

wtorek, 10 stycznia 2017 | 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

Spółki energetyczne w Europie znajdowały się w ostatnim tygodniu pod presją z uwagi na spadki cen energii w kontraktach na rok 2018, które obniżyły się poniżej 29 EUR/MWh. Negatywne tendencje to pochodna spadków zarówno na rynku CO₂ (5,3 EUR/t wobec 6,6 EUR/t notowanych na początku roku) jak i węgla (spread pomiędzy spotem a rocznym kontraktem sięga już 23 USD/t). W Polsce te zmiany zostały odwzorowane i kontrakt roczny oscyluje obecnie wokoło 160 PLN/MWh. Notowania nie uwzględniają więc wyższych cen węgla na kolejny rok, albo rynek zakłada istotne przesunięcie ceny krańcowej w merit order po uruchomieniu bloku w Kozienicach i Płocku.

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne w ostatnim tygodniu poruszały się w przedziale 4-5 USD/Bbl. Zaskoczeniem jest utrzymywanie się na poziomie 2,5 USD/Bbl dyferencjał Ural/Brent mimo sygnalizowanych już cięć w dostawach ropy ciężkiej, ale zakładamy, że jest to zjawisko przejściowe. Częściowo może to wynikać ze słabszych marż na dieslu i mniejszego zapotrzebowania na surowiec ze strony europejskich rafinerii w związku z warunkami pogodowymi. Słabiej niż przed tygodniem wygląda marża na PTA. W przypadku olefin i poliolefin nie odnotowaliśmy większych zmian. Warto odnotować utrzymanie wzrostowych tendencji na rynku gazu.

Rynek kauczuków syntetycznych

Ceny kauczuków naturalnych drugi tydzień z rzędu spadały w Chinach. Przy bieżących cenach butadienu w Chinach obecnie marża dla niezintegrowanych producentów kauczuków syntetycznych spadła do wartości ujemnych (ryzyko korekty na cenach butadienu).

Rynek metali

W czwartek publikowane są dane dotyczące chińskiego bilansu handlowego, na które silnie reaguje rynek miedzi.

Pracownicy największej na świecie kopalni miedzi (chilijskiej Escondida) nie doszli do porozumienia płacowego, co oznacza, że z początkiem lutego mogą przystąpić do strajku. W minionym tyg. zapasy miedzi na giełdach wzrosły o 2,8 tys. ton do 568 tys. ton. Na giełdach inwestorzy spek. zmniejszyli długą pozycję netto do 44 tys. z 46 tys. w poprzednim tyg.

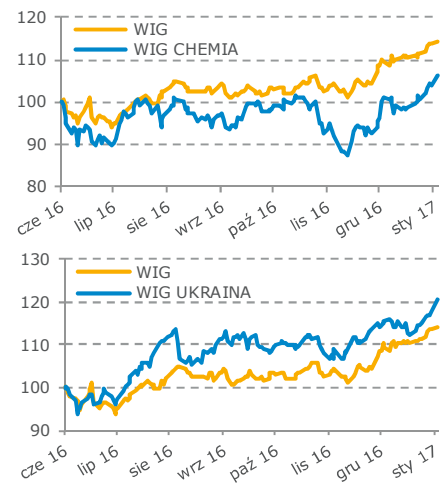
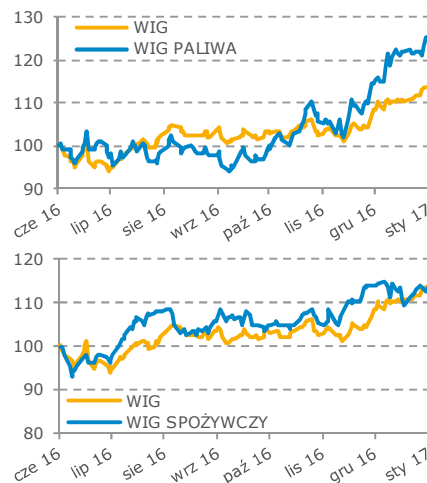
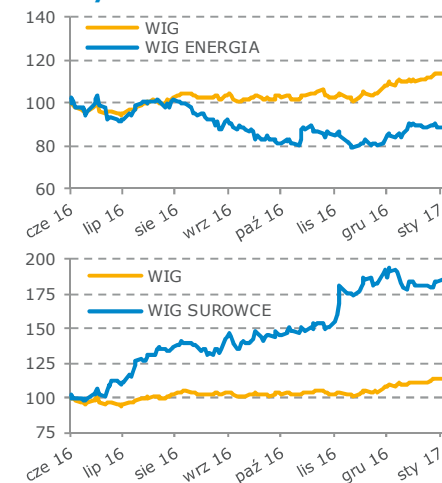
Rynek węgla

Ceny węgla energetycznego w Azji (import z Newcastle) spadły w minionym tygodniu o 14,3% do 81,15 USD/t. Ceny w ARA bez większych zmian (-2,6% do 84,2 USD/t). Spotowa cena węgla koksowego typu hard spadła do 201 USD/t ze 226 USD/t w poprzednim tyg.

Rynek agro

Ceny mocznika, saletry amonowej i saletrzeka rosły w ubiegłym tygodniu w Europie. Wzrost, to próba odreagowania wzrostu cen gazu. W IX, X i XI Chiny zaprezentowały bardzo słabe dane eksportu mocznika. Wolumeny spadały odpowiednio -31% r/r, -66% r/r oraz -76% r/r. Spadek eksportu nawozów z Chin daje nadzieję, że ruch cenowy na nawozach azotowych będzie kontynuowany. Słabo natomiast zachowują się notowania nawozów wieloskładnikowych.

Indeksy branżowe na tle WIG



Źródło: Bloomberg

Zmiana kursu t/t* i YTD

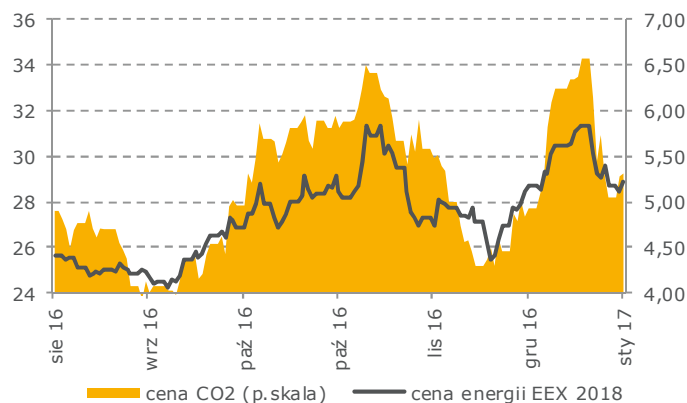
Spółka	t/t	YTD
LW Bogdanka	-6,0%	-6%
Police	-3,5%	-2%
Tarczynski	-2,7%	-0%
CEZ	-2,0%	-2%
Kety	-1,7%	-3%
PGE	-0,8%	+1%
ZE PAK	+0,0%	-0%
Enea	+0,1%	+1%
MOL	+0,1%	+1%
Energia	+0,8%	+2%
Tauron	+1,0%	+2%
Pulawy	+1,7%	+0%
PGNiG	+1,8%	+1%
Lotos	+1,8%	+2%
Grupa Azoty	+3,4%	+5%
PKN Orlen	+3,5%	+4%
KGHM	+4,2%	+4%
Astarta	+4,3%	+6%
Kernel	+4,3%	+4%
JSW	+4,4%	-0%
Impexmetal	+7,0%	+6%
Synthos	+8,1%	+8%
Boryszew	+11,4%	+12%

Indeksy sektor	t/t	YTD
Energetyka	-3,3%	-3%
E&P	-2,4%	-2%
Górnictwo	+0,9%	+1%
Kauczuki	-1,0%	-1%
Nawozy	+2,1%	+3%
Petrochemia	+0,7%	+1%
Rafinerie eur.	-2,5%	-1%
Rafinerie amer.	-3,8%	-4%

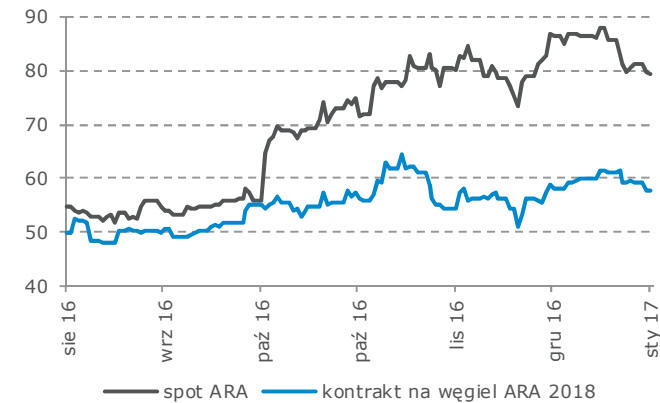
*zmiana w okresie 02.01-09.01; w PLN

Energetyka

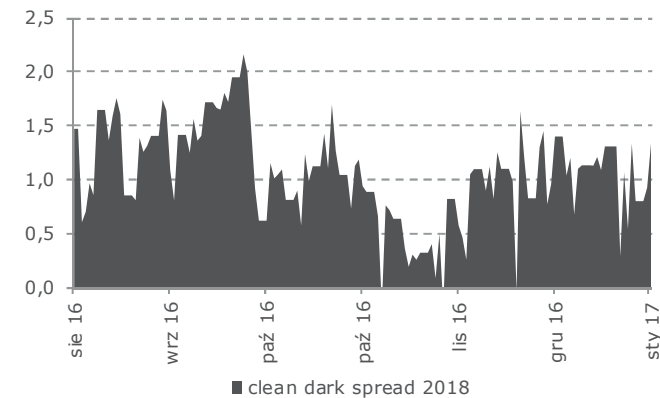
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



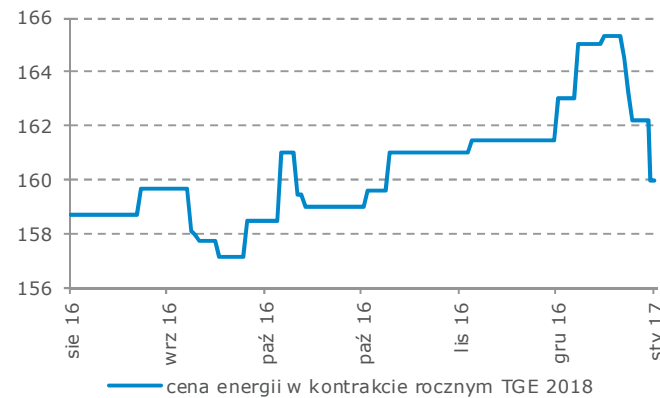
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



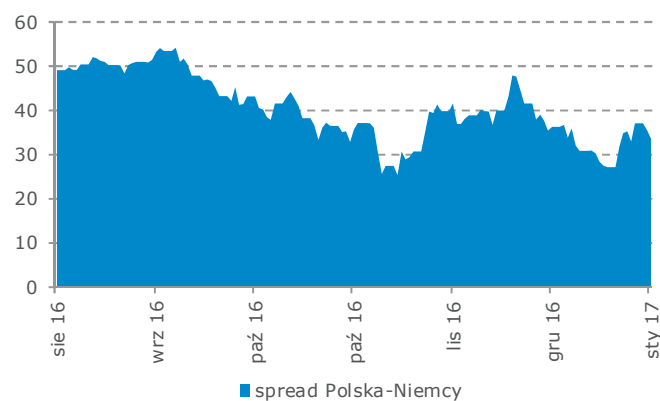
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



