

Rynek ropy

Kwiecień 2021

Po wyraźnych wzrostach cen od początku roku, w marcu i kwietniu ceny ropy Brent zaczęły się stabilizować w przedziale 62-70 USD. Wartości te można uznać za poziomy równowagi w dłuższym terminie. Po pierwsze zadawają one kraje OPEC+, a po drugie są dostatecznie wysokie, aby ponownie rosło wydobycie z wysoko kosztowej produkcji z łupków w USA. Są to również poziomy, przy których cena ropy utrzymywała się przez kilkanaście miesięcy przed załamaniem cen wywołanym pandemią na początku 2020 r.

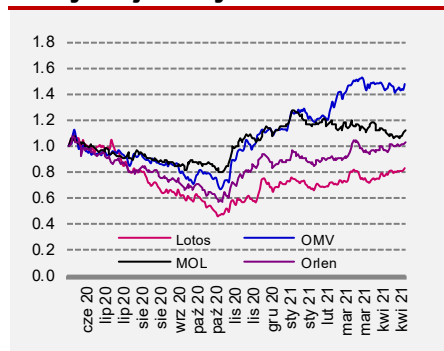
Rynek ropy jest cały czas pod wpływem globalnej pandemii. Popyt na surowiec wprawdzie systematycznie rośnie jednak nadal jest niższy niż przed załamaniem. Podaż do popytu dostosowały decyzje największych producentów. Na ten rok oczekiwany popyt na ropę nadal jest wyraźnie niższy niż w 2019 r. (97.7 mln b/d vs 101.2 mln b/d) i według prognoz EIA dopiero w 2022 r. dojdzie do poziomu sprzed dwóch lat. Oznacza to, że aktualne poziomy cenowe są i będą efektem obniżonej podaży w stosunku do 2019 r. Na początku 2019 r. kraje OPEC wydobywały 30.1 mln b/d, na początku 2020 r., przed załamaniem cenowym było to 28.7 mln b/d, a od początku tego roku jest to tylko 25.1 mln b/d. Także wydobycie w Rosji jest niższe o 1 mln b/d niż 1.5 roku temu. Ponieważ redukcje wydobycia wynikały z ustaleń krajów OPEC+, a nie problemów z dostępem do surowca, to od decyzji tych krajów będzie również zależeć jak elastycznie będą podnosić wydobycie podczas odbicia popytu w kolejnych kwartałach. Uważa się, że doprowadzenie do jak najwyższych cen wcale nie jest na rękę producentom ropy. Ceny powyżej 100 USD spowodowałyby istotne przyspieszenie rozwoju aut elektrycznych, wzrost wydobycia ropy łupkowej w USA oraz nasiliłyby i tak niekorzystny trend odchodzenia od paliw kopalnych na rzecz źródeł odnawialnych. Dlatego 1 kwietnia OPEC+ zdecydował zwiększyć w maju i czerwcu wydobycie w sumie o 2.1 mln b/d. Arabia Saudyjska ma powoli odchodzić od swojego dobrowolnego cięcia produkcji na poziomie 1 mln b/d.

Decyzje producentów ropy z początku kwietnia trochę zaskoczyły rynek, gdyż sytuacja globalnej gospodarki nadal jest niepewna w związku z kolejną falą zachorowań na Covid-19. Uważa się, że na Arabię Saudyjską naciskali przedstawiciele USA, gdzie potencjalnym problemem po wyjściu z kryzysu pandemicznego może być inflacja (5 letnie oczekiwania inflacyjne są najwyższe od 2013 r). Niezależnie od powodów, jest ewidentne, że cel podniesienia cen ropy do satysfakcjonujących poziomów został już osiągnięty i producentom już tak nie zależy na dalszym ich wzroście.

Bieżące wydobycie ropy na świecie cały czas jest i pozostanie w najbliższych kwartałach poniżej globalnej konsumpcji. EIA oczekuje, że globalna konsumpcja wyniesie średnio 97.7 b/d w 2021 r. (+5.5 mln b/d r/r) oraz wzrośnie do 101.3 mln b/d w 2020 r. Równocześnie oczekiwane wydobycie ma wynieść 96.7 mln b/d (+2.5 mln b/d r/r) w tym roku oraz 101.1 mln b/d w roku przyszłym. Nadwyżka popytu pozwoli na skosumowanie zapasów zbudowanych w I poł. 2020 r. Prognozowane wydobycie na lata 2021-2022 w USA to 11.0 oraz 11.9 mln b/d, w krajach OPEC 26.7 i 28.0 mln b/d, a w Rosji 10.7 i 11.6 mln b/d. Najwięksi globalni producenci nie będą mieli problemów z dalszym wzrostem wydobycia jeżeli tylko będzie to konieczne, gdyż prognozowana produkcja w tych krajach w 2022 r. będzie i tak w sumie mniejsza o 3.7 mln b/d niż rekordowych latach 2018-2019.

