

wtorek, 13 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 powróciły powyżej 30 EUR/MWh wraz z odbiciem na rynku węgla który w kontraktach na przyszły rok w portach ARA kosztuje obecnie 65 USD/t. W ślad za surowcami wzrosły również uprawnienia emisyjne. Poprawiło to sentyment wokół spółek z sektora w Europie. W naszym regionie najlepszą ekspozycję na te tendencje ma oczywiście CEZ. W Polsce nadal nie pojawiły się żadne nowe informacje w sprawie cen węgla na rok 2017, tak więc ceny energii pozostawały stabilne na poziomie 160 PLN/MWh.

#### Rynek paliwowy

Ostatnie komunikaty o przystąpieniu krajów spoza OPEC do porozumienia o cięciach produkcji oznaczają, że już od stycznia rynek ropy wejdzie w stan deficytu. W takim otoczeniu trudno będzie w naszej opinii utrzymać rentowność przerobu. W ostatnim tygodniu modelowa marża rafineryjna oscylowała pomiędzy 3,5-4,5 USD/Bbl. Dyferencjał Ural/Brent wrócił w okolice 2 USD/Bbl. Warto odnotować odbicie na marżach petrochemicznych w kategorii monomerów (po wielu tygodniach spadków), ale jednocześnie dalej spada rentowność na polimerach, co prawdopodobnie stanowi dyskontowanie nowych mocy jakie wchodzi na rynek w przyszłym roku.

#### Rynek metali

Cena miedzi ustabilizowała się na poziomie ok. 5 800 USD/t, przy nadal rosnącym poziomie długich pozycji netto na COMEX 56 tys. vs. 53 tys. w poprzedni tygodniu. Ogólny optymizm związany z danymi makro w gospodarce światowej nieco nadszarpuje rosnący koszt obsługi zadłużenia w chińskich przedsiębiorstwach. Zapasy miedzi na giełdach spadły t/t o 11,4 tys. do 437 tys. ton. Rynek wspierały dobre dane o chińskim imporcie miedzi (w tym przede wszystkim koncentratu) w listopadzie.

#### Rynek węgla

Cena węgla energetycznego po słabszym miesiącu ponownie wzrosła w Europie do 86,5 USD/t (+4,4% t/t). Jednocześnie cena węgla w Azji (z australijskiego Newcastle) wynosi obecnie 85,7 USD/t - po raz pierwszy od czerwca 2016 jest niższa niż ceny europejskie. Spotowe ceny węgla koksowego typu hard spadły do 274,4 USD/t z około 300 USD/t.

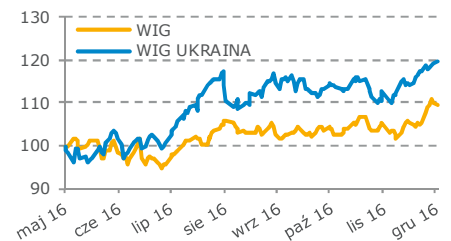
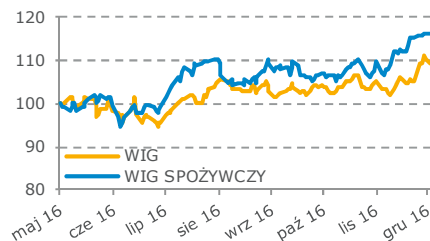
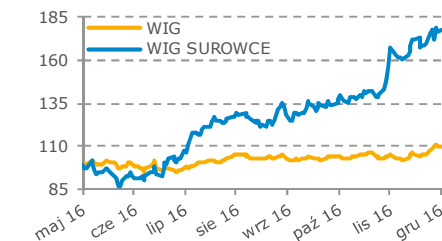
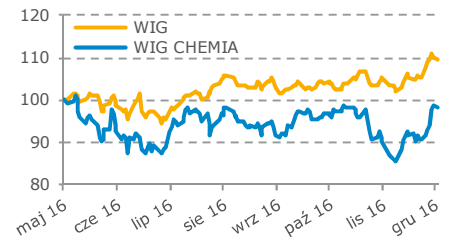
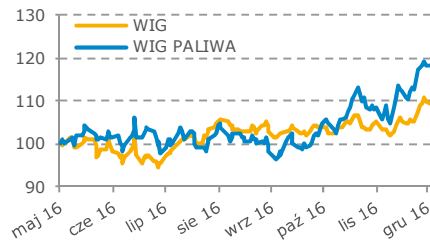
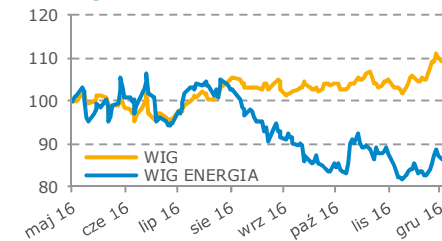
#### Zmiana kursu t/t\* i YTD

Spółka	t/t	YTD
JSW	-7,9%	+623%
Enea	-1,8%	-17%
LW Bogdanka	-1,0%	+107%
Astarta	-0,9%	+55%
PKN Orlen	-0,3%	+18%
Kernel	+0,0%	+37%
Boryszew	+0,1%	+70%
Kety	+0,9%	+21%
Tarczyński	+1,1%	-3%
Lotos	+1,2%	+40%
Tauron	+1,5%	-6%
ZE PAK	+1,5%	+47%
MOL	+1,6%	+40%
CEZ	+2,4%	-1%
PGNiG	+2,5%	+4%
PGE	+4,4%	-25%
Pulawy	+4,4%	-29%
Impexmetal	+4,8%	+56%
KGHM	+5,0%	+52%
Energa	+6,2%	-31%
Synthos	+7,6%	+27%
Police	+7,9%	-21%
Grupa Azoty	+11,3%	-33%

Indeksy sektor	t/t	YTD
Energetyka	+4,3%	-6%
E&P	+4,4%	+30%
Górnictwo	+2,8%	+85%
Kauczuki	+3,2%	+27%
Nawozy	+4,2%	+8%
Petrochemia	+3,1%	+23%
Rafinerie eur.	+0,7%	+23%
Rafinerie amer.	+3,1%	+3%

\*zmiana w okresie 05.12-12.12; w PLN

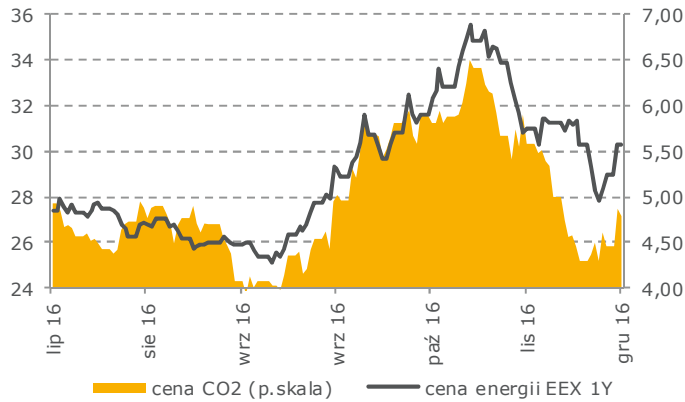
#### Indeksy branżowe na tle WIG



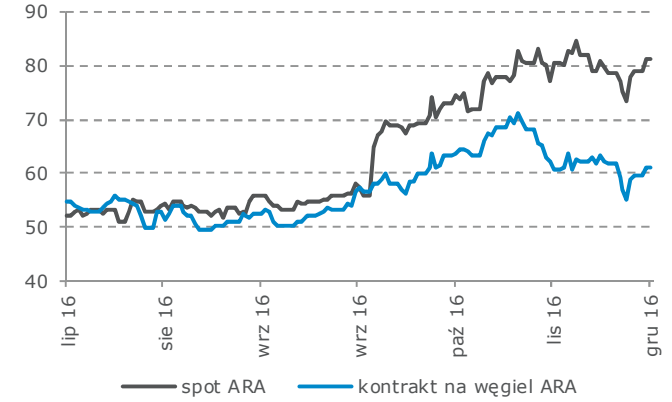
Źródło: Bloomberg

## Energetyka

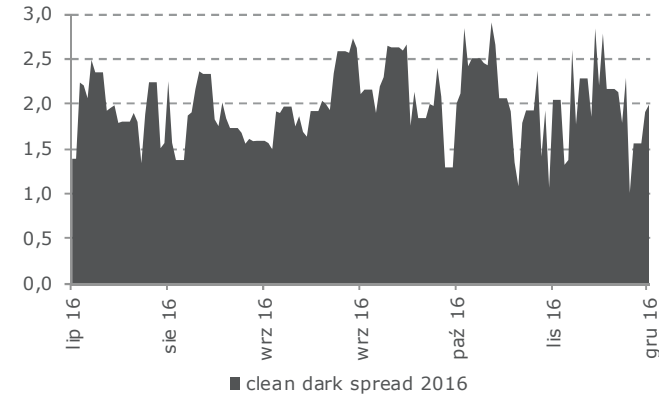
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



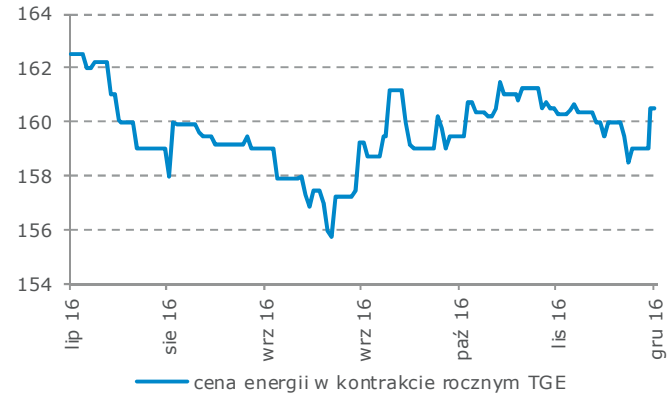
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



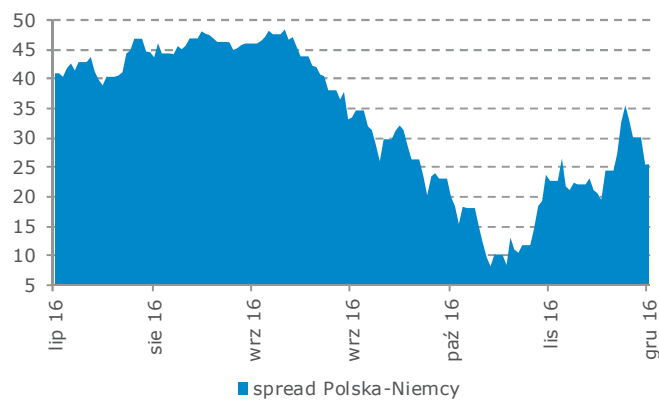
Clean dark spread 2016 rynek niemiecki (EUR/MWh)



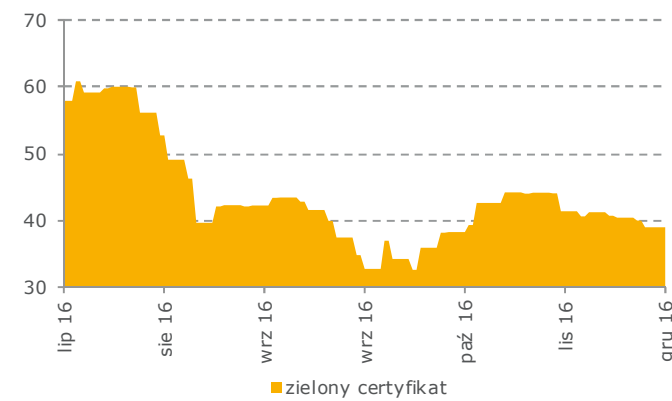
Cena energii w kontrakcie na 2017 (PLN/MWh)



