mBank Dom Maklerski

mBank.pl

wtorek, 29 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 na rynku niemieckim spadły poniżej 31 EUR/MWh w kontrakcie na rok 2017, co jest pochodną przeceny na rynku CO_2. Notowania kontraktowe węgla w portach ARA odbiły nieco po ubiegłotygodniowym spadku (67 USD/t vs. 64 USD/t), ale nie wystarczyło to do zneutralizowania efektu taniejących uprawnień. W Polsce notowania były stabilne, zarówno jeśli chodzi o ceny energii jak i zielone certyfikaty. Wciąż czekamy na ostateczne rozstrzygnięcia ws kontraktów węglowych na przyszły rok.

Rynek paliwowy

Kluczowym wydarzeniem jeśli chodzi o perspektywy dla rafinerii i petrochemii będzie środowy szczyt OPEC. Na razie marża rafineryjna po spadku ustabilizowała się na poziomie 5 USD/Bbl. Dyferencjał Ural/Brent odzwierciedlił już oczekiwania zmniejszenia podaży ropy rosyjskiej w regionie (rośnie przerób w lokalnych rafineriach) i wynosi 1,65 USD/Bbl. Marże petrochemiczne utrzymały się na ubiegłotygodniowym poziomie, ale przypominamy, że wcześniej zanotowały istotne spadki. Na uwagę zasługuje rosnąca cena gazu, która z jednej strony wspiera PGNiG, a z drugiej stanowi obciążenie kosztowe dla rafinerii.

Rynek kauczuków syntetycznych

Ceny kauczuków naturalnych kontynuowały w ostatnim tygodniu wzrost cen. Cztery kraje (Vietman, Tajlandia, Malezja i Indonezja) dominujące w światowym eksporcie kauczuków naturalnych według informacji Ministerstwa Tajlandii doszły do porozumienia w sprawie czasowego ograniczenia podaży kauczuków. Dodatkowo zbiory kauczuków utrudniają obfite deszcze. Według wypowiedzi z Ministerstwa Tajlandii wzrost jednak może nie być trwały, gdyż niektórzy producenci mogą wkrótce być bardziej zachęceni do wznowienia eksportu przez obserwowane wyższe poziomy cen.

Rynek metali

Ceny metali przemysłowych kontynuowały wzrosty osiągając 18-24 miesięczne maksima. Naszym zdaniem główny powód wzrostów to krótkoterminowe ograniczenia podaży związane z włączeniami mocy produkcyjnych (producenci deklarują nonowy wzrost produkcji) oraz (podobnie jak na rynku akcji) oczekiwania na wzrost popytu ze strony USA (nawet jeśli oczekiwania się zrealizują, to USA mają niewielki udział w światowym rynku - 6% w niklu, który od stycznia podwoił cenę). Zapasy miedzi na giełdach spady o 5,7 tys. ton (wyraźny wyhamowanie spadku w ostatnich dwóch tygodniach, od drugiej połowy grudnia należy oczekiwać sezonowego wzrostu zapasów). Inwestorzy finansowi nadal utrzymywali rekordowo dużą liczbę długich pozycji netto 46 tys.

Rynek węgla

Cena węgla energetycznego na rynku azjatyckim (węgiel z australijskiego Newcastle) spadła do 92,25 USD/t tj. o 13% t/t. Ceny węgla w ARA oscylują na poziomie 83,6 USD/t (-4,8% t/t). Podaż surowca w Chinach ponownie rośnie, co zakończyło spekulacyjne wzrosty cen.

Rynek agro

W ostatnim tygodniu kurs Grupy Azoty wzrósł o 14%, mimo że ceny mocznika wyhamowały swój wzrost, a kursy akcji innych spółek nawozowych zachowywały się stabilnie.
30 X wyniki kwartalne poda Kernel. Oczekujemy wzrostu rezultatów r/r na każdym poziomie wyników.

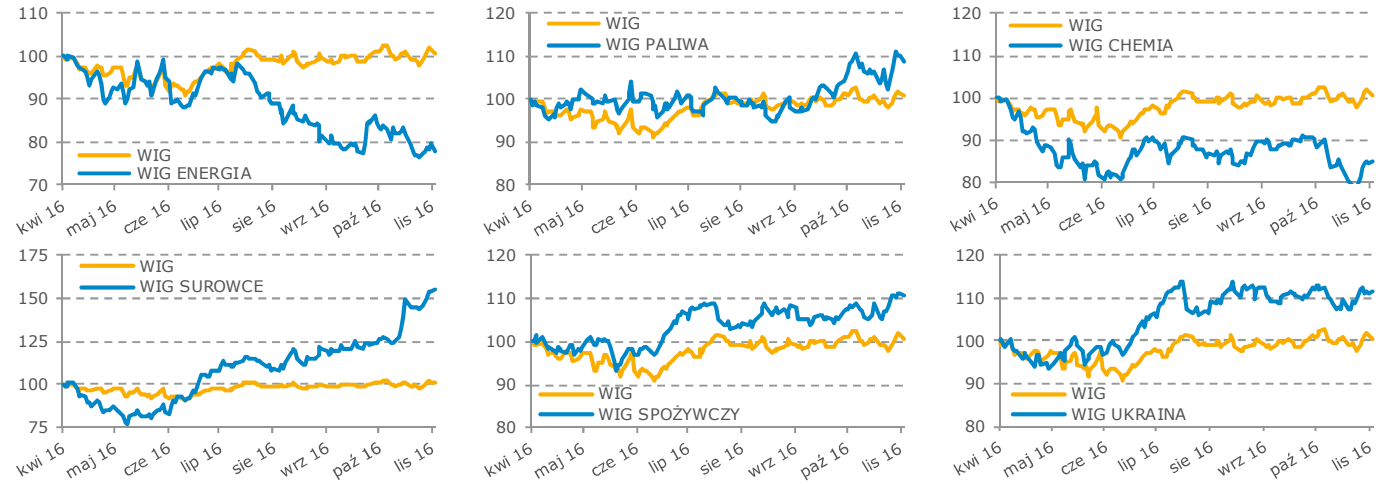
Zmiana kursu t/t* i YTD

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%
Tarczynski	-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

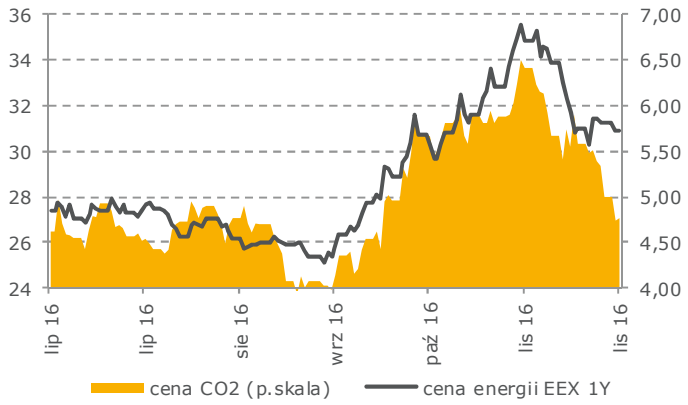
Indeksy branżowe na tle WIG



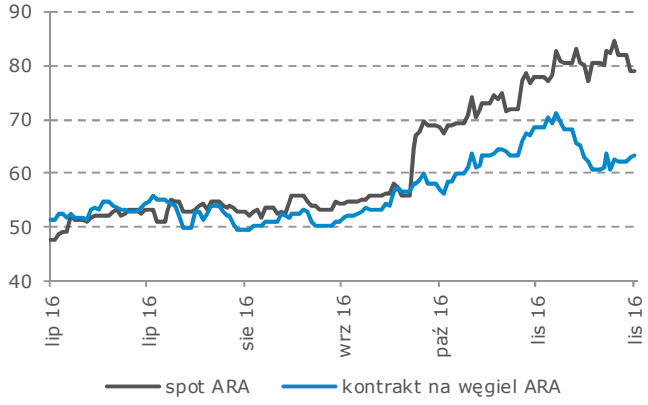
Źródło: Bloomberg

Energetyka

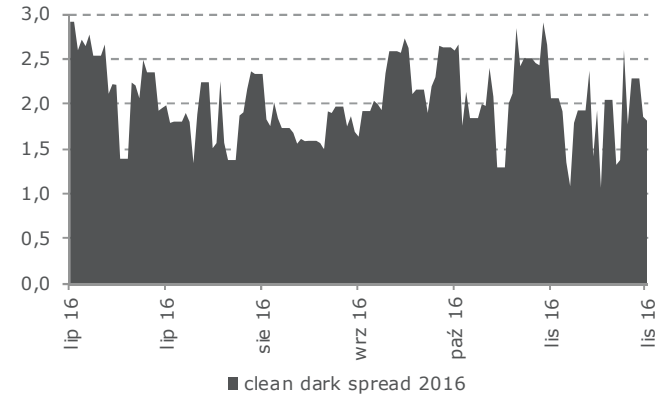
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



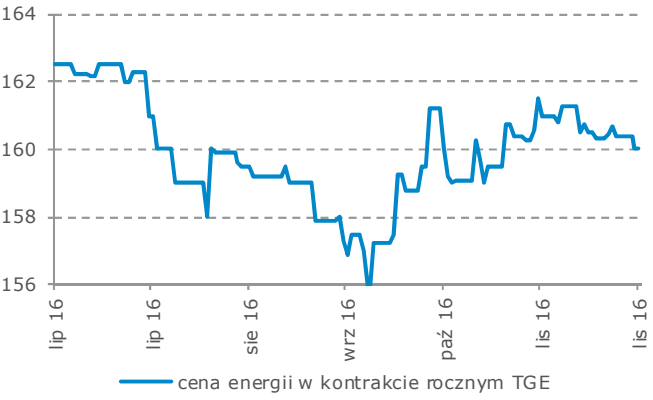
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



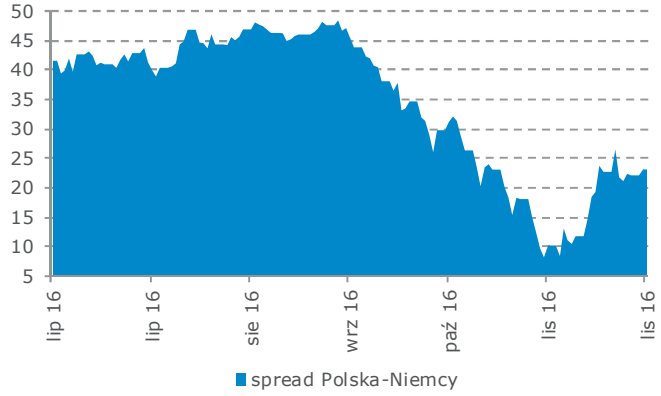
Clean dark spread 2016 rynek niemiecki (EUR/MWh)



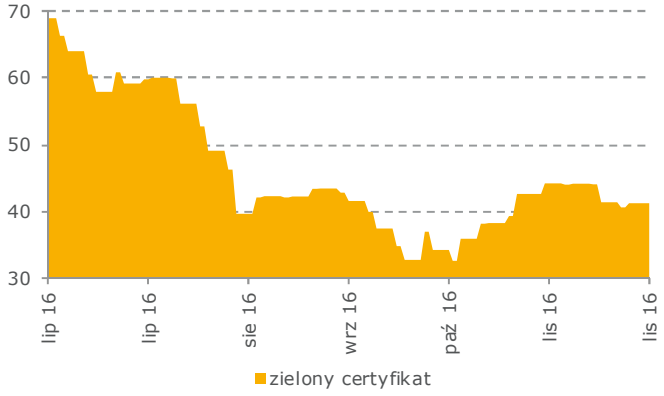
Cena energii w kontrakcie na 2017 (PLN/MWh)



