mBank Dom Maklerski

mBank.pl

wtorek, 6 grudnia 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 spadły w okolice 29 EUR/MWh zarówno z uwagi na mocną przecenę na rynku uprawnień do emisji (już tylko 4,4 EUR/t w związku z brakiem oczekiwanego porozumienia przed głosowaniami w sprawie reformy ETS) i spadki cen kontraktowych węgla (roczny forward ARA 64 USD/t). Ciążyło to mocno na notowania sektora, w tym CEZ, ale oczekujemy, że wraz z odbiciem na rynku ropy i gazu odwrócą się również trendy na cenach energii. W Polsce notowania pozostawały stabilne i wciąż nie ma jasnego komunikatu w sprawie kwotowań z kopalni śląskich na przyszły rok (dane ARP za październik pokazały spadek ceny miałów m/m).

Rynek paliwowy

Marże rafineryjne pod ciężarem cen ropy i większej podaży paliw (odbijają nie tylko zapasy benzyny w USA, ale również diesla w portach ARA) spadły w okolice 4 USD/Bbl. Wszystko wskazuje na to, że rekordowe poziomy eksportu diesla z Chin utrzymają się również w przyszłym roku, gdyż tamtejszy rząd utrzymał kontyngenty dla rafinerii „teapots". Dodatkowym problemem jest kurczący się dyferencjał Ural/Brent reagujący na perspektywę ograniczenia dostępności gatunków surowca. Jednocześnie pozycja konkurencyjna rafinerii europejskich pogarsza się z uwagi na rozszerzenie spreadu Brent/WTI 2 USD/Bbl. Dobrych informacji brakuje również w petrochemii, gdzie nadal spadają benchmarkowe marże zarówno w olefinach (najniższe odczyty od 2 lat) jak i poliolefinach czy PTA.

Rynek metali

Spekulacyjna długa pozycja netto na COMEX osiągnęła kolejny rekord – 53 tys. kontraktów (+7 tys. t/t). Zapasy miedzi na giełdach spadły o 10,8 tys. ton i wynoszą 448 tys. ton, co wraz z zapasami u producentów stanowi odpowiednik 3,1 tygodnia światowej konsumpcji metalu. Rynek pozytywnie reagował na doniesienia z Indonezji, gdzie rząd zamyka kilkanaście kopalń, wydobywających przede wszystkim nikiel. To wraz z poprawą danych makro w największych gospodarkach powoduje, że cena miedzi – mimo umocnienia USD - zbliżyła się do 6000 USD/t.

Rynek węgla

Spotowe ceny węgla energetycznego ponownie nieznacznie cofnęły się. Węgiel w ARA kosztuje 82,8 USD/t (-0,9% t/t), a węgiel w Newcastle 86,8 USD/t (-5,9% t/t). Przy osłabieniu PLN w stosunku do USD ceny złotówkowe węgla importowanego nadal utrzymują się na poziomie ok. 15,3 PLN/GJ .

Rynek agro

Rosnące ceny ropy i gazu ziemnego nie pomagają marżom na produkcji nawozów syntetycznych. Ceny mocznika w ubiegłym tyg. skutecznie wyczerpały siłę do wzrostu cen. Tegoroczne zbiory w Rosji według agencji SovEcon wyniosą 119,5 mln ton i będą rekordowe w historii. Agencja oczekuje, że w przyszłym roku zbiory będą nieco niższe, co oznaczać będzie drugi najwyższy plon w historii. Kanada poinformowała, że tegoroczne zbiory rzepaku i pszenicy będą na najwyższym w ostatnich trzech latach poziomie (+12% r/r).

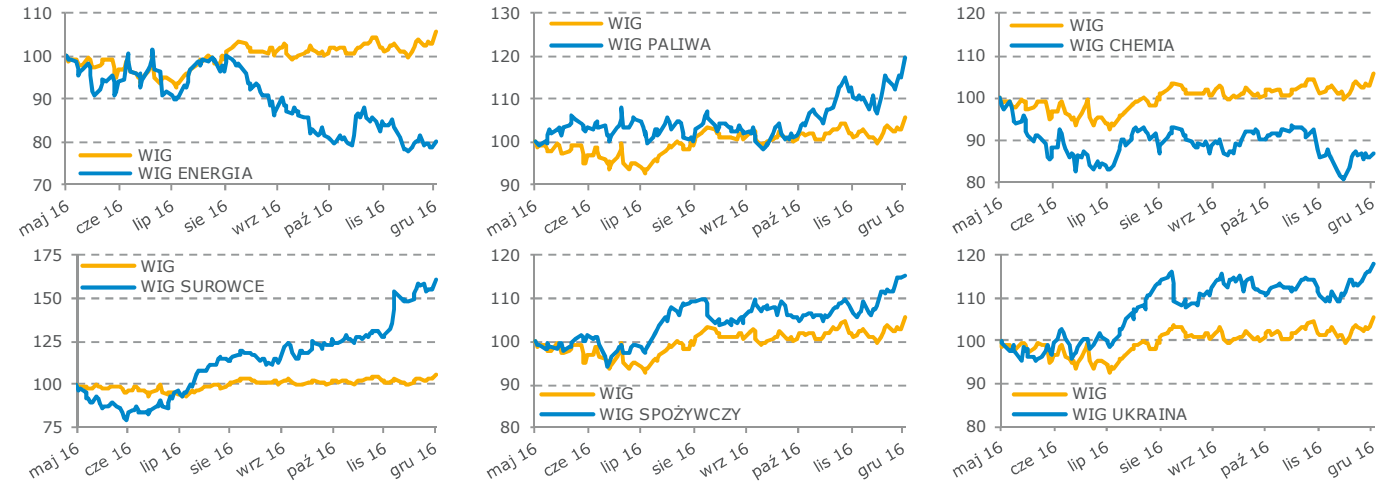
Zmiana kursu t/t* i YTD

Spółka	t/t	YTD
JSW	-4,5%	+685%
CEZ	-3,1%	-3%
Tarczynski	-2,3%	-4%
Grupa Azoty	-1,6%	-40%
LW Bogdanka	-1,3%	+109%
PGE	-0,9%	-28%
Pulawy	-0,3%	-32%
Boryszew	-0,1%	+70%
ZE PAK	+0,0%	+44%
Police	+0,1%	-27%
Synthos	+0,4%	+18%
Impexmetal	+1,6%	+49%
Tauron	+1,9%	-8%
Kety	+2,6%	+20%
Lotos	+2,9%	+38%
Enea	+3,1%	-15%
Astarta	+3,1%	+57%
MOL	+3,2%	+38%
KGHM	+3,8%	+45%
PKN Orlen	+4,9%	+18%
Energa	+6,1%	-35%
Kernel	+6,1%	+37%
PGNiG	+9,9%	+1%

Indeksy sektor	t/t	YTD
Energetyka	+0,3%	-10%
E&P	+4,1%	+25%
Górnictwo	+1,7%	+77%
Kauczuki	+4,4%	+24%
Nawozy	+3,9%	+4%
Petrochemia	+3,1%	+19%
Rafinerie eur.	+2,6%	+22%
Rafinerie amer.	+2,3%	-0%

*zmiana w okresie 28.11-05.12; w PLN

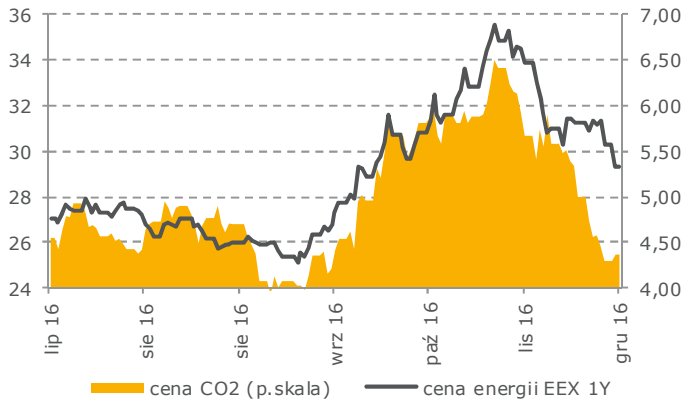
Indeksy branżowe na tle WIG



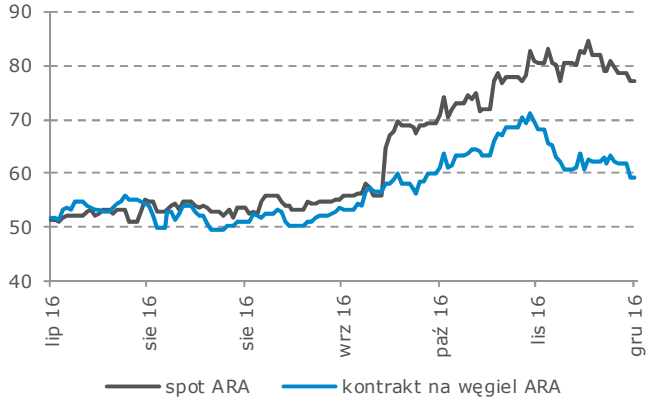
Źródło: Bloomberg

Energetyka

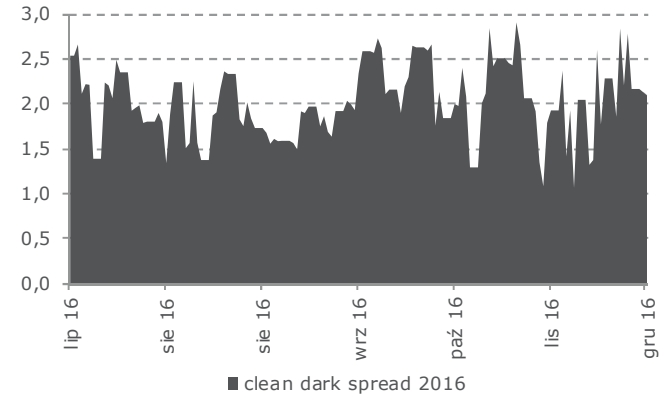
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



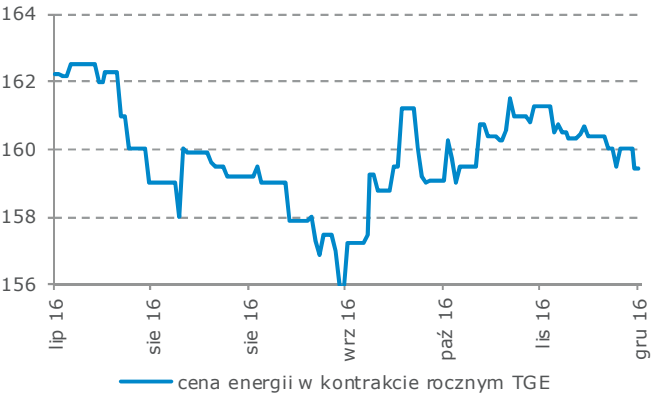
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



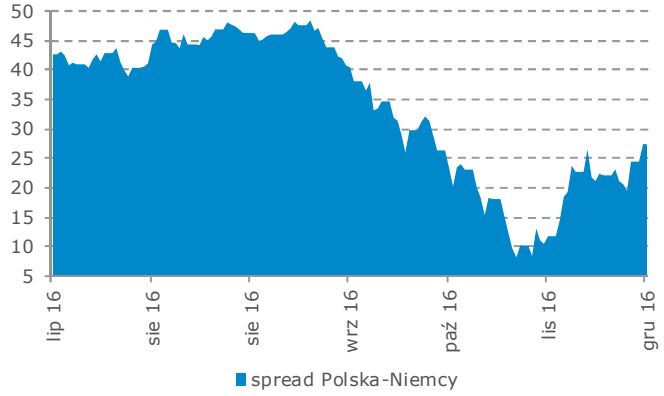
Clean dark spread 2016 rynek niemiecki (EUR/MWh)