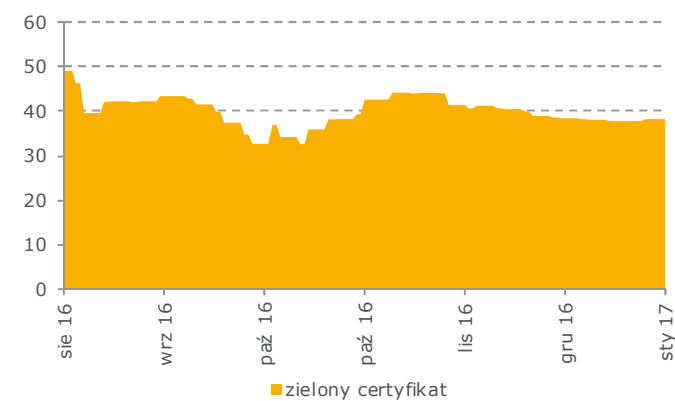
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



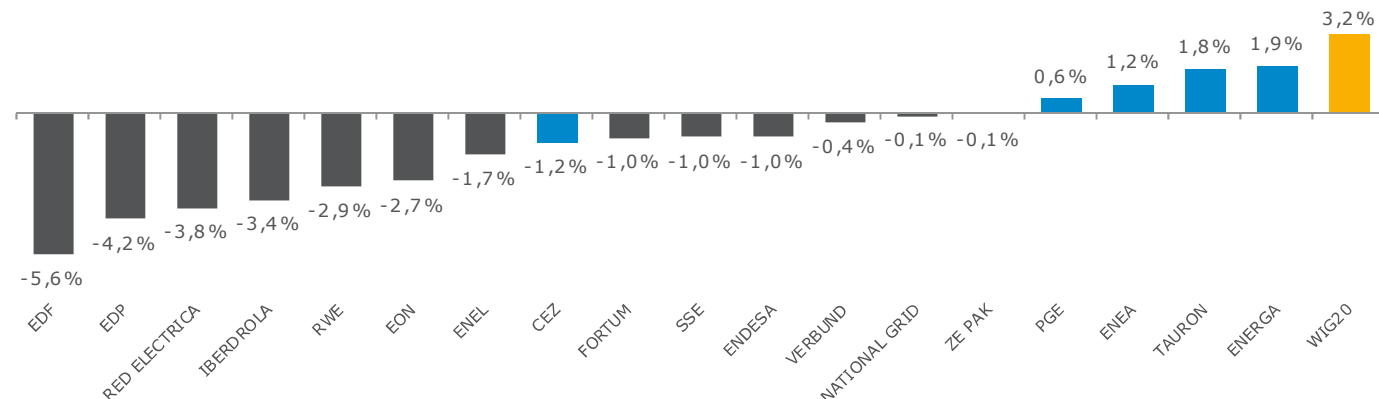
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



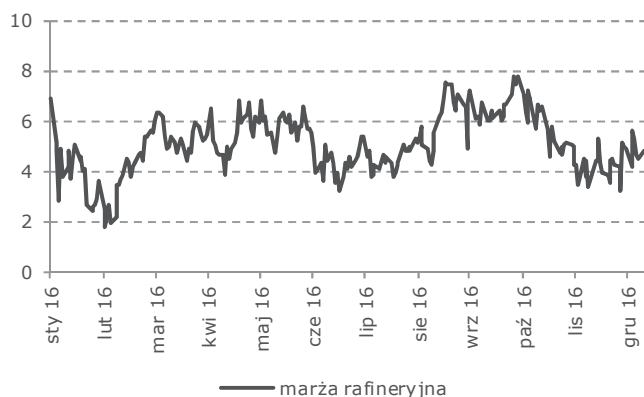
Tygodniowy performance spółek energetycznych



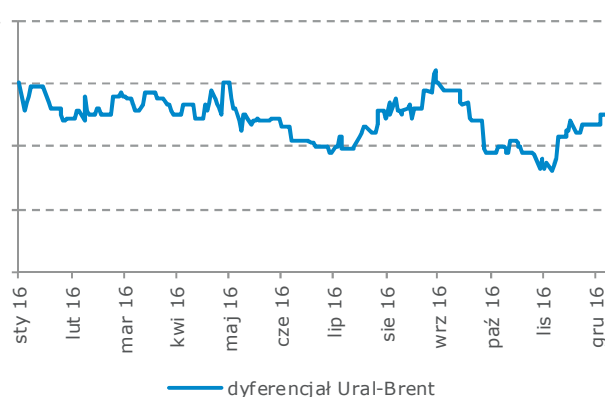
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

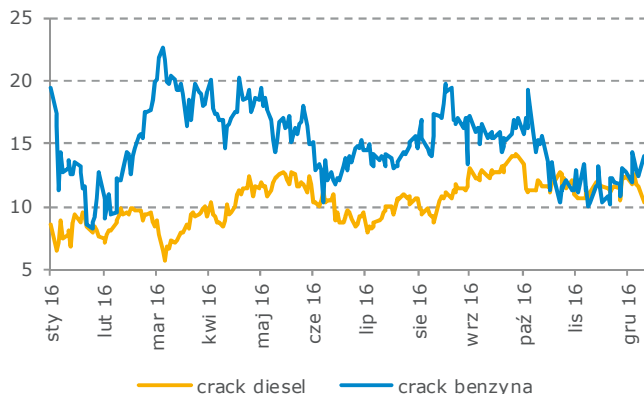
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



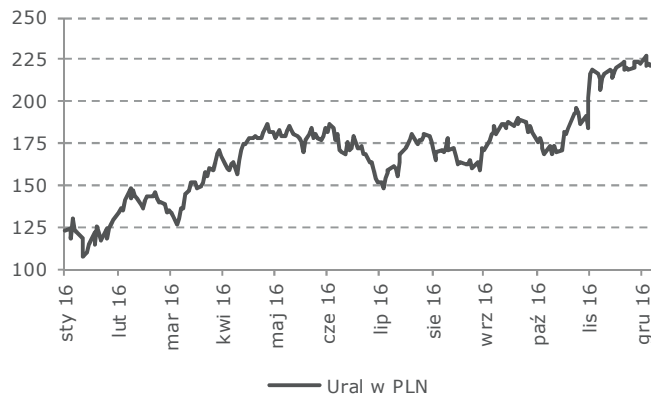
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



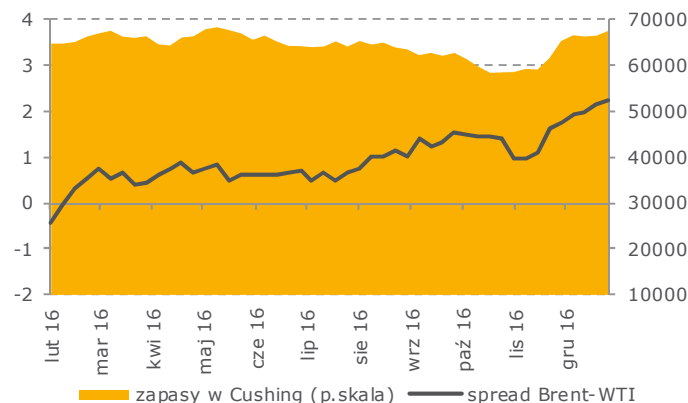
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



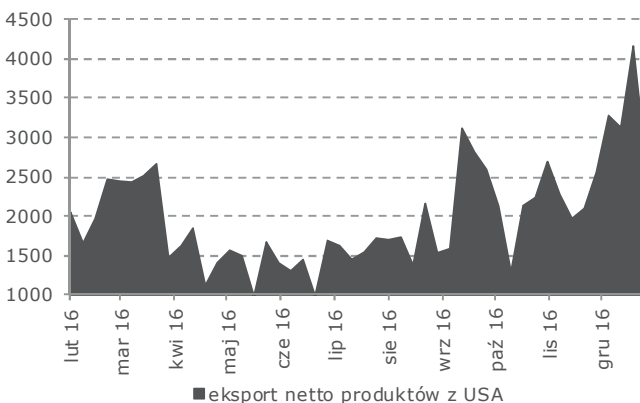
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



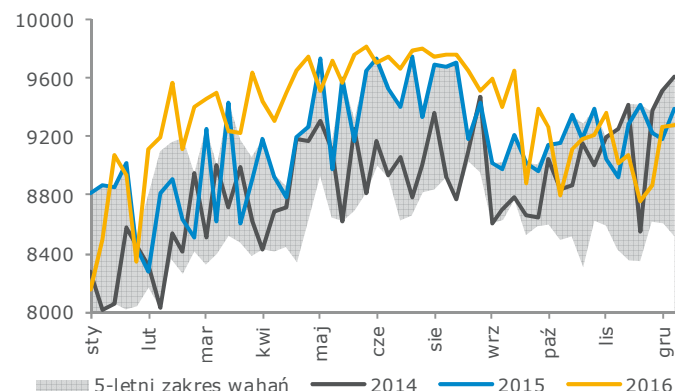
Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



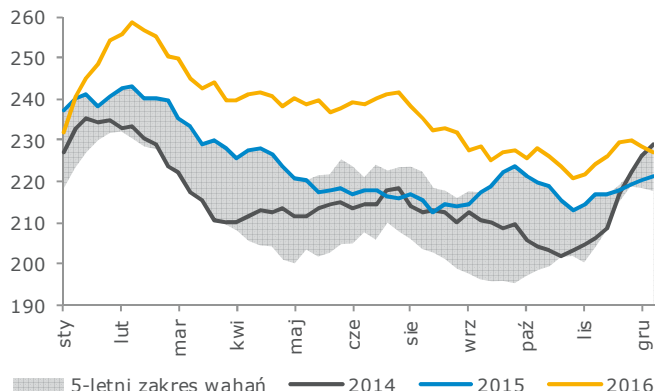
Eksport netto paliw z USA



Popyt na benzynę w USA



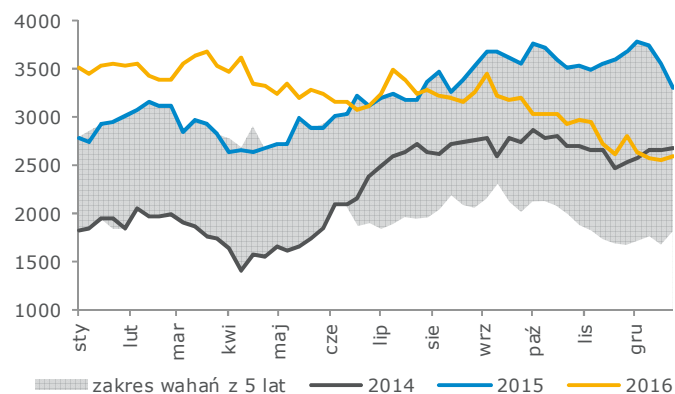
Zapasy benzyny w USA



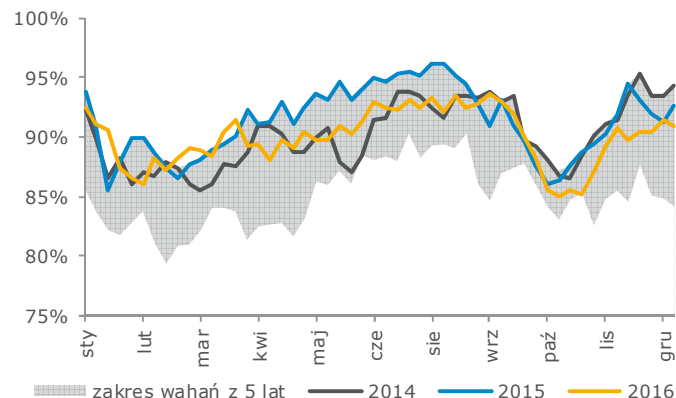
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

Zapasy diesla w portach ARA



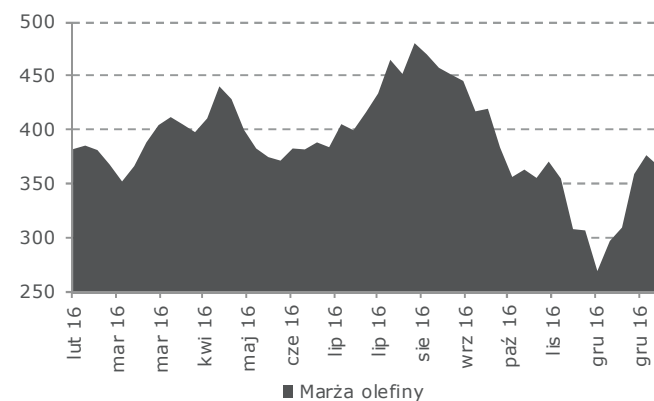
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



