

Rynek ropy

Luty 2021

Ceny ropy systematycznie rosną dzięki ograniczonej podaży oraz w oczekiwaniu na ożywienie gospodarcze w 2021 r. Ceny surowca doszły już do poziomów z początku stycznia 2020 r., czyli sprzed ubiegłorocznego załamania. Sytuacja na rynku ropy mocno koreluje z innymi surowcami przemysłowymi (miedź, aluminium), które po osiągnięciu dna w marcu ub.r. systematycznie rosną. Cena ropy Brent przekroczyła już 60 USD/b i może się zbliżyć do poziomów 70-80 USD, które OPEC+ w przeszłości uznawał za satysfakcjonujące. Dlatego dalsze wzrosty cen, które w krótkim terminie są możliwe, będą skutkować planowanym zwiększaniem podaży przez te kraje od kwietnia. Rosnąć będzie również produkcja spółek wydobywczych w USA.

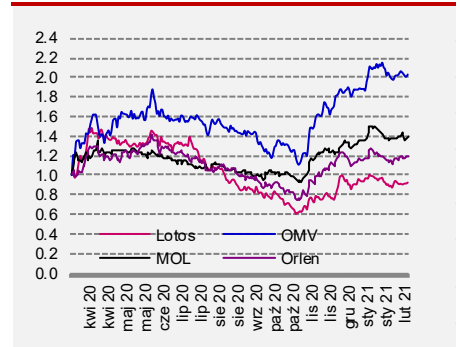
Przyczyną wzrostu cen ropy w ostatnich tygodniach była decyzja Arabii Saudyjskiej z początku stycznia, która postanowiła dodatkowo ograniczyć wydobycie o 1.0 mln b/d w lutym i marcu. Była to odpowiedź na rozwój kolejnej fali koronawirusa z przełomu roku, który cały czas ma decydujący wpływ na gospodarkę światową i popyt na paliwa. Drugim czynnikiem był rosnący optymizm związany z pakietem stymulacyjnym w USA oraz postępami w szczepieniach w tym kraju. Krótkoterminowe ograniczenie wydobycia oznacza, że cały czas miesięczne globalne wydobycie jest niższe niż odbudowujący się popyt. W lutym niedobór ma wynieść ok. 3.2 mln b/d, choć w kwietniu ma już dojść na rynek do równowagi dzięki planowym wzrostom wydobycia przez kraje OPEC. Zapasy ropy i produktów w państwach OECD spadają systematycznie od sierpnia i są już zbliżone do poziomów sprzed załamania popytu w marcu ub.r. Sądzymy, że poziomem, który OPEC będzie uważać za wystarczająco wysoki, aby go „stabilizować” jest zakres 70-80 USD, tak jak to było w 2018 roku. Ze względu na wolne moce wydobywcze, już samo ryzyko wzrostu wydobycia, powinno stabilizować ceny w okolicach 70 USD. Nadwyżka rezerw możliwości wydobywczych krajów OPEC wyniosła w 2020 r. 6.2 mln b/d a na ten rok prognozowane jest 5.2 mln b/d (przy średniej 2.4 mln b/d za ostatnie 10 lat). Ewentualne wzrosty cen powyżej 70 USD/b będą zachęcały do dalszego zwiększania produkcji w tych krajach.

Wyższe ceny zmobilizują również, bardziej niż obecnie się oczekuje, wydobycie w USA, które zostało istotnie ograniczone na skutek niskich cen w I połowie ub.r. Produkcja ropy w USA w styczniu wyniosła 11.0 mln b/d i była mniejsza o 1.7 mln b/d r/r, choć systematycznie rośnie po załamaniu do 10.0 mln b/d w maju ub.r. EIA oczekuje, że w tym roku wydobycie wyniesie średnio 11.0 mln b/d, jednak zakłada średnią cenę ropy WTI na poziomie 50.0 USD/b. Przy aktualnej cenie 63 USD/b lub wyższej, wydobycie w USA powinno być istotnie większe.

Marże rafineryjne pozostają na bardzo niskim poziomie. W styczniu marża rafineryjna wraz dyferencjałem Brent/Ural w grupie Orlen wyniosła zaledwie 1.1 USD/b, czyli 3.1 USD/b mniej niż rok wcześniej. Wprawdzie można mówić o powolnym wzroście marż (+0.4 USD m/m) od dołka w czerwcu ub.r., jednak do poziomu sprzed załamania jeszcze daleko. Wykorzystanie mocy rafineryjnych w USA w ostatnich tygodniach wynosi zaledwie 81% odzwierciedlając nadal słaby popyt na produkty ropopochodne. Poziom 90%, wg EIA ma zostać przekroczony w 2022 r. i dopiero w tym roku marże będą mogły bardziej wyraźnie wzrosnąć.