W USA wykorzystanie mocy przerobowych przez rafinerie ma w 2021 r. wynieść 84.4%. Są to cały czas poziomy znacząco niższe niż przed kryzysem pandemicznym (90.3% w 2019 r.), ale znacznie wyższe niż w ubiegłym roku (78.8%). W roku przyszłym sytuacja ma już się znormalizować (oczekiwane jest 90.8%). Wraz z poprawą koniunktury rosną

Kursy akcji relatywnie



Zmiany kursów akcji spółek

sektora paliwowego (waluty lokalne)

	1 m	3 m	12 m
LOTOS	11.5%	26.1%	-22.8%
ORLEN	7.1%	22.5%	11.8%
MOL	-5.5%	-3.8%	4.2%
OMV	-0.4%	24.6%	46.8%
OMV PETROM	8.7%	13.4%	38.4%
TUPRAS	-5.7%	-12.0%	-1.6%

Marcin Palenik, CFA

22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

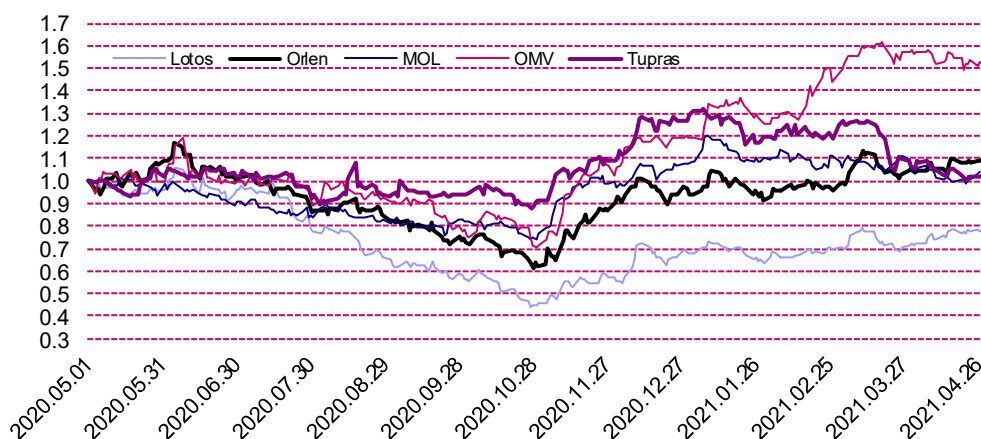
powoli, ale systematycznie marże rafineryjne. Nadal są to poziomy niższe niż przed epidemią. Do powrotu marż sprzed kryzysu należy poczekać prawdopodobnie do 2022 roku przy założeniu zakończeniu pandemii i powrotu do normalności m.in. w transporcie lotniczym.

Wskaźniki notowanych spółek paliwowych z regionu

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
LOTOS	LTS	5.1	4.0	3.6	9.2	6.4	5.7	11.0	7.5	6.7
ORLEN	PKN	3.9	3.5	3.2	7.3	6.7	5.3	9.4	7.7	6.4
MOL	MOL	2.9	2.8	2.7	7.9	8.1	6.8	6.7	6.4	5.4
OMV	OMV	3.0	2.9	2.9	5.1	4.7	4.5	8.5	7.5	7.1
OMV PETROM	SNP	3.1	3.0	3.1	5.9	5.7	6.0	9.8	9.2	9.5
TUPRAS	TUPRS	7.6	4.8	4.7	9.9	6.0	5.3	13.1	6.3	6.0
Mediana		3.5	3.2	3.1	7.6	6.2	5.5	9.6	7.5	6.5

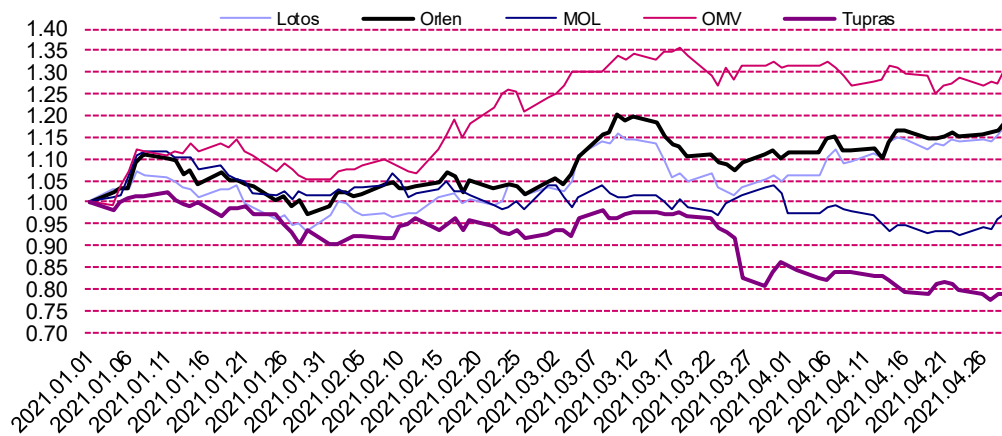
Źródło: prognozy Bloomberg

Ceny relatywne spółek paliwowych z regionu za ostatnie 12 mies.



