mBank Dom Maklerski

mBank.pl

wtorek, 24 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

Ceny energii w Niemczech w kontrakcie na rok 2018 wzrosły w okolice 31 EUR/MWh, co było pochodną wyższych cen CO_2 (5,2 EUR/t) oraz węgla w portach ARA (69,4 USD/t w kontrakcie rocznym czyli 11,2 PLN/GJ). Na pewno na sentyment na rynku terminowym ma wpływ bardzo napięta sytuacja na spocie, gdzie przykładowo we Francji ceny dochodzą do 95 EUR/MWh (efekt temperatury i problemów z dostępnością mocy po wyłączeniach bloków jądrowych). Obok węgla widoczne jest to również na rynku gazu, gdzie miesięczne kontrakty w hubach niemieckich sięgnęły już 21 EUR/MWh. W Polsce ceny wzrosły do 161 PLN/MWh, a więc odzwierciedliły zmianę na rynku uprawnień. Nadal nie widać natomiast przełożenia ewentualnych podwyżek cen węgla, które biorąc pod uwagę ceny w regionie, wydają się zupełnie realne (możliwe, że temat ten nabierze tempa po fuzji PGG z KHW). Zwracamy jednak uwagę, że wolumen na TGE jest jeszcze niższy niż rok temu (-22% w stosunku do obrotu na kontrakcie rocznym w styczniu 2016) i obecne kwotowania mogą nie być zbyt miarodajne.

Rynek paliwowy

Ceny ropy utrzymują się w okolicach 55 USD/Bbl, mimo sygnałów o realizacji porozumienia OPEC w zakresie redukcji wydobycia. Czynnikiem hamującym wzrosty są słabe odczyty popytowe z USA oraz dalszy wzrost liczby aktywnych wiertni. W krótkim terminie ryzykiem jest wciąż rekordowa liczba długich spekulacyjnych pozycji raportowana przez CFTC. Wraz z osłabieniem dolara zelżało natomiast zagrożenie z tytułu rozluźnienia korelacji Brent i EUR/USD. Marże rafineryjne w ostatnich dniach spadły poniżej 5 USD/Bbl, ale nadal mimo słabych odczytów z rynku amerykańskiego wyjątkowo mocno trzyma się crack benzynowy. W przypadku diesla dodatkową presję wywarły dane z Chin wskazujące na pobicie kolejnego rekordu w eksporcie tego paliwa w grudniu (1,8 mln ton vs. 1,5 mln ton poprzednio). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wraz ze zmniejszanie dostępności ciężkiej ropy na Bałtyku i Morzu Śródziemnym maleje dyferencjał Ural/Brent (obecnie 1,5 USD/Bbl). Jednocześnie cały czas rośnie spread Brent/WTI (obecnie 2,5 USD/Bbl czyli najwyżej od grudnia 2015), co w średnim terminie będzie obciążać konkurencyjność rafinerii europejskich. Kolejny tydzień z rządu odbudowuje się marża petrochemiczna na olefinach, co jest pozytywną niespodzianką w kontekście planowanych uruchomień nowych mocy w tym roku. W przypadku polimerów na razie mamy jednak do czynienia tylko z techniczną korektą spadkowego ruchu z ostatnich 2 miesięcy.

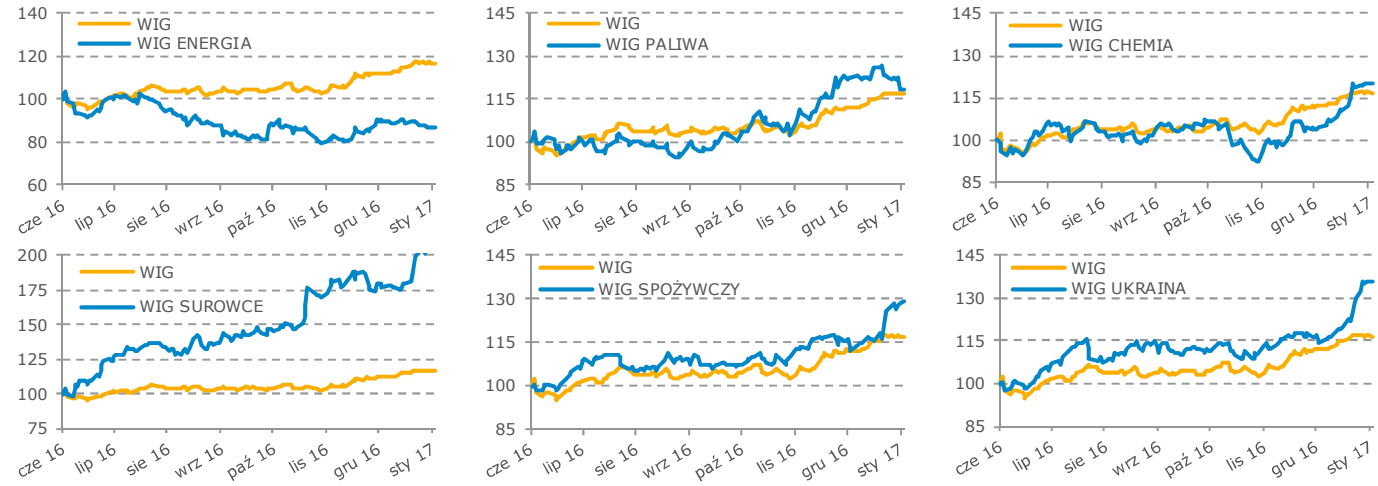
Zmiana kursu t/t* i YTD

Spółka	t/t	YTD
JSW	-7,8%	-3%
Grupa Azoty	-4,7%	+9%
Pulawy	-4,0%	+6%
PKN Orlen	-3,2%	-4%
Lotos	-3,2%	-1%
LW Bogdanka	-2,9%	-8%
Tauron	-2,1%	-2%
PGNiG	-1,8%	-3%
MOL	-1,1%	+0%
PGE	-1,1%	-2%
Enea	-0,9%	-0%
Kernel	-0,8%	+16%
ZE PAK	-0,6%	-2%
CEZ	+0,3%	-2%
Energa	+1,1%	+0%
Tarczynski	+1,8%	-0%
Police	+2,0%	+4%
KGHM	+2,7%	+22%
Astarta	+3,3%	+17%
Impexmetal	+4,3%	+6%
Synthos	+4,5%	+21%
Kety	+5,2%	+5%
Boryszew	+10,4%	+25%

Indeksy sektor	t/t	YTD
Energetyka	-0,2%	-2%
E&P	-2,4%	-5%
Górnictwo	+1,1%	+10%
Kauczuki	-0,4%	+0%
Nawozy	-0,4%	+4%
Petrochemia	-1,2%	+1%
Rafinerie eur.	-0,6%	-3%
Rafinerie amer.	-1,6%	-7%

*zmiana w okresie 16.01-23.01; w PLN

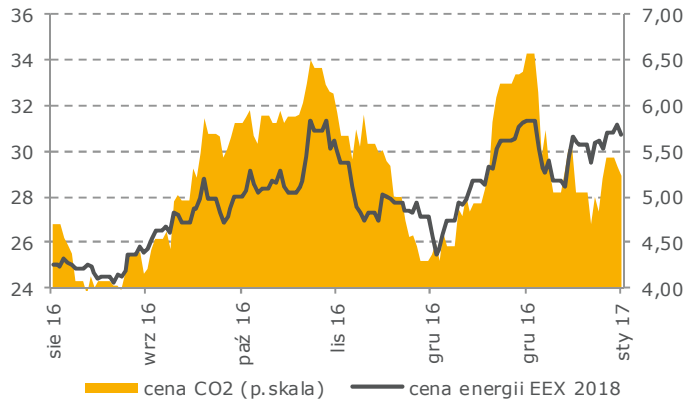
Indeksy branżowe na tle WIG



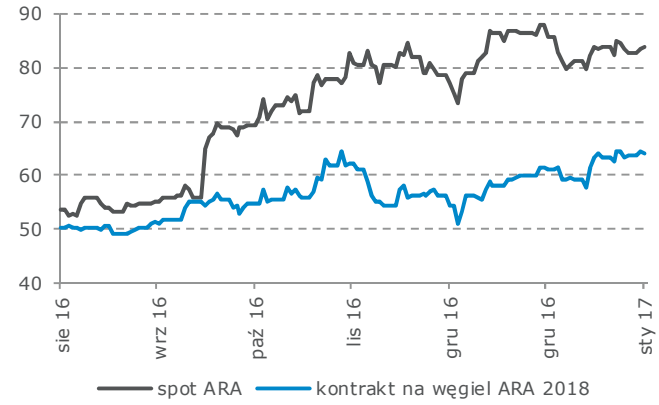
Źródło: Bloomberg

Energetyka

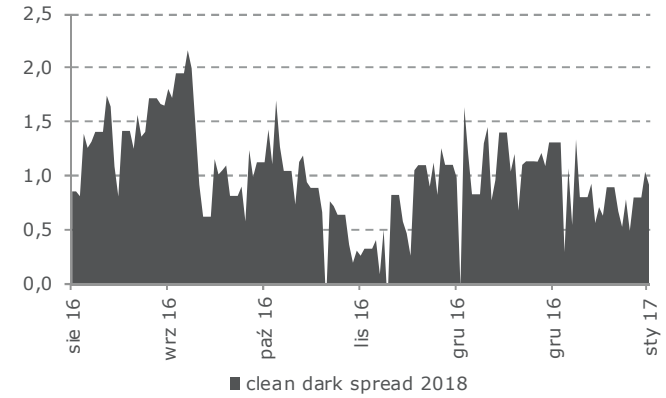
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



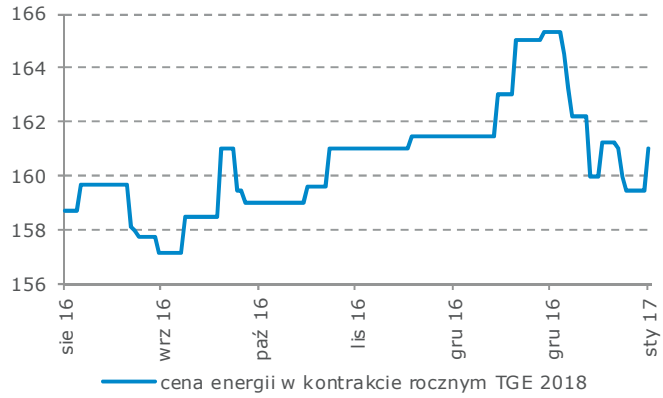
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



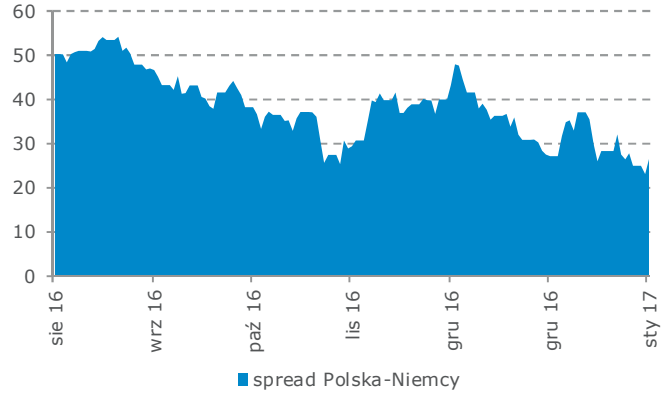
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



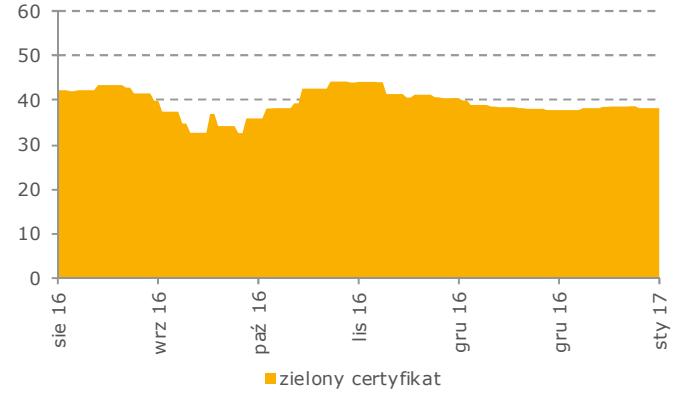
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