EIA oczekuje, że w tym roku popyt na ropę wzrośnie o 5.4 mln b/d, a w przyszłym o kolejne 3.5 mln b/d. Oznacza to, że popyt osiągnie poziom z 2019 r. dopiero w przyszłym roku. Trzeba jednak podkreślić, że kwestia siły odbicia popytu na paliwa jest dość niepewna. Cały czas nie wiadomo jaki będzie globalny skutek szczepionki w najbliższych miesiącach i jak będzie wyglądał sezon wakacyjny.

Kursy akcji relatywnie



Zmiany kursów akcji spółek

sektora paliwowego (waluty lokalne)

	1 m	3 m	12 m
LOTOS	-3.3%	26.4%	-47.2%
ORLEN	-0.5%	30.6%	-21.4%
MOL	-5.1%	17.9%	-12.6%
OMV	-4.3%	33.6%	-19.9%
OMV PETROM	-1.9%	16.7%	-9.4%
TUPRAS	-2.3%	17.1%	-5.5%

Marcin Palenik, CFA

22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

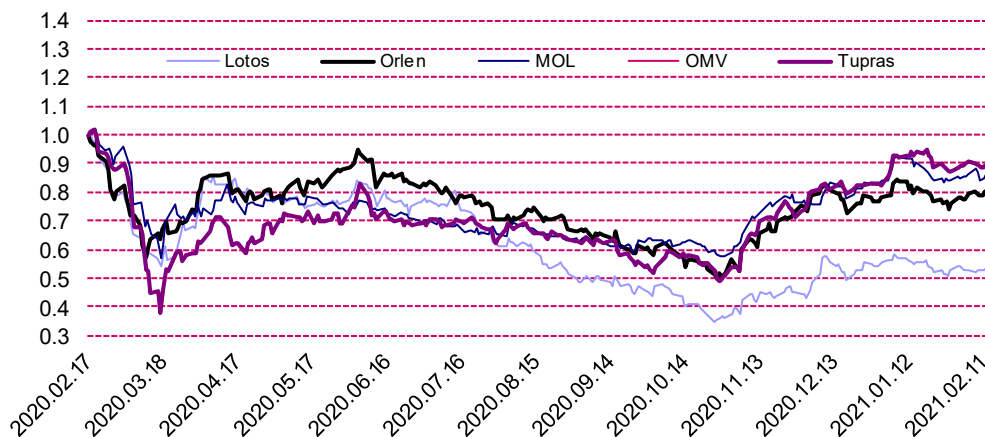
Ceny jak i zapasy surowca są więc zbliżone do długoterminowej równowagi. Kraje OPEC+ aktualnie kontrolują podaż tak, aby pandemia nie wywoływała spadków, jednak wraz z odbudową popytu będą mogły elastycznie zwiększać podaż. Można więc sądzić, że ceny ropy nie mają już fundamentalnych powodów do dalszych znacznych wzrostów w średnim terminie. Krótkoterminowo natomiast utrzymuje się nadwyżka popytu nad realnym wydobyciem wytwarzając presję na cenę. Dlatego w krótkim terminie 2-3 miesięcy możliwy jest dalszy wzrost, który powinien zachęcić do bardziej zdecydowanego zwiększenia podaży.

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	20.8	5.2	3.6	-	11.4	5.9	-	11.7	7.1
ORLEN	PKN	3.7	3.1	2.9	8.1	5.2	5.5	9.0	6.5	5.8
MOL	MOL	3.8	3.2	2.8	17.0	9.6	7.7	25.6	8.2	6.0
OMV	OMV	3.1	2.6	2.4	5.7	4.5	3.8	9.1	6.9	5.8
OMV PETROM	SNP	2.8	2.6	2.9	6.2	4.8	6.1	10.7	8.5	10.5
TUPRAS	TUPRS	7.7	5.1	5.4	10.3	5.8	5.3	13.9	7.0	6.5
Mediana		3.8	3.2	2.9	8.1	5.5	5.7	10.7	7.6	6.3

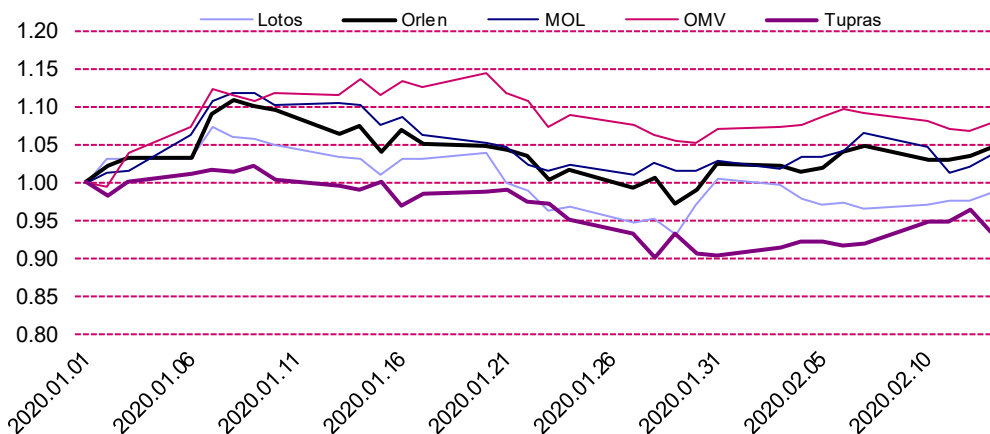
Źródło: prognozy Bloomberg

Ceny relatywne spółek paliwowych z regionu za ostatnie 12 mies.



