

wtorek, 20 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

Na rynku niemieckim ceny energii w kontrakcie rocznym wróciły już do poziomu 32 EUR/MWh, dzięki wzrostom cen CO₂ (5,1 EUR/t) oraz kontynuacji odbicia na rynku węgla (kontrakt 1Y w portach ARA oscyluje wokół 68 USD/t). Na razie notowania CEZ nie zareagowały na ten ruch. W Polsce pierwszy raz od dłuższego czasu odnotowaliśmy wzrost cen powyżej 161 PLN/MWh, co może być antycypacją podwyżek cen węgla (wczoraj PGG komunikowała wzrost cen bieżącej sprzedaży powyżej kosztów w listopadzie). Taki scenariusz powinien sprzyjać wszystkim zintegrowanym wytwórcom.

Rynek paliwowy

Modelowa marża rafineryjna spadła poniżej 4 USD/Bbl, co jest pochodną gorszych marż benzynowych i dalszych wzrostów cen ropy. Dyferencjał Ural/Brent oscyluje wokół 2,2 USD/Bbl, ale niepokojący dla europejskich rafinerii może być dalszy wzrost spreadu Brent/WTI. W petrochemii odnotowaliśmy odbicie na marżach monomerowych (po wcześniejszym spadku o 150 USD/t), ale kontynuowany jest spadek rentowności na poliolefinach, co jest konsekwencją uruchamiania nowych mocy. Negatywny dla sektora rafineryjnego jest wzrost cen gazu w kontraktach na przyszły rok o kolejne 3% (dla polskich firm dodatkowym problemem w tym kontekście będzie kurs USD/PLN).

Rynek kauczuków syntetycznych

Cena kauczuków naturalnych w Chinach wzrosła do poziomów najwyższych od 3 lat. Wzrost cen kauczuków naturalnych tłumaczony jest przez wysoką dynamikę rejestracji nowych samochodów, która przekłada się na większe zapotrzebowanie na gumę do produkcji opon. Wyższy popyt napotkał się na ograniczenie importu kauczuków naturalnych z Tajlandii, gdzie zbiory są wstrzymywane przez obfite opady deszczu. Według danych izby celnej w Chinach, import kauczuków naturalnych w X'16 nieoczekiwanie spadł o 14,3% r/r, podczas gdy w okresie VII'16-IX'16 rósł 3-4% r/r. Jeśli wolumeny importu z Tajlandii wrócą do normy w 2017 r., to można oczekiwać korekty notowań naturalnych kauczuków w Chinach.

Rynek metali

Obawy o chiński rynek nieruchomości i poziom zadłużenia oraz skokowy wzrost zapasów na giełdach (+66 tys. t/t do 503,6 tys. ton), to główne powody słabszego zachowania cen miedzi w ostatnich dniach. Jeszcze na 13 XII liczba długich pozycji netto na COMEX wynosiła rekordowe 61 tys. (+5tys. t/t, w ostatnim tyg. prawdopodobnie długa pozycja zamyka się).

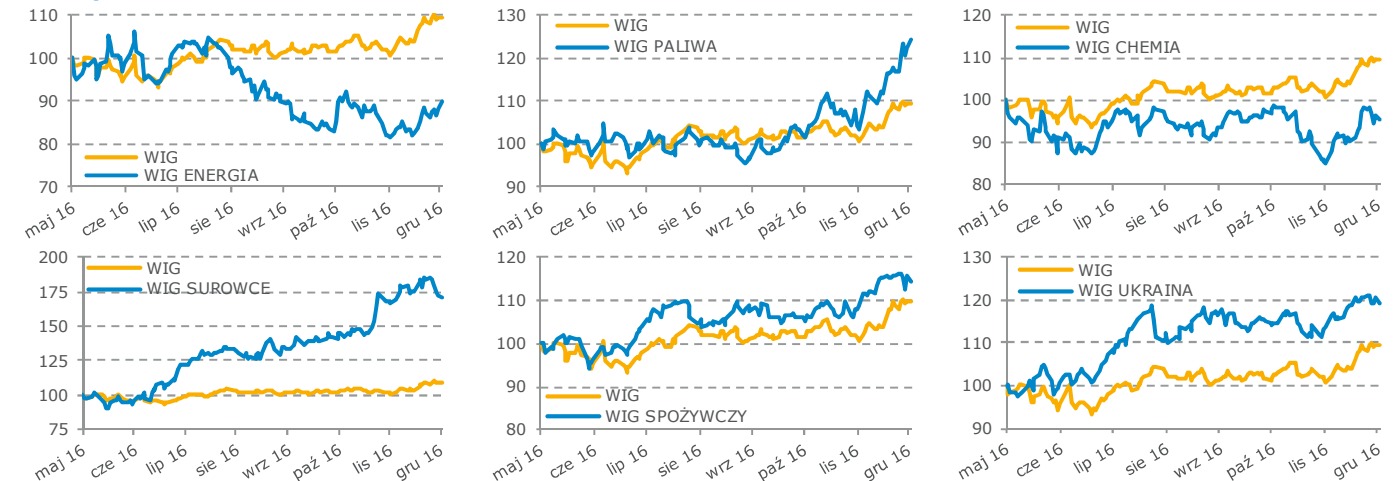
Rynek węgla

Węgiel energetyczny w Europie (ARA – 88,5 USD/t, +2,3% t/t) nadal drożeje w stosunku do australijskiego węgla w Newcastle (86,2 USD/t). Spotowa cena węgla koksowego typu hard nadal w odwrocie (259 USD/t z 274,4 USD/t w poprzednim tygodniu).

Rynek agro

Niższe ceny nawozów wieloskł. i rosnące ceny gazu ziemnego wywierały w ubiegłym tyg. presję na notowania cen akcji producentów nawozów. Mosaic poinformował o porozumieniu z Vale w sprawie nabycia aktywów związanych z produkcją nawozów fosforowych (4,8 mln ton rocznie), nawozów potasowych (0,5 mln ton). Łączna wartość transakcji to 2,5 mld USD.

Indeksy branżowe na tle WIG



Źródło: Bloomberg

Zmiana kursu t/t* i YTD

Spółka	t/t	YTD
JSW	-10,3%	+548%
KGHM	-6,9%	+41%
Grupa Azoty	-5,8%	-37%
ZE PAK	-3,0%	+42%
Astarta	-1,9%	+52%
CEZ	-1,6%	-3%
Kernel	-1,6%	+35%
PGNiG	-0,6%	+3%
Tarczyński	-0,4%	-4%
LW Bogdanka	-0,3%	+107%
Boryszew	-0,2%	+70%
Impexmetal	+0,0%	+56%
Synthos	+0,0%	+27%
Pulawy	+0,2%	-28%
Police	+0,3%	-21%
Kety	+0,6%	+22%
Enea	+3,9%	-13%
Energa	+4,4%	-28%
Tauron	+5,2%	-1%
PGE	+5,6%	-20%
Lotos	+7,0%	+50%
MOL	+7,9%	+51%
PKN Orlen	+8,8%	+28%

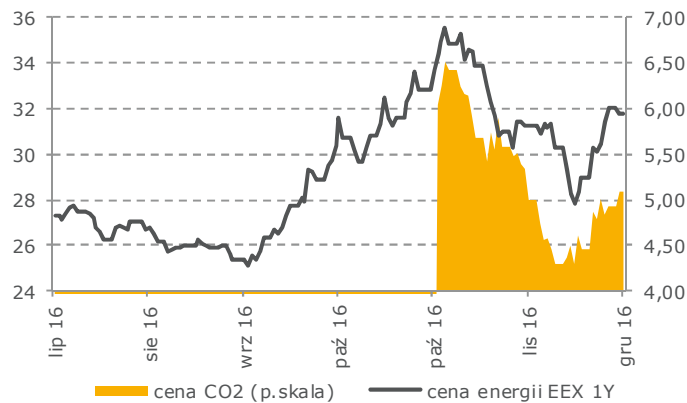
Indeksy sektor	t/t	YTD
Energetyka	-0,8%	-6%
E&P	+1,1%	+31%
Górnictwo	-9,0%	+66%
Kauczuki	+1,2%	+29%
Nawozy	-3,9%	+4%
Petrochemia	+0,5%	+23%
Rafinerie eur.	+3,3%	+27%
Rafinerie amer.	+1,2%	+4%

*zmiana w okresie 12.12-19.12; w PLN

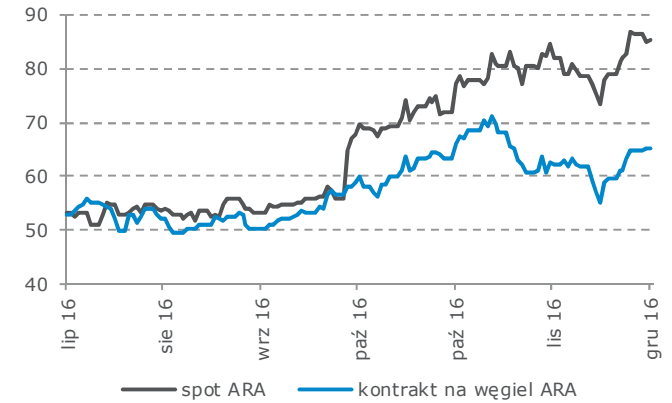


Energetyka

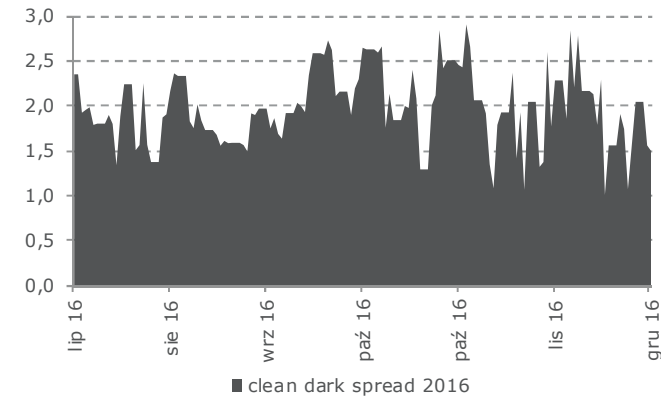
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



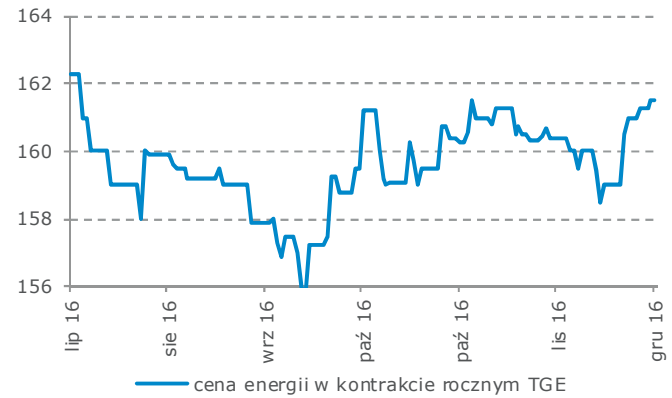
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



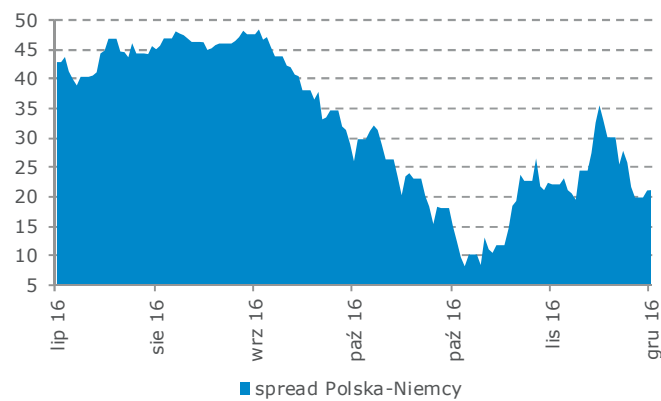
Clean dark spread 2016 rynek niemiecki (EUR/MWh)