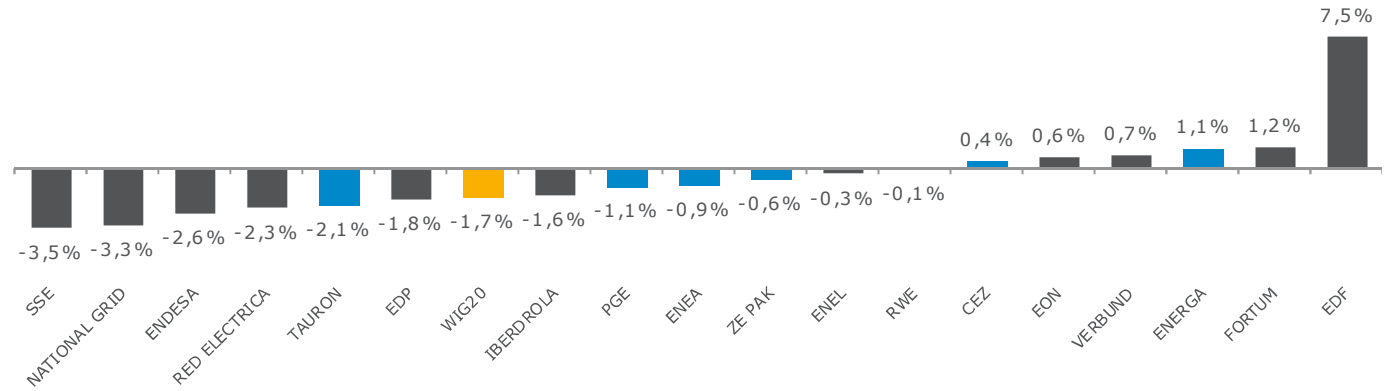
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



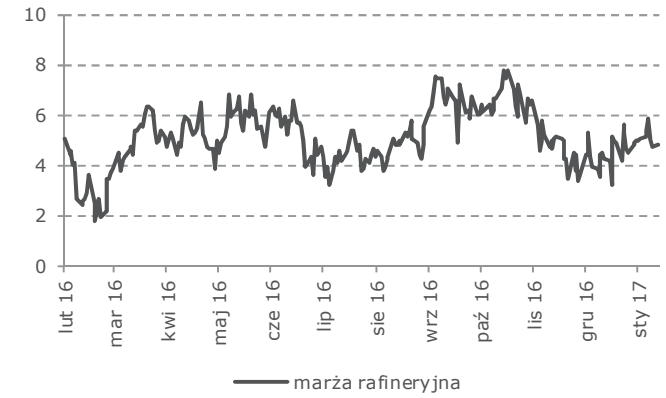
Tygodniowy performance spółek energetycznych



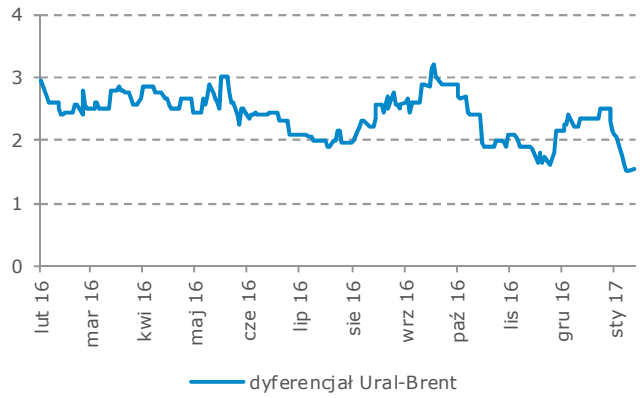
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

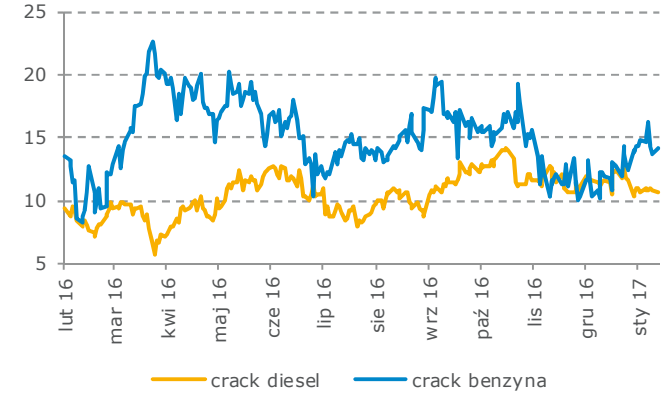
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



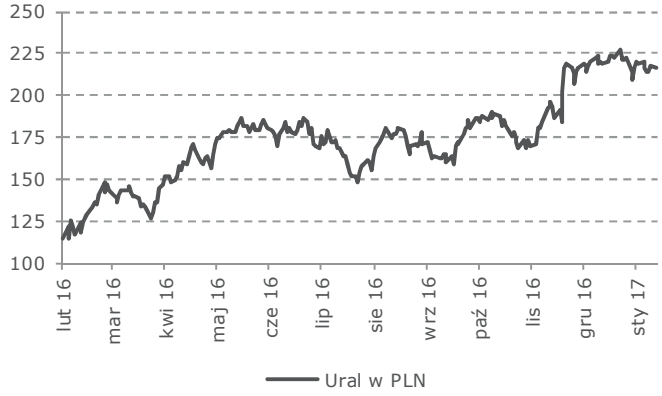
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



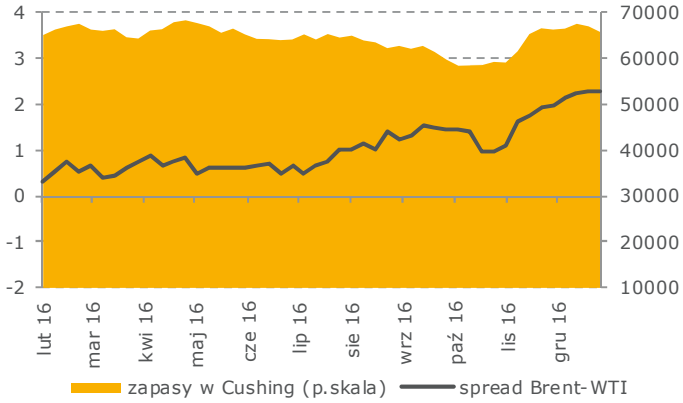
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



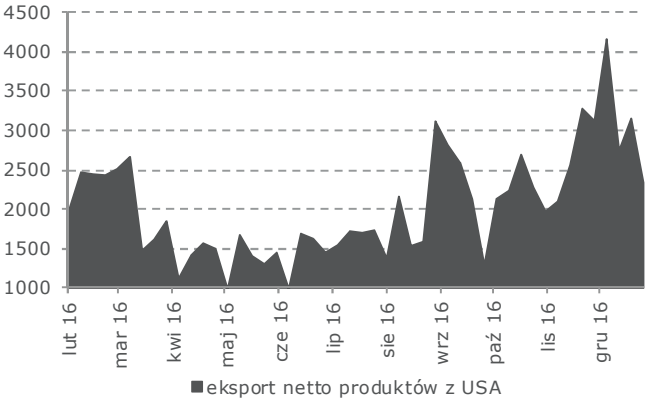
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



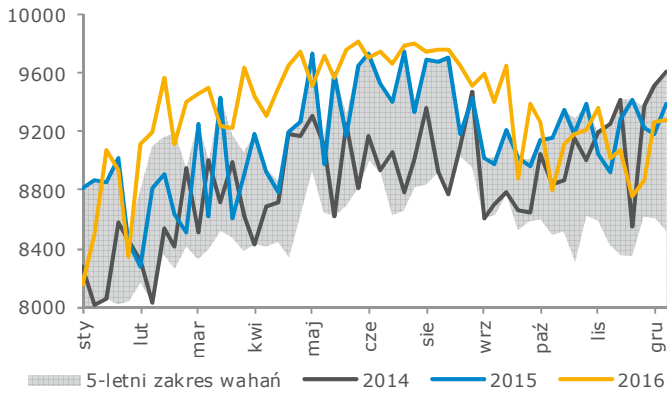
Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



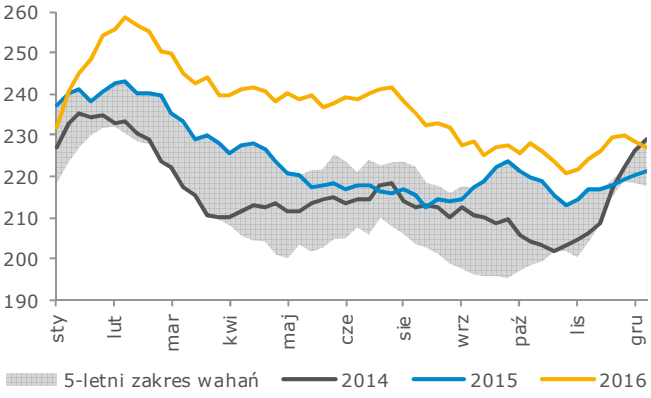
Eksport netto paliw z USA



Popyt na benzynę w USA



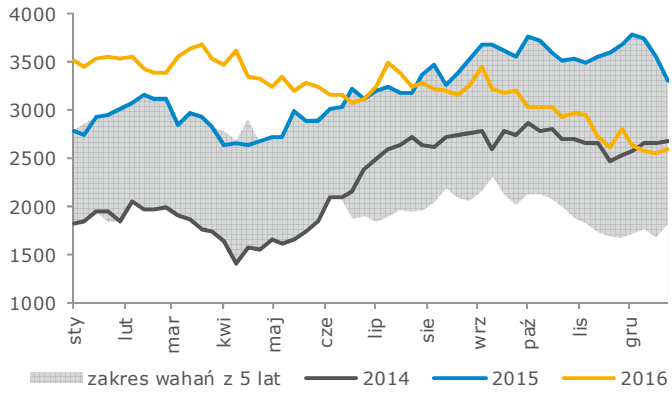
Zapasy benzyny w USA



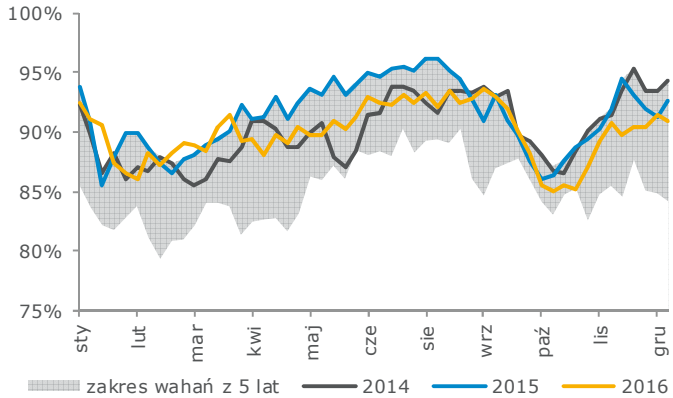
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

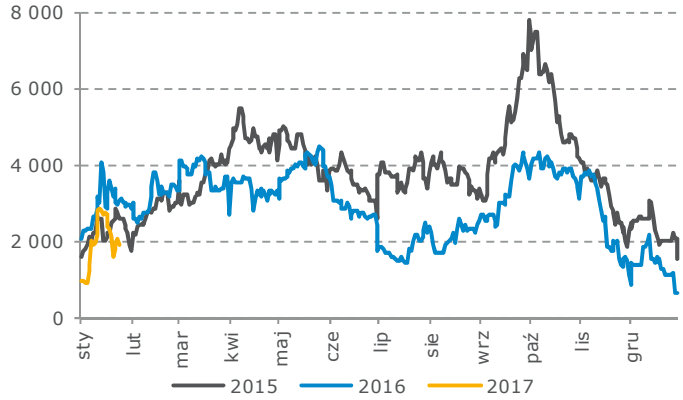
Zapasy diesla w portach ARA



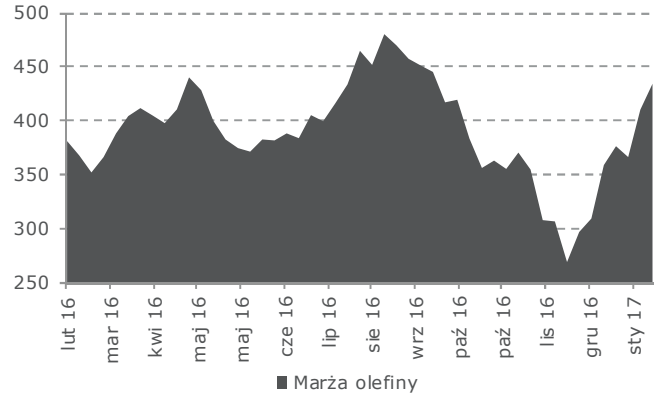
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