Źródło: Bloomberg

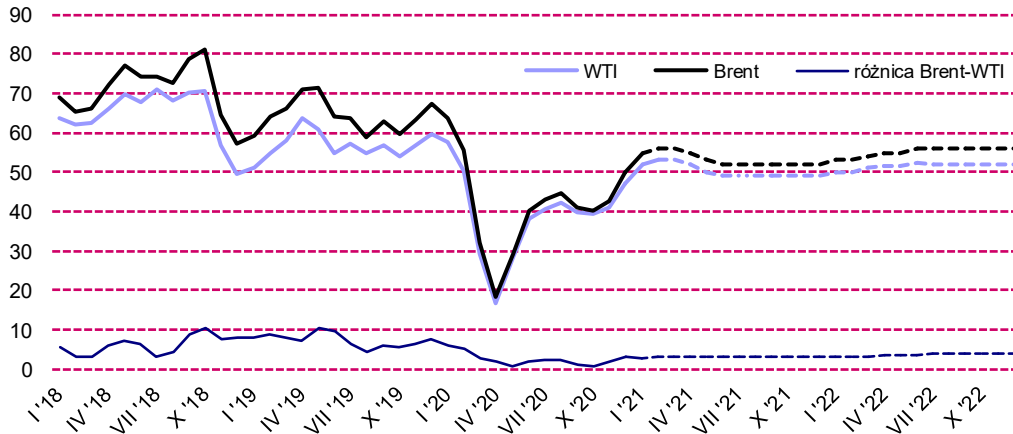
Ceny relatywne spółek paliwowych z regionu od początku roku