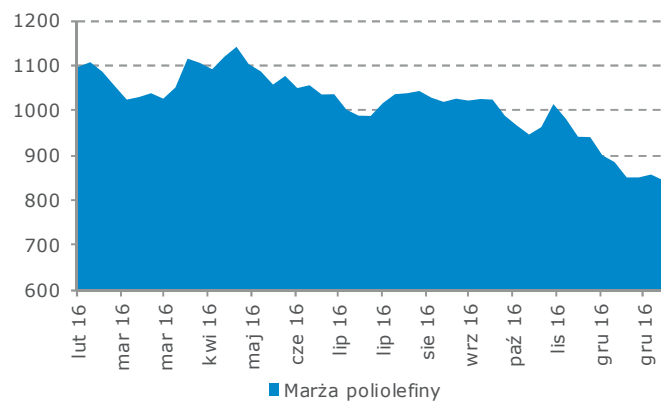
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



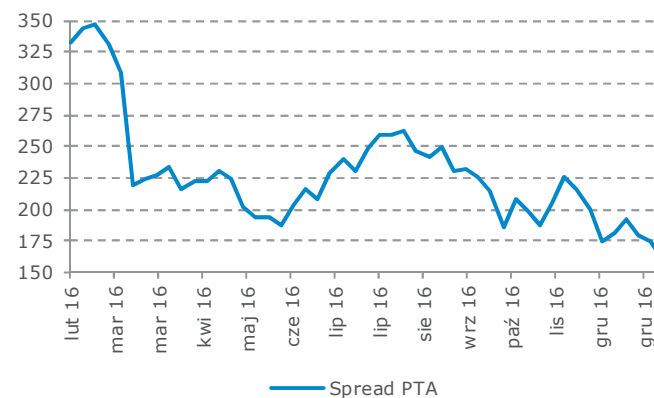
Marża petrochemiczna olefiny



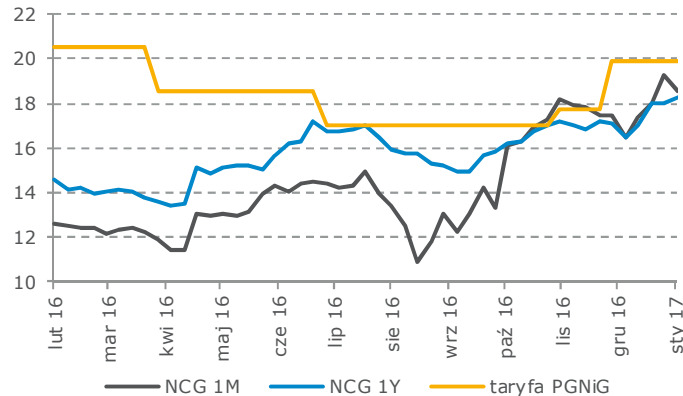
Marża petrochemiczna poliolefiny



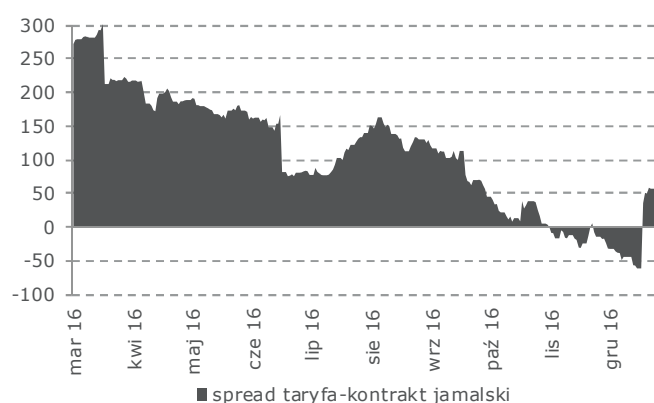
Cena PTA (USD/t)



Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



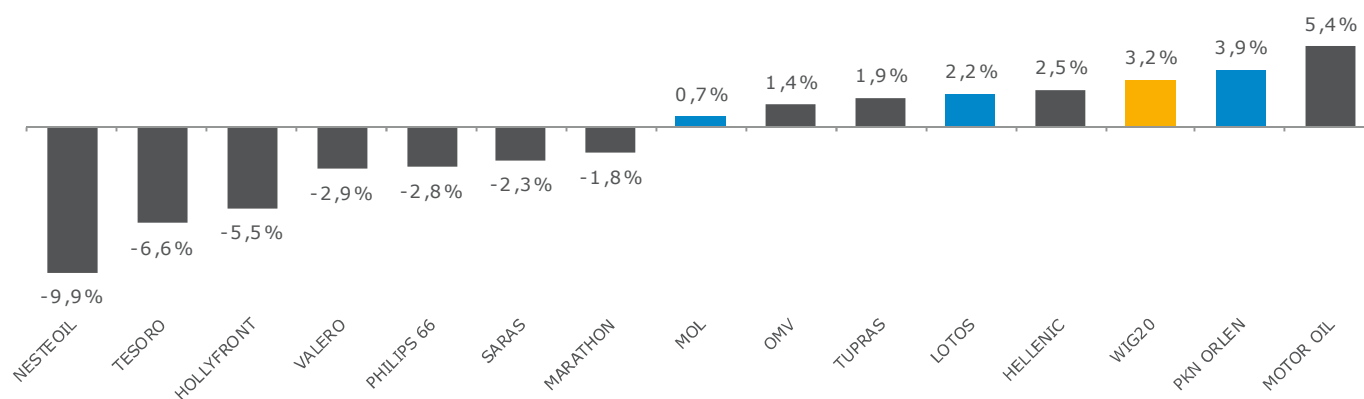
Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



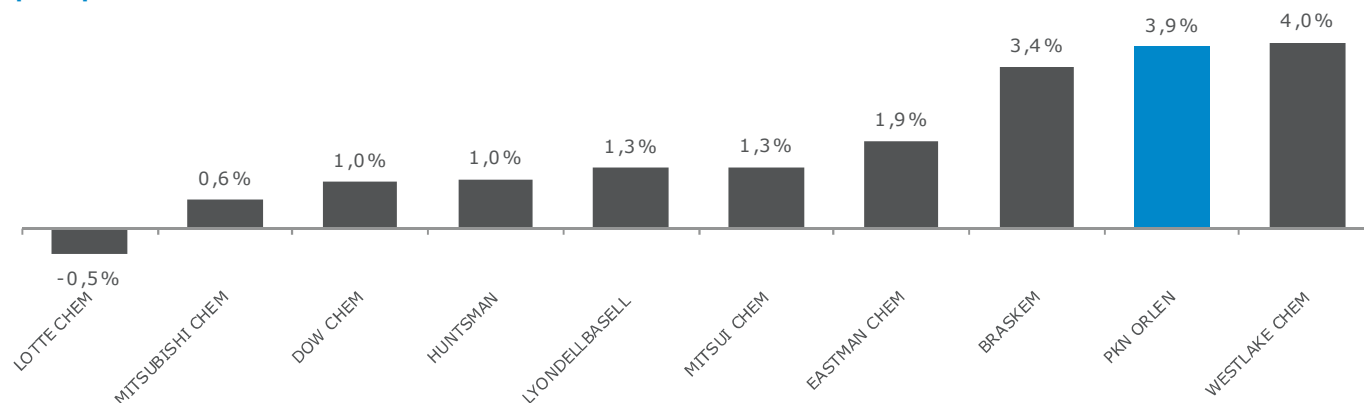
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Tygodniowy performance

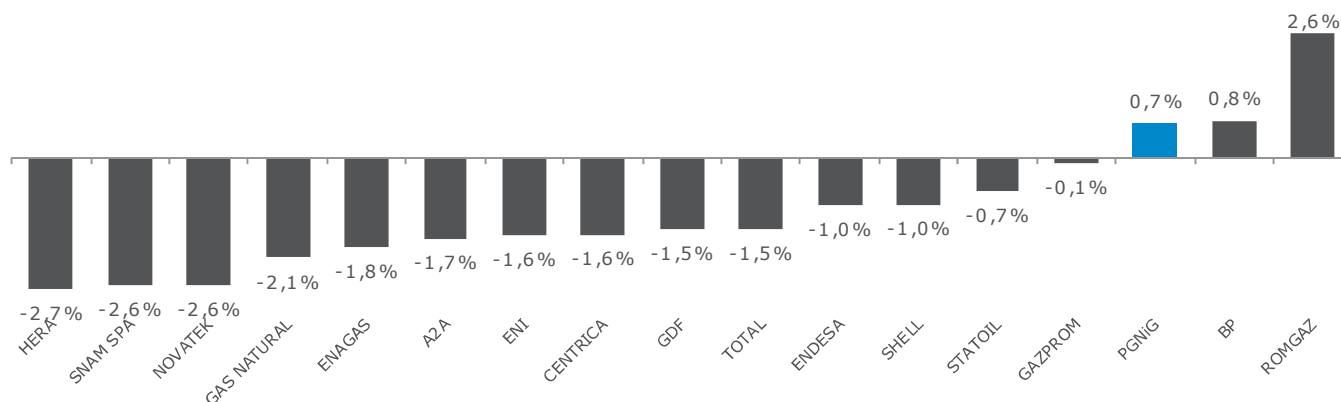
Spółki rafineryjne



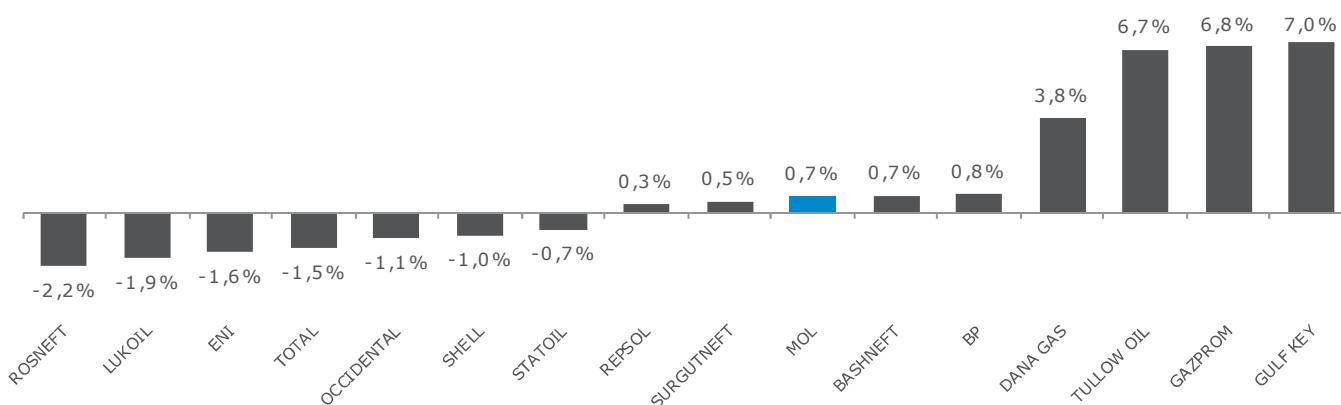
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