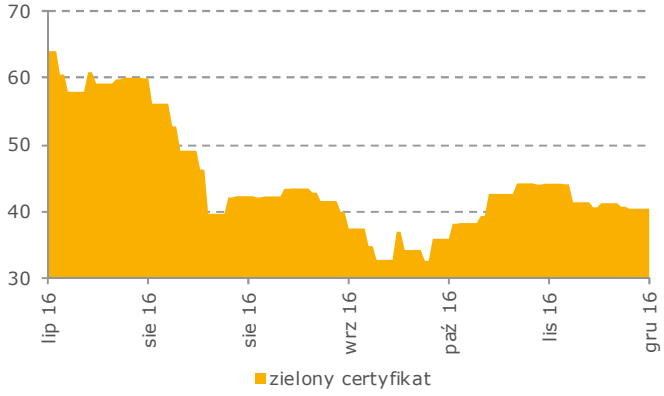
Cena energii w kontrakcie na 2017 (PLN/MWh)



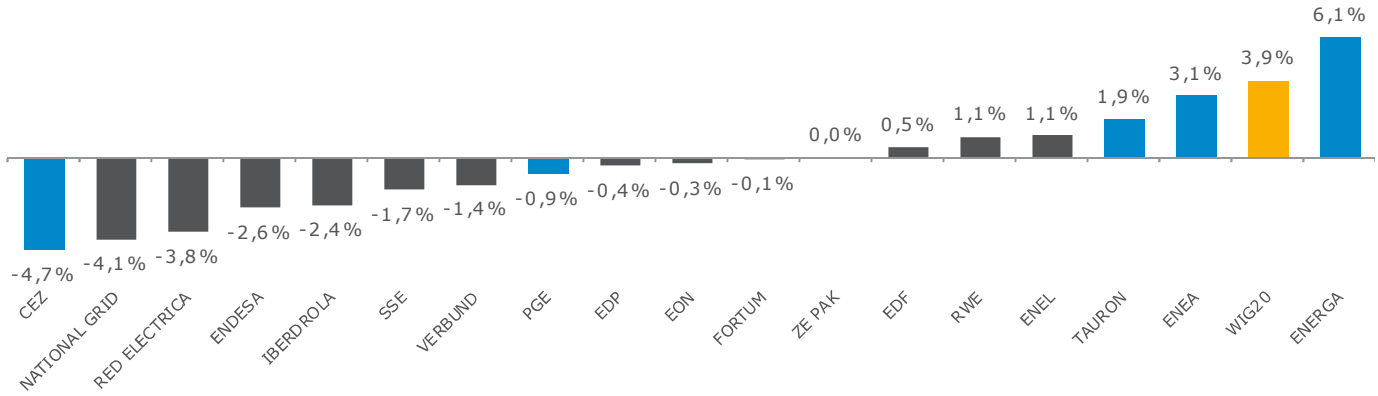
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



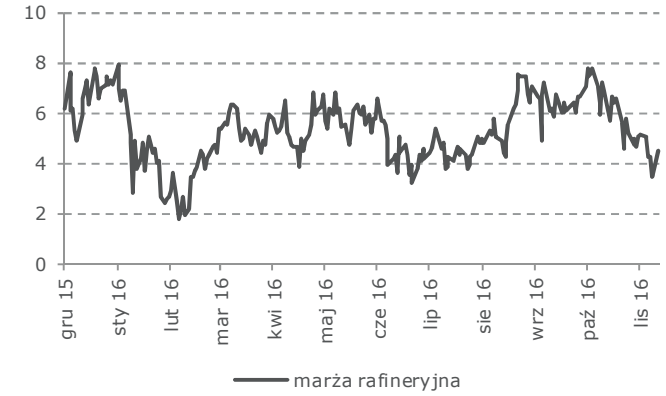
Tygodniowy performance spółek energetycznych



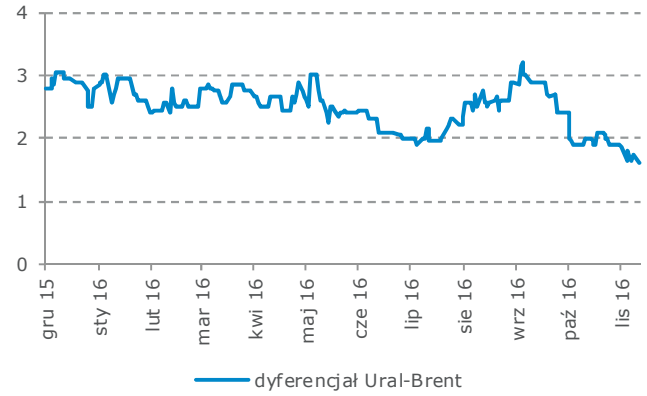
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

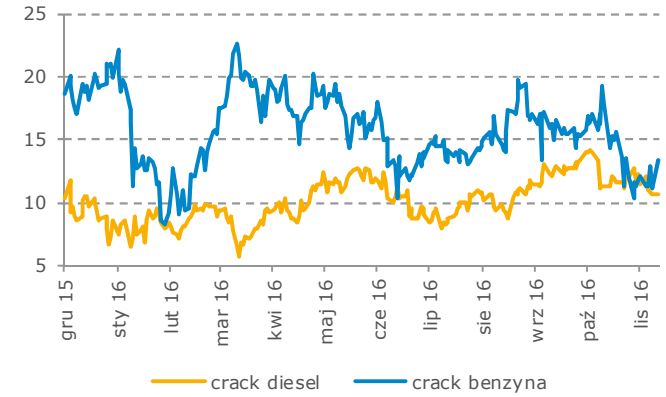
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



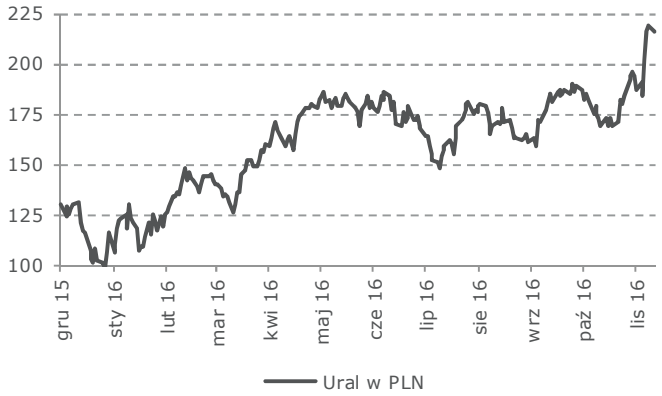
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



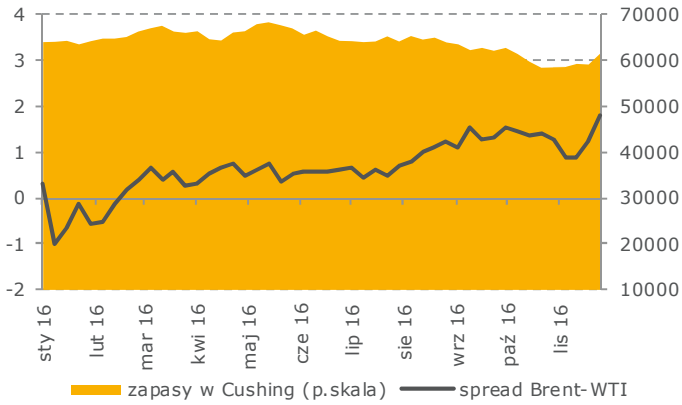
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



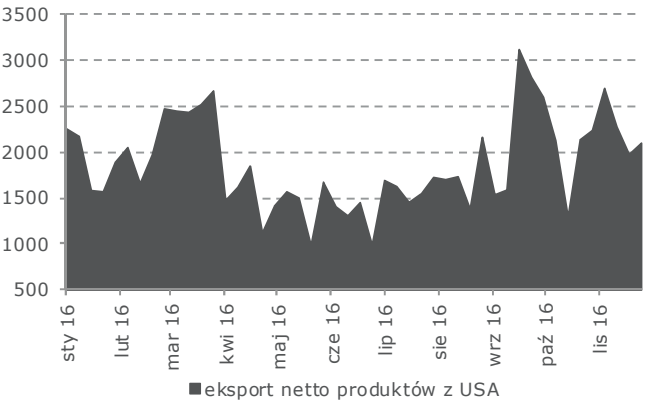
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



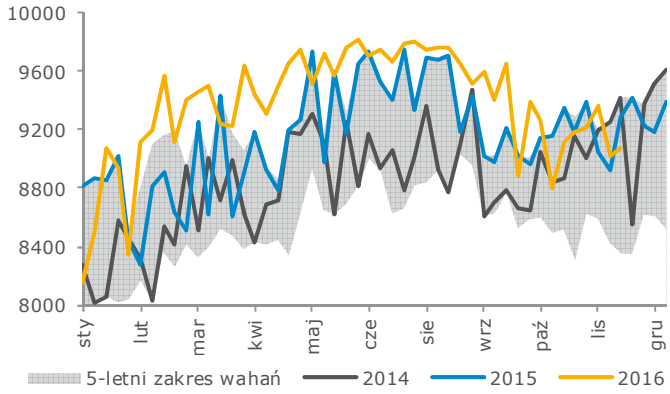
Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



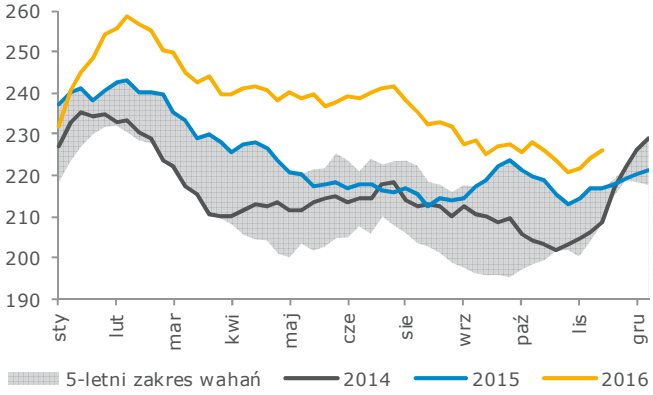
Eksport netto paliw z USA



Popyt na benzynę w USA



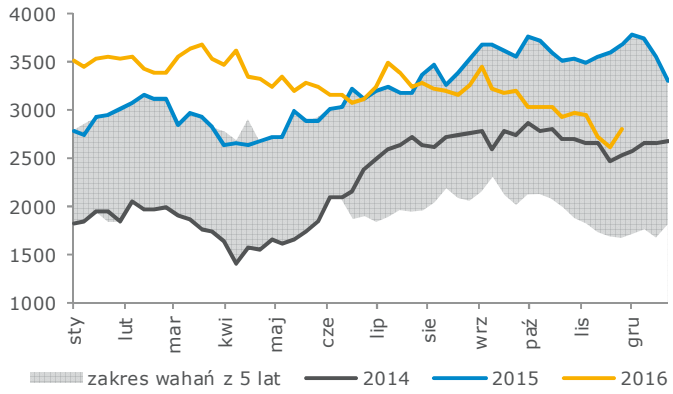
Zapasy benzyny w USA



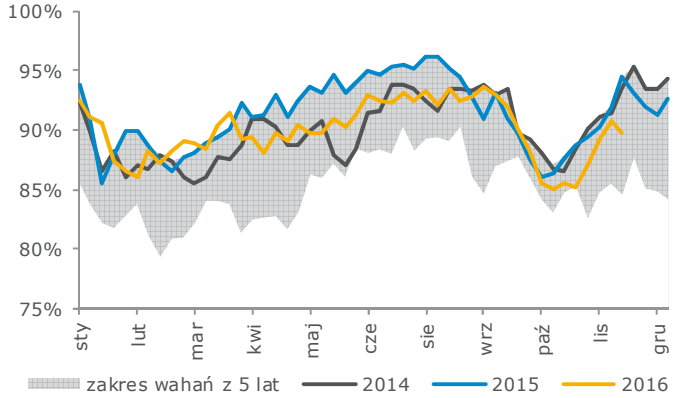
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