Źródło: Bloomberg

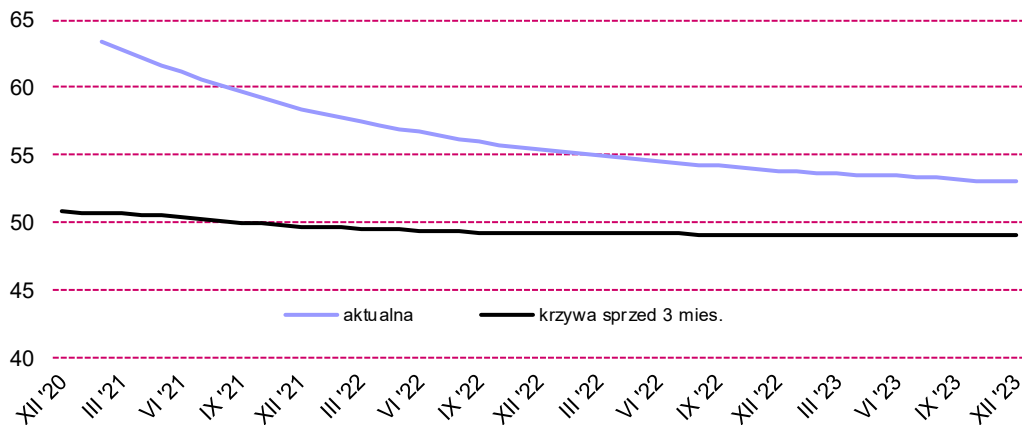
Warunki makro w sektorze paliwowym

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



Źródło: EIA, prognoza EIA

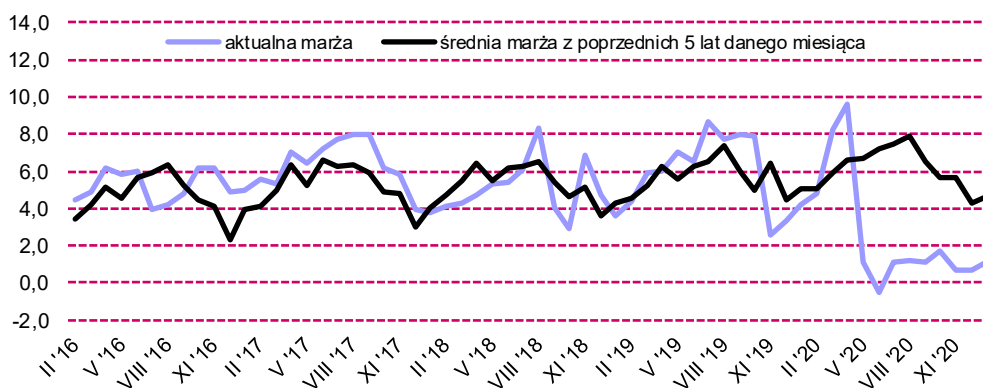
Krzywe forwardowe dla ceny ropy Brent



Źródło: Bloomberg

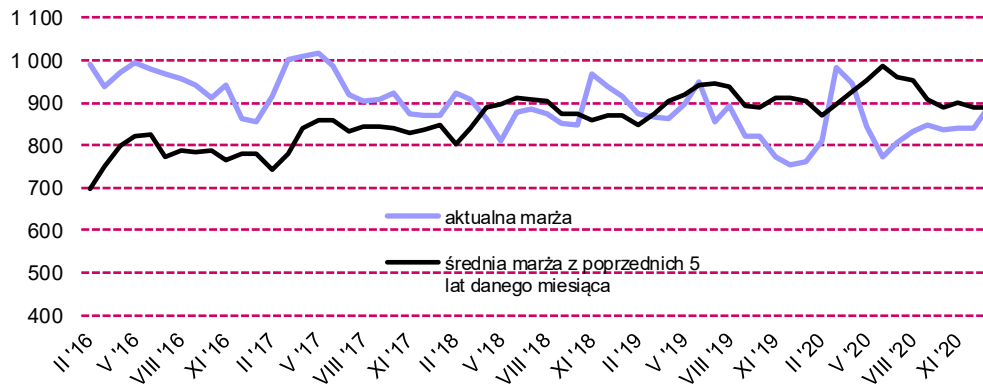
Warunki makro dla polskich spółek

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



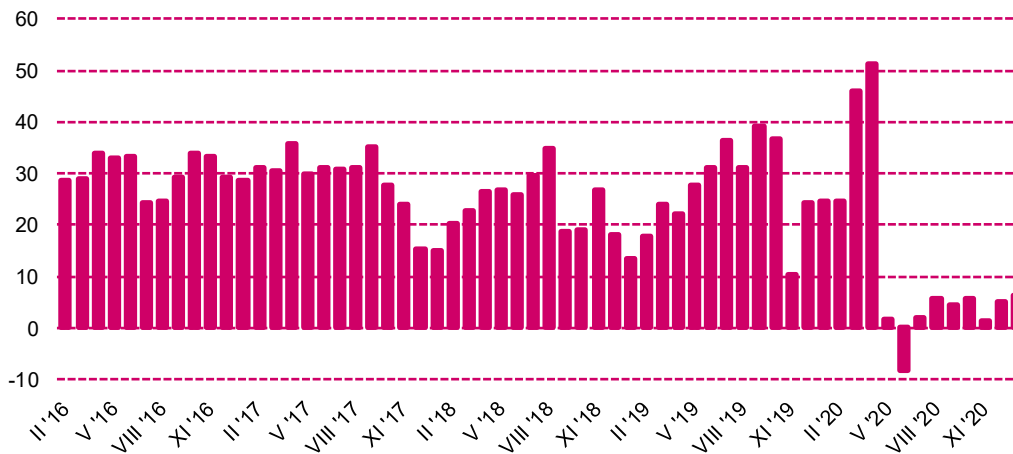
Źródło: Orlen
Sektor paliwowy

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

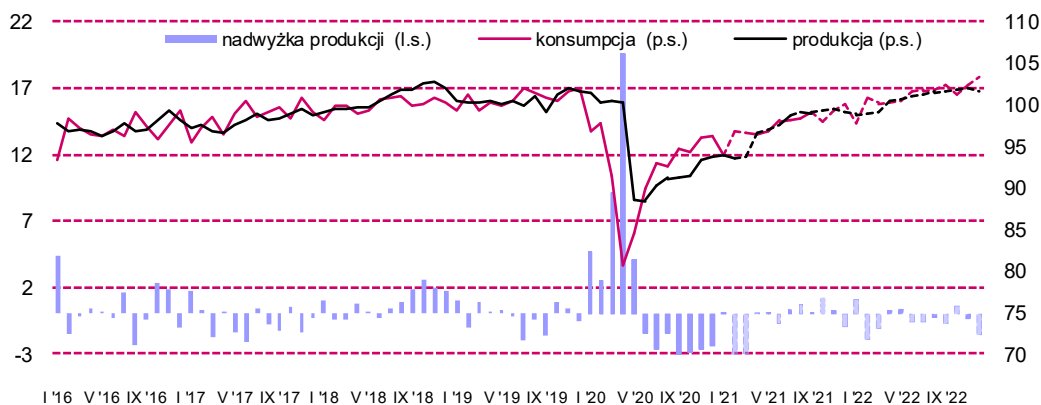
Cracki dla benzyny bezołowiowej (USD/bbl)