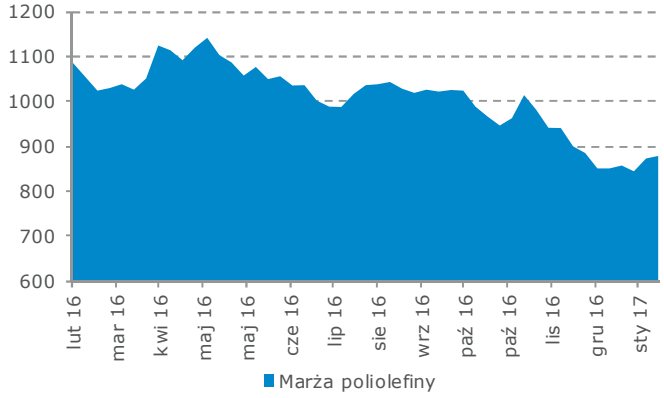
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



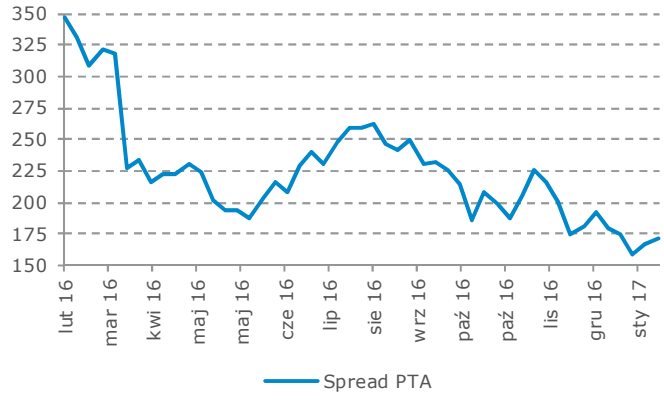
Marża petrochemiczna olefiny



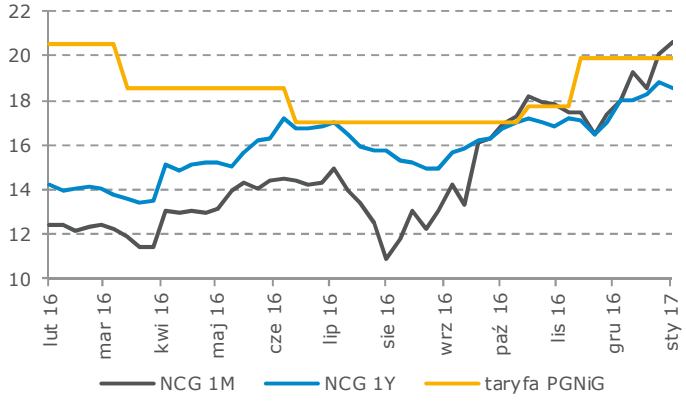
Marża petrochemiczna poliolefiny



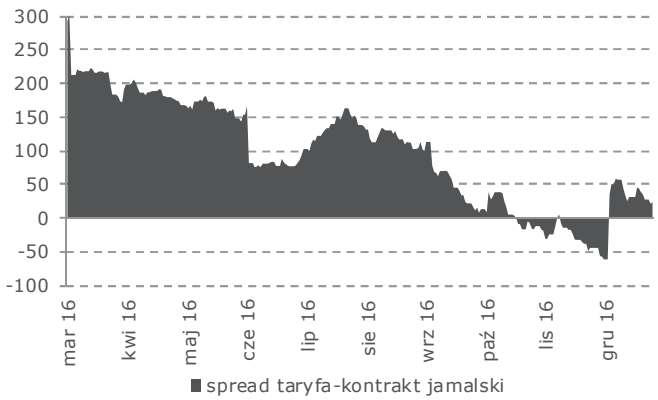
Cena PTA (USD/t)



Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



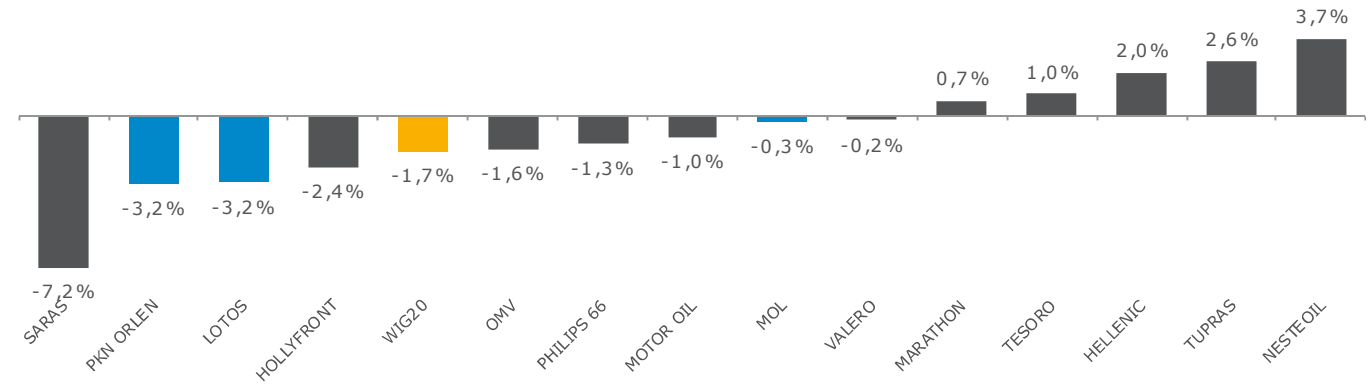
Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



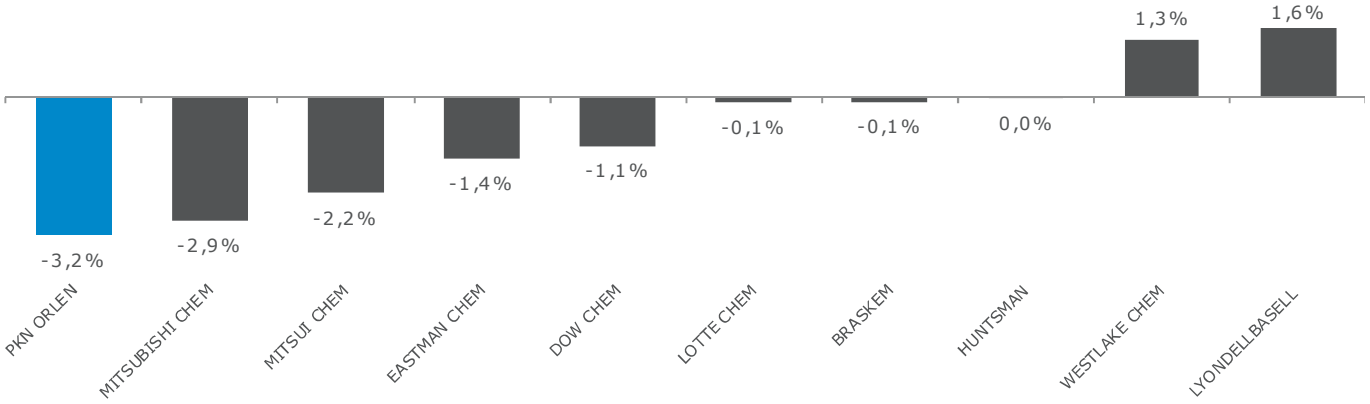
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Tygodniowy performance

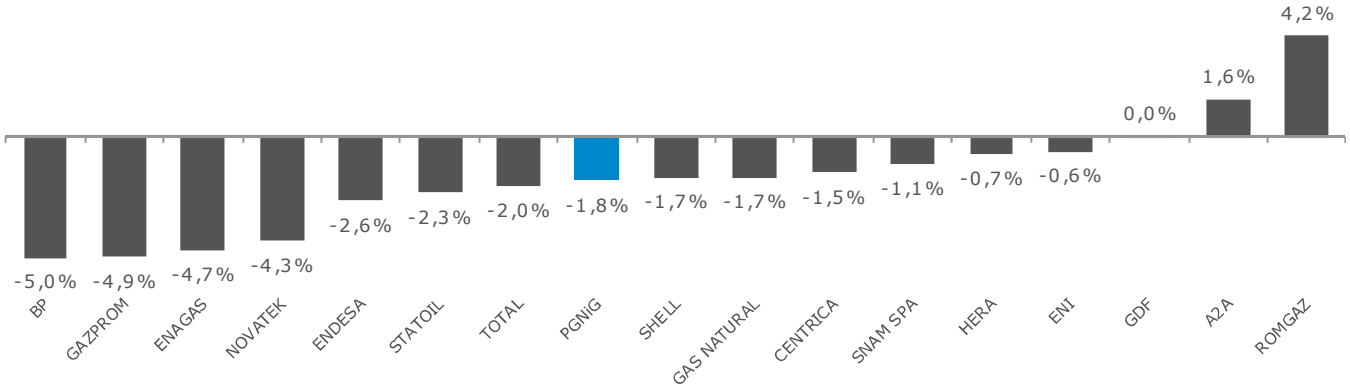
Spółki rafineryjne



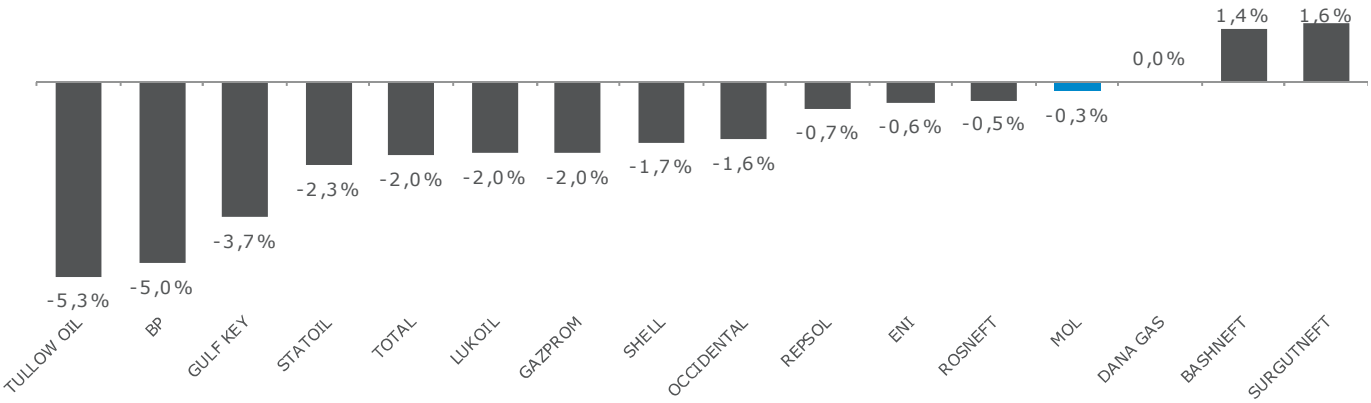
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