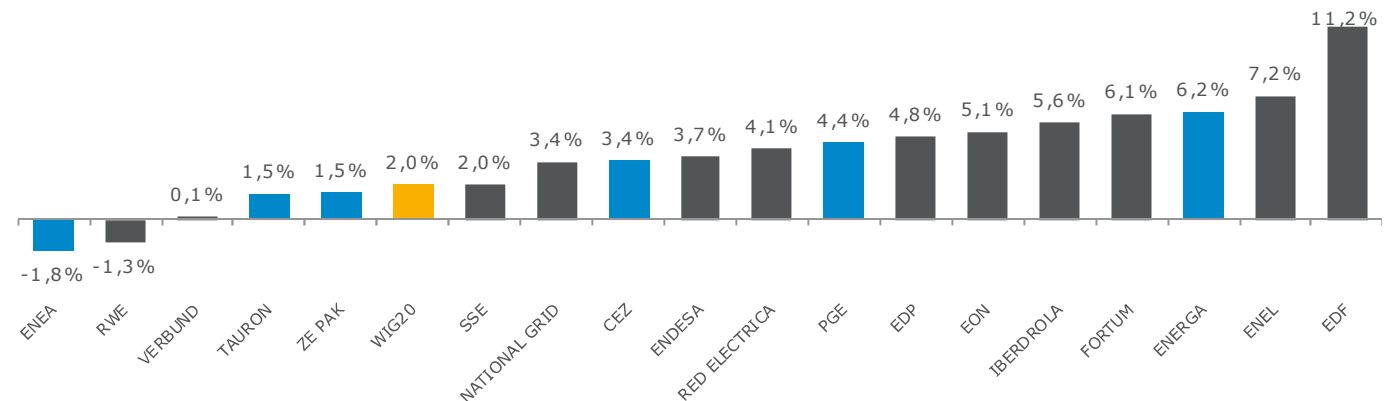
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



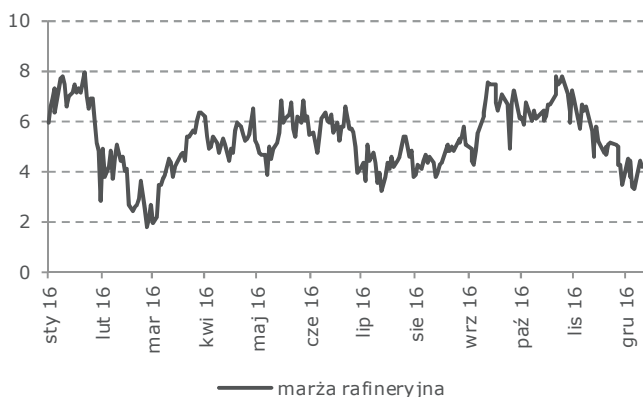
Tygodniowy performance spółek energetycznych



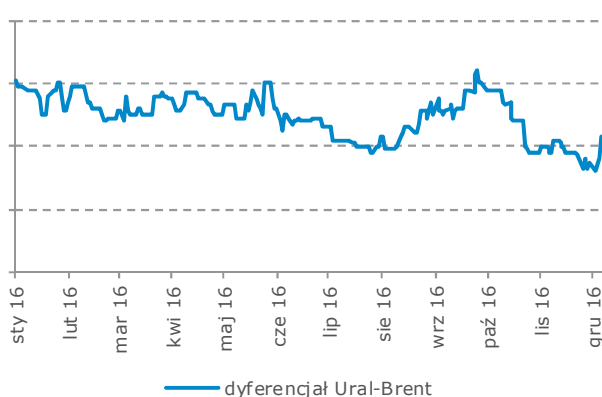
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Paliwa

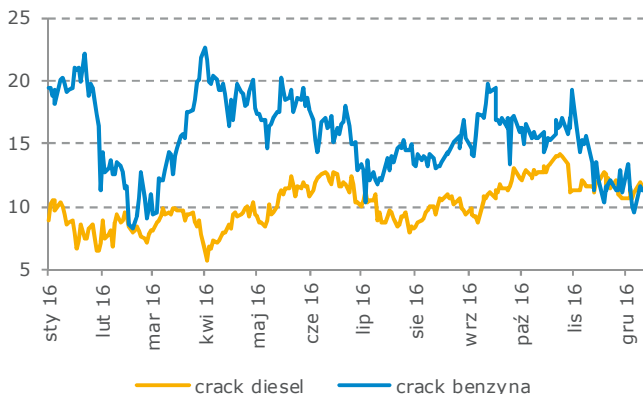
### Marża rafineryjna (USD/Bbl)



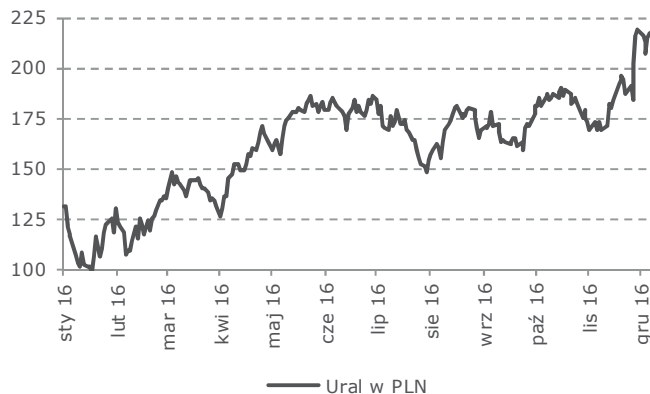
### Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



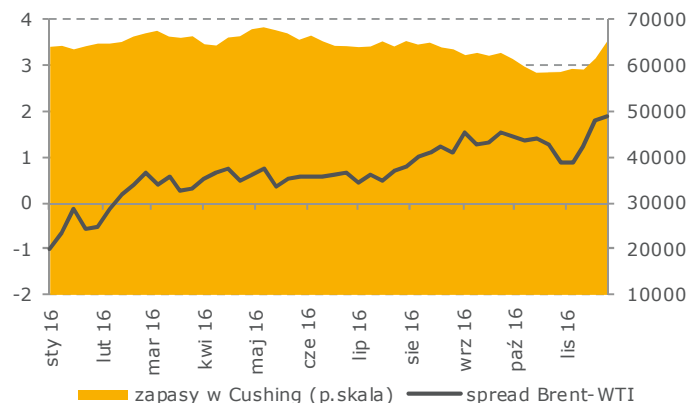
### Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



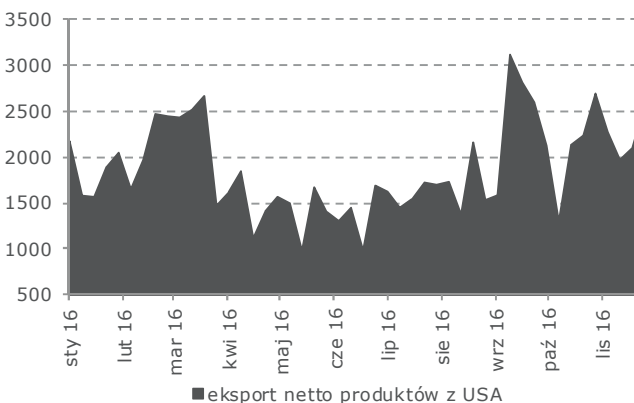
### Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



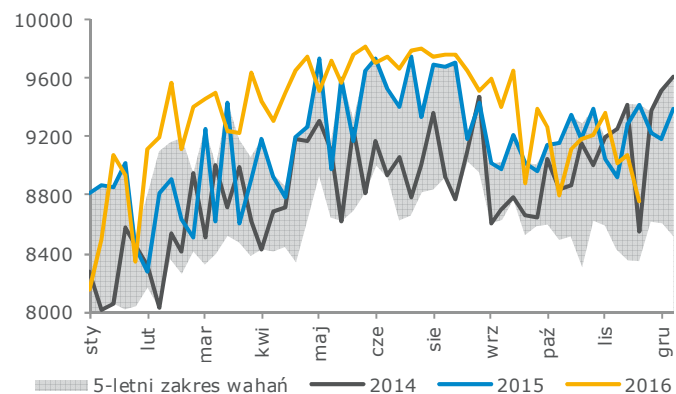
### Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



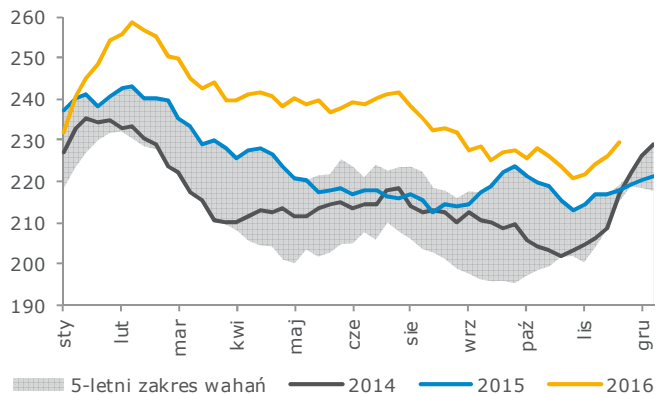
### Eksport netto paliw z USA



### Popyt na benzynę w USA



### Zapasy benzyny w USA

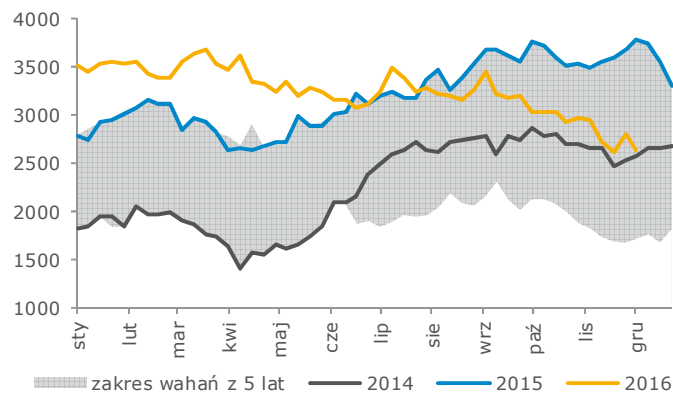


Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

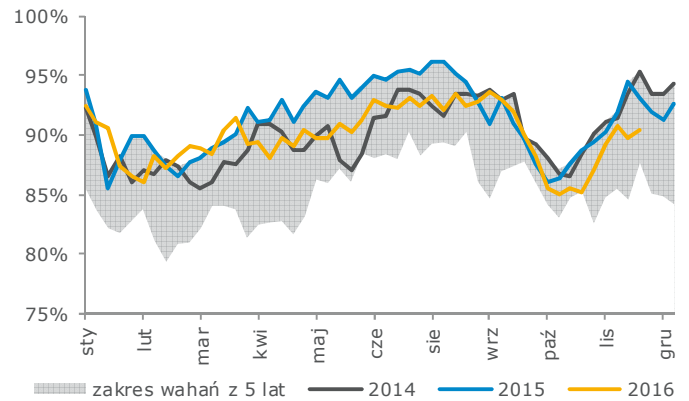


## Paliwa

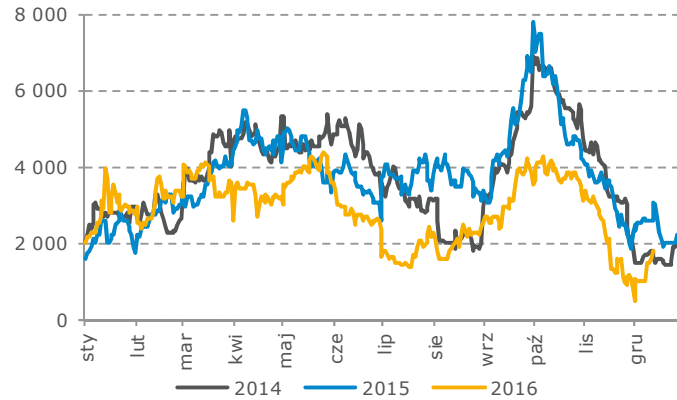
### Zapasy diesla w portach ARA



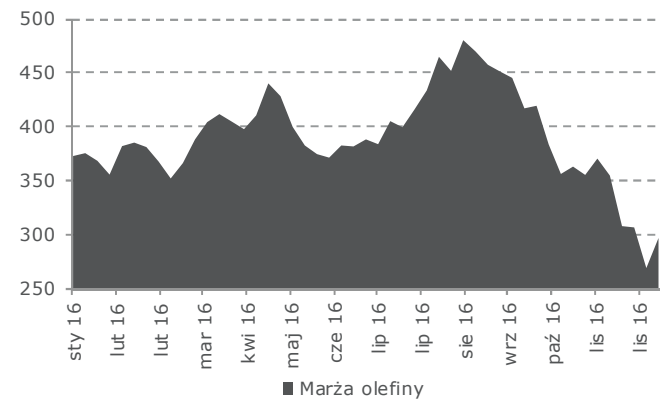
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