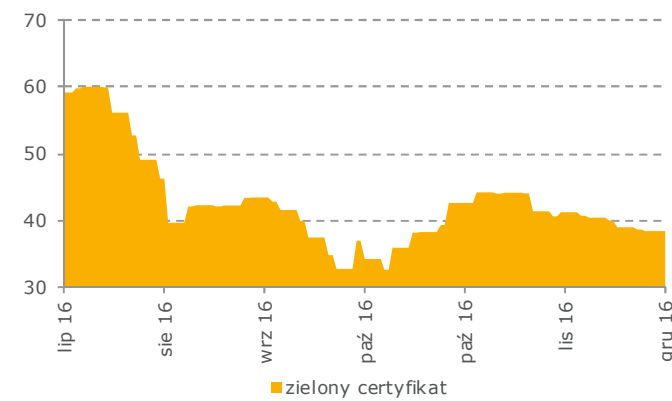
Cena energii w kontrakcie na 2017 (PLN/MWh)



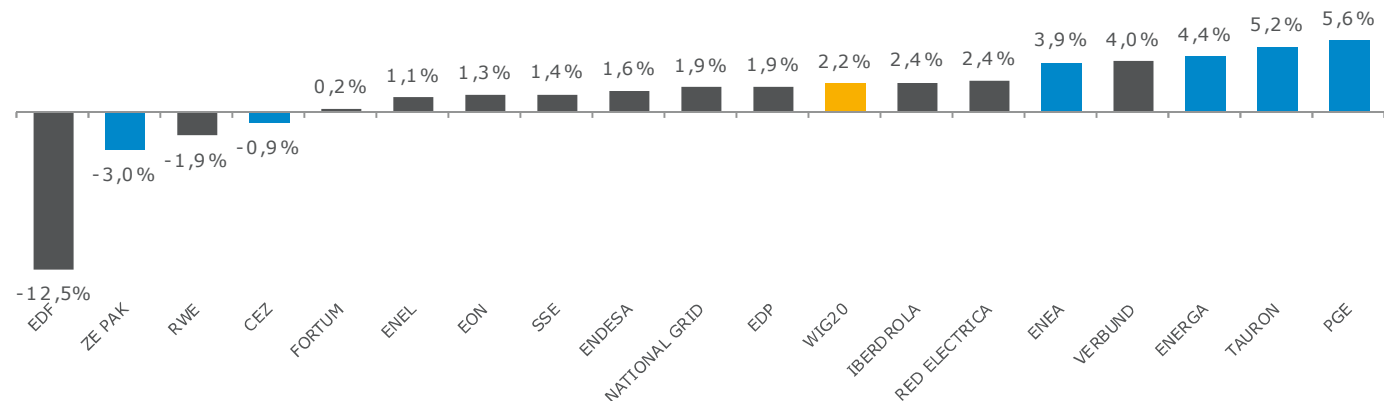
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



Tygodniowy performance spółek energetycznych



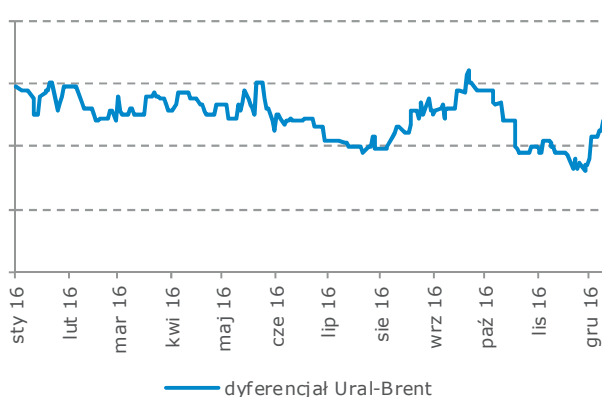
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

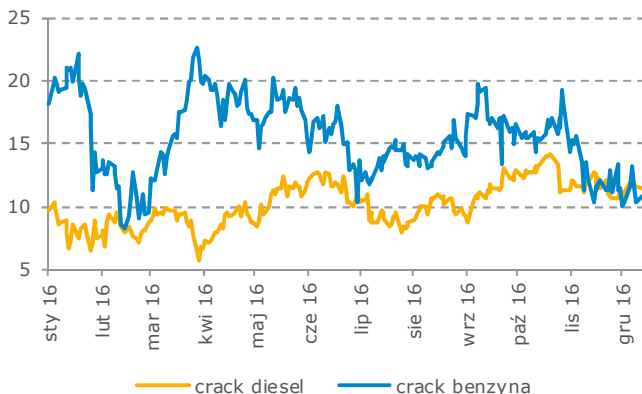
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



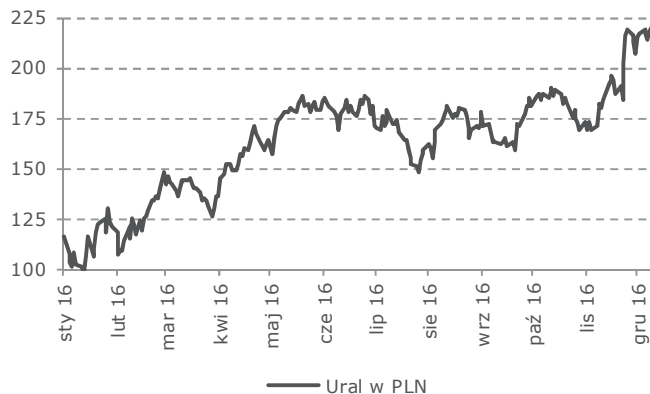
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



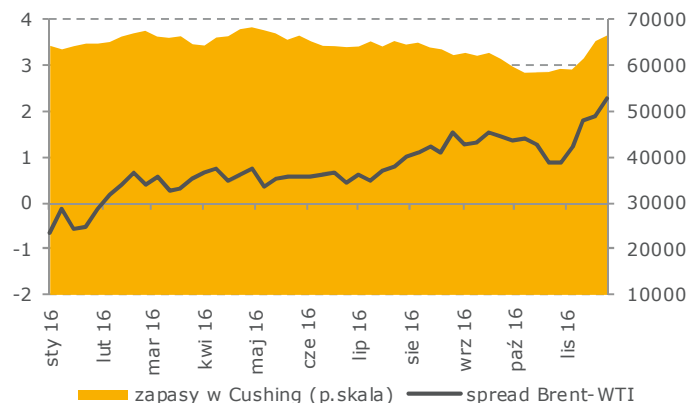
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



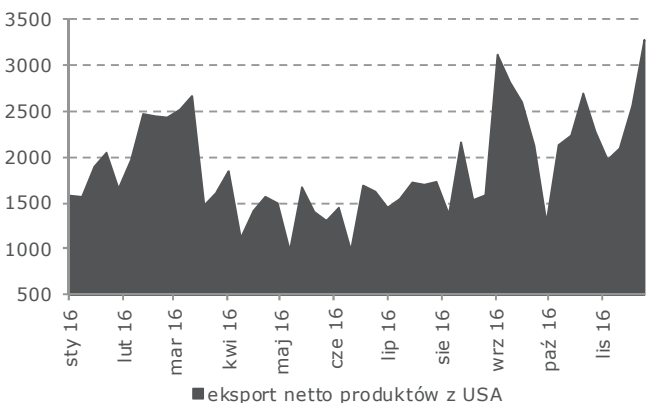
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



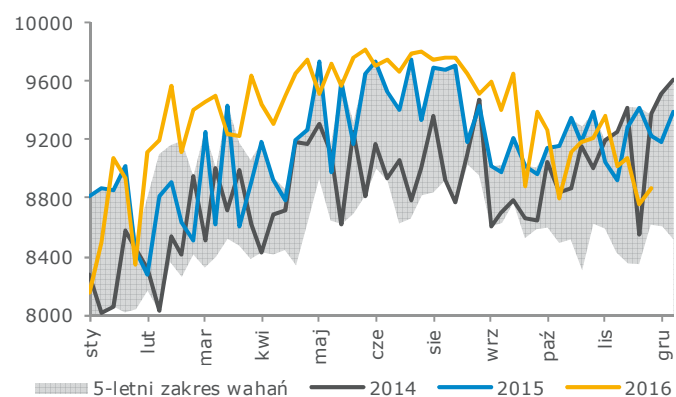
Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



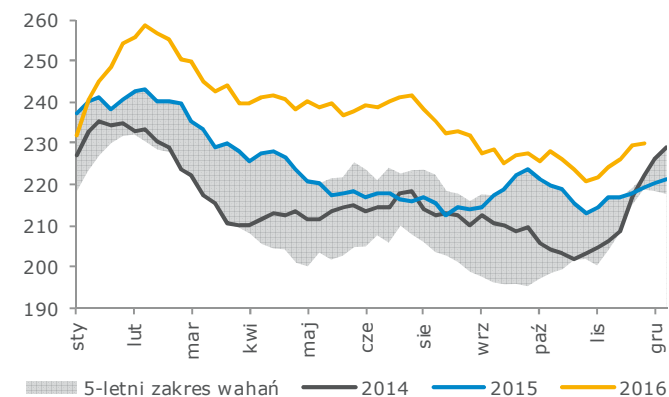
Eksport netto paliw z USA



Popyt na benzynę w USA



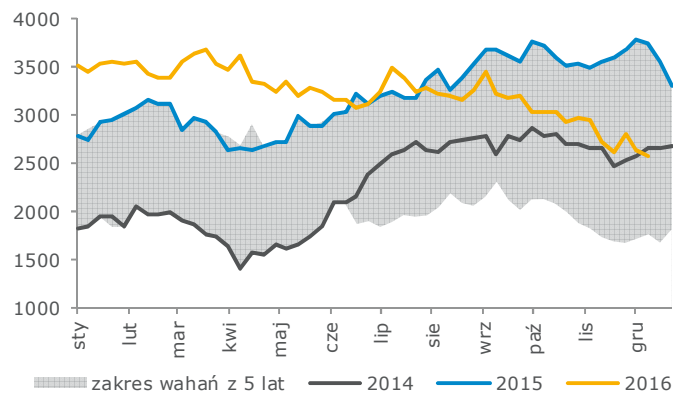
Zapasy benzyny w USA



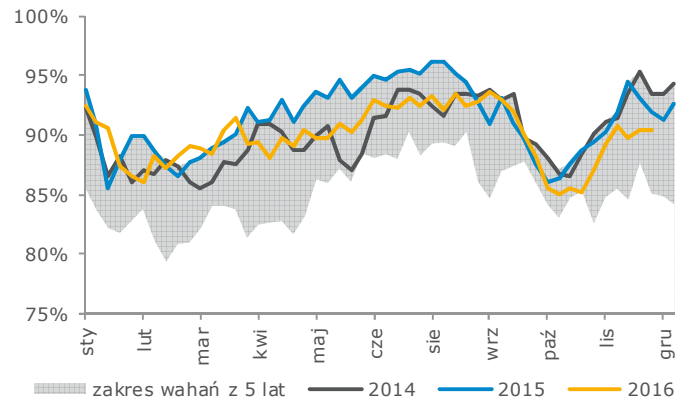
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

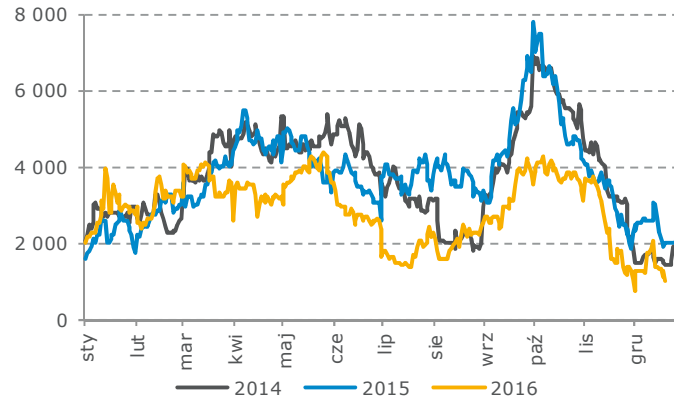
Zapasy diesla w portach ARA



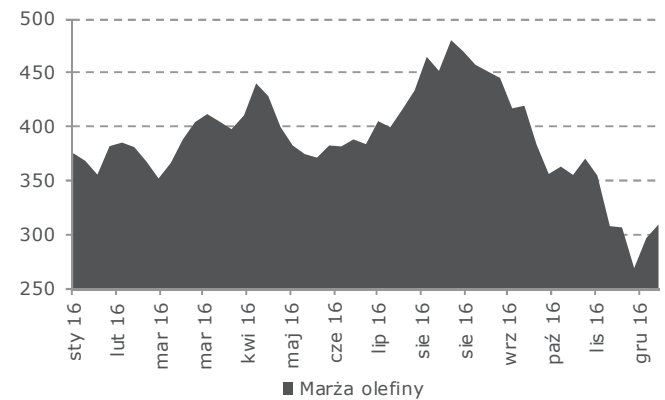
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