Źródło: Bloomberg

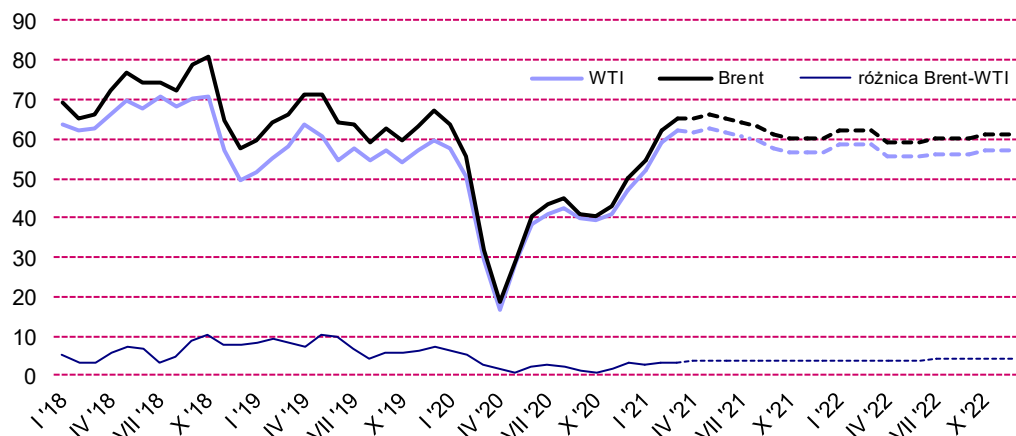
Ceny relatywne spółek paliwowych z regionu od początku roku