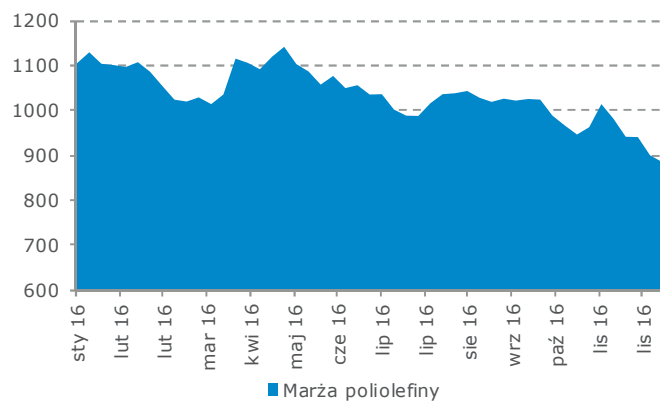
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



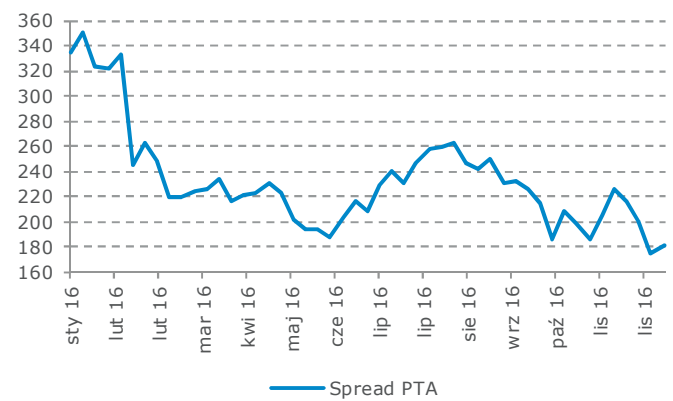
### Marża petrochemiczna olefiny



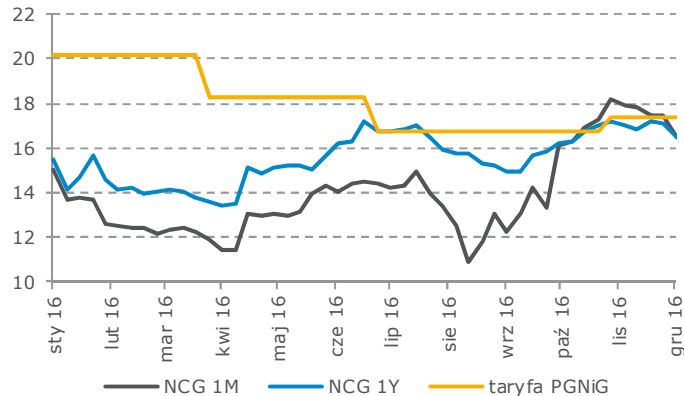
### Marża petrochemiczna poliolefiny



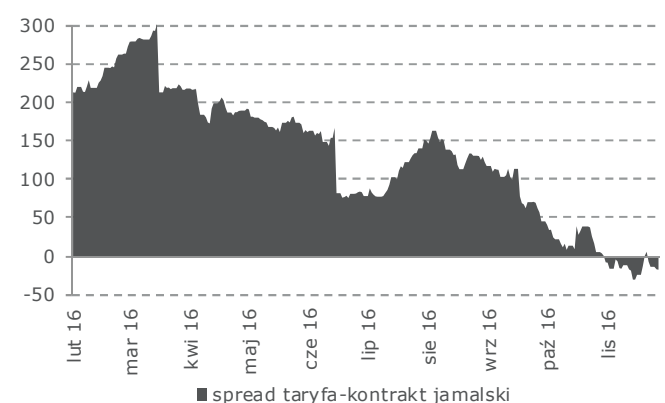
### Cena PTA (USD/t)



### Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



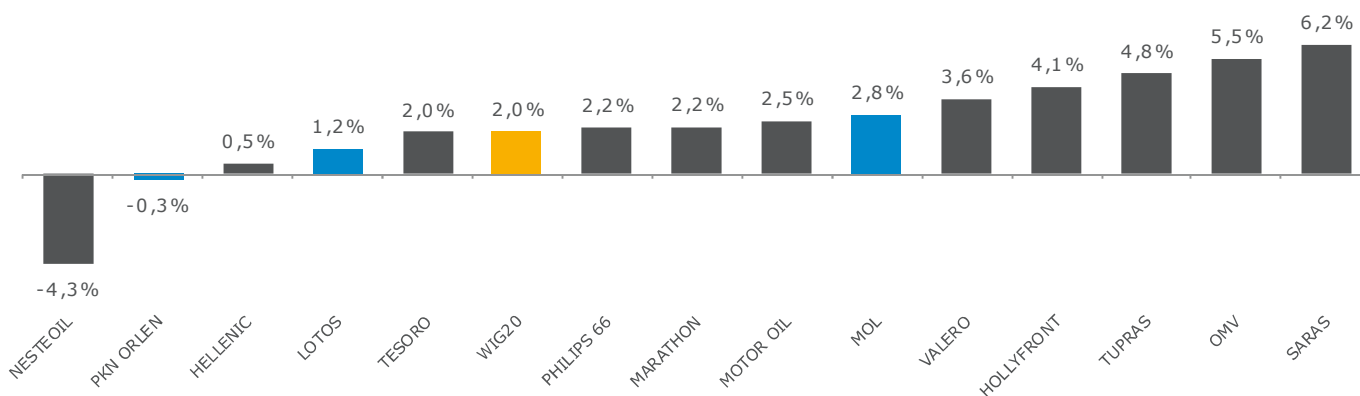
### Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



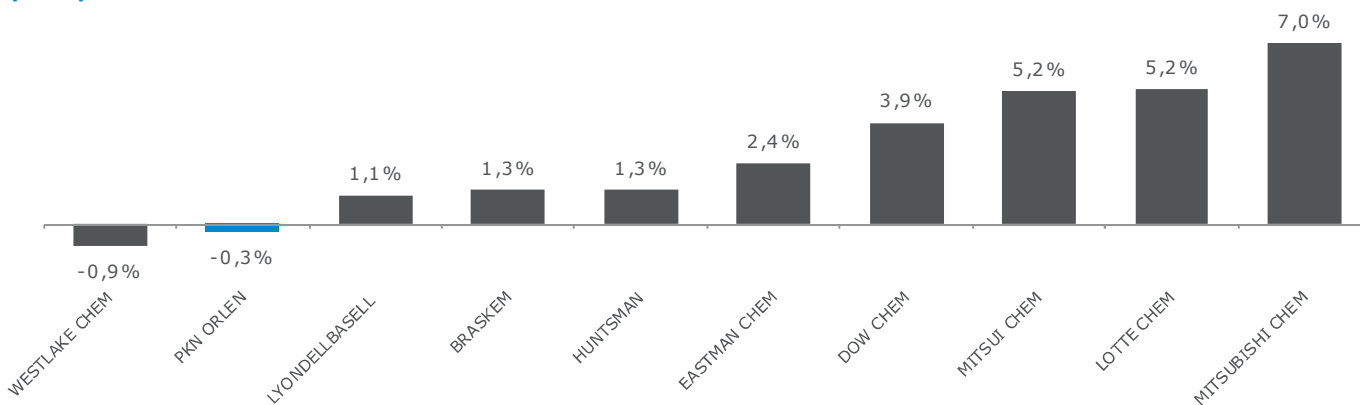
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Tygodniowy performance

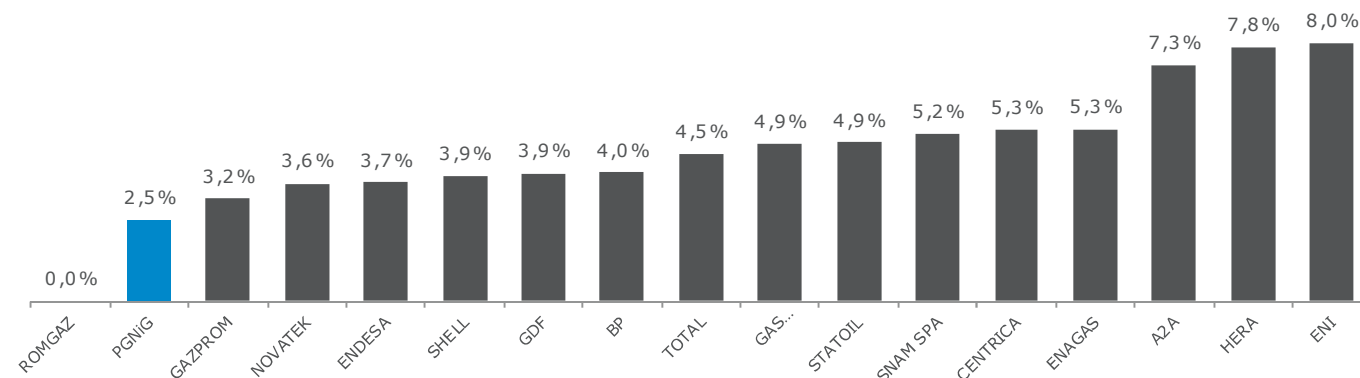
### Spółki rafineryjne



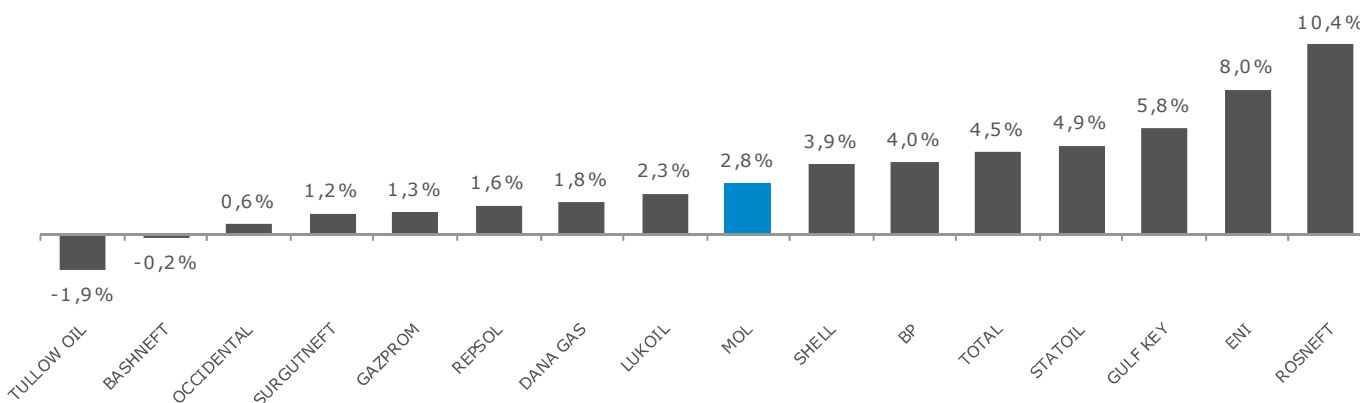
### Spółki petrochemiczne



### Spółki gazowe



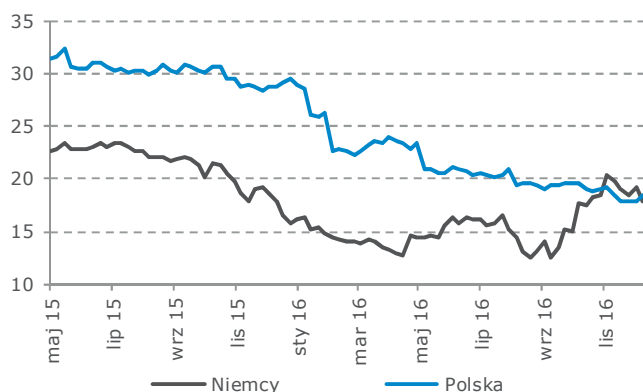
### Spółki wydobywcze



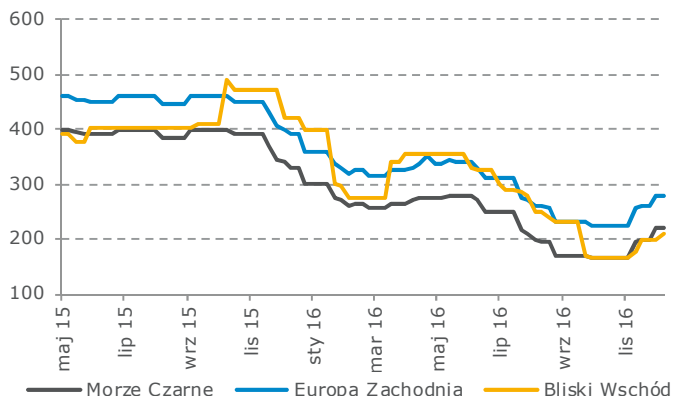
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Nawozy