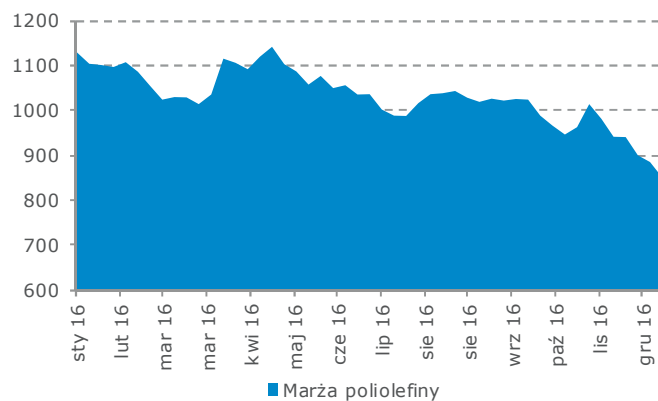
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



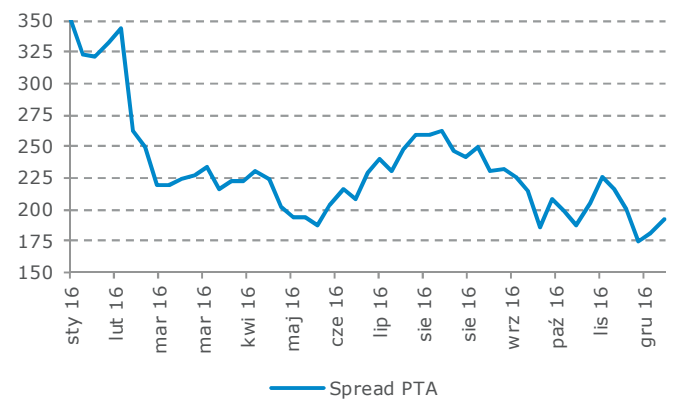
Marża petrochemiczna olefiny



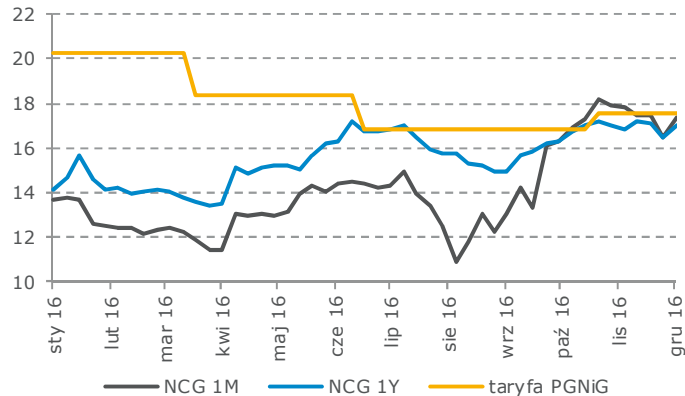
Marża petrochemiczna poliolefiny



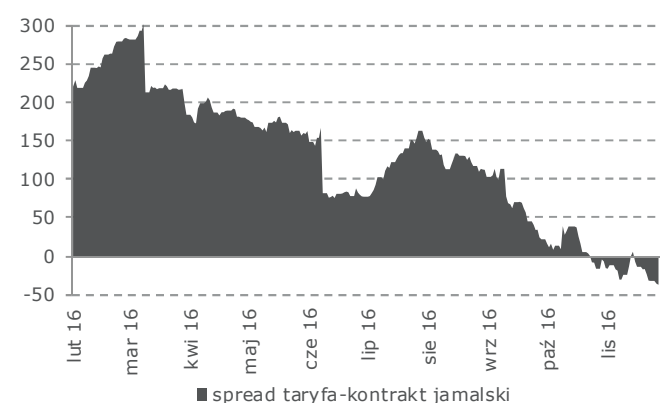
Cena PTA (USD/t)



Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



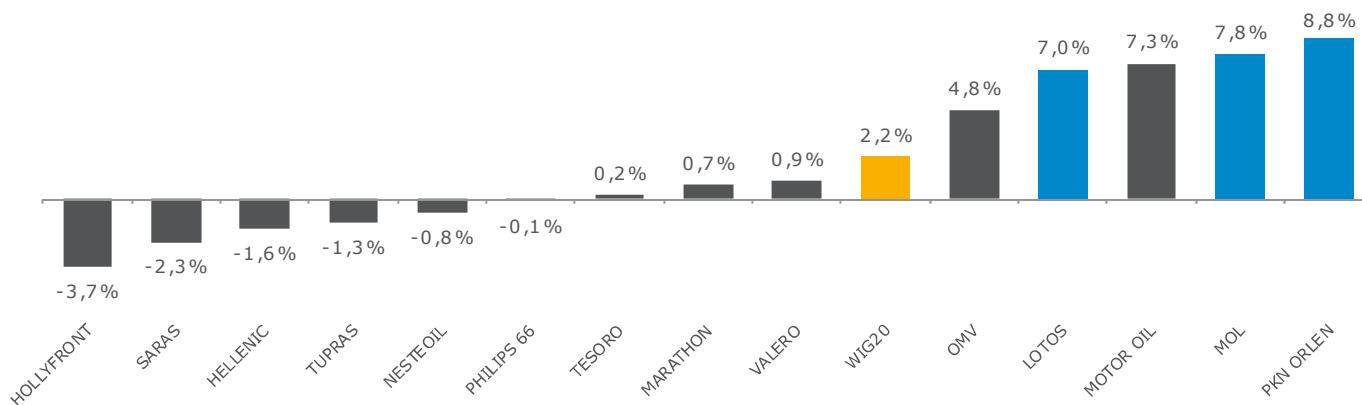
Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



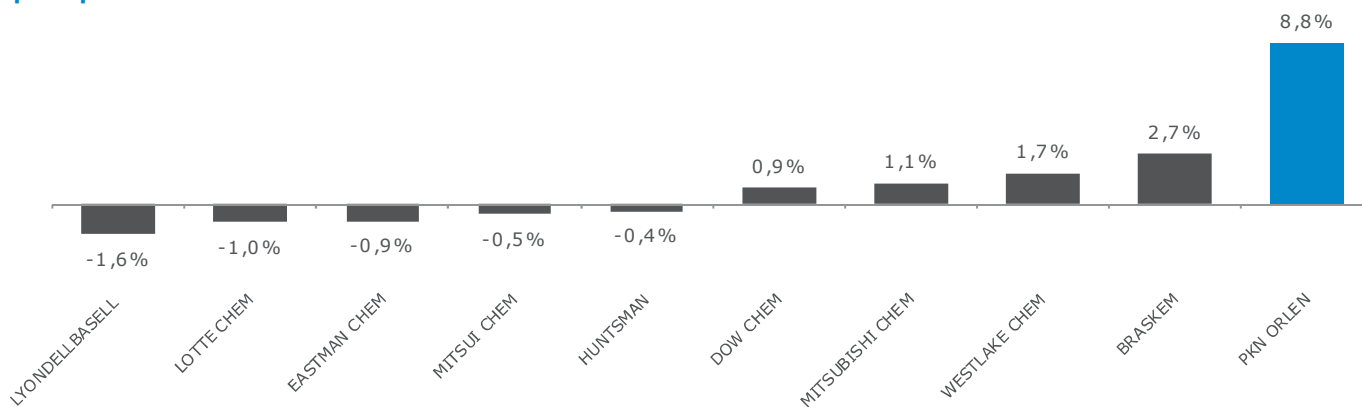
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Tygodniowy performance

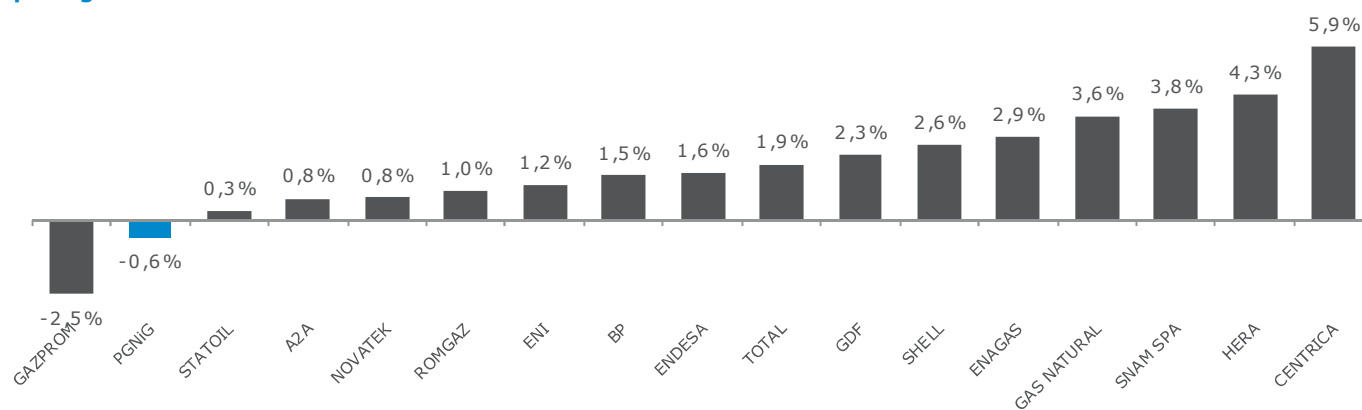
Spółki rafineryjne



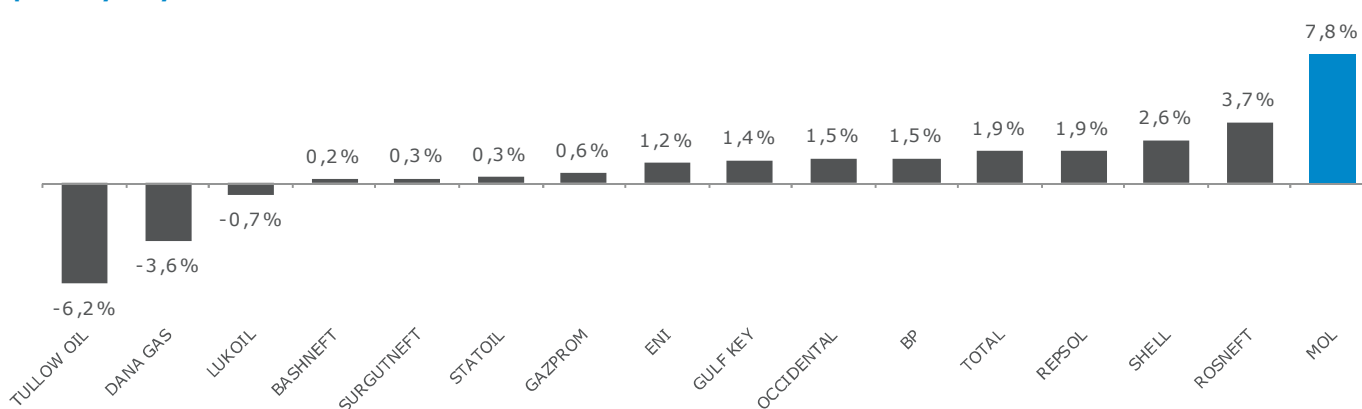
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