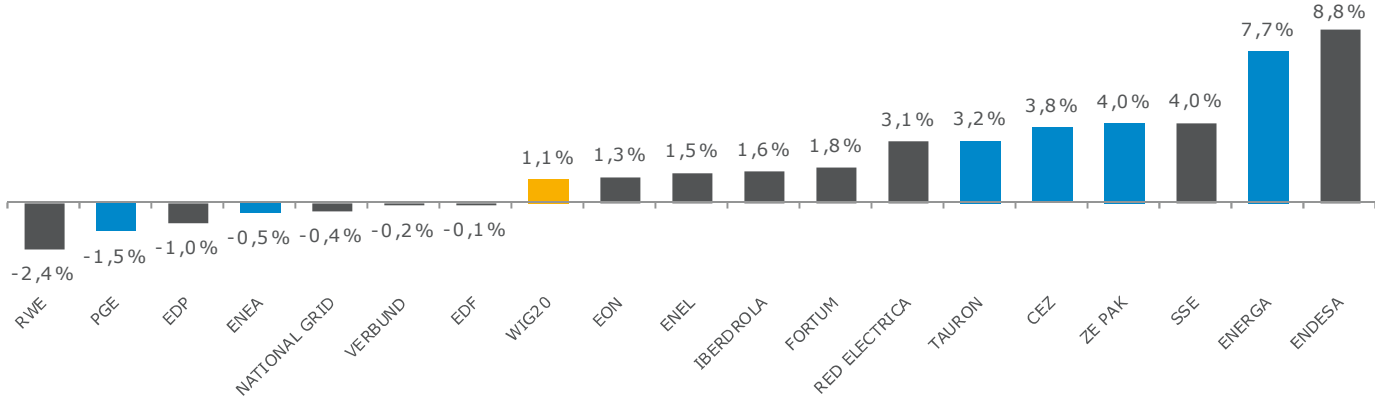
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



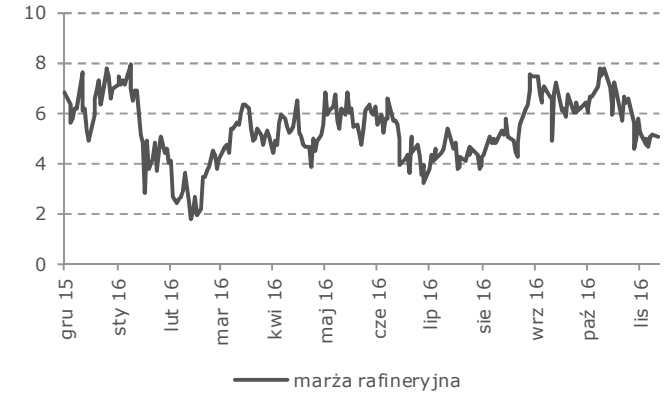
Tygodniowy performance spółek energetycznych



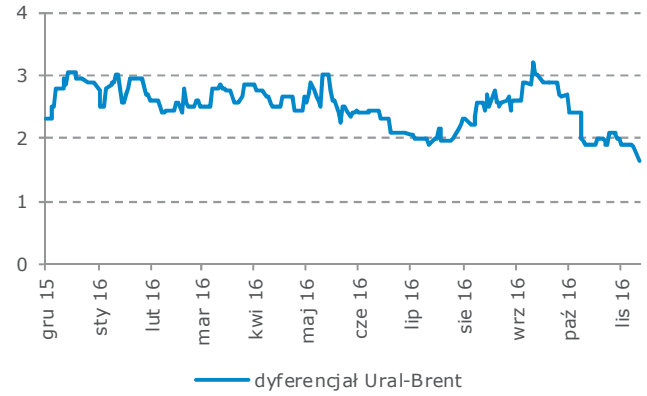
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

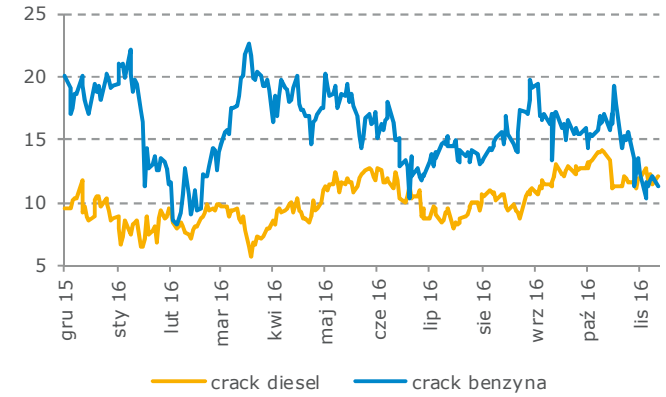
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



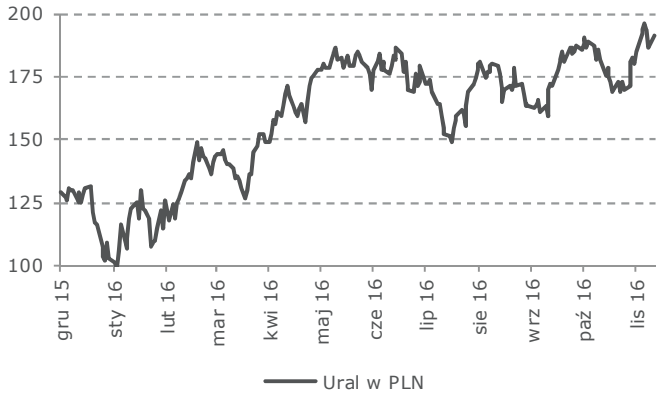
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



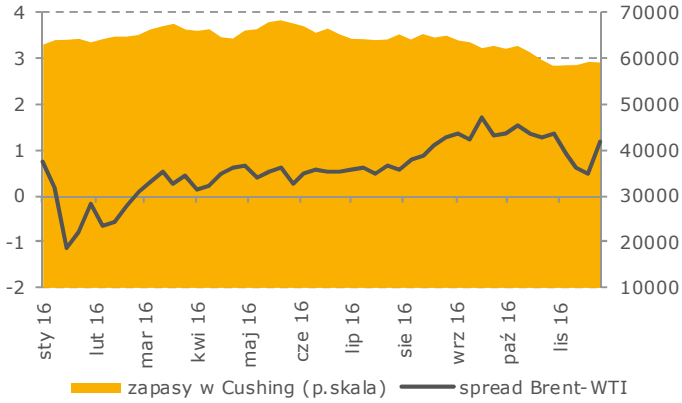
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



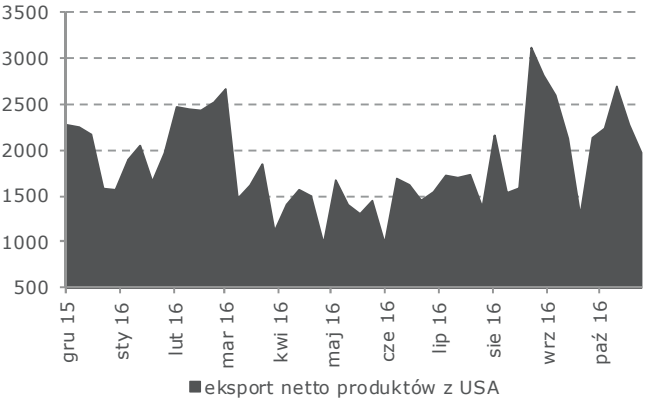
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



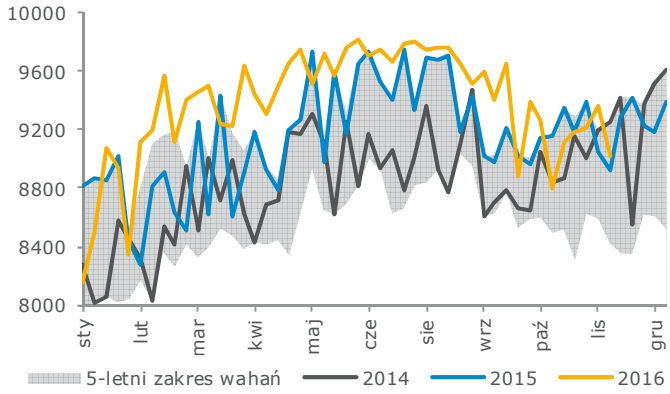
Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



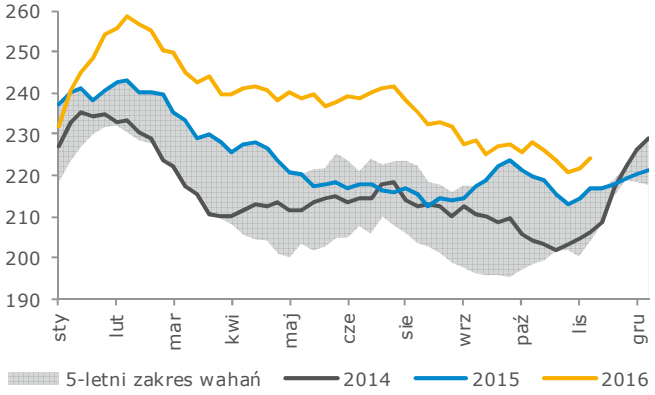
Eksport netto paliw z USA



Popyt na benzynę w USA



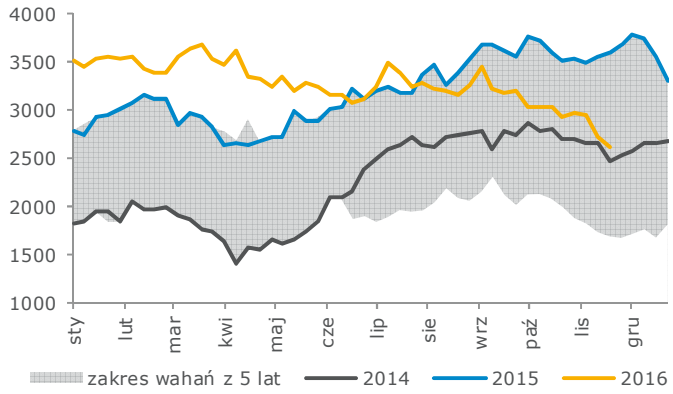
Zapasy benzyny w USA



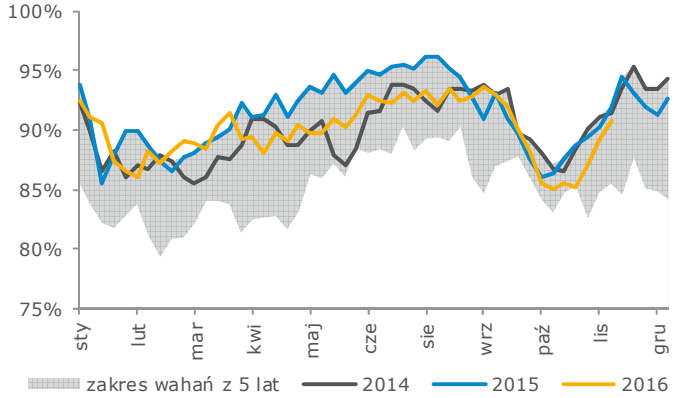
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