Źródło: Bloomberg

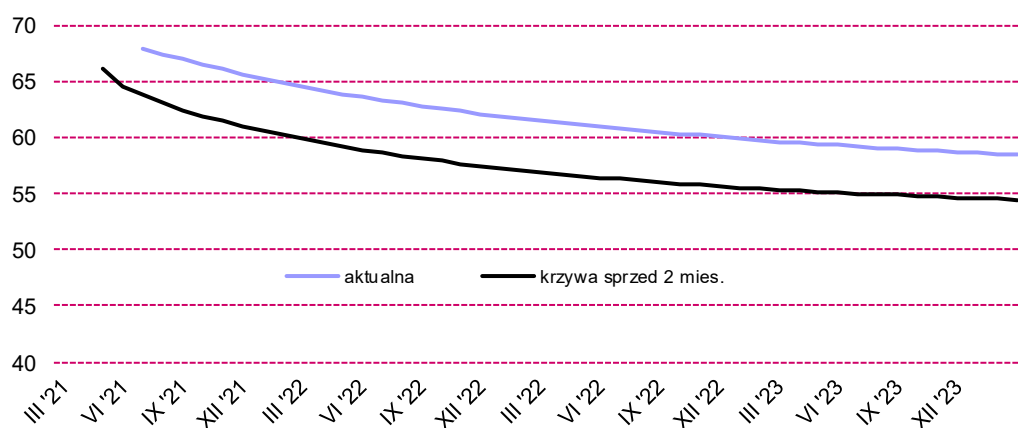
Warunki makro w sektorze paliwowym

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



Źródło: EIA, prognoza EIA

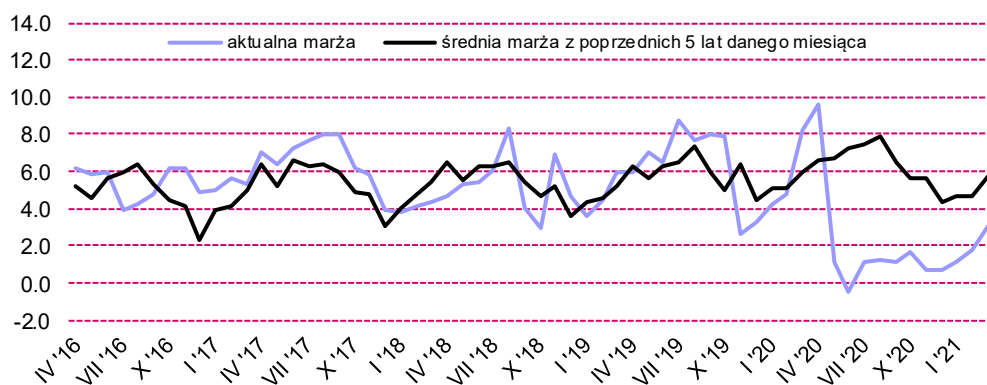
Krzywe forwardowe dla ceny ropy Brent



Źródło: Bloomberg

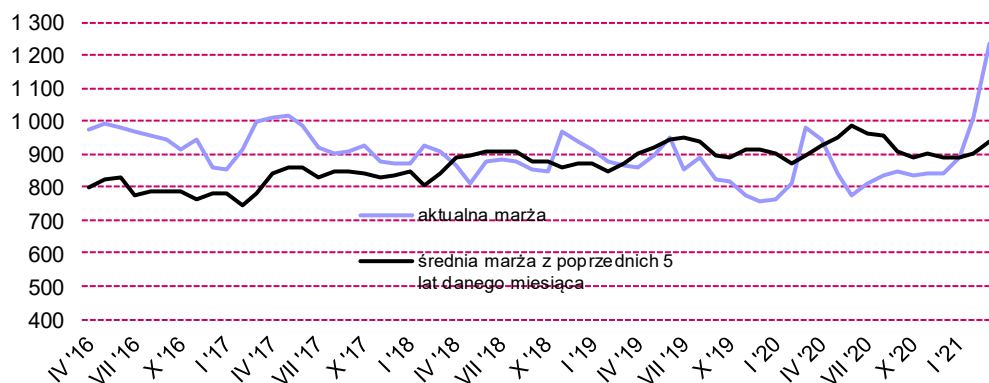
Warunki makro dla polskich spółek

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



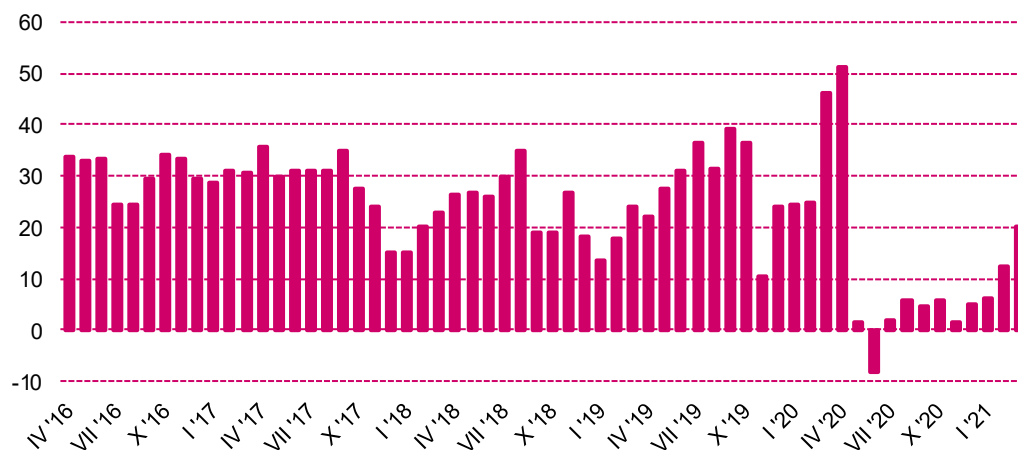
Źródło: Orlen

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

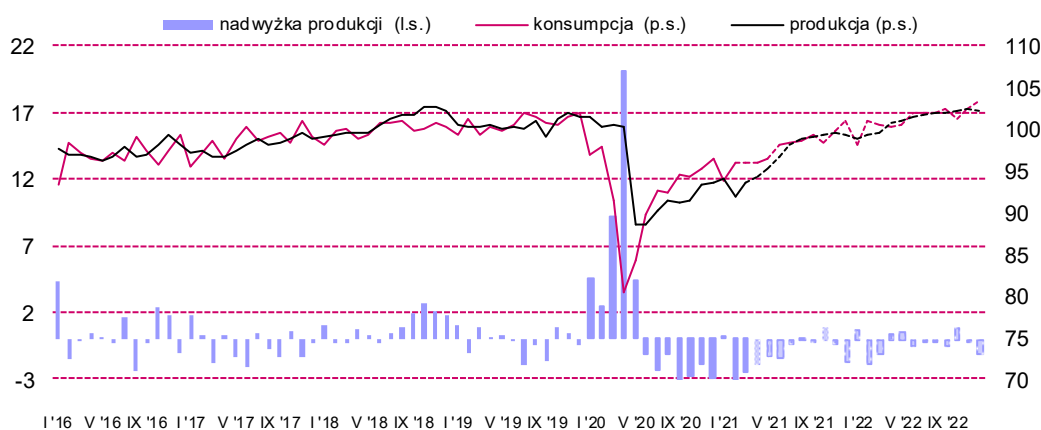
Cracki dla benzyny bezołowiowej (USD/bbl)