Źródło: Lotos

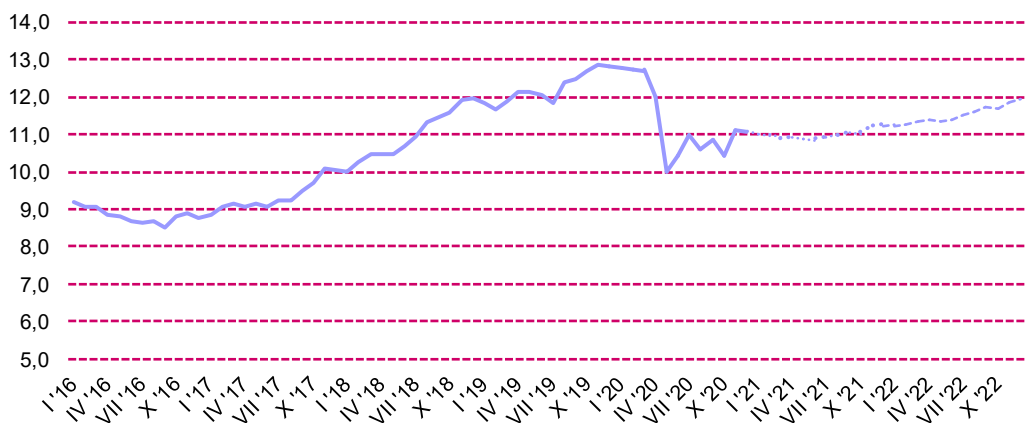
Globalne warunki makro oraz prognozy EIA

Globalna produkcja i konsumpcja produktów z ropy (prognoza EIA)



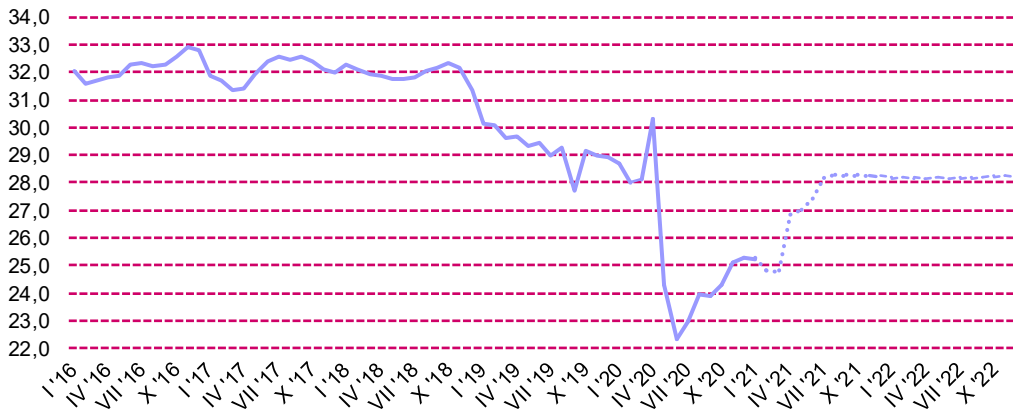
Źródło: EIA, prognoza EIA

Produkcja ropy USA w mln baryłek dziennie (prognoza EIA)