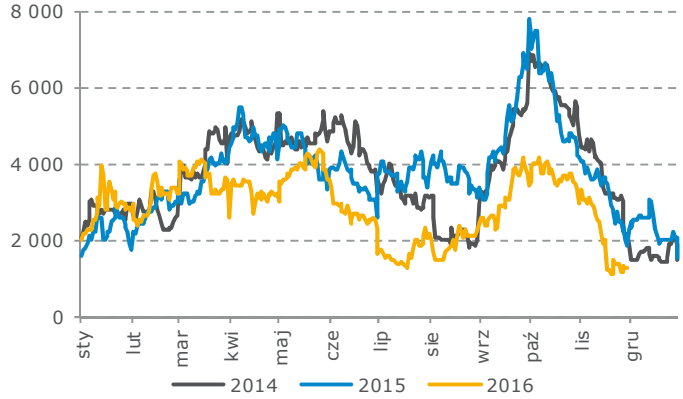
Zapasy diesla w portach ARA



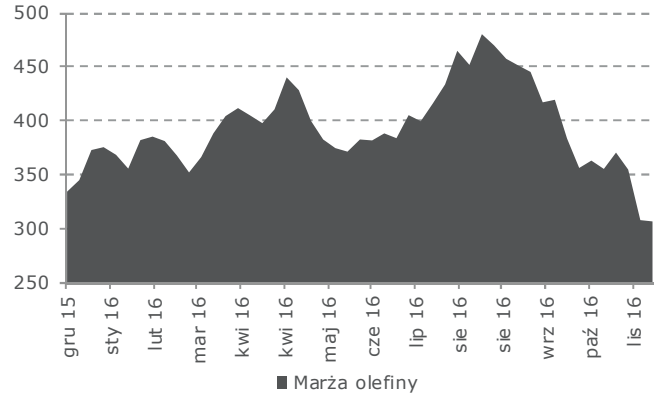
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



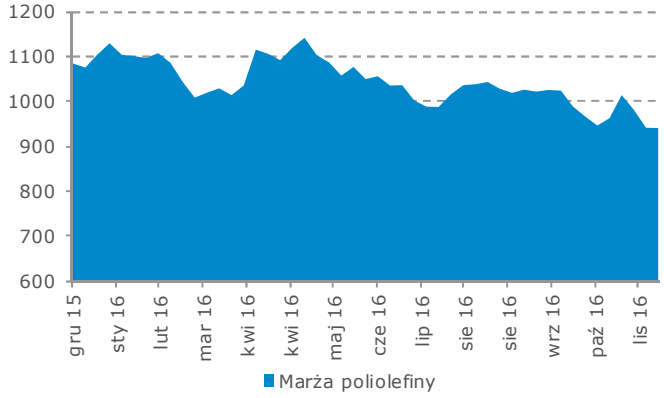
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



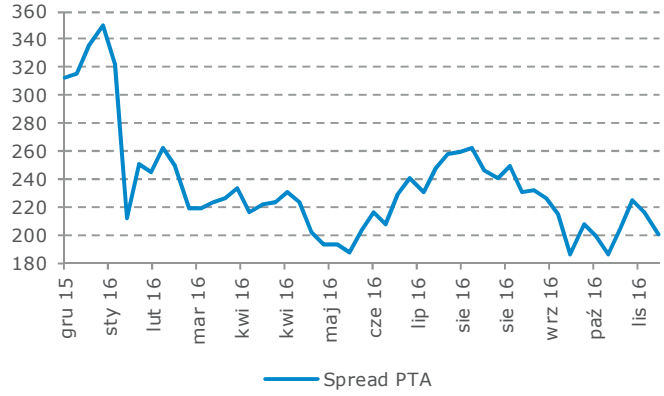
Marża petrochemiczna olefiny



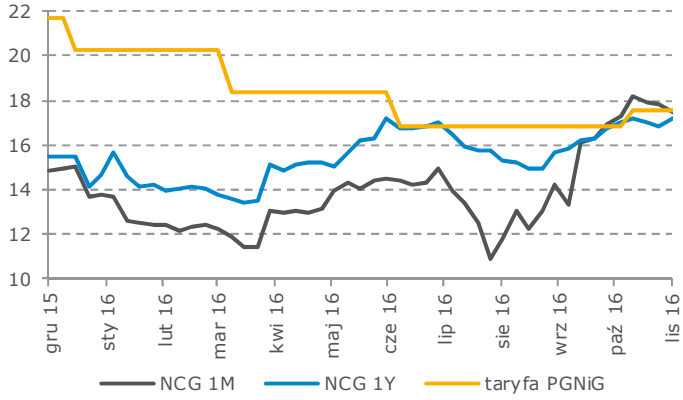
Marża petrochemiczna poliolefiny



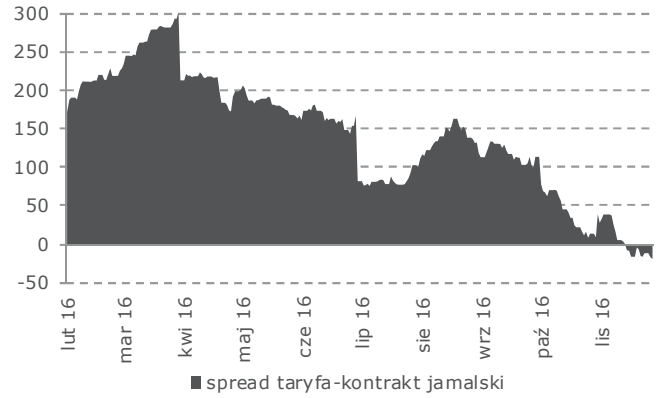
Cena PTA (USD/t)



Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



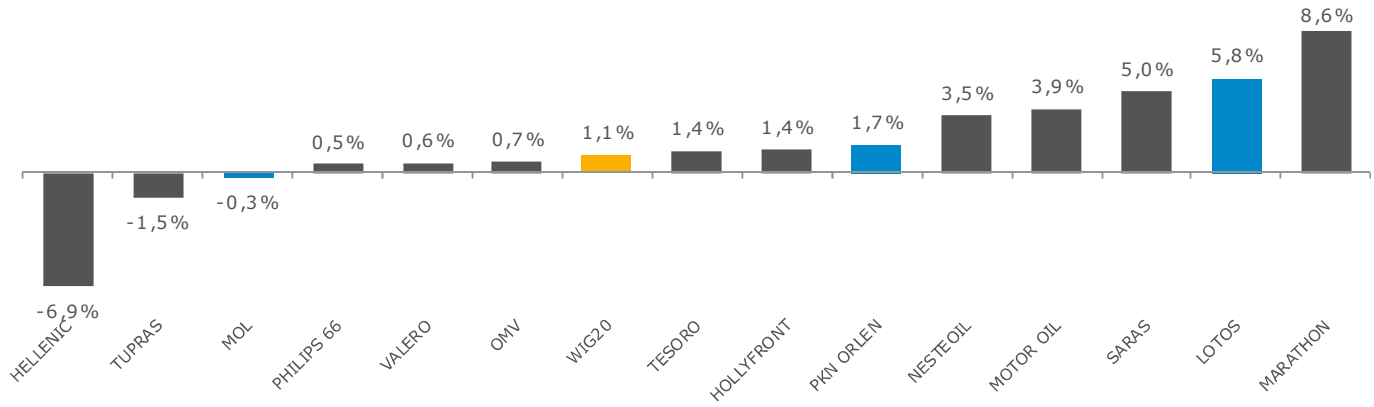
Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



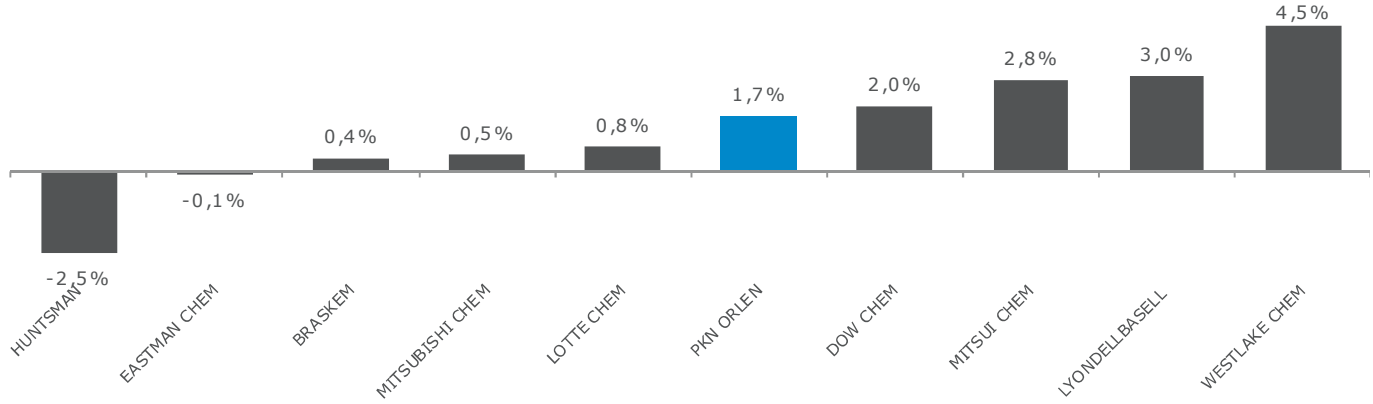
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Tygodniowy performance

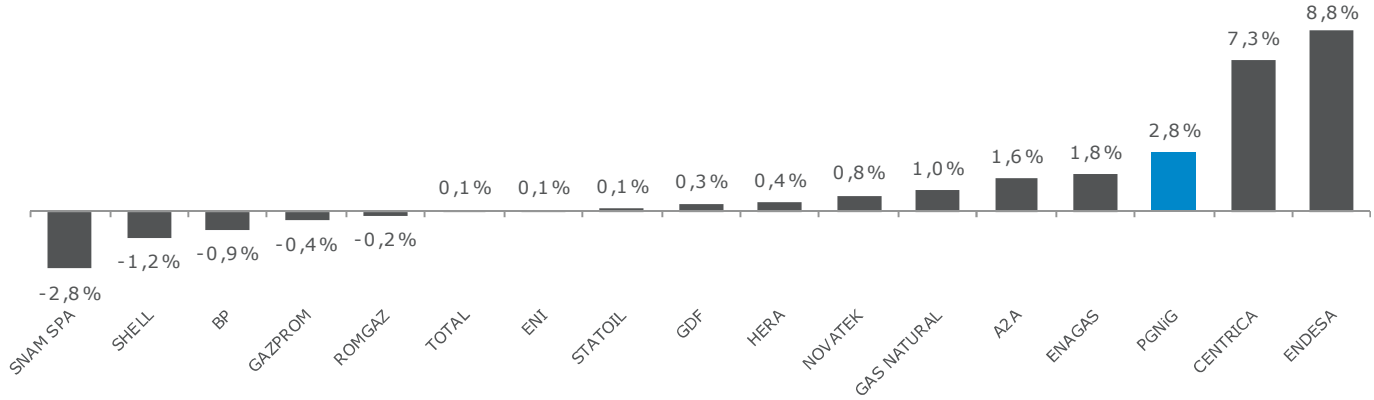
Spółki rafineryjne



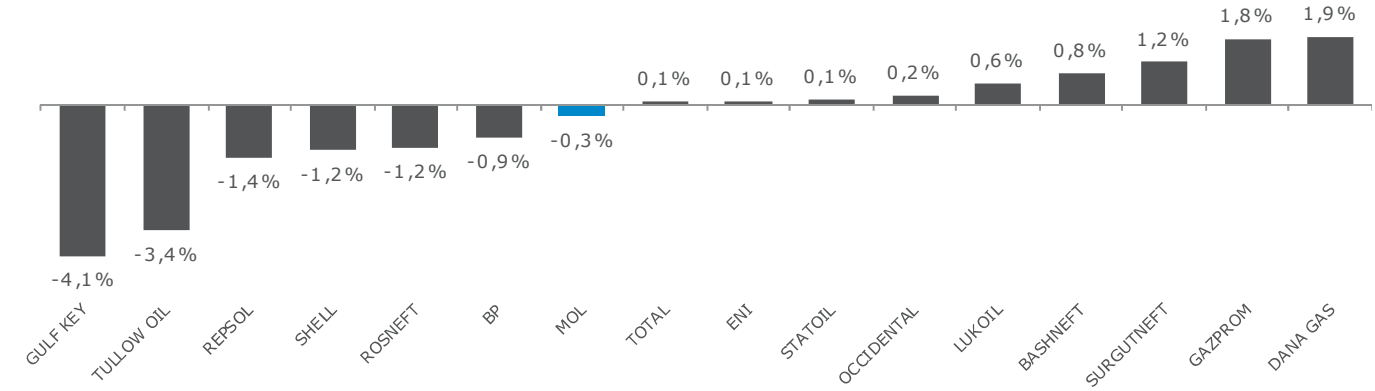
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



