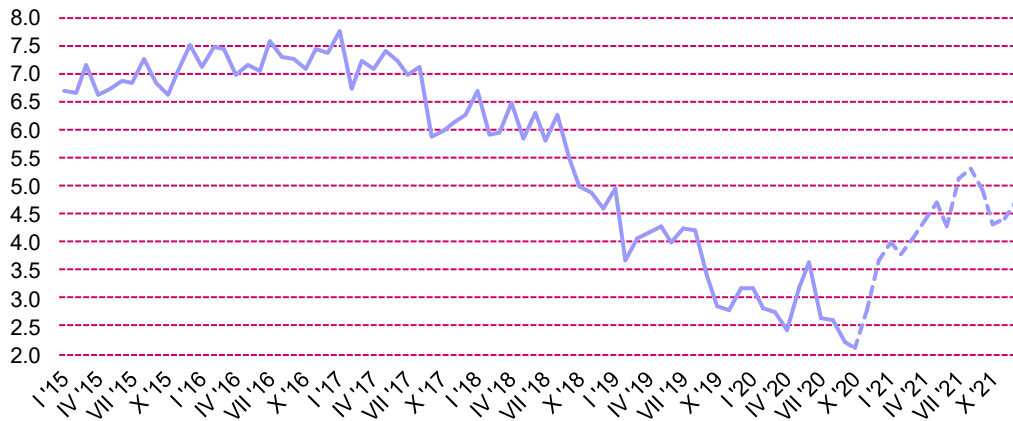
Import ropy i produktów z ropy do USA

Import netto ropy do USA (mln baryłek dziennie)



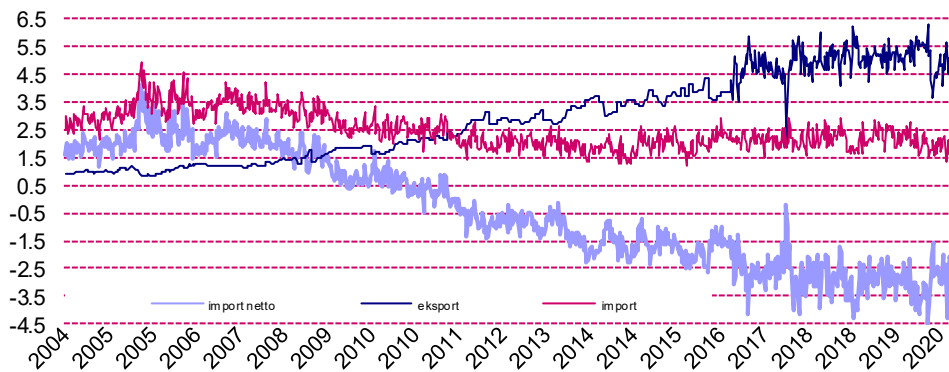
Źródło: EIA

Import netto ropy do USA w mln baryłek dziennie (prognoza EIA)



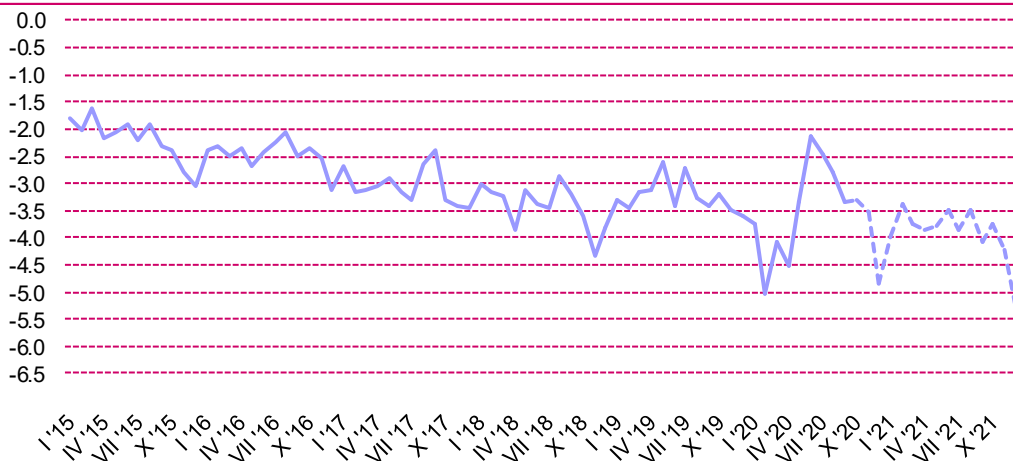
Źródło: EIA, prognoza EIA

Eksport, import produktów z ropy do USA (mln baryłek dziennie)



Źródło: EIA

Import netto produktów z ropy do USA w mln baryłek dziennie (prognoza EIA)



Źródło: EIA, prognoza EIA

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Sebastian Siemiątkowski

+48 22 598 26 05
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

Artur Topczewski

Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Adam Zajler

+48 22 598 26 88
adam.zajler@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk akcji
handel detaliczny

Analityk
fundusze inwestycyjne
gry

Analityk
fundusze inwestycyjne
deweloperzy

Analityk akcji

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak, CFA

+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski

+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Marek Pszczółkowski

+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

Marcin Czerwonka

+48 22 598 26 70
marcin.czerwonka@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp
02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, w wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumente bądź instrumentach finansowych.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieistotne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu dotycząca opisu spółki była udośćpioną spółce będącej przedmiotem raportu w celu weryfikacji zamieszczonych informacji faktycznych. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgową na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcje animatora emitenta dla spółek: Wielton, Selena FM, Skyline, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry, raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerski S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Domu Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Dom Maklerski (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespółów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Domu Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiągniętych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową w Millennium Dom Maklerski S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 14 października 2020 roku o godzinie 15.40, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 14 października 2020 roku godzina 15.45.