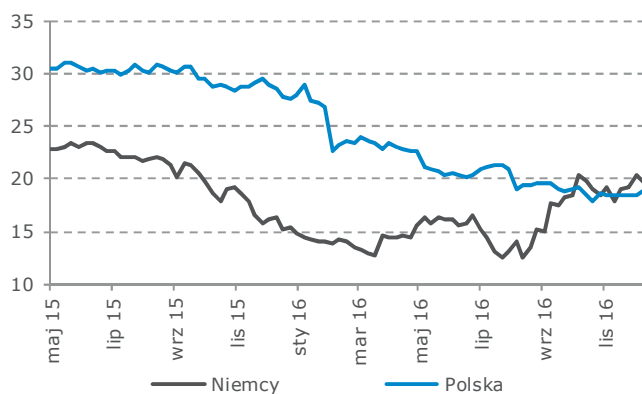
Spółki wydobywcze



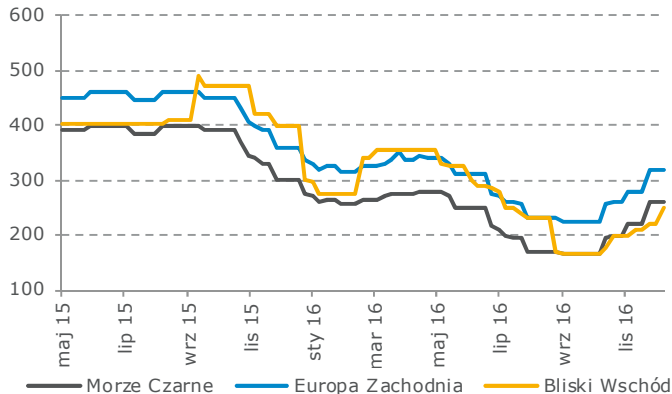
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

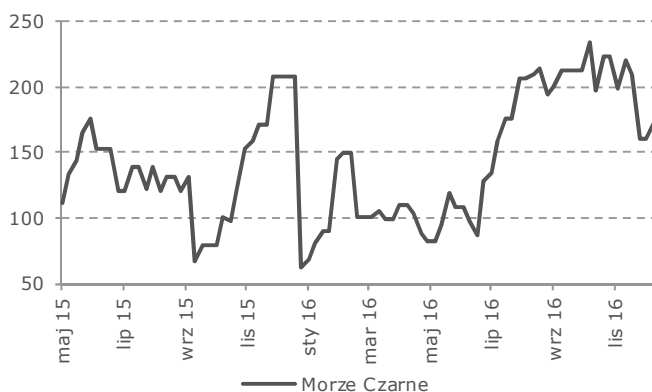
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



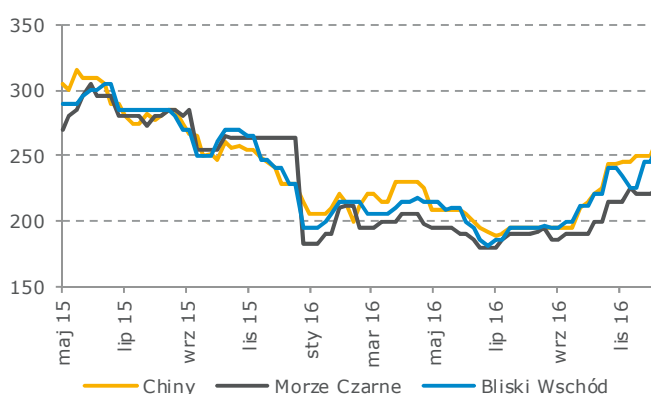
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



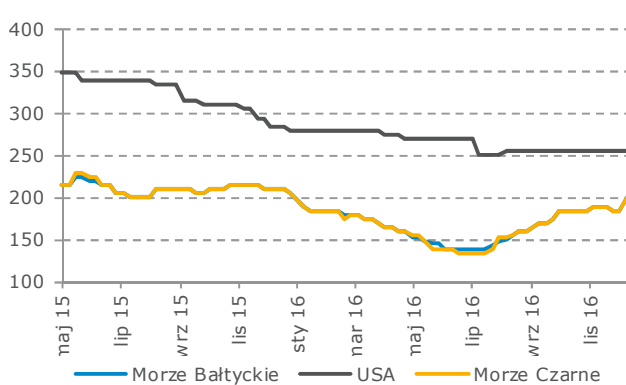
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



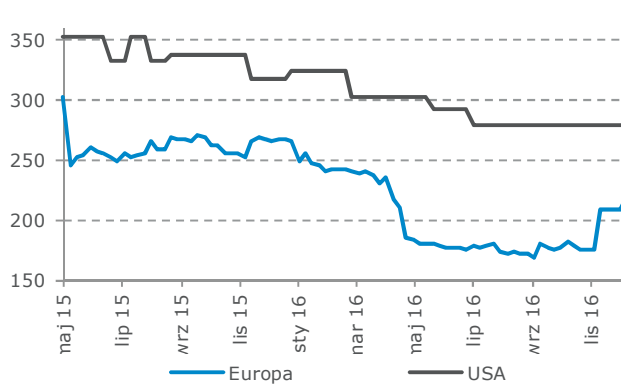
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



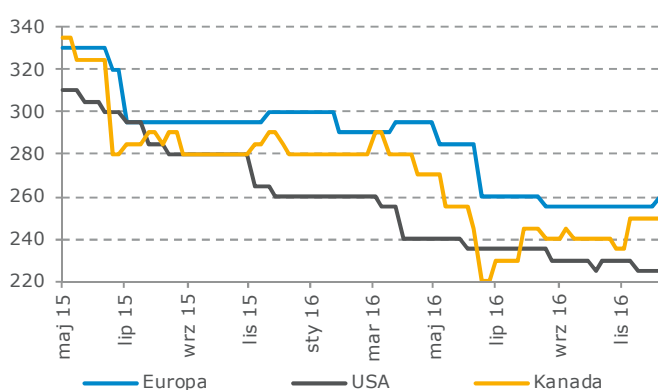
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



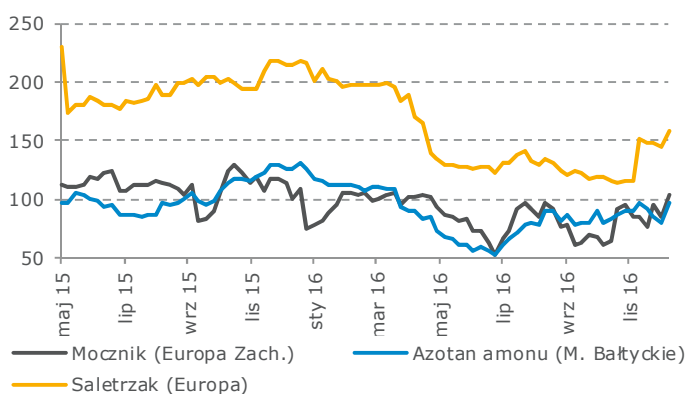
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



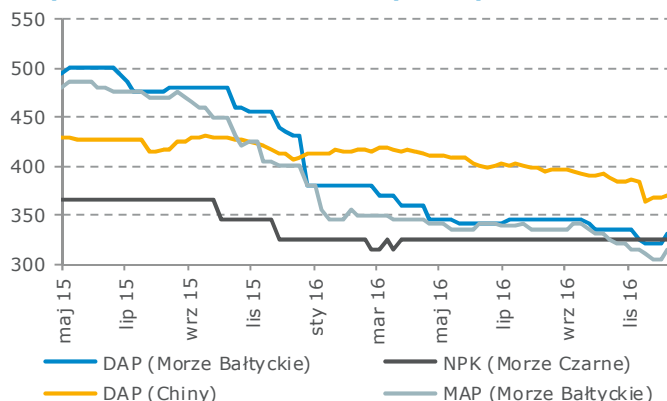
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



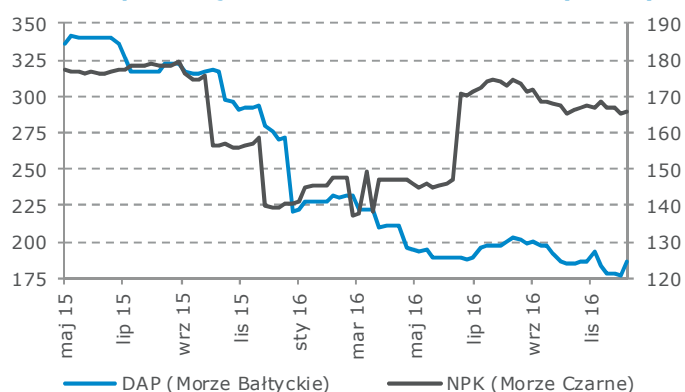
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

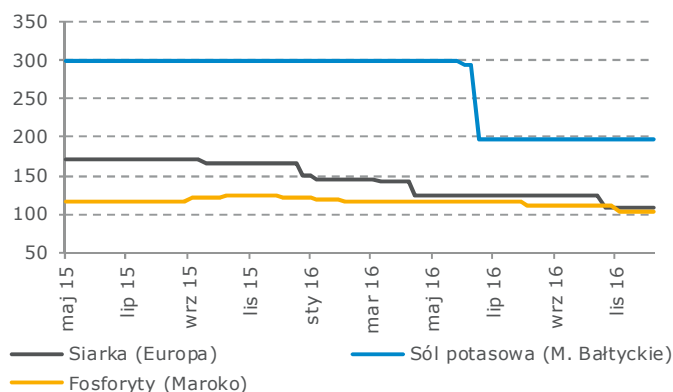
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



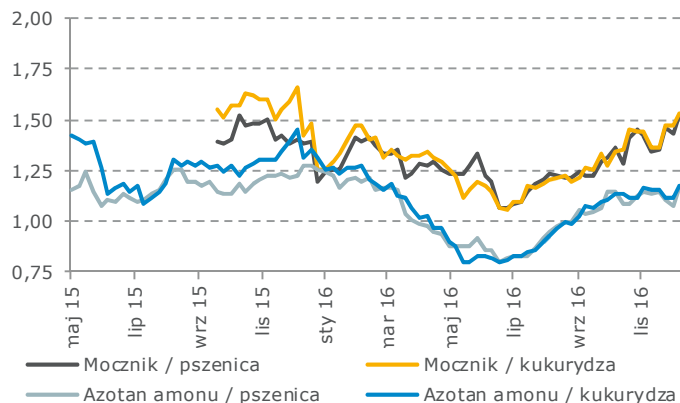
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



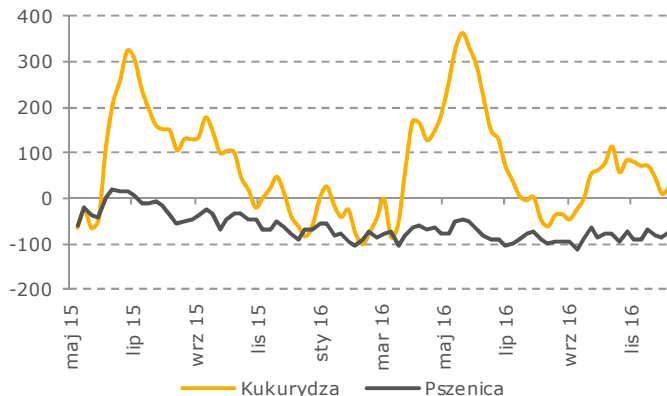
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



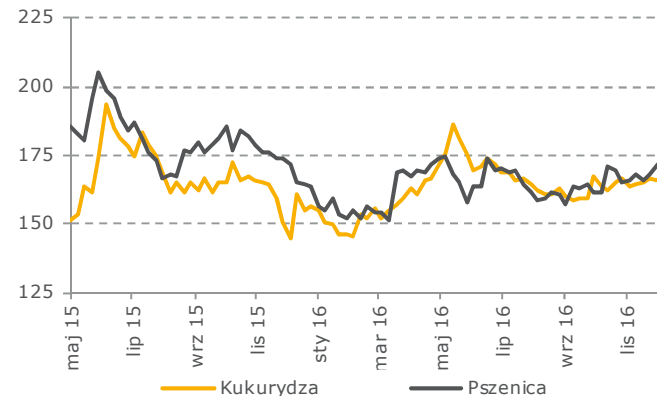
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