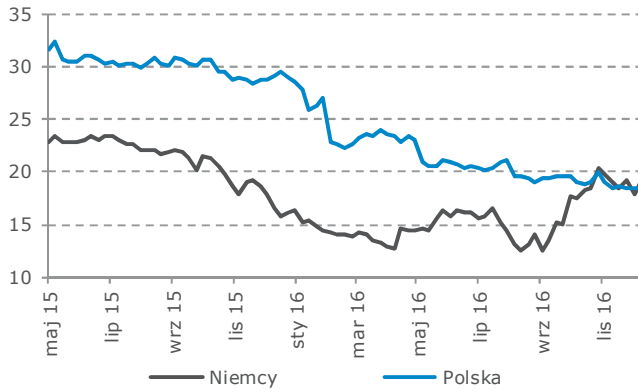
Spółki wydobywcze



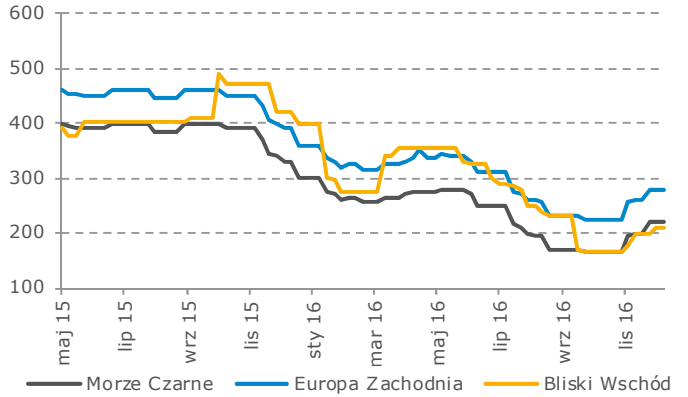
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

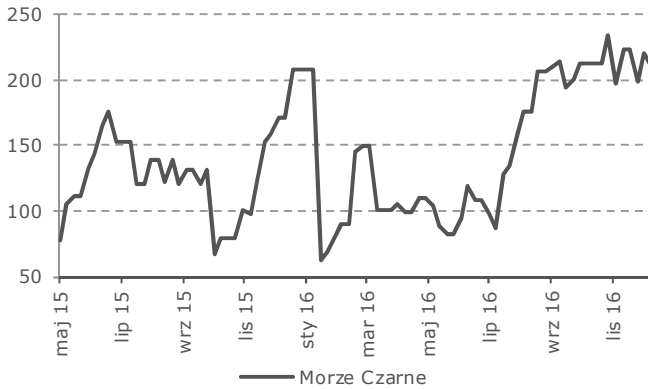
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



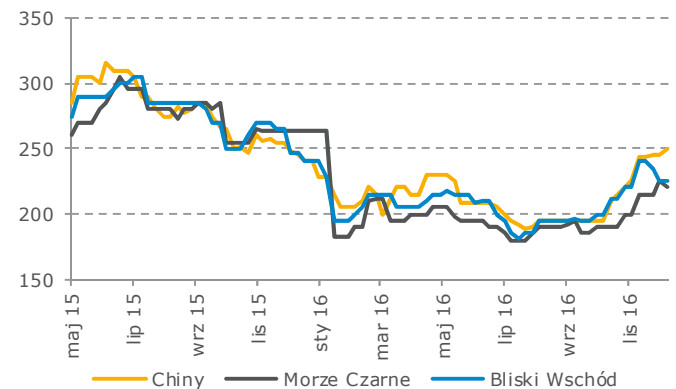
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



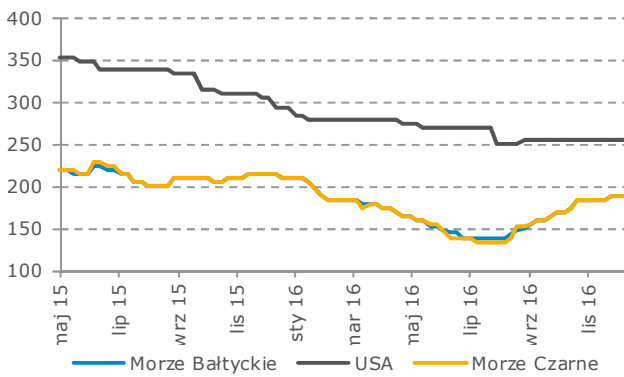
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



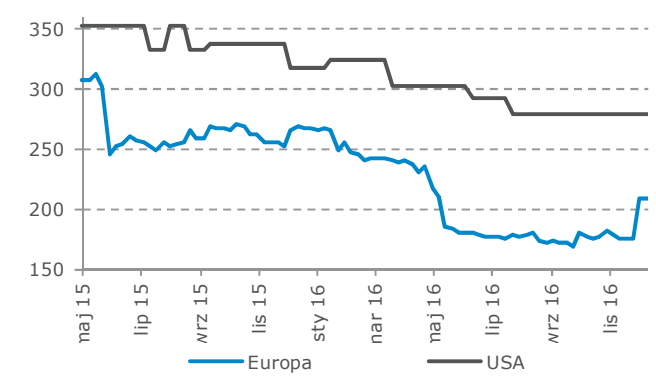
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



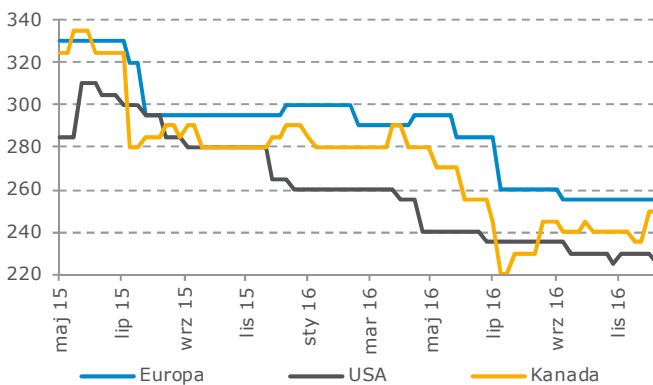
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



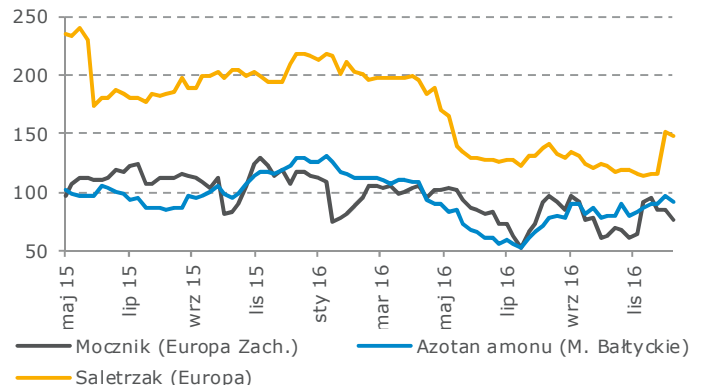
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



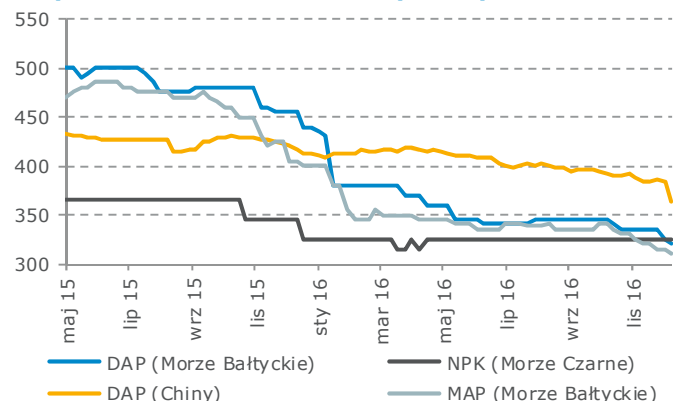
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



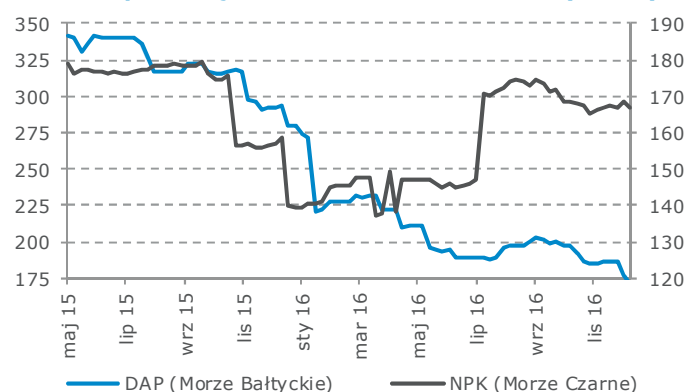
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

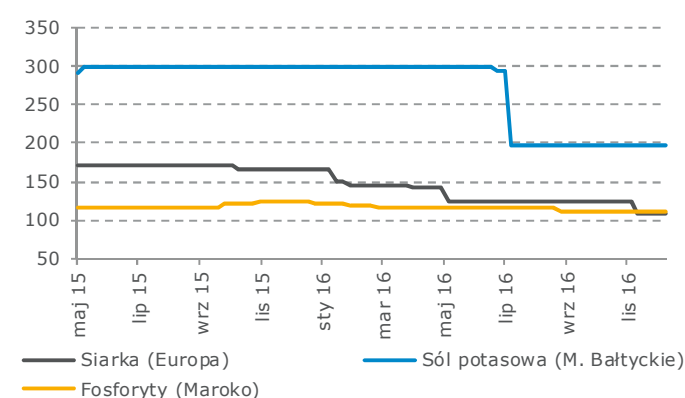
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



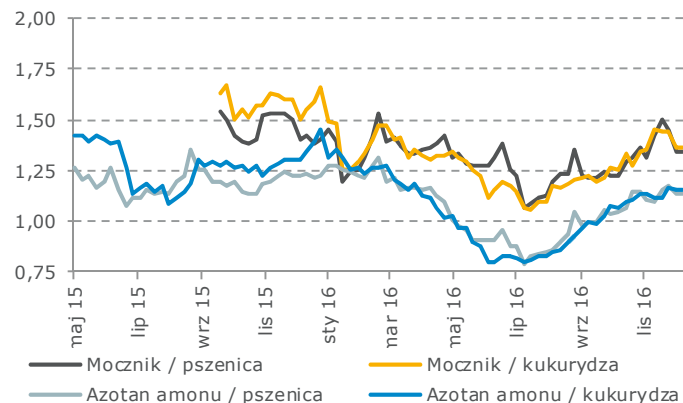
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



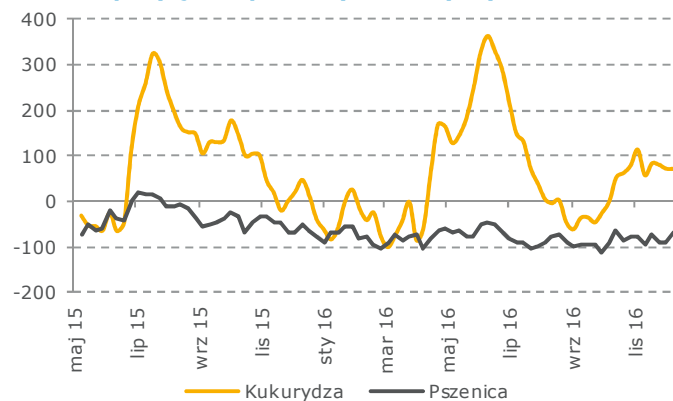
Ceny siarki, soli potasowej i fosforu (USD/t)



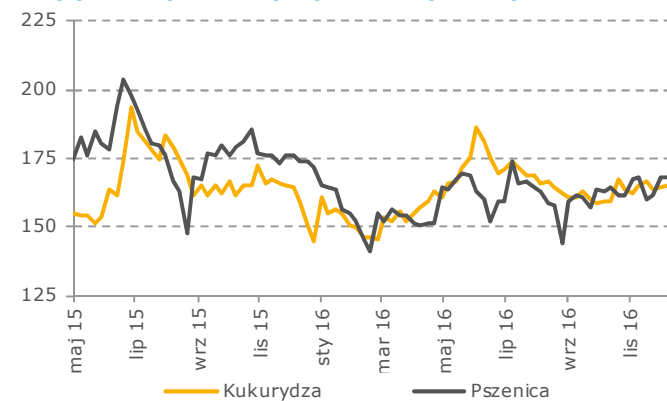
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



