

wtorek, 22 listopada 2016 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

Michał Marczak +48 22 438 24 01

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Rynek energetyczny

Ceny energii w Niemczech wciąż znajdują się pod presją niższych cen węgla w kontrakcie rocznym, co wynika z obaw o dostosowania po stronie podaży w Chinach i USA (ceny spotowe nadal utrzymują się blisko lokalnego szczytu). W Polsce ceny pozostają stabilne i nadal nie ma jasnego sygnału, jak mogą kształtować się ceny węgla na lokalnym rynku w przyszłym roku. Wydaje się, że przynajmniej na rynku spotowym powinniśmy notować wzrosty, co będzie wspierać moce funkcjonujące jako szczytowe zintegrowane pionowo (ZEPAK, Tauron).

Rynek paliwowy

Rafinerie europejskie mają za sobą kilka kolejnych mocnych sesji, co prawdopodobnie jest odzwierciedleniem wzrostu notowań rafinerii amerykańskich. Zwracamy jednak uwagę, że źródłem dobrego sentymentu na sektorze w USA jest perspektywa zmian regulacyjnych (bioetanol) po wyborze nowego prezydenta. Tymczasem otoczenie makro staje się coraz mniej sprzyjające. Modelowa marża rafineryjna spadła poniżej 5 USD/Bbl (efekt słabnącego w końcu crack'a benzynowego i drożejącej ropy), a marża petrochemiczna na olefinach jest najniższa od roku (rośnie cena ropy, a ceny produktów idą w dół z uwagi na zbliżające się otwarcia nowych mocy). Zastanawiający jest optymizm inwestorów w tym kontekście, szczególnie, że rosnąca ropa to również zagrożenie dla dynamiki popytu na paliwa, która wyraźnie słabnie w ostatnich tygodniach (dane EIA). Wsparciem jest jeszcze kurs USD/PLN i dyferencjał (2 USD), ale należy pamiętać, że cięcia produkcji OPEC skoncentrują się na ciężkich gatunkach ropy, co zwiększy ich cenę.

Rynek kauczuków syntetycznych

Ceny kauczuków naturalnych wzrosły w ostatnim tygodniu o około 8% w Chinach. W efekcie poprawie uległa relacja cena kauczuków syntetycznych do naturalnych (pozytywnie w krótkim terminie dla producentów kauczuków syntetycznych).

Rynek metali

Zapasy miedzi na giełdach spadły w ujęciu tyg. o 2,4 tys. ton. Inwestorzy spekulacyjni nadal zwiększali liczbę długich pozycji netto na COMEX - do rekordowego poziomu +45 tys. szt. Słabsze dane z rynku nieruchomości w Chinach za październik nie schłodziły nastrojów. Inwestorzy optymistycznie oczekują, że w przyszłym roku wzrośnie popyt na metale przemysłowe w USA w związku z zapowiadany ożywieniem inwestycjami przez Trumpa.

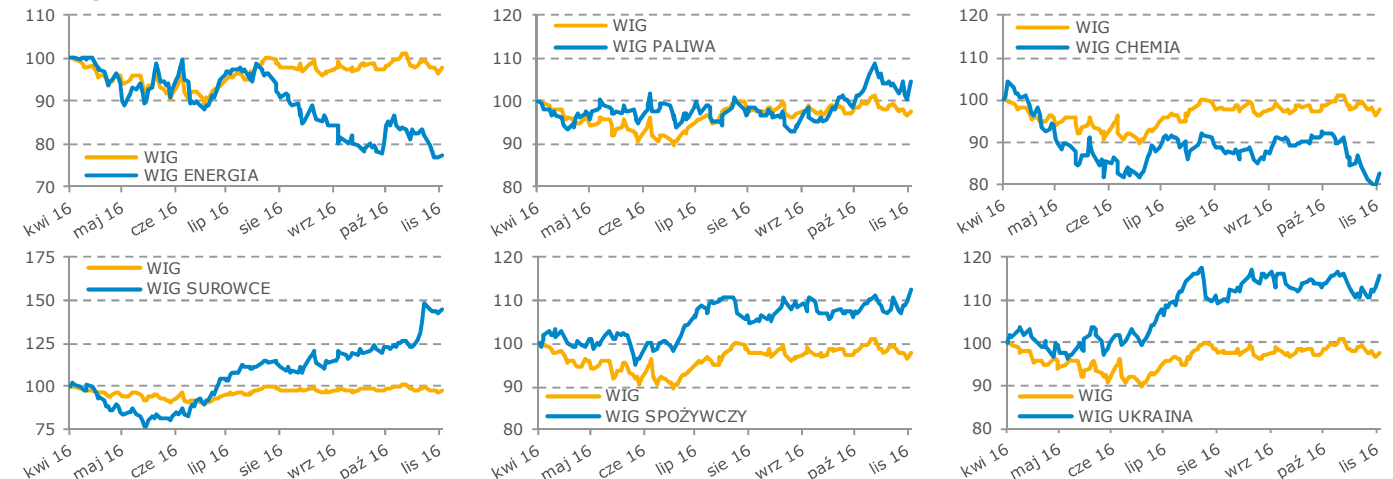
Rynek węgla

Ceny spotowe węgla energ. wyhamowały. Ceny w ARA spadły t/t o 4,2% (85 USD/t), a w Newcastle o 0,2% (105 USD/t). Chiny zwiększają produkcję węgla w odpowiedzi na wysokie ceny.

Rynek agro

Ceny mocznika wzrosły na światowych rynkach w ostatnich 2-3 tygodniach o około 10%, co poprawiło nieznacznie relację cenową do gazu ziemnego. Na razie jednak brak analogicznego odbicia na saletrzaku i saletrze, w związku z czym marże na tych nawozach w relacji do gazu utrzymują się na niskich poziomach.

Indeksy branżowe na tle WIG



Źródło: Bloomberg

Zmiana kursu t/t* i YTD

Spółka	t/t	YTD
Synthos	-9,0%	+9%
Grupa Azoty	-6,2%	-48%
PGNiG	-6,2%	-11%
PGE	-6,0%	-25%
CEZ	-4,3%	-0%
Lotos	-3,9%	+21%
MOL	-3,3%	+34%
Energa	-2,8%	-41%
Enea	-2,1%	-11%
Pulawy	-2,0%	-32%
Police	-1,4%	-27%
Tarczyński	-1,2%	-3%
Kety	-1,0%	+21%
PKN Orlen	-0,6%	+7%
Kernel	-0,5%	+20%
Tauron	+0,4%	-12%
Boryszew	+1,0%	+72%
Astarta	+1,4%	+47%
ZE PAK	+1,6%	+41%
LW Bogdanka	+2,8%	+118%
Impexmetal	+4,8%	+35%
JSW	+9,5%	+630%
KGHM	+16,2%	+33%

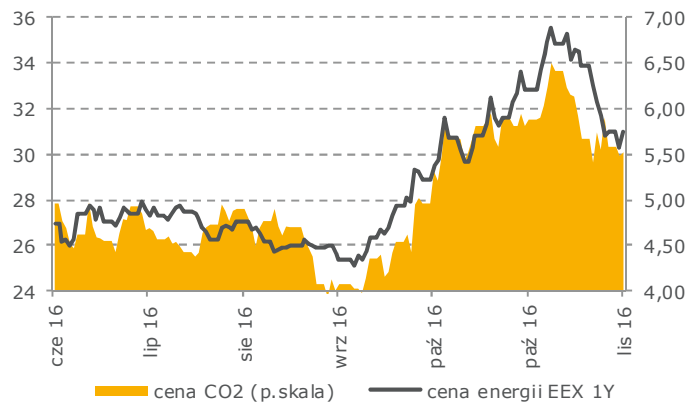
Indeksy sektor	t/t	YTD
Energetyka	-3,6%	-11%
E&P	+2,8%	+14%
Górnictwo	+18,0%	+69%
Kauczuki	+5,7%	+18%
Nawozy	+11,3%	-2%
Petrochemia	+5,8%	+11%
Rafinerie eur.	-0,9%	+13%
Rafinerie amer.	+11,8%	-14%

*zmiana w okresie 07.11-14.11; w PLN

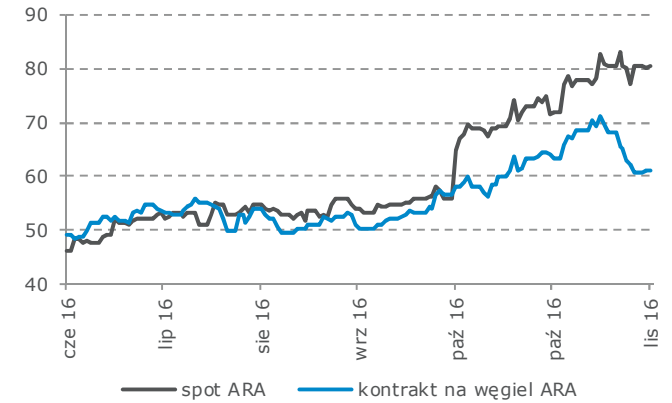


Energetyka

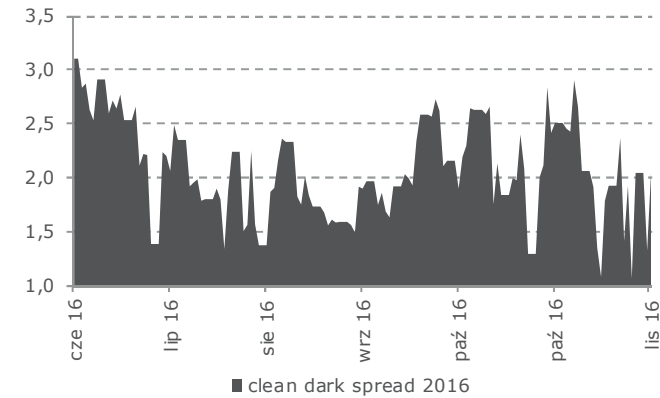
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



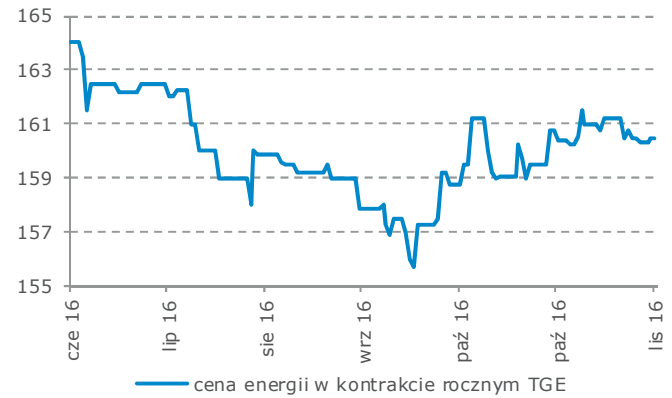
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



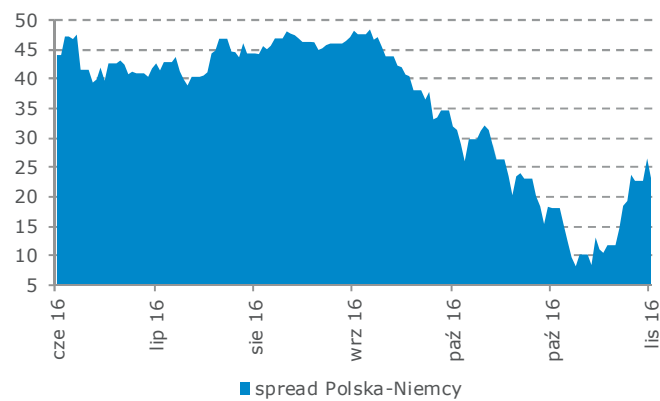
Clean dark spread 2016 rynek niemiecki (EUR/MWh)