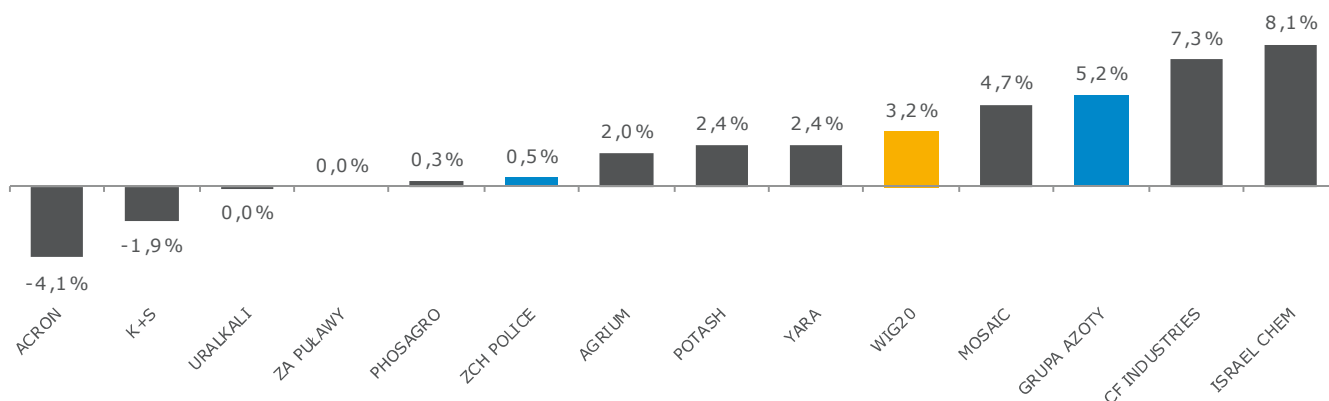
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



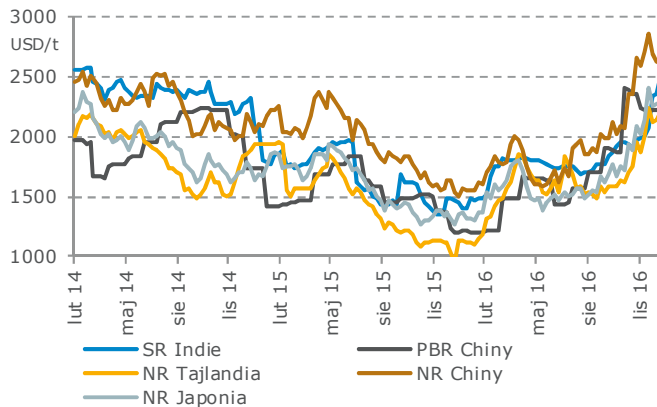
Tygodniowy performance producentów nawozów



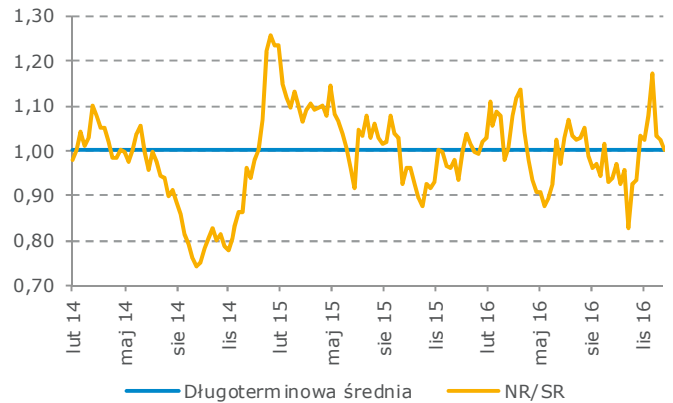
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Kauczuki syntetyczne

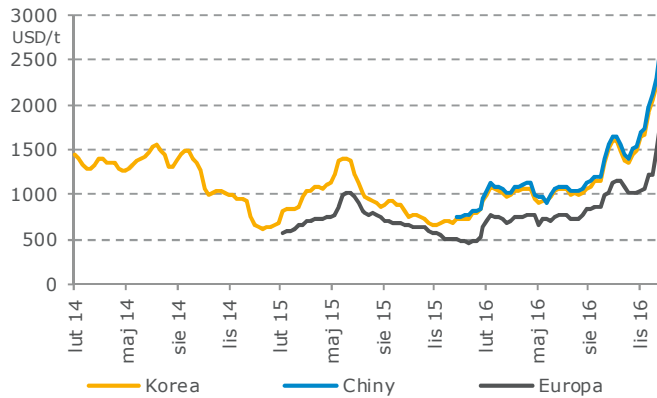
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych



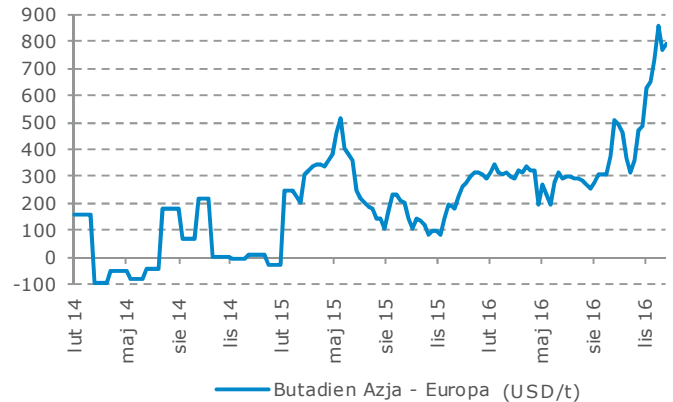
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



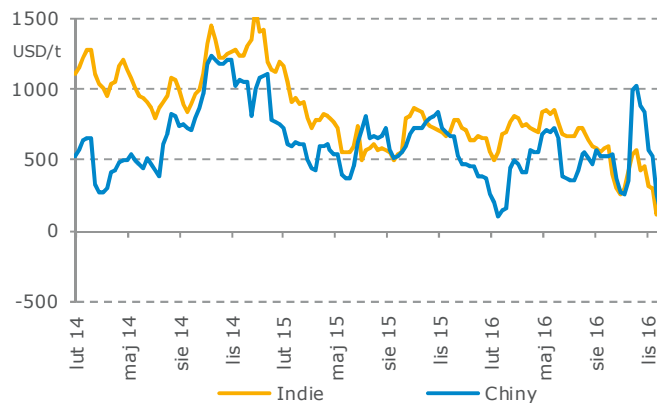
Ceny butadienu



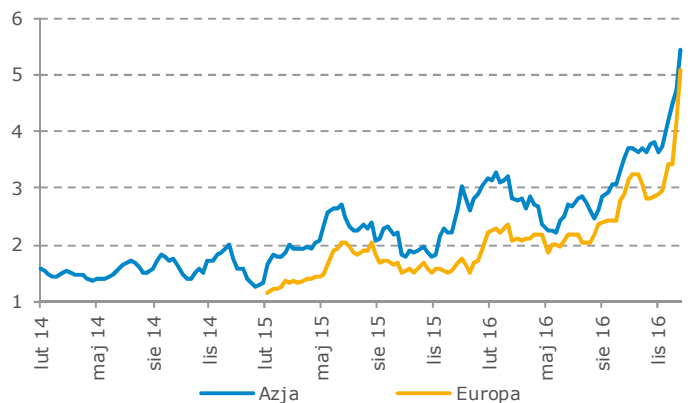
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



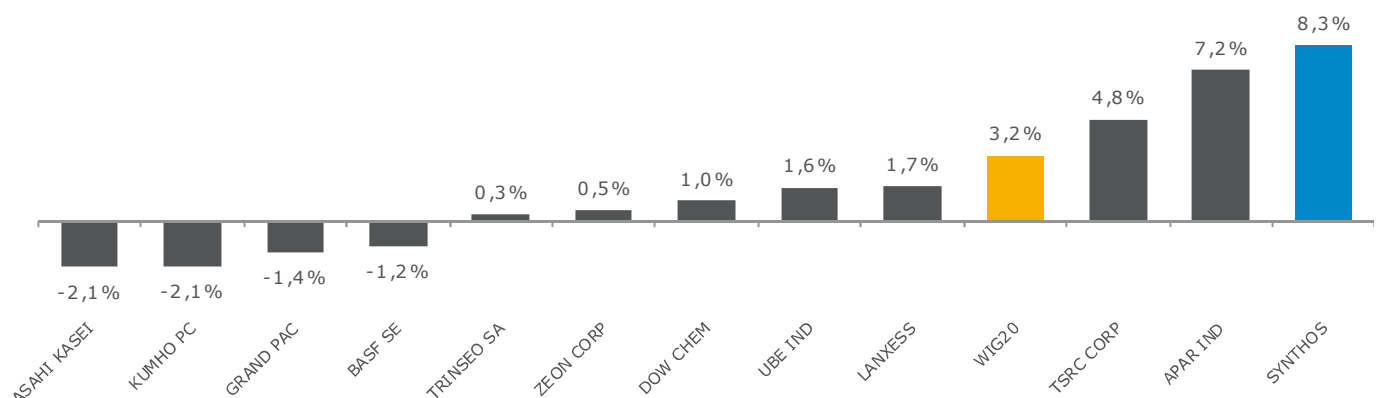
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



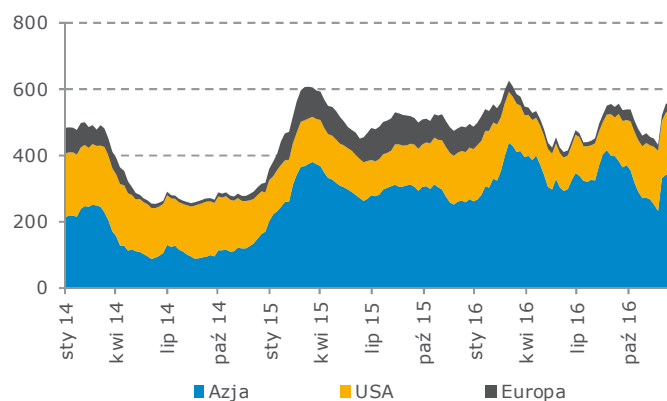
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



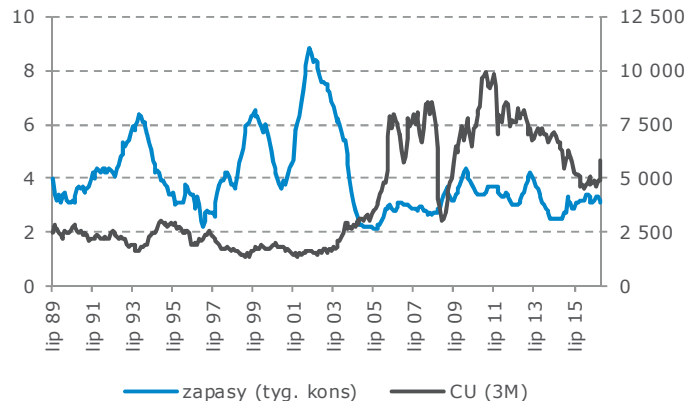
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Surowce

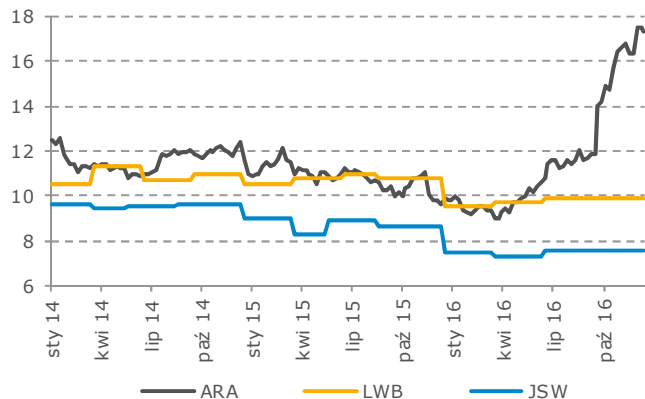
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