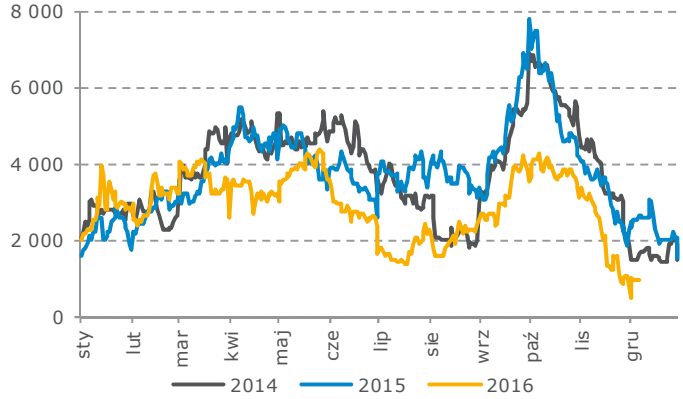
Zapasy diesla w portach ARA



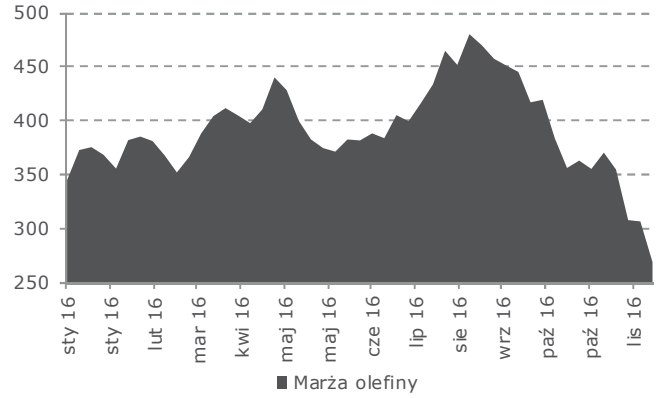
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



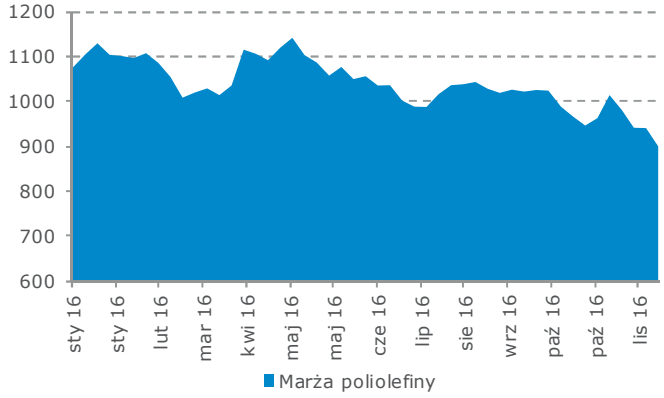
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



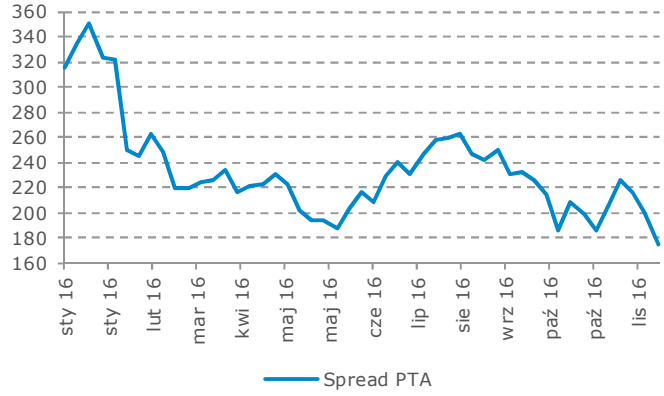
Marża petrochemiczna olefiny



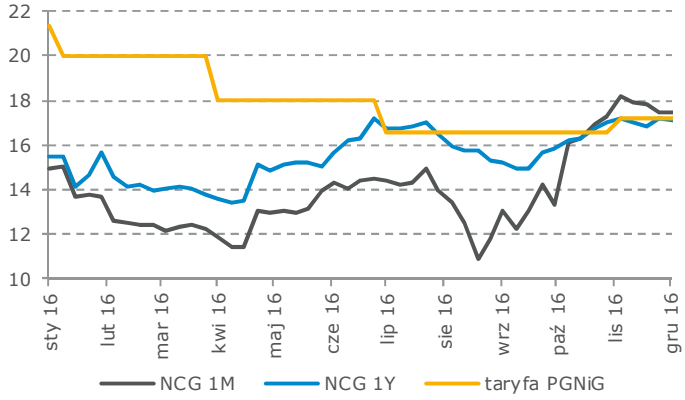
Marża petrochemiczna poliolefiny



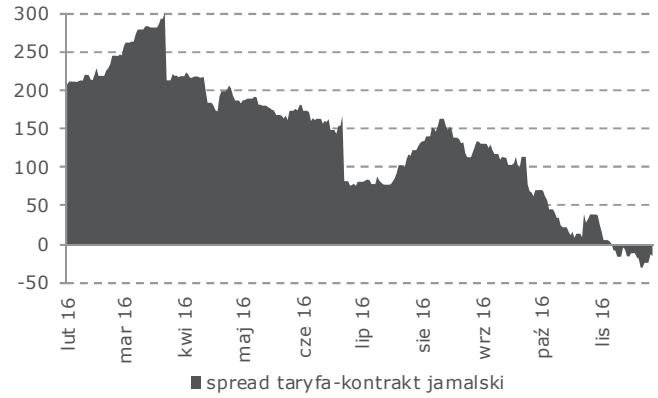
Cena PTA (USD/t)



Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



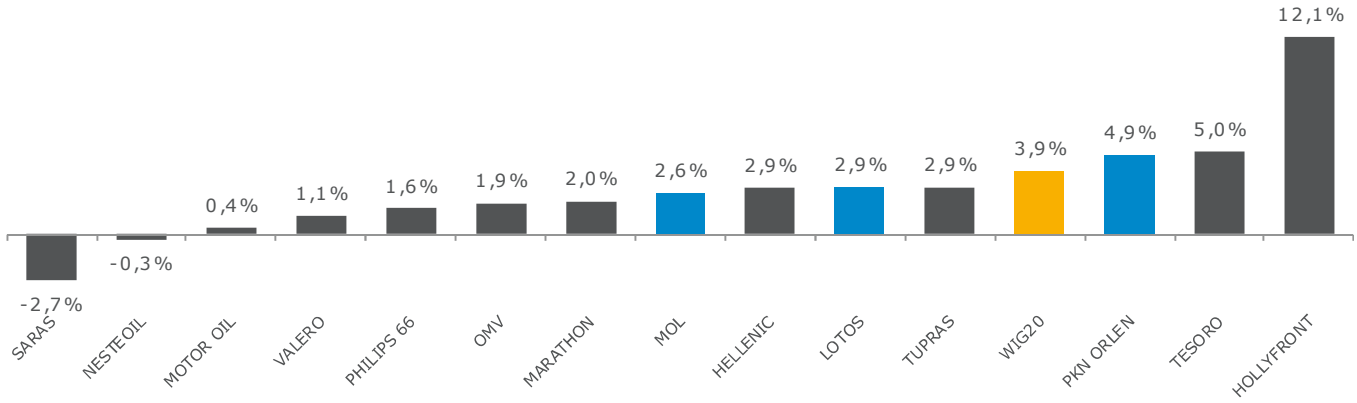
Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



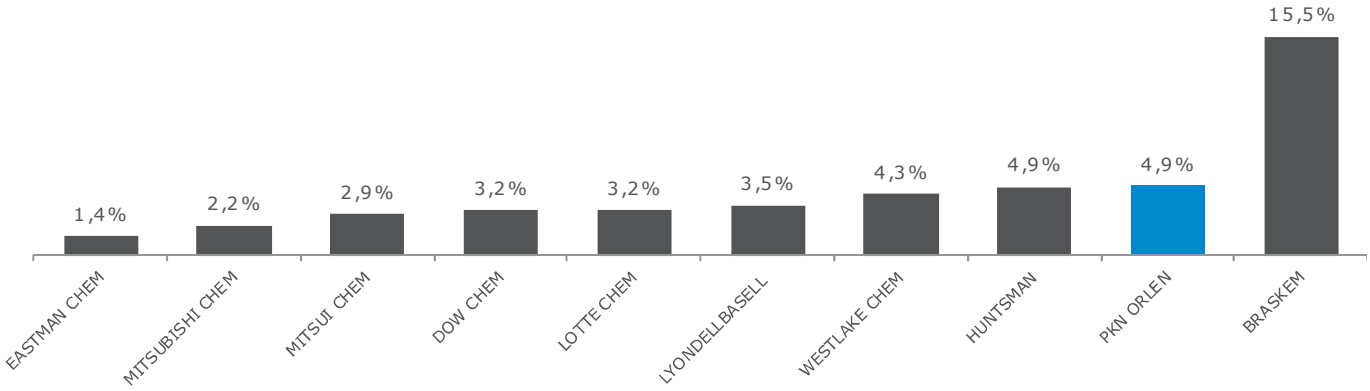
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Tygodniowy performance

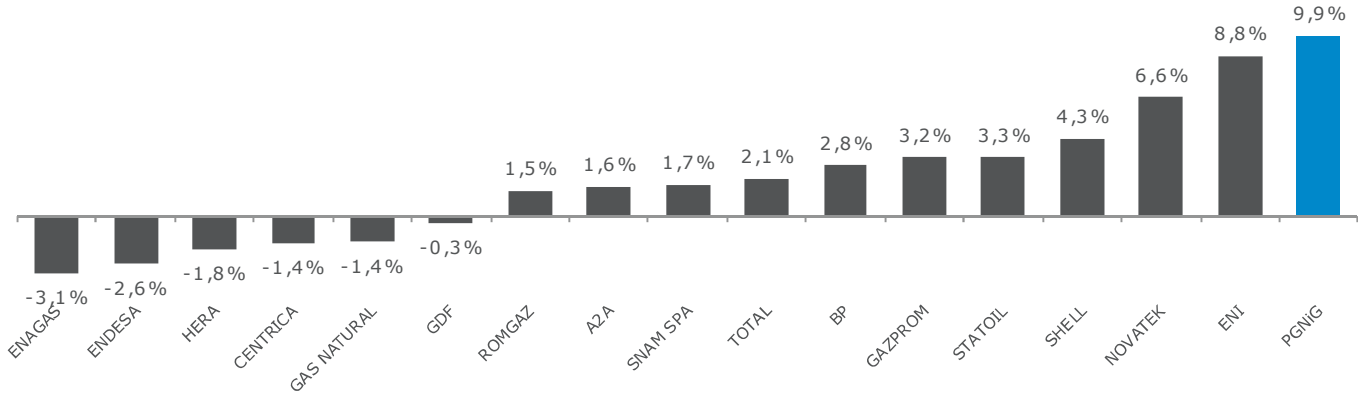
Spółki rafineryjne



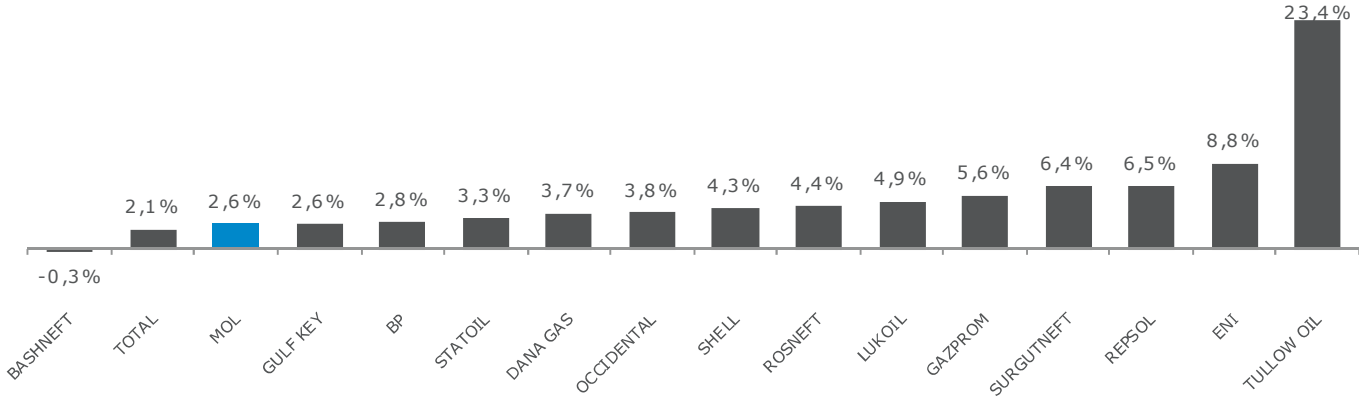
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