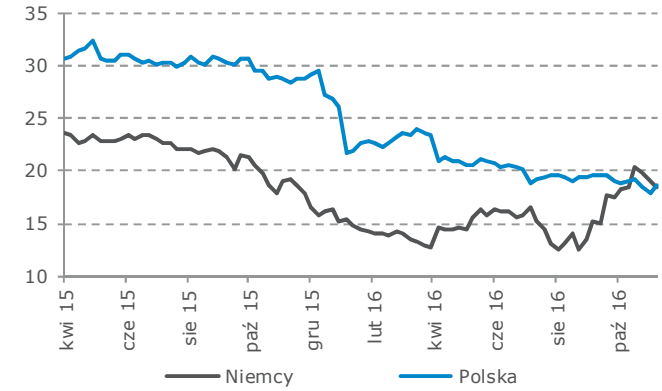
Spółki wydobywcze



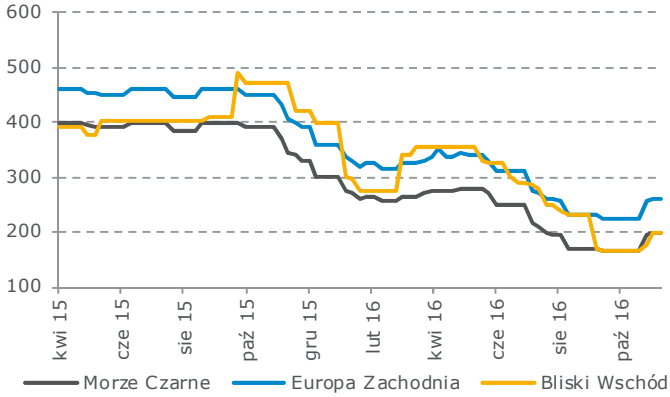
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

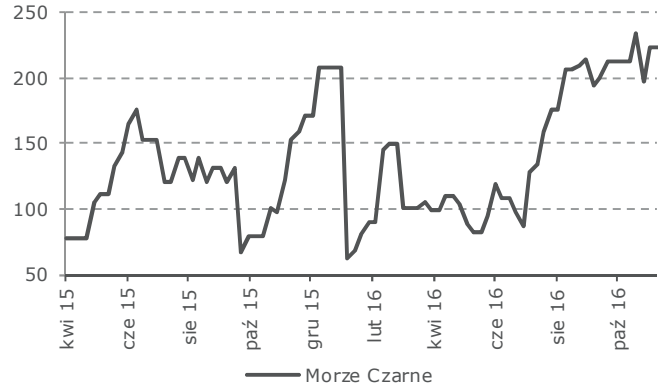
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



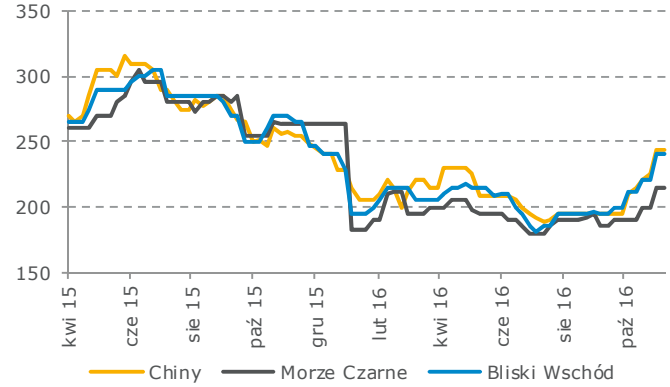
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



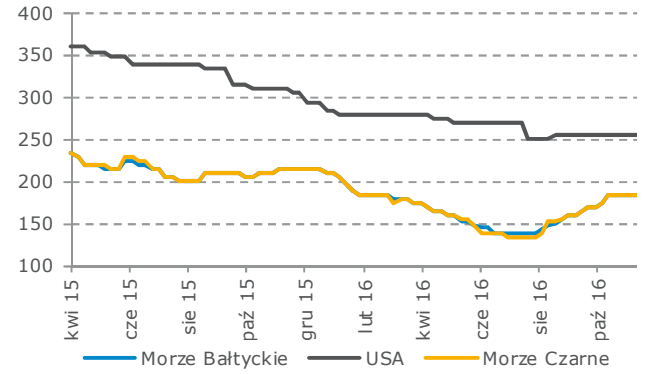
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



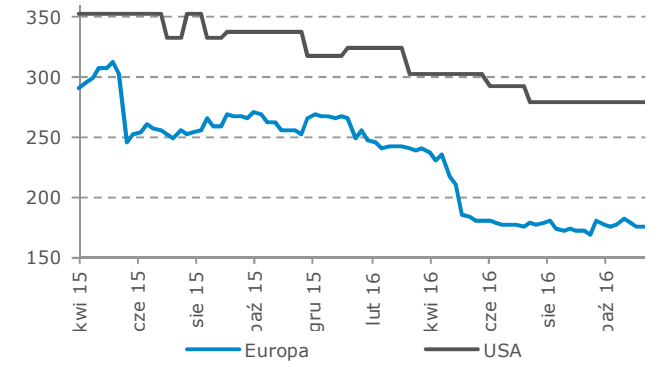
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



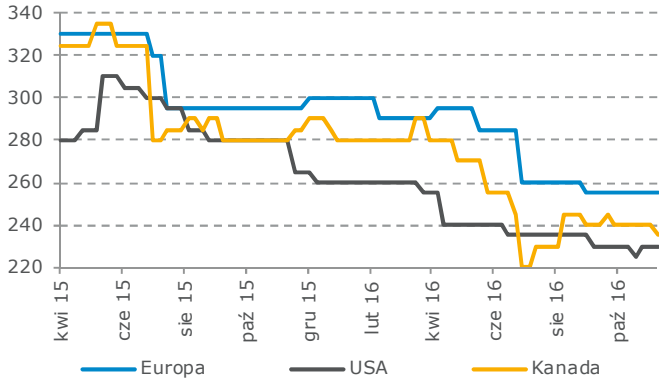
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



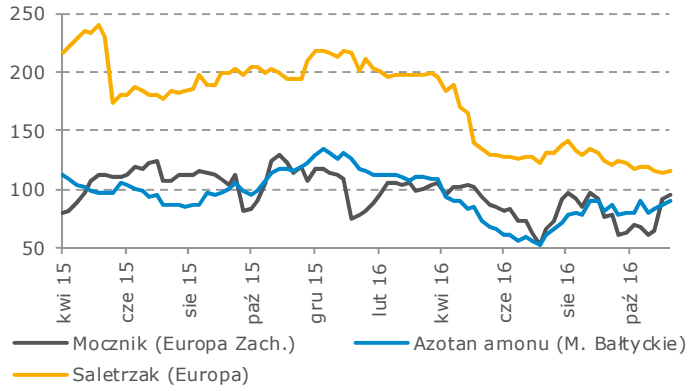
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



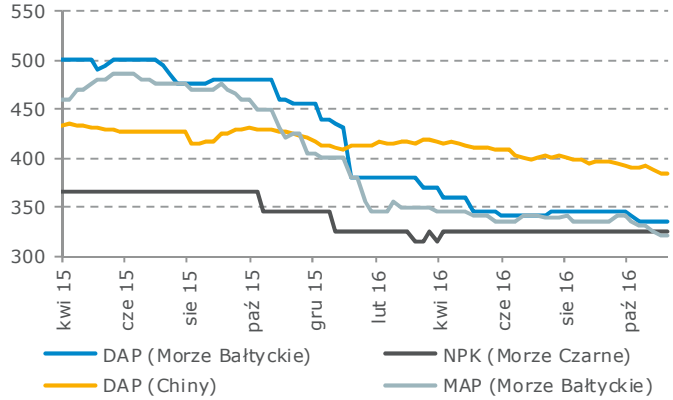
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



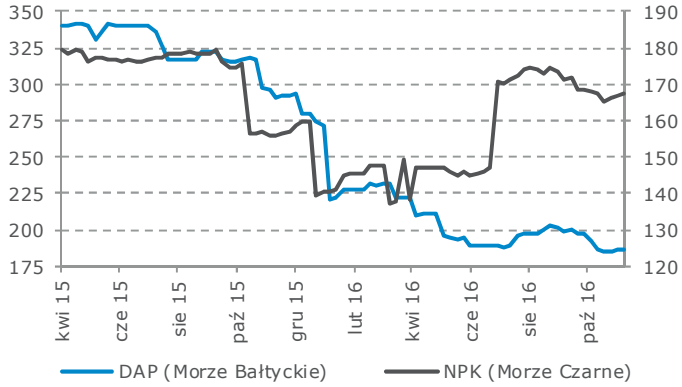
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

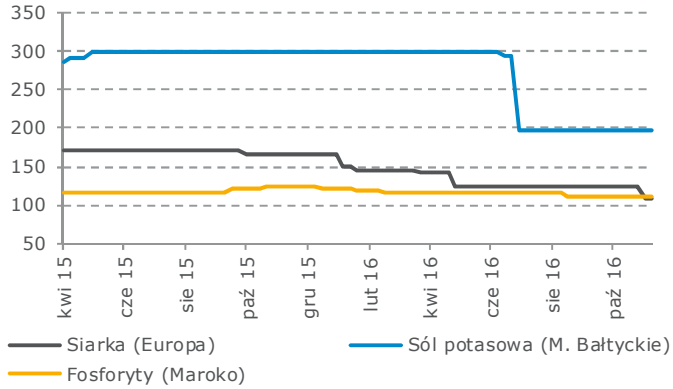
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



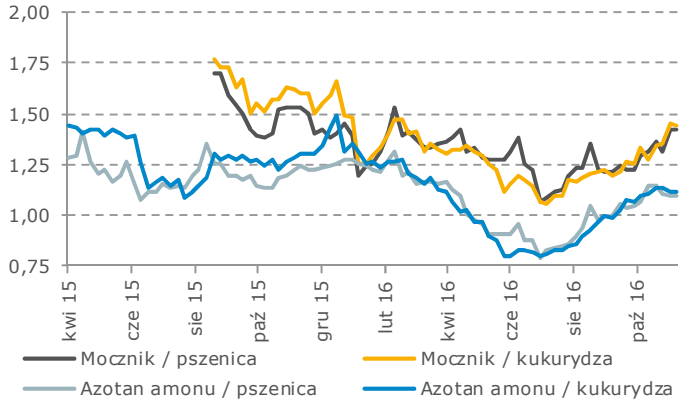
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



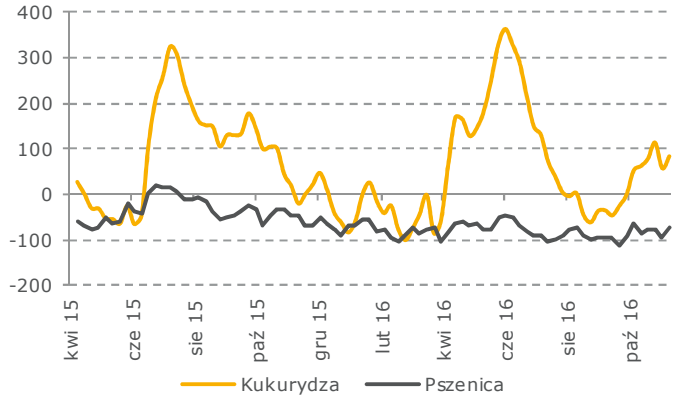
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