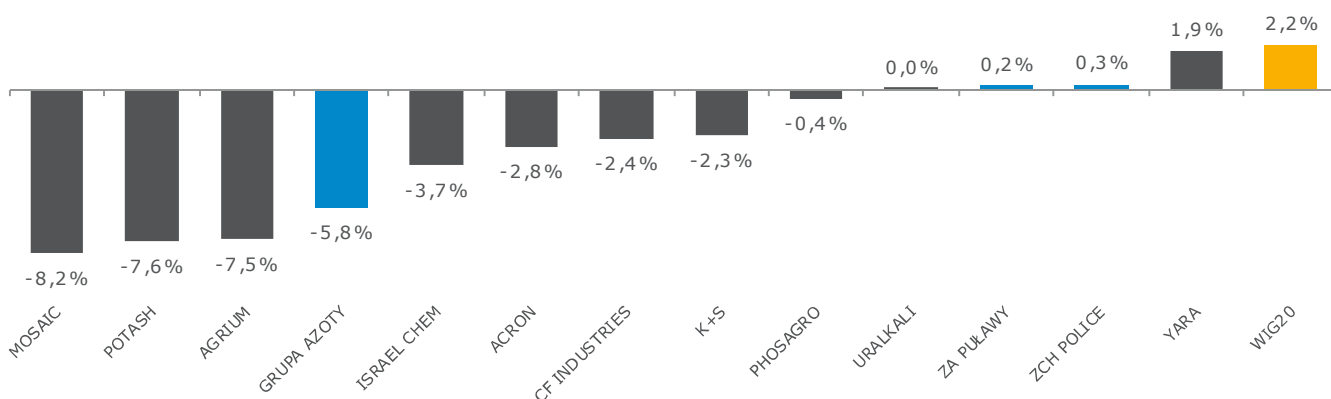
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



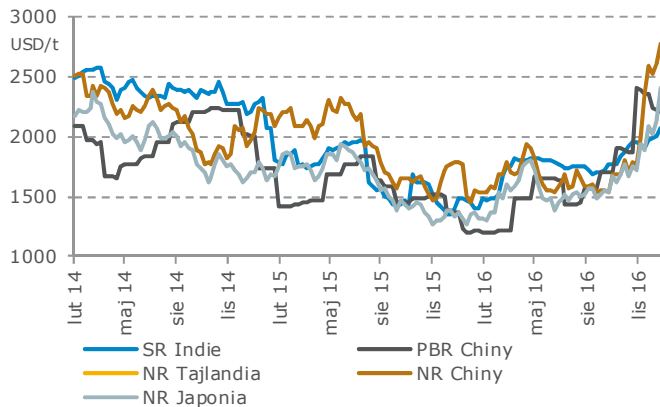
Tygodniowy performance producentów nawozów



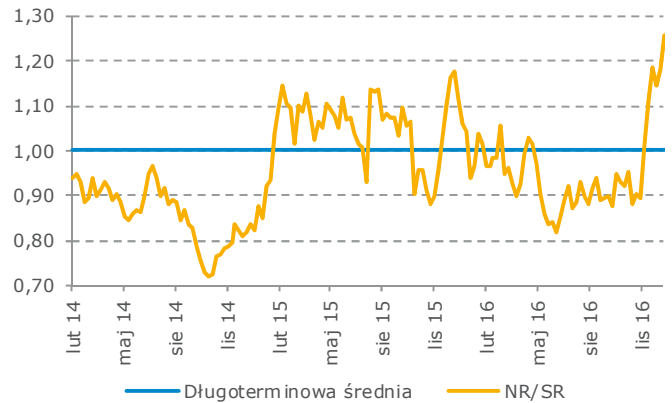
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Kauczuki syntetyczne

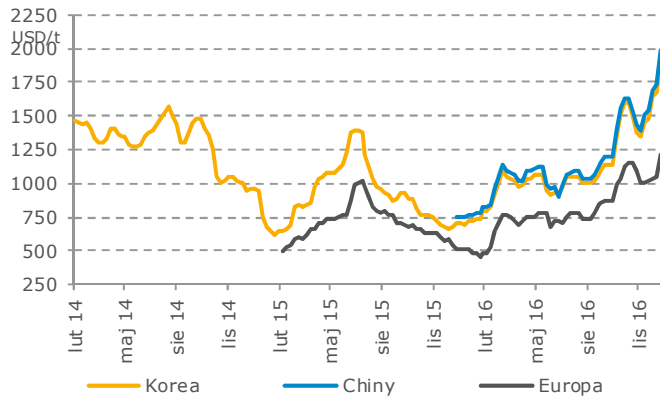
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych



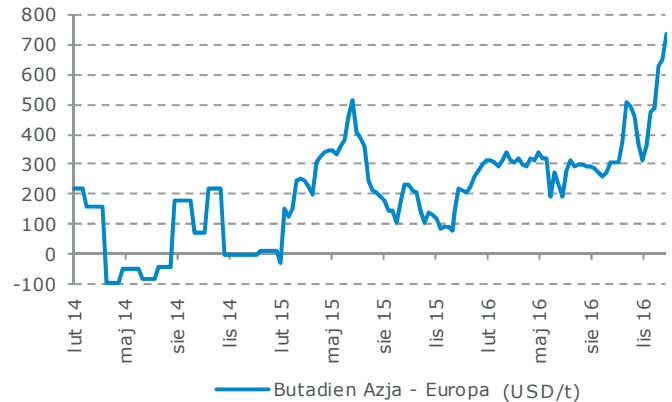
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



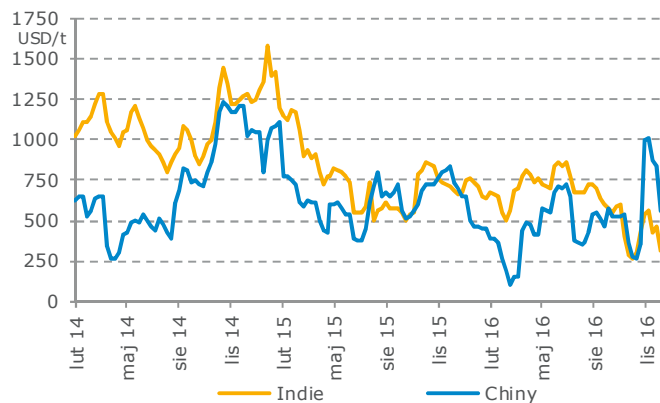
Ceny butadienu



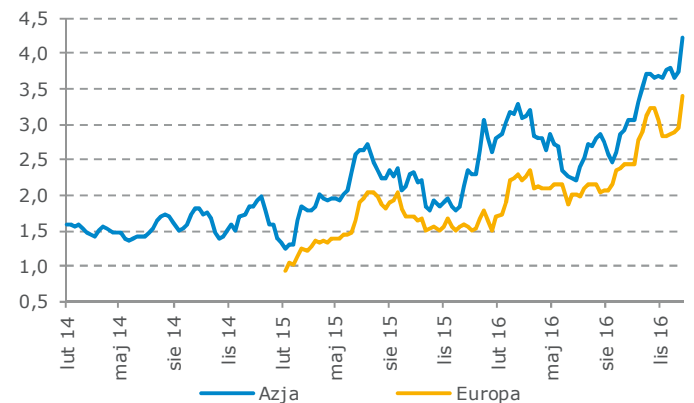
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



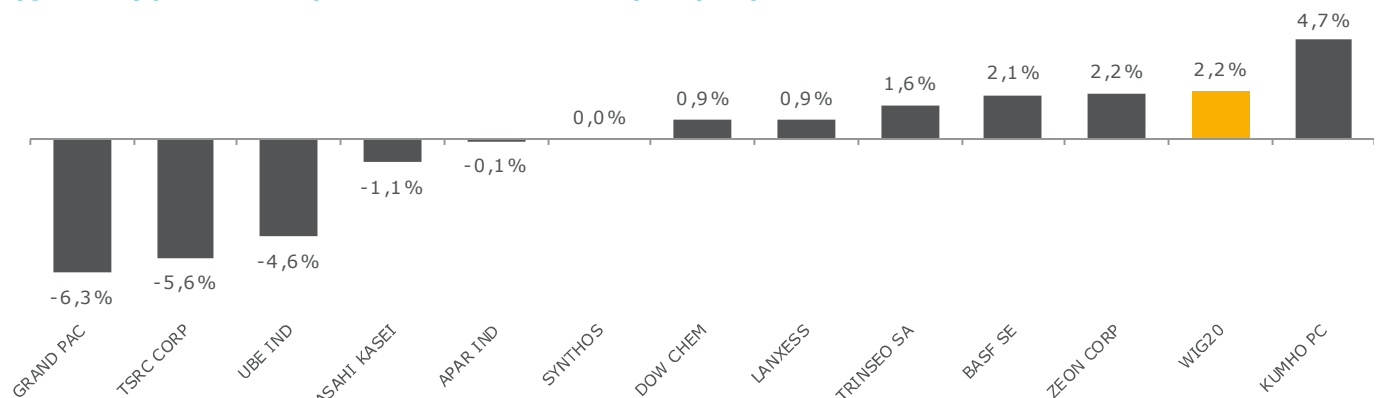
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



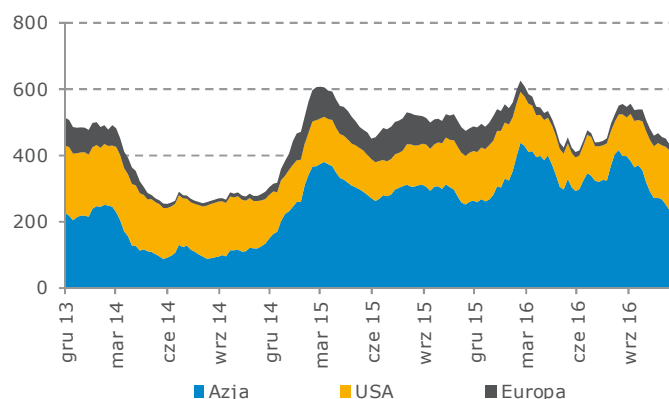
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



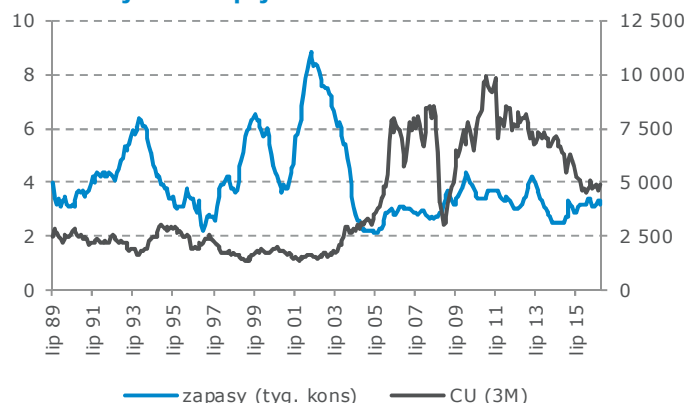
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Surowce

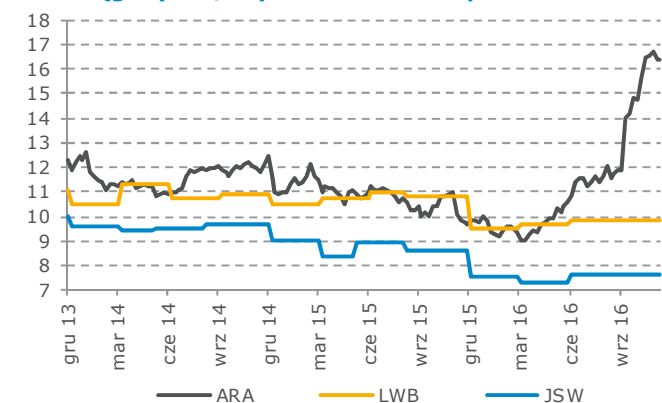
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