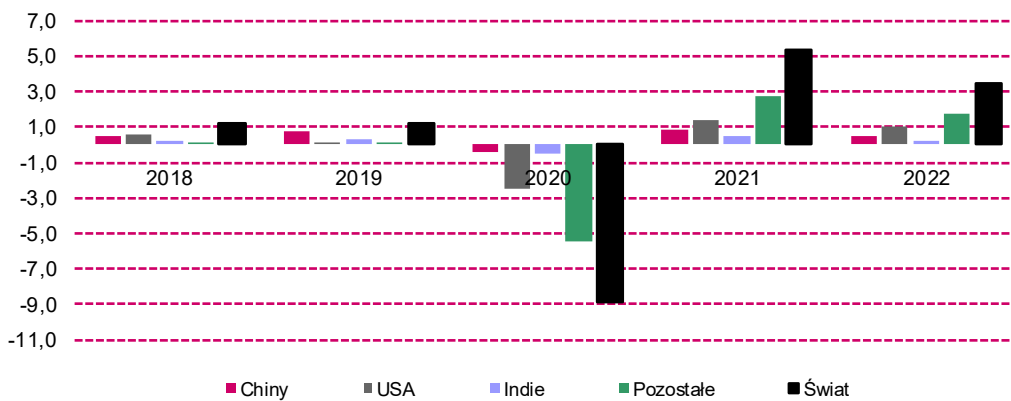
Źródło: EIA, prognoza EIA

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



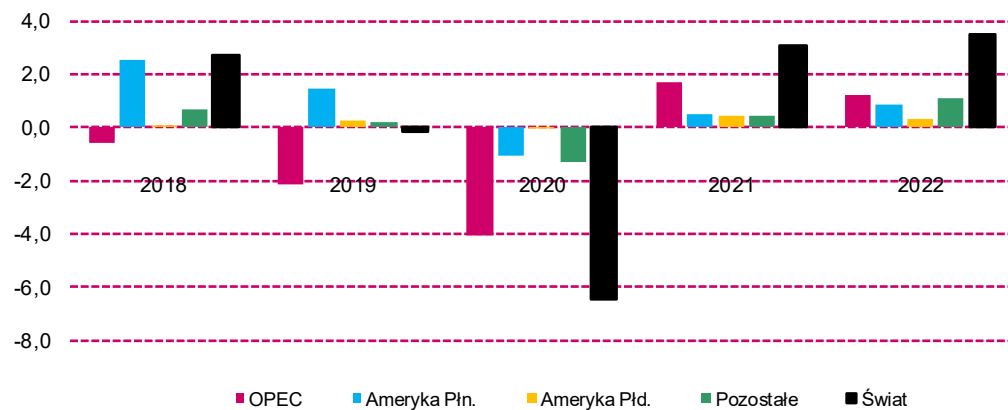
Źródło: EIA, prognoza EIA

Prognoza wzrostu konsumpcji ropy i produktów (mln baryłek dziennie)



Źródło: EIA, prognoza EIA

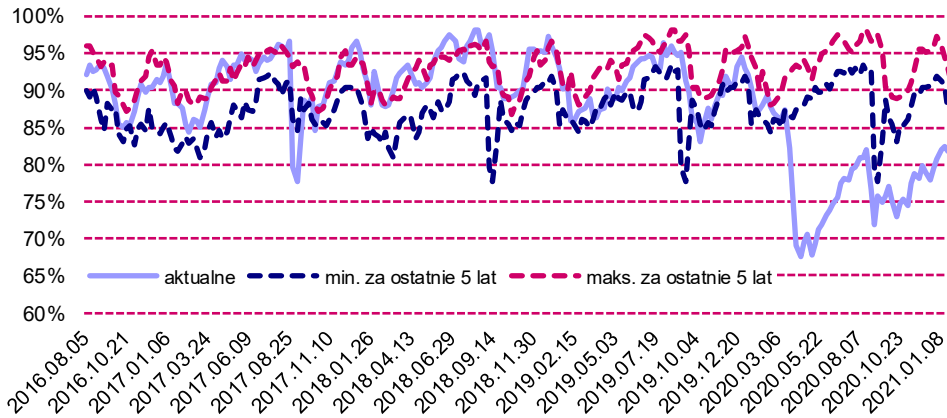
Prognoza wzrostu produkcji ropy i produktów (mln baryłek dziennie)