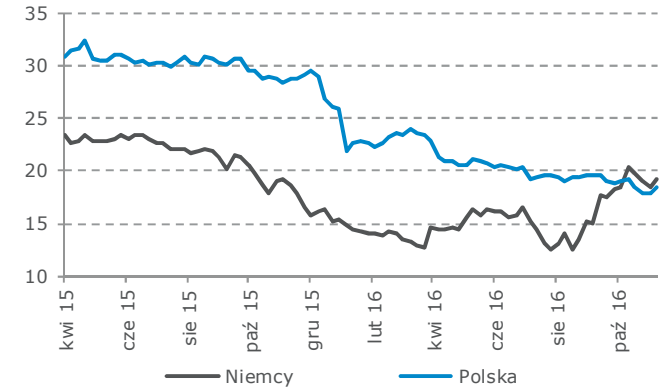
Spółki wydobywcze



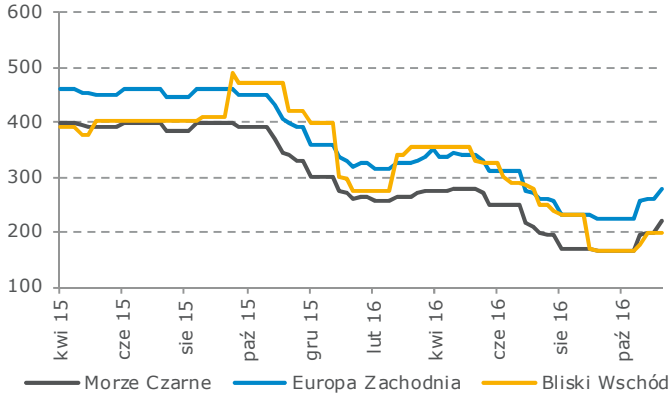
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

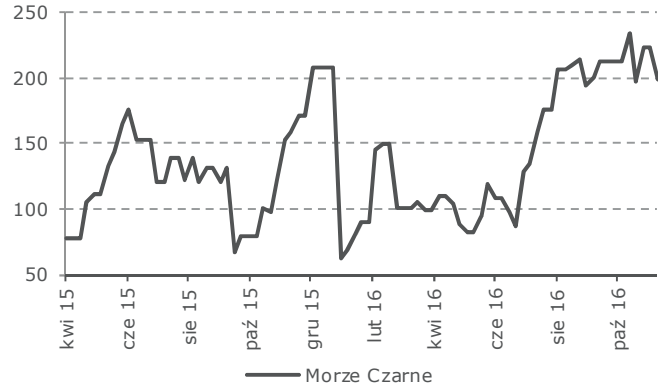
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



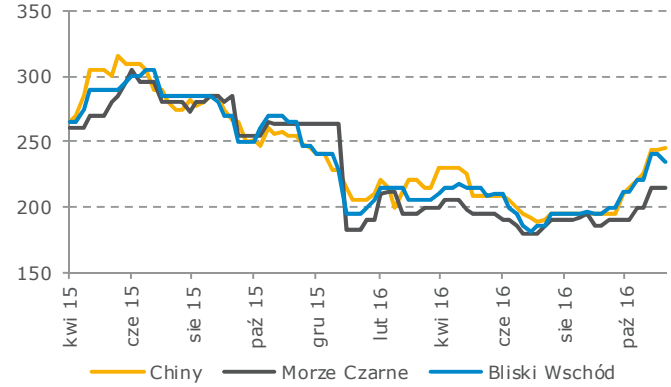
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



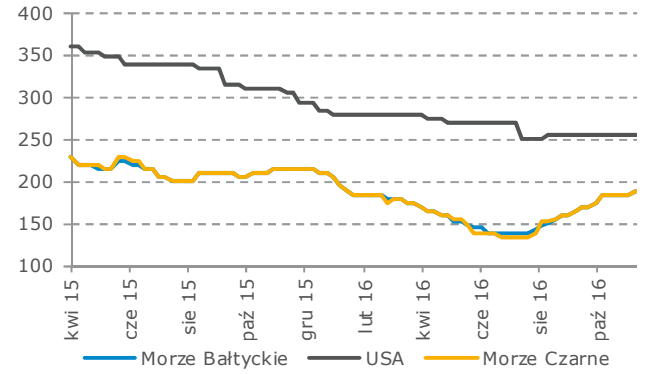
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



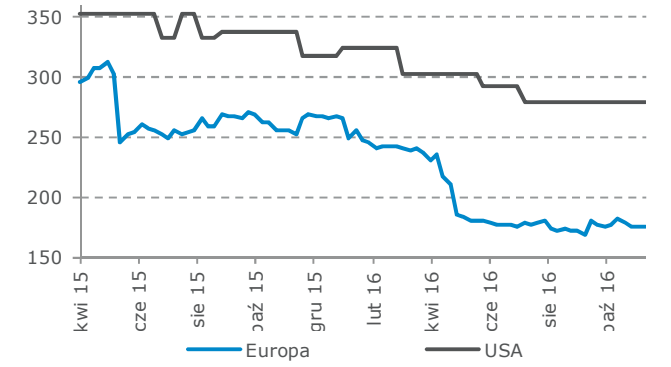
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



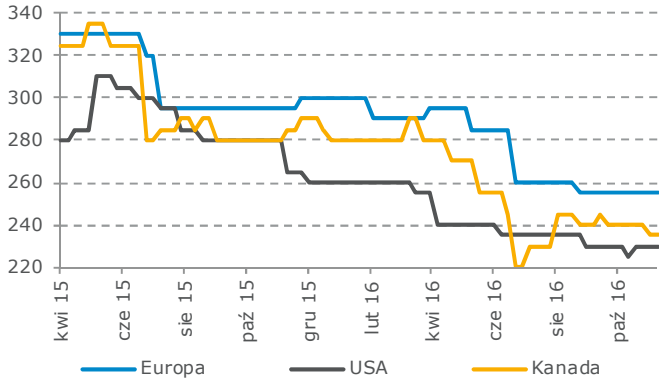
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



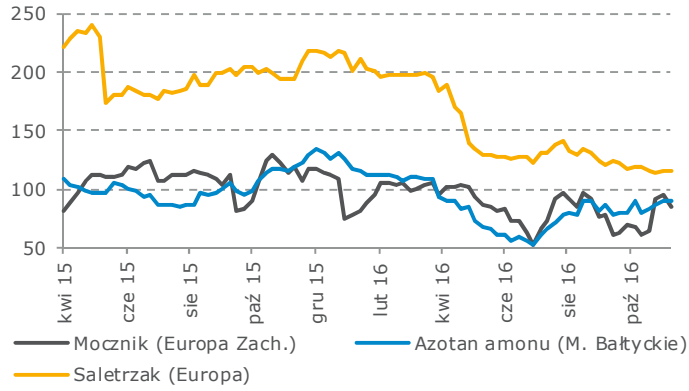
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



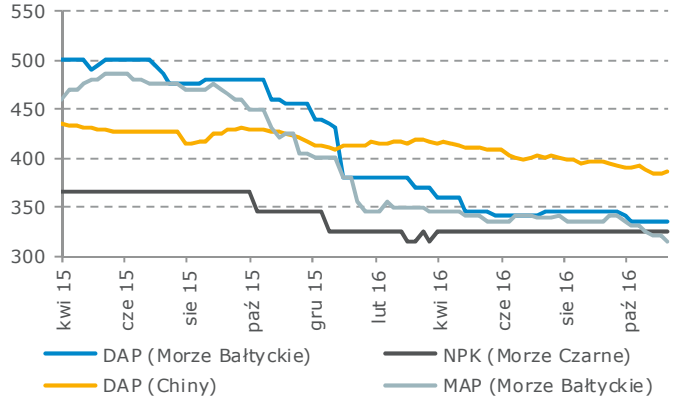
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



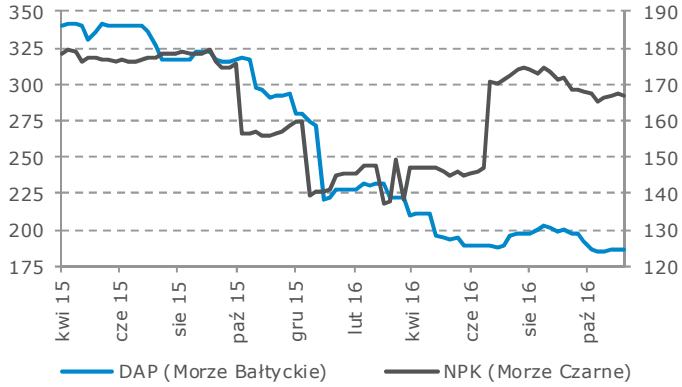
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

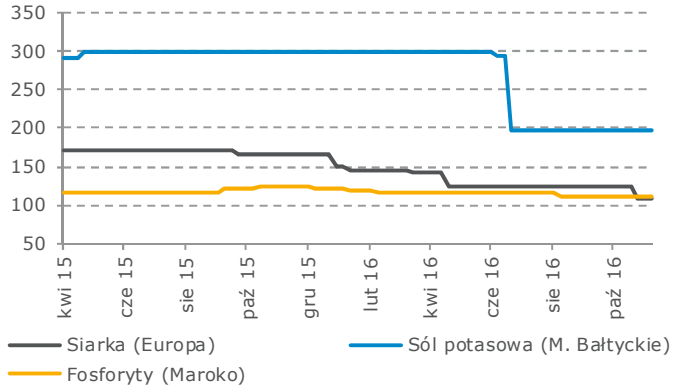
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



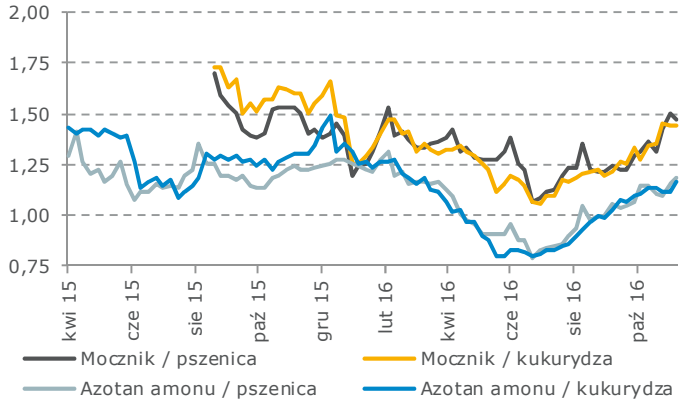
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



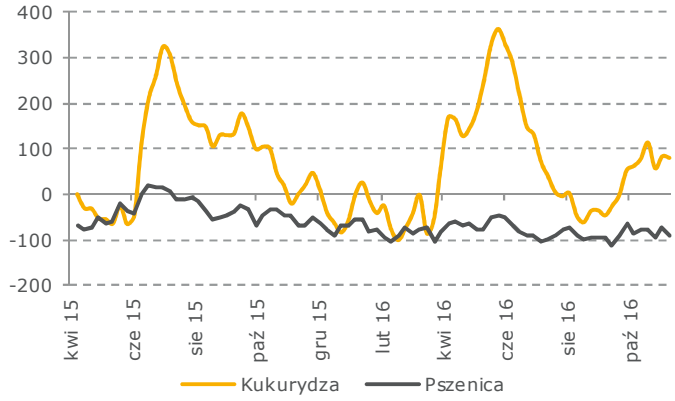
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



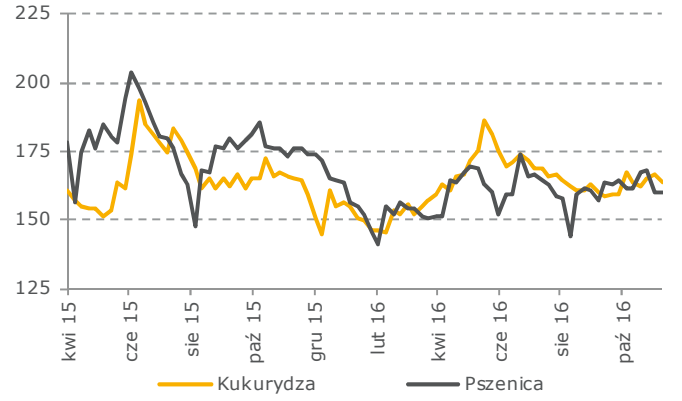
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