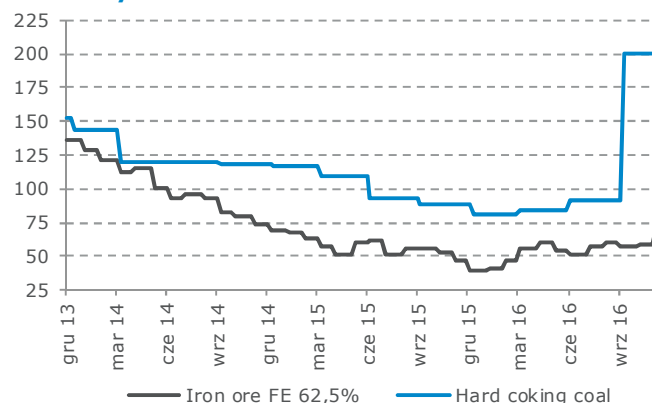
Cena miedzi (USD/t) oraz zapasy miedzi w tygodniach światowej konsumpcji



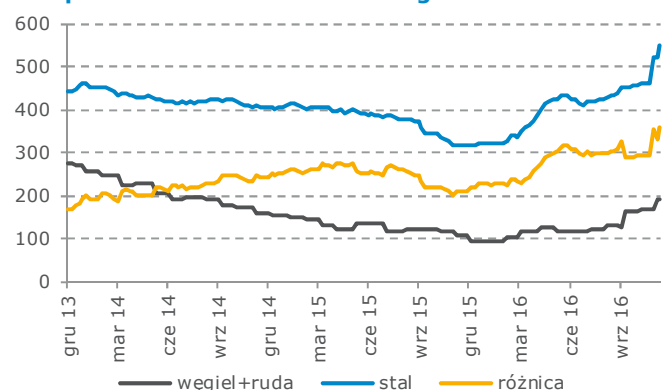
Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



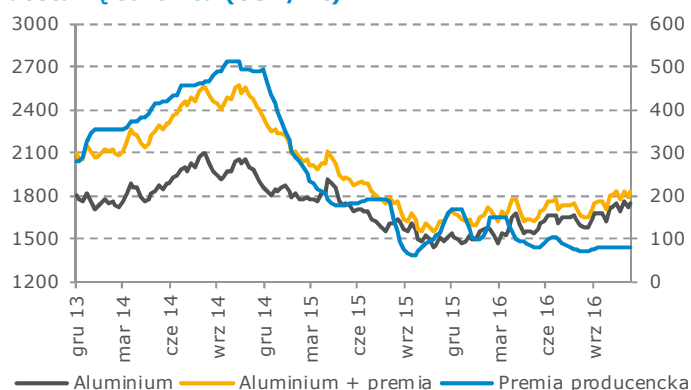
Cena rudy żelaza



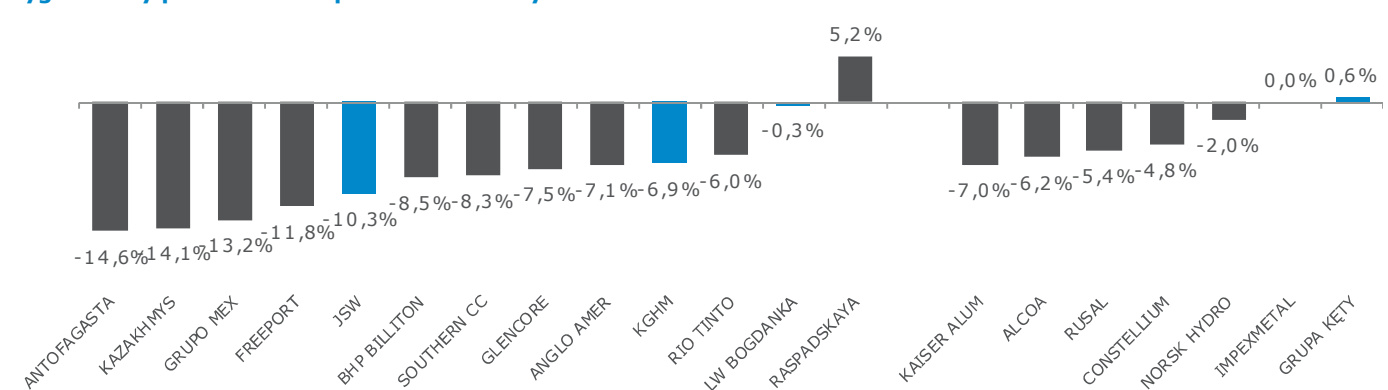
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie kosztu wsadu surowcowego



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



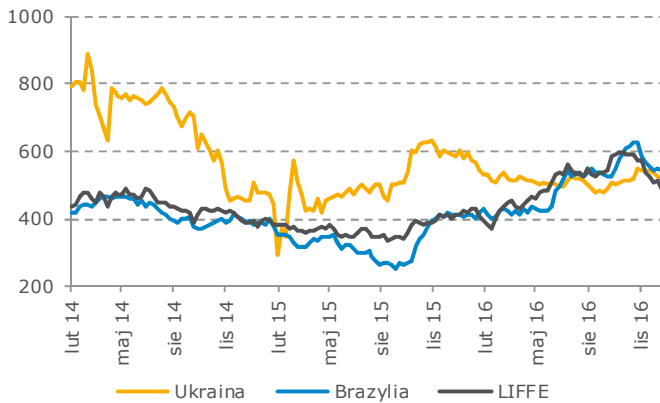
Tygodniowy performance spółek surowcowych



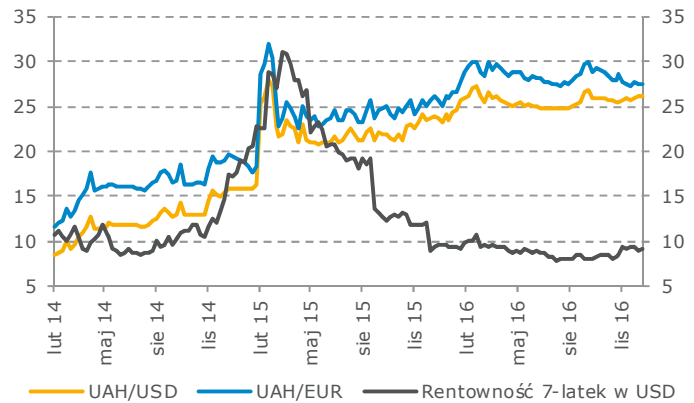
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Rynek spożywczy

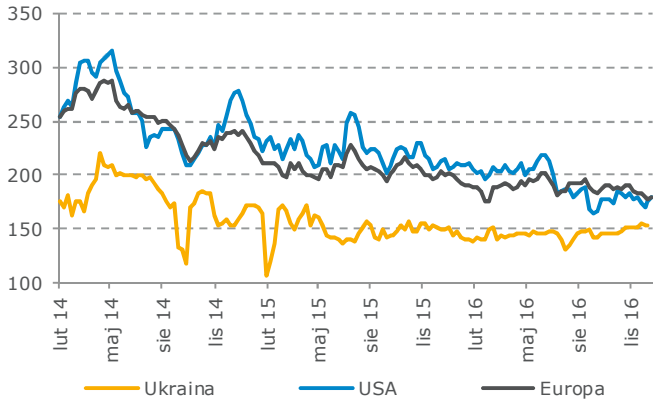
Cena cukru (USD/Mt)



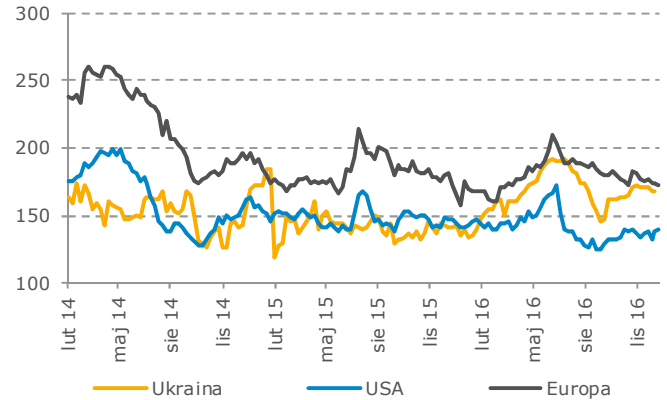
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



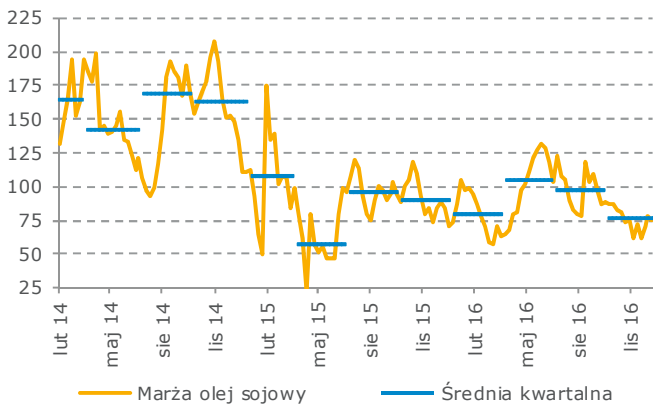
Cena pszenicy (USD/Mt)



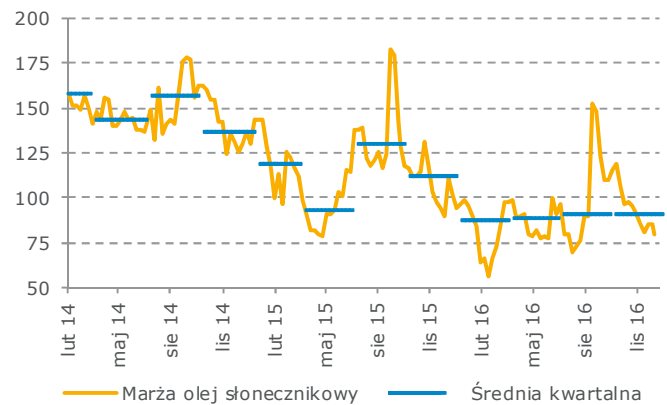
Cena kukurydzy (USD/Mt)