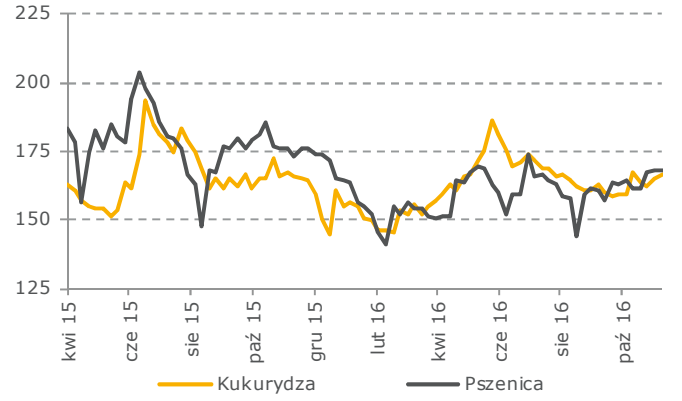
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



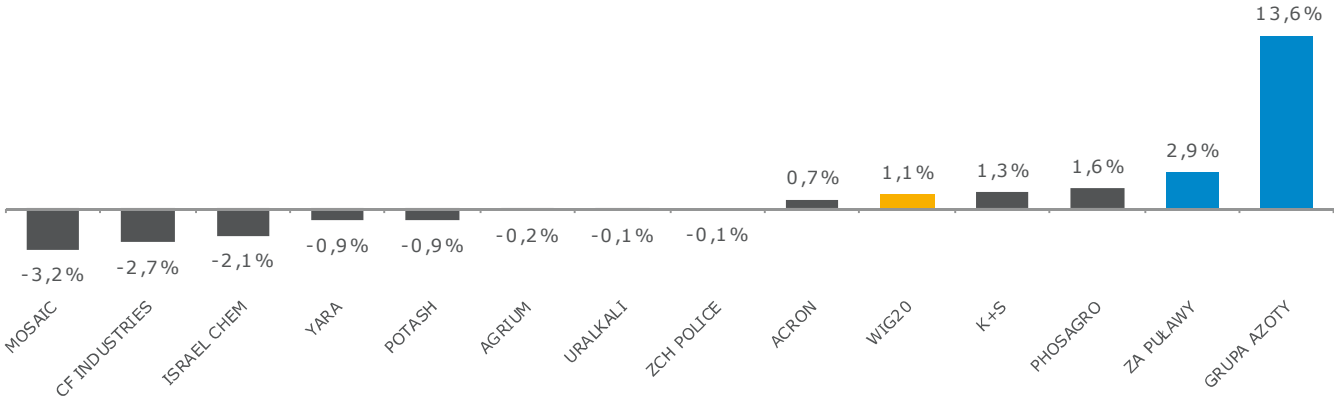
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



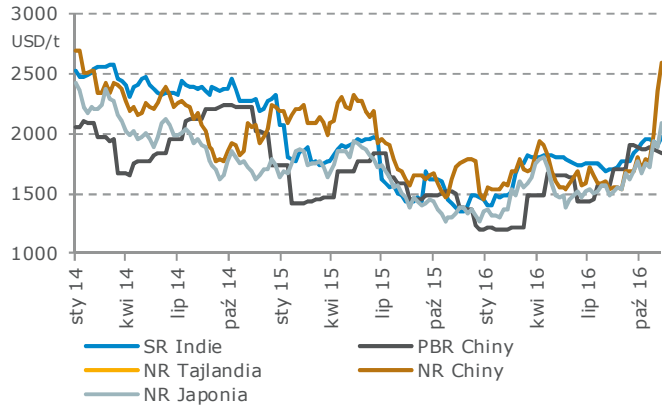
Tygodniowy performance producentów nawozów



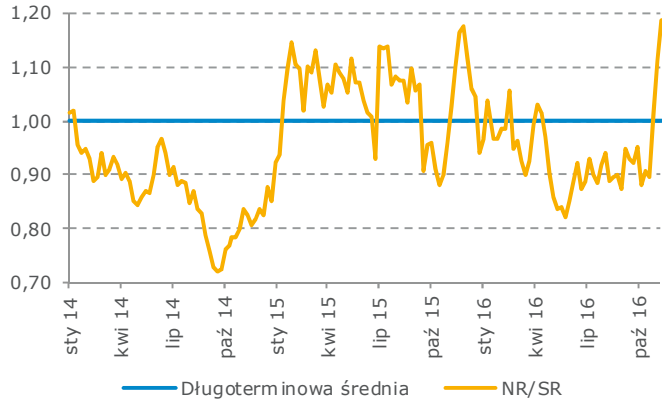
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Kauczuki syntetyczne

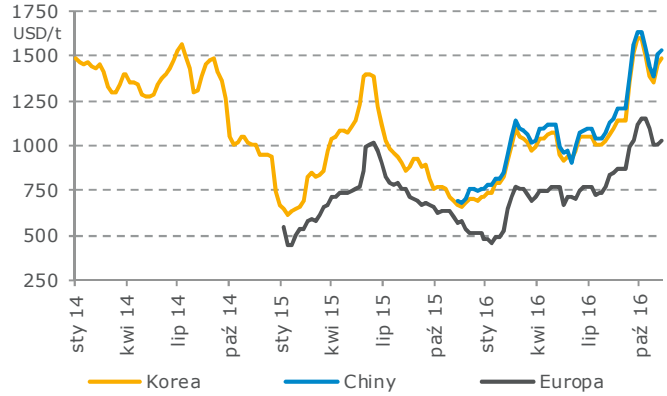
Ceny kauczuków naturalnych i syntetycznych



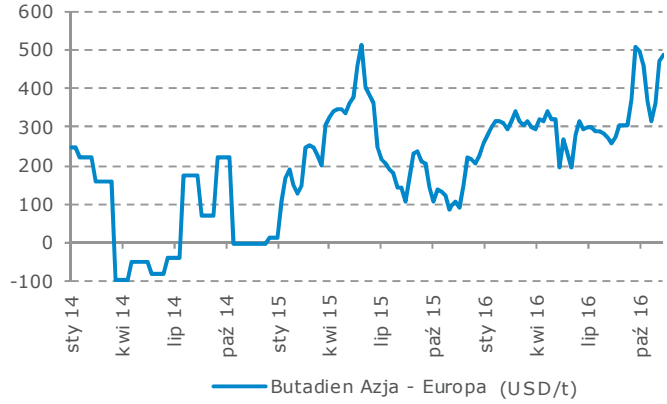
Relacja cen kauczuków syntetycznych i naturalnych



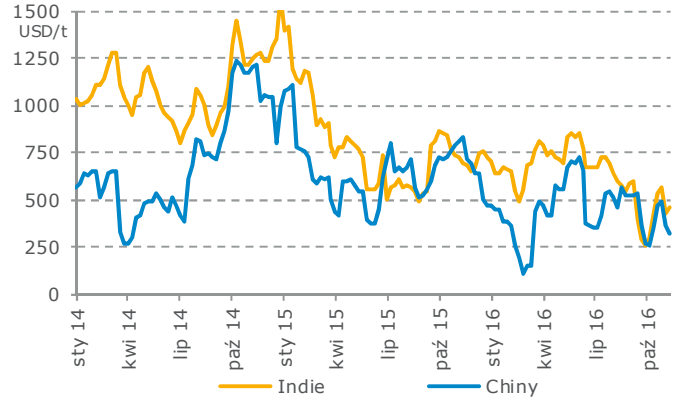
Ceny butadienu



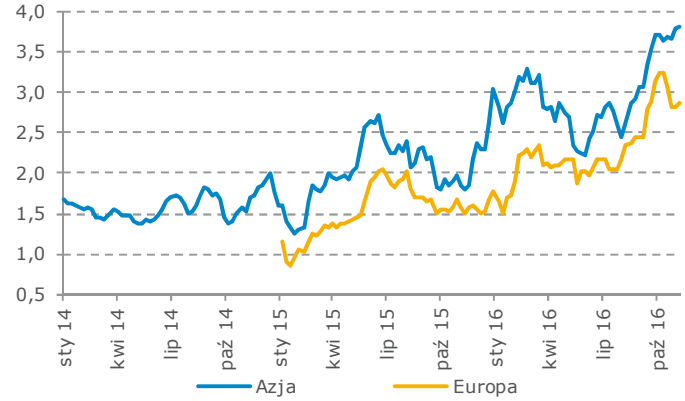
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



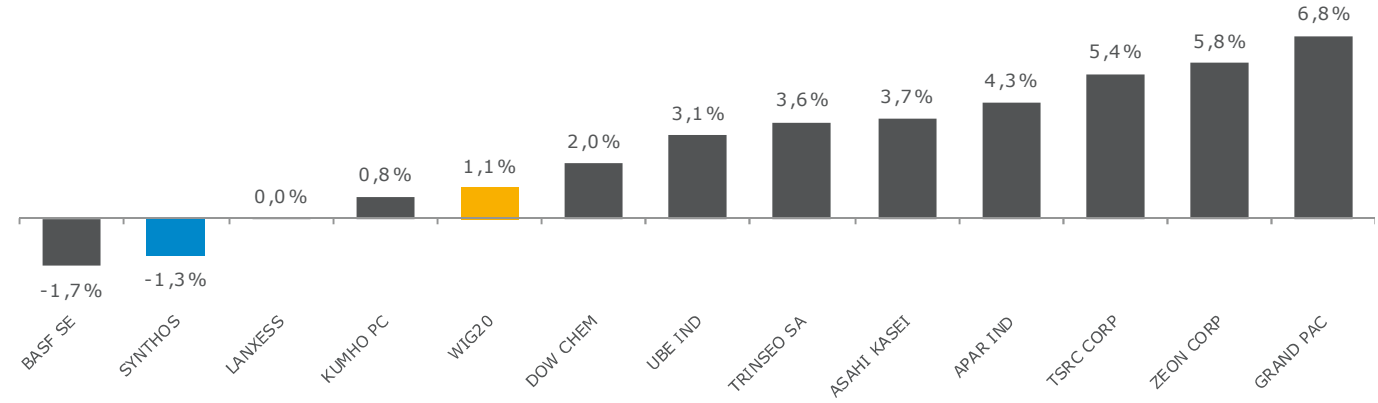
Różnica cen kauczuków i butadienu w Azji



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



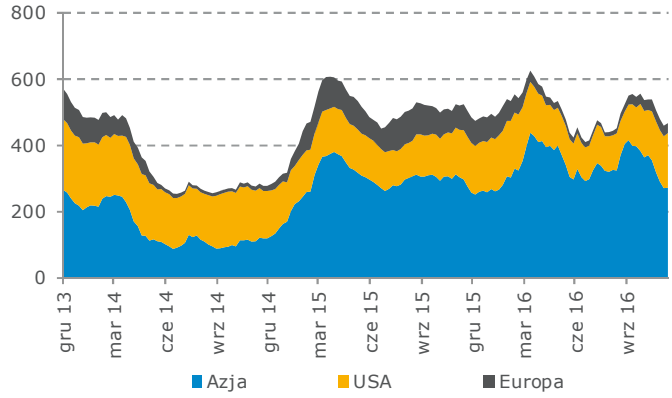
Tygodniowy performance producentów kauczuków syntetycznych



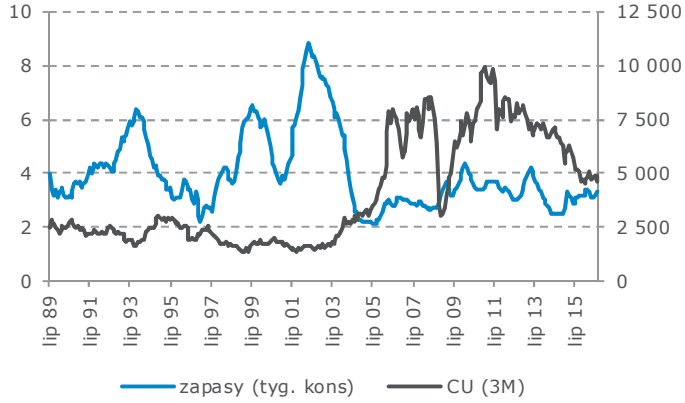
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Surowce