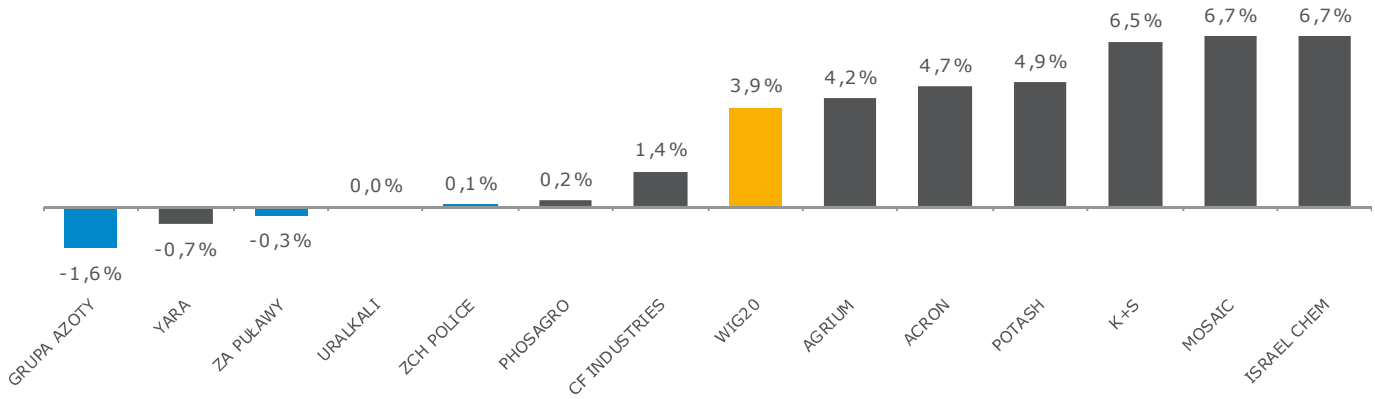
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



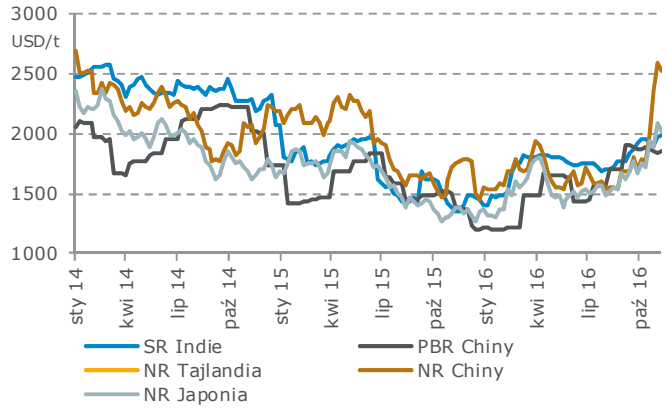
Tygodniowy performance producentów nawozów



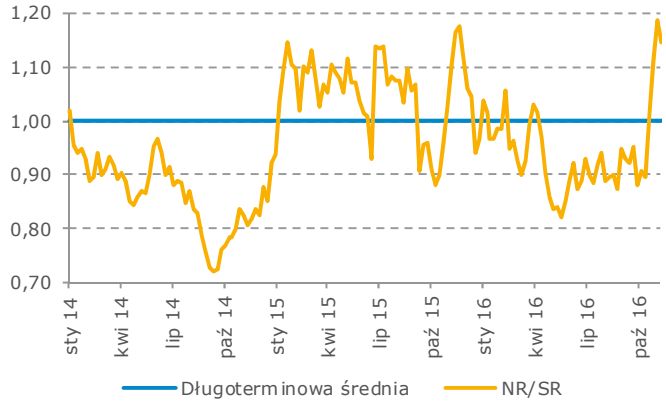
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Kauczuki syntetyczne

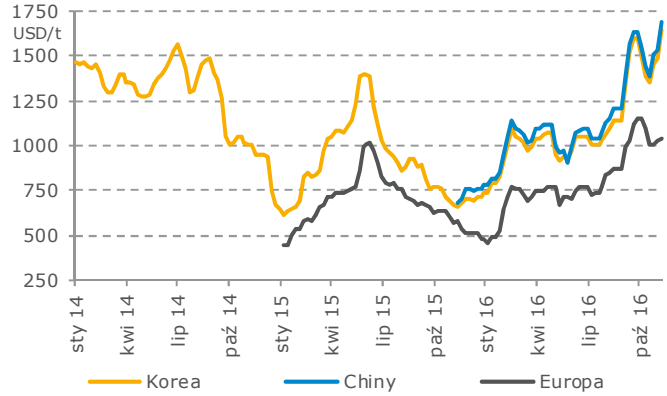
Ceny kauczuków naturalnych i syntetycznych



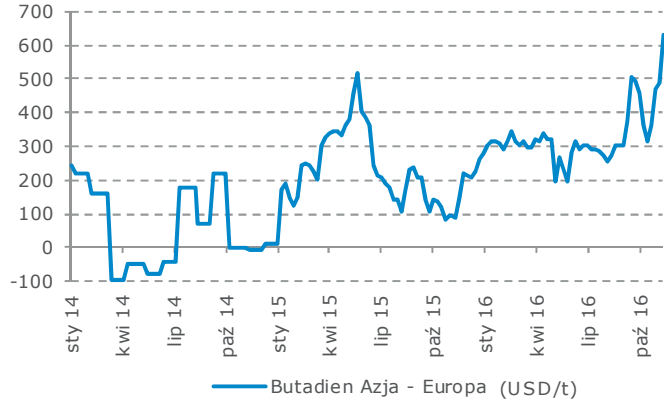
Relacja cen kauczuków syntetycznych i naturalnych



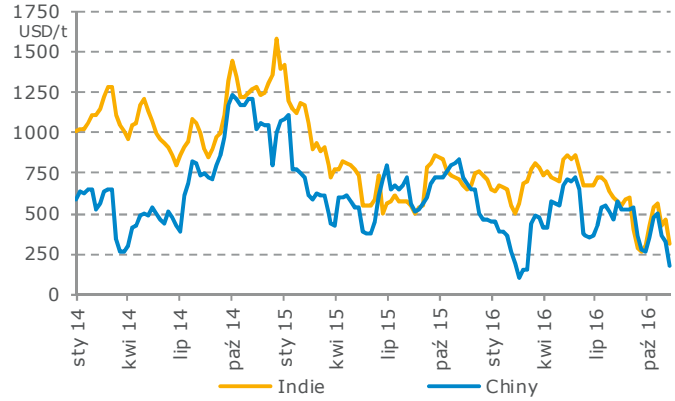
Ceny butadienu



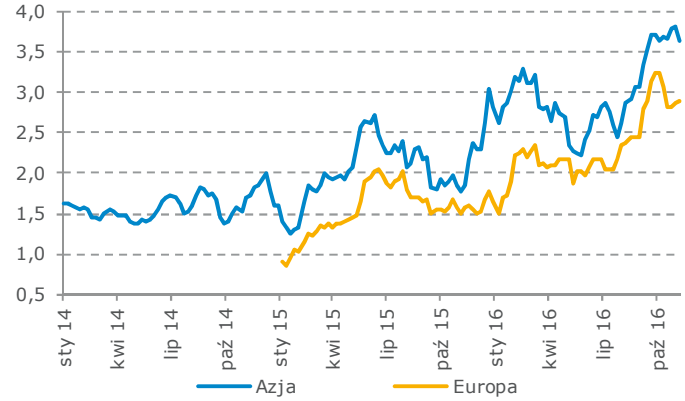
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



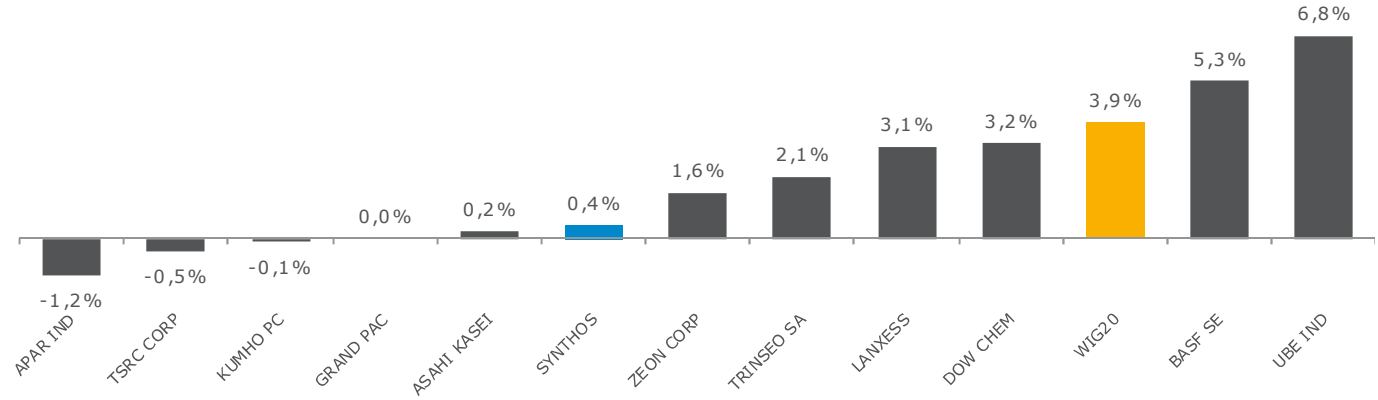
Różnica cen kauczuków i butadienu w Azji



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



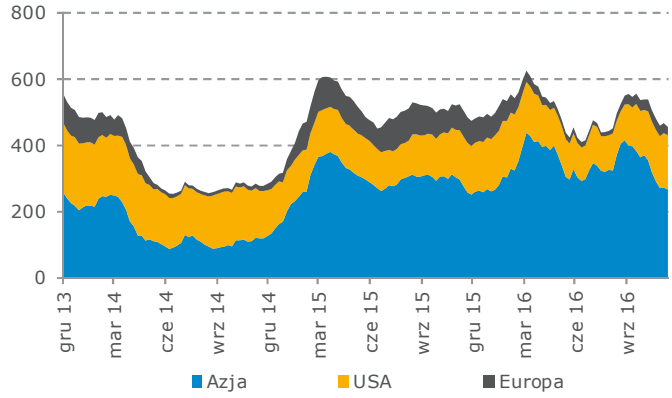
Tygodniowy performance producentów kauczuków syntetycznych



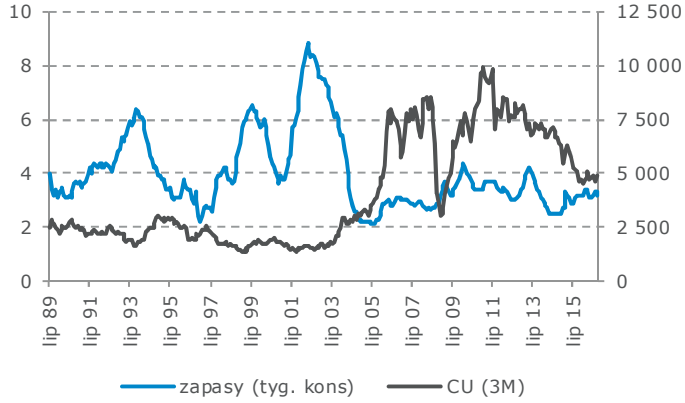
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Surowce

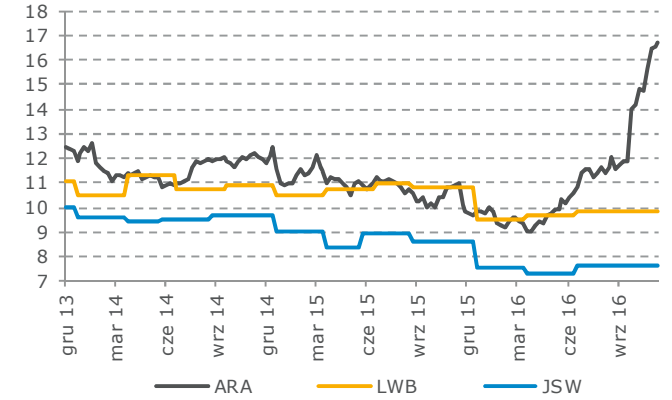
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