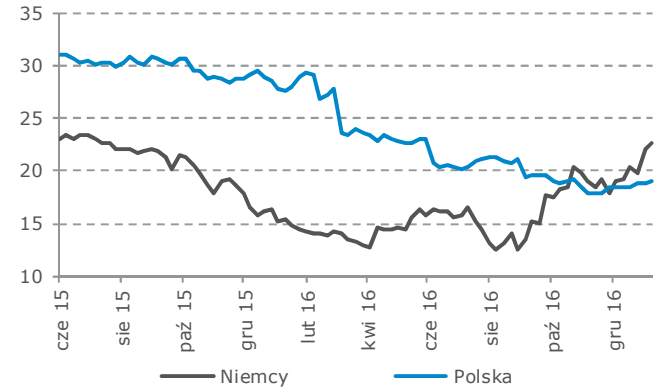
Spółki wydobywcze



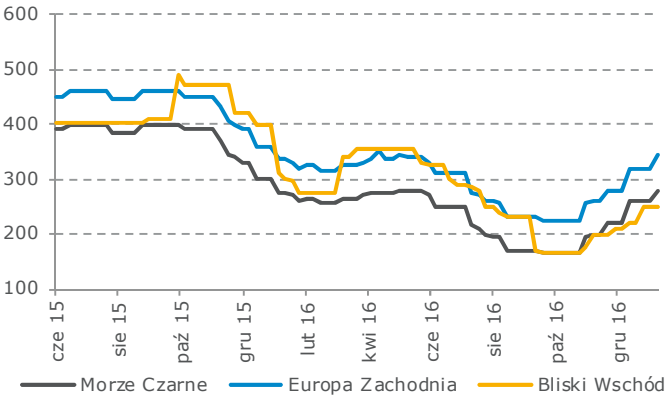
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

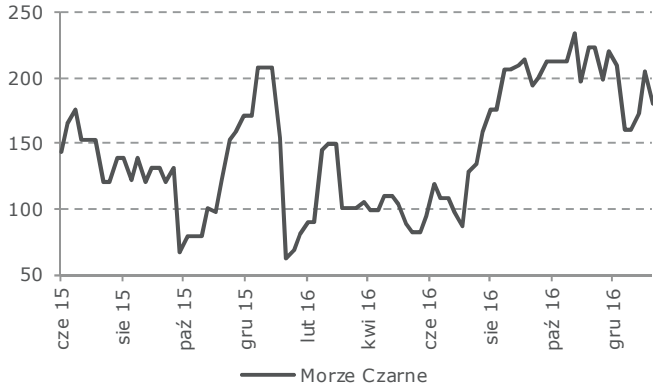
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



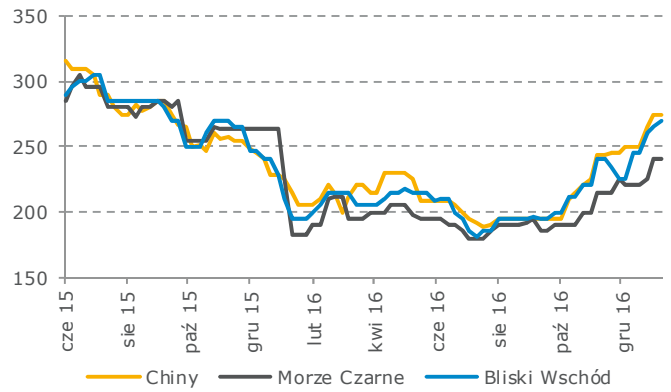
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



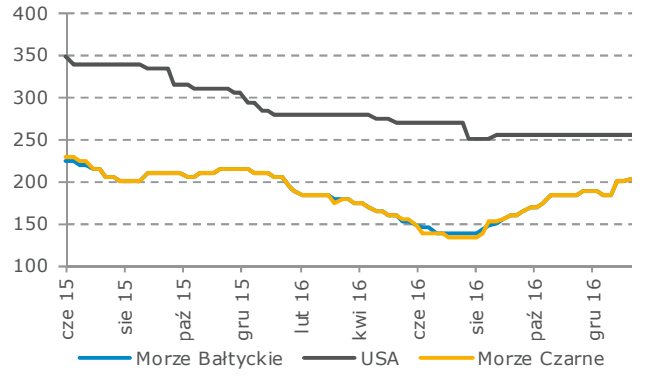
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



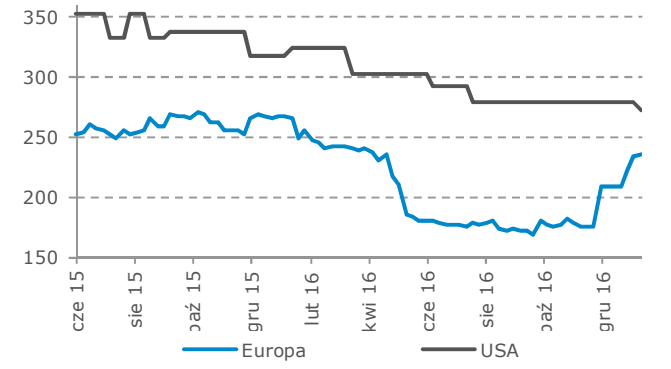
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



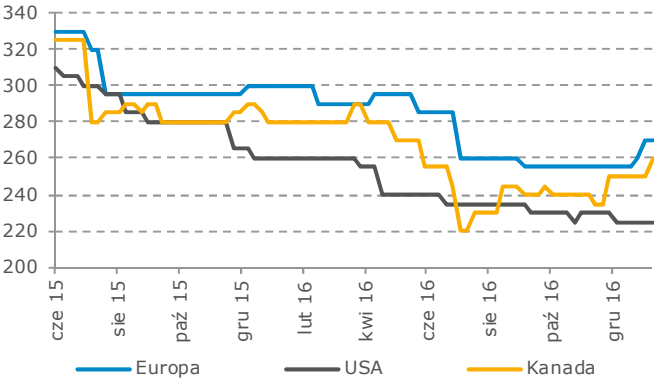
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



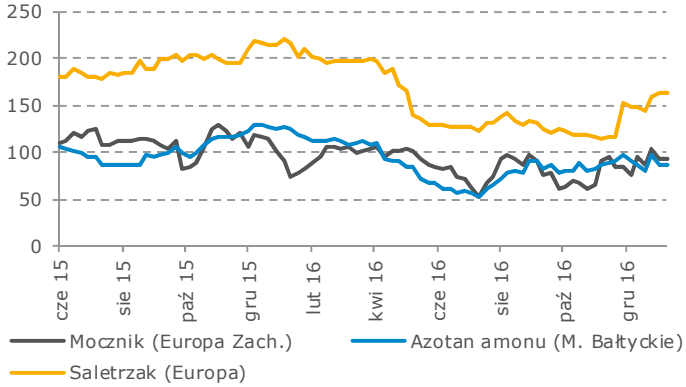
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



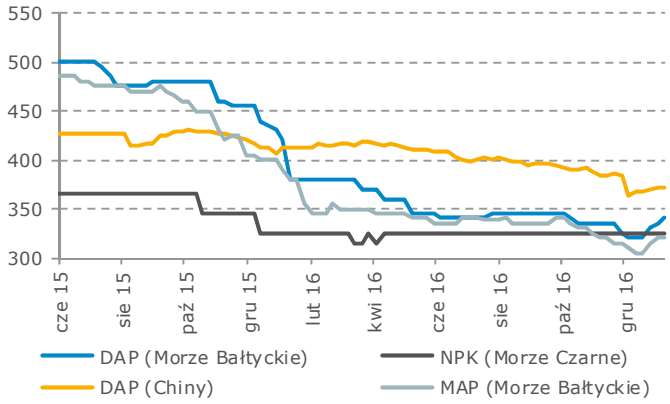
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



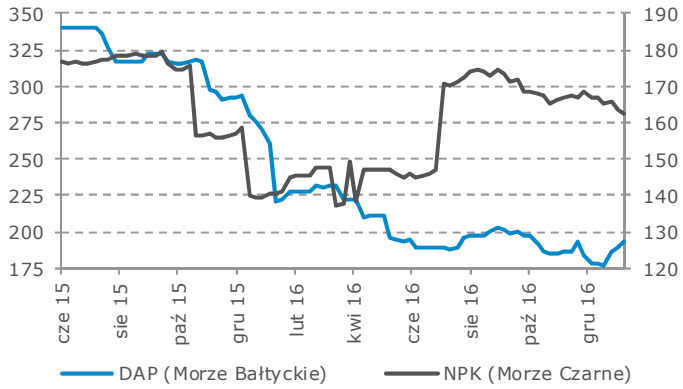
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

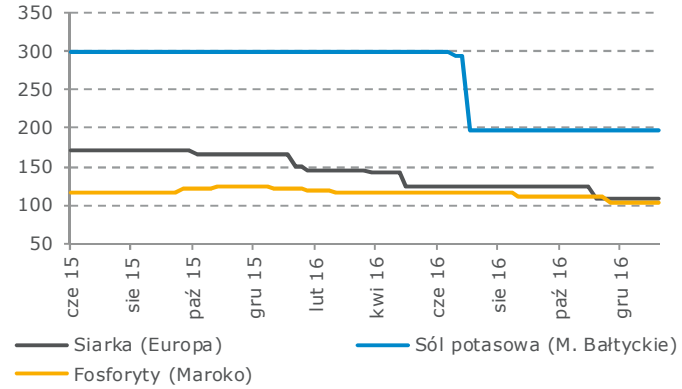
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



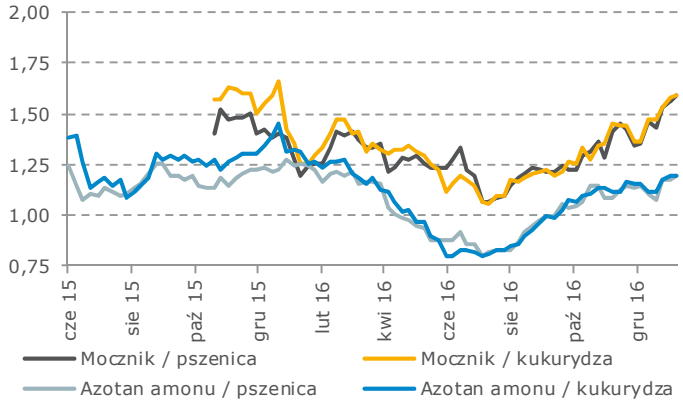
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



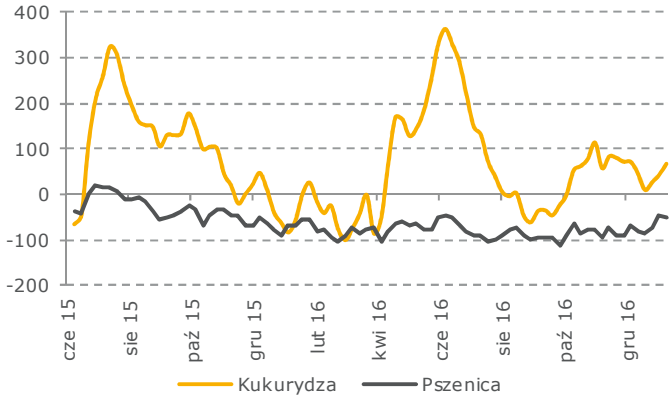
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



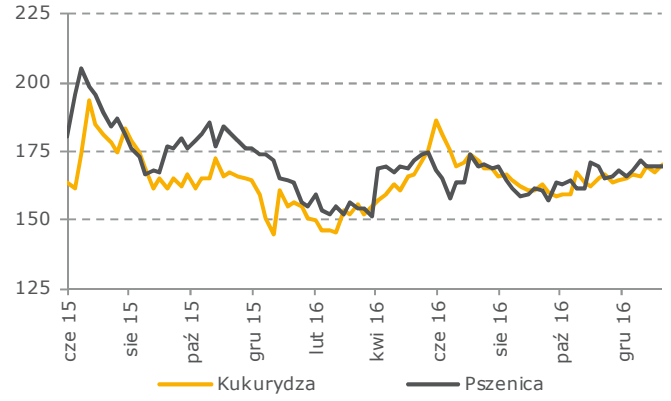
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