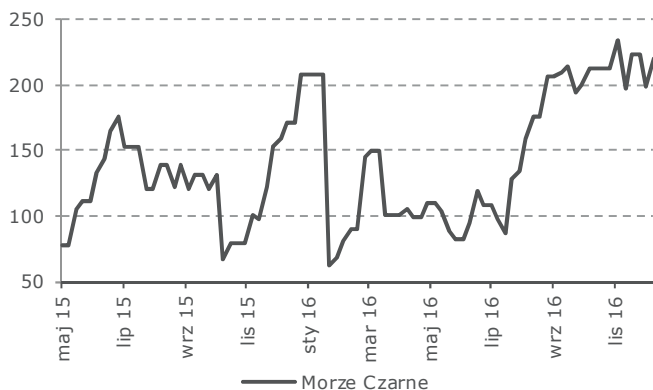
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



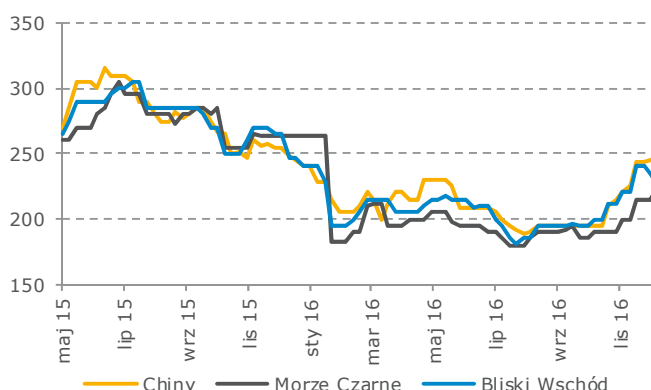
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



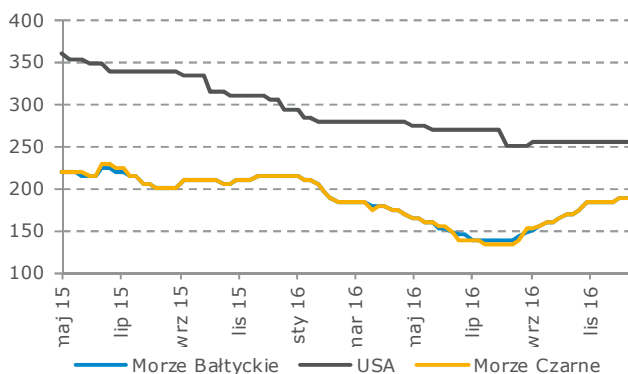
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



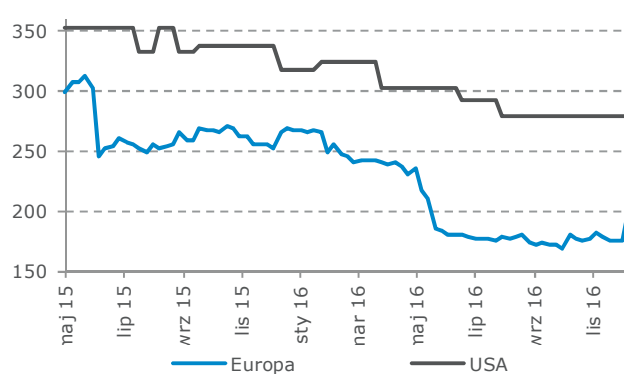
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



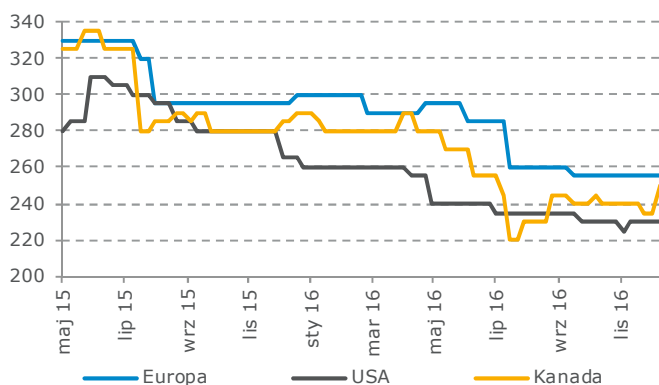
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



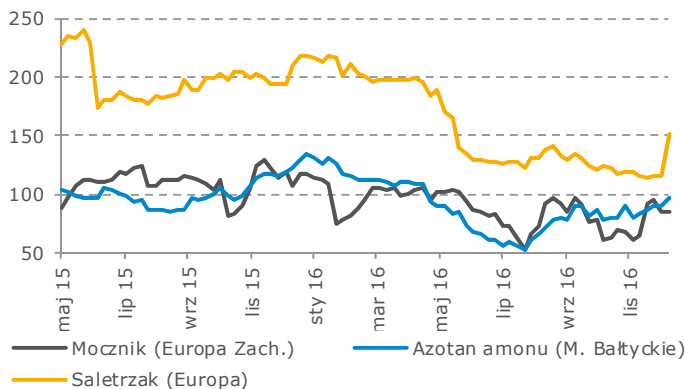
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



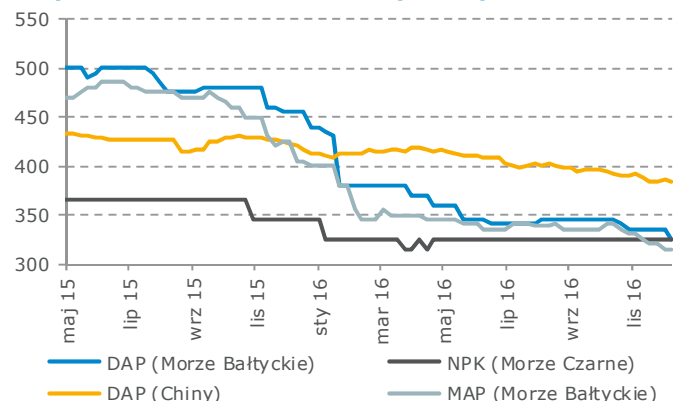
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



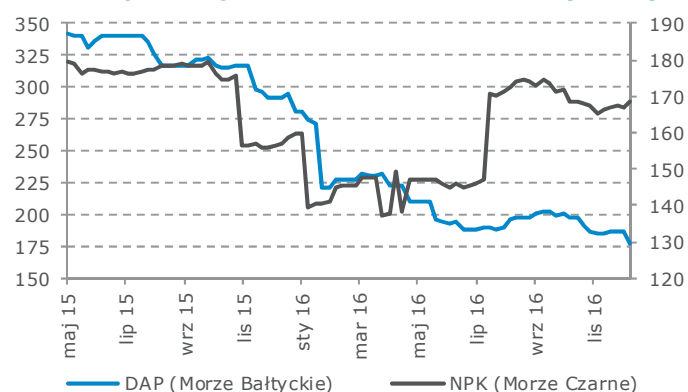
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Nawozy

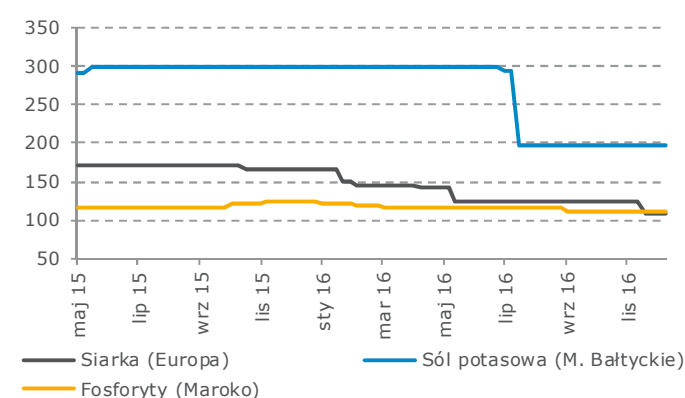
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



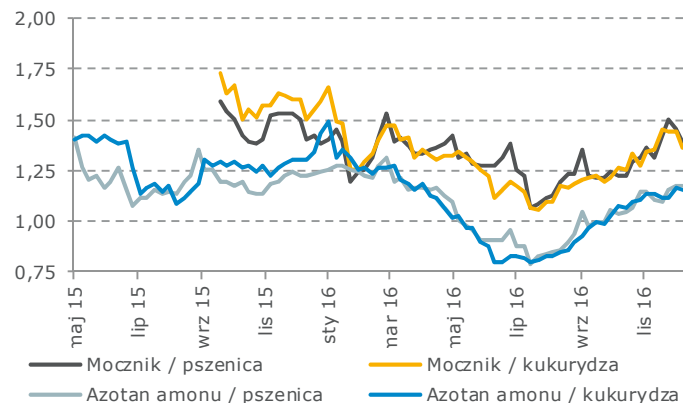
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



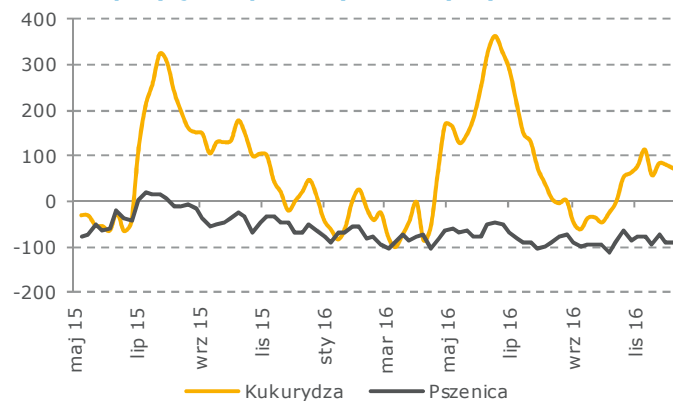
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



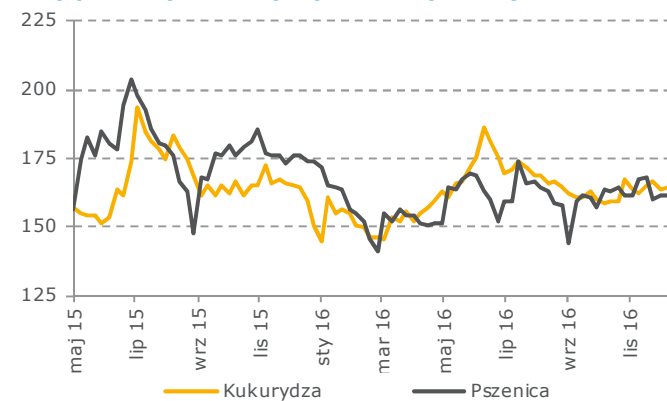
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