Źródło: Lotos

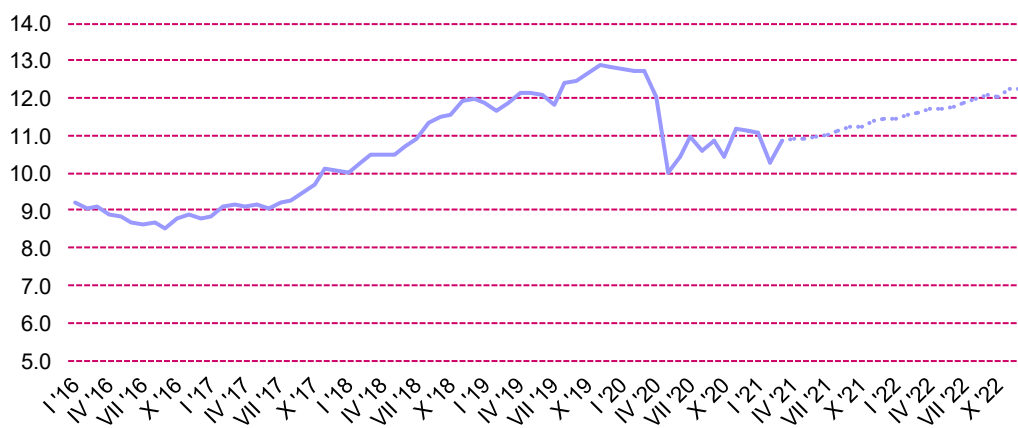
Globalne warunki makro oraz prognozy EIA

Globalna produkcja i konsumpcja produktów z ropy (prognoza EIA)



Źródło: EIA, prognoza EIA

Produkcja ropy USA w mln baryłek dziennie (prognoza EIA)



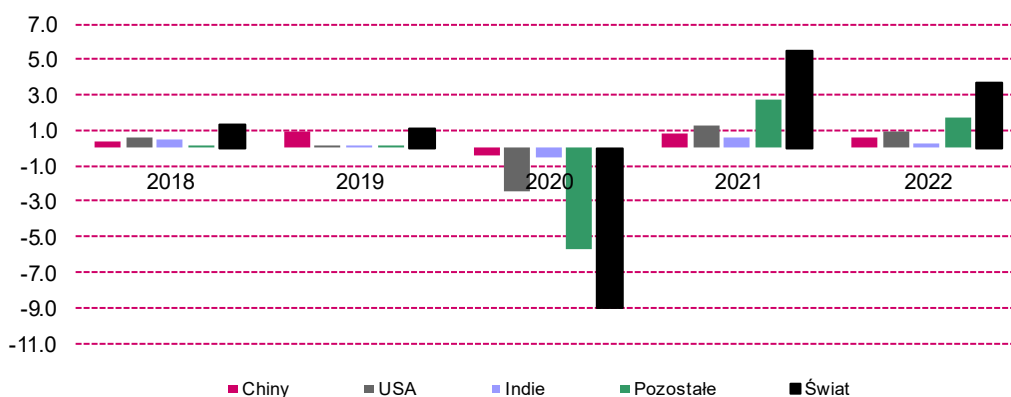
Źródło: EIA, prognoza EIA

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



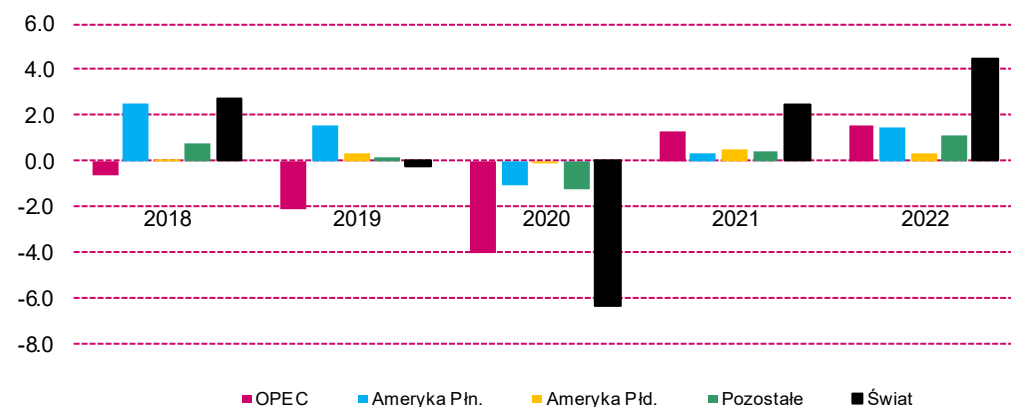
Źródło: EIA, prognoza EIA

Prognoza wzrostu konsumpcji ropy i produktów (mln baryłek dziennie)