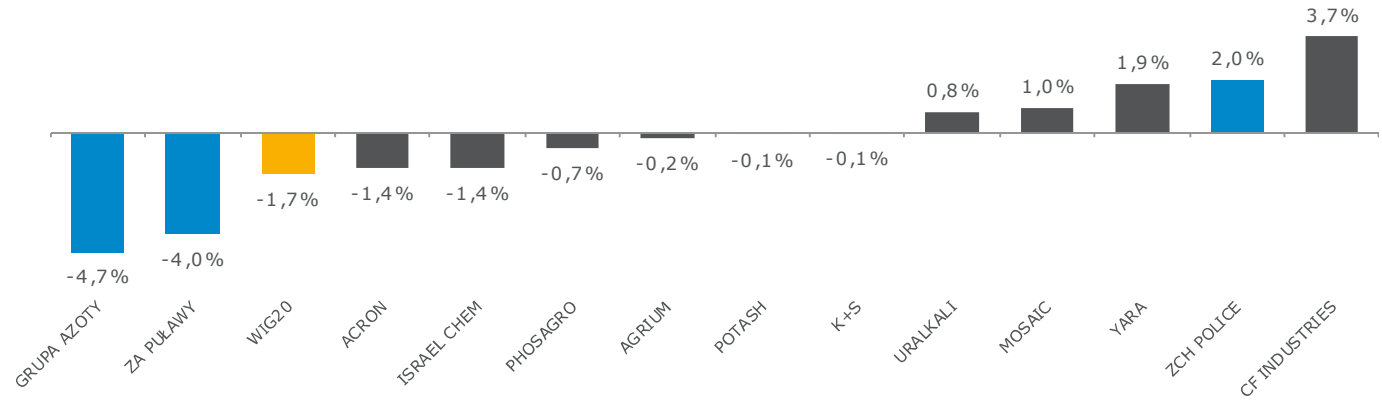
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



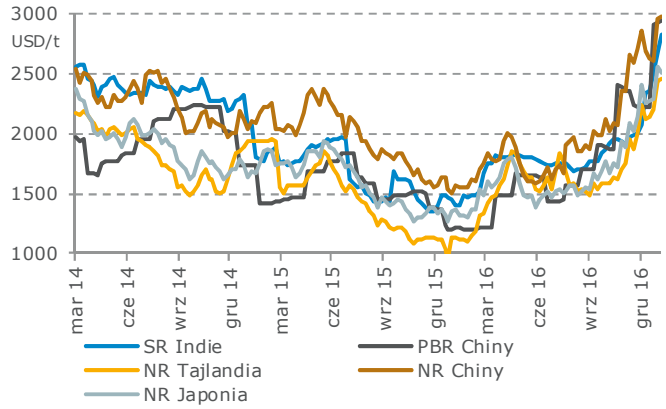
Tygodniowy performance producentów nawozów



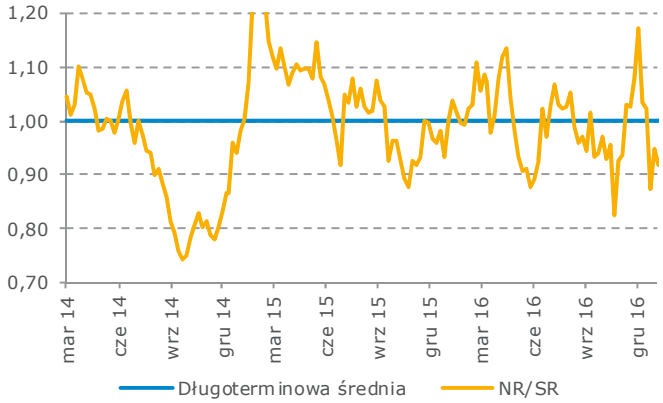
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Kauczuki syntetyczne

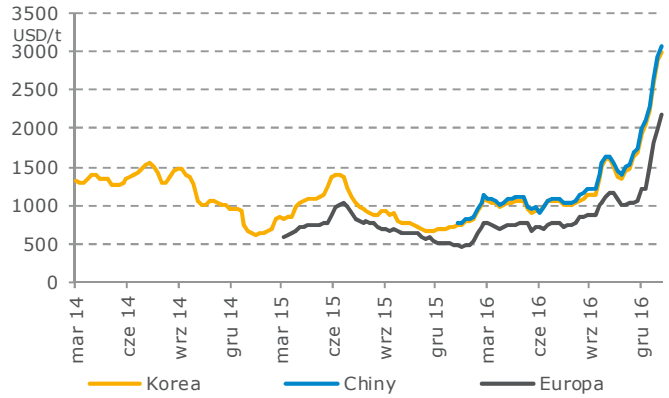
Ceny kauczuków naturalnych i syntetycznych



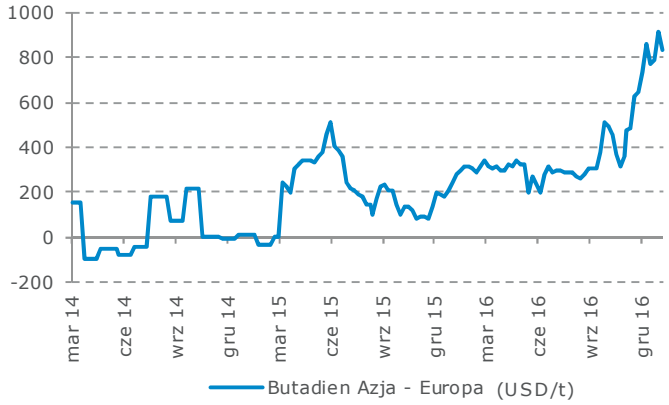
Relacja cen kauczuków syntetycznych i naturalnych



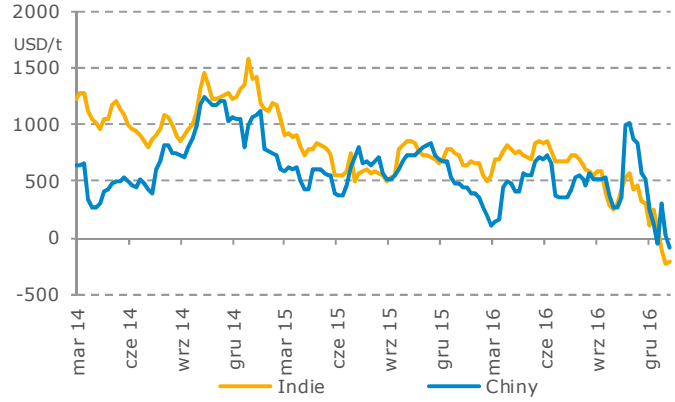
Ceny butadienu



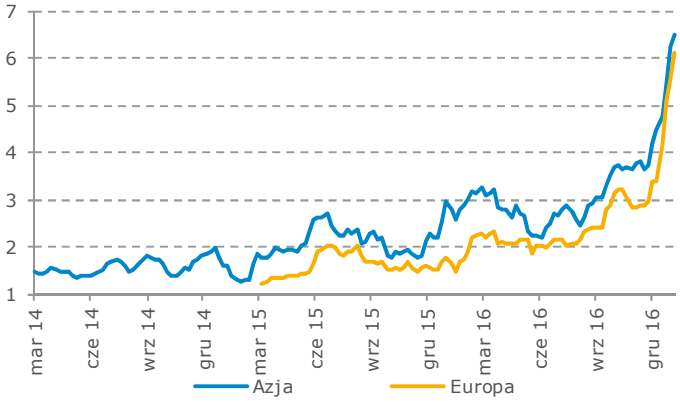
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



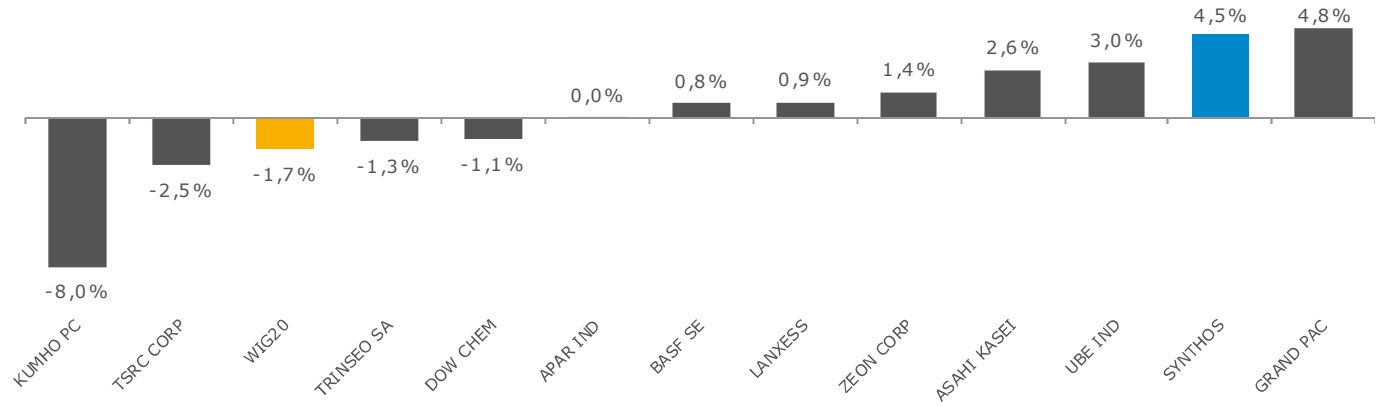
Różnica cen kauczuków i butadienu w Azji



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



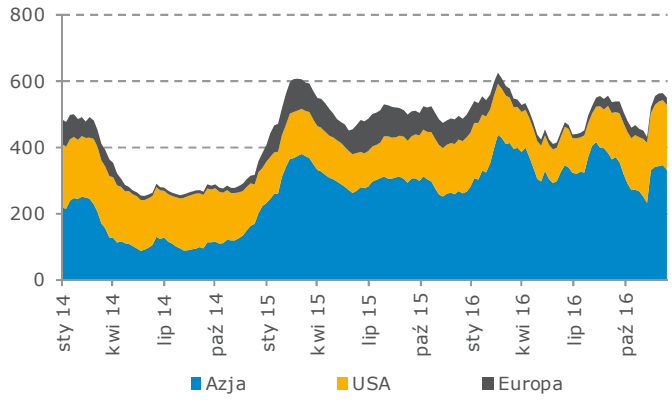
Tygodniowy performance producentów kauczuków syntetycznych



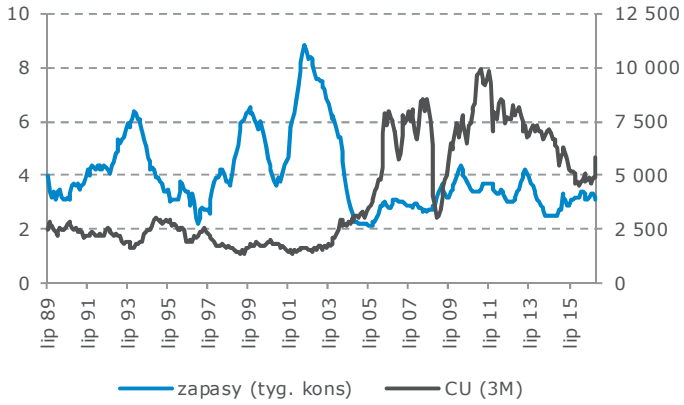
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Surowce

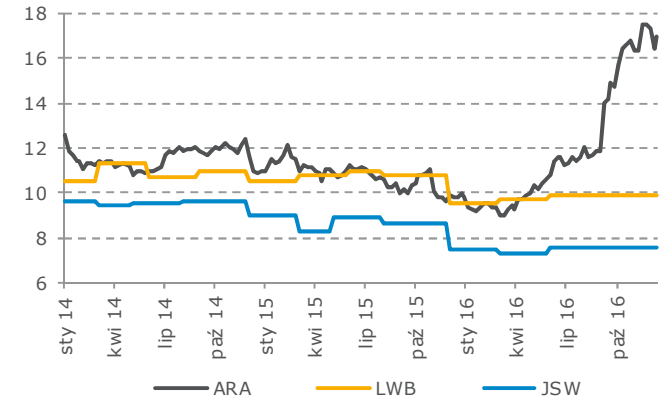
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