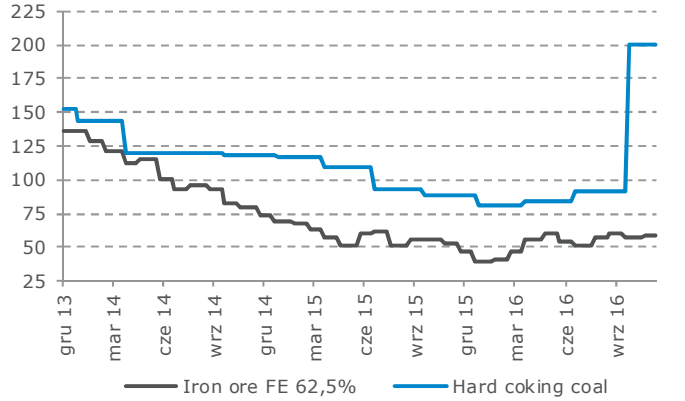
Cena miedzi (USD/t) oraz zapasy miedzi w tygodniach światowej konsumpcji



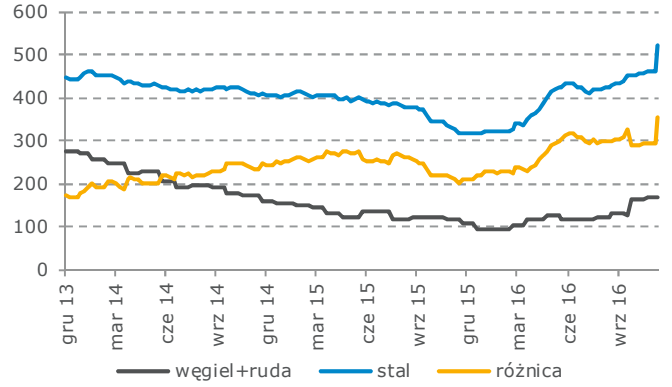
Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



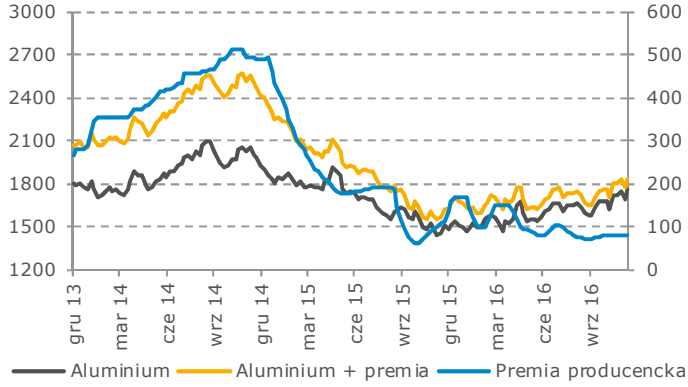
Cena rudy żelaza



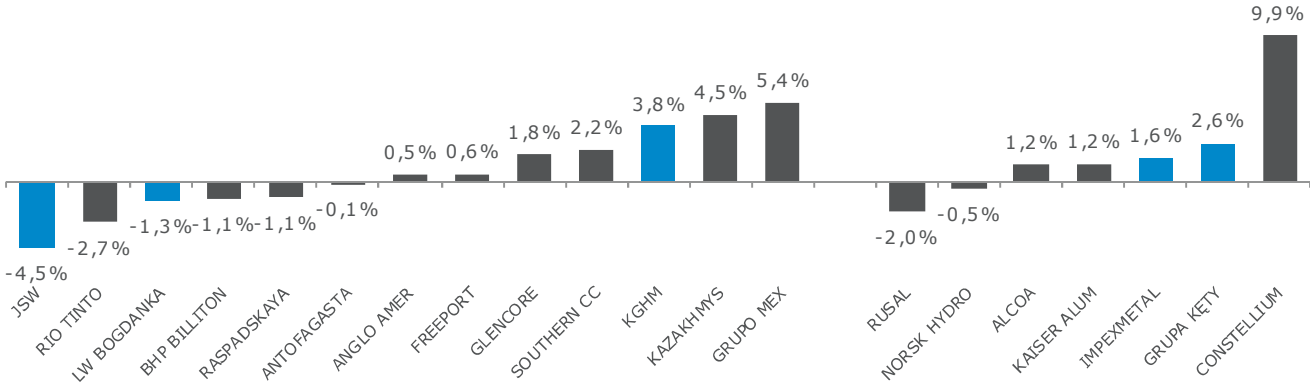
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie kosztu wsadu surowcowego



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



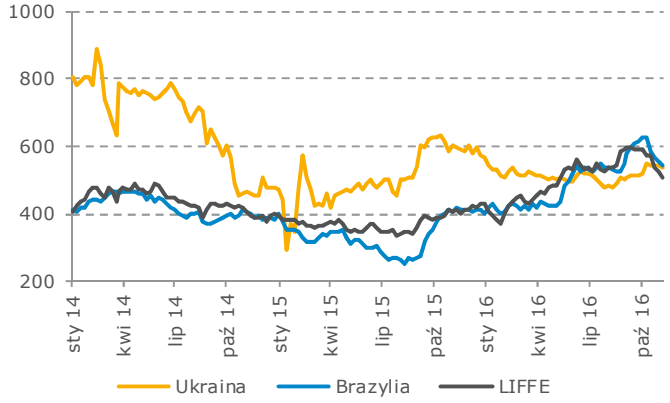
Tygodniowy performance spółek surowcowych



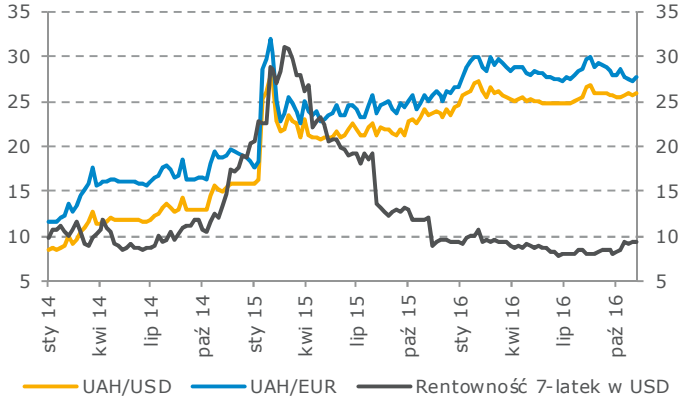
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Rynek spożywczy

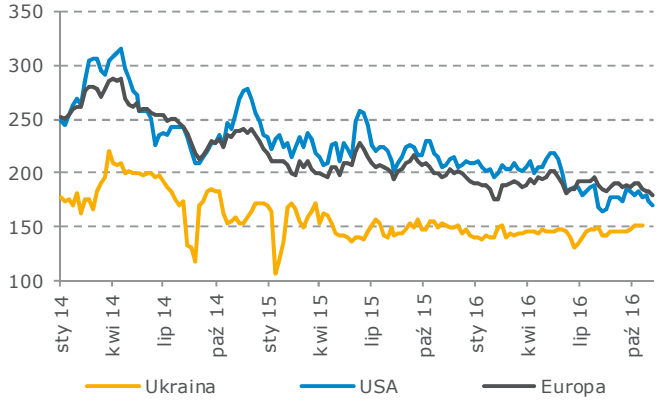
Cena cukru (USD/Mt)



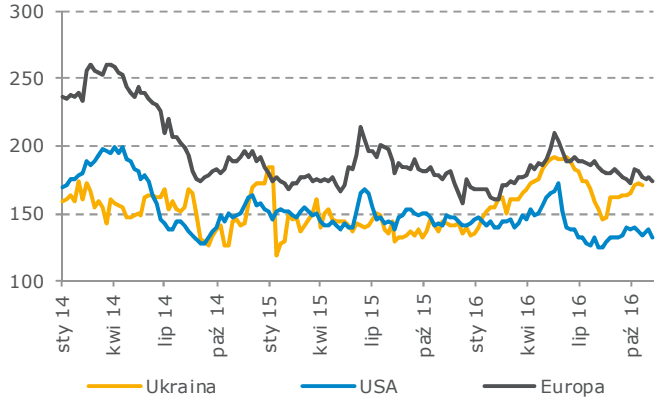
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



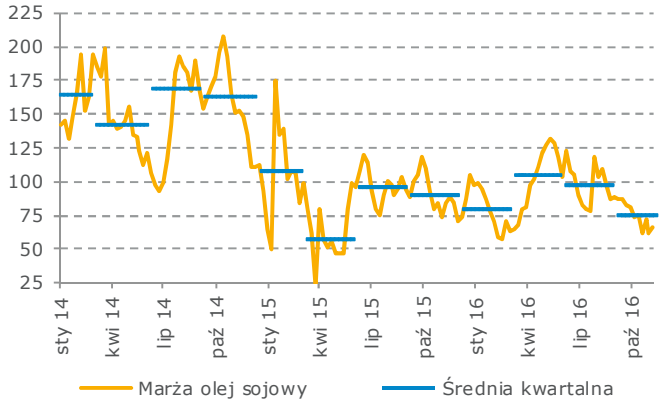
Cena pszenicy (USD/Mt)



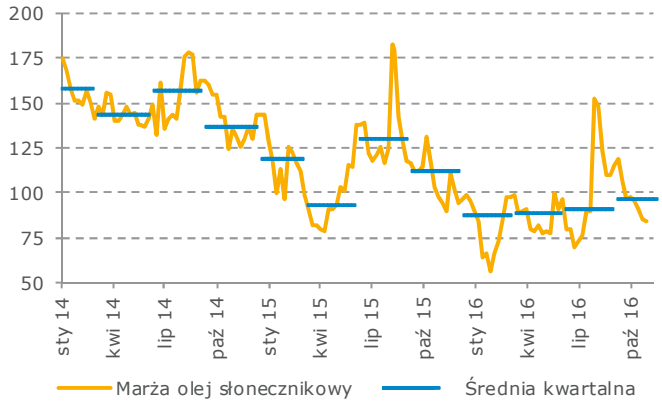
Cena kukurydzy (USD/Mt)



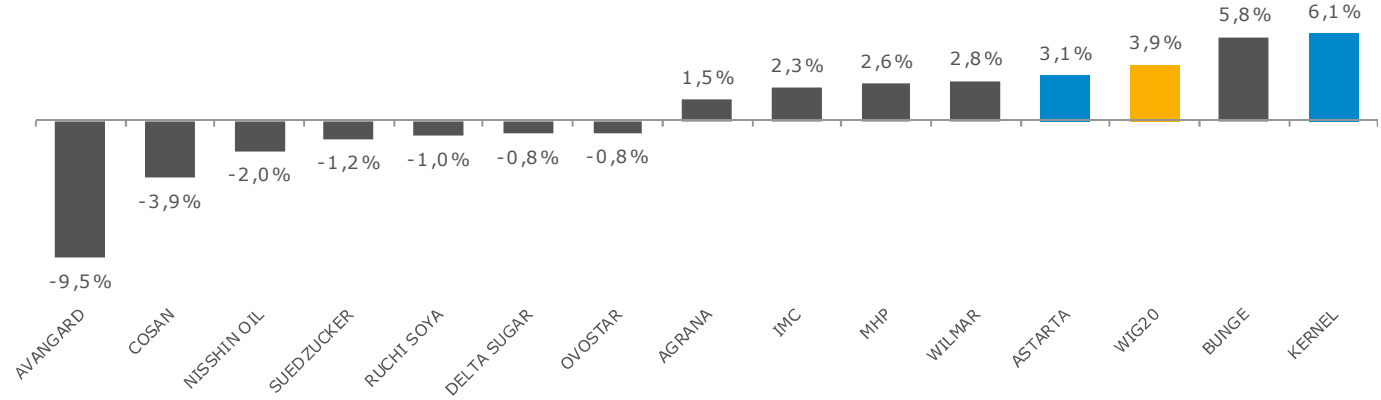
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wycena spółek energetycznych (2016-12-05)