Źródło: EIA, prognoza EIA

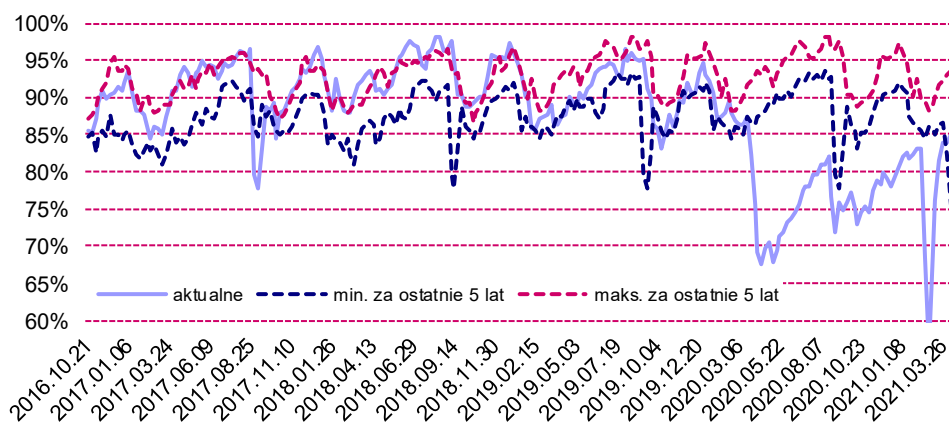
Prognoza wzrostu produkcji ropy i produktów (mln baryłek dziennie)



Źródło: EIA, prognoza EIA

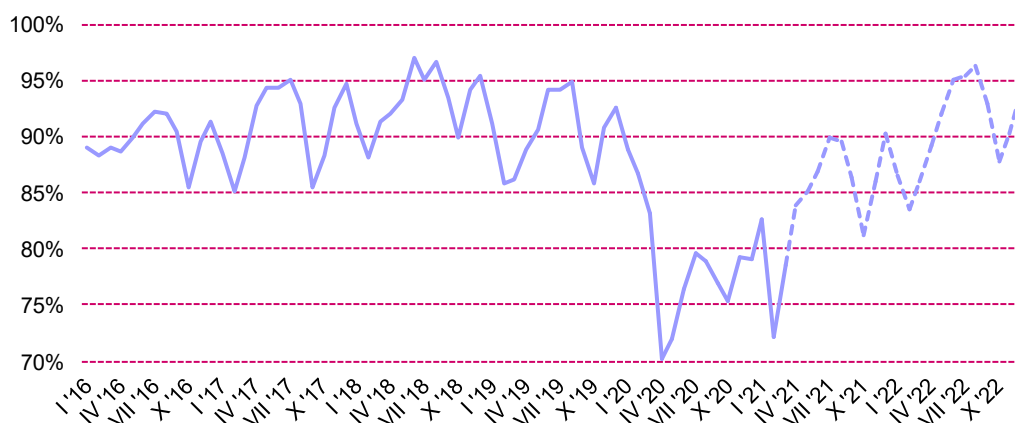
Wykorzystanie mocy rafineryjnych w USA

Wykorzystanie mocy rafineryjnych w USA



Źródło: EIA

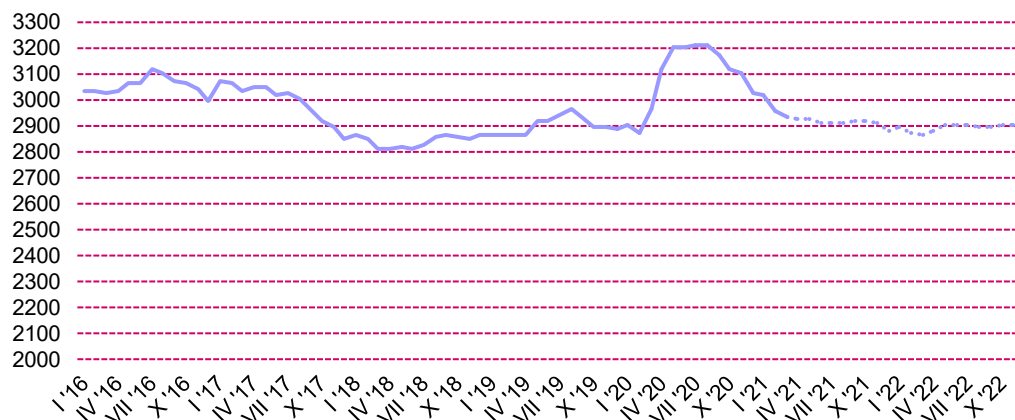
Prognoza wykorzystania mocy rafineryjnych w USA wg EIA