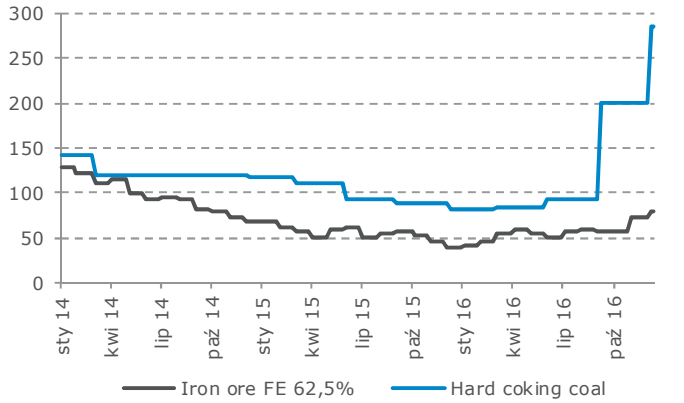
Cena miedzi (USD/t) oraz zapasy miedzi w tygodniach światowej konsumpcji



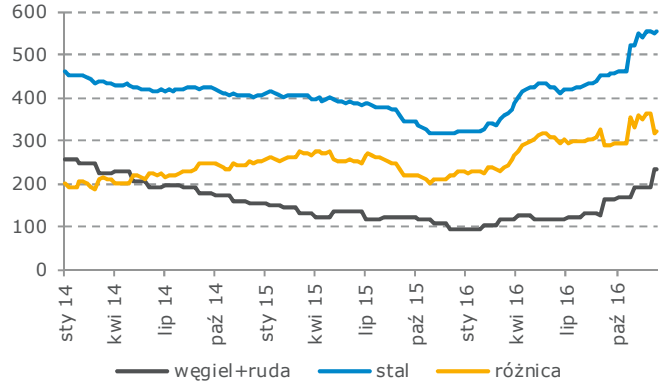
Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



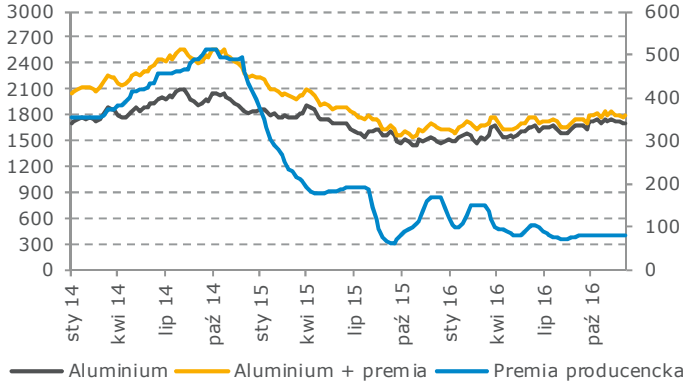
Cena rudy żelaza



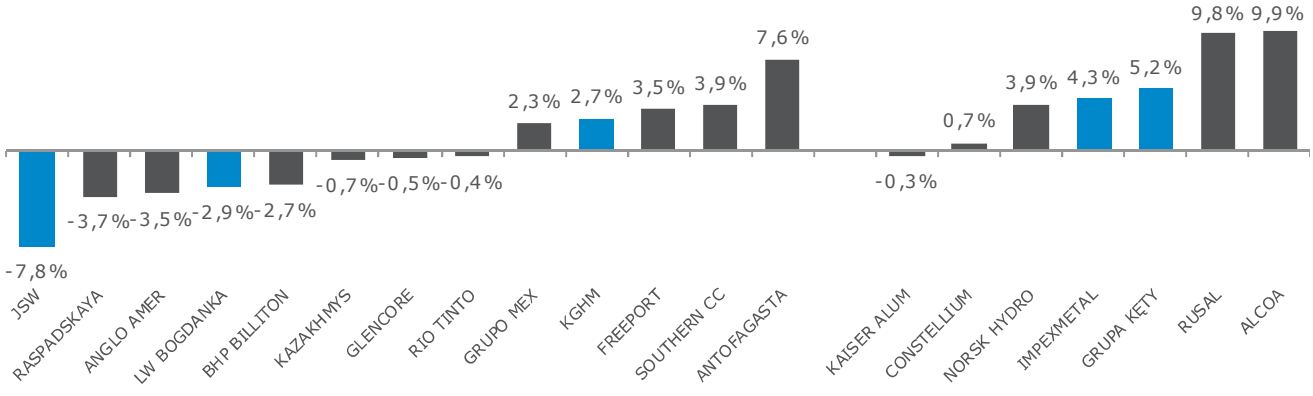
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie kosztu wsadu surowcowego



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



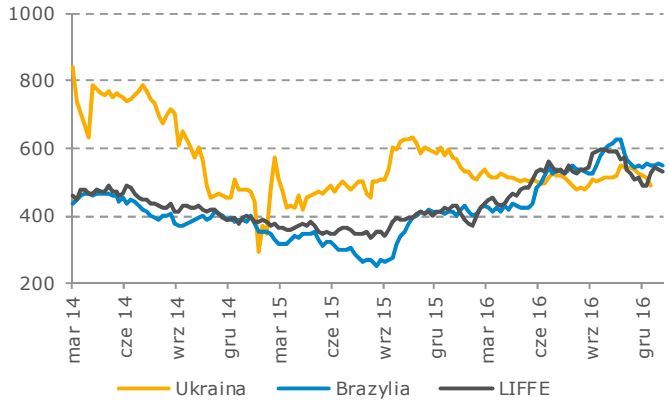
Tygodniowy performance spółek surowcowych



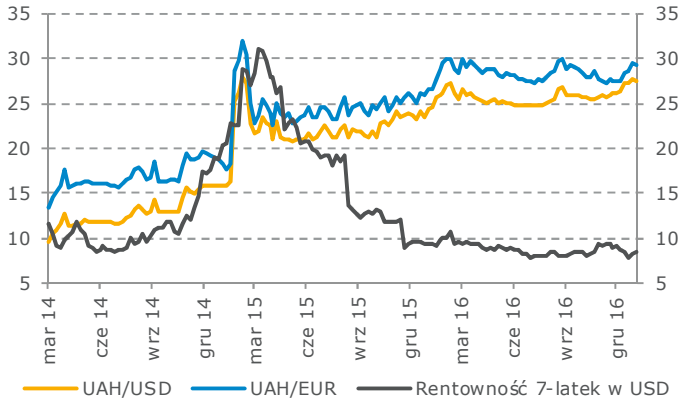
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Rynek spożywczy

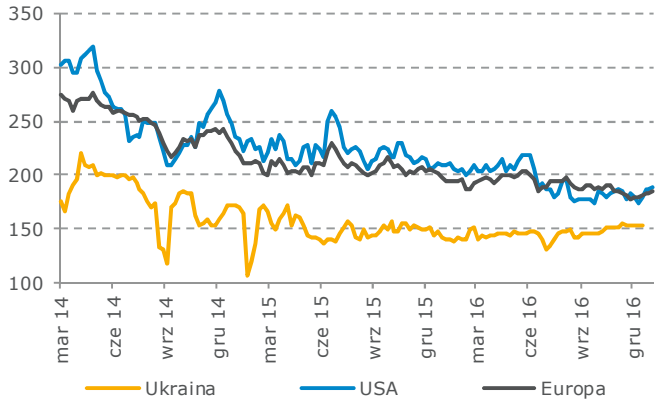
Cena cukru (USD/Mt)



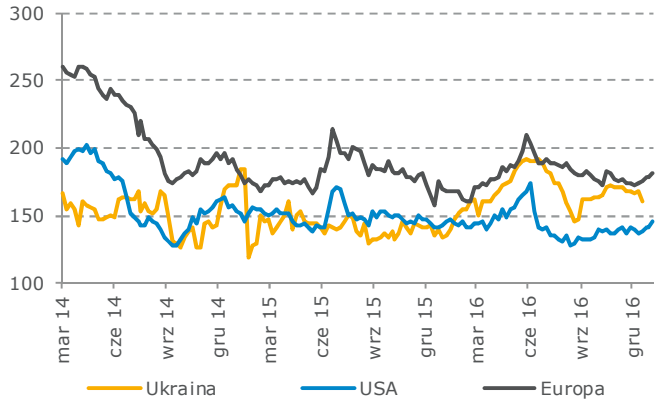
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



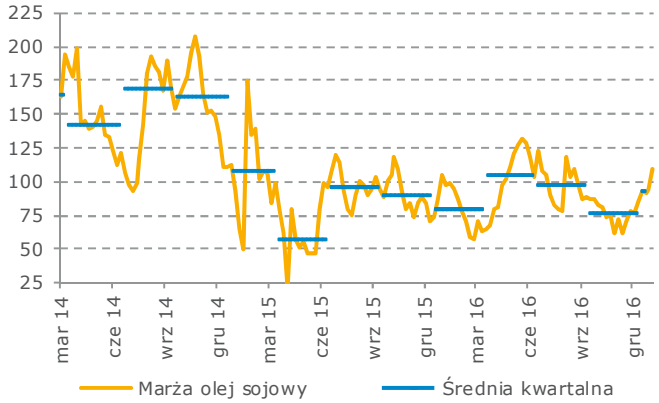
Cena pszenicy (USD/Mt)



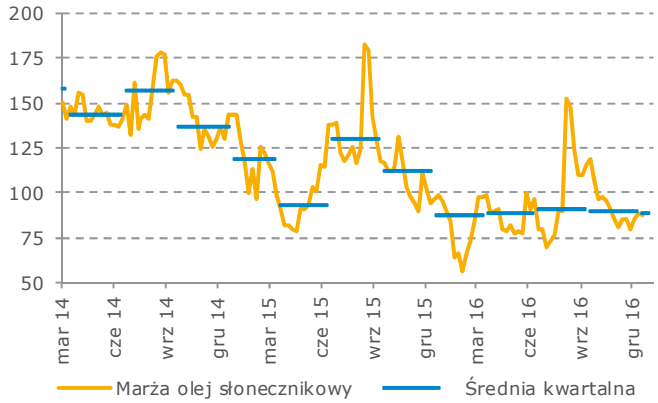
Cena kukurydzy (USD/Mt)



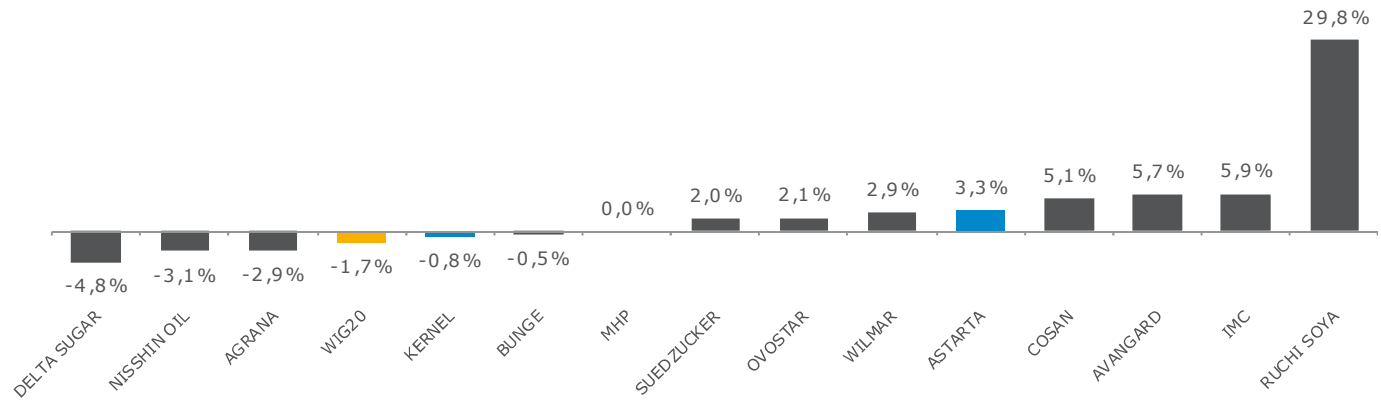
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-01-23)