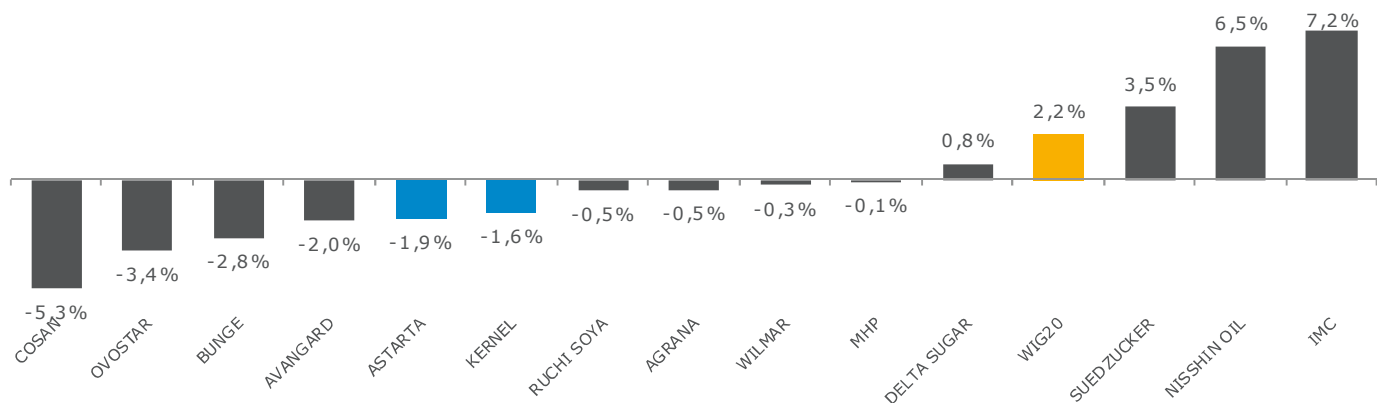
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wycena spółek energetycznych (2016-12-19)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
EDF	9,8	3,0	2,9	3,0	0,6	0,6	0,7	30,5	6,6	10,3	21%	22%	21%	11,3%	9,5%	7,2%
EDP	2,9	8,0	8,4	8,2	2,0	2,1	2,0	11,5	11,3	11,0	25%	25%	24%	6,4%	6,6%	6,6%
Endesa	20,3	8,6	7,7	7,8	1,3	1,3	1,3	19,7	15,5	16,0	15%	17%	16%	5,1%	6,4%	6,3%
Enel	4,1	6,8	6,5	6,4	1,3	1,3	1,3	17,6	12,8	11,8	19%	20%	21%	3,9%	4,4%	5,2%
EON	6,5	100+	3,9	3,8	0,2	0,5	0,5	-	15,2	12,7	-	12%	12%	7,7%	3,3%	3,7%
Fortum	14,6	63,6	11,9	11,0	3,6	3,6	3,4	-	22,8	21,0	6%	30%	30%	-	4,8%	4,5%
Iberdola	6,0	9,5	9,0	8,7	2,2	2,1	2,1	15,8	14,6	14,1	23%	24%	24%	0,5%	4,9%	5,1%
National Grid	9,4	12,1	11,3	11,3	4,2	4,1	4,0	17,5	15,2	14,9	35%	36%	35%	4,6%	4,6%	4,7%
Red Electrica	17,5	10,4	10,3	10,0	7,9	7,8	7,6	15,6	14,7	14,2	76%	76%	76%	4,6%	4,9%	5,2%
RWE	11,4	2,9	3,4	3,4	0,4	0,4	0,4	-	10,8	10,4	13%	12%	12%	0,1%	2,5%	3,5%
SSE	15,2	15,2	9,7	9,4	0,7	0,7	0,8	27,5	13,0	12,7	5%	7%	8%	5,8%	5,9%	6,0%
Verbund	14,3	9,3	9,4	10,3	2,8	2,9	2,9	23,8	16,4	19,0	30%	31%	28%	2,5%	1,9%	1,6%
CEZ	417,0	5,5	6,2	6,6	1,7	1,8	1,8	10,8	11,9	14,0	31%	29%	28%	9,5%	9,6%	6,7%
PGE	10,2	2,6	4,1	4,8	0,8	0,9	1,0	-	10,7	8,4	29%	21%	21%	7,7%	2,5%	2,3%
Tauron	2,8	3,6	4,3	4,6	0,7	0,8	0,9	-	9,3	5,0	19%	19%	19%	5,3%	0,0%	0,0%
Enea	9,8	4,2	4,4	4,5	0,9	1,0	1,0	-	5,5	6,3	22%	22%	21%	4,8%	0,0%	0,0%
Energia	9,1	3,5	4,5	4,4	0,7	0,8	0,8	4,5	100+	7,4	20%	18%	18%	15,9%	5,4%	2,7%
ZE PAK*	12,8	-	2,2	2,1	0,4	0,4	0,4	-	2,5	2,2	-	20%	22%	-	-	3,1%
Mediana		7,4	6,4	6,5	1,1	1,1	1,1	17,5	12,8	12,2	21%	22%	21%	5,2%	4,8%	4,6%

Wycena spółek nawozowych (2016-12-19)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	3615,0	5,4	6,3	6,0	1,9	2,3	2,1	9,8	5,6	5,9	36%	37%	34%	-	6,3%	6,9%
Uralkali	166,9	7,1	9,6	9,6	4,4	5,4	5,1	27,7	5,0	7,1	62%	56%	53%	-	-	9,9%
Agrium	98,9	9,2	11,8	10,8	1,3	1,4	1,4	14,2	20,6	18,1	14%	12%	13%	3,4%	3,5%	3,5%
Phosagro	2526,0	5,1	5,8	6,6	2,2	2,2	2,2	9,0	9,4	9,0	43%	38%	34%	7,2%	5,0%	4,9%
K+S	21,3	6,2	11,1	8,0	1,5	1,7	1,6	8,2	31,1	20,1	24%	16%	19%	5,4%	2,0%	2,4%
Yara International	331,1	4,9	6,9	7,2	0,9	1,1	1,0	11,3	15,7	15,8	19%	15%	15%	4,5%	3,7%	3,3%
The Mosaic Company	27,8	6,4	12,6	10,6	1,5	1,8	1,8	10,0	40,3	29,7	23%	15%	17%	3,9%	4,0%	3,8%
Potash	17,9	7,5	13,8	12,9	3,4	5,0	4,8	11,8	33,7	28,6	45%	36%	37%	8,5%	3,9%	2,4%
CF Industries	28,3	8,2	14,4	11,6	3,2	3,7	3,3	9,5	36,6	62,2	39%	26%	29%	4,2%	4,2%	4,2%
Israel Chemicals	15,4	6,9	9,6	7,3	1,5	1,5	1,5	9,9	12,8	11,0	22%	16%	20%	7,0%	3,9%	4,7%
Grupa Azoty	62,9	5,3	6,1	7,2	0,7	0,8	0,8	10,2	12,3	15,6	13%	13%	11%	0,0%	1,3%	3,1%
ZA Police*	21,7	6,7	7,3	8,6	0,7	0,8	0,8	9,8	14,5	15,2	11%	11%	10%	-	-	4,0%
ZCh Puławy*	182,4	4,2	4,9	4,9	0,7	0,8	0,8	7,7	10,2	10,5	17%	17%	16%	5,8%	5,8%	5,5%
Mediana		6,4	9,6	8,0	1,5	1,7	1,6	9,9	14,5	15,6	23%	16%	19%	5,0%	3,9%	4,0%

Wycena spółek rafineryjnych (2016-12-19)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	40,4	11,6	6,6	6,6	0,6	0,7	0,5	-	13,5	12,4	5%	10%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	20620,0	4,6	5,5	4,7	0,7	0,9	0,7	-	18,6	13,2	16%	17%	14%	2,4%	2,6%	2,8%
PKN Orlen	87,2	7,4	6,0	6,7	0,5	0,6	0,4	13,1	9,8	11,3	7%	10%	7%	1,9%	2,3%	3,4%
HollyFrontier	31,2	4,6	13,8	6,5	0,5	0,7	0,6	8,0	44,7	14,9	12%	5%	9%	4,2%	4,3%	4,4%
Tesoro	90,5	4,6	7,6	6,3	0,6	0,7	0,6	7,2	18,2	14,5	12%	9%	9%	2,0%	2,3%	2,5%
Valero Energy	67,5	4,2	7,0	5,8	0,4	0,5	0,4	8,4	18,2	12,5	9%	7%	7%	2,5%	3,6%	3,7%
Marathon Petroleum	49,4	7,0	9,9	7,7	0,6	0,7	0,6	9,3	23,5	14,6	9%	7%	8%	2,3%	2,7%	3,0%
Phillips 66	87,2	9,2	12,3	8,9	0,5	0,6	0,5	11,2	25,7	16,3	6%	5%	5%	2,5%	2,8%	3,0%
Tupras	70,7	6,0	8,5	6,7	0,6	0,7	0,5	6,9	11,6	8,6	10%	8%	8%	9,2%	6,7%	8,2%
OMV	33,5	100+	5,7	5,6	0,9	1,0	0,9	-	11,0	13,0	-	18%	16%	3,0%	3,0%	3,0%
Neste Oil	36,2	10,0	7,4	7,9	0,9	0,9	0,8	16,6	12,4	13,5	9%	12%	10%	2,8%	3,2%	3,2%
Hellenic Petroleum	4,2	7,2	4,7	5,2	0,4	0,4	0,4	28,3	5,7	6,2	6%	10%	8%	-	3,3%	5,3%
Saras	1,7	2,5	2,6	2,8	0,2	0,2	0,2	6,9	8,3	9,7	7%	8%	6%	-	5,9%	5,2%
Motor Oil	13,2	3,8	3,8	4,2	0,3	0,3	0,3	7,1	6,7	7,7	7%	8%	6%	-	5,9%	6,0%
Mediana		6,0	6,8	6,4	0,6	0,7	0,5	8,4	13,0	12,8	9%	8%	8%	2,5%	3,1%	3,3%

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

Wycena spółek petrochemicznych (2016-12-19)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
Axiell	58,1	9,3	10,1	7,4	2,5	2,2	1,5	11,9	16,3	14,0	27%	22%	20%	1,2%	1,3%	1,2%
Braskem	33,4	4,2	3,3	3,4	0,8	0,8	0,7	8,5	8,8	8,7	19%	24%	22%	3,8%	6,4%	4,9%
Dow Chemical	58,8	10,6	8,9	8,2	1,8	1,8	1,7	9,1	16,1	14,5	17%	20%	21%	2,9%	3,2%	3,3%
Eastman Chemical	76,2	9,0	8,3	7,9	1,8	2,0	1,9	13,3	11,3	10,3	20%	24%	24%	2,2%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	19,7	11,2	8,0	7,1	0,9	0,9	0,9	51,9	12,8	10,3	8%	12%	13%	2,5%	2,6%	2,6%
LyondellBasell	88,1	6,0	6,4	6,6	1,3	1,5	1,4	9,2	9,3	8,9	22%	23%	21%	3,4%	3,8%	3,9%
Mitsubishi Chemical	791,1	8,7	6,4	6,7	0,8	0,8	0,9	19,1	42,9	9,5	9%	12%	13%	1,6%	1,8%	2,2%
Mitsui Chemicals	548,0	10,8	7,9	7,1	0,6	0,7	0,8	31,8	16,0	10,7	6%	9%	12%	0,9%	1,5%	1,9%
Westlake Chemical	58,1	9,3	10,1	7,4	2,5	2,2	1,5	11,9	16,3	14,0	27%	22%	20%	1,2%	1,3%	1,2%
PKN Orlen	87,2	7,4	6,0	6,7	0,5	0,6	0,4	13,1	9,8	11,3	7%	10%	7%	1,9%	2,3%	3,4%
Mediana		9,1	8,0	7,1	1,1	1,2	1,2	12,5	14,4	10,5	18%	21%	20%	2,0%	2,4%	2,6%

Wycena spółek gazowych (2016-12-19)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI GAZOWE																
AZA	1,2	12,5	6,8	6,8	1,5	1,5	1,5	51,3	10,7	12,6	12%	22%	21%	3,4%	4,2%	4,8%
Centrica	2,3	100+	7,3	7,2	0,6	0,7	0,6	-	14,9	14,2	-	9%	9%	5,2%	5,3%	5,5%
Enagas	24,8	11,7	11,8	11,4	8,5	8,6	8,2	14,3	14,1	13,7	73%	73%	72%	5,3%	5,6%	5,9%
Endesa	20,3	8,6	7,7	7,8	1,3	1,3	1,3	19,7	15,5	16,0	15%	17%	16%	5,1%	6,4%	6,3%
Engie	12,2	41,1	5,5	5,6	0,8	0,9	0,9	-	12,0	12,4	2%	16%	16%	8,2%	8,2%	5,8%
Gas Natural SDG	17,5	7,4	7,4	7,3	1,4	1,5	1,5	11,7	13,2	13,0	19%	20%	20%	5,2%	5,7%	5,7%
Hera	2,1	7,9	6,9	6,7	1,3	1,3	1,3	17,4	16,6	15,5	16%	19%	19%	4,2%	4,3%	4,5%
Snam	3,8	9,8	13,2	13,2	7,5	10,5	10,4	10,9	15,8	14,2	77%	79%	79%	6,6%	5,7%	5,9%
PGNiG	5,3	5,2	5,6	5,1	0,9	1,0	0,9	14,7	14,5	13,0	17%	17%	19%	3,8%	3,4%	4,2%
BG Group	22,0	13,0	9,4	6,5	1,1	1,3	1,1	100+	31,4	17,7	9%	14%	16%	6,9%	6,8%	6,8%
BP	4,9	22,2	7,8	5,4	0,7	0,8	0,6	-	39,3	18,7	3%	10%	12%	6,6%	6,4%	6,4%
Eni	15,0	10,3	6,6	4,4	1,0	1,2	1,0	-	-	24,2	10%	18%	22%	5,3%	5,3%	5,4%
Gazprom	154,6	3,1	3,9	3,5	0,9	0,9	0,8	4,5	3,8	3,9	29%	24%	24%	4,7%	5,4%	5,9%
NovaTek	129,1	16,4	12,9	11,2	5,5	5,1	4,3	-	15,0	15,4	34%	39%	38%	-	14,6%	2,4%
ROMGAZ	24,7	-	3,7	3,6	-	2,0	1,9	-	9,7	9,0	-	53%	54%	-	8,3%	8,7%
Shell	26,0	12,8	9,3	6,5	1,1	1,3	1,1	91,0	27,4	15,4	9%	14%	16%	7,0%	6,8%	6,8%
Statoil	156,8	3,8	4,8	3,3	1,2	1,5	1,2	-	100+	17,2	32%	32%	37%	5,2%	4,8%	4,8%
Total	47,9	9,8	7,4	5,6	1,1	1,1	0,9	24,0	15,1	12,2	12%	16%	17%	5,1%	5,4%	5,3%
Mediana		10,1	7,4	6,5	1,1	1,3	1,1	16,0	14,9	14,2	16%	18%	19%	5,2%	5,6%	5,8%