Źródło: EIA, prognoza EIA

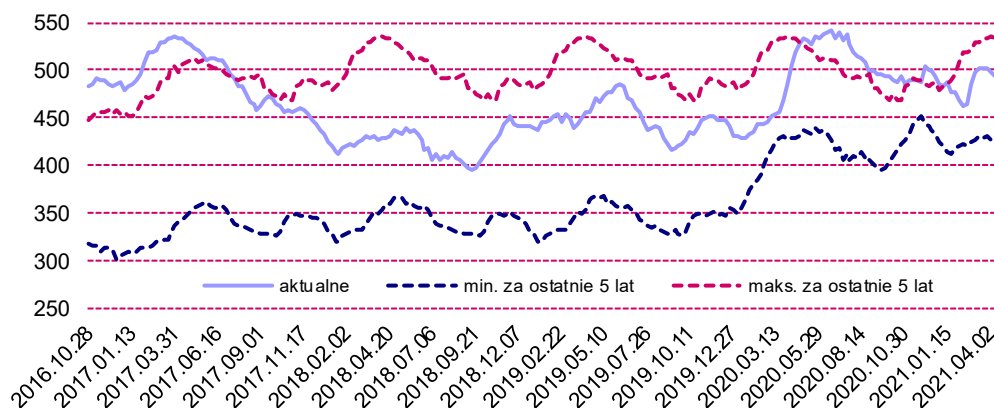
Zapasy ropy i produktów z ropy

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



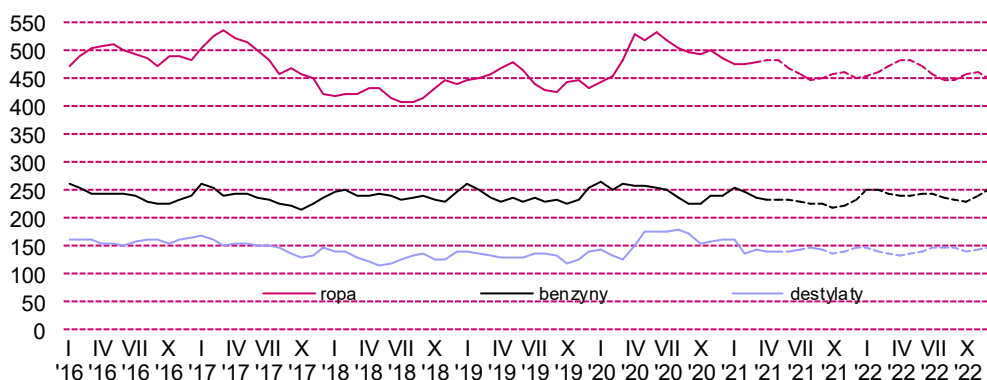
Źródło: EIA, prognoza EIA

Komercyjne zapasy ropy w USA (mln bbl)



Źródło: EIA

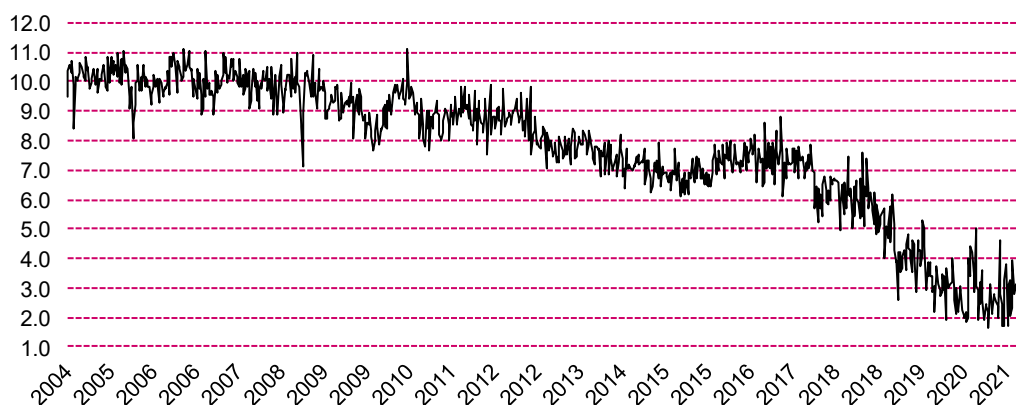
Komercyjne zapasy ropy, benzyny i destylatów w USA (mln bbl)