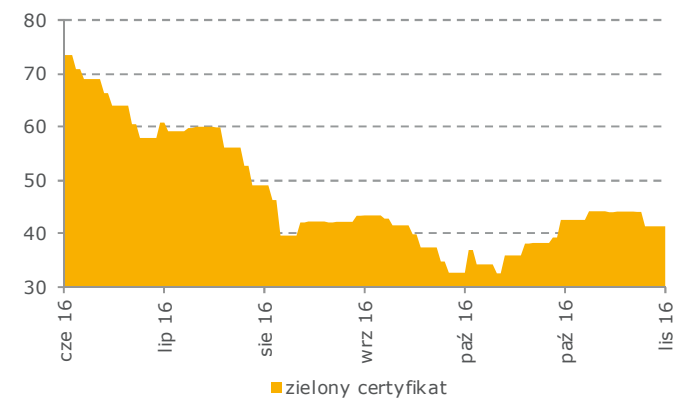
Cena energii w kontrakcie na 2017 (PLN/MWh)



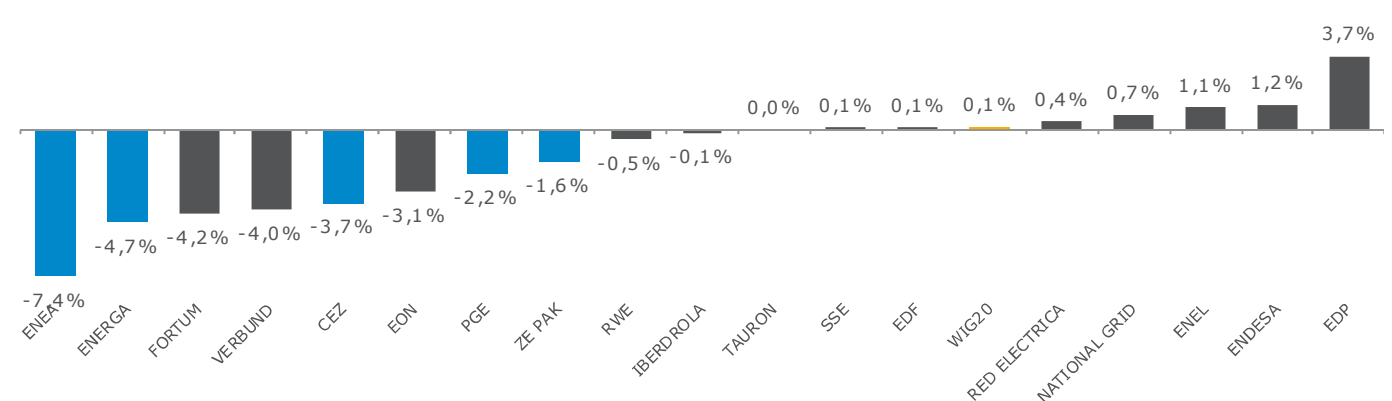
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



Tygodniowy performance spółek energetycznych



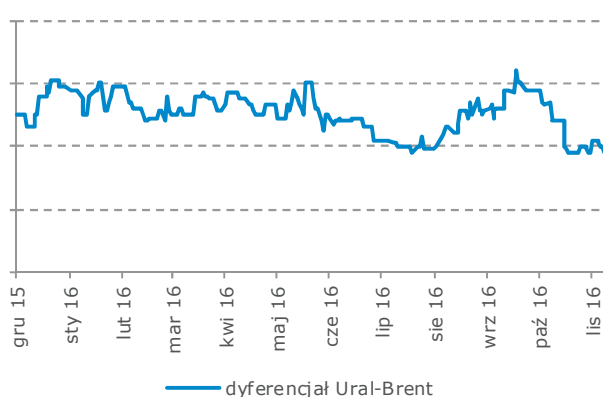
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

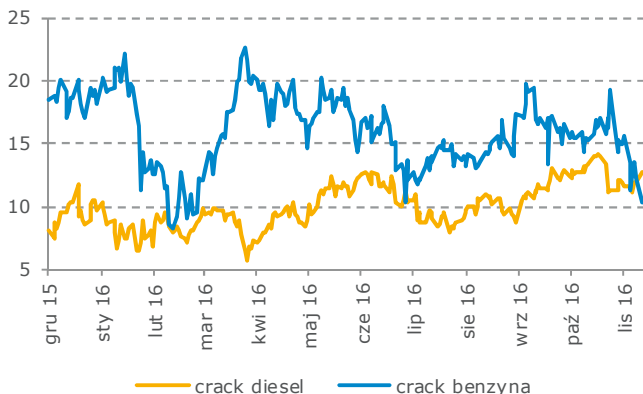
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



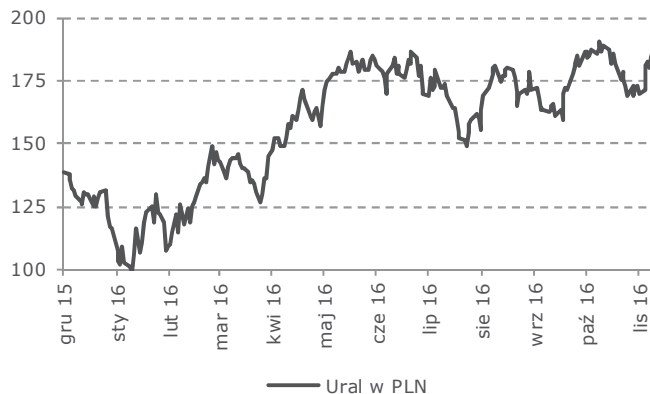
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



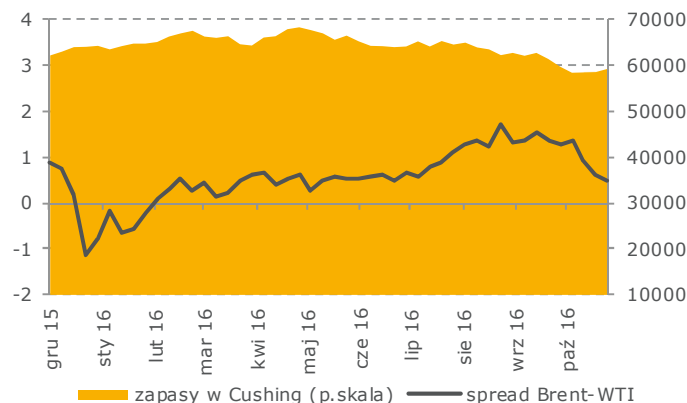
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



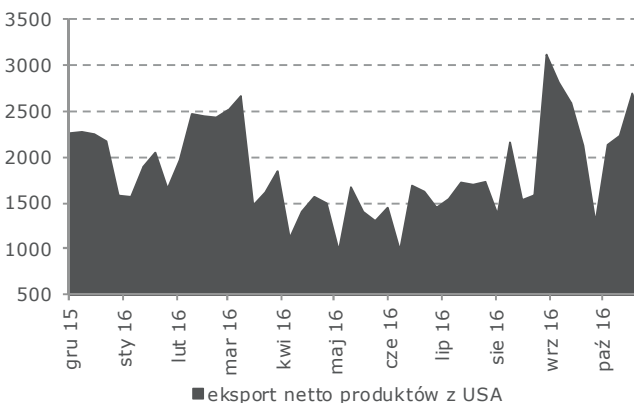
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



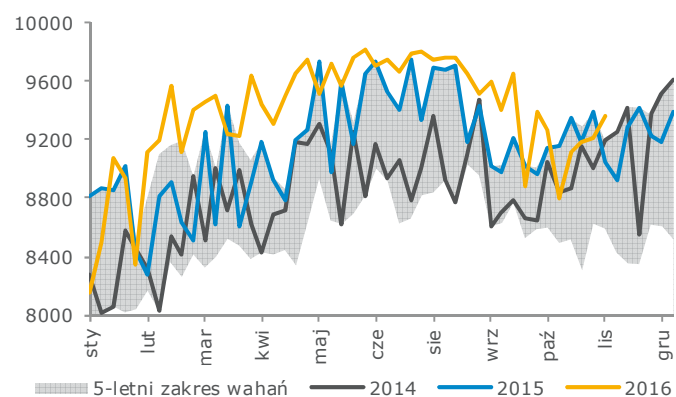
Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



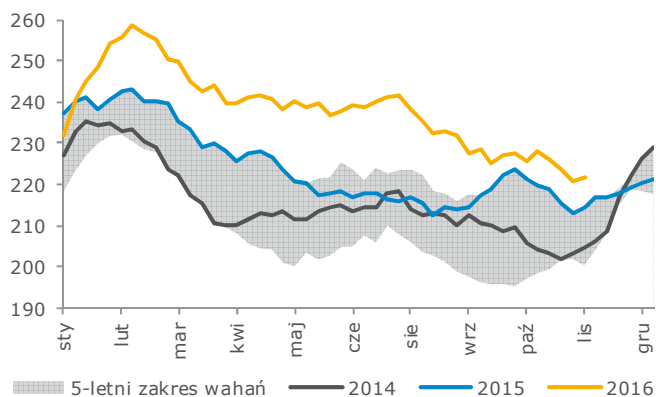
Eksport netto paliw z USA



Popyt na benzynę w USA



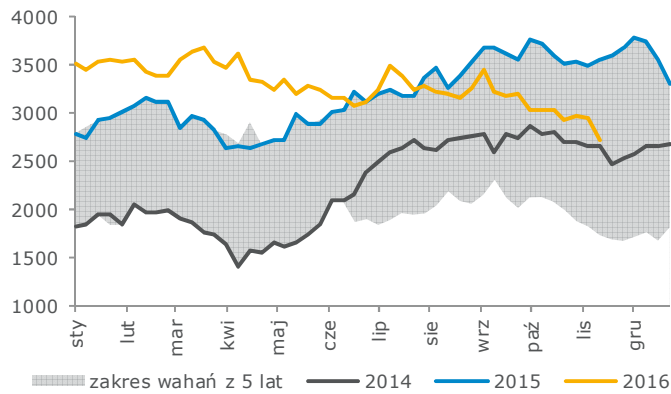
Zapasy benzyny w USA



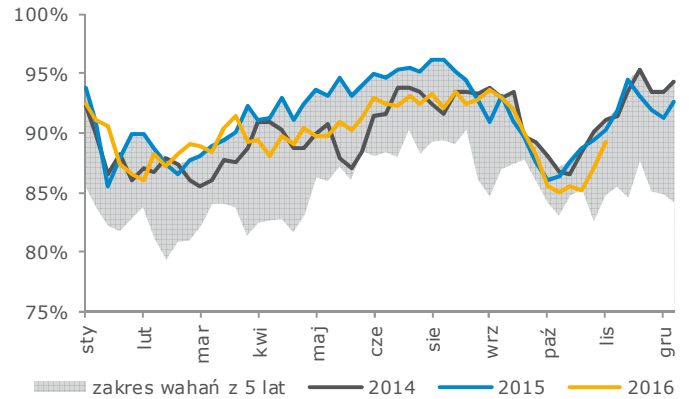
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

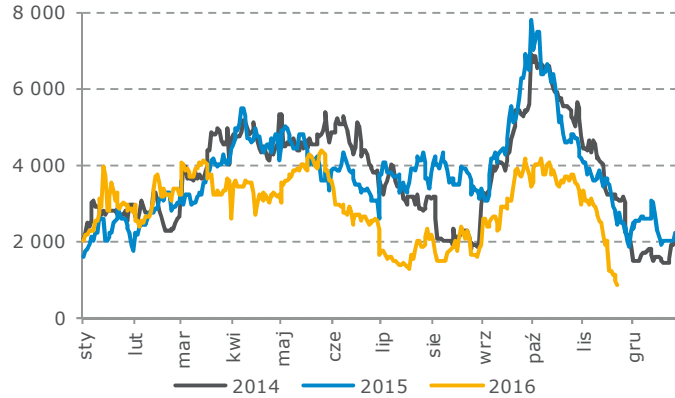
Zapasy diesla w portach ARA



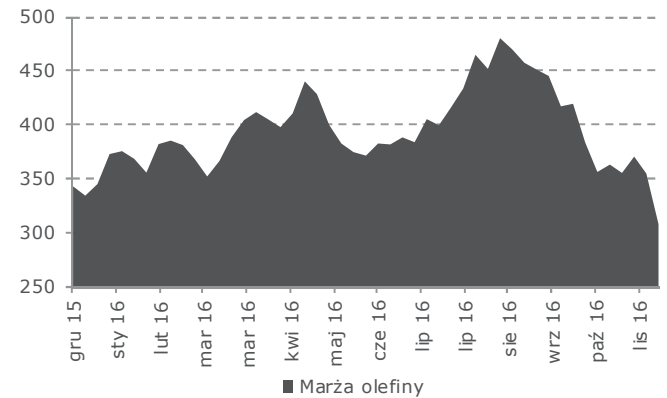
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