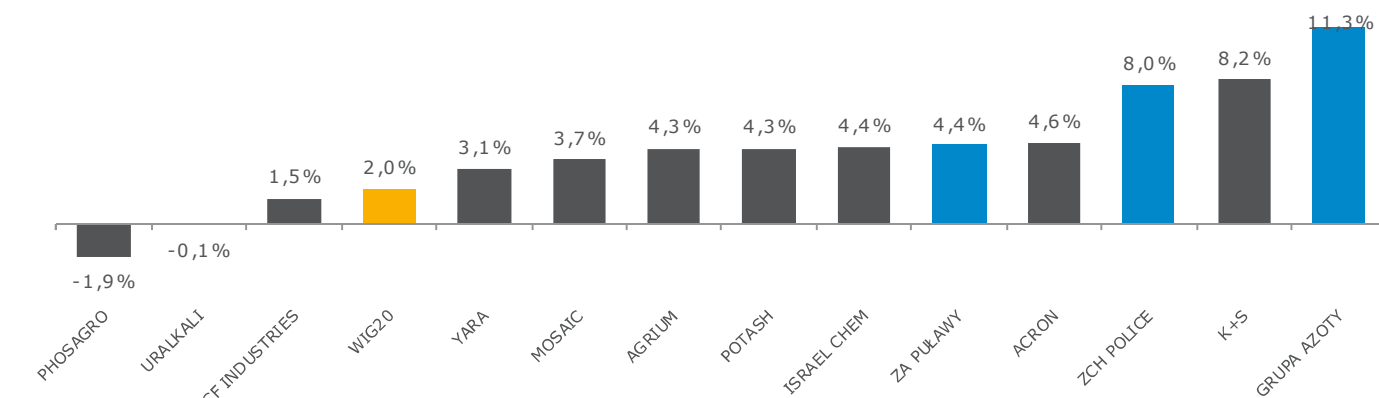
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



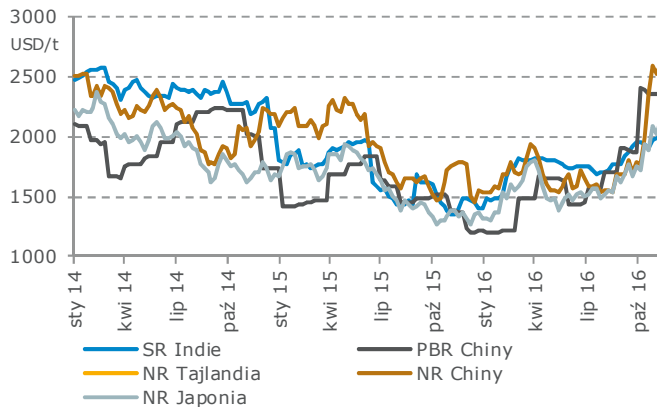
Tygodniowy performance producentów nawozów



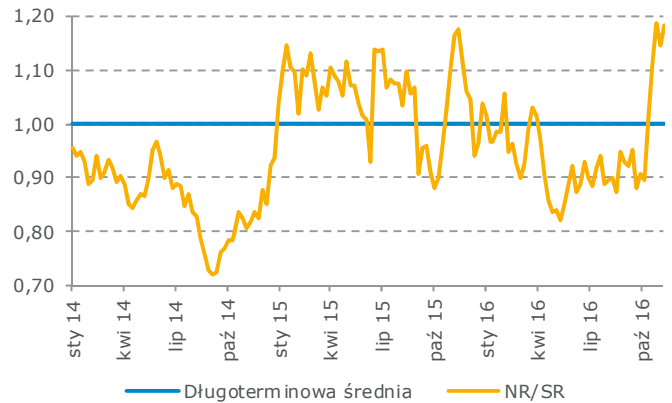
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Kauczuki syntetyczne

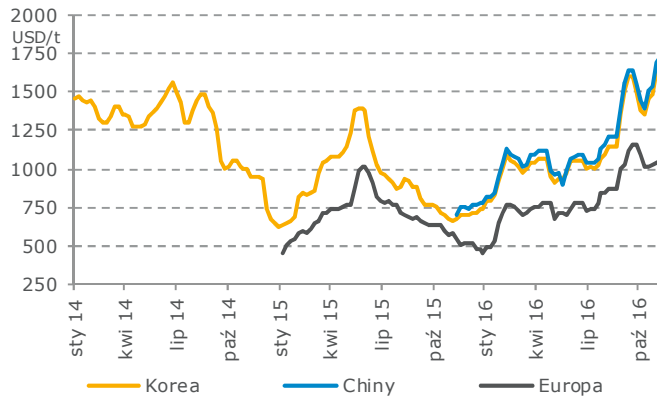
Ceny kauczuków naturalnych i syntetycznych



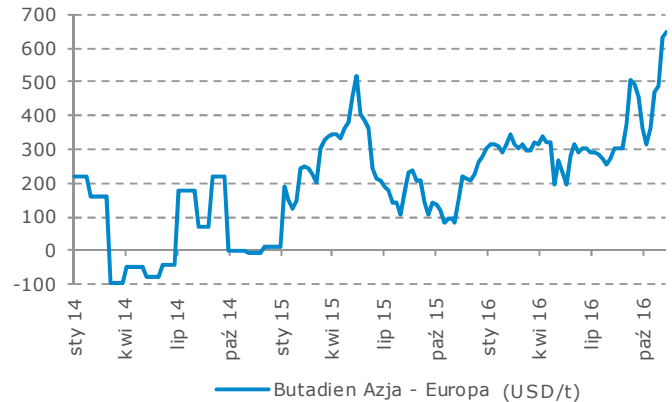
Relacja cen kauczuków syntetycznych i naturalnych



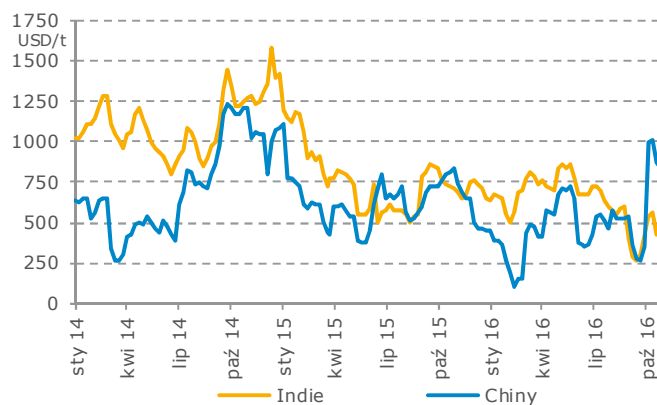
Ceny butadienu



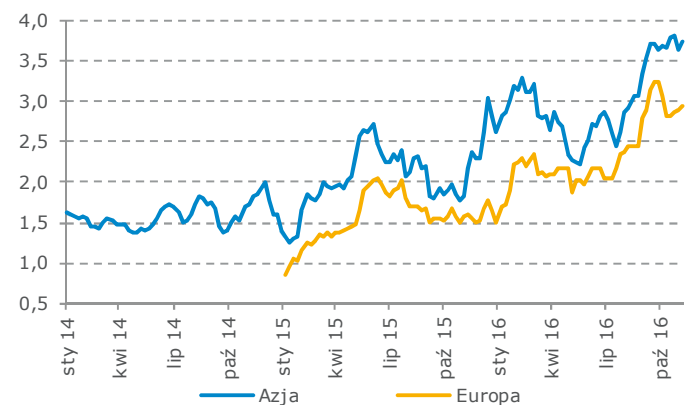
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



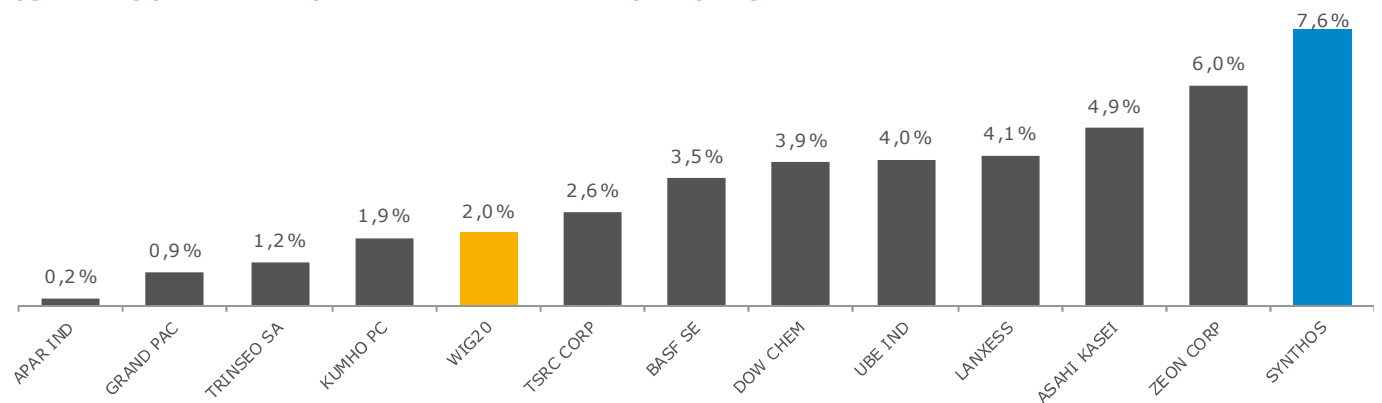
Różnica cen kauczuków i butadienu w Azji



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



Tygodniowy performance producentów kauczuków syntetycznych

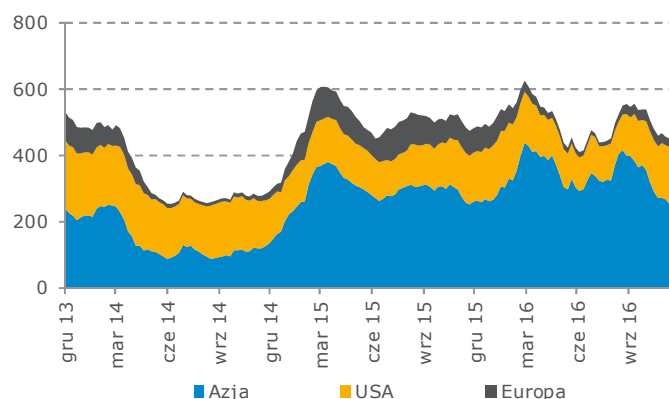


Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

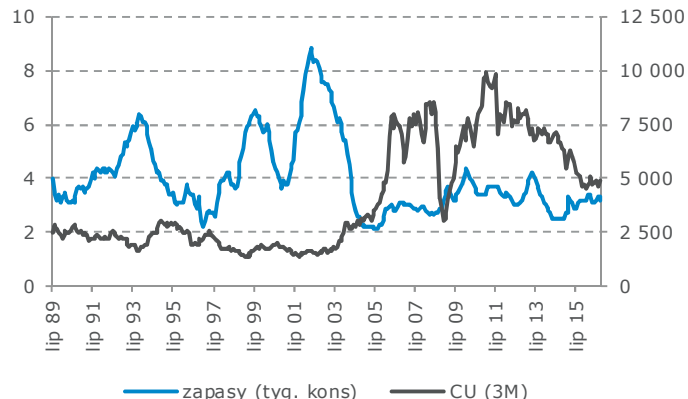


## Surowce

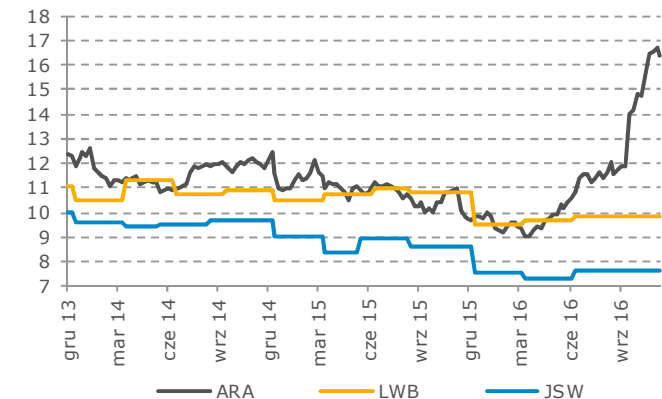
### Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