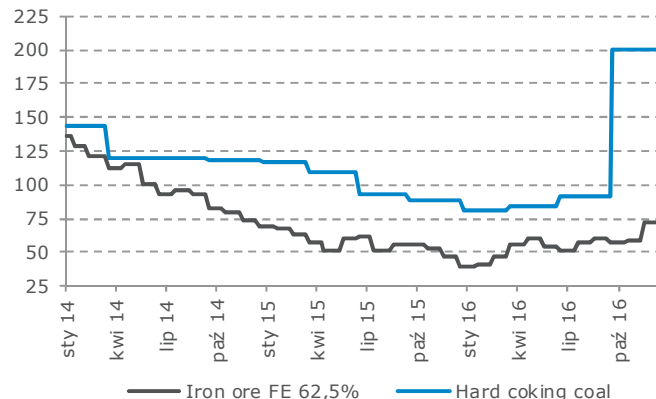
Cena miedzi (USD/t) oraz zapasy miedzi w tygodniach światowej konsumpcji



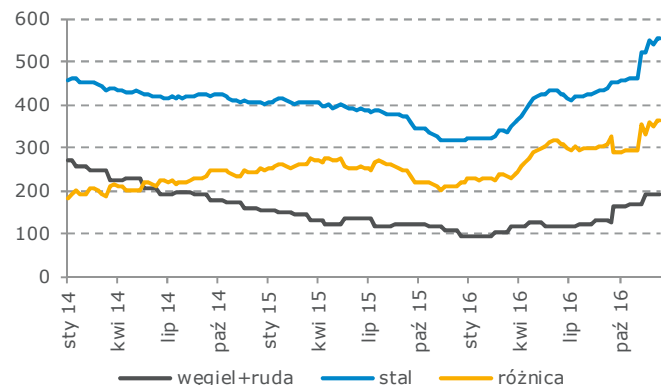
Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



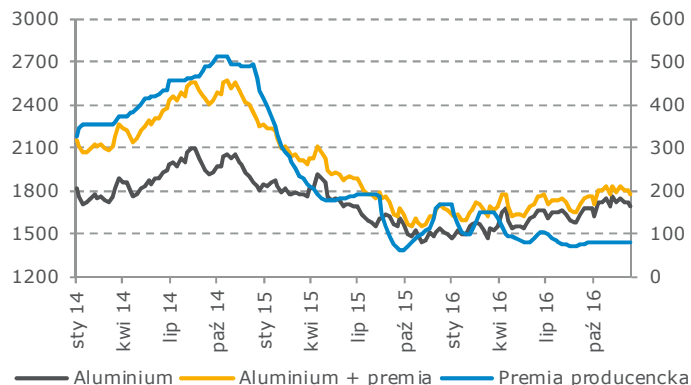
Cena rudy żelaza



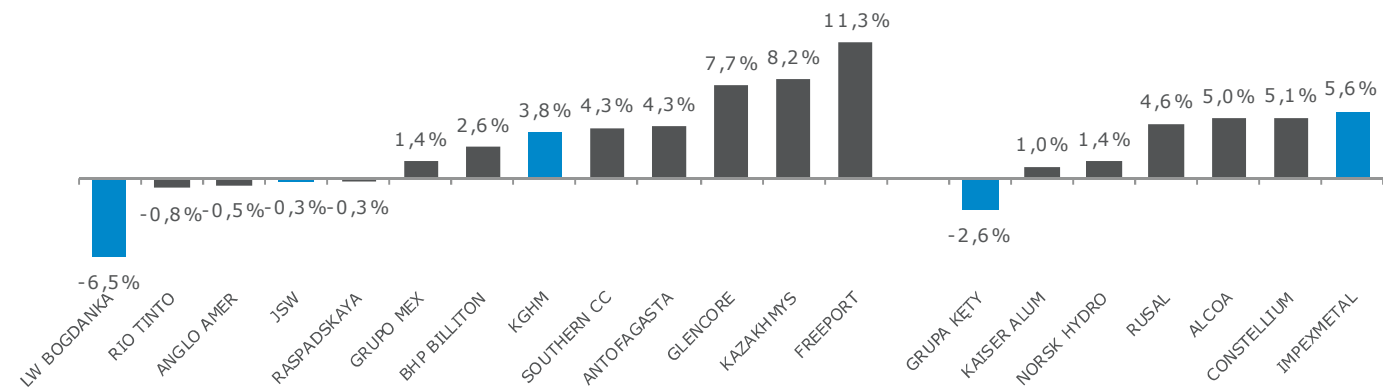
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie kosztu wsadu surowcowego



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



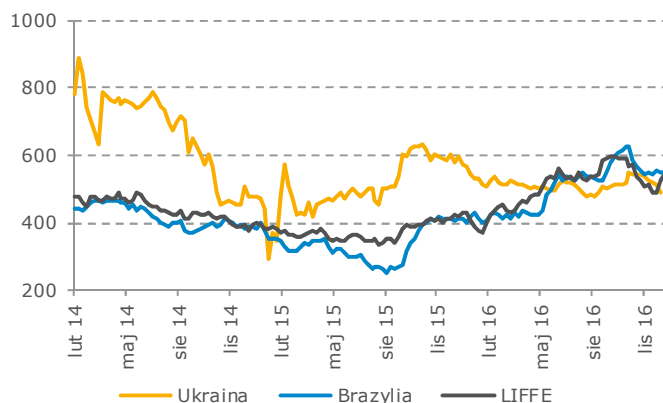
Tygodniowy performance spółek surowcowych



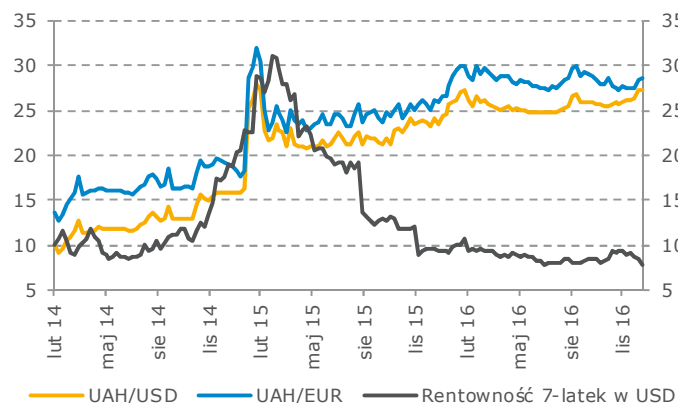
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Rynek spożywczy

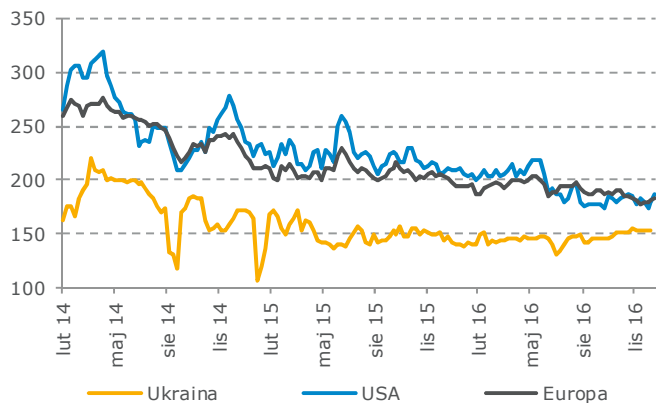
Cena cukru (USD/Mt)



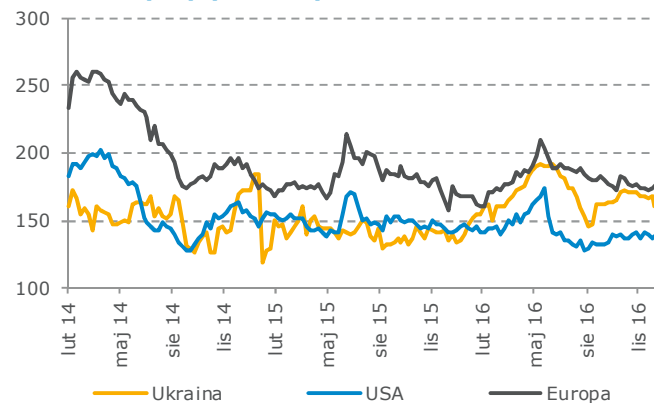
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



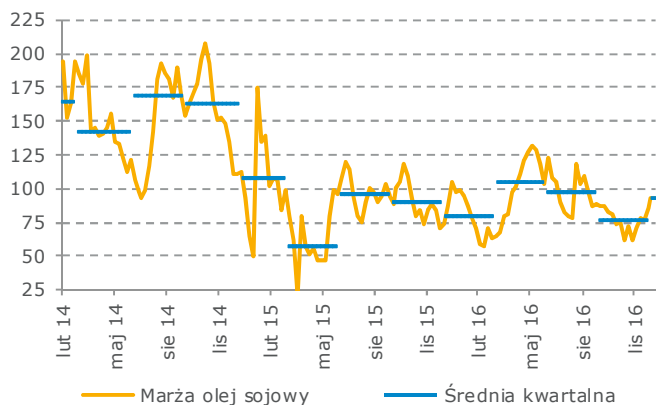
Cena pszenicy (USD/Mt)



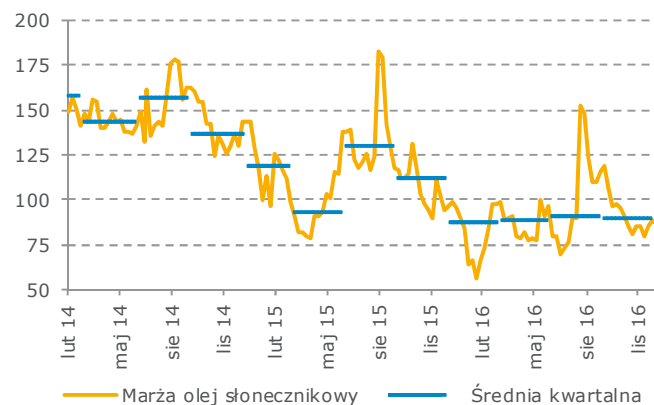
Cena kukurydzy (USD/Mt)



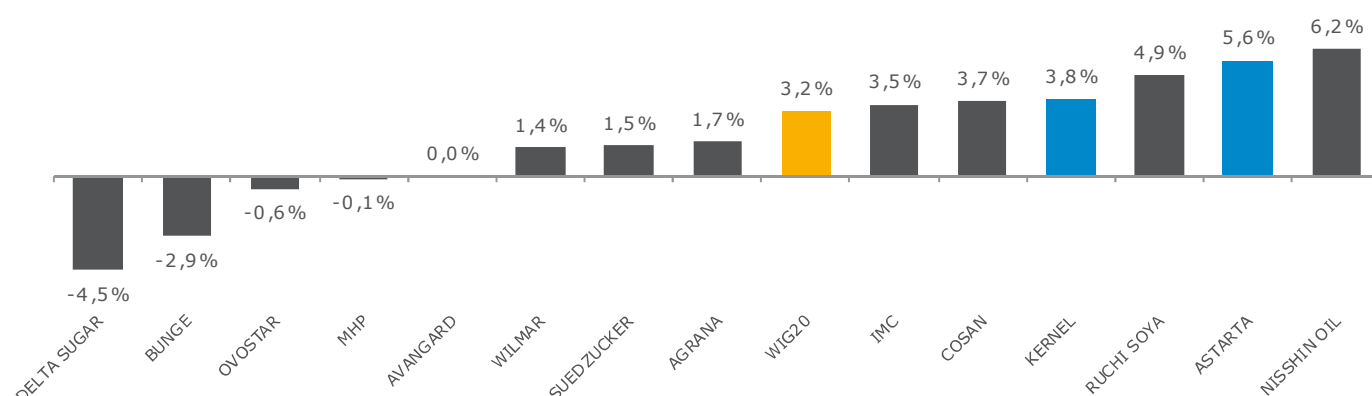
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-01-09)