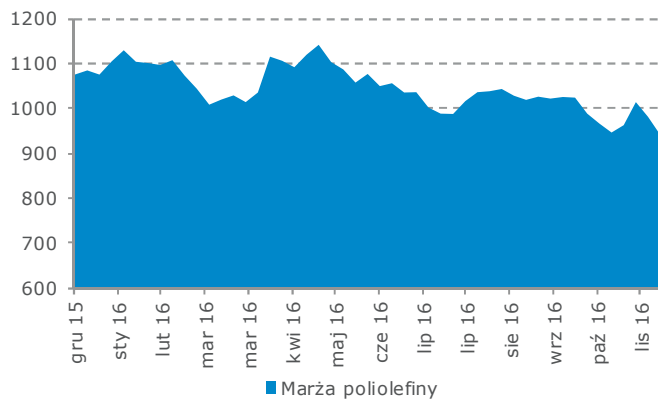
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



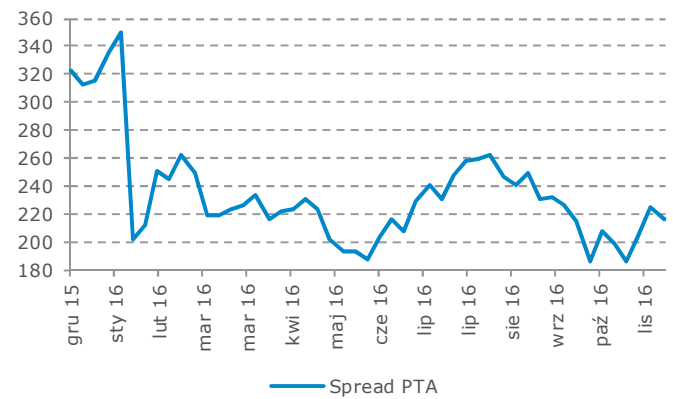
Marża petrochemiczna olefiny



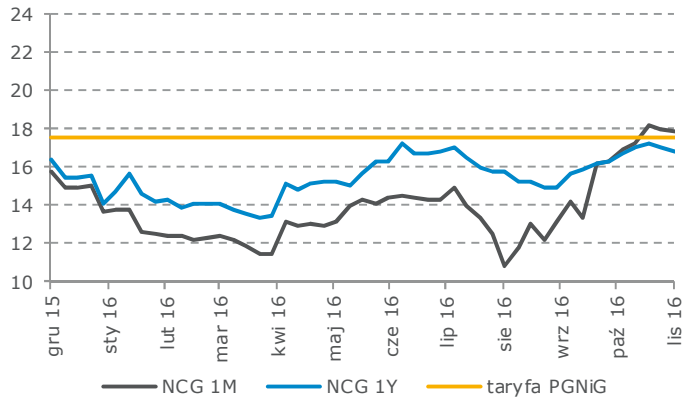
Marża petrochemiczna poliolefiny



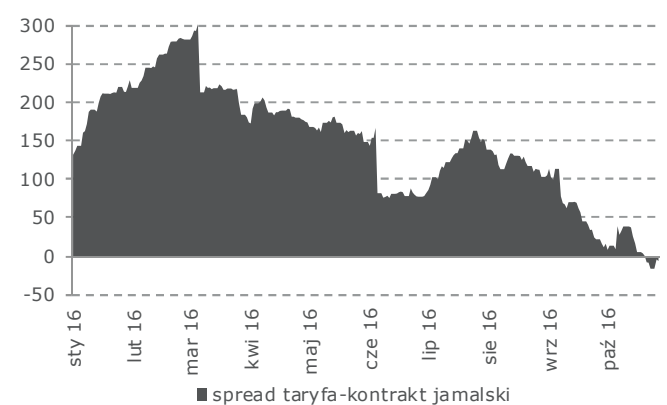
Cena PTA (USD/t)



Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



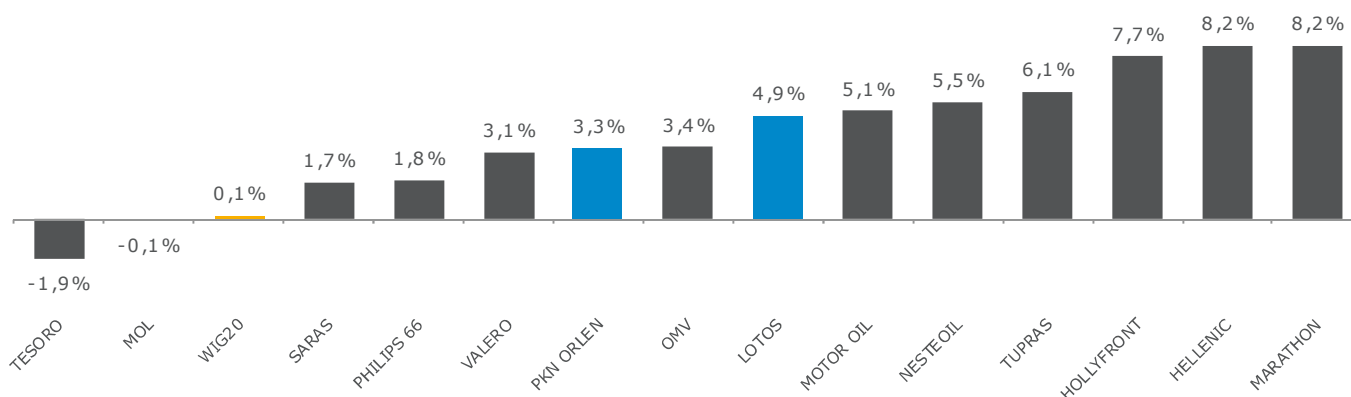
Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



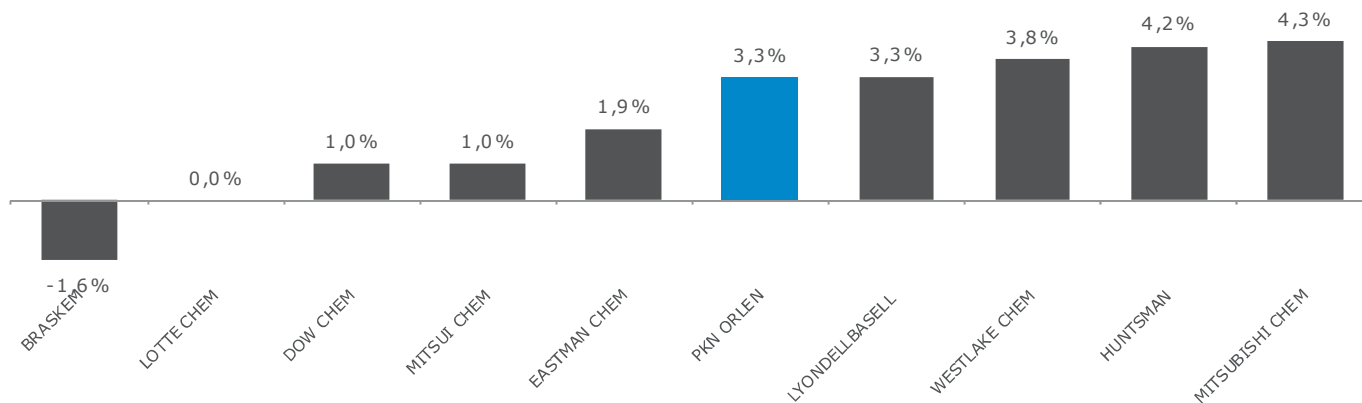
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Tygodniowy performance

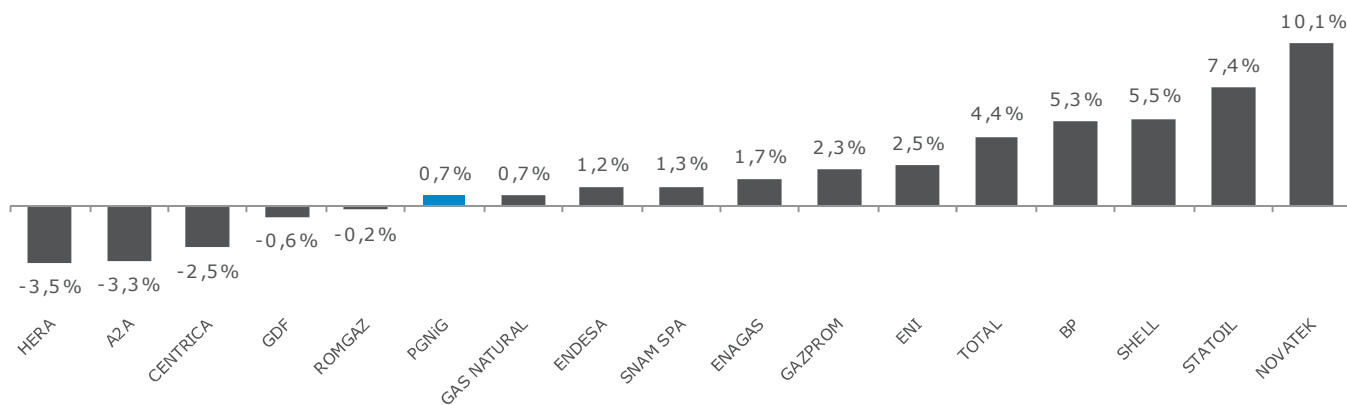
Spółki rafineryjne



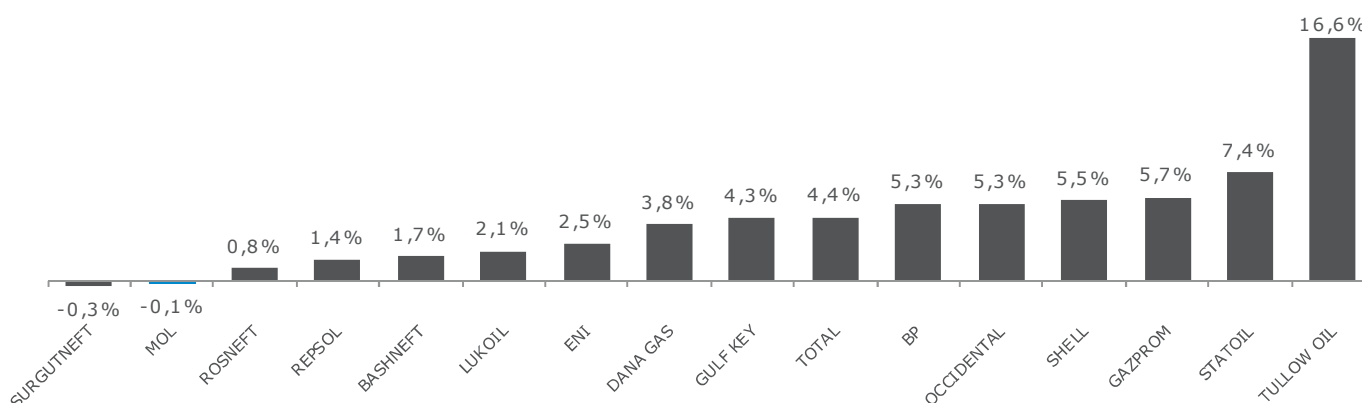
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