Źródło: EIA, prognoza EIA

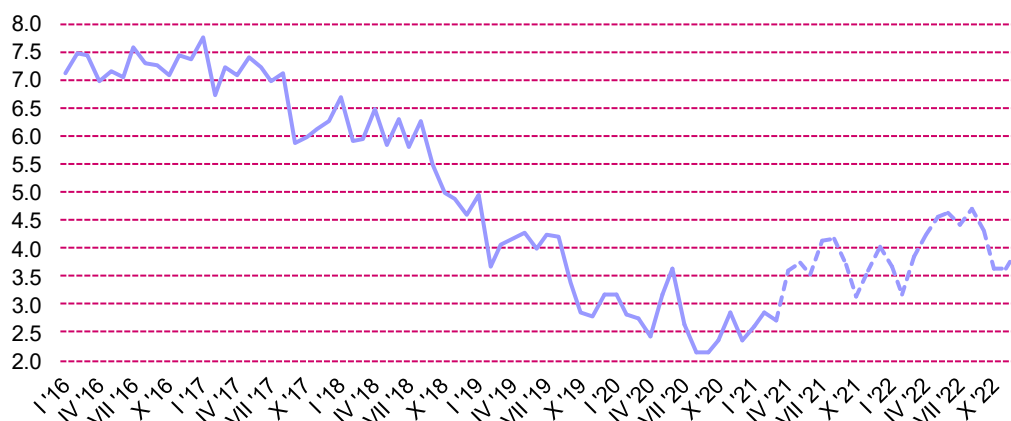
Import ropy i produktów z ropy do USA

Import netto ropy do USA (mln baryłek dziennie)



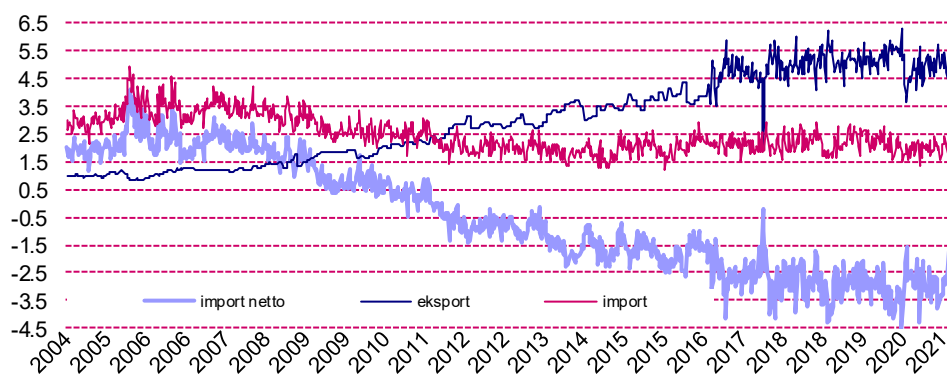
Źródło: EIA

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



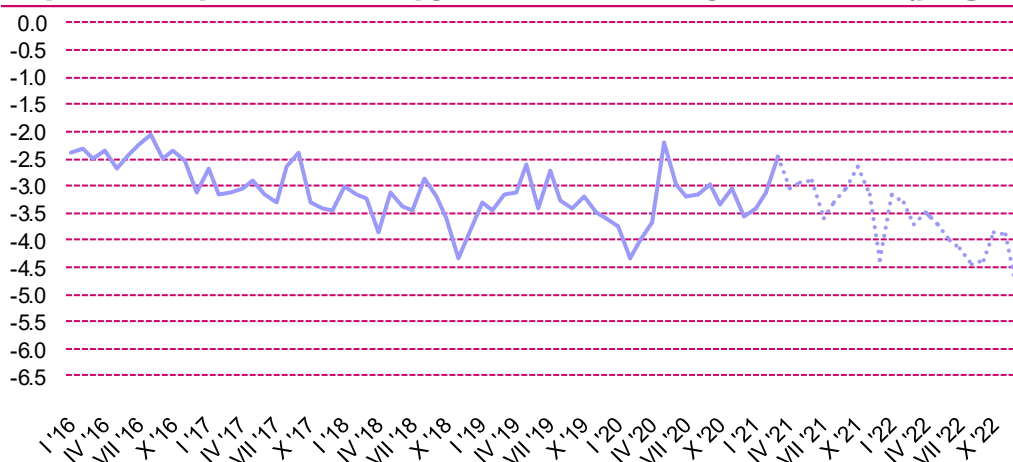
Źródło: EIA, prognoza EIA

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

Grzegorz Gawkowski
+48 22 598 26 05
grzegorz.gawkowski@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

Analitik akcji
handel detaliczny

Analitik
fundusze inwestycyjne
gry

Analitik
fundusze inwestycyjne
deweloperzy

Analitik 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 Czerwinka
+48 22 598 26 70
marcin.czerwinka@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, , wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie 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 nie trafne. 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 stop procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu dotycząca opisu spółki była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu w celu weryfikacji zamieszczonych informacji faktograficznych. 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 odsełkowego 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 księgowa 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 świadczyć, 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 funkcję 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 Domu Maklerskiego 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 Domu Maklerskim S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Domu Maklerskim S.A. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określają 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 (zespołów) 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 Domu Maklerskim S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 29 kwietnia 2021 roku o godzinie 11.15, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 29 kwietnia 2021 roku godzina 12.00.