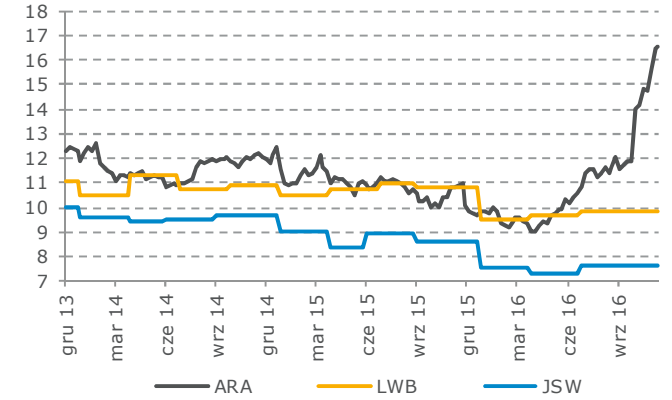
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



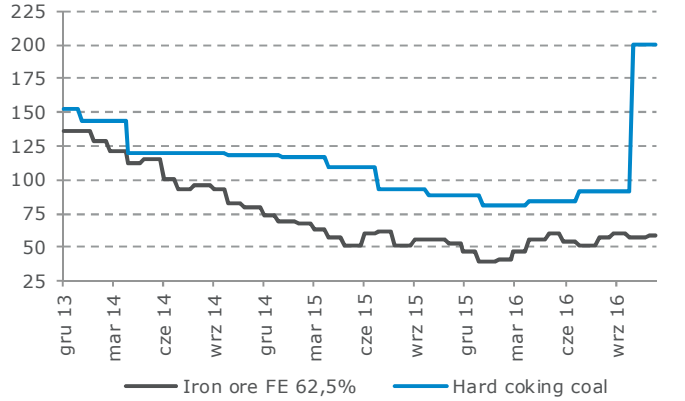
Cena miedzi (USD/t) oraz zapasy miedzi w tygodniach światowej konsumpcji



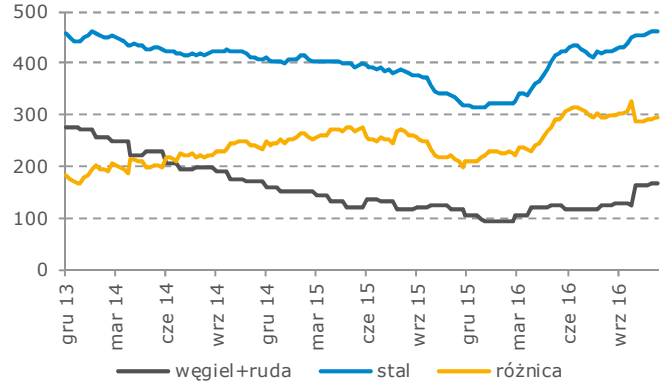
Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



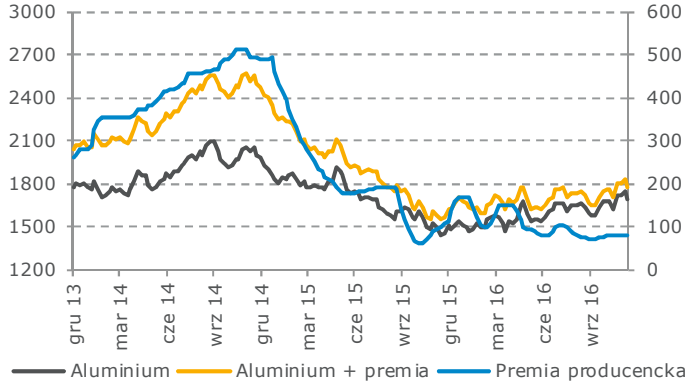
Cena rudy żelaza



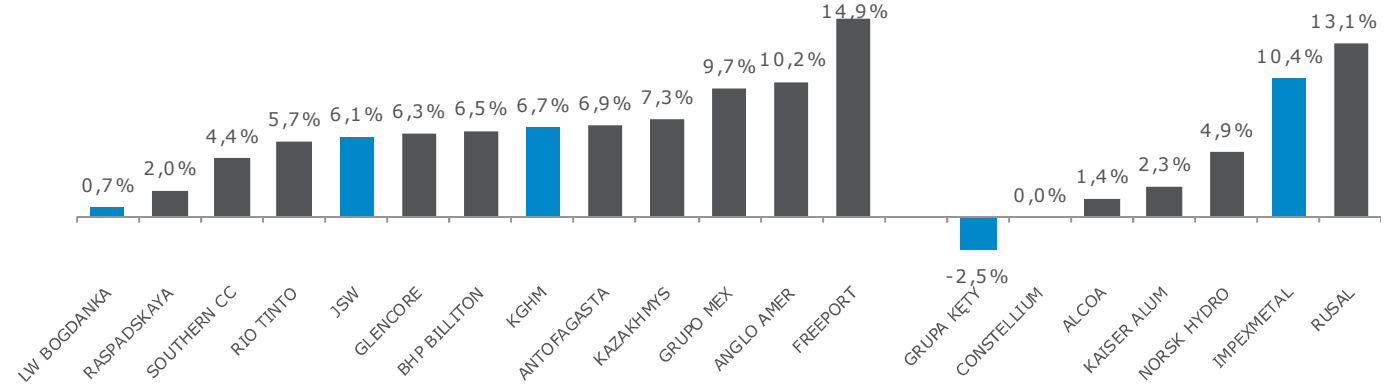
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie kosztu wsadu surowcowego



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



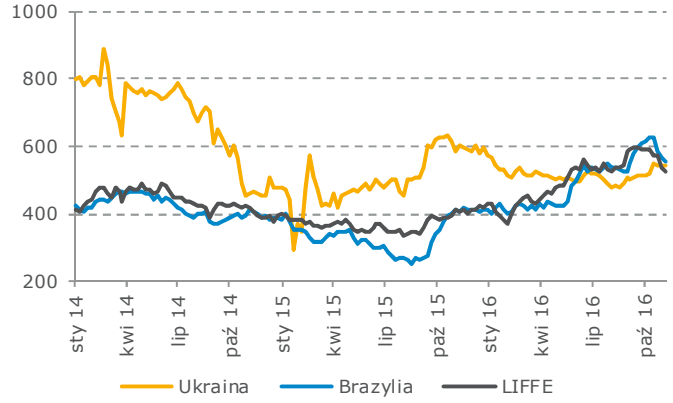
Tygodniowy performance spółek surowcowych



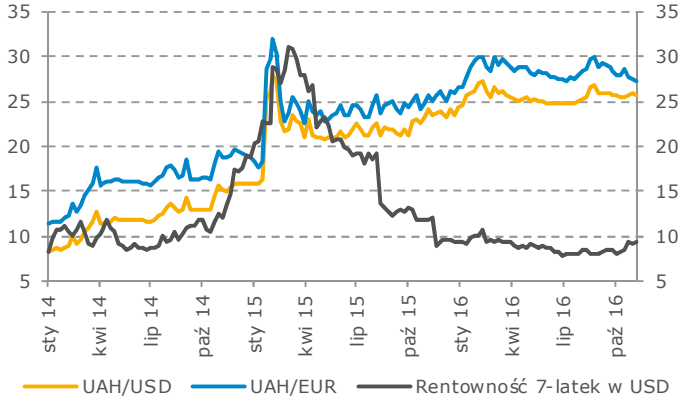
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Rynek spożywczy

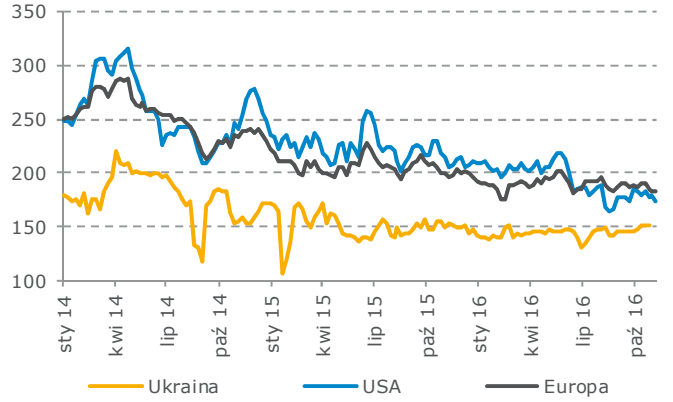
Cena cukru (USD/Mt)



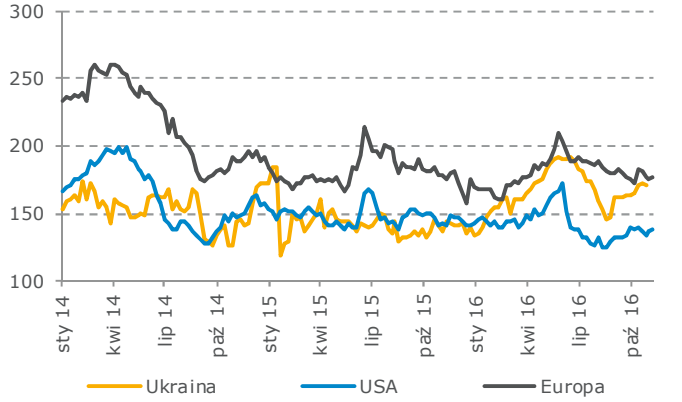
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



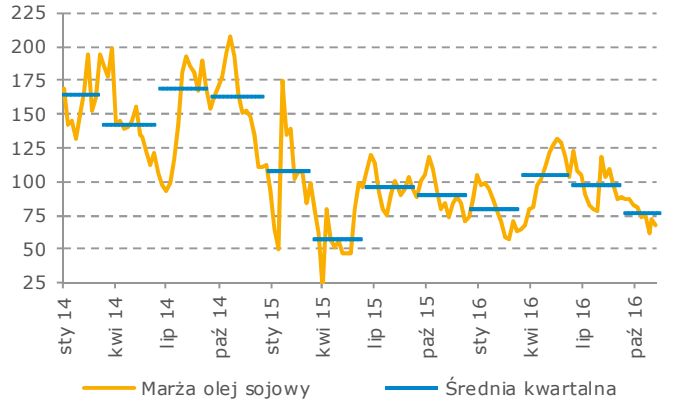
Cena pszenicy (USD/Mt)



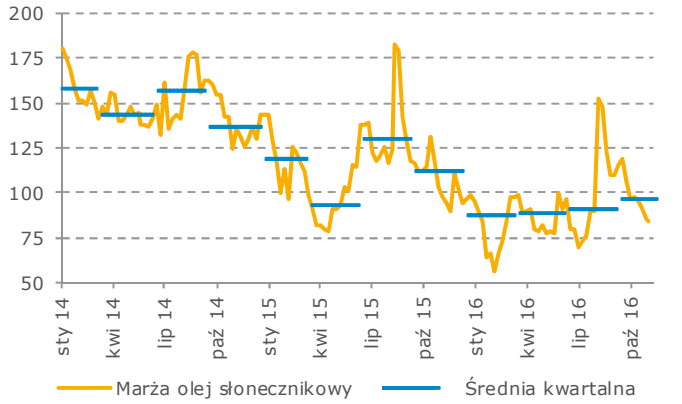
Cena kukurydzy (USD/Mt)