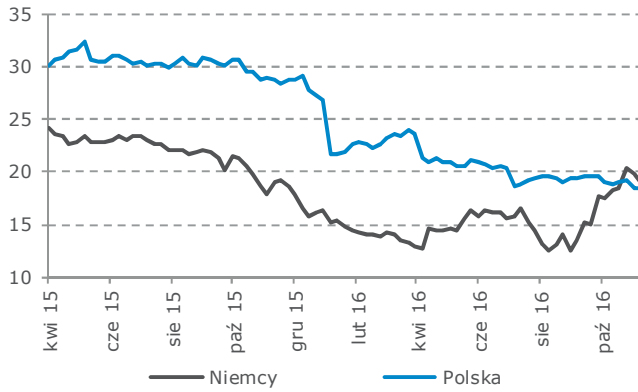
Spółki wydobywcze



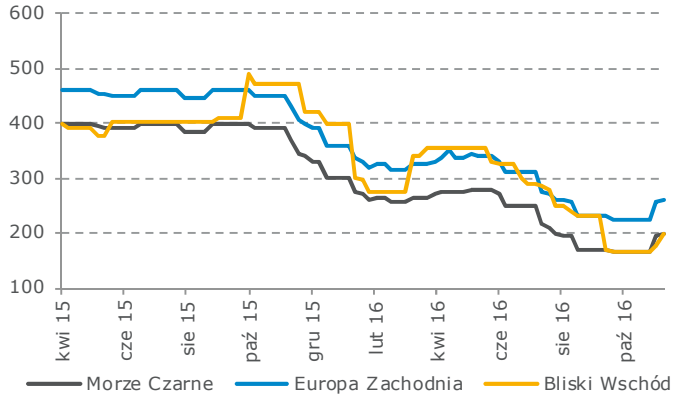
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

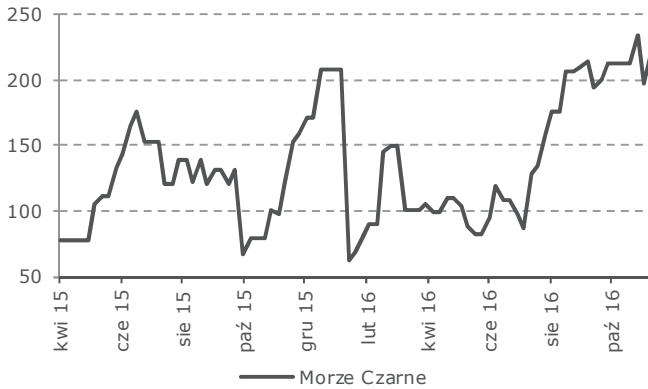
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



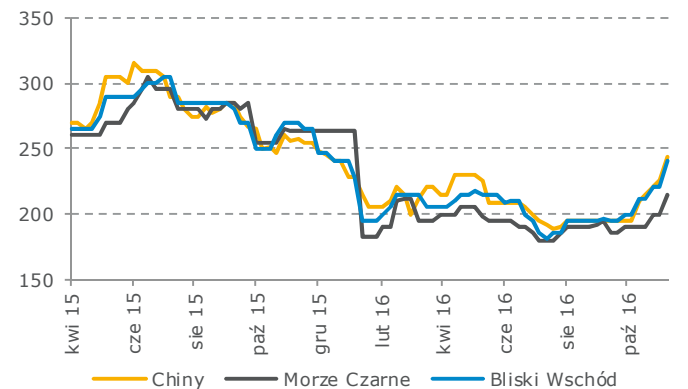
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



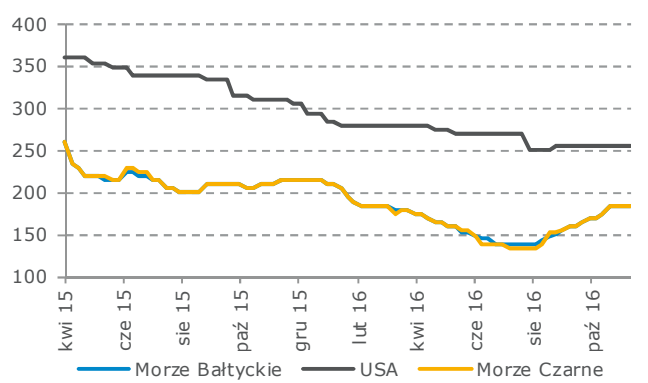
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



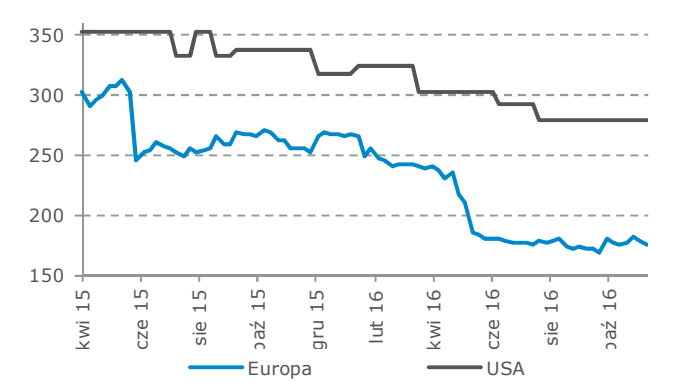
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



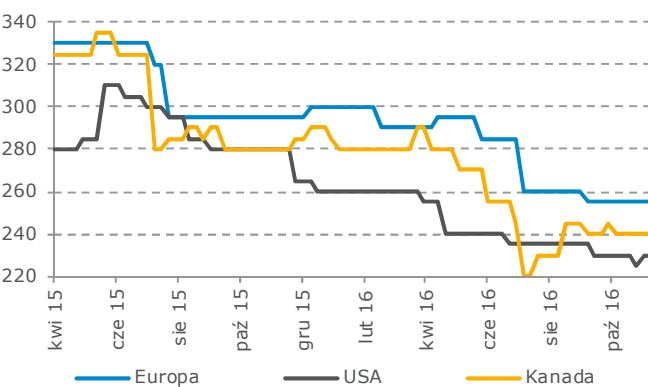
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



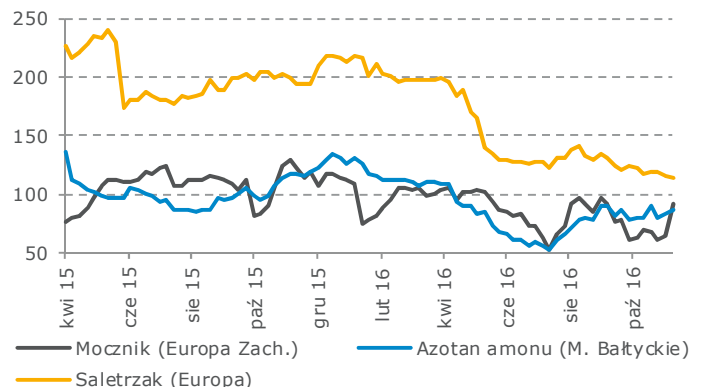
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



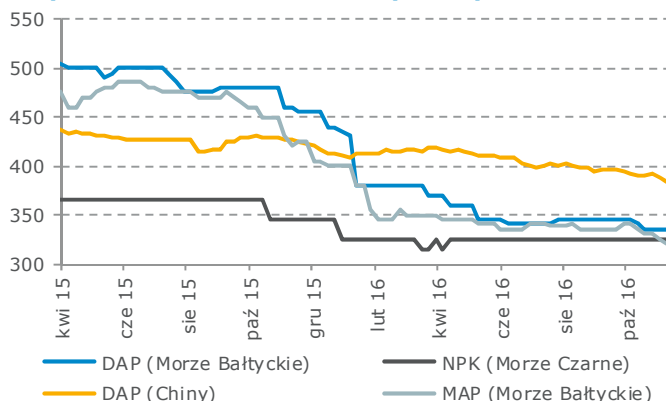
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



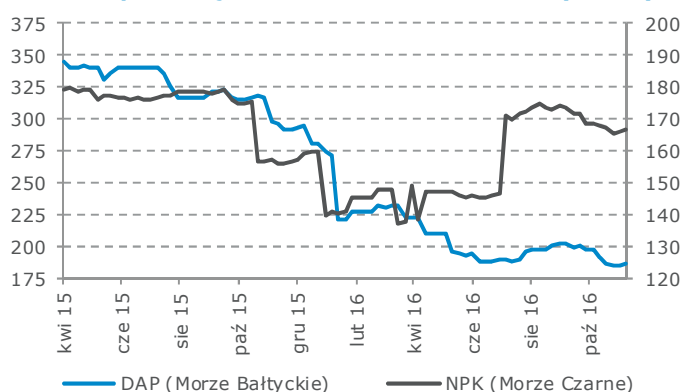
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

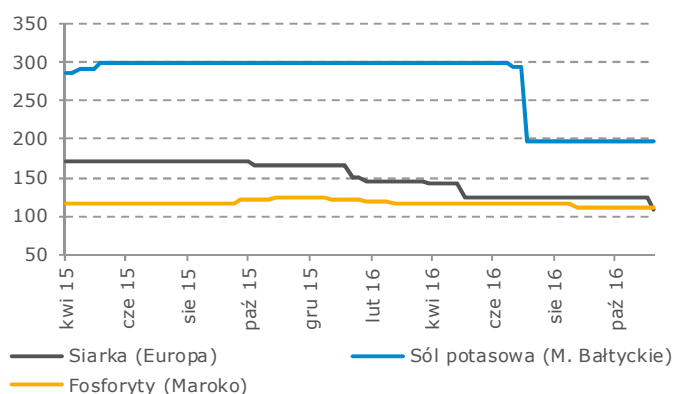
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



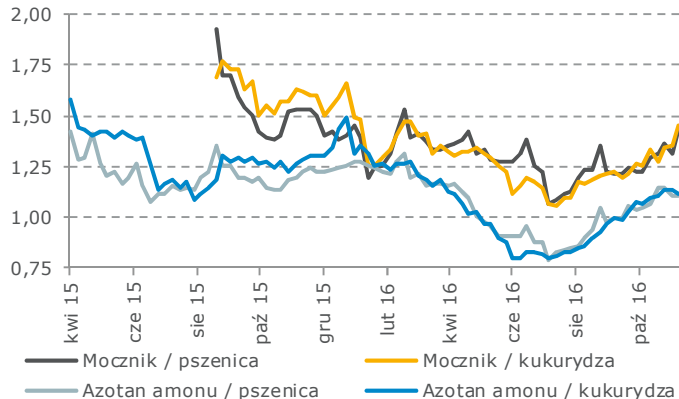
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



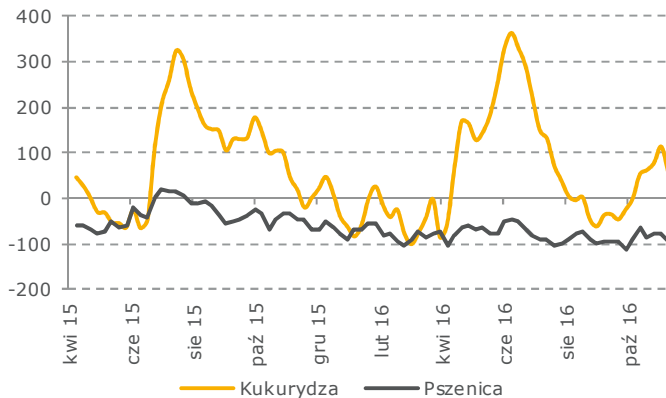
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



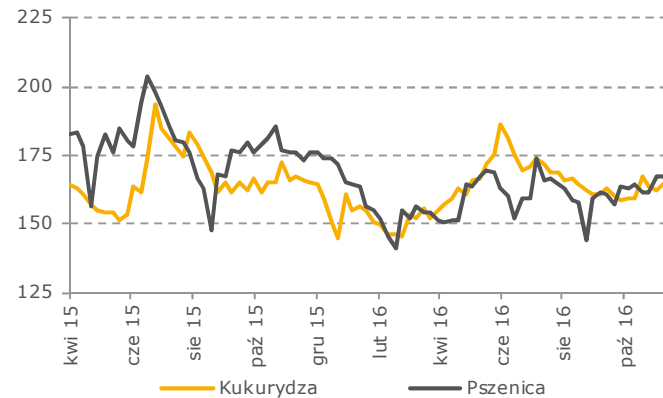
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