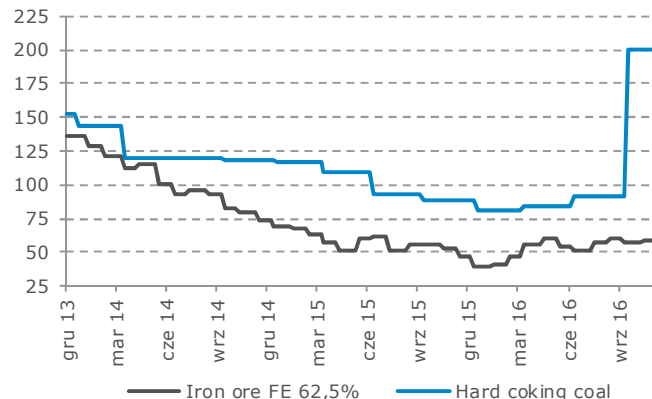
### Cena miedzi (USD/t) oraz zapasy miedzi w tygodniach światowej konsumpcji



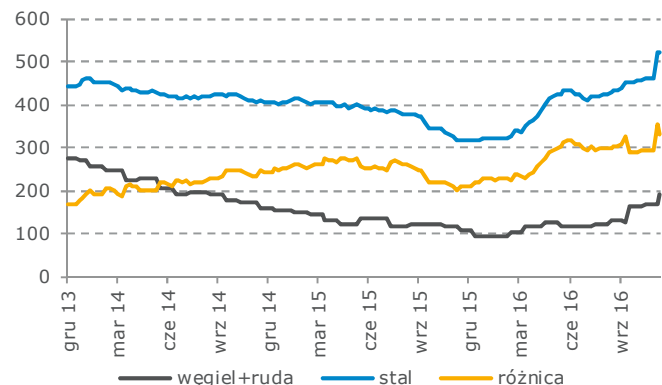
### Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



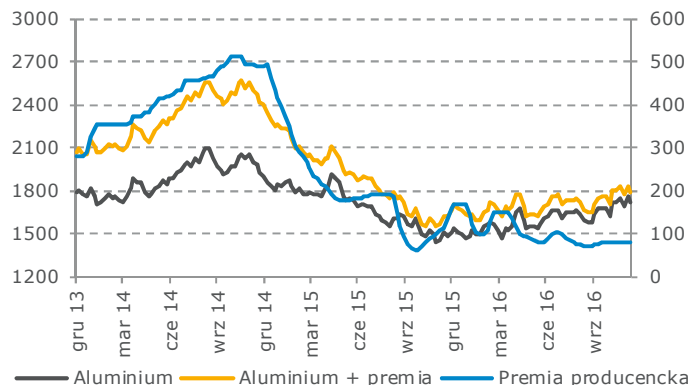
### Cena rudy żelaza



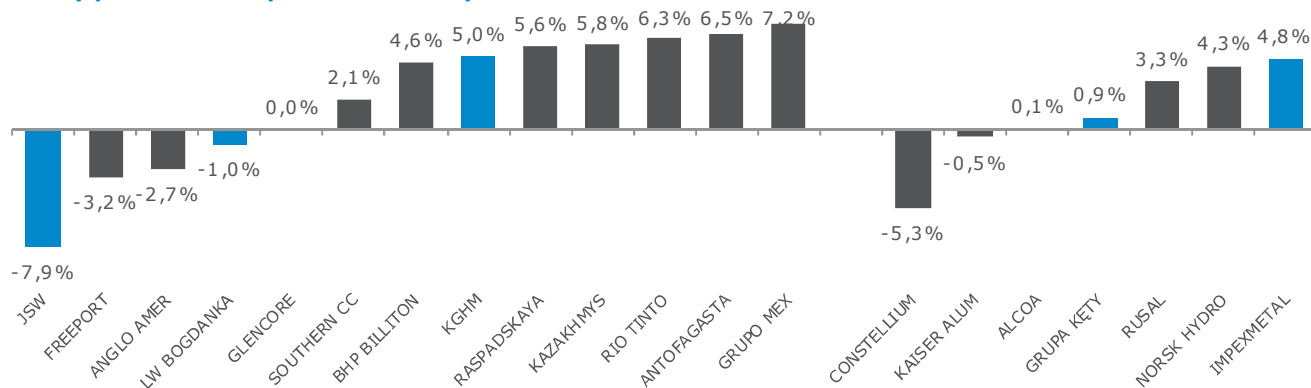
### Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie kosztu wsadu surowcowego



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



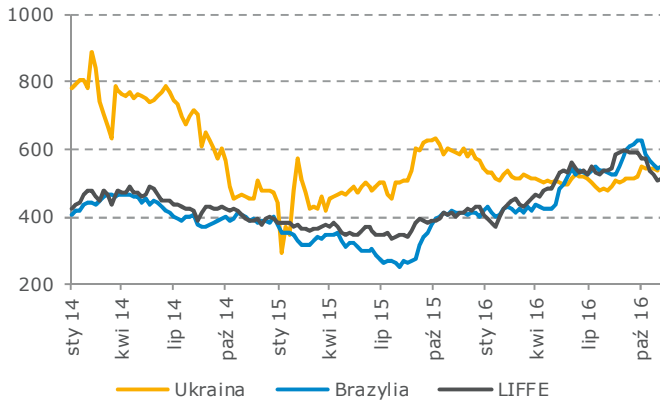
### Tygodniowy performance spółek surowcowych



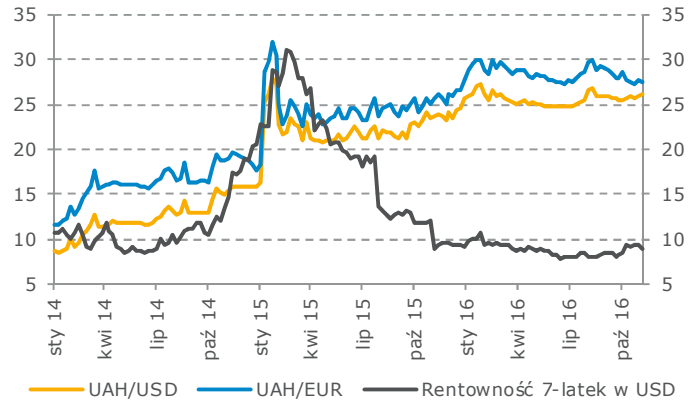
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Rynek spożywczy

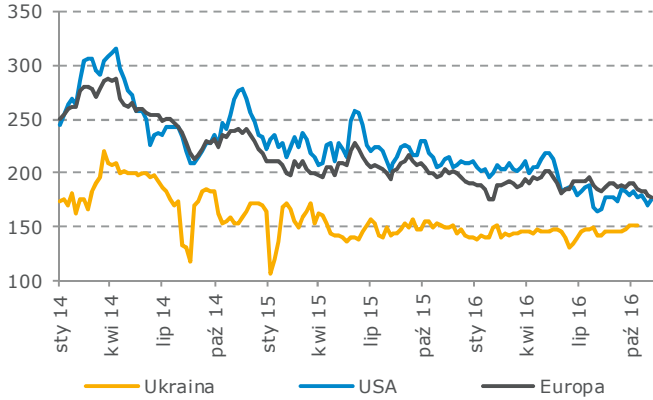
Cena cukru (USD/Mt)



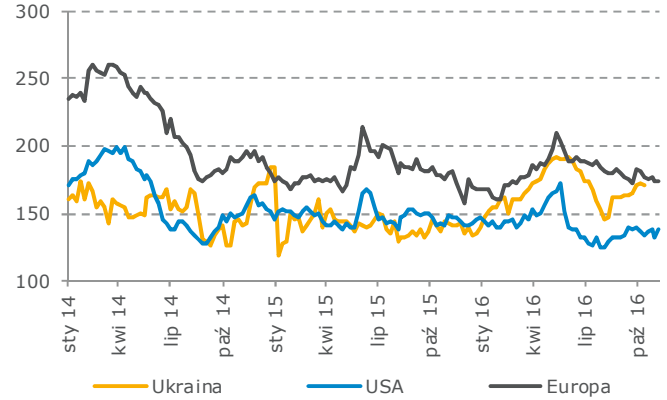
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



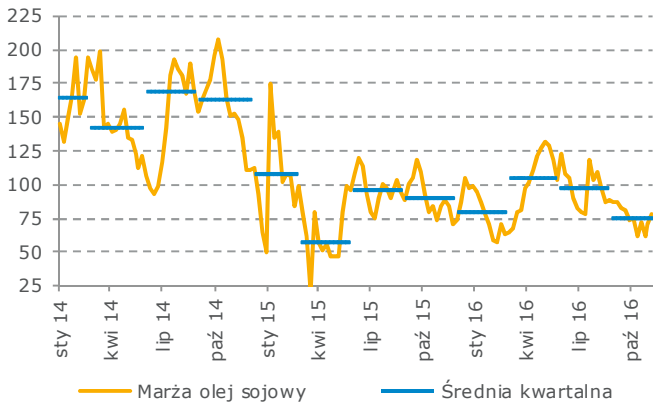
Cena pszenicy (USD/Mt)



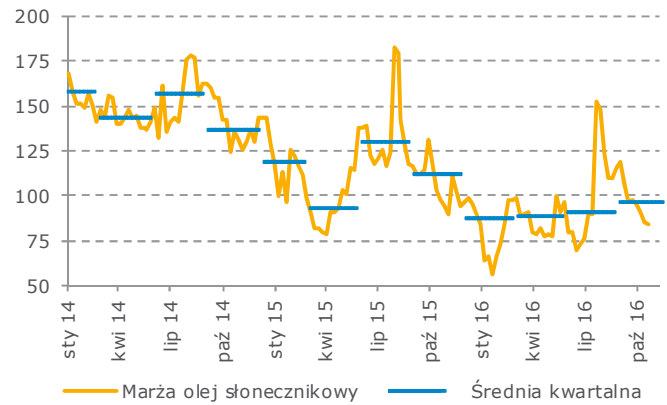
Cena kukurydzy (USD/Mt)



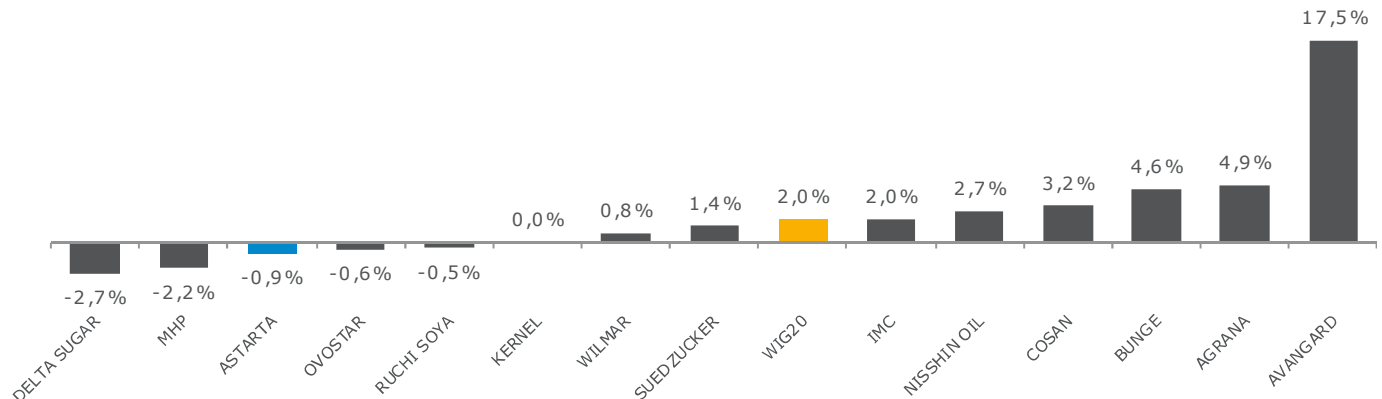
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



## Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Wycena spółek energetycznych (2016-12-12)

	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
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
EDF	11,2	3,2	3,1	3,1	0,7	0,7	0,7	34,8	7,6	10,3	21%	22%	22%	9,9%	8,3%	6,8%
EDP	2,8	8,0	8,3	8,2	2,0	2,0	1,9	11,3	11,1	10,8	25%	24%	23%	6,5%	6,7%	6,8%
Endesa	20,0	8,5	7,6	7,7	1,3	1,3	1,2	19,4	15,3	15,9	15%	17%	16%	5,1%	6,5%	6,4%
Enel	4,0	6,7	6,5	6,3	1,3	1,3	1,3	17,4	12,6	11,7	19%	20%	21%	4,0%	4,5%	5,2%
EON	6,4	100+	3,9	3,8	0,2	0,5	0,5	-	15,1	12,6	-	12%	12%	7,8%	3,3%	3,8%
Fortum	14,6	63,5	11,9	11,0	3,6	3,6	3,4	-	22,8	20,8	6%	30%	31%	-	4,8%	4,5%
Iberdola	5,9	9,4	8,9	8,6	2,2	2,1	2,1	15,5	14,3	13,8	23%	24%	24%	0,5%	5,0%	5,2%
National Grid	9,2	11,9	11,2	10,8	4,1	4,0	3,9	17,2	14,9	14,5	35%	36%	36%	4,7%	4,7%	4,8%
Red Electrica	17,1	10,3	10,2	9,9	7,8	7,7	7,5	15,3	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	-	11,0	10,6	13%	12%	12%	0,1%	2,4%	3,4%
SSE	15,0	15,1	9,6	9,3	0,7	0,7	0,8	27,1	12,8	12,5	5%	7%	8%	5,9%	6,0%	6,1%
Verbund	13,7	9,1	9,1	10,2	2,7	2,8	2,8	22,9	16,0	18,7	30%	31%	28%	2,5%	2,0%	1,6%
CEZ	420,9	5,6	6,3	6,6	1,7	1,8	1,8	10,9	12,0	14,1	31%	29%	28%	9,4%	9,5%	6,7%
PGE	9,6	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	2,7	3,6	4,3	4,6	0,7	0,8	0,9	-	8,8	4,8	19%	19%	19%	5,6%	0,0%	0,0%
Enea	9,4	4,2	4,3	4,4	0,9	0,9	1,0	-	5,3	6,0	22%	22%	21%	5,0%	0,0%	0,0%
Energia	8,7	3,4	4,4	4,3	0,7	0,8	0,8	4,3	100+	7,1	20%	18%	18%	16,5%	5,6%	2,8%
ZE PAK*	13,2	-	2,2	2,1	0,4	0,5	0,5	-	2,5	2,2	-	21%	22%	-	-	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>17,2</b>	<b>12,6</b>	<b>12,1</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>5,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,7%</b>

## Wycena spółek nawozowych (2016-12-12)

	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
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
Acron	3720,0	5,5	6,4	5,7	2,0	2,4	2,1	10,1	5,9	6,2	36%	37%	36%	-	6,0%	6,5%
Uralkali	166,9	7,2	9,8	10,2	4,5	5,5	5,3	27,7	5,0	7,1	62%	56%	52%	-	-	9,8%
Agrium	106,8	9,7	12,4	11,4	1,4	1,5	1,5	15,3	22,2	19,6	14%	12%	13%	3,2%	3,3%	3,3%
Phosagro	2537,0	5,1	5,8	6,7	2,2	2,2	2,3	9,0	9,4	9,0	43%	38%	34%	7,2%	5,0%	4,9%
K+S	21,8	6,2	11,3	8,1	1,5	1,8	1,6	8,4	31,9	20,6	24%	16%	19%	5,3%	1,9%	2,4%
Yara International	324,8	4,8	6,8	7,1	0,9	1,0	1,0	11,1	15,3	15,6	19%	15%	15%	4,6%	3,8%	3,3%
The Mosaic Company	30,2	6,9	13,3	11,3	1,6	2,0	1,9	10,8	43,9	32,4	23%	15%	17%	3,6%	3,6%	3,5%
Potash	19,3	8,0	15,1	13,7	3,6	5,3	5,1	12,7	38,0	30,9	45%	35%	37%	7,9%	4,2%	2,2%
CF Industries	29,0	8,3	14,6	11,7	3,2	3,7	3,4	9,8	36,8	53,0	39%	26%	29%	4,1%	4,1%	4,1%
Israel Chemicals	16,0	7,2	10,0	7,6	1,6	1,6	1,5	10,3	13,3	11,4	22%	16%	20%	6,7%	3,7%	4,4%
Grupa Azoty	66,8	5,6	6,4	7,5	0,7	0,8	0,9	10,9	13,0	16,6	13%	13%	11%	0,0%	1,3%	2,9%
ZA Police*	21,6	6,7	7,3	8,6	0,7	0,8	0,8	9,8	14,5	15,2	11%	11%	10%	-	-	4,1%
ZCh Puławy*	182,0	4,2	4,9	4,9	0,7	0,8	0,8	7,7	10,1	10,5	17%	17%	16%	5,8%	5,8%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>9,8</b>	<b>8,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>10,3</b>	<b>14,5</b>	<b>15,6</b>	<b>23%</b>	<b>16%</b>	<b>19%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,1%</b>

## Wycena spółek rafineryjnych (2016-12-12)

	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
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	37,8	11,1	6,4	6,4	0,6	0,6	0,5	-	12,6	11,6	5%	10%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	19125,0	4,4	5,2	4,5	0,7	0,9	0,6	-	17,2	12,3	16%	17%	14%	2,5%	2,8%	3,0%
PKN Orlen	80,2	6,9	5,6	6,2	0,5	0,6	0,4	12,1	9,0	10,4	7%	10%	7%	2,1%	2,5%	3,6%
HollyFrontier	32,4	4,7	16,0	6,9	0,6	0,7	0,6	8,3	44,0	16,2	12%	5%	9%	4,0%	4,1%	4,2%
Tesoro	90,4	4,6	7,5	6,3	0,6	0,7	0,5	7,2	17,9	14,6	12%	9%	9%	2,0%	2,3%	2,5%
Valero Energy	66,8	4,2	6,9	5,7	0,4	0,5	0,4	8,4	18,1	12,3	9%	7%	7%	2,5%	3,6%	3,7%
Marathon Petroleum	49,1	6,9	9,8	7,7	0,6	0,7	0,6	9,3	23,5	14,7	9%	7%	8%	2,3%	2,8%	3,0%
Phillips 66	87,3	9,2	12,4	8,8	0,5	0,6	0,5	11,2	25,8	16,1	6%	5%	5%	2,5%	2,8%	3,0%
Tupras	71,7	6,0	8,4	6,8	0,6	0,7	0,5	7,0	11,7	8,7	10%	8%	8%	9,1%	6,7%	7,9%
OMV	32,0	100+	5,6	5,5	0,9	1,0	0,9	-	10,5	12,5	-	18%	16%	3,1%	3,1%	3,1%
Neste Oil	36,5	10,0	7,5	8,0	0,9	0,9	0,8	16,7	12,5	13,6	9%	12%	10%	2,7%	3,2%	3,2%
Hellenic Petroleum	4,3	7,2	4,7	5,3	0,4	0,5	0,4	28,7	5,8	6,4	6%	10%	8%	-	3,2%	5,4%
Saras	1,7	2,5	2,6	2,8	0,2	0,2	0,2	7,1	8,5	10,0	7%	8%	6%	-	5,8%	5,0%
Motor Oil	12,3	3,6	3,6	4,0	0,3	0,3	0,2	6,6	6,2	7,2	7%	8%	6%	-	6,3%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,0</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>8,4</b>	<b>12,6</b>	<b>12,3</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,4%</b>

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

**Wycena spółek petrochemicznych (2016-12-12)**

	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
<b>SPÓŁKI PETROCHEMICZNE</b>																
Axiall	57,1	9,1	10,2	7,4	2,5	2,2	1,6	11,7	17,1	13,7	27%	22%	21%	1,2%	1,3%	1,5%
Braskem	32,5	4,1	3,2	3,3	0,8	0,8	0,7	8,2	8,5	8,2	19%	25%	22%	3,9%	5,3%	4,4%
Dow Chemical	58,3	10,5	8,8	8,1	1,7	1,8	1,7	9,0	16,0	14,3	17%	20%	21%	3,0%	3,3%	3,3%
Eastman Chemical	76,9	9,1	8,4	8,0	1,8	2,0	1,9	13,5	11,4	10,4	20%	24%	24%	2,2%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	19,8	11,2	8,0	7,2	0,9	0,9	0,9	52,1	12,9	10,5	8%	12%	13%	2,5%	2,5%	2,6%
LyondellBasell	89,6	6,1	6,5	6,7	1,3	1,5	1,4	9,3	9,4	9,1	22%	23%	21%	3,4%	3,7%	3,8%
Mitsubishi Chemical	782,4	8,6	6,3	6,7	0,8	0,8	0,9	18,9	42,4	9,7	9%	12%	13%	1,7%	1,8%	2,2%
Mitsui Chemicals	551,0	10,8	7,9	7,2	0,6	0,7	0,8	32,0	16,1	10,8	6%	9%	11%	0,9%	1,5%	1,9%
Westlake Chemical	57,1	9,1	10,2	7,4	2,5	2,2	1,6	11,7	17,1	13,7	27%	22%	21%	1,2%	1,3%	1,5%
PKN Orlen	80,2	6,9	5,6	6,2	0,5	0,6	0,4	12,1	9,0	10,4	7%	10%	7%	2,1%	2,5%	3,6%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>8,0</b>	<b>7,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>11,9</b>	<b>14,4</b>	<b>10,5</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,6%</b>

**Wycena spółek gazowych (2016-12-12)**

	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
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
AZA	1,2	12,4	6,9	6,8	1,5	1,5	1,4	50,9	10,7	12,7	12%	21%	21%	3,4%	4,1%	4,7%
Centrica	2,2	97,9	7,2	7,0	0,6	0,6	0,6	-	14,1	13,4	1%	9%	9%	5,5%	5,6%	5,8%
Enagas	24,1	11,5	11,6	11,5	8,4	8,5	8,3	13,9	13,7	13,5	73%	73%	72%	5,5%	5,8%	6,0%
Endesa	20,0	8,5	7,6	7,7	1,3	1,3	1,2	19,4	15,3	15,9	15%	17%	16%	5,1%	6,5%	6,4%
Engie	12,0	40,7	5,4	5,5	0,8	0,9	0,9	-	11,7	11,9	2%	16%	16%	8,4%	8,4%	6,0%
Gas Natural SDG	16,9	7,2	7,3	7,2	1,4	1,5	1,4	11,3	12,8	12,5	19%	20%	20%	5,4%	5,9%	5,9%
Hera	2,1	7,7	6,7	6,6	1,2	1,3	1,2	16,7	15,9	14,9	16%	19%	19%	4,4%	4,5%	4,7%
Snam	3,7	9,6	12,8	12,7	7,4	10,1	10,1	10,5	14,9	13,4	77%	79%	79%	6,8%	5,9%	6,2%
PGNiG	5,3	5,2	5,6	5,1	0,9	1,0	0,9	14,7	14,6	13,1	17%	17%	19%	3,8%	3,4%	4,2%
BG Group	21,2	12,8	9,6	6,6	1,1	1,3	1,1	100+	30,4	17,1	9%	13%	16%	7,0%	6,9%	6,9%
BP	4,8	22,3	7,8	5,5	0,7	0,8	0,6	-	39,1	18,6	3%	10%	12%	6,5%	6,4%	6,4%
Eni	14,8	10,2	6,5	4,4	1,0	1,1	1,0	-	-	23,6	10%	18%	22%	5,4%	5,4%	5,4%
Gazprom	158,6	3,2	4,0	3,7	0,9	1,0	0,9	4,6	3,9	4,0	29%	24%	24%	4,5%	5,3%	5,8%
NovaTek	128,1	16,0	12,7	10,9	5,4	5,0	4,2	-	15,1	15,2	34%	39%	38%	-	14,9%	2,5%
ROMGAZ	24,5	-	3,7	3,5	-	2,0	1,9	-	9,6	8,9	-	53%	54%	-	8,4%	8,8%
Shell	25,3	12,7	9,5	6,5	1,1	1,3	1,1	88,8	26,8	15,0	9%	13%	16%	7,0%	6,9%	6,9%
Statoil	156,3	3,9	4,9	3,4	1,2	1,6	1,2	-	99,9	17,0	32%	31%	37%	5,1%	4,6%	4,7%
Total	47,0	10,0	7,6	5,8	1,1	1,2	1,0	23,5	15,1	12,1	12%	16%	16%	5,2%	5,4%	5,4%
<b>Mediana</b>		<b>10,2</b>	<b>7,2</b>	<b>6,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>15,7</b>	<b>14,9</b>	<b>13,4</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>