	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	9,2	2,9	2,8	3,1	0,6	0,6	0,6	28,7	6,2	11,3	21%	23%	21%	12,0%	10,1%	6,6%
EDP	2,8	8,0	8,3	8,1	2,0	2,1	2,0	11,2	10,9	10,7	25%	25%	24%	6,6%	6,8%	6,8%
Endesa	20,0	8,6	7,7	7,7	1,3	1,3	1,2	19,4	15,7	16,2	15%	17%	16%	5,1%	6,5%	6,4%
Enel	4,2	6,8	6,6	6,4	1,3	1,3	1,3	18,1	13,1	12,0	19%	20%	21%	3,9%	4,3%	5,1%
EON	6,6	-	4,0	3,8	0,2	0,5	0,5	-	15,7	13,0	-	12%	12%	7,5%	3,4%	3,9%
Fortum	14,8	64,6	12,1	11,2	3,7	3,6	3,4	-	23,1	21,3	6%	30%	31%	-	4,7%	4,4%
Iberdola	6,0	9,5	9,0	8,7	2,2	2,1	2,1	15,8	14,6	14,0	23%	24%	24%	0,5%	4,9%	5,1%
National Grid	9,5	12,1	11,3	11,3	4,2	4,1	4,0	17,7	15,4	15,1	35%	36%	35%	4,5%	4,6%	4,7%
Red Electrica	17,3	10,3	10,2	9,9	7,9	7,7	7,6	15,4	14,5	14,0	76%	76%	76%	4,6%	4,9%	5,3%
RWE	11,8	2,9	3,4	3,4	0,4	0,4	0,4	-	11,2	10,7	13%	12%	12%	0,1%	2,3%	3,3%
SSE	15,4	15,3	9,8	9,6	0,7	0,7	0,8	27,8	13,2	12,8	5%	7%	8%	5,7%	5,8%	5,9%
Verbund	15,1	9,7	9,7	10,9	2,9	3,0	3,0	25,2	17,3	20,1	30%	31%	28%	2,3%	1,8%	1,5%
CEZ	424,0	5,6	6,3	6,6	1,7	1,9	1,8	11,0	12,1	14,2	31%	29%	28%	9,3%	9,4%	6,6%
PGE	10,5	2,7	4,2	4,9	0,8	0,9	1,0	-	11,0	8,7	29%	21%	21%	7,4%	2,4%	2,3%
Tauron	2,9	3,7	4,4	4,7	0,7	0,8	0,9	-	9,4	5,1	19%	19%	19%	5,2%	0,0%	0,0%
Enea	9,6	4,2	4,4	4,5	0,9	1,0	1,0	-	5,4	6,2	22%	22%	21%	4,9%	0,0%	0,0%
Energia	9,3	3,5	4,5	4,4	0,7	0,8	0,8	4,6	100+	7,6	20%	18%	18%	15,5%	5,3%	2,6%
ZE PAK*	12,6	-	2,0	1,9	0,4	0,4	0,4	-	2,4	2,2	-	22%	23%	-	-	4,0%
Mediana		7,4	6,5	6,5	1,1	1,1	1,1	17,7	13,1	12,4	21%	22%	21%	5,1%	4,7%	4,5%

Wycena spółek nawozowych (2017-01-09)

	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	3430,0	5,2	6,0	5,8	1,9	2,2	2,0	9,3	5,3	5,6	36%	37%	35%	-	6,6%	5,4%
Uralkali	165,2	7,3	9,8	10,2	4,5	5,5	5,4	27,5	4,9	6,8	62%	56%	53%	-	-	9,8%
Agrium	102,5	9,5	11,9	11,0	1,4	1,5	1,4	14,7	21,3	18,8	14%	12%	13%	3,3%	3,4%	3,4%
Phosagro	2608,0	5,2	5,9	6,9	2,3	2,2	2,3	9,3	11,2	9,3	43%	37%	34%	7,0%	4,9%	4,8%
K+S	22,3	6,4	11,8	8,1	1,5	1,8	1,6	8,6	32,5	19,8	24%	15%	20%	5,1%	1,8%	2,3%
Yara International	352,0	5,2	7,2	7,5	1,0	1,1	1,1	12,0	16,5	16,9	19%	16%	15%	4,3%	3,4%	3,1%
The Mosaic Company	30,7	6,9	13,6	11,5	1,6	2,0	1,9	11,0	44,7	33,5	23%	15%	17%	3,5%	3,6%	3,4%
Potash	18,5	7,8	14,2	13,2	3,5	5,1	4,9	12,2	35,1	29,7	45%	36%	37%	8,2%	4,1%	2,3%
CF Industries	33,8	9,0	15,7	12,7	3,5	4,0	3,6	11,4	43,6	72,0	39%	26%	29%	3,6%	3,6%	3,6%
Israel Chemicals	17,4	7,5	10,4	7,9	1,7	1,7	1,6	11,2	14,3	12,4	22%	16%	20%	6,2%	3,5%	4,1%
Grupa Azoty	66,0	5,5	6,4	7,5	0,7	0,8	0,9	10,7	12,9	16,4	13%	13%	11%	0,0%	1,3%	3,0%
ZA Police*	22,0	6,8	9,4	13,6	0,7	0,8	0,8	10,0	14,8	15,5	11%	9%	6%	-	-	2,3%
ZCh Puławy*	180,0	4,1	5,2	6,0	0,7	0,8	0,8	7,6	10,0	10,4	17%	15%	13%	5,8%	5,8%	5,6%
Mediana		6.8	9.8	8.1	1.6	1.8	1.6	11.0	14.8	16.4	23%	16%	20%	4.7%	3.6%	3.4%

Wycena spółek rafineryjnych (2017-01-09)

	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	39,1	11,4	5,3	6,8	0,6	0,6	0,5	-	10,0	12,3	5%	12%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	21000,0	4,6	4,8	5,3	0,7	0,9	0,7	-	7,1	12,6	16%	18%	13%	2,3%	2,6%	2,7%
PKN Orlen	88,6	7,5	5,3	6,8	0,5	0,6	0,4	13,4	8,5	10,9	7%	11%	6%	1,9%	2,3%	2,7%
HollyFrontier	31,0	4,5	13,1	6,5	0,5	0,7	0,6	7,9	47,4	14,9	12%	5%	9%	4,2%	4,3%	4,4%
Tesoro	81,7	4,3	7,2	5,8	0,5	0,6	0,5	6,5	16,6	13,2	12%	9%	8%	2,3%	2,6%	2,8%
Valero Energy	66,4	4,1	6,9	5,7	0,4	0,5	0,4	8,3	17,9	12,5	9%	7%	7%	2,6%	3,6%	3,8%
Marathon Petroleum	49,5	7,0	9,9	7,7	0,6	0,7	0,6	9,3	23,0	14,2	9%	7%	8%	2,3%	2,7%	3,0%
Phillips 66	84,0	8,9	12,0	8,7	0,5	0,6	0,5	10,8	25,2	15,7	6%	5%	5%	2,6%	2,9%	3,1%
Tupras	71,8	6,1	8,6	6,8	0,6	0,7	0,5	7,0	12,0	8,8	10%	8%	8%	9,1%	6,6%	7,9%
OMV	34,0	100+	5,8	5,7	0,9	1,0	0,9	-	11,2	13,2	-	18%	16%	2,9%	2,9%	2,9%
Neste Oil	32,9	9,1	6,8	7,4	0,8	0,8	0,8	15,1	11,3	12,5	9%	12%	10%	3,0%	3,5%	3,5%
Hellenic Petroleum	4,5	7,4	4,8	5,3	0,4	0,5	0,4	30,2	6,1	6,6	6%	10%	8%	-	3,1%	5,0%
Saras	1,7	2,5	2,7	2,8	0,2	0,2	0,2	7,0	8,6	10,0	7%	8%	6%	-	5,7%	5,0%
Motor Oil	13,8	4,0	3,9	4,3	0,3	0,3	0,3	7,5	6,8	7,9	7%	8%	6%	-	5,6%	5,7%
Mediana		6,1	6,3	6,2	0,5	0,6	0,5	8,3	11,2	12,5	9%	8%	8%	2,6%	3,0%	3,3%

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

Wycena spółek petrochemicznych (2017-01-09)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
Axiall	58,2	9,3	10,1	7,4	2,5	2,2	1,5	11,9	16,4	14,0	27%	22%	20%	1,2%	1,3%	1,2%
Braskem	35,2	4,3	3,5	3,5	0,8	0,8	0,8	8,9	10,4	9,1	19%	23%	22%	3,6%	6,4%	4,6%
Dow Chemical	57,8	11,2	9,3	8,6	1,8	1,9	1,8	9,0	15,9	14,3	17%	20%	21%	3,0%	3,3%	3,3%
Eastman Chemical	76,6	9,1	8,3	8,0	1,8	2,0	1,9	13,4	11,4	10,4	20%	24%	24%	2,2%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	19,3	11,1	7,9	7,2	0,9	0,9	0,9	50,7	12,5	10,1	8%	12%	12%	2,6%	2,6%	2,7%
LyondellBasell	86,9	6,0	6,4	6,5	1,3	1,5	1,4	9,0	9,3	8,8	22%	23%	21%	3,5%	3,8%	4,0%
Mitsubishi Chemical	781,5	8,6	6,3	6,7	0,8	0,8	0,9	18,9	42,3	9,2	9%	12%	13%	1,7%	1,8%	2,2%
Mitsui Chemicals	543,0	10,7	7,9	7,1	0,6	0,7	0,8	31,5	15,9	10,5	6%	9%	12%	0,9%	1,5%	2,0%
Westlake Chemical	58,2	9,3	10,1	7,4	2,5	2,2	1,5	11,9	16,4	14,0	27%	22%	20%	1,2%	1,3%	1,2%
PKN Orlen	88,6	7,5	5,3	6,8	0,5	0,6	0,4	13,4	8,5	10,9	7%	11%	6%	1,9%	2,3%	2,7%
Mediana		9,2	7,9	7,2	1,1	1,2	1,1	12,6	14,2	10,5	18%	21%	20%	2,0%	2,3%	2,6%

Wycena spółek gazowych (2017-01-09)

	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	12,7	7,0	6,9	1,6	1,5	1,5	53,0	11,1	13,1	12%	22%	21%	3,3%	4,0%	4,6%
Centrica	2,3	100+	7,3	7,2	0,6	0,7	0,6	-	14,8	14,2	-	9%	9%	5,2%	5,3%	5,5%
Enagas	24,0	11,5	11,6	11,2	8,4	8,5	8,0	13,9	13,6	13,2	73%	73%	72%	5,5%	5,8%	6,1%
Endesa	20,0	8,6	7,7	7,7	1,3	1,3	1,2	19,4	15,7	16,2	15%	17%	16%	5,1%	6,5%	6,4%
Engie	12,1	40,8	5,4	5,5	0,8	0,9	0,9	-	11,9	12,5	2%	16%	16%	8,3%	8,3%	5,9%
Gas Natural SDG	17,6	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	2,2	7,9	6,9	6,7	1,3	1,3	1,3	17,6	16,7	15,7	16%	19%	19%	4,2%	4,3%	4,4%
Snam	3,9	9,8	14,2	14,0	7,5	11,3	11,1	11,0	16,5	14,6	77%	80%	80%	6,5%	5,5%	5,7%
PGNiG	5,7	5,4	5,6	4,8	0,9	1,0	0,9	15,7	14,6	12,2	17%	18%	19%	3,5%	3,2%	4,2%
BG Group	22,6	12,9	9,3	6,4	1,1	1,3	1,1	100+	32,4	17,9	9%	14%	16%	6,9%	6,7%	6,7%
BP	5,1	23,0	7,9	5,5	0,7	0,8	0,7	-	41,3	19,1	3%	10%	12%	6,4%	6,3%	6,3%
Eni	15,4	10,5	6,8	4,5	1,1	1,2	1,0	-	-	24,8	10%	17%	22%	5,2%	5,2%	5,2%
Gazprom	154,4	3,1	4,0	3,6	0,9	1,0	0,9	4,5	3,8	3,9	29%	24%	24%	4,7%	5,4%	5,8%
NovaTek	126,4	15,6	12,4	10,9	5,3	4,9	4,1	-	15,1	15,3	34%	39%	38%	-	2,1%	2,6%
ROMGAZ	25,7	-	3,9	3,8	-	2,1	2,0	-	10,1	9,4	-	53%	54%	-	8,0%	8,4%
Shell	26,0	12,9	9,3	6,4	1,1	1,3	1,1	91,0	27,5	15,2	9%	14%	16%	6,8%	6,7%	6,7%
Statoil	158,9	4,0	4,9	3,4	1,2	1,6	1,3	-	100+	17,3	32%	32%	37%	5,1%	4,6%	4,7%
Total	48,1	9,8	7,5	5,6	1,1	1,1	0,9	24,1	15,3	12,3	12%	15%	17%	5,1%	5,3%	5,2%
Mediana		10,2	7,4	6,4	1,1	1,3	1,1	16,6	14,9	14,4	16%	19%	20%	5,2%	5,5%	5,7%