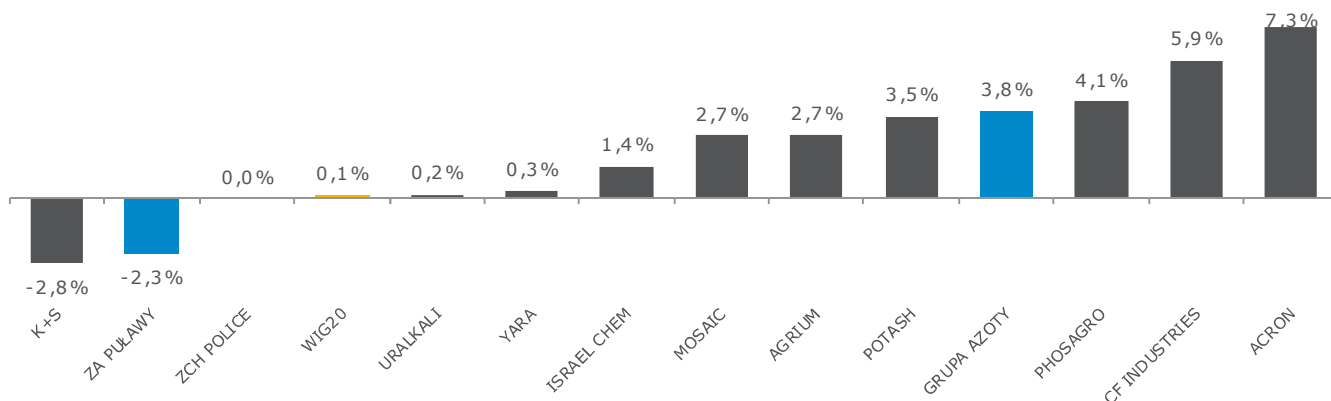
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



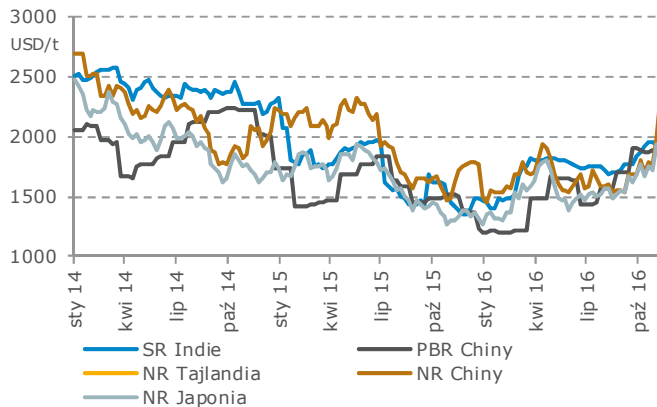
Tygodniowy performance producentów nawozów



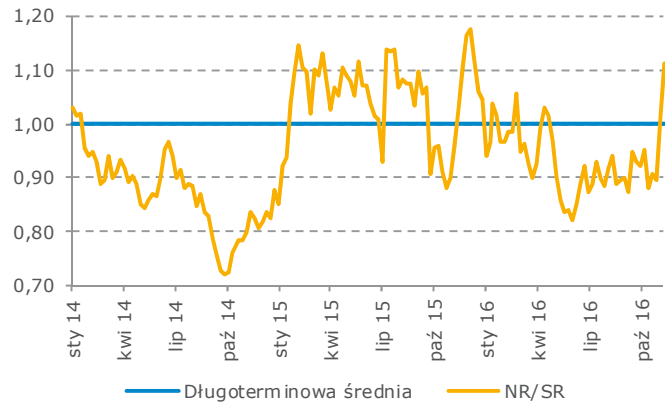
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Kauczuki syntetyczne

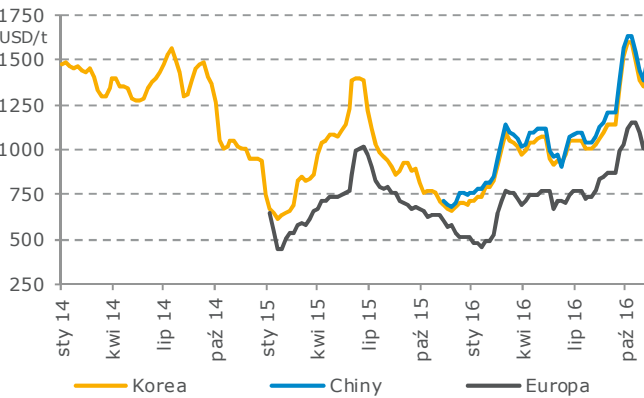
Ceny kauczuków naturalnych i syntetycznych



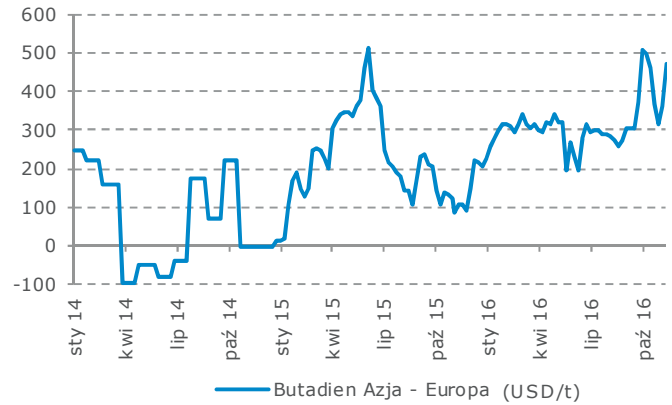
Relacja cen kauczuków syntetycznych i naturalnych



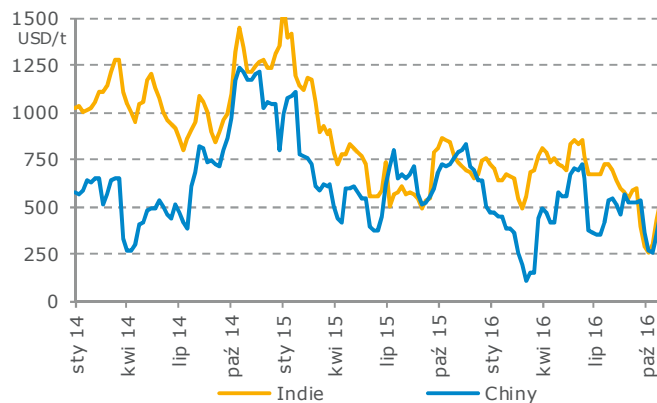
Ceny butadienu



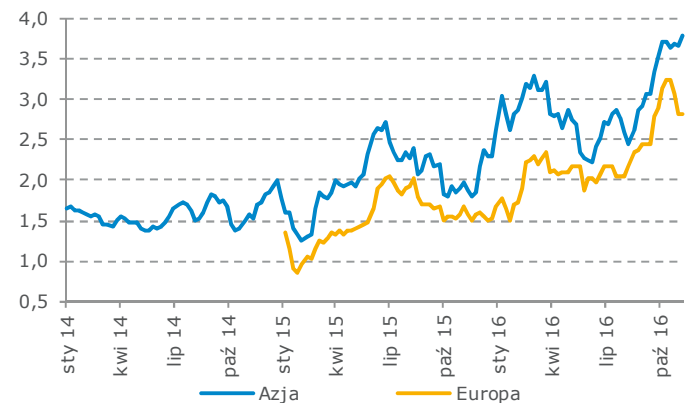
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



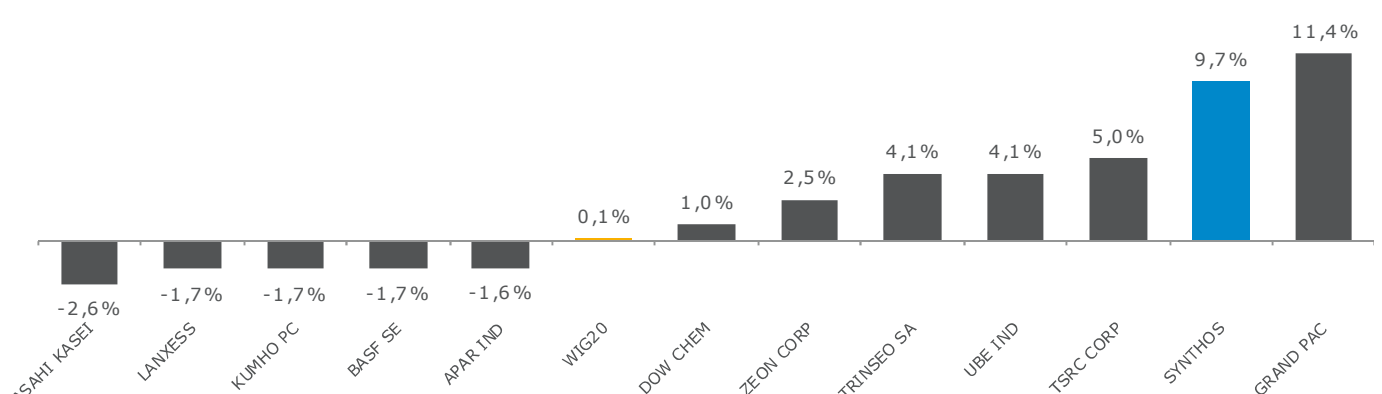
Różnica cen kauczuków i butadienu w Azji



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



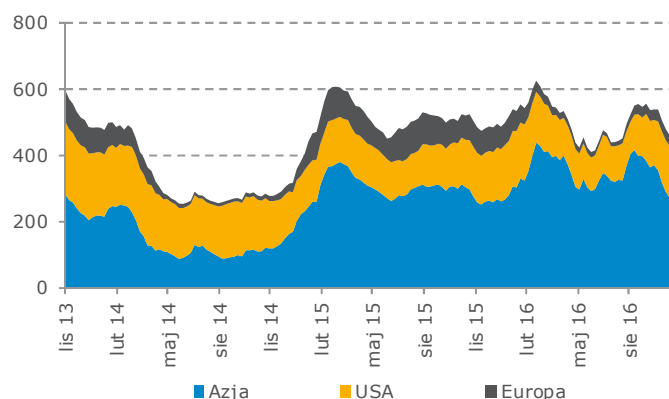
Tygodniowy performance producentów kauczuków syntetycznych



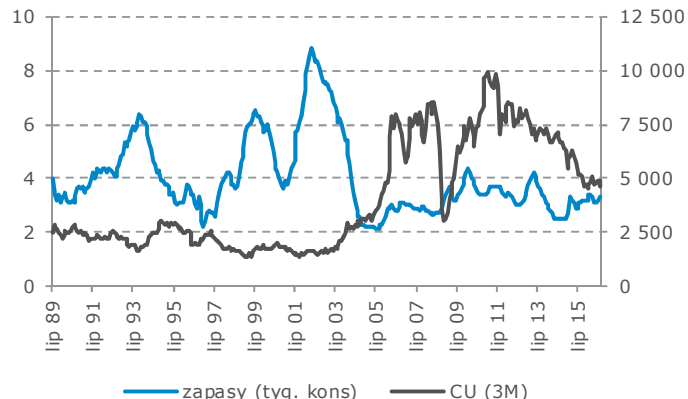
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Surowce

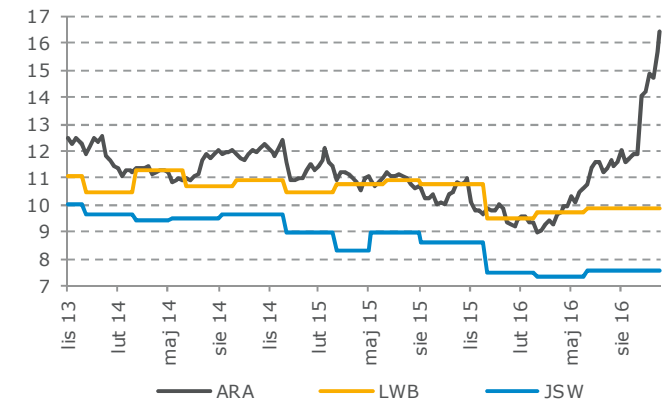
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