**Wycena spółek wydobywczych (2016-12-12)**

	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
<b>SPÓŁKI WYDOBYWCZE</b>																
Bashneft	3550,0	5,1	5,2	4,3	1,1	1,1	0,9	10,3	9,2	7,8	21%	21%	21%	-	4,1%	4,7%
BP	4,8	22,3	7,8	5,5	0,7	0,8	0,6	-	39,1	18,6	3%	10%	12%	6,5%	6,4%	6,4%
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	14,8	10,2	6,5	4,4	1,0	1,1	1,0	-	-	23,6	10%	18%	22%	5,4%	5,4%	5,4%
Gazprom Neft	206,6	5,5	5,1	4,0	1,0	1,1	0,9	8,9	5,3	3,8	18%	21%	22%	-	6,7%	8,5%
Gulf Keystone	1,3	-	17,8	9,2	9,6	6,1	4,7	-	-	-	-	34%	51%	-	-	-
Lukoil	3375,0	4,1	4,4	3,7	0,6	0,7	0,5	8,3	7,5	5,7	14%	15%	15%	5,2%	5,5%	6,2%
MOL	19125,0	4,4	5,2	4,5	0,7	0,9	0,6	-	17,2	12,3	16%	17%	14%	2,5%	2,8%	3,0%
Occidental Petroleum	71,4	-	17,0	9,6	4,7	6,0	4,6	-	-	52,3	-	35%	48%	4,2%	4,2%	4,3%
Repsol	13,1	57,0	6,3	5,3	0,7	0,8	0,7	-	12,1	10,6	1%	13%	13%	-	5,3%	5,4%
Rosneft Oil	388,2	5,1	5,2	4,1	1,1	1,2	0,9	11,6	14,3	7,8	22%	24%	23%	3,0%	2,5%	4,1%
Shell	25,3	12,7	9,5	6,5	1,1	1,3	1,1	88,8	26,8	15,0	9%	13%	16%	7,0%	6,9%	6,9%
Surgutneftegas	32,1	-	-	-	-	-	-	1,6	14,9	6,7	-	-	-	-	5,2%	5,2%
Statoil	156,3	3,9	4,9	3,4	1,2	1,6	1,2	-	99,9	17,0	32%	31%	37%	5,1%	4,6%	4,7%
Total	47,0	10,0	7,6	5,8	1,1	1,2	1,0	23,5	15,1	12,1	12%	16%	16%	5,2%	5,4%	5,4%
Tullow Oil	3,3	-	10,6	7,2	5,2	5,8	4,5	-	100+	25,7	-	55%	63%	-	-	-
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>9,6</b>	<b>15,0</b>	<b>12,3</b>	<b>15%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>

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

## Wycena spółek surowcowych (2016-12-12)

	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
<b>GÓRNICTWO I METALE</b>																
Anglo American	12,1	-	6,1	4,9	1,7	1,6	1,5	-	14,2	10,9	-	27%	31%	2,1%	-	1,6%
BHP Billiton	14,0	7,8	11,1	7,2	2,5	4,2	3,5	57,5	100+	20,9	32%	38%	49%	7,0%	1,7%	3,3%
Freeport-McMoRan	15,4	-	9,5	7,0	2,8	2,9	2,8	-	47,9	11,3	-	30%	40%	1,7%	-	-
Kazakhmys	4,1	33,6	17,3	7,7	7,2	6,1	3,2	-	42,9	13,7	21%	35%	42%	-	-	0,2%
Rio Tinto	32,5	11,2	7,9	6,9	2,7	2,9	2,7	-	20,2	16,1	24%	36%	39%	5,2%	3,1%	4,5%
Southern CC	34,5	16,7	14,5	11,9	6,4	5,8	5,2	37,1	31,3	23,8	38%	40%	44%	1,0%	0,5%	1,2%
Glencore	2,9	10,8	8,9	7,3	0,5	0,6	0,5	-	37,5	21,1	5%	6%	7%	1,6%	0,3%	2,3%
Antofagasta	7,7	14,2	8,9	8,3	3,7	3,6	3,3	18,5	45,1	35,3	26%	40%	40%	0,3%	0,8%	1,1%
Grupo Mexico	63,2	8,8	9,2	7,9	3,8	3,7	3,4	28,3	22,7	19,6	43%	40%	42%	-	1,4%	2,1%
JSW*	77,0	-	8,5	2,7	1,5	1,5	1,2	-	69,3	4,2	-	18%	46%	-	-	-
KGHM	96,4	4,9	-	-	1,1	-	-	8,9	-	-	23%	-	-	4,7%	-	-
LW Bogdanka	68,8	4,9	4,9	4,0	1,6	1,5	1,3	15,3	16,2	10,7	32%	31%	33%	5,1%	0,0%	5,1%
<b>Mediana</b>		<b>10,8</b>	<b>8,9</b>	<b>7,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>23,4</b>	<b>34,4</b>	<b>16,1</b>	<b>26%</b>	<b>35%</b>	<b>40%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>2,1%</b>
<b>SPÓŁKI SUROWCOWE</b>																
RUSAL	3,5	8,1	10,7	11,1	1,7	1,9	1,9	12,2	9,2	10,0	21%	18%	17%	3,7%	0,9%	1,8%
Alcoa	31,2	10,5	8,7	7,5	0,4	1,0	1,0	-	-	73,2	4%	12%	13%	-	-	0,4%
Constellium	6,3	-	6,9	6,2	0,5	0,6	0,5	-	25,3	8,1	-	8%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	84,5	-	7,9	7,8	1,2	1,2	1,2	-	16,7	16,3	-	15%	15%	1,9%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	42,2	6,8	7,5	7,0	1,0	1,1	1,0	42,6	20,8	18,7	15%	14%	14%	2,4%	2,4%	2,4%
Grupa Kęty	379,5	11,4	10,6	10,1	1,9	1,8	1,8	17,1	14,3	17,3	17%	17%	17%	3,8%	3,5%	3,6%
<b>Mediana</b>		<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>17,1</b>	<b>16,7</b>	<b>16,8</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,2%</b>

## Wycena spółek spożywczych (2016-12-12)

	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
<b>SPÓŁKI SPOŻYWCZE</b>																
Agrana Beteiligungs	114,6	12,2	10,4	9,2	0,8	0,8	0,8	20,1	18,7	14,7	7%	8%	9%	3,1%	3,1%	3,8%
Avangardco Inv.	0,5	-	-	11,0	1,7	3,0	2,3	-	-	2,5	-	-	21%	-	-	-
Bunge Limited	73,6	8,8	9,6	8,0	0,4	0,4	0,4	14,3	16,2	11,8	4%	4%	5%	2,0%	2,2%	2,3%
Cosan	38,2	13,8	5,1	4,9	0,6	0,5	0,5	23,2	16,3	13,4	4%	10%	10%	4,1%	4,0%	4,9%
Delta Sugar	12,9	-	13,3	10,2	-	1,9	1,7	-	18,2	10,6	-	15%	16%	-	3,9%	8,1%
MHP	8,9	4,6	5,3	5,0	1,8	1,7	1,6	-	6,8	4,7	39%	33%	32%	5,4%	7,5%	7,9%
Nissin Oillio	491,0	10,9	11,1	9,8	0,4	0,4	0,4	23,7	22,6	17,3	4%	4%	4%	2,0%	2,0%	2,0%
Suedzucker	21,4	13,6	10,7	8,0	0,8	0,9	0,8	100+	36,5	19,8	6%	8%	10%	1,2%	0,9%	1,8%
Wilmar Int.	3,7	12,6	14,6	11,5	0,7	0,7	0,6	15,7	18,7	13,5	6%	5%	6%	2,3%	2,0%	2,7%
Kemcel	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*	53,5	3,5	3,0	2,9	1,4	1,3	1,2	19,3	4,2	6,4	41%	42%	40%	-	-	-
IMC*	7,6	2,1	2,5	2,7	1,0	1,1	1,0	4,3	2,5	2,0	47%	43%	37%	-	-	-
Ovostar*	87,0	3,8	4,1	3,6	-	1,6	1,3	4,3	4,7	3,6	-	39%	38%	-	-	-
<b>Mediana</b>		<b>8,8</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>19,3</b>	<b>17,2</b>	<b>11,8</b>	<b>6%</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,7%</b>

## Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2016-12-12)

	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
<b>SPÓŁKI</b>																
Synthos	4,8	11,5	12,2	10,7	1,7	1,7	1,6	15,0	21,2	17,0	15%	14%	15%	5,2%	0,0%	2,8%
Lanxess	61,6	8,4	7,2	6,3	0,9	0,9	0,8	34,2	25,0	20,3	11%	13%	13%	1,0%	1,2%	1,4%
BASF	85,9	8,5	9,0	8,4	1,3	1,6	1,5	19,8	18,2	16,8	15%	18%	18%	3,4%	3,4%	3,6%
Dow Chemical	58,3	10,5	8,8	8,1	1,7	1,8	1,7	9,0	16,0	14,3	17%	20%	21%	3,0%	3,3%	3,3%
Asahi Kasei	1058,5	7,0	6,6	7,0	0,9	0,9	0,9	14,0	16,1	15,4	13%	14%	14%	1,8%	1,9%	1,9%
Grand Pacific Petro	22,2	6,7	6,0	5,6	1,1	1,2	1,1	13,7	10,7	10,3	17%	20%	20%	3,6%	3,8%	-
TSRC Corp	34,0	14,7	11,8	10,4	1,3	1,3	1,2	53,1	21,9	15,6	9%	11%	11%	3,1%	4,1%	5,5%
Trinseo	59,5	6,8	5,7	5,8	0,9	0,9	0,9	21,7	8,6	8,4	13%	16%	15%	-	0,8%	2,0%
Kumho Petrochem	75900,0	12,0	11,0	9,0	1,0	1,1	0,9	17,8	17,3	12,3	9%	10%	10%	1,1%	1,2%	1,5%
ZEON Corp	1106,0	6,2	5,6	5,8	1,0	1,0	1,1	13,1	13,6	12,8	16%	18%	19%	1,3%	1,4%	1,5%
Apar Industries	579,3	9,4	7,1	5,9	0,5	0,5	0,5	45,0	21,7	14,3	5%	7%	8%	0,6%	1,1%	1,3%
Ube Industries	260,0	8,1	6,1	6,8	0,7	0,7	0,8	18,8	12,7	13,9	9%	12%	11%	1,9%	2,0%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>8,5</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>18,3</b>	<b>16,7</b>	<b>14,3</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,0%</b>

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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

**Michał Marczak**  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia, surowce, metale

**Michał Konarski**  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia

**Paweł Szpigiel**  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Bogusz**  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Mateusz Choromański, CFA**  
tel. +48 22 697 47 44  
[mateusz.choromanski@mbank.pl](mailto:mateusz.choromanski@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
tel. +48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46  
[wojciech.wysocki@mbank.pl](mailto:wojciech.wysocki@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

**Biuro Aktywnej Sprzedaży**

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)