Wycena spółek wydobywczych (2017-01-09)

	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	3613,5	5,2	5,3	4,4	1,1	1,1	0,9	10,5	9,9	8,1	21%	21%	21%	-	4,0%	4,5%
BP	5,1	23,0	7,9	5,5	0,7	0,8	0,7	-	41,3	19,1	3%	10%	12%	6,4%	6,3%	6,3%
Dana Gas	0,5	10,2	8,9	9,5	3,7	5,5	4,9	7,0	18,0	19,3	36%	62%	51%	-	-	-
Eni	15,4	10,5	6,8	4,5	1,1	1,2	1,0	-	-	24,8	10%	17%	22%	5,2%	5,2%	5,2%
Gazprom Neft	228,5	5,8	5,4	4,3	1,1	1,1	0,9	9,8	5,9	4,2	18%	21%	22%	-	6,0%	7,6%
Gulf Keystone	1,4	-	17,1	8,3	9,6	6,1	4,9	-	-	100+	-	35%	59%	-	-	-
Lukoil	3384,5	4,1	4,4	3,7	0,6	0,7	0,5	8,3	7,6	5,7	14%	15%	15%	5,2%	5,5%	6,3%
MOL	21000,0	4,6	4,8	5,3	0,7	0,9	0,7	-	7,1	12,6	16%	18%	13%	2,3%	2,6%	2,7%
Occidental Petroleum	70,5	-	16,5	9,0	4,6	5,8	4,5	-	-	51,1	-	35%	49%	4,2%	4,3%	4,3%
Repsol	13,6	58,2	6,4	5,4	0,8	0,8	0,7	-	12,5	11,0	1%	13%	13%	-	5,2%	5,3%
Rosneft Oil	394,0	5,2	5,3	4,1	1,1	1,2	0,9	11,8	15,5	7,9	22%	24%	23%	3,0%	2,4%	3,8%
Shell	26,0	12,9	9,3	6,4	1,1	1,3	1,1	91,0	27,5	15,2	9%	14%	16%	6,8%	6,7%	6,7%
Surgutneftegas	32,2	-	-	-	-	-	-	1,6	12,0	6,8	-	-	-	-	5,2%	4,8%
Statoil	158,9	4,0	4,9	3,4	1,2	1,6	1,3	-	100+	17,3	32%	32%	37%	5,1%	4,6%	4,7%
Total	48,1	9,8	7,5	5,6	1,1	1,1	0,9	24,1	15,3	12,3	12%	15%	17%	5,1%	5,3%	5,2%
Tullow Oil	3,3	-	10,4	6,9	5,0	5,8	4,4	-	81,9	21,6	-	56%	64%	-	-	-
Mediana		7,8	6,8	5,4	1,1	1,2	0,9	10,2	13,9	12,6	15%	21%	22%	5,1%	5,2%	5,2%

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

Wycena spółek surowcowych (2017-01-09)

	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	11,5	-	5,6	4,3	1,6	1,5	1,4	-	12,6	8,9	-	28%	32%	2,3%	-	2,1%
BHP Billiton	13,4	7,4	10,5	6,6	2,4	4,0	3,3	55,0	96,4	18,3	32%	38%	49%	7,6%	1,9%	4,2%
Freeport-McMoRan	14,7	-	9,2	6,7	2,7	2,8	2,7	-	44,9	10,0	-	30%	40%	1,8%	-	-
Kazakhmys	3,9	31,2	15,7	6,8	6,7	5,6	2,9	-	34,5	10,4	21%	36%	43%	-	-	0,2%
Rio Tinto	31,3	10,4	7,0	6,2	2,6	2,6	2,5	-	18,5	14,1	24%	37%	40%	5,6%	3,4%	4,9%
Southern CC	33,3	16,2	14,1	11,1	6,2	5,7	5,0	35,8	30,1	21,4	38%	40%	45%	1,0%	0,6%	1,2%
Glencore	3,0	10,5	8,6	6,8	0,5	0,5	0,5	-	37,3	17,7	5%	6%	7%	1,7%	0,2%	2,7%
Antofagasta	7,0	12,6	7,9	6,9	3,3	3,2	2,9	16,8	37,6	28,0	26%	40%	41%	0,4%	1,0%	1,4%
Grupo Mexico	57,4	7,7	8,0	6,9	3,3	3,2	3,0	25,7	20,1	16,6	43%	40%	43%	-	1,8%	2,6%
JSW*	66,7	-	6,5	2,2	1,3	1,3	1,0	-	26,5	3,3	-	21%	47%	-	-	-
KGHM	96,0	4,9	-	-	1,1	-	-	8,9	-	-	23%	-	-	4,7%	-	-
LW Bogdanka	65,0	4,7	4,6	3,8	1,5	1,4	1,3	14,4	15,3	10,1	32%	31%	33%	5,4%	0,0%	5,4%
Mediana		10,4	8,0	6,7	2,5	2,8	2,7	21,2	30,1	14,1	26%	36%	41%	2,3%	1,0%	2,6%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
RUSAL	3,4	8,0	10,2	10,1	1,7	1,9	1,9	12,0	8,9	9,2	21%	19%	19%	3,7%	0,9%	1,6%
Alcoa	29,5	10,1	8,7	6,8	0,4	0,9	0,9	-	-	36,3	4%	11%	13%	-	-	0,6%
Constellium	6,2	-	7,0	6,1	0,5	0,6	0,5	-	24,7	7,8	-	8%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	78,5	-	7,4	7,3	1,1	1,1	1,1	-	15,5	15,2	-	15%	15%	2,0%	2,3%	2,4%
Norsk Hydro	41,6	6,8	7,4	6,6	1,0	1,1	1,0	42,1	20,0	16,6	15%	14%	15%	2,4%	2,4%	2,6%
Grupa Kęty	378,0	11,4	10,6	10,1	1,9	1,8	1,8	17,0	14,2	17,2	17%	17%	17%	3,8%	3,5%	3,7%
Mediana		9.1	8.1	7.1	1.0	1.1	1.0	17.0	15.5	15.9	16%	15%	15%	3.1%	2.3%	2.4%

Wycena spółek spożywczych (2017-01-09)

	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	114,8	12,3	10,4	9,2	0,8	0,8	0,8	20,1	18,8	14,9	7%	8%	9%	3,1%	3,1%	3,7%
Avangardco Inv.	0,4	-	-	11,0	1,7	3,0	2,3	-	-	1,8	-	-	21%	-	-	-
Bunge Limited	70,1	8,5	9,4	7,7	0,4	0,4	0,4	13,6	15,6	11,3	4%	4%	5%	2,1%	2,3%	2,4%
Cosan	38,5	13,9	5,2	4,9	0,6	0,5	0,5	23,4	15,2	13,4	4%	10%	10%	4,1%	4,2%	4,9%
Delta Sugar	12,6	22,7	17,3	7,8	-	1,5	1,3	66,4	17,9	10,4	-	9%	17%	-	-	7,8%
MHP	8,8	4,6	5,3	5,0	1,8	1,7	1,6	-	6,8	4,6	39%	33%	32%	5,4%	8,1%	8,6%
Nissin Oillio	566,0	12,0	12,2	9,7	0,5	0,4	0,5	27,3	26,1	15,7	4%	4%	5%	1,8%	1,8%	1,8%
Suedzucker	23,0	14,4	11,4	8,5	0,9	0,9	0,9	100+	39,3	20,9	6%	8%	11%	1,1%	0,8%	1,7%
Wilmar Int.	3,6	12,4	14,4	11,3	0,7	0,7	0,6	15,5	18,5	13,3	6%	5%	6%	2,3%	2,1%	2,7%
Kemcel	66,3	4,1	4,5	3,8	0,7	0,8	0,6	49,4	23,4	21,2	17%	17%	16%	0,4%	0,4%	0,4%
Astarta*	57,1	3,7	3,1	3,4	1,5	1,4	1,3	20,6	3,9	7,0	41%	46%	38%	-	-	-
IMC*	8,3	2,3	2,6	2,7	1,1	1,1	1,1	4,7	3,4	2,2	47%	43%	39%	-	-	-
Ovostar*	85,0	3,8	4,0	3,5	-	1,6	1,3	4,2	4,6	3,5	-	40%	38%	-	-	-
Mediana		10.2	7.3	7.7	0.8	0.9	0.9	20.4	16.7	11.3	6%	10%	16%	2.2%	2.2%	2.7%

Wycena producentów kauczków syntetycznych (2017-01-09)

	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	4,9	11,7	12,5	10,9	1,8	1,8	1,6	15,3	21,6	17,4	15%	14%	15%	5,1%	0,0%	2,8%
Lanxess	65,0	8,8	7,4	6,5	0,9	1,0	0,9	36,1	26,0	21,1	11%	13%	13%	0,9%	1,1%	1,4%
BASF	87,7	8,7	9,1	8,5	1,3	1,7	1,6	20,2	18,3	17,1	15%	18%	18%	3,3%	3,4%	3,5%
Dow Chemical	57,8	11,2	9,3	8,6	1,8	1,9	1,8	9,0	15,9	14,3	17%	20%	21%	3,0%	3,3%	3,3%
Asahi Kasei	1011,0	6,7	6,4	6,7	0,9	0,9	0,9	13,4	15,4	14,4	13%	14%	14%	1,9%	2,0%	2,0%
Grand Pacific Petro	20,7	6,3	5,1	5,0	1,1	1,1	1,0	12,8	9,5	9,3	17%	22%	21%	3,9%	4,2%	4,8%
TSRC Corp	34,7	14,9	12,0	10,5	1,3	1,3	1,2	54,2	22,3	15,9	9%	11%	11%	3,1%	4,0%	5,4%
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	83600,0	12,7	11,8	9,5	1,1	1,1	0,9	19,6	20,2	13,7	9%	9%	10%	1,0%	1,1%	1,4%
ZEON Corp	1159,0	6,5	5,9	6,0	1,0	1,0	1,1	13,8	14,2	13,5	16%	18%	19%	1,2%	1,3%	1,4%
Apar Industries	623,5	10,1	7,6	6,4	0,5	0,5	0,5	48,4	23,4	15,4	5%	7%	8%	0,6%	1,0%	1,2%
Ube Industries	252,0	8,0	6,0	6,7	0,7	0,7	0,7	18,2	12,3	13,5	9%	12%	11%	2,0%	2,1%	2,4%
Mediana		8,7	7,5	6,7	1,0	1,1	1,0	18,9	17,1	14,4	13%	14%	14%	2,0%	1,6%	2,2%

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**S** – przychody ze sprzedaży**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**DY** – stopa dywidendy

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.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 Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@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