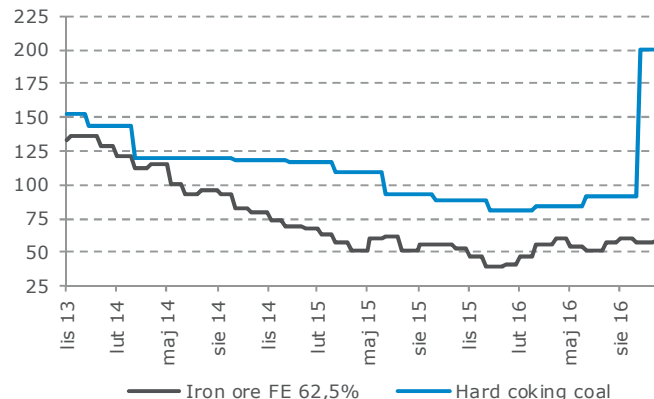
Cena miedzi (USD/t) oraz zapasy miedzi w tygodniach światowej konsumpcji



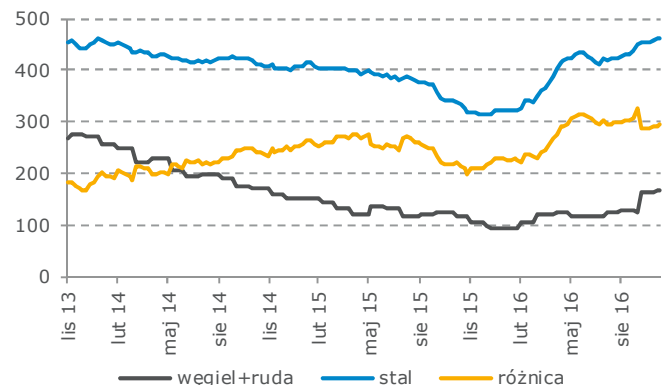
Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



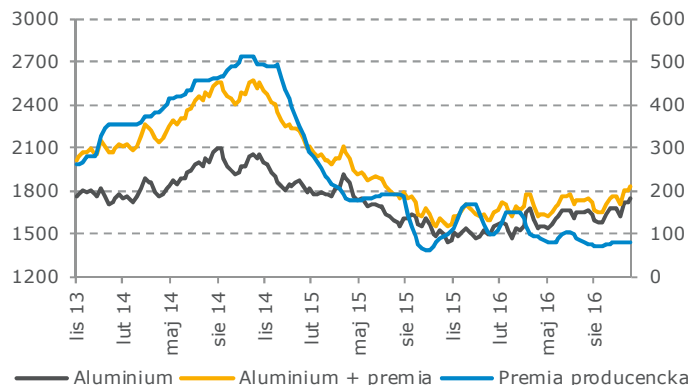
Cena rudy żelaza



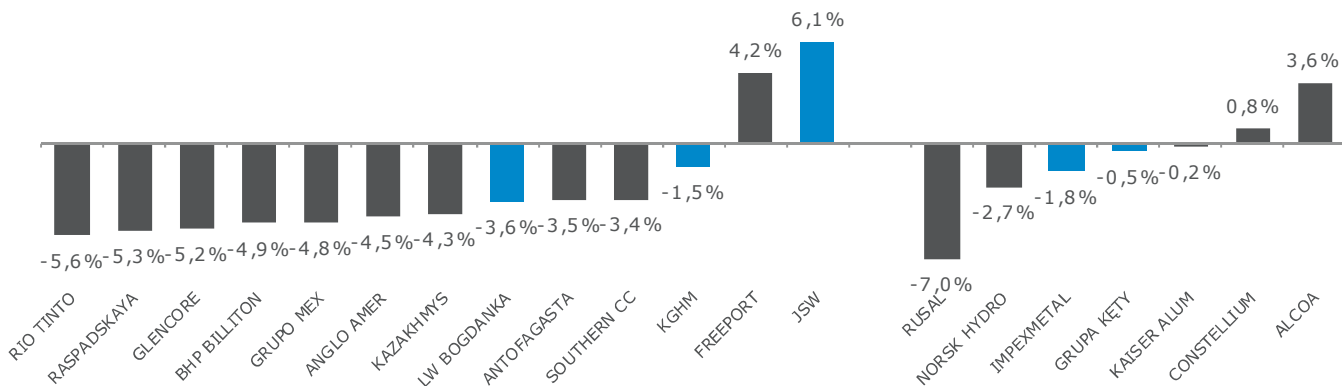
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie kosztu wsadu surowcowego



Cena aluminium oraz premia producentów za fizyczną dostawę surowca (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek surowcowych

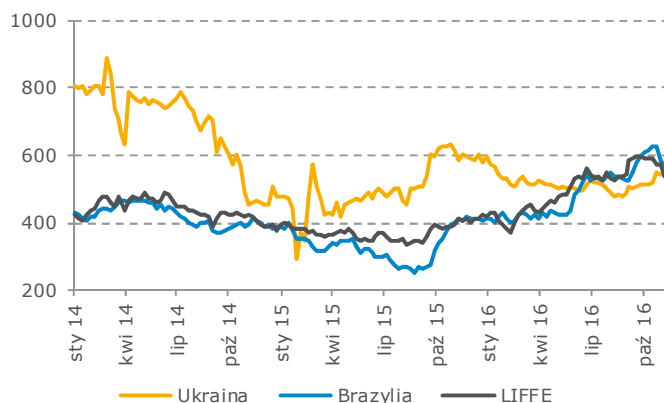


Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

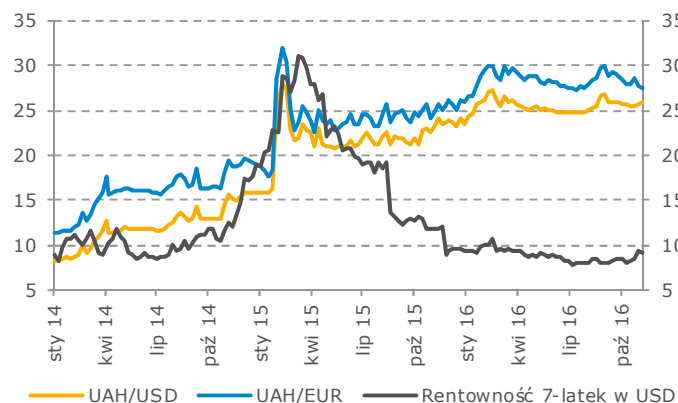


Rynek spożywczy

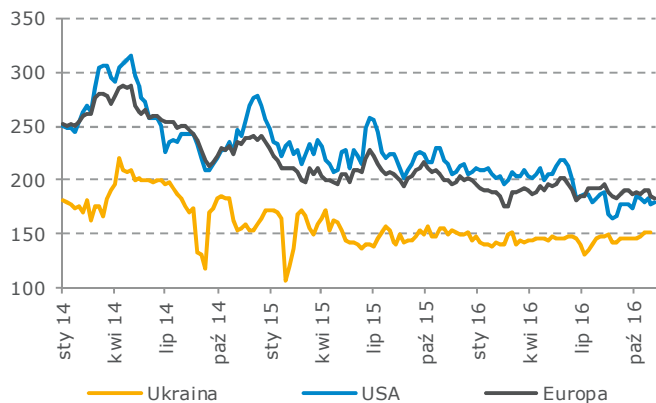
Cena cukru (USD/Mt)



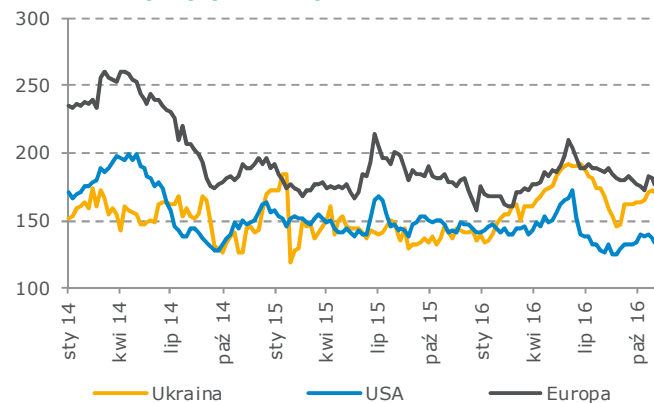
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



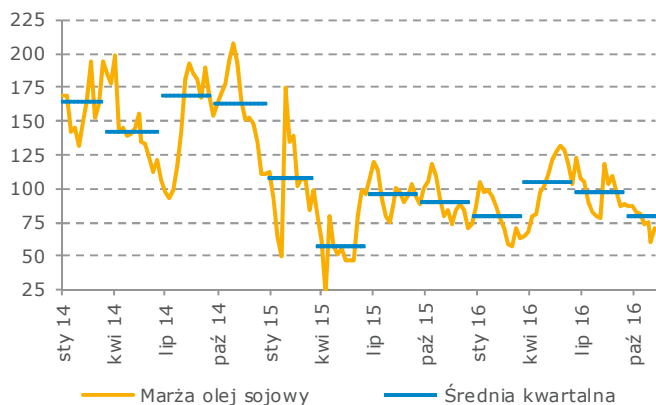
Cena pszenicy (USD/Mt)



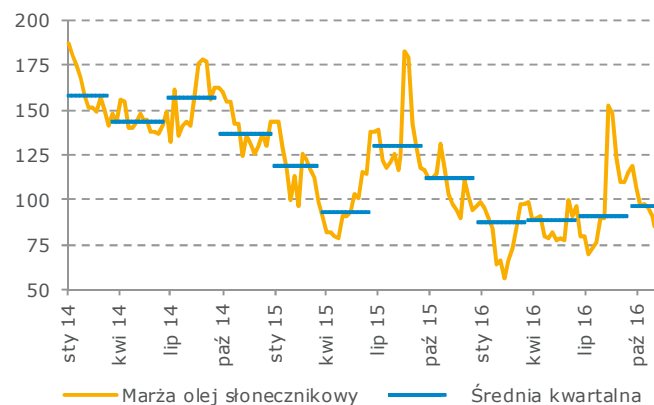
Cena kukurydzy (USD/Mt)