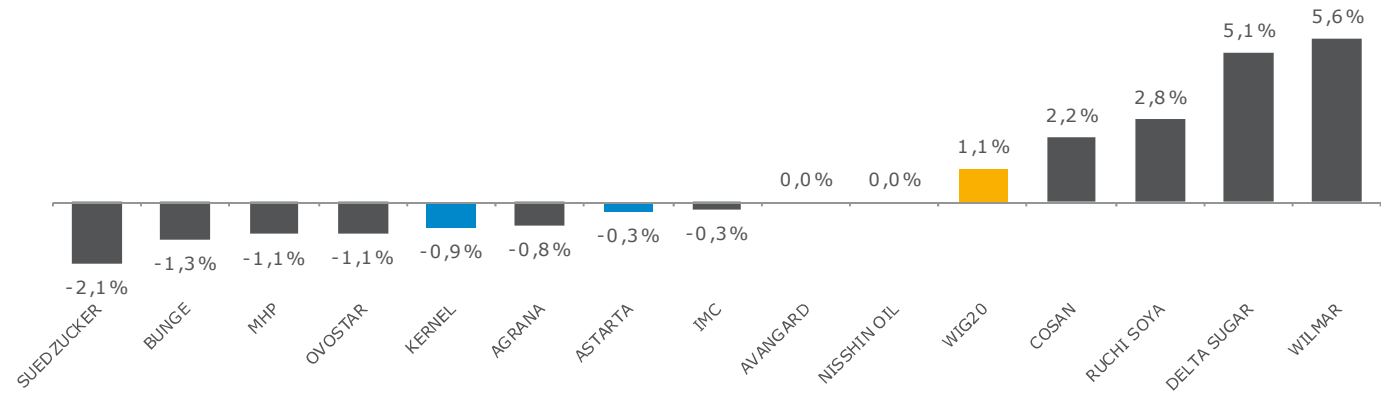
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wycena spółek energetycznych (2016-11-28)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	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	6,8	9,2	21%	23%	22%	11,0%	9,4%	7,6%
EDP	2,7	7,5	7,8	7,7	1,9	1,9	1,8	10,8	10,6	10,4	25%	24%	23%	6,8%	7,0%	7,1%
Endesa	19,8	8,5	7,6	7,6	1,3	1,3	1,2	19,2	15,1	15,8	15%	17%	16%	5,2%	6,5%	6,3%
Enel	3,7	6,5	6,3	6,1	1,2	1,3	1,3	16,1	11,7	10,8	19%	20%	21%	4,3%	4,8%	5,6%
EON	6,2	100+	3,7	3,6	0,2	0,5	0,4	-	14,5	12,0	-	12%	12%	8,1%	3,5%	3,9%
Fortum	13,7	59,7	11,2	10,3	3,4	3,4	3,2	-	21,5	19,7	6%	30%	31%	-	5,1%	4,8%
Iberdola	5,7	9,3	8,7	8,5	2,2	2,1	2,0	15,0	13,9	13,5	23%	24%	24%	0,5%	5,2%	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	17,1	10,3	10,2	9,9	7,8	7,7	7,5	15,2	14,3	13,8	76%	76%	76%	4,7%	5,0%	5,3%
RWE	11,6	2,9	3,4	3,4	0,4	0,4	0,4	-	11,1	10,6	13%	12%	12%	0,1%	2,6%	3,3%
SSE	15,0	15,1	9,6	9,3	0,7	0,7	0,8	27,0	12,8	12,4	5%	7%	8%	5,9%	6,0%	6,1%
Verbund	13,8	9,2	9,3	10,4	2,8	2,8	2,8	23,1	16,4	19,3	30%	30%	27%	2,5%	1,8%	1,6%
CEZ	426,9	5,6	6,3	6,7	1,7	1,9	1,8	11,1	12,2	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	2,6	3,5	4,2	4,5	0,7	0,8	0,9	-	8,5	4,6	19%	19%	19%	5,7%	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%
Energa	7,7	3,2	4,2	4,1	0,7	0,8	0,7	3,8	100+	6,3	20%	18%	18%	18,6%	6,3%	3,1%
ZE PAK*	13,0	-	2,2	2,1	0,4	0,5	0,5	-	2,5	2,2	-	21%	22%	-	-	3,1%
Mediana		**7,0**	**6,3**	**6,4**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**16,1**	**12,2**	**11,4**	**21%**	**22%**	**22%**	**5,5%**	**5,0%**	**4,8%**

Wycena spółek nawozowych (2016-11-28)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	3395,0	5,1	5,0	4,9	1,9	1,8	1,7	9,2	4,9	5,7	36%	35%	34%	-	6,2%	7,2%
Uralkali	167,0	6,8	9,3	9,6	4,2	5,2	5,0	27,8	5,9	7,3	62%	56%	52%	-	0,2%	8,3%
Agrium	98,3	9,2	11,7	10,7	1,3	1,4	1,4	14,1	20,5	17,9	14%	12%	13%	3,5%	3,6%	3,5%
Phosagro	2437,0	5,1	5,8	6,7	2,2	2,2	2,3	8,7	8,7	8,6	43%	38%	34%	7,5%	5,2%	5,1%
K+S	18,9	5,7	10,3	7,3	1,3	1,6	1,4	7,3	27,2	17,3	24%	16%	20%	6,1%	2,2%	2,8%
Yara International	319,0	4,7	6,7	6,9	0,9	1,0	1,0	10,9	15,0	15,1	19%	15%	15%	4,7%	3,9%	3,4%
The Mosaic Company	27,4	6,4	12,4	10,4	1,4	1,8	1,8	9,8	41,7	29,1	23%	15%	17%	3,9%	4,0%	3,9%
Potash	17,6	7,5	14,0	12,3	3,4	4,9	4,7	11,6	34,3	27,8	45%	35%	38%	8,6%	4,6%	2,4%
CF Industries	28,2	8,2	14,4	11,8	3,2	3,7	3,3	9,5	36,0	56,8	39%	26%	28%	4,3%	4,3%	4,3%
Israel Chemicals	14,4	5,6	9,6	7,4	1,6	1,6	1,5	9,3	11,4	10,3	28%	16%	20%	7,5%	4,4%	4,9%
Grupa Azoty	61,0	5,2	6,0	7,0	0,7	0,8	0,8	9,9	11,9	15,2	13%	13%	11%	0,0%	1,4%	3,2%
ZA Police*	20,0	6,3	6,8	7,3	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**	**9,3**	**7,3**	**1,4**	**1,6**	**1,5**	**9,5**	**15,0**	**15,1**	**24%**	**16%**	**20%**	**5,4%**	**4,1%**	**4,3%**

Wycena spółek rafineryjnych (2016-11-28)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	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	27,7	4,1	12,4	6,1	0,5	0,6	0,5	7,1	36,9	14,1	12%	5%	9%	4,7%	4,8%	4,9%
Tesoro	84,4	4,4	7,2	6,1	0,6	0,6	0,5	6,7	16,6	13,8	12%	9%	9%	2,2%	2,5%	2,7%
Valero Energy	63,8	4,0	6,6	5,5	0,4	0,4	0,4	8,0	17,4	11,9	9%	7%	7%	2,7%	3,8%	3,9%
Marathon Petroleum	43,6	6,8	9,6	7,5	0,6	0,7	0,6	8,2	20,9	12,9	9%	7%	8%	2,6%	3,1%	3,4%
Phillips 66	84,1	8,9	11,9	8,5	0,5	0,6	0,4	10,8	24,8	15,5	6%	5%	5%	2,6%	2,9%	3,1%
Tupras	66,5	5,7	8,0	6,5	0,6	0,7	0,5	6,5	10,9	8,2	10%	8%	8%	9,8%	7,1%	8,4%
OMV	29,8	100+	5,5	5,4	0,8	1,0	0,8	-	11,5	12,3	-	17%	16%	3,4%	3,2%	3,3%
Neste Oil	38,5	9,7	7,2	7,8	0,9	0,9	0,8	17,6	13,2	14,3	9%	12%	10%	2,6%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	4,2	7,1	4,7	5,2	0,4	0,4	0,4	27,8	5,6	6,2	6%	10%	8%	-	3,4%	5,5%
Saras	1,7	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,2	6,8	8,2	9,5	7%	8%	6%	-	6,0%	5,3%
Motor Oil	10,9	3,6	3,6	4,1	0,2	0,3	0,2	5,9	5,7	6,8	7%	8%	6%	-	6,9%	7,0%
Mediana		**5,7**	**6,3**	**5,9**	**0,5**	**0,6**	**0,5**	**8,0**	**12,3**	**11,8**	**9%**	**8%**	**8%**	**2,6%**	**3,2%**	**3,7%**

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

Wycena spółek petrochemicznych (2016-11-28)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
Axiall	53,8	8,9	9,8	7,2	2,4	2,1	1,5	11,0	15,5	12,6	27%	22%	21%	1,3%	1,4%	1,6%
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	54,3	10,0	8,4	7,8	1,7	1,7	1,6	8,4	14,9	13,6	17%	20%	21%	3,2%	3,5%	3,6%
Eastman Chemical	74,1	8,9	8,2	7,8	1,8	1,9	1,9	13,0	11,0	10,0	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	49,0	12,0	9,7	8%	12%	13%	2,7%	2,7%	2,8%
LyondellBasell	85,6	5,9	6,2	6,4	1,3	1,5	1,4	8,9	9,0	8,8	22%	24%	21%	3,6%	3,9%	4,1%
Mitsubishi Chemical	715,4	8,3	6,1	6,5	0,8	0,7	0,8	17,3	38,8	9,9	9%	12%	13%	1,8%	2,0%	2,4%
Mitsui Chemicals	494,0	10,3	7,6	6,9	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	8,9	9,8	7,2	2,4	2,1	1,5	11,0	15,5	12,6	27%	22%	21%	1,3%	1,4%	1,6%
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		**8,9**	**7,6**	**7,0**	**1,1**	**1,2**	**1,1**	**11,0**	**13,2**	**10,0**	**18%**	**21%**	**21%**	**2,3%**	**2,6%**	**2,7%**

Wycena spółek gazowych (2016-11-28)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI GAZOWE																
A2A	1,1	12,0	6,7	6,6	1,5	1,4	1,4	46,7	9,8	11,5	12%	21%	21%	3,8%	4,4%	5,1%
Centrica	2,1	95,4	7,0	6,8	0,6	0,6	0,6	-	13,6	12,9	1%	9%	9%	5,7%	5,8%	6,0%
Enagas	22,9	11,4	11,5	11,4	8,3	8,4	8,2	13,2	13,0	12,5	73%	73%	72%	5,8%	6,1%	6,4%
Endesa	19,8	8,5	7,6	7,6	1,3	1,3	1,2	19,2	15,1	15,8	15%	17%	16%	5,2%	6,5%	6,3%
Engie	11,6	5,6	5,3	5,4	0,8	0,8	0,8	-	11,3	11,5	15%	16%	16%	8,7%	8,7%	6,2%
Gas Natural SDG	16,4	7,1	7,1	7,0	1,4	1,5	1,4	10,9	12,3	12,0	19%	20%	20%	5,5%	6,1%	6,1%
Hera	2,0	7,5	6,5	6,3	1,2	1,2	1,2	16,2	15,5	14,5	16%	19%	19%	4,5%	4,7%	4,8%
Snam	3,4	9,3	12,4	12,3	7,1	9,8	9,8	9,8	13,8	12,4	77%	79%	79%	7,3%	6,4%	6,6%
PGNiG	4,7	4,6	5,0	4,5	0,8	0,9	0,8	13,1	12,9	11,6	17%	17%	19%	4,2%	3,8%	4,7%
BG Group	19,3	12,0	9,0	6,1	1,1	1,2	1,0	91,6	28,4	15,4	9%	13%	16%	7,9%	7,8%	7,8%
BP	4,5	20,8	7,2	5,1	0,6	0,7	0,6	-	36,6	17,4	3%	10%	12%	7,1%	7,0%	7,0%
Eni	12,6	9,1	5,8	3,9	0,9	1,0	0,9	-	-	19,9	10%	18%	22%	6,4%	6,4%	6,4%
Gazprom	148,9	3,1	3,5	3,2	0,9	0,9	0,8	4,4	3,7	3,7	29%	27%	26%	4,8%	5,6%	5,9%
NovaTek	116,0	15,6	12,2	10,5	5,3	4,8	4,0	-	13,9	13,6	34%	39%	38%	-	2,3%	2,7%
ROMGAZ	24,1	-	3,6	3,5	-	1,9	1,9	-	9,5	8,8	-	53%	54%	-	8,5%	9,0%
Shell	23,4	11,6	8,7	5,9	1,0	1,2	1,0	81,9	25,4	13,8	9%	13%	16%	7,6%	7,5%	7,5%
Statoil	134,2	3,6	4,6	3,1	1,1	1,4	1,2	-	80,3	14,5	32%	31%	37%	6,0%	5,5%	5,5%
Total	44,0	9,5	7,2	5,5	1,1	1,2	0,9	22,0	14,2	11,3	12%	16%	16%	5,5%	5,8%	5,8%
Mediana		**9,3**	**7,1**	**6,0**	**1,1**	**1,2**	**1,1**	**16,2**	**13,8**	**12,7**	**15%**	**18%**	**20%**	**5,8%**	**6,1%**	**6,1%**