Wycena spółek wydobywczych (2016-12-19)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
Bashneft	3557,5	5,1	5,3	4,4	1,1	1,1	0,9	10,4	9,6	8,0	21%	21%	21%	-	4,0%	4,7%
BP	4,9	22,2	7,8	5,4	0,7	0,8	0,6	-	39,3	18,7	3%	10%	12%	6,6%	6,4%	6,4%
Dana Gas	0,5	10,2	8,9	11,8	3,7	5,0	4,6	7,0	18,0	19,3	36%	56%	39%	-	-	-
Eni	15,0	10,3	6,6	4,4	1,0	1,2	1,0	-	-	24,2	10%	18%	22%	5,3%	5,3%	5,4%
Gazprom Neft	207,9	5,5	5,1	4,0	1,0	1,1	0,9	8,9	5,4	3,8	18%	21%	22%	-	6,7%	8,4%
Gulf Keystone	1,3	-	17,5	9,1	9,4	6,0	4,6	-	-	86,3	-	34%	51%	-	-	-
Lukoil	3350,5	4,1	4,3	3,7	0,6	0,7	0,5	8,2	7,6	5,7	14%	15%	14%	5,3%	5,5%	6,3%
MOL	20620,0	4,6	5,5	4,7	0,7	0,9	0,7	-	18,6	13,2	16%	17%	14%	2,4%	2,6%	2,8%
Occidental Petroleum	72,5	-	17,2	9,8	4,8	5,9	4,7	-	-	54,6	-	34%	48%	4,1%	4,2%	4,2%
Repsol	13,4	57,6	6,3	5,4	0,8	0,8	0,7	-	12,4	10,9	1%	13%	13%	-	5,2%	5,3%
Rosneft Oil	402,6	5,2	5,3	4,2	1,2	1,3	1,0	12,0	14,9	8,0	22%	24%	23%	2,9%	2,4%	4,0%
Shell	26,0	12,8	9,3	6,5	1,1	1,3	1,1	91,0	27,4	15,4	9%	14%	16%	7,0%	6,8%	6,8%
Surgutneftegas	32,2	-	-	-	-	-	-	1,6	12,1	6,8	-	-	-	-	5,3%	5,2%
Statoil	156,8	3,8	4,8	3,3	1,2	1,5	1,2	-	100+	17,2	32%	32%	37%	5,2%	4,8%	4,8%
Total	47,9	9,8	7,4	5,6	1,1	1,1	0,9	24,0	15,1	12,2	12%	16%	17%	5,1%	5,4%	5,3%
Tullow Oil	3,1	-	10,1	6,8	4,9	5,5	4,3	-	100+	24,2	-	55%	63%	-	-	-
Mediana		7,7	6,6	5,4	1,1	1,2	1,0	9,6	14,9	14,3	15%	21%	22%	5,2%	5,3%	5,3%

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

Wycena spółek surowcowych (2016-12-19)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
GÓRNICTWO I METALE																
Anglo American	11,2	-	5,7	4,4	1,6	1,5	1,4	-	12,5	9,1	-	27%	32%	2,3%	-	2,1%
BHP Billiton	12,8	7,2	10,3	6,5	2,3	3,9	3,2	52,6	92,2	18,2	32%	38%	50%	7,8%	1,9%	4,3%
Freeport-McMoRan	13,6	-	9,0	6,5	2,6	2,7	2,6	-	40,2	9,7	-	30%	40%	1,9%	-	-
Kazakhmys	3,6	30,5	15,5	6,8	6,5	5,5	2,9	-	34,4	10,8	21%	35%	43%	-	-	0,2%
Rio Tinto	30,5	10,4	7,2	6,2	2,5	2,6	2,5	-	18,4	14,5	24%	37%	40%	5,7%	3,4%	5,1%
Southern CC	31,7	15,5	13,5	10,7	5,9	5,4	4,8	34,1	28,6	21,0	38%	40%	45%	1,1%	0,6%	1,2%
Glencore	2,7	10,0	8,3	6,5	0,5	0,5	0,5	-	33,8	17,2	5%	6%	7%	1,8%	0,3%	2,9%
Antofagasta	6,6	12,3	7,7	7,0	3,2	3,1	2,8	15,8	36,0	28,3	26%	40%	40%	0,4%	1,0%	1,5%
Grupo Mexico	54,9	7,8	8,1	6,9	3,4	3,3	3,0	24,5	19,4	16,4	43%	40%	43%	-	1,6%	2,6%
JSW*	69,0	-	6,7	2,2	1,4	1,4	1,1	-	27,4	3,5	-	21%	47%	-	-	-
KGHM	89,8	4,7	-	-	1,1	-	-	8,3	-	-	23%	-	-	5,0%	-	-
LW Bogdanka	68,6	4,9	4,9	4,0	1,6	1,5	1,3	15,2	16,2	10,6	32%	31%	33%	5,1%	0,0%	5,1%
Mediana		10,0	8,1	6,5	2,4	2,7	2,6	20,2	28,6	14,5	26%	35%	40%	2,3%	1,0%	2,6%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
RUSAL	3,3	7,9	10,6	10,1	1,7	1,9	1,8	11,5	8,2	8,9	21%	18%	18%	3,9%	0,9%	1,9%
Alcoa	29,3	10,1	8,5	6,9	0,4	1,0	0,9	-	-	57,3	4%	11%	13%	-	-	0,5%
Constellium	6,0	-	7,0	6,2	0,5	0,6	0,5	-	24,0	7,7	-	8%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	78,6	-	7,4	7,3	1,1	1,1	1,1	-	15,5	15,2	-	15%	15%	2,0%	2,3%	2,4%
Norsk Hydro	41,3	6,7	7,3	6,6	1,0	1,1	1,0	41,7	19,9	16,6	15%	14%	15%	2,4%	2,4%	2,6%
Grupa Kęty	381,6	11,5	10,7	10,2	1,9	1,8	1,8	17,2	14,4	17,4	17%	17%	17%	3,8%	3,4%	3,6%
Mediana		9,0	8,0	7,1	1,0	1,1	1,0	17,2	15,5	15,9	16%	15%	15%	3,1%	2,3%	2,4%

Wycena spółek spożywczych (2016-12-19)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Agrana Beteiligungs	114,0	12,2	10,4	9,2	0,8	0,8	0,8	20,0	18,7	14,6	7%	8%	9%	3,2%	3,2%	3,8%
Avangardco Inv.	0,5	-	-	11,0	1,7	3,0	2,3	-	-	2,5	-	-	21%	-	-	-
Bunge Limited	71,5	8,6	9,4	7,8	0,4	0,4	0,4	13,9	15,9	11,4	4%	4%	5%	2,0%	2,3%	2,4%
Cosan	36,2	13,3	5,0	4,7	0,6	0,5	0,5	22,0	15,4	12,6	4%	10%	10%	4,3%	4,2%	5,2%
Delta Sugar	13,0	-	13,4	10,2	-	2,0	1,7	-	18,4	10,7	-	15%	16%	-	3,9%	8,0%
MHP	8,8	4,6	5,3	5,0	1,8	1,7	1,6	-	6,8	4,6	39%	33%	32%	5,4%	8,0%	8,5%
Nissin Oillio	523,0	11,4	11,6	9,3	0,4	0,4	0,5	25,2	24,1	14,5	4%	4%	5%	1,9%	1,9%	1,9%
Suedzucker	22,1	14,0	11,0	8,3	0,8	0,9	0,9	100+	37,8	20,2	6%	8%	11%	1,1%	0,9%	1,8%
Wilmar Int.	3,7	12,3	14,3	11,2	0,7	0,7	0,6	15,6	18,7	13,4	6%	5%	6%	2,3%	2,0%	2,7%
Kemcel	64,7	3,9	4,3	3,7	0,7	0,7	0,6	48,2	22,9	20,7	17%	17%	16%	0,4%	0,4%	0,4%
Astarta*	52,5	3,4	2,9	3,2	1,4	1,3	1,2	18,9	3,7	5,2	41%	44%	37%	-	-	-
IMC*	8,2	2,2	2,6	2,7	1,0	1,1	1,0	4,6	3,4	2,1	47%	43%	37%	-	-	-
Ovostar*	84,0	3,7	3,9	3,4	-	1,5	1,3	4,1	4,5	3,5	-	39%	38%	-	-	-
Mediana		8,6	7,4	7,8	0,8	0,9	0,9	18,9	17,1	11,4	6%	13%	16%	2,2%	2,3%	2,7%

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2016-12-19)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI																
Synthos	4,8	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	62,1	8,4	7,2	6,3	0,9	0,9	0,8	34,5	25,2	20,4	11%	13%	13%	1,0%	1,2%	1,4%
BASF	87,7	8,7	9,1	8,5	1,3	1,7	1,6	20,2	18,5	17,3	15%	18%	18%	3,3%	3,4%	3,5%
Dow Chemical	58,8	10,6	8,9	8,2	1,8	1,8	1,7	9,1	16,1	14,5	17%	20%	21%	2,9%	3,2%	3,3%
Asahi Kasei	1047,0	6,9	6,6	6,9	0,9	0,9	0,9	13,8	15,9	15,1	13%	14%	14%	1,8%	1,9%	2,0%
Grand Pacific Petro	20,8	6,3	5,6	5,3	1,1	1,1	1,0	12,8	9,7	9,4	17%	20%	20%	3,8%	4,0%	-
TSRC Corp	32,1	14,0	11,3	9,9	1,3	1,2	1,1	50,2	20,7	14,7	9%	11%	11%	3,3%	4,3%	5,9%
Trinseo	60,5	6,9	5,8	5,9	0,9	0,9	0,9	22,1	8,8	8,5	13%	16%	15%	-	0,8%	2,0%
Kumho Petrochem	79500,0	12,3	11,3	9,2	1,1	1,1	0,9	18,7	18,4	13,0	9%	10%	10%	1,0%	1,1%	1,5%
ZEON Corp	1130,0	6,4	5,7	5,9	1,0	1,0	1,1	13,4	13,8	13,2	16%	18%	19%	1,2%	1,3%	1,4%
Apar Industries	579,0	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	248,0	7,9	6,0	6,6	0,7	0,7	0,7	17,9	12,1	13,3	9%	12%	11%	2,0%	2,1%	2,4%
Mediana		8,6	7,1	6,8	1,0	1,1	1,0	18,3	17,2	14,4	13%	14%	14%	2,0%	1,6%	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 obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem publikacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

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

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszej publikacji.

Powielanie bądź publikowanie niniejszej publikacji lub jej części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszej publikacji wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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