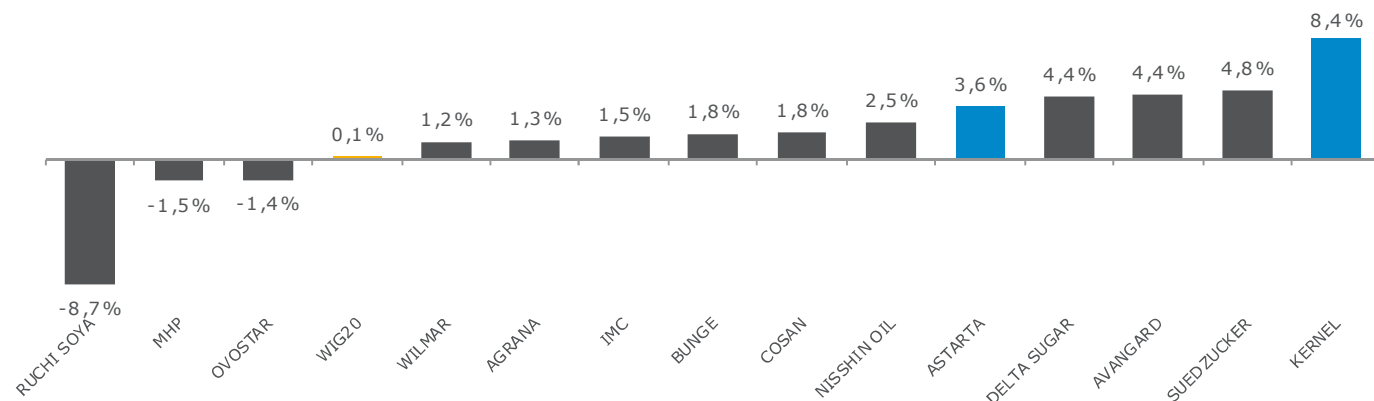
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wycena spółek energetycznych (2016-11-21)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
EDF	10,0	3,0	2,9	3,0	0,6	0,7	0,7	31,2	6,7	9,0	21%	23%	22%	11,0%	9,5%	7,8%
EDP	2,6	7,8	8,1	8,0	2,0	2,0	1,9	10,5	10,3	10,1	25%	24%	23%	7,0%	7,2%	7,2%
Endesa	17,9	7,8	7,1	7,3	1,2	1,2	1,2	17,4	14,1	15,1	15%	16%	16%	5,7%	6,9%	6,4%
Enel	3,6	6,5	6,2	6,1	1,2	1,3	1,3	15,7	11,4	10,7	19%	20%	21%	4,4%	4,9%	5,6%
EON	6,3	100+	3,8	3,6	0,2	0,5	0,5	-	14,7	12,4	-	13%	13%	8,0%	3,5%	3,9%
Fortum	14,1	61,3	11,5	10,6	3,5	3,4	3,2	-	22,1	20,2	6%	30%	31%	-	5,0%	4,7%
Iberdola	5,6	9,2	8,7	8,4	2,1	2,1	2,0	14,8	13,7	13,2	23%	24%	24%	0,5%	5,3%	5,4%
National Grid	9,3	12,0	11,2	10,7	4,2	4,1	3,9	17,3	15,0	14,6	35%	36%	36%	4,6%	4,7%	4,8%
Red Electrica	16,5	10,1	10,0	9,7	7,7	7,5	7,4	14,7	13,8	13,4	76%	76%	76%	4,9%	5,2%	5,5%
RWE	11,9	3,0	3,5	3,4	0,4	0,4	0,4	-	11,5	11,0	13%	12%	12%	0,1%	2,5%	3,2%
SSE	14,4	14,7	9,4	9,0	0,7	0,7	0,7	26,0	12,3	12,0	5%	7%	8%	6,2%	6,3%	6,4%
Verbund	14,5	9,4	9,6	10,6	2,8	2,8	2,9	24,1	17,1	20,2	30%	30%	27%	2,4%	1,8%	1,5%
CEZ	425,3	5,6	6,3	6,7	1,7	1,9	1,8	11,0	12,1	14,3	31%	29%	28%	9,3%	9,4%	6,6%
PGE	9,7	2,5	4,0	4,7	0,7	0,8	1,0	-	10,1	7,9	29%	21%	21%	8,1%	2,6%	2,5%
Tauron	2,5	3,5	4,2	4,5	0,7	0,8	0,9	-	8,2	4,5	19%	19%	19%	5,9%	0,0%	0,0%
Enea	10,1	4,3	4,5	4,6	0,9	1,0	1,0	-	5,7	6,5	22%	22%	21%	4,7%	0,0%	0,0%
Energia	7,5	3,2	4,2	4,0	0,7	0,8	0,7	3,7	100+	6,1	20%	18%	18%	19,1%	6,5%	3,2%
ZE PAK*	12,7	-	2,5	2,4	0,5	0,5	0,5	-	2,4	2,2	-	21%	22%	-	-	-
Mediana		7,1	6,3	6,4	1,1	1,1	1,1	15,7	12,1	11,5	21%	22%	22%	5,8%	5,0%	4,8%

Wycena spółek nawozowych (2016-11-21)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	3140,0	4,9	4,8	4,6	1,8	1,7	1,6	8,6	4,6	5,7	36%	35%	35%	-	6,8%	7,9%
Uralkali	167,0	6,7	9,3	9,4	4,2	5,1	4,9	27,8	5,9	7,3	62%	55%	53%	-	0,2%	8,5%
Agrium	98,1	9,2	11,7	10,7	1,3	1,4	1,4	14,1	20,1	17,7	14%	12%	13%	3,5%	3,6%	3,6%
Phosagro	2437,0	5,0	5,9	6,4	2,2	2,2	2,2	8,7	7,4	7,6	43%	37%	34%	7,5%	6,1%	5,8%
K+S	19,2	5,7	10,4	7,4	1,4	1,6	1,4	7,4	27,7	17,6	24%	16%	20%	6,0%	2,2%	2,8%
Yara International	319,0	4,7	6,7	6,9	0,9	1,0	1,0	10,9	15,0	15,2	19%	15%	15%	4,7%	3,9%	3,4%
The Mosaic Company	28,3	6,5	12,7	10,6	1,5	1,9	1,8	10,1	44,7	28,7	23%	15%	17%	3,8%	3,9%	3,8%
Potash	17,6	7,5	14,0	12,3	3,3	4,9	4,7	11,6	34,5	26,9	45%	35%	38%	8,6%	4,7%	2,4%
CF Industries	28,2	8,2	13,6	11,5	3,2	3,7	3,3	9,5	36,2	55,0	39%	27%	29%	4,3%	4,3%	4,3%
Israel Chemicals	14,5	5,6	8,8	7,4	1,6	1,5	1,5	9,3	11,2	10,4	28%	18%	20%	7,4%	4,5%	4,8%
Grupa Azoty	51,8	4,5	5,2	6,2	0,6	0,7	0,7	8,4	10,1	12,9	13%	13%	11%	0,0%	1,6%	3,8%
ZA Police*	20,0	6,7	7,2	7,8	0,7	0,8	0,8	9,0	20,0	14,0	11%	11%	10%	-	-	4,4%
ZCh Puławy*	174,0	4,0	4,3	4,6	0,7	0,8	0,8	7,4	8,8	10,1	17%	19%	17%	6,0%	5,8%	5,9%
Mediana		5,7	8,8	7,4	1,5	1,6	1,5	9,3	15,0	14,0	24%	18%	20%	5,3%	4,1%	4,3%

Wycena spółek rafineryjnych (2016-11-21)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	32,7	10,3	5,9	5,9	0,5	0,6	0,5	-	10,9	10,0	5%	10%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	18210,0	4,2	5,1	4,3	0,7	0,9	0,6	-	16,4	11,7	16%	17%	14%	2,7%	2,9%	3,2%
PKN Orlen	72,9	6,4	5,2	5,8	0,5	0,5	0,4	11,0	8,2	9,5	7%	10%	7%	2,3%	2,7%	4,0%
HollyFrontier	26,9	4,1	12,4	6,1	0,5	0,6	0,5	6,9	35,7	13,5	12%	5%	9%	4,9%	4,9%	5,1%
Tesoro	86,3	4,5	7,3	6,2	0,6	0,6	0,5	6,9	17,1	14,3	12%	9%	9%	2,1%	2,4%	2,6%
Valero Energy	62,6	3,9	6,5	5,4	0,4	0,4	0,4	7,8	17,4	11,8	9%	7%	7%	2,7%	3,8%	4,0%
Marathon Petroleum	43,6	6,5	9,3	7,2	0,6	0,7	0,6	8,2	20,7	13,0	9%	7%	8%	2,6%	3,1%	3,4%
Phillips 66	83,4	8,9	11,8	8,4	0,5	0,6	0,4	10,7	24,5	15,4	6%	5%	5%	2,6%	2,9%	3,1%
Tupras	63,6	5,5	7,5	6,4	0,6	0,6	0,5	6,2	10,1	8,2	10%	9%	8%	10,2%	7,5%	8,3%
OMV	28,7	100+	5,5	5,2	0,8	0,9	0,8	-	11,2	11,9	-	17%	16%	3,5%	3,3%	3,4%
Neste Oil	35,2	9,7	7,2	7,8	0,9	0,9	0,8	16,2	12,1	13,1	9%	12%	10%	2,8%	3,3%	3,3%
Hellenic Petroleum	4,1	7,1	4,7	5,2	0,4	0,5	0,4	27,6	5,6	6,2	6%	10%	8%	-	3,4%	5,6%
Saras	1,5	2,3	2,4	2,5	0,2	0,2	0,2	6,4	7,7	8,9	7%	8%	6%	-	6,4%	5,6%
Motor Oil	10,9	3,6	3,7	4,1	0,3	0,3	0,2	5,9	5,7	6,8	7%	8%	6%	-	6,9%	7,0%
Mediana		5,5	6,2	5,9	0,5	0,6	0,5	7,8	11,6	11,7	9%	9%	8%	2,7%	3,3%	3,7%

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

Wycena spółek petrochemicznych (2016-11-21)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
Axiall	53,8	8,8	9,6	7,1	2,4	2,1	1,5	11,0	15,3	12,9	27%	22%	21%	1,3%	1,4%	1,5%
Braskem	27,7	3,7	2,9	3,1	0,7	0,7	0,7	7,0	7,4	7,6	19%	25%	22%	4,5%	6,7%	5,1%
Dow Chemical	53,5	9,9	8,3	7,7	1,6	1,7	1,6	8,3	14,7	13,3	17%	20%	21%	3,2%	3,5%	3,6%
Eastman Chemical	74,3	8,9	8,2	7,8	1,8	1,9	1,9	13,0	11,0	10,1	20%	24%	24%	2,2%	2,5%	2,7%
Huntsman Corp	18,6	10,9	7,7	7,0	0,8	0,9	0,9	49,1	12,1	10,1	8%	12%	13%	2,7%	2,7%	2,8%
LyondellBasell	82,4	5,7	6,0	6,2	1,2	1,4	1,3	8,6	8,7	8,5	22%	24%	21%	3,7%	4,1%	4,2%
Mitsubishi Chemical	685,1	8,2	6,0	6,5	0,8	0,7	0,8	16,5	37,1	10,6	9%	12%	12%	1,9%	2,1%	2,5%
Mitsui Chemicals	494,0	10,2	7,5	6,8	0,6	0,7	0,8	28,7	14,4	10,0	6%	9%	11%	1,0%	1,6%	2,1%
Westlake Chemical	53,8	8,8	9,6	7,1	2,4	2,1	1,5	11,0	15,3	12,9	27%	22%	21%	1,3%	1,4%	1,5%
PKN Orlen	72,9	6,4	5,2	5,8	0,5	0,5	0,4	11,0	8,2	9,5	7%	10%	7%	2,3%	2,7%	4,0%
Mediana		8,8	7,6	6,9	1,0	1,2	1,1	11,0	13,3	10,1	18%	21%	21%	2,2%	2,6%	2,7%

Wycena spółek gazowych (2016-11-21)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI GAZOWE																
AZA	1,1	12,0	6,7	6,7	1,5	1,4	1,4	47,5	10,0	11,7	12%	21%	20%	3,7%	4,3%	5,0%
Centrica	2,0	92,2	6,7	6,6	0,6	0,6	0,6	-	13,0	12,4	1%	9%	9%	6,0%	6,1%	6,2%
Enagas	22,9	11,2	11,3	11,1	8,1	8,2	8,1	13,2	13,0	12,6	73%	73%	73%	5,8%	6,1%	6,4%
Endesa	17,9	7,8	7,1	7,3	1,2	1,2	1,2	17,4	14,1	15,1	15%	16%	16%	5,7%	6,9%	6,4%
Engie	11,6	5,6	5,3	5,3	0,8	0,8	0,8	-	11,3	11,3	15%	16%	16%	8,6%	8,6%	6,2%
Gas Natural SDG	16,1	7,1	7,1	7,0	1,4	1,5	1,4	10,7	12,1	11,8	19%	20%	20%	5,6%	6,2%	6,2%
Hera	2,0	7,6	6,6	6,4	1,2	1,2	1,2	16,2	15,5	14,4	16%	19%	19%	4,5%	4,7%	4,8%
Snam	3,5	9,4	12,2	12,1	7,2	9,5	9,5	10,0	13,7	12,4	77%	78%	79%	7,2%	6,4%	6,6%
PGNiG	4,6	4,5	4,8	4,4	0,7	0,8	0,8	12,6	12,5	11,2	17%	17%	19%	4,4%	3,9%	4,9%
BG Group	19,3	11,8	8,8	6,0	1,0	1,2	1,0	91,6	28,9	15,4	9%	13%	17%	7,8%	7,7%	7,7%
BP	4,3	20,2	7,0	5,0	0,6	0,7	0,6	-	34,9	16,6	3%	10%	12%	7,4%	7,3%	7,3%
Eni	12,3	8,9	5,6	3,8	0,9	1,0	0,8	-	-	19,5	10%	18%	22%	6,5%	6,5%	6,5%
Gazprom	146,3	3,0	3,4	3,2	0,9	0,9	0,8	4,3	3,7	3,6	29%	27%	26%	4,9%	5,7%	6,0%
NovaTek	104,5	14,4	11,1	9,7	4,9	4,5	3,7	-	12,6	12,2	34%	40%	38%	-	2,3%	2,9%
ROMGAZ	24,2	-	3,1	2,9	-	1,6	1,5	-	9,5	8,9	-	50%	52%	-	8,5%	8,9%
Shell	22,5	11,8	8,8	5,9	1,0	1,2	1,0	78,7	24,8	13,2	9%	13%	17%	7,8%	7,7%	7,7%
Statoil	134,2	3,5	4,3	3,0	1,1	1,4	1,1	-	75,5	14,4	32%	31%	37%	6,0%	5,4%	5,5%
Total	42,2	9,1	7,0	5,4	1,1	1,1	0,9	21,1	13,6	10,8	12%	16%	16%	5,8%	6,0%	6,0%
Mediana		9,1	6,9	6,0	1,1	1,2	1,0	16,2	13,0	12,4	15%	18%	20%	5,9%	6,1%	6,2%