Źródło: EIA, prognoza EIA

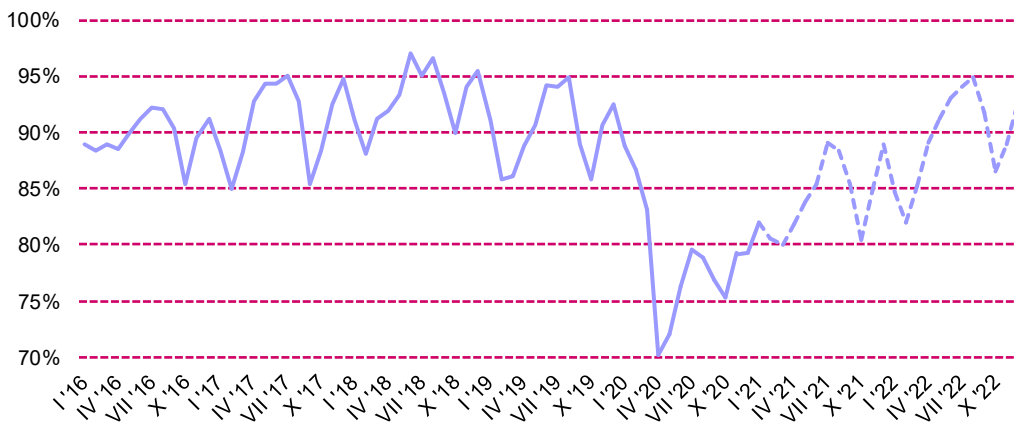
Wykorzystanie mocy rafineryjnych w USA

Wykorzystanie mocy rafineryjnych w USA



Źródło: EIA

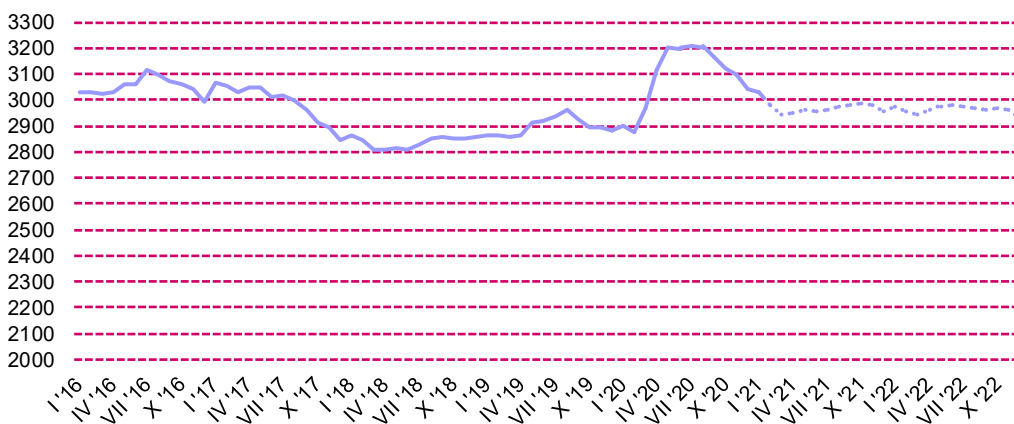
Prognoza wykorzystania mocy rafineryjnych w USA wg EIA



Źródło: EIA, prognoza EIA

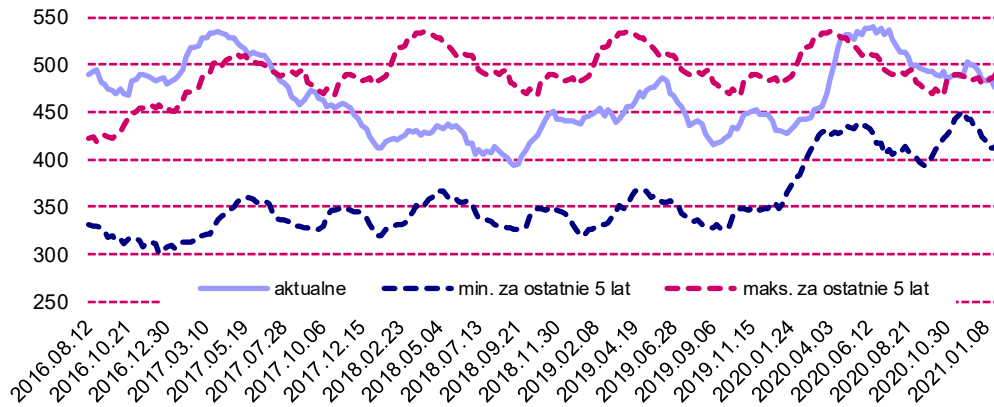
Zapasy ropy i produktów z ropy

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



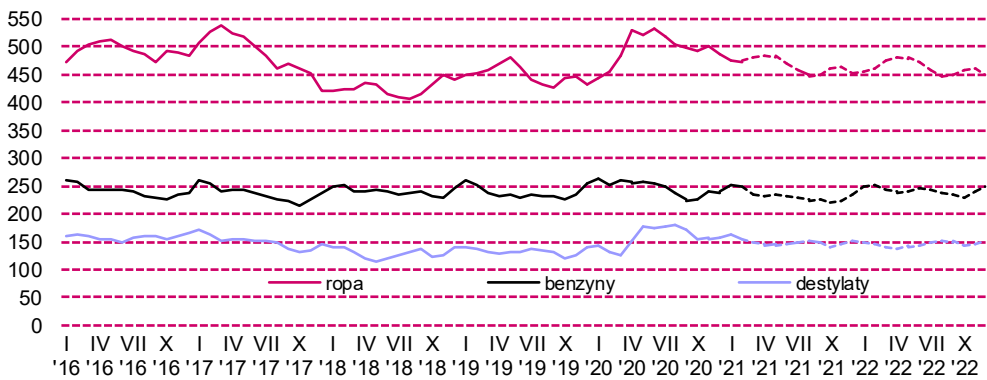
Źródło: EIA, prognoza EIA

Komercyjne zapasy ropy w USA (mln bbl)



Źródło: EIA

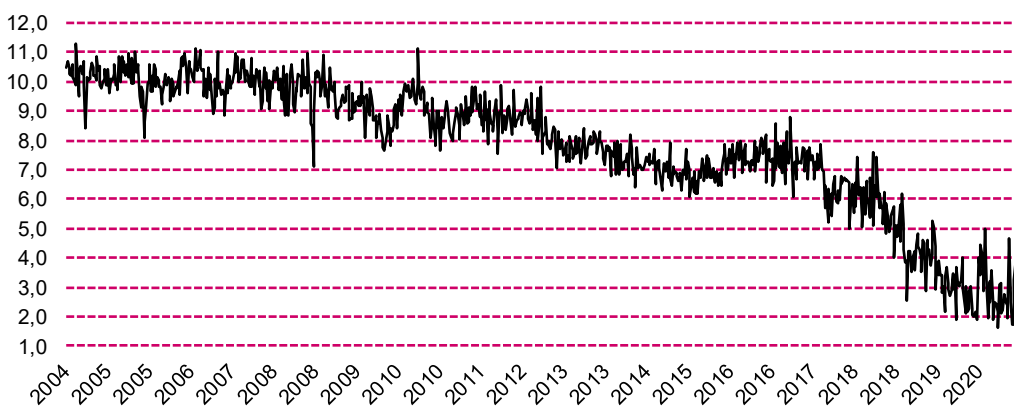
Komercyjne zapasy ropy, benzyny i destylatów w USA (mln bbl)