Wycena spółek wydobywczych (2016-11-28)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
Bashneft	3568,0	5,1	5,2	4,2	1,1	1,1	0,9	10,4	8,9	7,3	21%	22%	22%	-	4,1%	4,8%
BP	4,5	20,8	7,2	5,1	0,6	0,7	0,6	-	36,6	17,4	3%	10%	12%	7,1%	7,0%	7,0%
Dana Gas	0,5	10,3	9,1	11,9	3,7	5,1	4,7	6,8	17,3	18,6	36%	56%	39%	-	-	-
Eni	12,6	9,1	5,8	3,9	0,9	1,0	0,9	-	-	19,9	10%	18%	22%	6,4%	6,4%	6,4%
Gazprom Neft	179,6	5,0	4,6	3,6	0,9	1,0	0,8	7,7	4,9	3,2	18%	21%	22%	-	7,8%	10,7%
Gulf Keystone	0,0	-	16,8	8,7	9,1	5,8	4,4	-	-	-	-	34%	51%	-	-	-
Lukoil	3145,5	3,9	4,1	3,5	0,6	0,6	0,5	7,7	6,9	5,3	14%	15%	15%	5,6%	5,7%	6,6%
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	68,4	-	15,9	9,1	4,5	7,0	4,7	-	-	49,6	-	44%	52%	4,3%	4,4%	4,5%
Repsol	12,1	54,3	6,0	5,1	0,7	0,7	0,7	-	11,2	9,9	1%	12%	13%	-	5,7%	5,9%
Rosneft Oil	336,6	4,6	4,8	3,7	-	1,1	0,9	10,0	11,6	7,0	-	23%	23%	3,5%	2,9%	4,7%
Shell	23,4	11,6	8,7	5,9	1,0	1,2	1,0	81,9	25,4	13,8	9%	13%	16%	7,6%	7,5%	7,5%
Surgutneftegas	29,8	-	-	-	-	-	-	1,5	13,5	6,1	-	-	-	-	5,7%	5,1%
Statoil	134,2	3,6	4,6	3,1	1,1	1,4	1,2	-	80,3	14,5	32%	31%	37%	6,0%	5,5%	5,5%
Total	44,0	9,5	7,2	5,5	1,1	1,2	0,9	22,0	14,2	11,3	12%	16%	16%	5,5%	5,8%	5,8%
Tullow Oil	2,7	-	9,1	6,1	4,4	5,0	3,8	-	90,2	19,6	-	55%	63%	-	-	-
Mediana		**7,1**	**6,0**	**5,1**	**1,0**	**1,1**	**0,9**	**8,9**	**14,2**	**11,7**	**14%**	**21%**	**22%**	**5,6%**	**5,7%**	**5,8%**

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

Wycena spółek surowcowych (2016-11-28)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
GÓRNICTWO I METALE																
Anglo American	12,4	-	6,2	5,3	1,7	1,7	1,6	-	14,9	12,8	-	27%	30%	2,1%	-	1,3%
BHP Billiton	13,5	7,6	10,8	7,3	2,4	4,1	3,5	55,6	97,4	23,8	32%	38%	49%	7,4%	1,8%	3,3%
Freeport-McMoRan	13,9	-	9,8	7,5	2,8	2,9	2,9	-	46,9	11,1	-	30%	39%	1,9%	-	-
Kazakhmys	3,7	31,3	16,3	7,8	6,7	5,4	3,0	-	39,4	15,1	21%	33%	39%	-	-	0,2%
Rio Tinto	31,5	10,7	7,6	6,9	2,6	2,8	2,7	-	20,0	17,6	24%	36%	39%	5,5%	3,1%	3,8%
Southern CC	33,1	16,1	14,3	12,8	6,1	5,7	5,4	35,6	30,4	27,1	38%	40%	42%	1,0%	0,7%	1,1%
Glencore	2,9	10,4	8,9	7,5	0,5	0,5	0,5	-	41,6	25,3	5%	6%	7%	1,7%	0,1%	2,2%
Antofagasta	7,3	13,3	8,7	8,7	3,4	3,4	3,2	17,4	45,7	41,3	26%	39%	37%	0,3%	0,8%	1,0%
Grupo Mexico	58,1	8,1	8,6	7,7	3,5	3,4	3,2	26,0	21,7	20,2	43%	40%	41%	-	1,5%	2,1%
JSW*	87,5	-	10,8	3,7	1,7	1,7	1,5	-	100+	6,7	-	16%	40%	-	-	-
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	70,4	48,7	4,1	4,6	1,5	1,4	1,4	-	10,8	13,4	3%	35%	31%	5,0%	0,0%	5,0%
Mediana		**12,0**	**8,8**	**7,4**	**2,5**	**2,8**	**2,8**	**30,8**	**30,4**	**16,3**	**25%**	**34%**	**39%**	**2,1%**	**1,1%**	**2,2%**
SPÓŁKI SUROWCOWE																
RUSAL	3,5	8,1	10,6	11,3	1,7	1,9	1,9	12,0	9,3	9,5	21%	18%	17%	3,7%	1,1%	1,3%
Alcoa	30,9	20,3	16,9	14,5	0,8	1,9	1,8	-	-	71,3	4%	11%	12%	-	-	0,6%
Constellium	6,1	-	6,9	6,1	0,5	0,6	0,5	-	29,2	7,7	-	8%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	83,9	-	7,9	7,7	1,1	1,2	1,2	-	16,5	16,2	-	15%	15%	1,9%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	40,6	6,6	7,3	7,1	1,0	1,0	1,0	41,0	20,4	19,6	15%	14%	14%	2,5%	2,4%	2,5%
Grupa Kęty	366,5	11,0	10,3	9,8	1,8	1,8	1,7	16,5	13,8	16,7	17%	17%	17%	3,9%	3,6%	3,8%
Mediana		**9,5**	**9,1**	**8,8**	**1,1**	**1,5**	**1,5**	**16,5**	**16,5**	**16,4**	**16%**	**15%**	**15%**	**3,1%**	**2,3%**	**2,2%**

Wycena spółek spożywczych (2016-11-28)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Agrana Beteiligungs	109,4	11,8	10,0	8,6	0,8	0,8	0,8	19,2	17,9	14,0	7%	8%	9%	3,3%	3,3%	3,9%
Avangardco Inv.	0,5	-	-	10,5	1,6	2,8	2,2	-	-	2,4	-	-	21%	-	-	-
Bunge Limited	66,5	8,2	9,0	7,5	0,3	0,4	0,3	12,9	14,6	10,7	4%	4%	5%	2,2%	2,5%	2,5%
Cosan	38,5	13,9	5,2	4,9	0,6	0,5	0,5	23,4	16,4	13,5	4%	10%	10%	4,1%	3,9%	4,9%
Delta Sugar	13,1	-	12,7	9,7	-	1,9	1,6	-	18,6	10,8	-	15%	16%	-	3,8%	7,9%
MHP	8,8	4,6	5,2	4,9	1,8	1,7	1,6	-	6,8	4,6	39%	33%	32%	5,4%	7,6%	7,9%
Nisshin Oillio	488,0	10,9	11,1	9,7	0,4	0,4	0,4	23,5	22,5	17,2	4%	4%	4%	2,0%	2,0%	2,0%
Suedzucker	21,3	13,6	10,7	8,1	0,8	0,9	0,8	100+	36,4	19,9	6%	8%	10%	1,2%	0,9%	1,8%
Wilmar Int.	3,3	12,3	14,3	11,3	0,7	0,7	0,6	14,1	16,9	12,2	6%	5%	6%	2,5%	2,2%	3,0%
Kernel	62,0	3,8	4,2	3,6	0,7	0,7	0,6	46,2	21,9	19,8	17%	17%	16%	0,4%	0,4%	0,4%
Astarta*	52,4	3,4	3,2	3,3	1,4	1,2	1,2	18,9	4,1	6,3	41%	38%	36%	-	-	-
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	4,0	3,6	-	1,7	1,4	4,4	4,8	3,7	-	41%	39%	-	-	-
Mediana		**8,2**	**7,1**	**7,5**	**0,8**	**0,9**	**0,8**	**18,9**	**16,6**	**10,8**	**6%**	**13%**	**16%**	**2,3%**	**2,5%**	**3,0%**

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2016-11-28)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI																
Synthos	4,5	10,7	11,4	10,0	1,6	1,6	1,5	13,9	19,6	15,8	15%	14%	15%	5,6%	0,0%	3,1%
Lanxess	57,4	7,9	6,8	6,1	0,8	0,9	0,8	31,9	23,3	19,2	11%	13%	13%	1,0%	1,3%	1,5%
BASF	78,8	7,9	8,4	7,9	1,2	1,5	1,4	18,2	16,6	15,3	15%	18%	18%	3,7%	3,8%	3,9%
Dow Chemical	54,3	10,0	8,4	7,8	1,7	1,7	1,6	8,4	14,9	13,6	17%	20%	21%	3,2%	3,5%	3,6%
Asahi Kasei	1007,0	6,7	6,4	6,7	0,9	0,9	0,9	13,3	15,3	15,3	13%	14%	13%	1,9%	2,0%	2,0%
Grand Pacific Petro	22,0	6,6	5,9	5,5	1,1	1,2	1,1	13,6	10,5	10,1	17%	20%	20%	3,6%	3,8%	-
TSRC Corp	33,3	14,4	11,9	10,8	1,3	1,3	1,2	52,0	21,4	15,4	9%	11%	11%	3,2%	4,3%	5,8%
Trinseo	53,8	6,6	5,6	5,7	0,8	0,9	0,9	19,6	7,8	7,6	13%	16%	15%	-	0,9%	2,2%
Kumho Petrochem	74600,0	11,9	10,9	8,9	1,0	1,1	0,9	17,5	16,9	12,0	9%	10%	10%	1,1%	1,3%	1,6%
ZEON Corp	1027,0	5,9	5,3	5,4	0,9	0,9	1,0	12,2	12,6	11,9	16%	18%	19%	1,4%	1,5%	1,6%
Apar Industries	570,5	9,5	-	5,8	0,5	-	0,5	44,3	-	13,5	5%	-	8%	0,6%	-	1,4%
Ube Industries	220,0	7,6	5,8	6,4	0,7	0,7	0,7	15,9	10,7	12,1	9%	12%	11%	2,3%	2,3%	2,7%
Mediana		**7,9**	**6,8**	**6,6**	**1,0**	**1,1**	**1,0**	**16,7**	**15,3**	**13,6**	**13%**	**14%**	**14%**	**2,3%**	**2,0%**	**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 posługującego 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 jakiejkolwiek 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 jakakolwiek 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 udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Zybała
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