		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	9,6	3,0	2,9	3,1	0,6	0,6	0,7	29,8	6,5	12,1	21%	23%	21%	11,5%	9,4%	5,8%
EDP	2,7	7,9	8,2	8,1	2,0	2,0	2,0	10,9	10,6	10,4	25%	25%	24%	6,8%	7,0%	7,0%
Endesa	19,2	8,3	7,4	7,4	1,2	1,2	1,2	18,7	15,1	15,4	15%	17%	16%	5,3%	6,8%	6,7%
Enel	4,1	6,8	6,5	6,4	1,3	1,3	1,3	17,8	12,8	11,8	19%	20%	21%	3,9%	4,4%	5,2%
EON	7,3	-	4,2	4,1	0,2	0,5	0,5	-	17,3	14,2	-	12%	12%	6,9%	3,1%	3,6%
Fortum	15,1	65,9	12,1	11,2	3,7	3,7	3,5	-	23,5	21,4	6%	30%	31%	-	4,9%	4,6%
Iberdola	5,9	9,5	8,9	8,6	2,2	2,1	2,1	15,6	14,4	13,9	23%	24%	24%	0,5%	5,0%	5,2%
National Grid	9,3	12,0	11,2	11,2	4,2	4,1	4,0	17,4	15,2	14,9	35%	36%	35%	4,6%	4,7%	4,8%
Red Electrica	16,9	10,2	10,1	9,8	7,8	7,6	7,5	15,0	14,2	13,6	76%	76%	76%	4,8%	5,1%	5,4%
RWE	12,7	3,0	3,5	3,5	0,4	0,4	0,4	-	12,1	11,4	13%	12%	12%	0,1%	2,3%	3,2%
SSE	15,0	15,1	9,6	9,4	0,7	0,7	0,8	27,2	12,8	12,5	5%	7%	8%	5,9%	6,0%	6,1%
Verbund	15,4	9,8	9,7	11,0	2,9	3,0	3,0	25,6	17,4	20,3	30%	31%	28%	2,3%	1,8%	1,5%
CEZ	425,0	5,6	6,3	6,7	1,7	1,9	1,8	11,0	12,1	14,3	31%	29%	28%	9,3%	9,4%	6,6%
PGE	10,2	2,6	4,1	4,8	0,8	0,9	1,0	-	10,7	8,4	29%	21%	21%	7,7%	2,4%	2,3%
Tauron	2,8	3,6	4,3	4,6	0,7	0,8	0,9	-	9,1	4,9	19%	19%	19%	5,4%	0,0%	0,0%
Enea	9,5	4,2	4,4	4,5	0,9	0,9	1,0	-	5,4	6,1	22%	22%	21%	5,0%	0,0%	0,0%
Energa	9,1	3,5	4,5	4,4	0,7	0,8	0,8	4,5	100+	7,4	20%	18%	18%	15,8%	5,4%	2,7%
ZE PAK*	12,4	-	1,9	1,9	0,4	0,4	0,4	-	2,4	2,2	-	22%	23%	-	-	4,0%
Mediana		**7,3**	**6,4**	**6,5**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**17,4**	**12,8**	**12,3**	**21%**	**22%**	**21%**	**5,4%**	**4,9%**	**4,7%**

Wycena spółek nawozowych (2017-01-23)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	3435,0	5,2	5,1	4,8	1,9	2,2	1,8	9,4	5,2	5,3	36%	44%	37%	-	6,7%	5,9%
Uralkali	168,5	7,4	10,0	10,2	4,6	5,6	5,5	28,0	4,9	6,9	62%	56%	53%	-	-	9,5%
Agrium	105,2	9,6	12,1	11,2	1,4	1,5	1,4	15,1	21,9	19,1	14%	12%	13%	3,2%	3,3%	3,3%
Phosagro	2736,0	5,4	6,1	7,2	2,3	2,3	2,4	9,7	8,0	9,8	43%	38%	34%	6,7%	4,0%	4,6%
K+S	23,3	6,5	12,2	8,3	1,5	1,9	1,6	9,0	34,3	20,6	24%	15%	20%	4,9%	1,8%	2,3%
Yara International	347,8	5,1	7,3	7,2	1,0	1,1	1,1	11,8	16,4	16,1	19%	15%	15%	4,3%	3,5%	3,3%
The Mosaic Company	31,6	7,1	13,9	11,5	1,6	2,0	2,0	11,3	46,5	33,4	23%	15%	17%	3,4%	3,5%	3,3%
Potash	18,9	7,9	14,4	13,4	3,5	5,2	5,0	12,4	37,3	30,9	45%	36%	37%	8,0%	5,2%	2,2%
CF Industries	35,3	9,2	16,0	12,4	3,6	4,1	3,7	11,9	45,5	69,9	39%	26%	30%	3,4%	3,4%	3,4%
Israel Chemicals	17,3	7,6	10,5	8,0	1,7	1,7	1,6	11,1	14,1	12,3	22%	16%	20%	6,2%	3,5%	4,1%
Grupa Azoty	68,1	5,7	6,6	7,6	0,7	0,9	0,9	11,1	13,3	16,9	13%	13%	11%	0,0%	1,2%	2,9%
ZA Police*	23,5	7,2	9,9	14,3	0,8	0,9	0,9	10,6	15,8	16,5	11%	9%	6%	-	-	2,1%
ZCh Puławy*	190,0	4,4	5,6	6,4	0,8	0,9	0,8	8,1	11,9	14,2	17%	15%	13%	5,5%	5,5%	5,3%
Mediana		**7,1**	**10,0**	**8,3**	**1,6**	**1,9**	**1,6**	**11,1**	**15,8**	**16,5**	**23%**	**15%**	**20%**	**4,6%**	**3,5%**	**3,3%**

Wycena spółek rafineryjnych (2017-01-23)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	37,8	11,1	5,2	6,7	0,6	0,6	0,5	-	9,7	11,8	5%	12%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	20940,0	4,6	4,7	5,3	0,7	0,9	0,7	-	7,1	12,5	16%	18%	13%	2,3%	2,6%	2,7%
PKN Orlen	82,3	7,1	5,0	6,4	0,5	0,5	0,4	12,4	7,9	10,1	7%	11%	6%	2,0%	2,4%	2,9%
HollyFrontier	29,3	4,3	11,3	6,1	0,5	0,7	0,6	7,5	40,7	13,8	12%	6%	9%	4,5%	4,5%	4,6%
Tesoro	80,4	4,3	7,5	5,7	0,5	0,6	0,5	6,4	19,3	13,2	12%	8%	9%	2,3%	2,6%	2,9%
Valero Energy	66,3	4,1	6,8	5,7	0,4	0,5	0,4	8,3	17,9	12,2	9%	7%	7%	2,6%	3,6%	3,8%
Marathon Petroleum	48,7	6,9	10,1	7,5	0,6	0,7	0,6	9,2	24,6	14,4	9%	7%	8%	2,3%	2,7%	3,1%
Phillips 66	82,2	8,8	12,4	8,5	0,5	0,6	0,5	10,6	26,3	15,4	6%	5%	5%	2,7%	3,0%	3,2%
Tupras	78,0	6,5	8,9	7,0	0,7	0,7	0,5	7,7	12,5	9,2	10%	8%	8%	8,3%	6,2%	7,7%
OMV	33,3	100+	5,8	5,5	0,9	1,0	0,9	-	10,5	12,7	-	17%	16%	3,0%	3,0%	3,0%
Neste Oil	33,8	9,4	6,9	7,6	0,9	0,9	0,8	15,5	11,5	12,8	9%	12%	10%	3,0%	3,4%	3,5%
Hellenic Petroleum	4,5	7,3	4,8	5,1	0,4	0,5	0,4	30,0	6,0	6,5	6%	10%	8%	-	5,0%	5,0%
Saras	1,5	2,3	2,4	2,6	0,2	0,2	0,2	6,4	8,1	9,3	7%	7%	6%	-	6,3%	5,6%
Motor Oil	13,5	3,9	3,9	4,5	0,3	0,3	0,3	7,3	6,6	7,6	7%	8%	6%	-	5,8%	5,9%
Mediana		**6,5**	**6,3**	**5,9**	**0,5**	**0,6**	**0,5**	**8,3**	**11,0**	**12,3**	**9%**	**8%**	**8%**	**2,6%**	**3,2%**	**3,3%**

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

Wycena spółek petrochemicznych (2017-01-23)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
Axiall	61,0	9,6	10,5	7,6	2,6	2,3	1,6	12,5	17,6	14,6	27%	21%	20%	1,1%	1,2%	1,1%
Braskem	35,3	4,4	3,6	3,6	0,9	0,8	0,8	8,9	9,3	9,2	19%	23%	22%	3,6%	6,4%	5,1%
Dow Chemical	57,1	11,1	9,3	8,5	1,8	1,9	1,8	8,9	15,7	14,1	17%	20%	21%	3,0%	3,2%	3,4%
Eastman Chemical	76,8	9,1	8,3	8,0	1,8	2,0	1,9	13,4	11,4	10,4	20%	24%	24%	2,2%	2,5%	2,6%
Huntsman Corp	20,2	11,3	8,1	7,4	0,9	1,0	0,9	53,0	13,1	10,5	8%	12%	12%	2,5%	2,5%	2,6%
LyondellBasell	91,2	6,2	6,7	6,7	1,4	1,5	1,4	9,5	9,8	9,2	22%	23%	21%	3,3%	3,7%	3,8%
Mitsubishi Chemical	760,8	8,5	6,3	6,5	0,8	0,7	0,9	18,4	41,2	8,7	9%	12%	13%	1,7%	1,9%	2,2%
Mitsui Chemicals	524,0	10,5	7,7	6,9	0,6	0,7	0,8	30,4	15,3	10,1	6%	9%	12%	1,0%	1,5%	2,0%
Westlake Chemical	61,0	9,6	10,5	7,6	2,6	2,3	1,6	12,5	17,6	14,6	27%	21%	20%	1,1%	1,2%	1,1%
PKN Orlen	82,3	7,1	5,0	6,4	0,5	0,5	0,4	12,4	7,9	10,1	7%	11%	6%	2,0%	2,4%	2,9%
Mediana		**9,3**	**7,9**	**7,2**	**1,1**	**1,3**	**1,2**	**12,5**	**14,2**	**10,3**	**18%**	**21%**	**20%**	**2,1%**	**2,4%**	**2,6%**

Wycena spółek gazowych (2017-01-23)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI GAZOWE																
A2A	1,3	13,0	7,0	7,1	1,6	1,6	1,5	55,7	12,0	13,7	12%	22%	21%	3,1%	3,8%	4,4%
Centrica	2,3	100+	7,2	7,0	0,6	0,6	0,6	-	14,3	13,8	-	9%	9%	5,3%	5,4%	5,5%
Enagas	23,2	11,2	11,4	10,8	8,2	8,3	7,7	13,4	13,2	12,7	73%	73%	72%	5,7%	6,0%	6,3%
Endesa	19,2	8,3	7,4	7,4	1,2	1,2	1,2	18,7	15,1	15,4	15%	17%	16%	5,3%	6,8%	6,7%
Engie	11,7	40,1	5,3	5,5	0,8	0,9	0,9	-	11,6	12,2	2%	16%	16%	8,6%	8,6%	6,0%
Gas Natural SDG	17,4	7,3	7,4	7,3	1,4	1,5	1,5	11,6	13,1	12,9	19%	20%	20%	5,2%	5,7%	5,8%
Hera	2,3	8,1	7,0	6,7	1,3	1,3	1,3	18,4	17,0	15,8	16%	19%	19%	4,0%	4,0%	4,3%
Snam	3,7	9,7	14,0	13,7	7,4	11,1	11,0	10,7	16,3	14,3	77%	80%	80%	6,7%	5,6%	5,9%
PGNiG	5,5	5,2	5,4	4,6	0,9	1,0	0,9	15,1	14,1	11,7	17%	18%	19%	3,7%	3,3%	4,4%
BG Group	21,9	13,1	9,3	6,5	1,2	1,3	1,1	100+	31,7	17,2	9%	14%	16%	6,8%	6,7%	6,7%
BP	4,9	22,7	8,0	5,4	0,7	0,8	0,7	-	40,1	18,0	3%	10%	12%	6,6%	6,4%	6,4%
Eni	15,3	10,5	6,8	4,5	1,1	1,2	1,0	-	-	24,4	10%	17%	22%	5,2%	5,2%	5,2%
Gazprom	148,1	3,3	4,2	3,7	0,9	1,0	0,9	4,3	3,8	4,0	29%	25%	25%	4,9%	5,2%	5,5%
NovaTek	118,7	14,6	11,9	10,2	4,9	4,7	3,9	-	14,3	14,3	34%	39%	38%	-	2,2%	2,7%
ROMGAZ	26,4	-	4,1	3,8	-	2,2	2,1	-	10,6	9,6	-	53%	56%	-	7,8%	8,2%
Shell	25,5	13,0	9,2	6,5	1,2	1,3	1,1	89,5	27,2	14,8	9%	14%	16%	6,8%	6,7%	6,7%
Statoil	158,0	4,0	5,0	3,4	1,3	1,6	1,3	-	100+	16,9	32%	32%	37%	5,0%	4,6%	4,6%
Total	47,5	9,8	7,7	5,9	1,1	1,1	0,9	23,8	15,0	12,2	12%	15%	16%	5,1%	5,2%	5,1%
Mediana		**10,1**	**7,3**	**6,5**	**1,2**	**1,3**	**1,1**	**16,7**	**14,3**	**14,1**	**16%**	**19%**	**20%**	**5,3%**	**5,5%**	**5,7%**