		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	31,3	6,9	9,2	21%	22%	22%	11,0%	9,3%	7,6%
EDP	2,7	7,9	8,2	8,1	2,0	2,0	1,9	10,8	10,6	10,3	25%	24%	23%	6,9%	7,1%	7,1%
Endesa	19,2	8,3	7,4	7,5	1,2	1,2	1,2	18,7	14,7	15,4	15%	16%	16%	5,3%	6,7%	6,5%
Enel	3,7	6,6	6,3	6,2	1,3	1,3	1,3	16,3	11,8	10,9	19%	20%	21%	4,3%	4,8%	5,6%
EON	6,1	100+	3,7	3,6	0,2	0,5	0,4	-	14,3	11,9	-	12%	12%	8,1%	3,5%	4,0%
Fortum	13,7	59,7	11,2	10,3	3,4	3,3	3,2	-	21,5	19,6	6%	30%	31%	-	5,1%	4,8%
Iberdola	5,6	9,1	8,6	8,4	2,1	2,1	2,0	14,6	13,5	13,1	23%	24%	24%	0,5%	5,3%	5,5%
National Grid	8,9	11,7	11,0	10,5	4,1	4,0	3,8	16,6	14,4	14,0	35%	36%	36%	4,8%	4,9%	5,0%
Red Electrica	16,5	10,0	9,9	9,7	7,6	7,5	7,3	14,7	13,8	13,3	76%	76%	76%	4,9%	5,2%	5,6%
RWE	11,7	2,9	3,4	3,4	0,4	0,4	0,4	-	11,1	10,7	13%	12%	12%	0,1%	2,4%	3,4%
SSE	14,7	14,9	9,5	9,2	0,7	0,7	0,8	26,6	12,6	12,2	5%	7%	8%	6,0%	6,1%	6,2%
Verbund	13,7	9,1	9,1	10,1	2,7	2,7	2,8	22,8	16,0	18,6	30%	30%	28%	2,6%	1,9%	1,6%
CEZ	407,0	5,4	6,2	6,5	1,7	1,8	1,8	10,6	11,6	13,7	31%	29%	28%	9,7%	9,8%	6,9%
PGE	9,2	2,4	3,8	4,5	0,7	0,8	0,9	-	9,7	7,6	29%	21%	21%	8,5%	2,7%	2,6%
Tauron	2,7	3,5	4,2	4,5	0,7	0,8	0,9	-	8,7	4,7	19%	19%	19%	5,6%	0,0%	0,0%
Enea	9,6	4,2	4,4	4,5	0,9	0,9	1,0	-	5,4	6,2	22%	22%	21%	4,9%	0,0%	0,0%
Energa	8,2	3,3	4,3	4,2	0,7	0,8	0,8	4,1	100+	6,7	20%	18%	18%	17,6%	6,0%	2,9%
ZE PAK*	13,0	-	2,2	2,1	0,4	0,5	0,5	-	2,5	2,2	-	21%	22%	-	-	3,1%
Mediana		**7,2**	**6,2**	**6,3**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**16,3**	**11,8**	**11,4**	**21%**	**22%**	**22%**	**5,5%**	**5,1%**	**4,9%**

Wycena spółek nawozowych (2016-12-05)

		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	3555,0	5,3	6,2	5,5	1,9	2,3	2,0	9,7	5,6	5,9	36%	37%	36%	-	6,3%	6,8%
Uralkali	167,0	6,9	9,3	9,7	4,3	5,3	5,1	27,8	5,0	7,1	62%	56%	52%	-	-	10,2%
Agrium	102,4	9,4	12,1	11,0	1,4	1,5	1,4	14,7	21,3	18,7	14%	12%	13%	3,3%	3,4%	3,4%
Phosagro	2585,0	5,1	5,9	6,8	2,2	2,2	2,3	9,2	9,6	9,2	43%	38%	34%	7,1%	4,9%	4,8%
K+S	20,1	5,9	10,7	7,6	1,4	1,7	1,5	7,8	29,0	18,5	24%	16%	20%	5,7%	2,1%	2,6%
Yara International	314,9	4,7	6,6	6,9	0,9	1,0	1,0	10,7	14,8	15,1	19%	15%	15%	4,8%	3,9%	3,4%
The Mosaic Company	29,2	6,7	12,8	11,0	1,5	1,9	1,9	10,5	42,2	31,4	23%	15%	17%	3,7%	3,8%	3,7%
Potash	18,5	7,8	14,6	13,2	3,5	5,1	4,9	12,2	36,4	29,3	45%	35%	37%	8,2%	4,4%	2,3%
CF Industries	28,6	8,2	14,5	11,7	3,2	3,7	3,3	9,6	36,5	55,6	39%	26%	29%	4,2%	4,2%	4,2%
Israel Chemicals	15,4	7,0	9,7	7,4	1,6	1,5	1,5	9,9	12,7	10,9	22%	16%	20%	6,9%	3,9%	4,6%
Grupa Azoty	60,0	5,1	5,9	6,9	0,7	0,8	0,8	9,8	11,7	14,9	13%	13%	11%	0,0%	1,4%	3,3%
ZA Police*	20,0	6,3	7,4	8,0	0,7	0,8	0,8	9,0	20,0	14,0	11%	10%	10%	-	-	4,4%
ZCh Puławy*	174,3	4,0	4,7	4,9	0,7	0,8	0,8	7,4	9,7	10,9	17%	16%	16%	6,0%	6,0%	5,7%
Mediana		**6,3**	**9,3**	**7,6**	**1,5**	**1,7**	**1,5**	**9,8**	**14,8**	**14,9**	**23%**	**16%**	**20%**	**5,2%**	**3,9%**	**4,2%**

Wycena spółek rafineryjnych (2016-12-05)

		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	37,3	11,1	6,3	6,3	0,6	0,6	0,5	-	12,5	11,4	5%	10%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	18600,0	4,3	5,1	4,4	0,7	0,9	0,6	-	16,7	11,9	16%	17%	14%	2,6%	2,8%	3,1%
PKN Orlen	80,4	6,9	5,6	6,2	0,5	0,6	0,4	12,1	9,1	10,5	7%	10%	7%	2,1%	2,5%	3,6%
HollyFrontier	31,1	4,5	13,8	6,7	0,5	0,7	0,6	8,0	42,0	15,8	12%	5%	8%	4,2%	4,2%	4,4%
Tesoro	88,6	4,6	7,4	6,3	0,6	0,6	0,5	7,1	17,5	14,4	12%	9%	9%	2,1%	2,4%	2,5%
Valero Energy	64,5	4,0	6,7	5,6	0,4	0,5	0,4	8,1	17,6	12,0	9%	7%	7%	2,6%	3,7%	3,9%
Marathon Petroleum	48,0	6,8	9,7	7,7	0,6	0,7	0,6	9,1	22,7	14,4	9%	7%	8%	2,4%	2,9%	3,1%
Phillips 66	85,4	9,1	12,1	8,6	0,5	0,6	0,5	11,0	25,1	15,8	6%	5%	5%	2,6%	2,9%	3,1%
Tupras	68,4	5,8	8,1	6,6	0,6	0,7	0,5	6,7	11,3	8,4	10%	8%	8%	9,5%	6,9%	8,1%
OMV	30,4	100+	5,6	5,4	0,8	1,0	0,8	-	11,4	12,2	-	17%	16%	3,3%	3,1%	3,2%
Neste Oil	38,4	10,5	7,8	8,4	1,0	1,0	0,9	17,6	13,2	14,3	9%	12%	10%	2,6%	3,0%	3,0%
Hellenic Petroleum	4,3	7,2	4,7	5,3	0,4	0,5	0,4	28,6	5,8	6,4	6%	10%	8%	-	3,3%	5,4%
Saras	1,6	2,4	2,5	2,7	0,2	0,2	0,2	6,7	8,0	9,4	7%	8%	6%	-	6,2%	5,4%
Motor Oil	12,0	3,6	3,6	4,0	0,2	0,3	0,2	6,5	6,1	7,1	7%	8%	6%	-	6,5%	6,6%
Mediana		**5,8**	**6,5**	**6,3**	**0,6**	**0,6**	**0,5**	**8,1**	**12,8**	**12,0**	**9%**	**8%**	**8%**	**2,6%**	**3,1%**	**3,4%**

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

Wycena spółek petrochemicznych (2016-12-05)

		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	57,6	9,2	10,3	7,4	2,5	2,2	1,6	11,8	17,2	13,6	27%	22%	21%	1,2%	1,3%	1,5%
Braskem	32,1	4,1	3,2	3,3	0,8	0,8	0,7	8,1	8,4	8,1	19%	25%	22%	3,9%	5,3%	4,3%
Dow Chemical	56,1	10,2	8,6	7,9	1,7	1,7	1,6	8,7	15,4	13,9	17%	20%	21%	3,1%	3,4%	3,4%
Eastman Chemical	75,1	9,0	8,2	7,9	1,8	1,9	1,9	13,2	11,2	10,2	20%	24%	24%	2,2%	2,5%	2,6%
Huntsman Corp	19,5	11,1	8,0	7,2	0,9	0,9	0,9	51,4	12,6	10,2	8%	12%	13%	2,6%	2,6%	2,7%
LyondellBasell	88,6	6,1	6,4	6,6	1,3	1,5	1,4	9,2	9,4	9,0	22%	23%	21%	3,4%	3,8%	3,9%
Mitsubishi Chemical	731,0	8,4	6,2	6,6	0,8	0,7	0,8	17,7	39,6	9,8	9%	12%	13%	1,8%	1,9%	2,4%
Mitsui Chemicals	524,0	10,5	7,7	7,0	0,6	0,7	0,8	30,4	15,3	10,5	6%	9%	11%	1,0%	1,5%	2,0%
Westlake Chemical	57,6	9,2	10,3	7,4	2,5	2,2	1,6	11,8	17,2	13,6	27%	22%	21%	1,2%	1,3%	1,5%
PKN Orlen	80,4	6,9	5,6	6,2	0,5	0,6	0,4	12,1	9,1	10,5	7%	10%	7%	2,1%	2,5%	3,6%
Mediana		**9,1**	**7,8**	**7,1**	**1,1**	**1,2**	**1,2**	**12,0**	**13,9**	**10,3**	**18%**	**21%**	**21%**	**2,1%**	**2,5%**	**2,6%**

Wycena spółek gazowych (2016-12-05)

		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	6,6	6,6	1,5	1,4	1,4	47,4	10,0	11,8	12%	21%	21%	3,7%	4,4%	5,0%
Centrica	2,1	94,4	6,9	6,7	0,6	0,6	0,6	-	13,4	12,7	1%	9%	9%	5,8%	5,9%	6,1%
Enagas	22,9	11,2	11,3	11,2	8,2	8,3	8,1	13,2	13,0	12,6	73%	73%	72%	5,8%	6,1%	6,4%
Endesa	19,2	8,3	7,4	7,5	1,2	1,2	1,2	18,7	14,7	15,4	15%	16%	16%	5,3%	6,7%	6,5%
Engie	11,5	39,9	5,3	5,4	0,8	0,8	0,8	-	11,3	11,5	2%	16%	16%	8,7%	8,7%	6,2%
Gas Natural SDG	16,1	7,1	7,2	7,0	1,4	1,5	1,4	10,8	12,1	11,8	19%	20%	20%	5,6%	6,2%	6,2%
Hera	1,9	7,4	6,5	6,3	1,2	1,2	1,2	15,5	14,7	13,8	16%	19%	19%	4,7%	4,9%	5,0%
Snam	3,5	9,4	12,5	12,4	7,2	9,8	9,8	10,0	14,1	12,6	77%	79%	79%	7,2%	6,3%	6,5%
PGNiG	5,2	5,1	5,5	5,0	0,8	0,9	0,9	14,4	14,2	12,7	17%	17%	19%	3,8%	3,5%	4,3%
BG Group	20,5	12,6	9,4	6,4	1,1	1,2	1,0	97,6	30,4	16,6	9%	13%	16%	7,2%	7,1%	7,1%
BP	4,7	21,8	7,6	5,4	0,7	0,8	0,6	-	37,9	18,0	3%	10%	12%	6,8%	6,7%	6,7%
Eni	13,7	9,6	6,1	4,2	1,0	1,1	0,9	-	-	21,6	10%	18%	22%	5,8%	5,8%	5,9%
Gazprom	153,8	3,1	4,0	3,5	0,9	1,0	0,9	4,5	3,8	3,8	29%	24%	24%	4,7%	5,4%	5,9%
NovaTek	123,6	16,2	12,8	11,0	5,5	5,0	4,2	-	14,6	14,5	34%	39%	38%	-	2,1%	2,5%
ROMGAZ	24,5	-	3,7	3,5	-	2,0	1,9	-	9,6	8,9	-	53%	54%	-	8,4%	8,8%
Shell	24,4	12,5	9,4	6,4	1,1	1,2	1,0	85,4	26,6	14,5	9%	13%	16%	7,2%	7,1%	7,1%
Statoil	149,0	3,8	4,8	3,3	1,2	1,5	1,2	-	95,2	16,2	32%	31%	37%	5,3%	4,8%	4,9%
Total	45,0	9,6	7,4	5,7	1,1	1,2	0,9	22,5	14,8	11,8	12%	16%	16%	5,4%	5,6%	5,6%
Mediana		**9,6**	**7,0**	**6,4**	**1,1**	**1,2**	**1,1**	**15,5**	**14,2**	**12,7**	**15%**	**18%**	**19%**	**5,7%**	**6,0%**	**6,1%**