Źródło: EIA, prognoza EIA

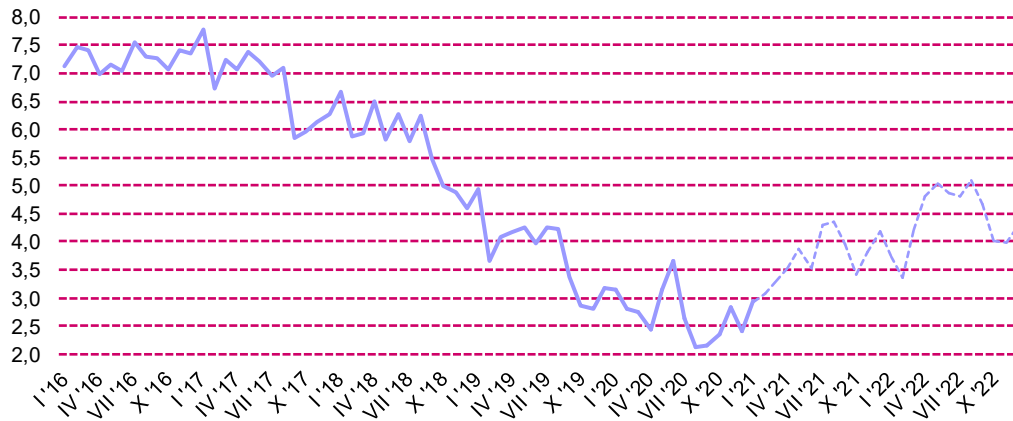
Import ropy i produktów z ropy do USA

Import netto ropy do USA (mln baryłek dziennie)



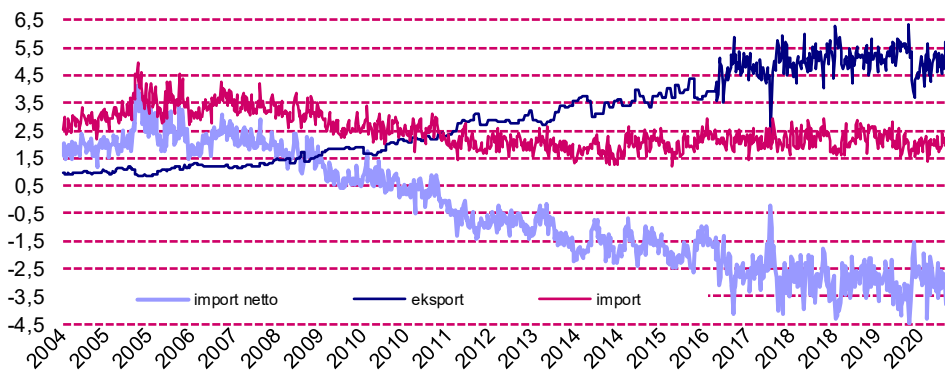
Źródło: EIA

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



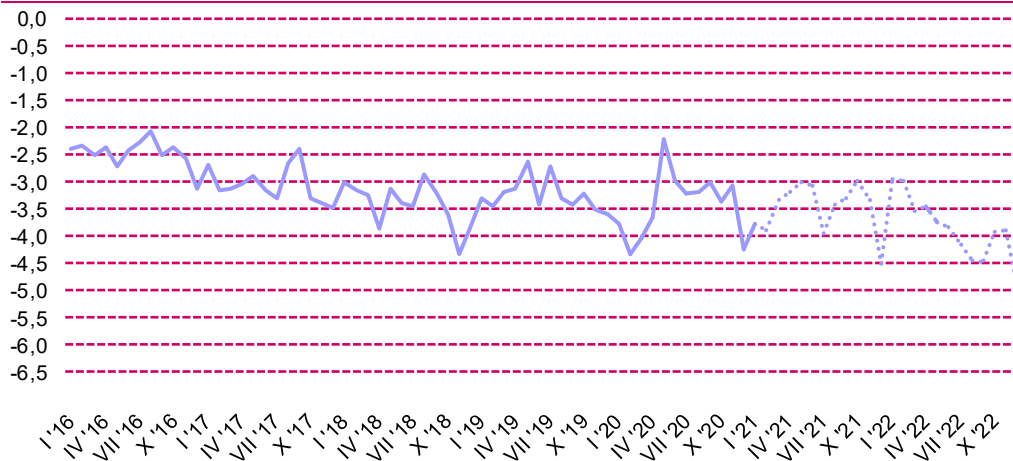
Źródło: EIA, prognoza EIA

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

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

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 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 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 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 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 15 lutego 2021 roku o godzinie 13.20, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 15 lutego 2021 roku godzina 13.30.