Wycena spółek wydobywczych (2017-01-23)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
Bashneft	3655,0	5,2	5,5	4,5	1,1	1,2	1,0	10,6	10,1	8,3	21%	21%	21%	-	3,9%	4,3%
BP	4,9	22,7	8,0	5,4	0,7	0,8	0,7	-	40,1	18,0	3%	10%	12%	6,6%	6,4%	6,4%
Dana Gas	0,6	10,5	9,7	9,7	3,7	6,3	5,0	7,3	62,2	20,0	36%	65%	51%	-	-	-
Eni	15,3	10,5	6,8	4,5	1,1	1,2	1,0	-	-	24,4	10%	17%	22%	5,2%	5,2%	5,2%
Gazprom Neft	220,9	5,7	5,5	4,2	1,2	1,2	0,9	9,5	5,7	4,1	21%	21%	22%	-	6,2%	7,3%
Gulf Keystone	1,3	-	17,1	8,4	9,6	6,1	4,9	-	-	100+	-	35%	59%	-	-	-
Lukoil	3176,5	3,9	4,3	3,6	0,6	0,6	0,5	7,8	7,2	5,4	14%	15%	15%	5,6%	5,8%	6,6%
MOL	20940,0	4,6	4,7	5,3	0,7	0,9	0,7	-	7,1	12,5	16%	18%	13%	2,3%	2,6%	2,7%
Occidental Petroleum	68,0	-	15,9	8,7	4,5	5,6	4,5	-	-	48,9	-	36%	52%	4,4%	4,4%	4,5%
Repsol	14,0	60,1	6,6	5,5	0,8	0,8	0,7	-	12,8	10,9	1%	12%	13%	-	5,3%	5,4%
Rosneft Oil	390,2	5,1	5,3	4,1	1,1	1,3	1,0	11,6	16,0	7,7	22%	24%	23%	3,0%	2,3%	3,6%
Shell	25,5	13,0	9,2	6,5	1,2	1,3	1,1	89,5	27,2	14,8	9%	14%	16%	6,8%	6,7%	6,7%
Surgutneftegas	32,4	-	-	-	-	-	-	1,6	12,0	5,8	-	-	-	-	3,1%	4,7%
Statoil	158,0	4,0	5,0	3,4	1,3	1,6	1,3	-	100+	16,9	32%	32%	37%	5,0%	4,6%	4,6%
Total	47,5	9,8	7,7	5,9	1,1	1,1	0,9	23,8	15,0	12,2	12%	15%	16%	5,1%	5,2%	5,1%
Tullow Oil	3,0	-	12,5	7,3	4,9	5,7	4,6	-	-	24,0	-	46%	63%	-	-	-
Mediana		**7,8**	**6,8**	**5,4**	**1,1**	**1,2**	**1,0**	**10,1**	**12,8**	**12,5**	**15%**	**21%**	**22%**	**5,1%**	**5,2%**	**5,1%**

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

Wycena spółek surowcowych (2017-01-23)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
GÓRNICTWO I METALE																
Anglo American	13,1	-	6,1	4,5	1,7	1,7	1,5	-	13,8	9,0	-	28%	33%	2,0%	-	2,1%
BHP Billiton	14,4	7,9	11,3	6,8	2,5	4,3	3,4	59,0	100+	17,2	32%	38%	50%	6,9%	1,7%	3,8%
Freeport-McMoRan	15,7	-	9,0	6,7	2,8	2,9	2,7	-	46,5	10,5	-	32%	41%	1,7%	-	-
Kazakhmys	4,2	33,6	16,7	7,1	7,2	6,0	3,1	-	33,0	10,8	21%	36%	44%	-	-	0,2%
Rio Tinto	34,7	11,5	7,6	6,5	2,8	2,9	2,7	-	19,4	14,4	24%	38%	42%	4,9%	3,1%	4,5%
Southern CC	36,7	17,5	15,0	11,5	6,7	6,1	5,3	39,5	32,8	22,1	38%	41%	46%	0,9%	0,5%	1,1%
Glencore	3,2	11,3	9,2	7,0	0,5	0,6	0,5	-	38,4	17,0	5%	6%	8%	1,5%	0,3%	2,5%
Antofagasta	7,9	14,2	8,5	7,5	3,7	3,5	3,2	18,9	40,0	29,5	26%	41%	42%	0,3%	0,9%	1,3%
Grupo Mexico	62,9	8,3	8,6	7,2	3,6	3,4	3,2	28,1	22,3	18,0	43%	40%	44%	-	1,7%	2,5%
JSW*	64,9	-	6,3	2,1	1,3	1,3	1,0	-	20,2	3,2	-	21%	47%	-	-	-
KGHM	113,0	16,4	7,6	5,2	1,5	1,7	1,5	-	20,2	7,8	9%	23%	28%	3,5%	3,5%	3,5%
LW Bogdanka	64,0	4,6	4,6	3,7	1,5	1,4	1,2	14,2	15,1	9,9	32%	31%	33%	5,5%	0,0%	5,5%
Mediana		**11,5**	**8,6**	**6,7**	**2,7**	**2,9**	**2,7**	**28,1**	**22,3**	**12,6**	**26%**	**34%**	**42%**	**2,0%**	**1,3%**	**2,5%**
SPÓŁKI SUROWCOWE																
RUSAL	3,7	8,3	10,6	10,7	1,8	2,0	1,9	12,9	9,4	10,0	21%	19%	18%	3,4%	0,2%	1,0%
Alcoa	36,3	11,6	9,5	7,3	0,4	1,1	1,0	-	-	42,5	4%	11%	14%	-	-	0,5%
Constellium	6,9	-	7,0	6,2	0,5	0,6	0,5	-	27,6	8,7	-	8%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	79,2	-	7,4	7,4	1,1	1,1	1,1	-	15,7	15,6	-	15%	15%	2,0%	2,3%	2,4%
Norsk Hydro	45,2	7,3	8,0	7,1	1,1	1,2	1,1	45,6	21,7	18,1	15%	14%	15%	2,2%	2,2%	2,4%
Grupa Kęty	407,2	12,2	11,3	10,8	2,0	2,0	1,9	18,3	15,3	18,6	17%	17%	17%	3,5%	3,2%	3,4%
Mediana		**10,0**	**8,8**	**7,4**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**18,3**	**15,7**	**16,8**	**16%**	**15%**	**15%**	**2,8%**	**2,2%**	**2,4%**

Wycena spółek spożywczych (2017-01-23)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Agrana Beteiligungs	122,5	12,8	10,9	9,1	0,9	0,9	0,8	21,5	20,0	16,0	7%	8%	9%	2,9%	2,9%	3,4%
Avangardco Inv.	0,4	-	-	11,0	1,7	3,0	2,3	-	-	1,9	-	-	21%	-	-	-
Bunge Limited	68,5	8,4	9,2	7,6	0,4	0,4	0,3	13,3	15,3	11,0	4%	4%	5%	2,1%	2,4%	2,5%
Cosan	40,3	14,3	5,3	5,1	0,6	0,6	0,5	24,5	15,6	13,1	4%	10%	10%	3,9%	4,0%	4,7%
Delta Sugar	12,9	23,2	17,7	7,9	-	1,9	1,4	68,2	100+	11,5	-	11%	18%	-	-	7,6%
MHP	9,0	4,7	5,3	5,2	1,8	1,7	1,6	-	6,5	5,1	39%	33%	31%	5,3%	7,8%	8,3%
Nisshin Oillio	534,0	11,5	11,7	9,4	0,4	0,4	0,5	25,7	24,6	14,8	4%	4%	5%	1,9%	1,9%	1,9%
Suedzucker	25,0	15,3	12,0	8,8	0,9	1,0	0,9	100+	42,7	21,2	6%	8%	11%	1,0%	0,8%	1,7%
Wilmar Int.	3,9	12,9	15,0	11,6	0,8	0,7	0,7	16,4	20,6	13,7	6%	5%	6%	2,1%	1,9%	2,6%
Kernel	74,2	4,5	5,0	4,3	0,8	0,9	0,7	55,3	26,3	23,7	17%	17%	16%	0,3%	0,3%	0,3%
Astarta*	63,0	3,9	3,4	3,6	1,6	1,5	1,4	22,7	4,4	5,6	41%	46%	38%	-	-	-
IMC*	9,4	2,4	2,8	2,9	1,1	1,2	1,1	5,3	3,8	2,5	47%	43%	39%	-	-	-
Ovostar*	86,8	3,9	4,2	3,7	-	1,7	1,4	4,3	3,8	3,6	-	40%	37%	-	-	-
Mediana		**9,9**	**7,3**	**7,6**	**0,9**	**1,0**	**0,9**	**22,1**	**15,6**	**11,5**	**6%**	**11%**	**16%**	**2,1%**	**2,2%**	**2,6%**

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-01-23)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI																
Synthos	5,5	13,0	11,9	9,6	2,0	1,8	1,3	17,2	19,5	15,3	15%	15%	14%	4,5%	9,6%	3,1%
Lanxess	66,5	8,9	7,5	6,6	0,9	1,0	0,9	36,9	26,4	21,5	11%	13%	13%	0,9%	1,1%	1,3%
BASF	89,0	8,8	9,2	8,5	1,3	1,7	1,6	20,5	18,6	17,0	15%	18%	19%	3,3%	3,3%	3,4%
Dow Chemical	57,1	11,1	9,3	8,5	1,8	1,9	1,8	8,9	15,7	14,1	17%	20%	21%	3,0%	3,2%	3,4%
Asahi Kasei	1054,5	7,0	6,6	6,9	0,9	0,9	1,0	13,9	16,0	14,8	13%	14%	14%	1,8%	1,9%	2,0%
Grand Pacific Petro	20,6	6,2	5,1	5,0	1,0	1,1	1,0	12,7	9,3	9,2	17%	22%	21%	3,9%	4,3%	4,9%
TSRC Corp	36,7	15,6	12,8	10,9	1,4	1,4	1,2	57,3	24,1	16,7	9%	11%	11%	2,9%	3,7%	5,2%
Trinseo	62,4	7,0	5,9	6,0	0,9	1,0	0,9	22,8	9,0	8,7	13%	16%	16%	-	0,7%	1,9%
Kumho Petrochem	82800,0	12,6	11,9	9,4	1,1	1,1	0,9	19,5	20,5	13,6	9%	9%	10%	1,0%	1,1%	1,4%
ZEON Corp	1206,0	6,7	6,1	6,2	1,1	1,1	1,2	14,3	14,8	14,0	16%	18%	19%	1,2%	1,2%	1,3%
Apar Industries	637,8	10,3	7,7	6,5	0,5	0,5	0,5	49,6	23,9	15,8	5%	7%	8%	0,5%	1,0%	1,2%
Ube Industries	275,0	8,4	6,3	6,9	0,8	0,7	0,8	19,9	13,4	14,5	9%	12%	11%	1,8%	1,9%	2,2%
Mediana		**8,9**	**7,6**	**6,9**	**1,1**	**1,1**	**1,0**	**19,7**	**17,3**	**14,6**	**13%**	**14%**	**14%**	**1,8%**	**1,9%**	**2,1%**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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