Wycena spółek wydobywczych (2016-12-05)

		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	3557,0	5,1	5,2	4,3	1,1	1,1	0,9	10,4	9,2	7,8	21%	21%	21%	-	4,1%	4,7%
BP	4,7	21,8	7,6	5,4	0,7	0,8	0,6	-	37,9	18,0	3%	10%	12%	6,8%	6,7%	6,7%
Dana Gas	0,6	10,5	9,2	12,1	3,7	5,1	4,7	7,3	18,7	20,0	36%	56%	39%	-	-	-
Eni	13,7	9,6	6,1	4,2	1,0	1,1	0,9	-	-	21,6	10%	18%	22%	5,8%	5,8%	5,9%
Gazprom Neft	204,0	5,4	5,0	3,9	1,0	1,1	0,9	8,8	5,4	3,7	18%	21%	22%	-	6,8%	8,9%
Gulf Keystone	0,0	-	17,4	9,0	9,4	6,0	4,6	-	-	-	-	34%	51%	-	-	-
Lukoil	3300,0	4,0	4,3	3,6	0,6	0,6	0,5	8,1	7,4	5,6	14%	15%	15%	5,4%	5,4%	6,3%
MOL	18600,0	4,3	5,1	4,4	0,7	0,9	0,6	-	16,7	11,9	16%	17%	14%	2,6%	2,8%	3,1%
Occidental Petroleum	71,0	-	16,8	9,5	4,7	5,9	4,6	-	-	52,3	-	35%	48%	4,2%	4,3%	4,3%
Repsol	12,9	56,4	6,2	5,3	0,7	0,8	0,7	-	12,0	10,5	1%	13%	13%	-	5,4%	5,4%
Rosneft Oil	351,5	-	4,8	3,7	-	1,1	0,9	10,5	12,9	7,0	-	24%	23%	-	2,7%	4,5%
Shell	24,4	12,5	9,4	6,4	1,1	1,2	1,0	85,4	26,6	14,5	9%	13%	16%	7,2%	7,1%	7,1%
Surgutneftegas	31,7	-	-	-	-	-	-	1,6	14,4	6,6	-	-	-	-	21,2%	4,7%
Statoil	149,0	3,8	4,8	3,3	1,2	1,5	1,2	-	95,2	16,2	32%	31%	37%	5,3%	4,8%	4,9%
Total	45,0	9,6	7,4	5,7	1,1	1,2	0,9	22,5	14,8	11,8	12%	16%	16%	5,4%	5,6%	5,6%
Tullow Oil	3,3	-	10,7	7,2	5,2	5,9	4,6	-	100+	25,9	-	55%	63%	-	-	-
Mediana		**9,6**	**6,2**	**5,3**	**1,1**	**1,1**	**0,9**	**9,6**	**14,6**	**11,9**	**14%**	**21%**	**22%**	**5,4%**	**5,4%**	**5,4%**

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

Wycena spółek surowcowych (2016-12-05)

		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	-	6,4	5,4	1,7	1,7	1,6	-	14,7	12,2	-	27%	30%	2,0%	-	1,3%
BHP Billiton	13,4	7,6	10,8	7,1	2,4	4,1	3,5	55,0	96,3	21,0	32%	38%	49%	7,3%	1,8%	3,3%
Freeport-McMoRan	15,9	-	9,7	7,3	2,8	2,9	2,9	-	52,5	12,0	-	30%	40%	1,6%	-	-
Kazakhmys	3,9	32,8	17,2	7,9	7,0	5,9	3,2	-	40,9	14,3	21%	35%	41%	-	-	0,2%
Rio Tinto	30,5	10,7	7,5	6,8	2,6	2,7	2,6	-	18,9	15,9	24%	36%	39%	5,5%	3,2%	4,0%
Southern CC	33,8	16,4	14,4	12,3	6,3	5,8	5,3	36,4	30,0	25,3	38%	40%	43%	1,0%	0,5%	1,2%
Glencore	2,9	10,8	9,2	7,6	0,5	0,6	0,5	-	41,5	23,9	5%	6%	7%	1,6%	0,2%	2,2%
Antofagasta	7,3	13,6	8,8	8,5	3,5	3,5	3,2	17,4	44,1	36,5	26%	40%	38%	0,3%	0,8%	1,1%
Grupo Mexico	61,3	8,4	8,9	7,7	3,6	3,5	3,3	27,4	22,0	19,6	43%	40%	42%	-	1,4%	2,2%
JSW*	83,6	-	9,4	3,0	1,6	1,7	1,3	-	90,6	4,8	-	18%	45%	-	-	-
KGHM	91,8	-	6,6	6,2	1,2	1,5	1,4	-	26,7	14,9		22%	23%	4,9%	2,2%	2,2%
LW Bogdanka	69,5	48,1	4,1	4,5	1,5	1,4	1,4	-	10,7	13,3	3%	35%	31%	5,0%	0,0%	5,0%
Mediana		**12,2**	**9,0**	**7,2**	**2,5**	**2,8**	**2,8**	**31,9**	**35,5**	**15,4**	**25%**	**35%**	**39%**	**2,0%**	**1,1%**	**2,2%**
SPÓŁKI SUROWCOWE																
RUSAL	3,4	8,0	10,5	10,9	1,7	1,9	1,9	11,8	8,9	9,7	21%	18%	17%	3,8%	0,9%	1,8%
Alcoa	31,2	10,5	8,7	7,5	0,4	1,0	1,0	-	-	70,8	4%	12%	13%	-	-	0,4%
Constellium	6,7	-	6,9	6,2	0,5	0,6	0,5	-	26,7	8,5	-	8%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	85,0	-	7,9	7,8	1,2	1,2	1,2	-	16,8	16,4	-	15%	15%	1,9%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	40,4	6,6	7,2	6,8	1,0	1,0	1,0	40,8	19,9	18,4	15%	14%	14%	2,5%	2,5%	2,5%
Grupa Kęty	376,2	11,3	10,5	10,1	1,9	1,8	1,8	16,9	14,2	17,1	17%	17%	17%	3,8%	3,5%	3,7%
Mediana		**9,3**	**8,3**	**7,7**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**16,9**	**16,8**	**16,8**	**16%**	**15%**	**15%**	**3,1%**	**2,3%**	**2,2%**

Wycena spółek spożywczych (2016-12-05)

		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	111,0	12,0	10,1	9,0	0,8	0,8	0,8	19,5	18,2	14,2	7%	8%	9%	3,2%	3,2%	3,9%
Avangardco Inv.	0,4	-	-	11,0	1,7	3,0	2,3	-	-	2,1	-	-	21%	-	-	-
Bunge Limited	70,4	8,5	9,3	7,8	0,4	0,4	0,4	13,7	15,5	11,3	4%	4%	5%	2,0%	2,3%	2,4%
Cosan	37,0	13,5	5,0	4,8	0,6	0,5	0,5	22,5	15,8	12,9	4%	10%	10%	4,2%	4,1%	5,1%
Delta Sugar	13,0	-	13,4	10,2	-	2,0	1,7	-	18,4	10,7	-	15%	16%	-	3,8%	8,0%
MHP	9,1	4,7	5,3	5,0	1,8	1,8	1,6	-	6,9	4,8	39%	33%	32%	5,2%	7,4%	7,7%
Nisshin Oillio	478,0	10,7	10,9	9,6	0,4	0,4	0,4	23,0	22,0	16,9	4%	4%	4%	2,1%	2,1%	2,1%
Suedzucker	21,1	13,4	10,6	8,0	0,8	0,9	0,8	100+	35,9	19,7	6%	8%	10%	1,2%	0,9%	1,8%
Wilmar Int.	3,7	12,5	14,6	11,5	0,7	0,7	0,6	15,5	18,6	13,4	6%	5%	6%	2,3%	2,0%	2,7%
Kernel	65,8	4,0	4,4	3,8	0,7	0,8	0,6	49,0	23,3	21,0	17%	17%	16%	0,4%	0,4%	0,4%
Astarta*	54,0	3,4	3,2	3,3	1,4	1,2	1,2	19,5	4,2	6,4	41%	38%	36%	-	-	-
IMC*	7,5	2,1	2,5	3,0	1,0	1,1	0,9	4,2	2,4	2,0	47%	43%	32%	-	-	-
Ovostar*	89,0	3,9	4,0	3,6	-	1,7	1,4	4,4	4,8	3,7	-	41%	39%	-	-	-
Mediana		**8,5**	**7,3**	**7,8**	**0,8**	**0,9**	**0,8**	**19,5**	**17,0**	**11,3**	**6%**	**13%**	**16%**	**2,2%**	**2,3%**	**2,7%**

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2016-12-05)

		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	11,5	10,0	1,6	1,6	1,5	14,0	19,7	15,8	15%	14%	15%	5,6%	0,0%	3,0%
Lanxess	59,1	8,1	6,9	6,1	0,9	0,9	0,8	32,9	24,0	19,6	11%	13%	13%	1,0%	1,2%	1,5%
BASF	83,0	8,3	8,7	8,2	1,3	1,6	1,5	19,1	17,6	16,2	15%	18%	18%	3,5%	3,6%	3,7%
Dow Chemical	56,1	10,2	8,6	7,9	1,7	1,7	1,6	8,7	15,4	13,9	17%	20%	21%	3,1%	3,4%	3,4%
Asahi Kasei	1009,5	6,7	6,4	6,8	0,9	0,9	0,9	13,3	15,3	15,2	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	33,2	14,4	11,9	10,7	1,3	1,3	1,2	51,8	21,3	15,3	9%	11%	11%	3,2%	4,3%	5,8%
Trinseo	58,8	6,7	5,7	5,7	0,8	0,9	0,9	21,5	8,5	8,3	13%	16%	15%	-	0,8%	2,0%
Kumho Petrochem	74500,0	11,9	10,9	8,9	1,0	1,1	0,9	17,5	17,0	12,0	9%	10%	10%	1,1%	1,2%	1,6%
ZEON Corp	1043,0	5,9	5,4	5,5	0,9	1,0	1,0	12,4	12,8	12,1	16%	18%	19%	1,3%	1,4%	1,5%
Apar Industries	578,1	9,4	7,1	5,9	0,5	0,5	0,5	44,9	21,7	14,3	5%	7%	8%	0,6%	1,1%	1,3%
Ube Industries	250,0	7,9	6,0	6,6	0,7	0,7	0,7	18,1	12,2	13,5	9%	12%	11%	2,0%	2,1%	2,4%
Mediana		**8,2**	**7,0**	**6,7**	**1,0**	**1,0**	**1,0**	**17,8**	**16,2**	**14,1**	**13%**	**14%**	**14%**	**2,0%**	**1,7%**	**2,0%**

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