Wycena spółek wydobywczych (2016-11-21)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
Bashneft	3480,0	5,0	5,1	4,2	1,0	1,1	0,9	10,1	8,7	7,2	21%	22%	22%	-	4,3%	5,1%
BP	4,3	20,2	7,0	5,0	0,6	0,7	0,6	-	34,9	16,6	3%	10%	12%	7,4%	7,3%	7,3%
Dana Gas	0,5	9,9	10,9	15,0	3,6	4,9	4,5	6,8	17,3	18,6	36%	45%	30%	-	-	-
Eni	12,3	8,9	5,6	3,8	0,9	1,0	0,8	-	-	19,5	10%	18%	22%	6,5%	6,5%	6,5%
Gazprom Neft	179,6	5,0	4,7	3,6	0,9	1,0	0,8	7,7	3,4	2,6	18%	21%	22%	-	7,8%	10,6%
Gulf Keystone	0,0	-	16,9	8,8	9,1	5,8	4,5	-	-	-	-	34%	51%	-	-	-
Lukoil	3064,0	3,8	3,9	3,3	0,5	0,6	0,5	7,5	6,8	5,3	14%	16%	15%	5,8%	5,8%	6,8%
MOL	18210,0	4,2	5,1	4,3	0,7	0,9	0,6	-	16,4	11,7	16%	17%	14%	2,7%	2,9%	3,2%
Occidental Petroleum	65,8	-	15,4	8,7	4,4	6,3	4,5	-	-	49,5	-	41%	52%	4,5%	4,6%	4,7%
Repsol	12,1	54,3	6,0	5,1	0,7	0,7	0,6	-	11,3	10,2	1%	12%	13%	-	5,7%	5,9%
Rosneft Oil	337,7	4,6	4,7	3,8	-	1,1	0,9	10,1	11,7	7,1	-	23%	23%	3,5%	2,9%	4,7%
Shell	22,5	11,8	8,8	5,9	1,0	1,2	1,0	78,7	24,8	13,2	9%	13%	17%	7,8%	7,7%	7,7%
Surgutneftegas	29,6	-	-	-	-	-	-	1,5	13,4	6,1	-	-	-	-	5,7%	5,1%
Statoil	134,2	3,5	4,3	3,0	1,1	1,4	1,1	-	75,5	14,4	32%	31%	37%	6,0%	5,4%	5,5%
Total	42,2	9,1	7,0	5,4	1,1	1,1	0,9	21,1	13,6	10,8	12%	16%	16%	5,8%	6,0%	6,0%
Tullow Oil	2,4	-	9,1	6,1	4,5	5,0	3,9	-	80,1	17,4	-	55%	63%	-	-	-
Mediana		7,0	6,0	5,0	1,0	1,1	0,9	8,9	13,6	11,7	14%	21%	22%	5,8%	5,7%	5,9%

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Wycena spółek surowcowych (2016-11-21)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
GÓRNICTWO I METALE																
Anglo American	11,8	-	6,2	5,4	1,6	1,6	1,6	-	14,6	13,9	-	26%	29%	2,2%	-	1,1%
BHP Billiton	13,4	7,5	10,6	7,3	2,4	4,1	3,5	54,9	96,1	24,5	32%	38%	48%	7,4%	1,8%	3,3%
Freeport-McMoRan	13,9	-	9,0	7,0	2,6	2,8	2,7	-	52,5	11,4	-	31%	39%	1,9%	-	-
Kazakhmys	3,6	31,1	16,2	7,8	6,6	5,4	3,0	-	38,3	14,7	21%	33%	39%	-	-	0,2%
Rio Tinto	31,5	10,7	7,6	7,1	2,6	2,8	2,7	-	20,1	17,7	24%	36%	38%	5,5%	3,1%	3,5%
Southern CC	33,1	16,1	14,4	12,9	6,1	5,7	5,4	35,6	30,6	27,8	38%	40%	42%	1,0%	0,7%	1,0%
Glencore	2,8	10,4	9,0	7,8	0,5	0,5	0,5	-	41,3	25,6	5%	6%	6%	1,7%	0,1%	2,2%
Antofagasta	7,1	13,0	9,0	9,1	3,4	3,3	3,2	16,9	45,2	40,8	26%	37%	35%	0,4%	0,8%	1,0%
Grupo Mexico	57,3	7,9	8,4	7,6	3,4	3,4	3,1	25,6	21,2	20,1	43%	40%	41%	-	1,5%	2,2%
JSW*	77,8	-	11,5	4,0	1,5	1,5	1,4	-	-	7,8	-	13%	35%	-	-	-
KGHM	84,2	-	6,2	5,8	1,2	1,4	1,3	-	24,4	13,7	-	22%	23%	5,3%	2,4%	2,4%
LW Bogdanka	72,5	49,9	4,2	4,7	1,6	1,5	1,5	-	11,1	13,8	3%	35%	31%	4,8%	0,0%	4,8%
Mediana	11,9	9,0	7,2	2,5	2,8	2,7	30,6	30,6	16,2	25%	34%	37%	2,2%	1,2%	2,2%	
SPÓŁKI SUROWCOWE																
RUSAL	3,3	7,1	9,3	10,0	1,5	1,7	1,7	11,4	9,0	9,2	21%	18%	17%	3,9%	1,2%	1,2%
Alcoa	29,6	20,0	14,4	14,4	0,8	1,7	1,7	-	-	100+	4%	12%	12%	-	0,6%	1,0%
Constellium	6,1	-	6,7	6,0	0,5	0,6	0,5	-	27,4	7,1	-	8%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	83,0	-	7,8	7,6	1,1	1,2	1,2	-	16,3	16,0	-	15%	15%	1,9%	2,2%	2,3%
Norsk Hydro	39,8	6,4	7,2	7,0	0,9	1,0	1,0	40,2	20,0	19,6	15%	14%	14%	2,5%	2,5%	2,6%
Grupa Kęty	378,0	11,4	10,6	10,1	1,9	1,8	1,8	17,0	14,2	17,2	17%	17%	17%	3,8%	3,5%	3,7%
Mediana	9,2	8,6	8,8	1,0	1,4	1,4	17,0	16,3	16,0	16%	15%	15%	3,2%	2,2%	2,3%	

Wycena spółek spożywczych (2016-11-21)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Agrana Beteiligungs	108,9	11,8	10,0	8,5	0,8	0,8	0,8	19,1	17,8	14,0	7%	8%	9%	3,3%	3,3%	3,9%
Avangardco Inv.	0,5	-	-	10,5	1,6	2,8	2,2	-	-	2,3	-	-	21%	-	-	-
Bunge Limited	66,6	8,2	8,9	7,5	0,3	0,4	0,3	13,0	14,5	10,8	4%	4%	5%	2,2%	2,5%	2,5%
Cosan	38,0	13,8	5,1	4,8	0,6	0,5	0,5	23,1	16,3	13,3	4%	10%	10%	4,1%	4,1%	5,4%
Delta Sugar	11,9	-	12,7	9,7	-	1,9	1,6	-	16,9	9,9	-	15%	16%	-	4,2%	8,7%
MHP	9,1	4,9	5,5	5,2	1,9	1,8	1,7	-	6,9	4,6	39%	33%	32%	5,2%	7,4%	7,7%
Nissin Oillio	474,0	10,7	10,9	9,6	0,4	0,4	0,4	22,8	21,8	16,7	4%	4%	4%	2,1%	2,1%	2,1%
Suedzucker	20,8	13,3	10,5	7,9	0,8	0,8	0,8	100+	35,5	19,4	6%	8%	10%	1,2%	0,9%	1,9%
Wilmar Int.	3,3	11,9	14,0	11,0	0,7	0,7	0,6	14,1	16,9	12,2	6%	5%	6%	2,5%	2,1%	2,9%
Kemcel	57,7	3,7	4,0	3,4	0,6	0,7	0,5	43,0	20,4	18,4	17%	17%	16%	0,4%	0,4%	0,4%
Astarta*	50,7	3,4	3,1	3,3	1,4	1,2	1,2	18,3	4,0	6,1	41%	38%	35%	-	-	-
IMC*	7,2	2,1	2,5	3,0	1,0	1,1	0,9	4,1	2,4	1,9	47%	43%	32%	-	-	-
Ovostar*	90,0	4,0	4,1	3,7	-	1,7	1,4	4,4	4,8	3,7	-	41%	39%	-	-	-
Mediana	8,2	7,2	7,5	0,8	0,8	0,8	18,3	16,6	10,8	6%	13%	16%	2,3%	2,5%	2,9%	

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2016-11-21)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI																
Synthos	4,1	10,0	10,7	9,3	1,5	1,5	1,4	12,9	18,1	14,6	15%	14%	15%	6,0%	0,0%	3,3%
Lanxess	58,4	8,0	6,9	6,2	0,8	0,9	0,8	32,4	23,8	19,5	11%	13%	13%	1,0%	1,3%	1,5%
BASF	81,6	8,2	8,6	8,1	1,2	1,6	1,5	18,8	17,2	15,9	15%	18%	18%	3,6%	3,6%	3,7%
Dow Chemical	53,5	9,9	8,3	7,7	1,6	1,7	1,6	8,3	14,7	13,3	17%	20%	21%	3,2%	3,5%	3,6%
Asahi Kasei	991,1	6,6	6,3	6,7	0,8	0,9	0,9	13,1	15,1	15,2	13%	14%	13%	1,9%	2,0%	2,0%
Grand Pacific Petro	18,5	5,7	5,1	4,8	1,0	1,0	0,9	11,4	9,2	8,8	17%	20%	20%	4,3%	4,5%	-
TSRC Corp	30,1	13,3	11,0	9,9	1,2	1,2	1,1	47,0	19,3	13,9	9%	11%	11%	3,5%	4,8%	6,4%
Trinseo	53,8	6,3	5,3	5,4	0,8	0,9	0,8	19,6	7,8	7,6	13%	16%	15%	-	0,9%	2,2%
Kumho Petrochem	75300,0	11,6	10,8	8,8	1,0	1,0	0,9	17,7	17,2	12,2	9%	9%	10%	1,1%	1,3%	1,6%
ZEON Corp	964,0	5,6	5,0	5,1	0,9	0,9	1,0	11,5	11,8	11,2	16%	18%	19%	1,5%	1,6%	1,7%
Apar Industries	570,5	9,3	-	-	0,5	-	-	44,3	21,4	14,1	5%	-	-	0,6%	1,1%	1,4%
Ube Industries	220,0	7,4	5,6	6,2	0,7	0,6	0,7	15,9	10,7	12,0	9%	12%	11%	2,3%	2,3%	2,7%
Mediana	8,1	6,9	6,7	0,9	1,0	0,9	16,8	16,1	13,6	13%	14%	15%	2,3%	1,8%	2,2%	

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/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 obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Dom Maklerski mBanku jest **publikacją handlową**, została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.)”, nie stanowi porady inwestycyjnej, nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona 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 publikacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Dom Maklerski mBanku nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakkolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

Niniejsza publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja jest przedstawiona wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowana lub przekazywana osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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.

Dom Maklerski mBanku udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu publikacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do publikacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były publikacje lub osoby upoważnione do dostępu do publikacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą publikację.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl