

wtorek, 8 sierpnia 2017 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Rynek energetyczny

Ceny energii na rynku niemieckim pozostawały stabilne w ostatnim tygodniu, ale clean dark spread był pod presją z uwagi na nieznaczne wzrosty cen węgla. W Polsce kontrakt roczny spadł poniżej 164 PLN/MWh, co jest nieco niepokojące, nawet jeśli weźmiemy pod uwagę, że okres kontraktacji jeszcze się nie rozpoczął. Certyfikaty zielone po początkowej pozytywnej reakcji na nowelizację ustawy o OZE wróciły do poziomu 30 PLN/MWh. Jeśli chodzi o notowania spółek z sektora warto zwrócić uwagę na pozytywne trendy w USA, które mogą przełożyć się na europejski indeks MSCI Utilities.

Rynek paliwowy

Marże rafineryjne utrzymują się na wysokich poziomach, czemu sprzyja ograniczona podaż z uwagi na awarie w europejskich rafineriach (zakłady Shella mają wrócić do pracy w 2 poł. sierpnia). Słabiej wygląda dyferencjał, nie pomaga również niski kurs USD/PLN. Po chwilowym odbiciu do trendu spadkowego wróciły marże petrochemiczne i oczekujemy, że te tendencje powinny być kontynuowane. Ewentualny wzrost cen ropy (trwają rozmowy OPEC w sprawie zwiększenia dyscypliny produkcji) może tylko wzmocnić spadki związane przede wszystkim z perspektywą uruchamiania nowych mocy na PE.

Rynek kauczuków syntetycznych

Firestone ogłosił w weekend, że w efekcie rekordowych zapasów wstrzymuje zakupy kauczuków naturalnych na okres dwóch tygodni. Duże zmagazynowane zapasy surowca uniemożliwiają dalsze jego zakupy. Zapasy kauczuków w Szanghaju doszły do nowego rekordowego poziomu — 383,6 tys. ton.

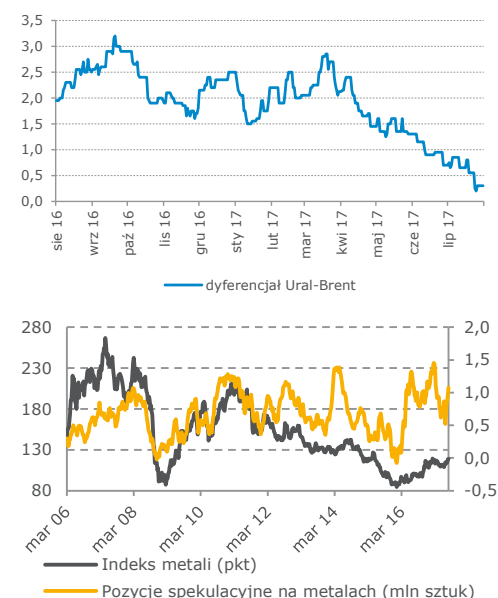
Rynek metali

Produkcja miedzi w czerwcu w Chile spadła o 5,8% r/r z uwagi na słabsze wydobycie koncernu Codelco oraz kopalni Escondida. W czerwcu koncern Codelco wydobyl 13% r/r mniej miedzi, głównie w północnych kopalniach, w tym Chuquibambilla (-26% r/r). Wydobycie Escondida było 9,5% r/r niższe. Eksport miedzi z Chile w czerwcu spadł o 19% r/r. Liczba pozycji spekulacyjnych na wzrost cen miedzi zwiększyła się w ostatnim tygodniu o 7,0 tys. sztuk do 31,2 tys. sztuk. Łącznie liczba pozycji na wzrost cen miedzi w ciągu ostatnich trzech tygodni zwiększyła się o 19,2 tys. sztuk.

Rynek agro

Ceny kukurydzy zachowują się lepiej podczas ostatnich dwóch dni w reakcji na opublikowane dane odnośnie jakości zboża w USA. Według USDA na dzień 6 sierpnia 60% upraw zostało sklasyfikowanych jako dobre i bardzo dobre. W analogicznym okresie roku ubiegłego było to 74%.

Wykresy tygodnia



Źródło: Bloomberg

Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
ZE PAK	-5,5%	+42%
ZA Puławy	-4,7%	+9%
Astarta	-4,2%	+22%
Synthos	-3,6%	+4%
Kernel	-1,9%	-1%
PKN Orlen	-0,8%	+27%
KGHM	-0,6%	+33%
Unipetrol	-0,5%	+64%
Impexmetal	-0,5%	+37%
Boryszew	-0,4%	+36%
IMC	-0,1%	+26%
PGNiG	+0,0%	+22%
CEZ	+0,5%	+1%
Kęty	+0,6%	+8%
Tauron	+0,8%	+35%
Tarczyński	+0,9%	-8%
Orzeł Biały	+1,6%	+43%
LW Bogdanka	+2,7%	+8%
PGE	+2,7%	+29%
Energa	+2,9%	+44%
Grupa Azoty	+3,1%	+16%
OMV	+3,5%	+51%
Enea	+4,4%	+69%
ZCh Police	+4,8%	-2%
JSW	+5,1%	+30%
Tupras	+5,2%	+73%
MOL	+6,2%	+18%
Lotos	+7,0%	+36%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+0,1%	+21%
Chemia	+2,4%	+10%
Energia	+2,4%	+34%
Paliwa	+0,2%	+26%
Spożywczy	-1,6%	+5%
Surowce	+0,7%	+31%
Ukraina	-2,7%	+14%

Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+2,1%	+18%
Oil & Gas E&P	-4,7%	-18%
Refining EU	-1,2%	+55%
Refining US	-0,4%	+5%
Agri & Food	+2,4%	+14%
Kauczuki	+0,8%	+7%
Nawozy	+0,1%	-3%
Chemicals EU	+1,0%	+18%
Industrials EU	+1,0%	+11%
Petchem World	+0,8%	+14%
Utilities EU	+2,0%	+11%
Utilities US	+1,3%	+12%

Dyferencjał Ural/Brent w USD/Bbl

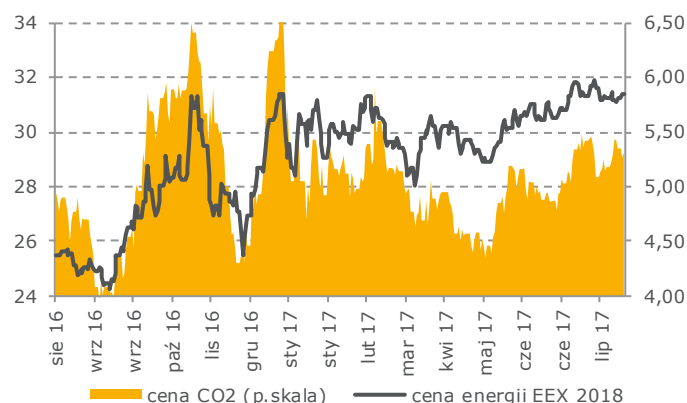
Dyskonto w cenie ropy ciężkiej systematycznie maleje w tym roku, a w ostatnim tygodniu osiągnęło poziom 0,2 USD/Bbl. Częściowo to efekt mocnych cracków na HSFO i dieslu (opłacalność przerobu ciężkich mieszanek), ale drugim źródłem jest spadek podaży ropy Ural na Bałtyku (dostawy w Primorsku w okresie czerwiec-sierpień spadły w stosunku do okresu styczeń-maj o prawie 30%). Obecne wysokie marże rafineryjne neutralizują spadek spreadu Ural/Brent z punktu widzenia rafinerii, ale w kolejnych miesiącach ta kwestia może już ciążyć na rentowności.

Pozycje spekulacyjne na metalach industrialnych i szlachetnych

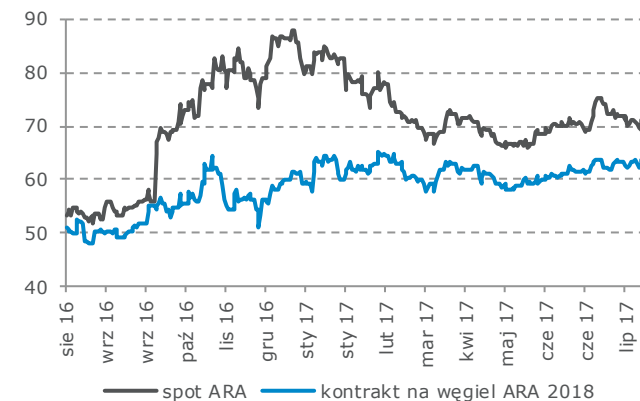
Skumulowana liczba pozycji spekulacyjnych na metalach przemysłowych i szlachetnych wzrosła na przestrzeni lipca o ponad 0,5 mln sztuk. Wraz z otwieraniem pozycji długich rosną notowania metali industrialnych. Liczba otwartych pozycji długich jest obecnie na 6-tym najwyższym poziomie od 2006 roku. Na wzrosty cen metali pozytywnie reagują światowe spółki wydobywcze. W ostatnim tygodniu słabo jednak na tym tle zachowywał się KGHM, który rósł mniej dynamicznie niż zagraniczni konkurenci.

Energetyka

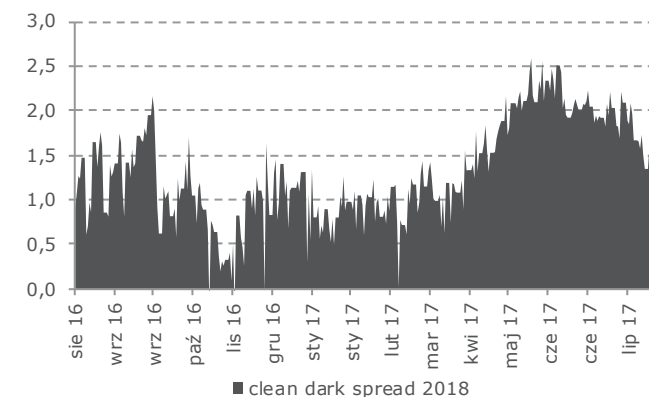
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



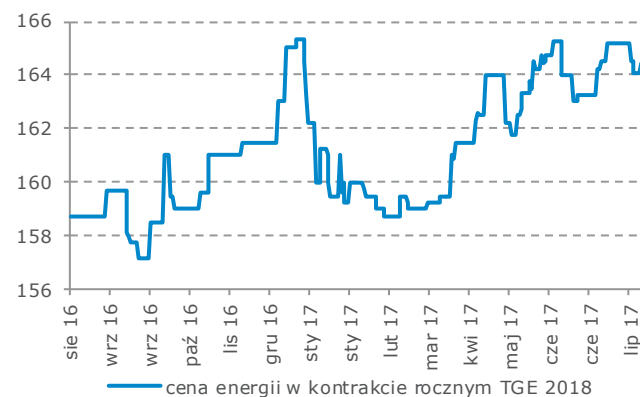
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



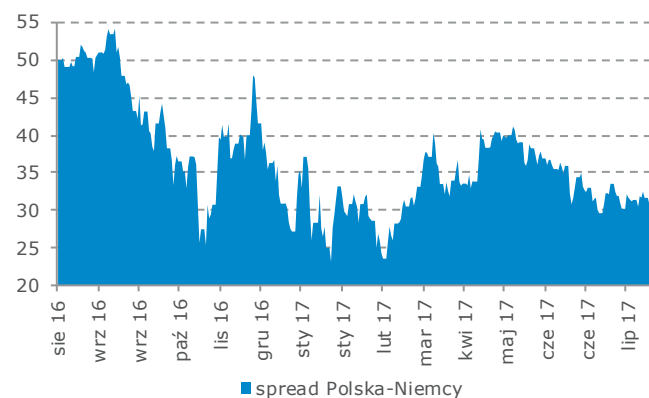
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



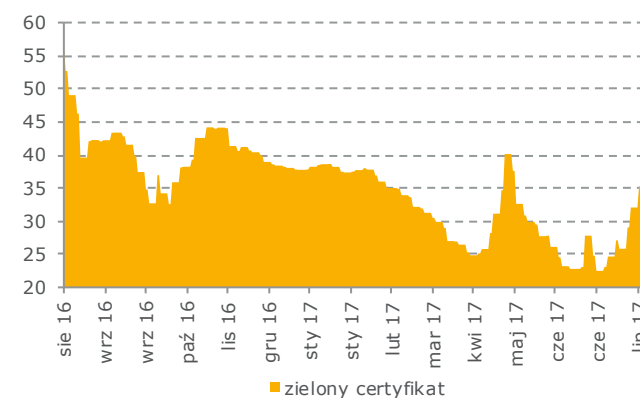
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



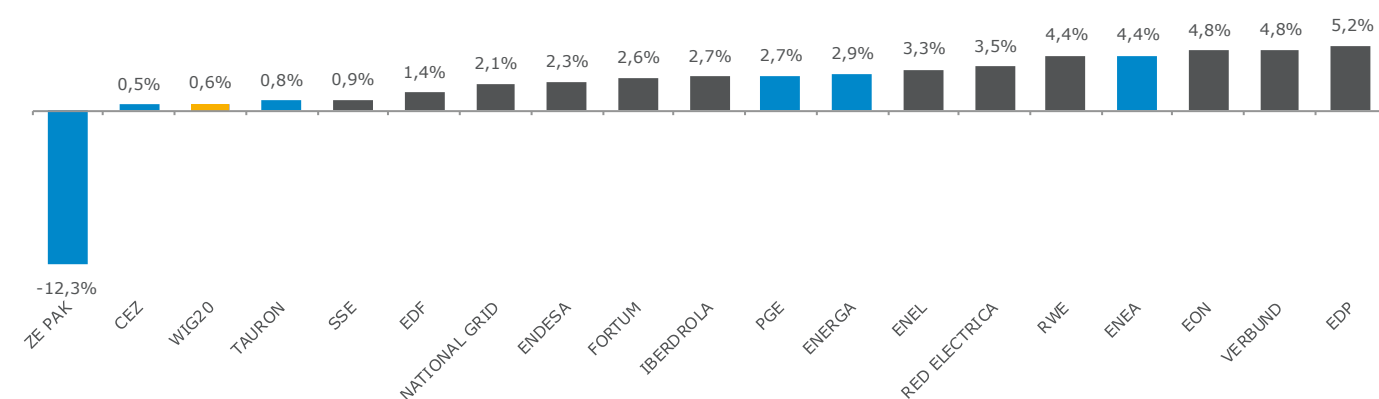
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



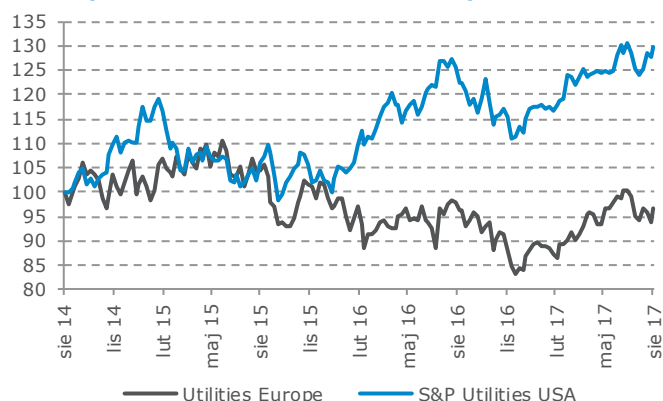
Tygodniowy performance spółek energetycznych



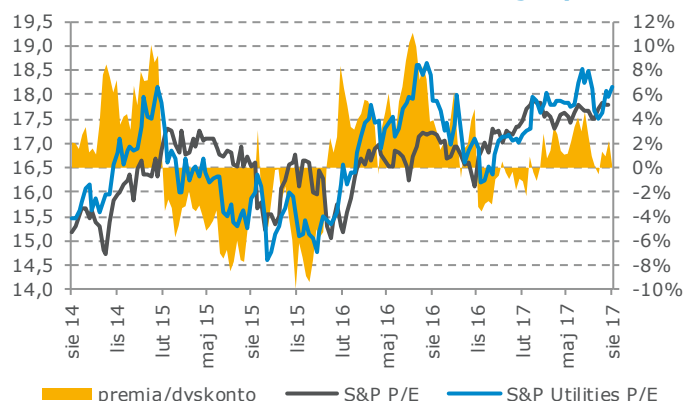
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

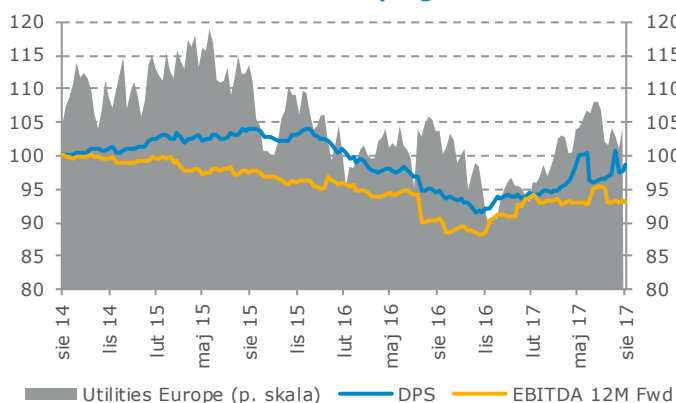
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



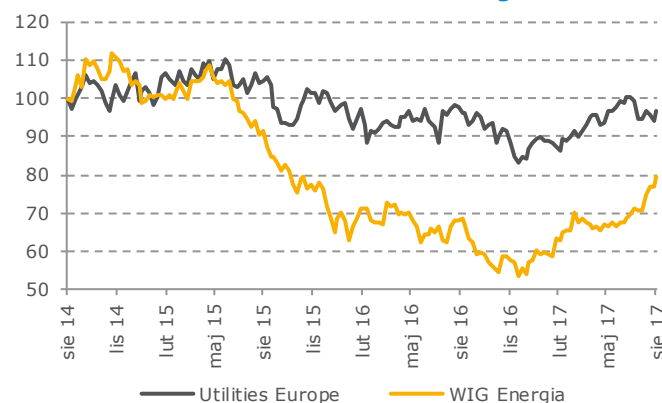
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



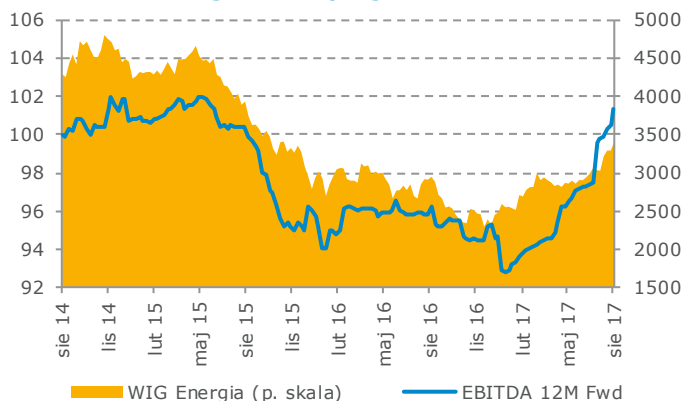
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



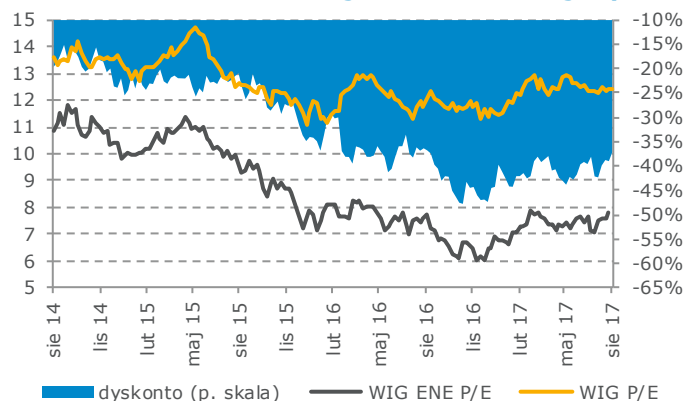
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



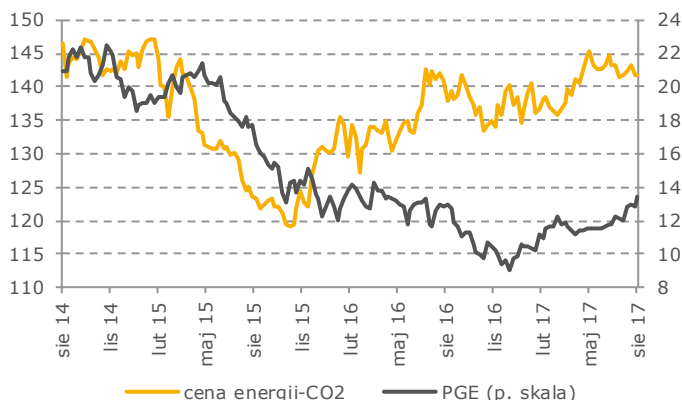
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



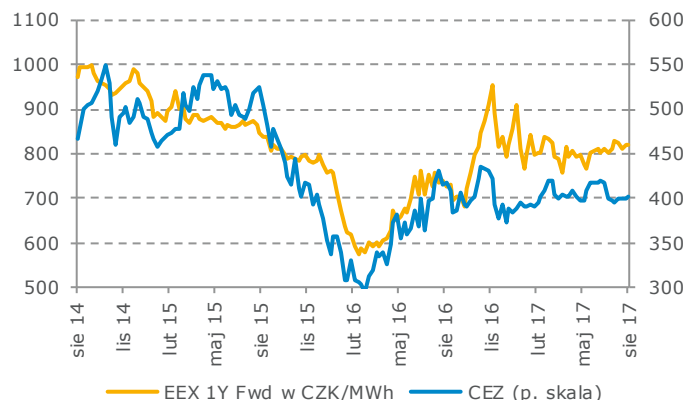
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



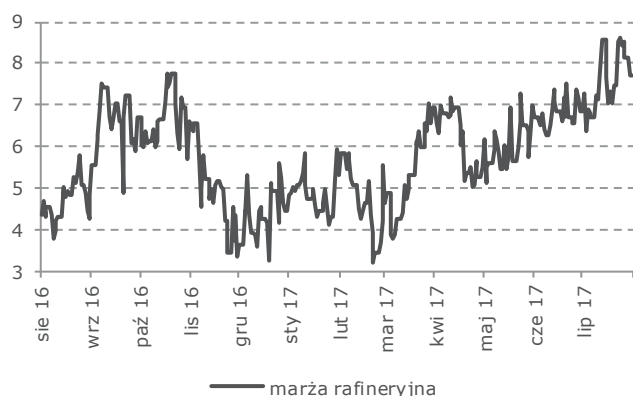
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



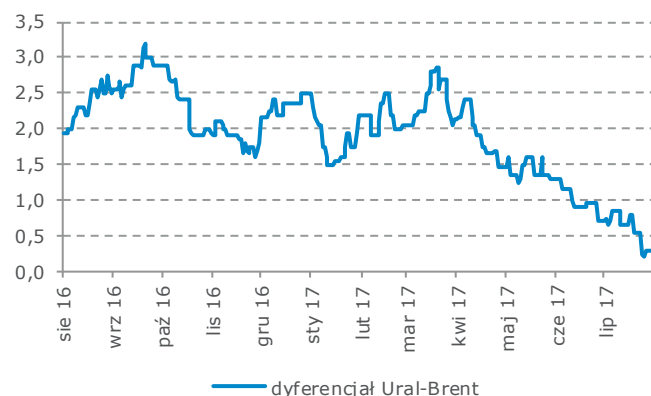
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

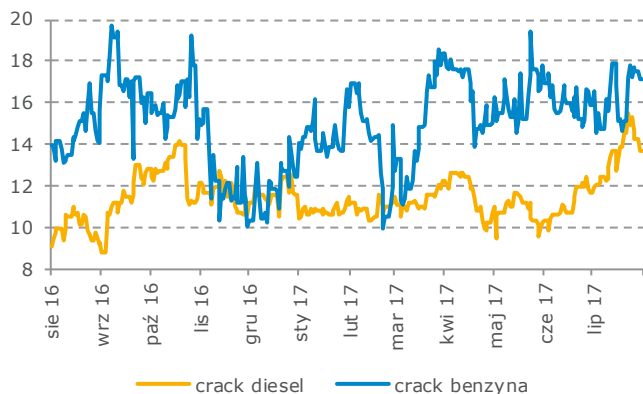
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



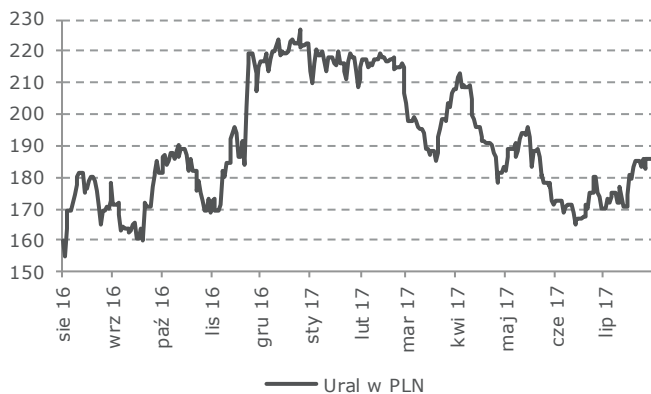
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



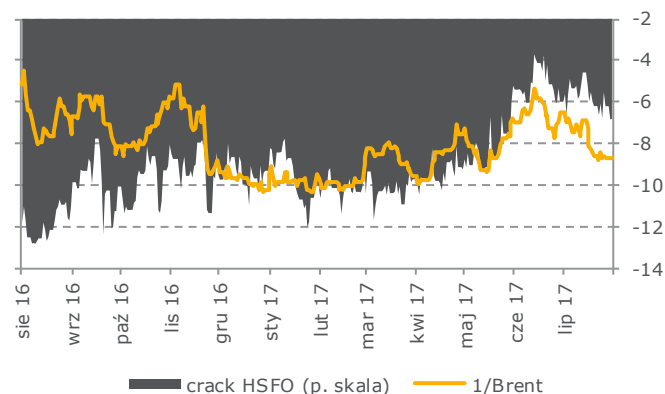
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



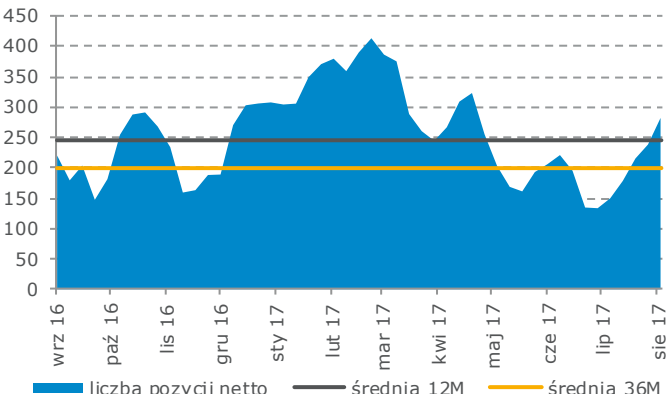
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



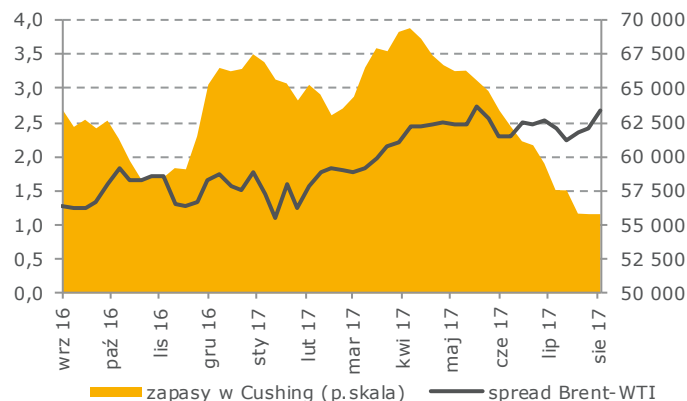
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



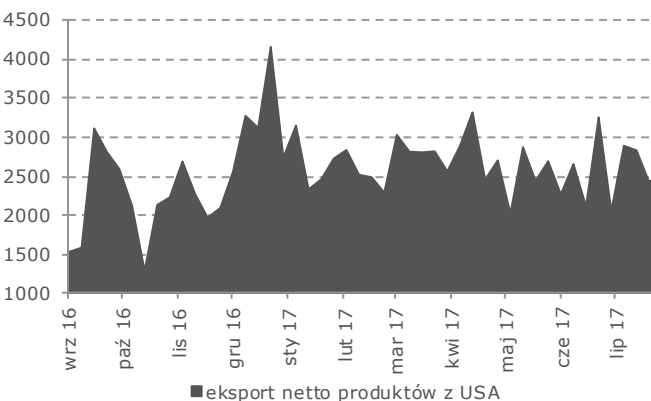
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



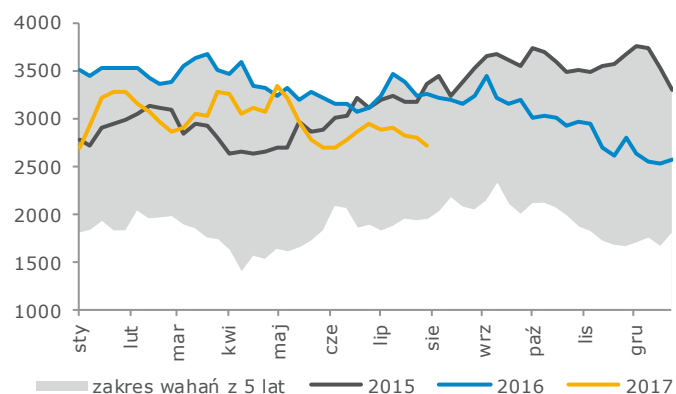
Eksport netto paliw z USA



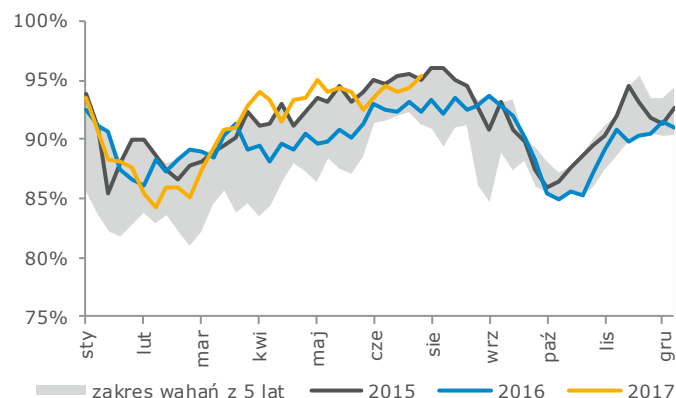
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

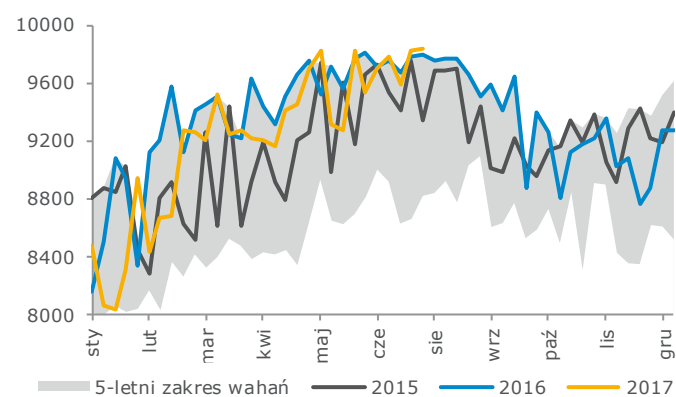
Zapasy diesla w portach ARA



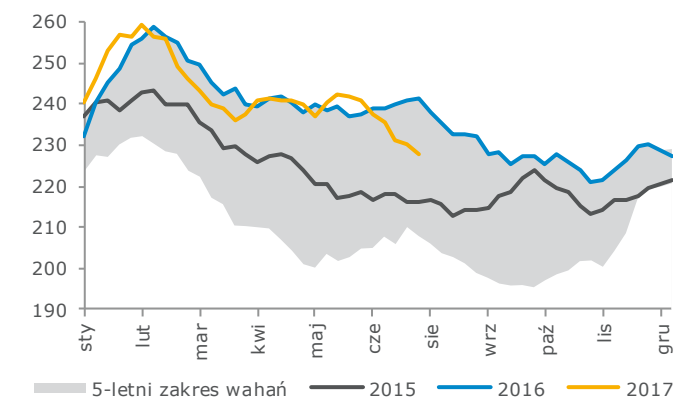
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



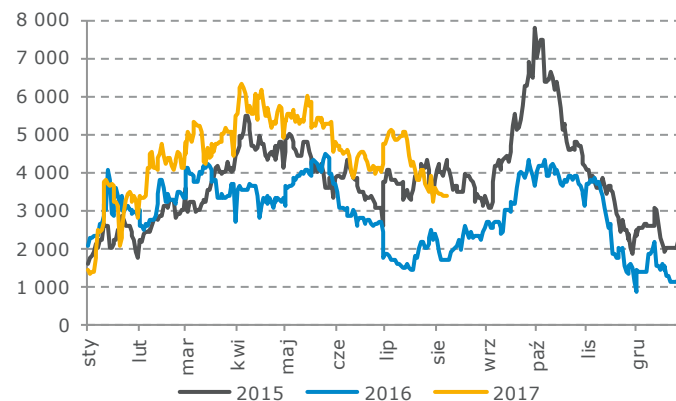
Popyt na benzynę w USA



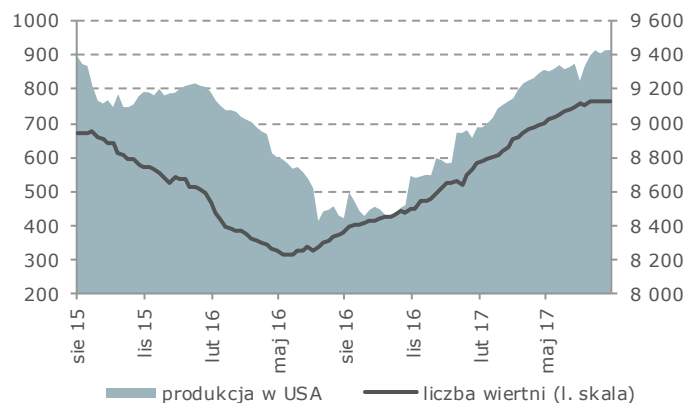
Zapasy benzyny w USA



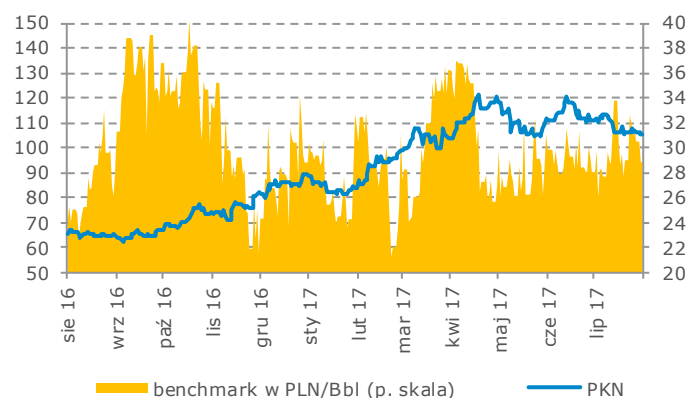
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



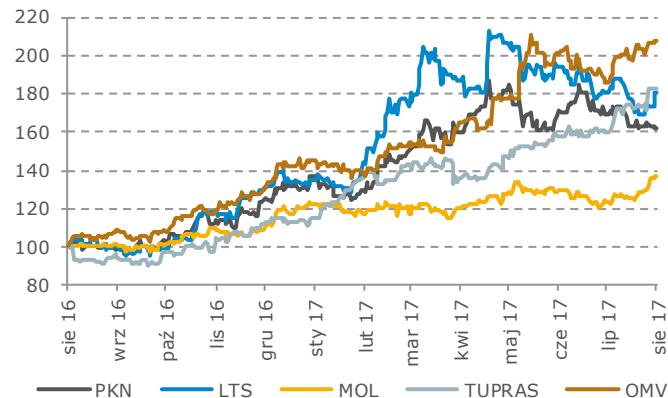
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



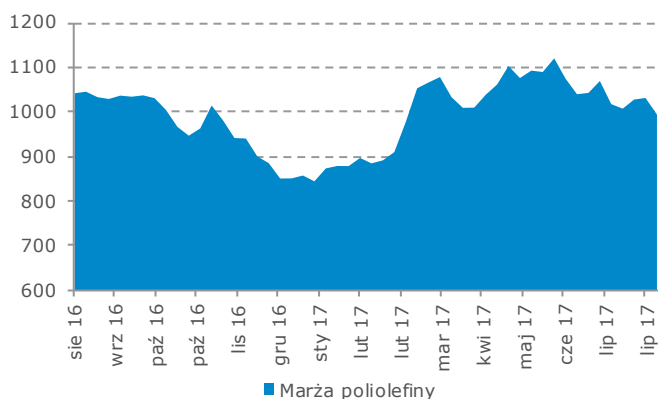
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



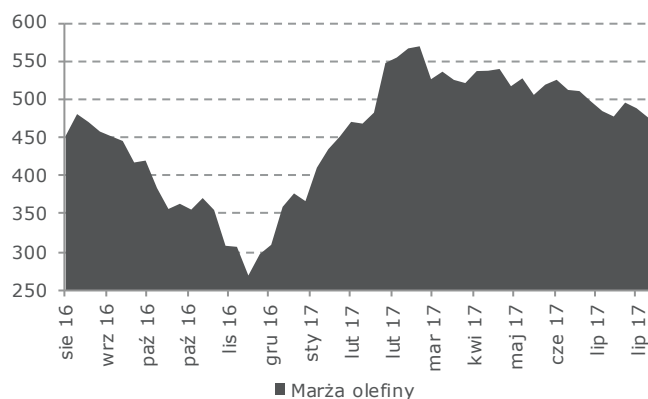
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

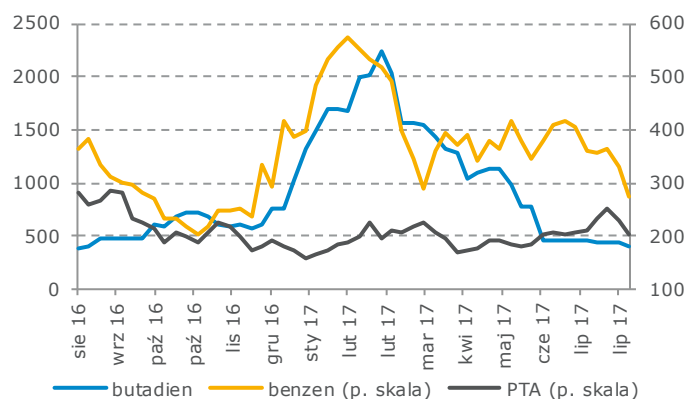
Marża petrochemiczna poliolefiny



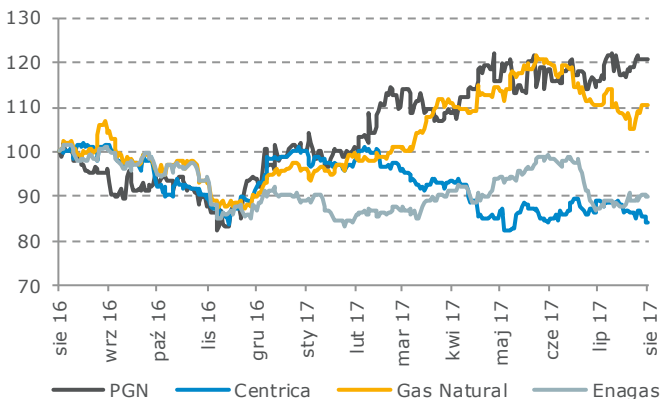
Marża petrochemiczna olefiny



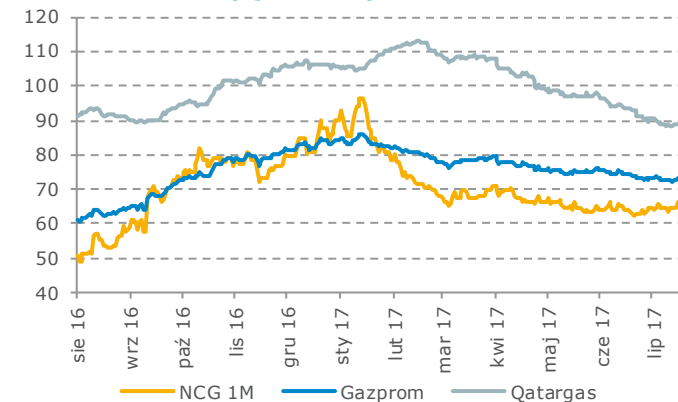
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



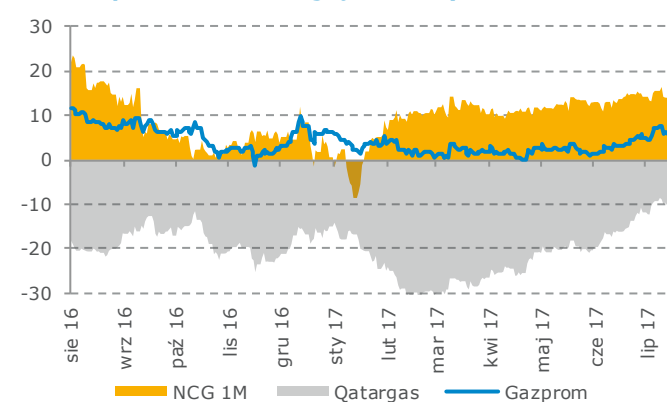
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



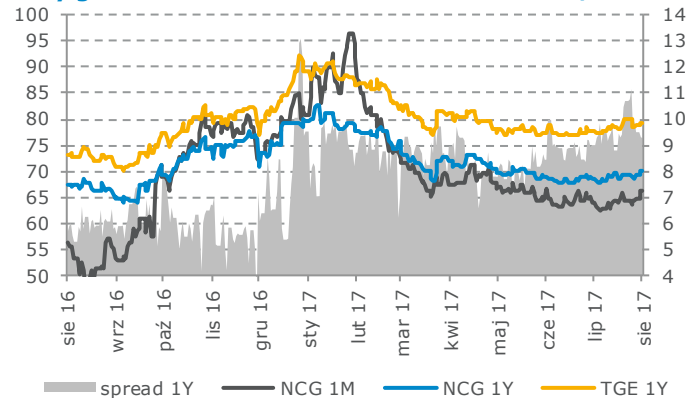
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



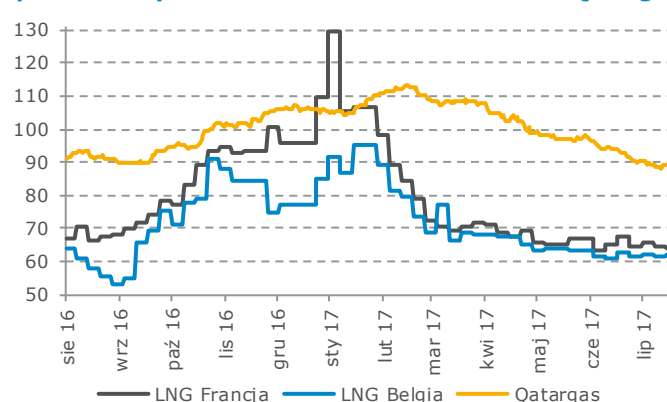
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



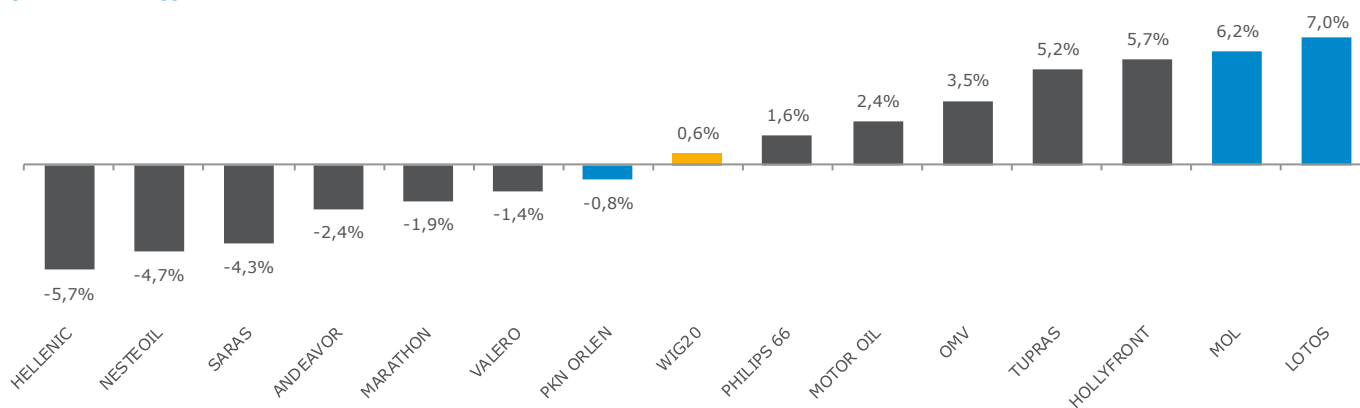
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



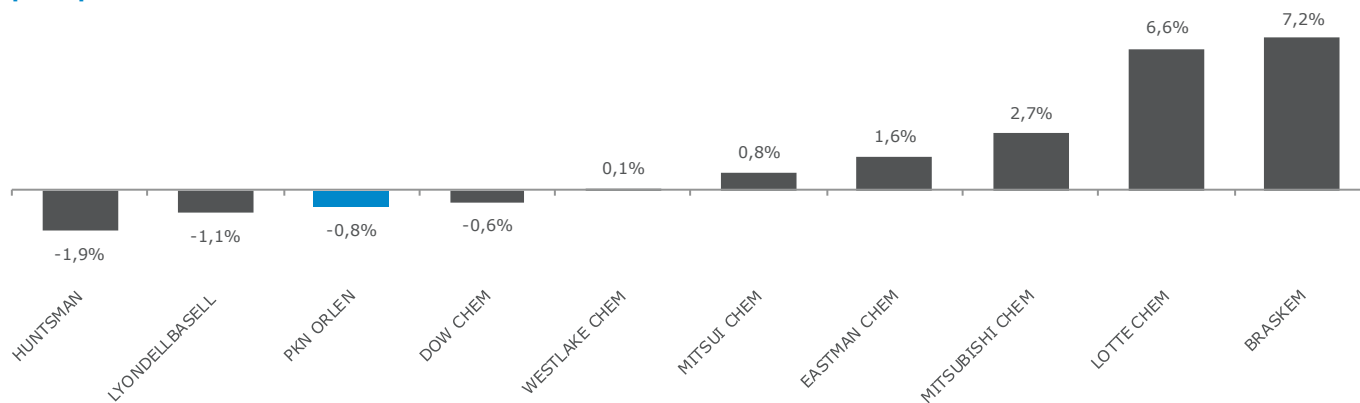
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

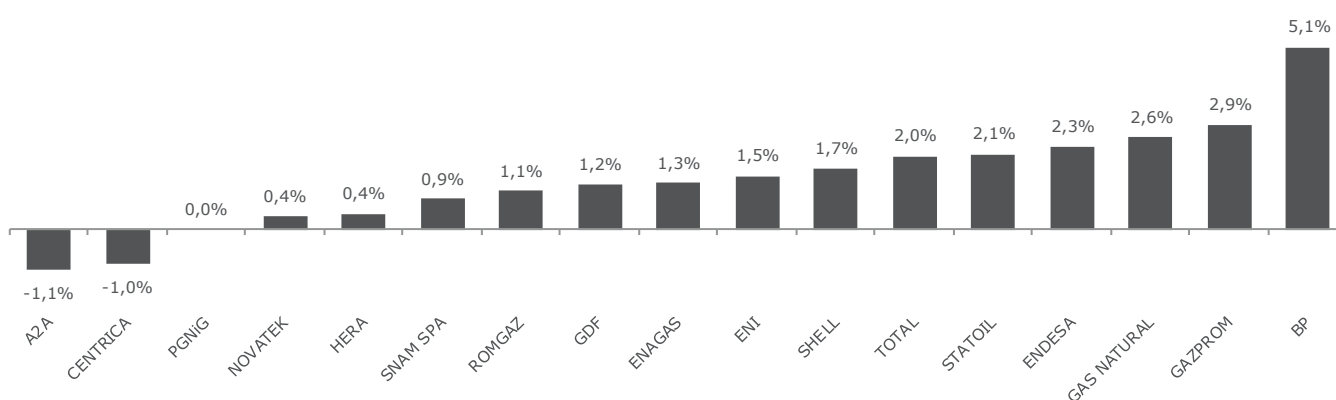
Spółki rafineryjne



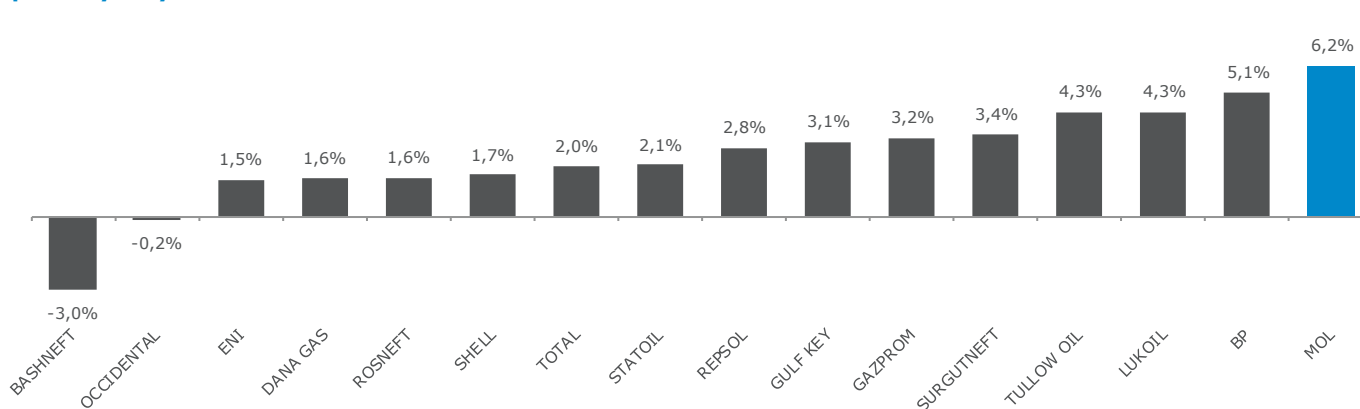
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



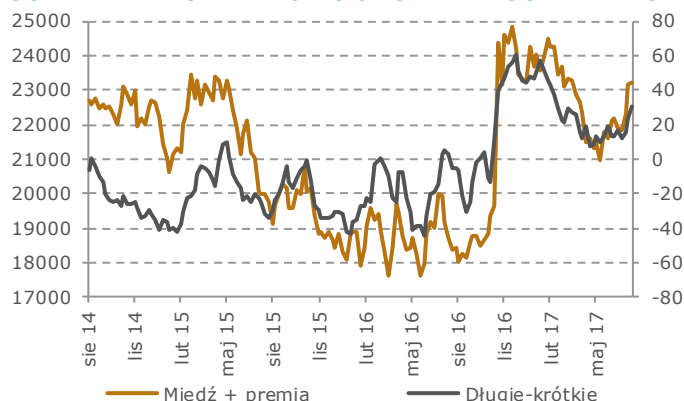
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

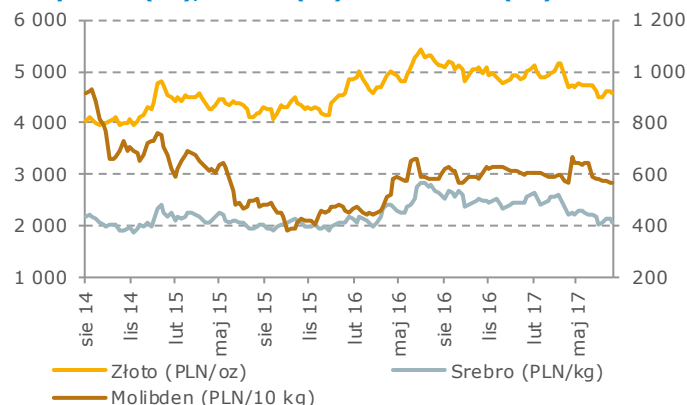
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



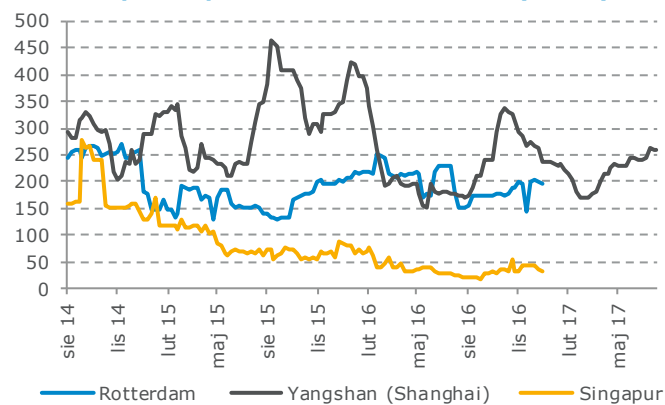
Cena miedzi + wartość premii produkcyjnej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulacji (tys. szt; PS)



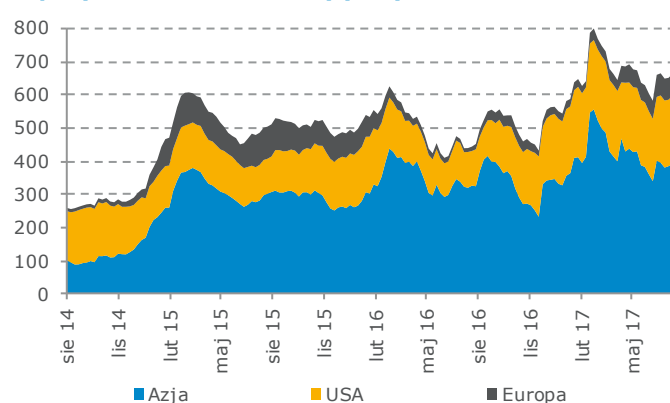
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



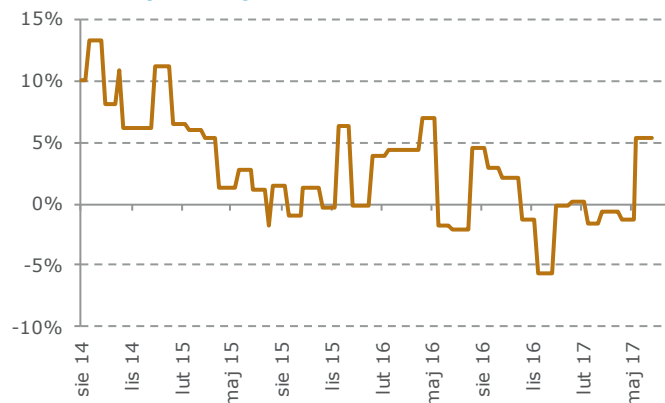
Wartości premii produkcyjnych dla miedzi (PLN/t)



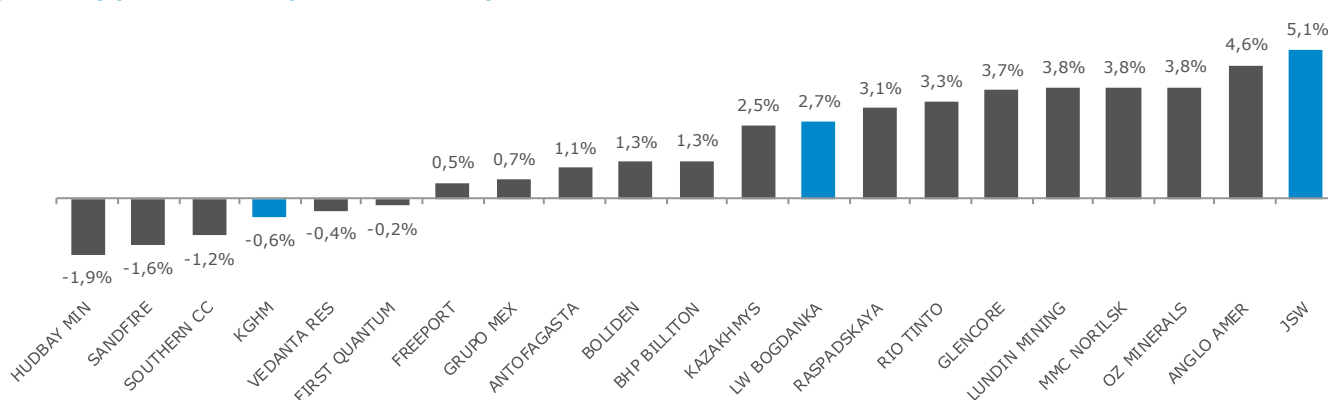
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



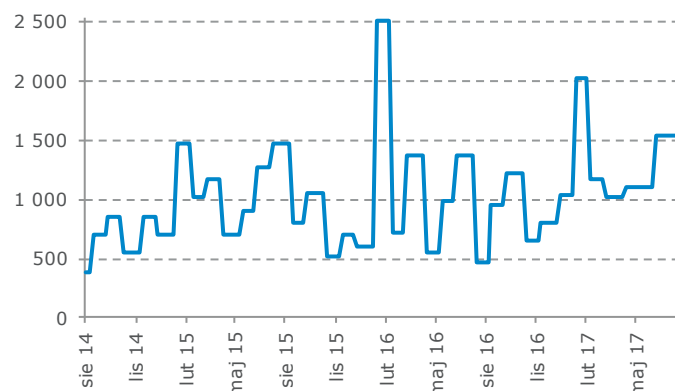
Tygodniowy performance spółek surowcowych



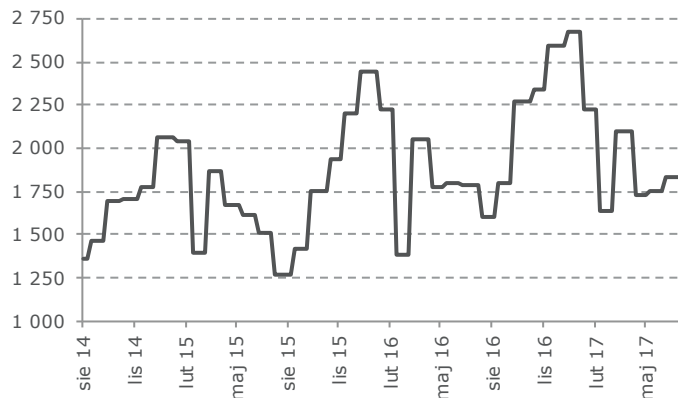
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

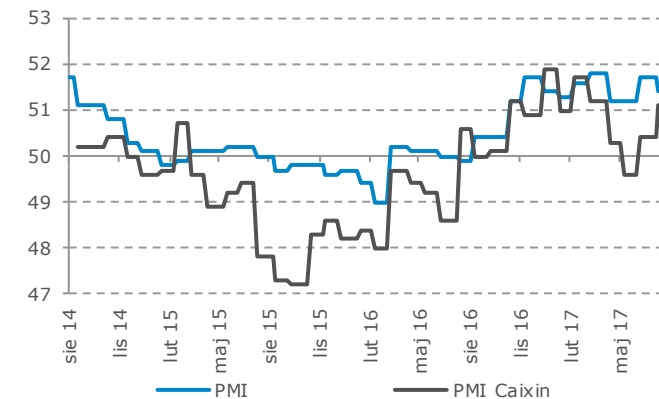
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



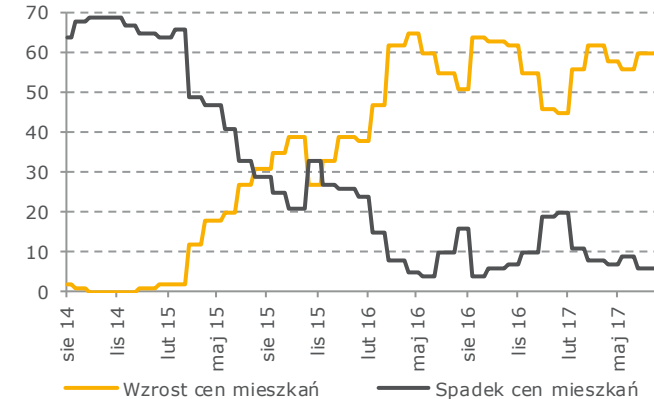
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



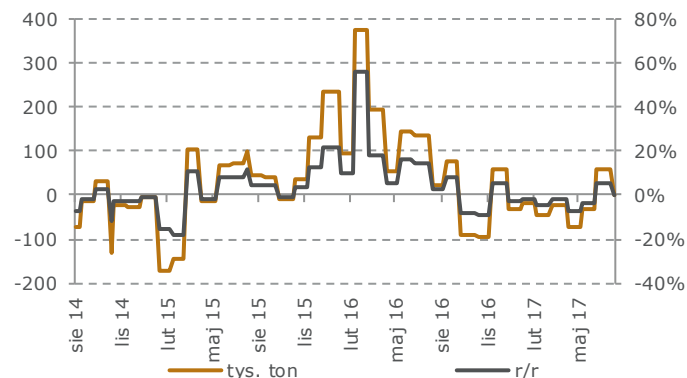
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



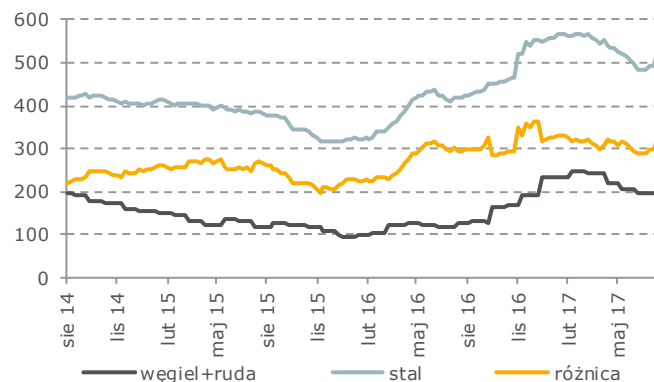
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



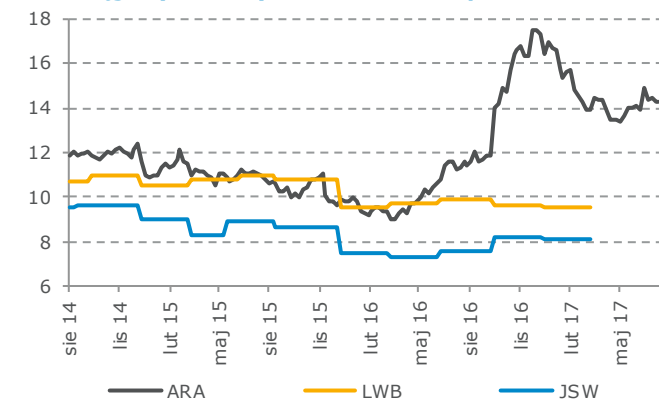
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



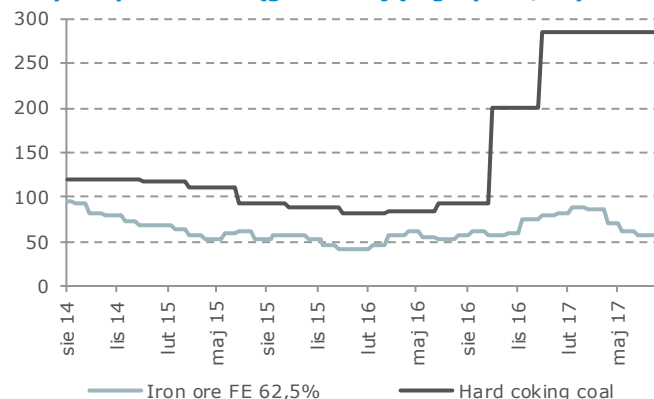
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie i kosztu wsadu surowcowego (USD/Mt)



Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



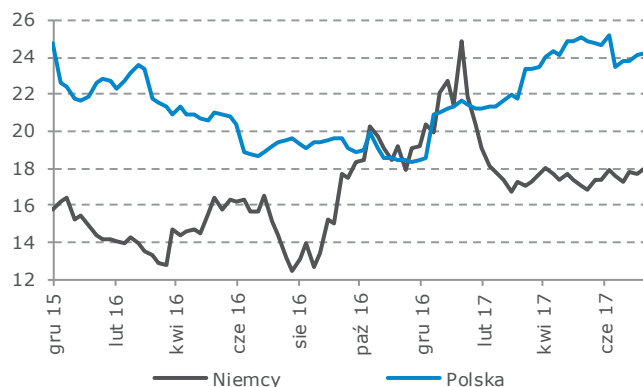
Ceny rudy żelaza i węgla koksującego (USD/Mt)



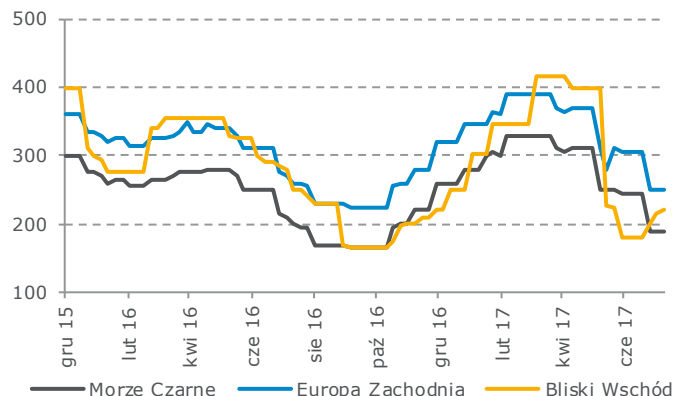
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

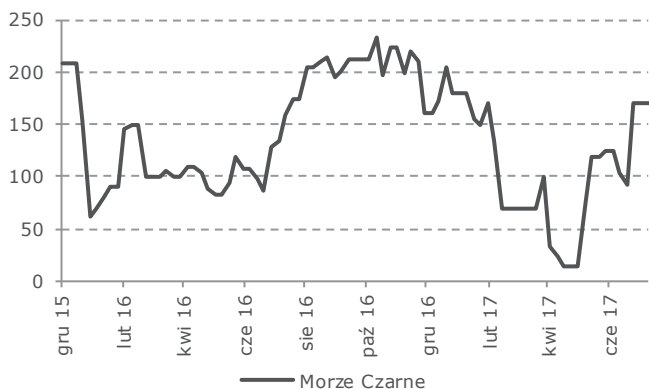
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



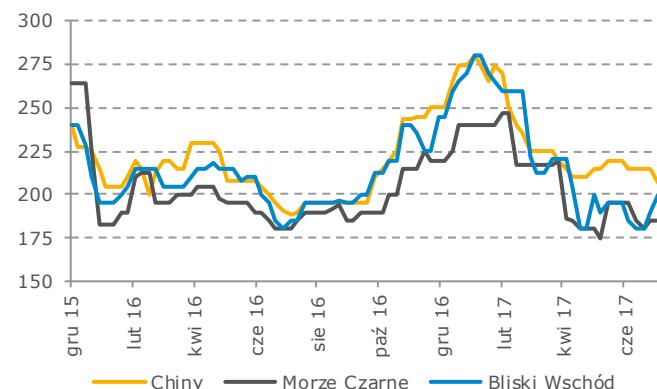
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



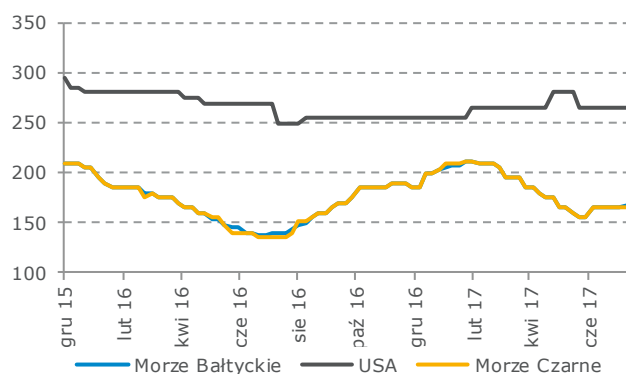
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



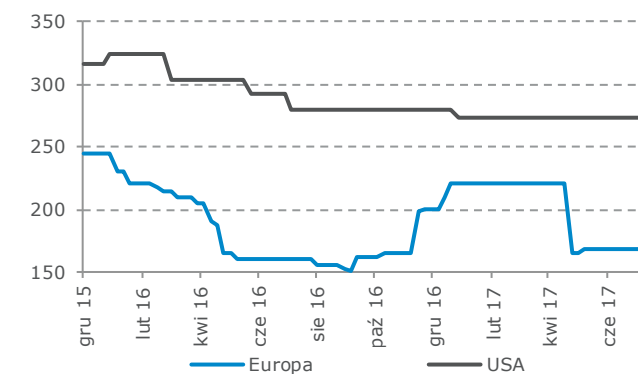
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



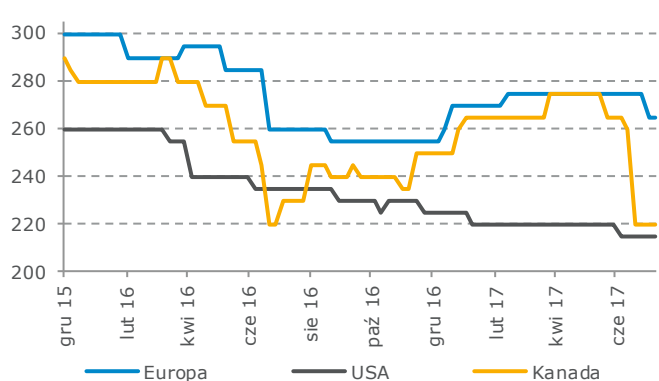
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



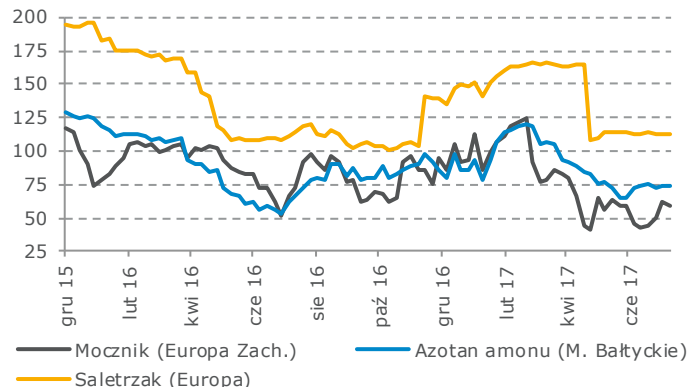
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



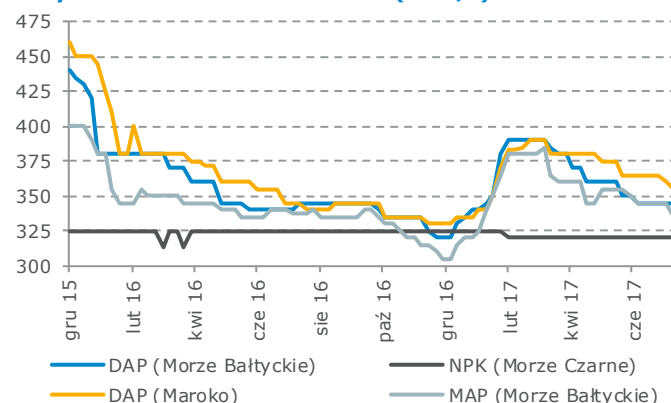
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



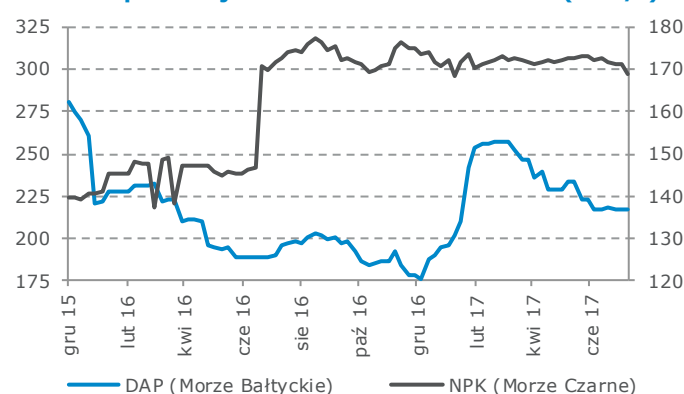
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

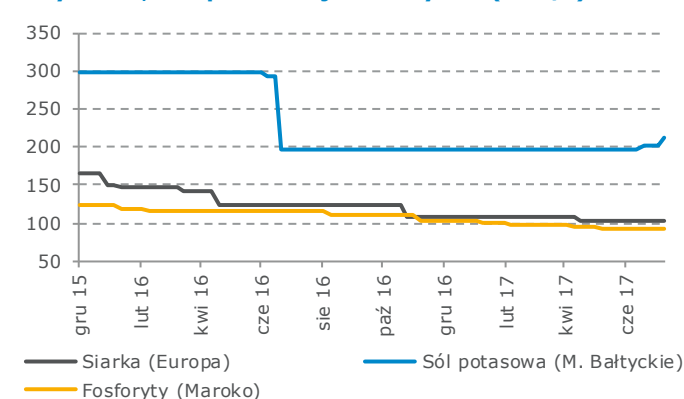
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



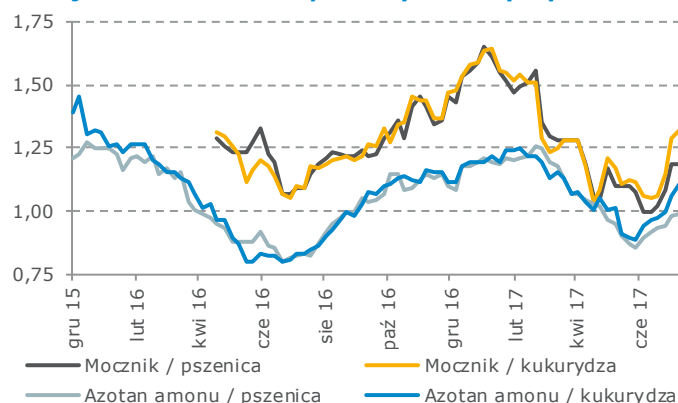
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



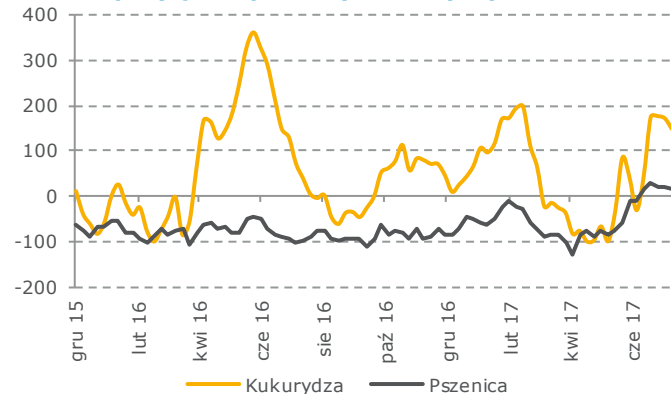
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



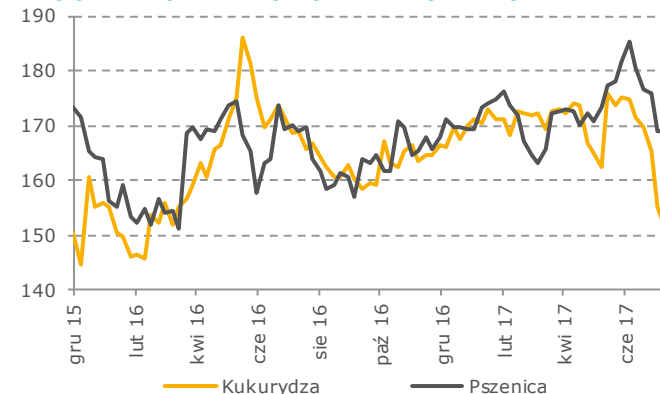
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



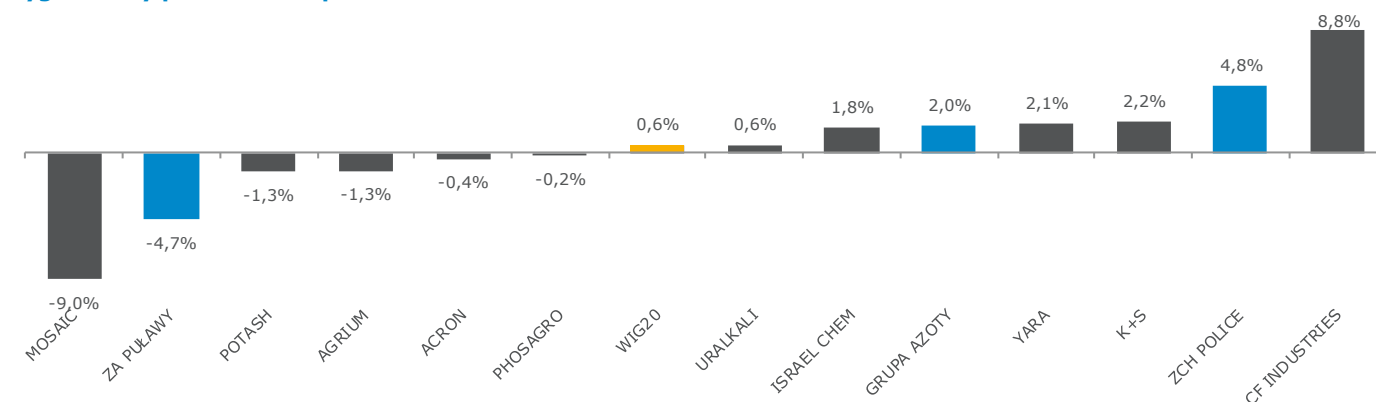
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



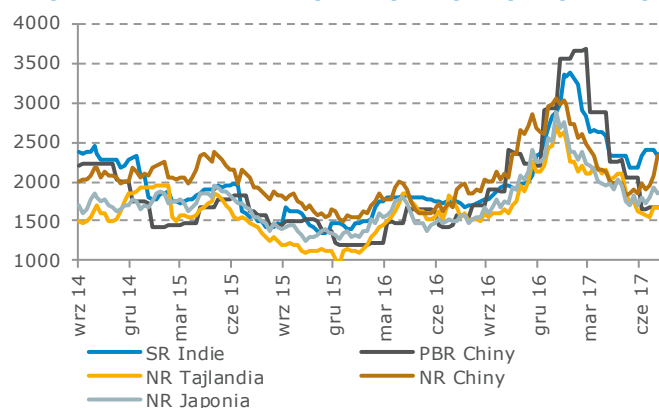
Tygodniowy performance producentów nawozów



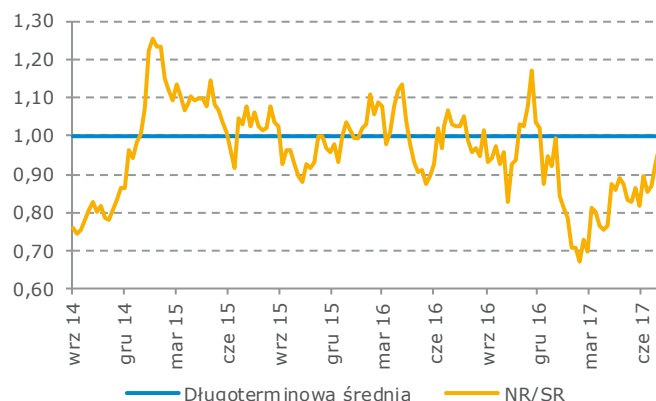
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

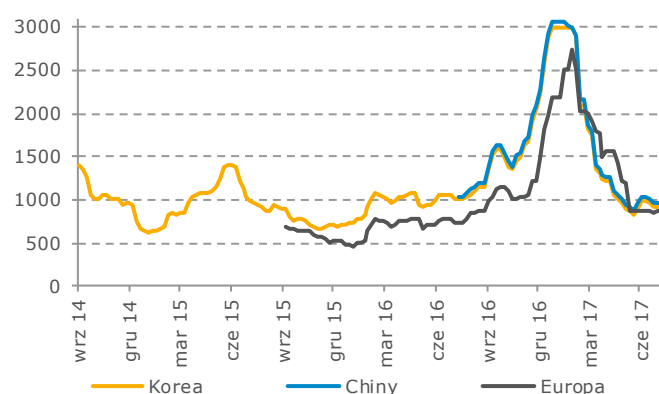
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



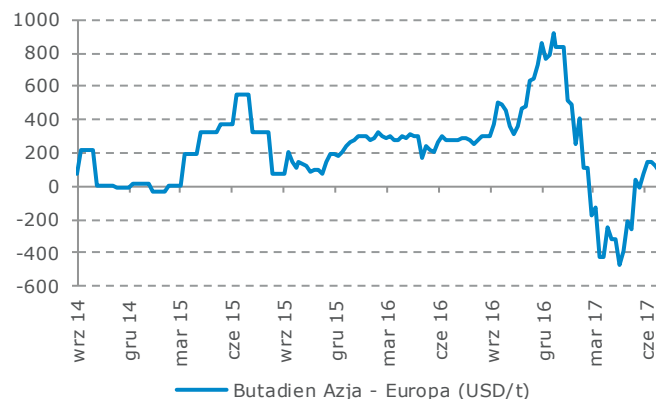
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



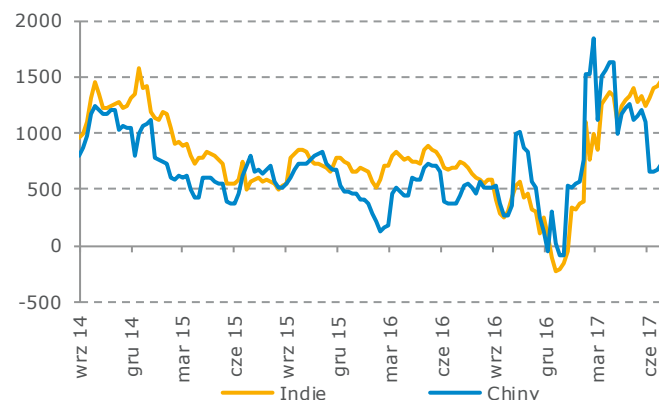
Ceny butadienu (USD/t)



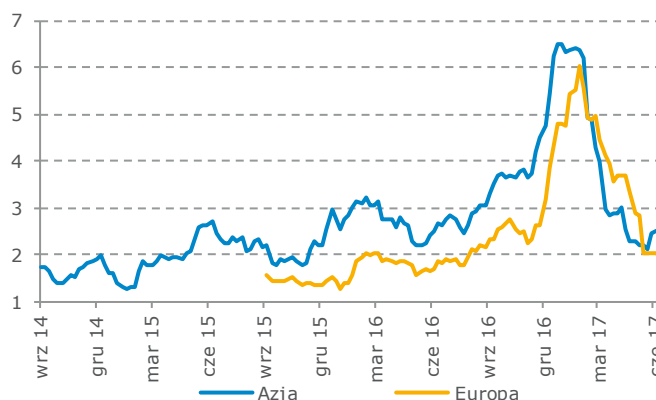
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



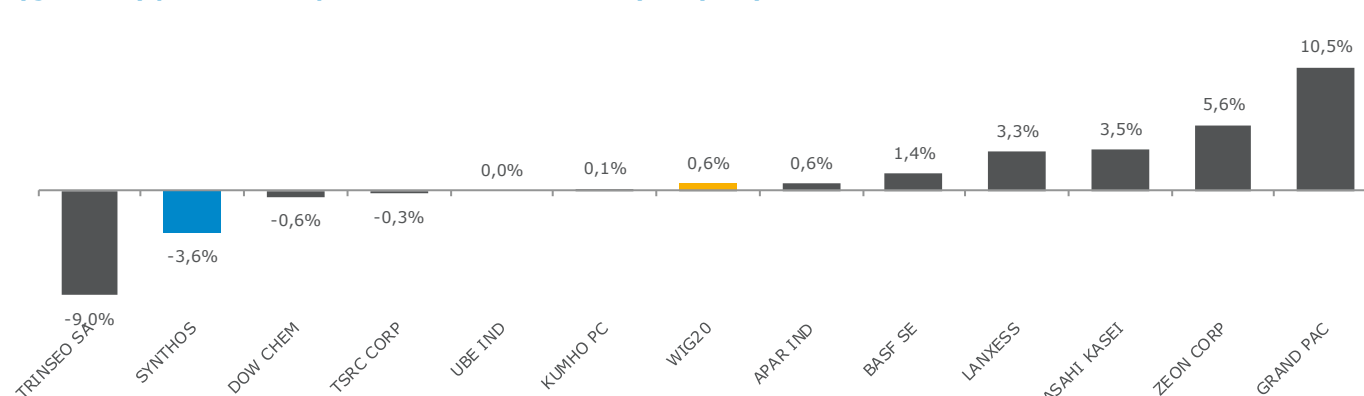
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



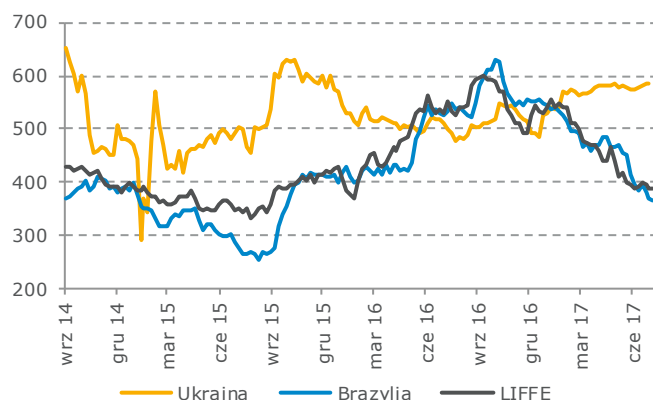
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



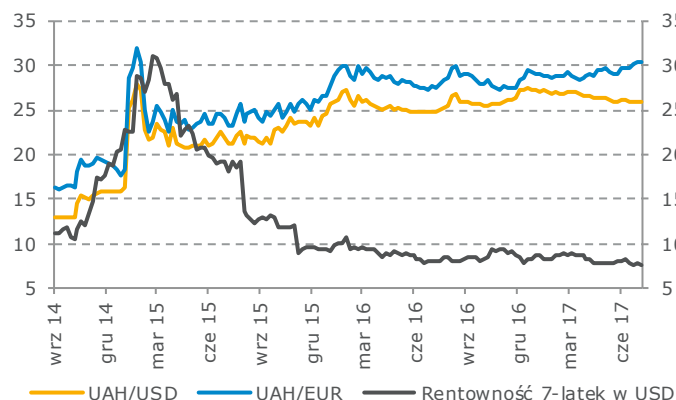
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

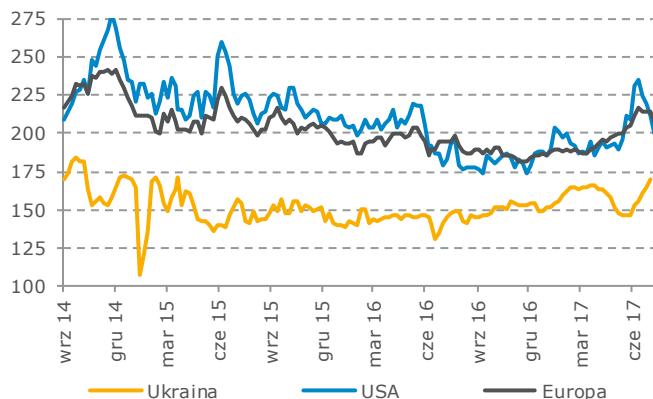
Cena cukru (USD/Mt)



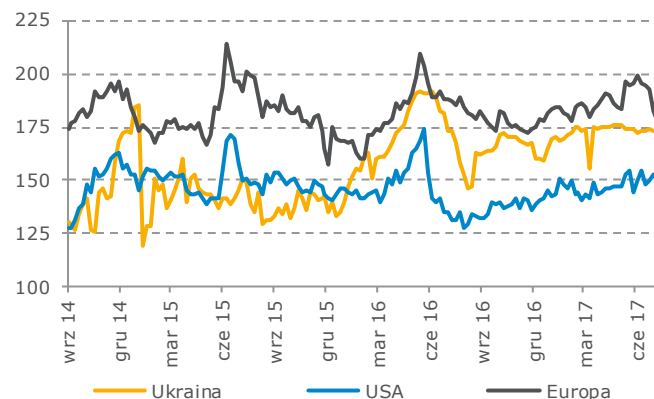
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



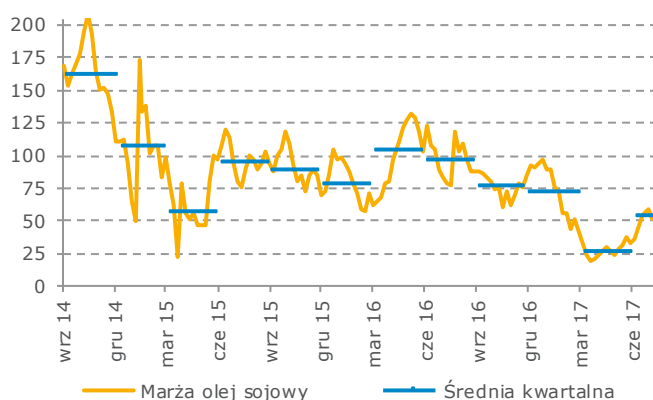
Cena pszenicy (USD/Mt)



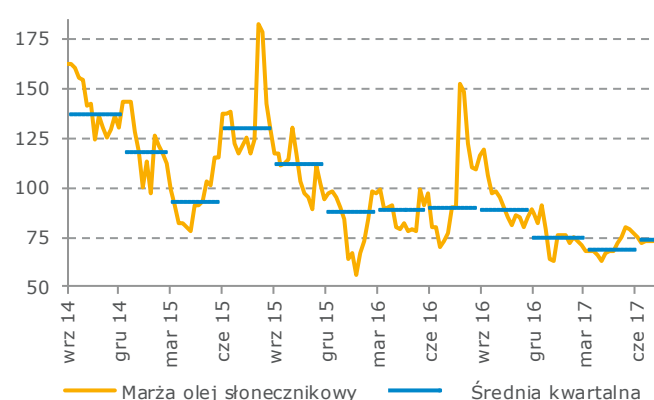
Cena kukurydzy (USD/Mt)



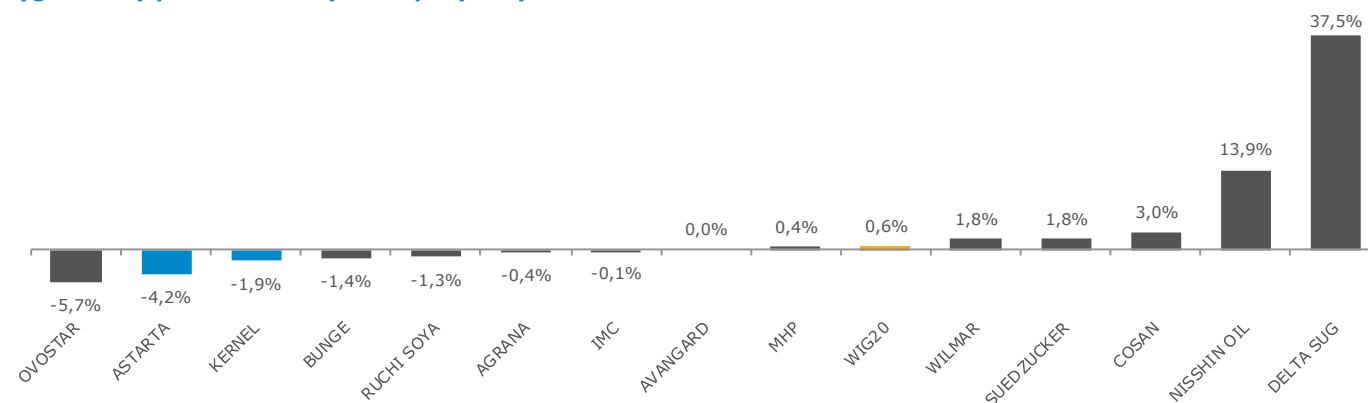
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-08-07)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	401,7	6,2	6,7	6,7	1,8	1,8	1,8	15,1	11,7	13,4	29%	28%	28%	9,9%	8,2%	7,7%
Enea	15,8	5,2	5,5	4,7	1,1	1,2	1,2	8,9	7,5	7,0	21%	23%	25%	0,0%	1,6%	2,0%
Energa	13,1	5,0	5,0	4,6	1,0	0,9	0,9	35,9	7,5	7,0	20%	19%	20%	3,7%	1,5%	2,0%
PGE	13,5	4,1	5,5	4,6	1,1	1,7	1,6	9,8	8,1	6,8	26%	30%	35%	1,9%	0,0%	0,0%
Tauron	3,8	4,6	4,4	4,9	0,9	0,9	1,0	18,3	4,4	5,0	19%	21%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	16,6	2,5	2,6	3,5	0,5	0,5	0,7	3,4	-	-	21%	21%	19%	7,8%	-	-
EDF	8,7	3,6	4,3	4,0	0,9	0,9	0,9	8,2	13,2	12,0	24%	21%	22%	9,6%	4,3%	4,2%
EDP	3,2	8,7	9,0	8,9	2,3	2,2	2,1	12,1	12,3	12,3	26%	24%	24%	6,0%	6,0%	6,1%
Endesa	20,5	7,8	8,0	7,7	1,4	1,4	1,4	15,4	16,2	15,4	18%	17%	18%	6,5%	6,5%	6,7%
Enel	5,0	7,4	7,3	7,0	1,6	1,5	1,5	19,2	14,0	12,6	22%	21%	22%	3,6%	4,4%	5,4%
EON	8,7	7,2	4,4	4,4	0,6	0,5	0,6	-	13,8	13,7	8%	13%	13%	2,4%	3,5%	4,1%
Fortum	14,2	12,8	10,1	9,8	3,6	3,1	2,9	22,7	20,2	19,0	28%	31%	29%	5,3%	6,2%	5,2%
Iberdola	6,8	9,6	9,4	8,7	2,6	2,4	2,3	16,1	15,7	14,6	27%	26%	26%	4,2%	4,8%	4,9%
National Grid	9,6	11,1	8,1	9,6	3,3	3,0	3,2	13,9	14,0	15,9	30%	38%	33%	4,5%	4,6%	5,4%
Red Electrica	18,8	10,5	10,3	10,1	8,2	7,9	7,7	15,9	15,1	14,4	78%	76%	76%	4,3%	4,9%	5,2%
RWE	18,5	8,8	4,0	4,1	0,5	0,5	0,5	-	10,0	11,2	6%	12%	12%	-	4,4%	2,9%
SSE	13,9	18,1	9,4	9,4	0,8	0,8	0,8	30,2	11,3	11,8	4%	8%	8%	6,4%	6,6%	6,8%
Verbund	17,5	8,7	11,0	12,2	3,3	3,3	3,3	14,4	20,3	24,5	37%	30%	27%	1,7%	1,8%	1,6%
Mediana		7.6	7.0	6.8	1.2	1.5	1.4	15.2	13.2	12.6	23%	22%	23%	4.3%	4.4%	4.9%

Wycena spółek rafineryjnych (2017-08-07)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	51,9	4,9	8,1	6,0	0,7	0,6	0,5	9,5	16,3	12,7	14%	7%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	23600,0	5,3	5,8	5,2	0,9	0,8	0,7	9,2	14,1	11,9	17%	13%	13%	2,3%	2,4%	2,5%
PKN Orlen	105,5	5,3	7,9	8,6	0,6	0,5	0,4	8,6	13,0	16,7	12%	6%	5%	1,9%	2,3%	2,7%
Hellenic Petroleum	7,4	5,0	5,6	6,2	0,6	0,5	0,5	6,8	6,7	8,8	13%	9%	8%	2,7%	4,8%	4,4%
HollyFrontier	30,5	29,6	8,7	6,5	0,7	0,6	0,6	-	24,4	13,9	2%	7%	10%	4,3%	4,4%	4,4%
Marathon Petroleum	54,9	10,3	8,9	7,9	0,7	0,7	0,6	24,7	20,2	16,3	7%	7%	8%	2,5%	2,7%	3,1%
Motor Oil	19,5	4,1	4,8	5,3	0,4	0,4	0,3	7,2	7,4	9,5	10%	7%	7%	4,6%	5,4%	5,3%
Neste Oil	34,9	6,6	7,7	8,0	0,8	0,8	0,8	9,5	13,5	13,3	13%	10%	10%	3,7%	3,7%	3,7%
OMV	49,5	4,7	5,3	5,6	1,2	1,0	1,0	-	11,6	13,9	26%	19%	17%	2,4%	2,6%	2,7%
Phillips 66	85,1	24,0	10,2	8,4	0,6	0,5	0,5	28,9	20,6	15,0	3%	5%	6%	2,9%	3,2%	3,5%
Saras	1,9	3,1	3,8	4,4	0,3	0,3	0,2	8,9	8,8	12,4	9%	7%	5%	5,4%	6,2%	4,9%
Tesoro	#N/A	N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tupras	114,0	10,3	7,8	7,7	1,0	0,7	0,6	15,9	9,8	10,1	10%	9%	8%	4,3%	7,5%	7,3%
Valero Energy	68,0	6,2	6,7	5,7	0,5	0,4	0,4	13,8	16,6	12,3	7%	6%	7%	3,5%	4,1%	4,4%
Mediana		5,3	7,7	6,2	0,7	0,6	0,5	9,5	13,5	12,7	10%	7%	8%	2,9%	3,7%	3,7%

Wycena spółek petrochemicznych (2017-08-07)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	105,5	5,3	7,9	8,6	0,6	0,5	0,4	8,6	13,0	16,7	12%	6%	5%	1,9%	2,3%	2,7%
Axiall	70,4	13,1	7,6	7,3	2,5	1,6	1,6	22,9	15,1	13,8	19%	21%	22%	1,1%	1,1%	1,1%
Braskem	40,0	5,2	3,9	4,2	0,9	0,9	0,9	-	9,8	12,5	18%	23%	20%	6,3%	3,1%	3,3%
Dow Chemical	63,9	12,5	8,8	8,2	2,0	1,8	1,7	17,9	15,7	14,3	16%	20%	20%	2,9%	3,1%	3,2%
Eastman Chemical	84,5	9,7	8,6	8,2	2,1	2,0	2,0	14,6	11,3	10,4	22%	24%	24%	2,2%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	26,1	9,1	7,2	6,6	1,0	1,0	0,9	18,9	11,5	10,4	11%	14%	14%	1,9%	2,0%	2,1%
LyondellBasell	89,1	6,9	6,1	6,7	1,5	1,3	1,3	9,7	9,0	9,9	21%	21%	19%	3,7%	4,0%	4,2%
Mitsubishi Chemical	953,7	7,2	6,9	6,4	0,8	0,9	0,9	27,2	9,0	9,5	11%	14%	14%	1,6%	1,9%	2,6%
Mitsui Chemicals	635,0	8,9	7,3	7,1	0,8	0,9	0,8	27,7	10,9	9,6	9%	12%	12%	1,3%	1,8%	2,6%
Westlake Chemical	70,4	13,1	7,6	7,3	2,5	1,6	1,6	22,9	15,1	13,8	19%	21%	22%	1,1%	1,1%	1,1%
Mediana		9,0	7,5	7,2	1,2	1,1	1,1	18,9	11,4	11,4	17%	20%	20%	1,9%	2,1%	2,6%

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

Wycena spółek gazowych (2017-08-07)

	EV/EBITDA				EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,7	6,5	5,3	4,5	1,2	1,0	0,9	16,4	12,5	10,2	18%	20%	20%	2,7%	3,6%	4,8%
A2A	1,4	9,2	6,9	7,0	1,6	1,5	1,5	19,6	12,6	12,9	17%	22%	22%	3,5%	4,2%	4,7%
BG Group	22,0	11,2	6,5	5,9	1,3	1,1	1,0	55,8	18,7	16,4	12%	17%	17%	6,6%	6,6%	6,6%
BP	4,7	13,9	6,2	5,6	0,9	0,7	0,7	100+	24,1	18,4	6%	12%	13%	6,5%	6,5%	6,5%
Centrica	2,0	4,1	6,0	6,0	0,5	0,5	0,5	6,3	12,5	11,9	13%	9%	9%	6,1%	6,2%	6,4%
Enagas	24,2	12,5	10,7	10,9	9,1	8,1	8,2	13,8	12,4	13,6	72%	76%	75%	5,6%	6,0%	6,3%
Endesa	20,5	7,8	8,0	7,7	1,4	1,4	1,4	15,4	16,2	15,4	18%	17%	18%	6,5%	6,5%	6,7%
Engie	13,8	8,4	6,1	6,2	0,9	1,0	0,9	-	13,9	13,5	11%	16%	15%	7,3%	5,1%	5,1%
Eni	13,6	6,7	4,6	4,1	1,2	1,0	0,9	-	23,7	18,6	17%	22%	23%	5,9%	5,9%	5,9%
Gas Natural SDG	20,3	8,3	8,3	7,9	1,7	1,7	1,7	15,1	15,7	14,2	21%	21%	21%	6,6%	5,0%	5,1%
Gazprom	119,5	3,8	3,6	3,2	0,8	0,8	0,7	2,8	4,3	3,8	21%	22%	23%	6,6%	6,5%	6,8%
Hera	2,7	8,7	7,3	7,2	1,4	1,4	1,4	19,4	18,0	17,5	17%	19%	19%	3,3%	3,5%	3,5%
NovaTek	105,0	7,9	10,3	9,3	3,8	3,5	3,4	9,1	13,1	11,4	48%	34%	36%	2,2%	2,4%	2,9%
ROMGAZ	28,5	4,3	3,7	3,4	2,3	2,1	2,0	11,0	8,2	7,4	52%	55%	58%	7,3%	9,5%	10,0%
Shell	24,3	11,3	6,5	6,0	1,3	1,1	1,0	45,5	15,3	13,4	12%	17%	17%	6,6%	6,6%	6,6%
Snam	4,0	11,7	12,6	12,3	9,9	9,9	9,8	16,1	15,2	14,8	84%	79%	79%	5,2%	5,5%	5,5%
Statoil	150,5	7,2	3,4	3,3	1,6	1,3	1,3	-	15,1	16,1	22%	38%	39%	4,6%	4,5%	4,6%
Total	43,8	8,3	6,1	5,5	1,1	1,0	1,0	18,6	13,0	11,9	14%	17%	18%	5,4%	5,3%	5,4%
Mediana		8.3	6.3	6.0	1.4	1.2	1.2	15.7	14.5	13.5	18%	20%	21%	6.0%	5.7%	5.7%

Wycena spółek wydobywczych (2017-08-07)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	23600,0	5,5	5,2	5,1	1,0	0,8	0,7	8,2	8,5	8,4	18%	16%	15%	3,1%	2,8%	3,0%
Bashneft	2197,0	3,6	3,3	3,1	0,8	0,7	0,7	7,1	5,6	5,2	22%	22%	22%	-	5,1%	9,0%
BP	4,7	13,9	6,2	5,6	0,9	0,7	0,7	100+	24,1	18,4	6%	12%	13%	6,5%	6,5%	6,5%
Dana Gas	0,7	10,7	9,4	8,8	7,0	4,3	3,8	-	100+	28,3	65%	46%	43%	-	-	-
Eni	13,6	6,7	4,6	4,1	1,2	1,0	0,9	-	23,7	18,6	17%	22%	23%	5,9%	5,9%	5,9%
Gazprom Neft	206,0	4,5	4,5	3,8	1,0	0,9	0,9	4,9	4,9	4,1	22%	21%	22%	6,4%	5,5%	6,5%
Gulf Keystone	1,0	-	3,9	2,5	1,5	2,1	1,6	-	71,5	6,5	-	54%	64%	-	-	-
Lukoil	2917,5	4,0	3,6	3,3	0,6	0,5	0,5	10,1	5,8	5,2	14%	15%	15%	2,6%	7,0%	7,8%
Occidental Petroleum	61,8	21,0	10,6	8,9	5,4	4,4	4,1	-	90,4	43,3	26%	41%	46%	4,9%	5,0%	5,0%
Repsol	14,6	7,2	5,3	5,1	0,9	0,8	0,7	12,6	10,7	10,5	12%	14%	14%	5,0%	5,4%	5,5%
Rosneft Oil	316,3	5,5	5,0	4,3	1,3	1,1	1,0	18,5	9,8	6,9	23%	22%	23%	2,8%	3,1%	5,3%
Shell	24,3	11,3	6,5	6,0	1,3	1,1	1,0	45,5	15,3	13,4	12%	17%	17%	6,6%	6,6%	6,6%
Statoil	150,5	7,2	3,4	3,3	1,6	1,3	1,3	-	15,1	16,1	22%	38%	39%	4,6%	4,5%	4,6%
Surgutneftegas	29,8	-	-	-	-	-	-	-	4,3	3,6	-	-	-	6,1%	5,2%	5,3%
Total	43,8	8,3	6,1	5,5	1,1	1,0	1,0	18,6	13,0	11,9	14%	17%	18%	5,4%	5,3%	5,4%
Tullow Oil	1,8	-	7,5	5,8	5,1	4,2	4,0	-	35,9	18,2	-	56%	68%	-	-	0,2%
Mediana		7,2	5,2	5,1	1,2	1,0	1,0	11,3	13,0	11,2	18%	22%	22%	5,2%	5,3%	5,5%

Wycena spółek surowcowych (2017-08-07)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
GÓRNICTWO I METALE																
JSW*	87,0	10,1	3,0	4,0	1,6	1,3	1,4	100+	4,9	8,3	16%	42%	35%	-	-	0,3%
KGHM	121,6	-	4,7	4,8	1,7	1,4	1,4	-	7,3	8,0	-	30%	29%	1,2%	0,8%	5,5%
LW Bogdanka*	73,7	4,2	4,2	3,7	1,4	1,4	1,3	13,8	12,7	10,8	34%	33%	35%	1,4%	1,8%	1,9%
Anglo American	13,1	8,7	4,4	4,8	1,5	1,4	1,4	15,6	9,1	12,0	18%	32%	29%	-	4,7%	4,1%
Antofagasta	9,6	14,5	8,0	7,9	4,2	3,7	3,6	88,0	28,6	26,7	29%	47%	45%	1,5%	1,5%	1,5%
BHP Billiton	14,0	30,2	6,4	6,9	4,3	3,4	3,5	-	15,1	17,5	14%	53%	50%	1,6%	4,4%	3,8%
Freeport-McMoRan	14,7	-	6,9	5,7	2,4	2,4	2,2	-	15,2	10,9	-	35%	39%	-	-	0,9%
Glencore	3,5	12,6	7,1	7,2	0,6	0,6	0,5	51,1	16,1	17,9	5%	8%	8%	1,5%	2,6%	3,6%
Grupo Mexico	58,4	9,7	8,4	7,5	4,3	3,7	3,4	25,0	16,5	14,6	44%	44%	46%	21,8%	2,2%	3,1%
Kazakhmys	7,4	23,5	9,2	7,2	9,3	4,4	3,6	27,1	15,0	11,6	39%	48%	50%	-	-	0,3%
Rio Tinto	36,4	8,8	5,9	6,7	3,0	2,7	2,8	20,9	12,7	15,5	34%	45%	42%	3,6%	5,0%	4,1%
Southern CC	38,9	16,0	11,7	10,5	6,6	5,6	5,2	38,9	23,1	19,8	41%	47%	49%	0,5%	1,3%	2,8%
Mediana		11,3	6,7	6,8	2,7	2,5	2,5	26,1	15,1	13,3	31%	43%	41%	1,5%	2,2%	2,9%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	421,0	11,1	10,9	10,2	1,9	1,8	1,7	14,3	15,9	16,2	18%	17%	17%	4,3%	7,1%	4,7%
Alcoa	38,0	13,7	4,7	4,9	1,0	0,9	0,9	-	13,5	13,6	8%	18%	18%	0,7%	-	-
Constellium	10,0	7,2	6,9	6,4	0,6	0,5	0,5	-	17,0	9,3	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	95,7	8,2	8,7	8,1	1,3	1,3	1,2	18,6	17,5	16,6	16%	14%	15%	1,9%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	50,9	9,4	6,4	5,6	1,3	1,1	0,8	16,3	14,8	12,9	14%	18%	13%	2,5%	2,6%	3,0%
Rusal	5,0	11,7	9,5	8,7	2,2	1,9	1,9	8,2	7,8	6,7	19%	20%	21%	2,6%	2,5%	3,5%
Mediana		10.3	7.8	7.3	1.3	1.2	1.0	15.3	15.4	13.3	15%	17%	16%	2.5%	2.6%	3.2%

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

Wycena spółek nawozowych (2017-08-07)

SPÓŁKI NAWOZOWE	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Grupa Azoty	71,8	8,0	7,1	6,9	0,9	0,9	0,9	20,7	14,4	15,5	11%	12%	12%	1,2%	1,1%	1,4%
ZA Police*	21,5	10,2	8,1	7,0	0,8	0,8	0,7	18,4	11,3	9,1	8%	10%	10%	2,0%	1,6%	2,1%
ZCh Puławy*	186,7	5,9	5,5	5,0	0,9	0,8	0,8	13,1	10,7	10,8	16%	15%	16%	4,6%	4,6%	6,7%
Acron	3311,0	6,9	6,8	6,6	2,3	2,3	2,2	5,0	7,2	7,3	33%	34%	34%	9,1%	9,2%	9,2%
Agrium	98,8	10,8	10,3	9,2	1,4	1,3	1,3	23,0	20,0	16,7	13%	13%	14%	3,5%	3,6%	3,7%
CF Industries	31,9	17,7	15,3	11,6	3,9	3,7	3,5	-	-	100+	22%	24%	30%	3,8%	3,8%	3,8%
Israel Chemicals	17,3	23,3	8,8	7,9	1,7	1,7	1,7	-	14,7	12,1	8%	19%	21%	3,5%	3,6%	3,8%
K+S	22,4	11,0	9,5	7,1	1,9	1,7	1,6	24,7	24,9	14,5	18%	18%	22%	1,3%	1,8%	2,8%
Phosagro	2380,0	5,7	6,5	6,0	2,2	2,3	2,1	5,1	9,0	8,4	39%	35%	36%	6,5%	5,5%	6,0%
Potash	17,7	15,1	13,4	11,9	4,9	4,9	4,7	45,3	28,7	26,2	33%	36%	39%	4,0%	2,3%	2,3%
The Mosaic Company	22,0	10,7	10,4	8,3	1,5	1,5	1,4	25,8	27,7	19,2	14%	15%	17%	5,0%	3,3%	2,7%
Uralkali	131,2	10,1	8,9	9,2	5,3	4,6	4,7	1,8	5,1	5,0	52%	52%	51%	-	-	-
Yara International	319,9	7,0	8,3	6,7	1,1	1,1	1,0	13,8	19,2	14,1	16%	13%	15%	3,1%	2,9%	3,4%
Mediana		10,2	8,8	7,1	1,7	1,7	1,6	18,4	14,5	13,1	16%	18%	21%	3,7%	3,4%	3,5%

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-08-07)

SPÓŁKI	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Synthos	4,3	10,8	8,5	10,2	1,5	1,2	1,1	20,4	11,8	15,5	14%	14%	11%	12,4%	11,7%	5,9%
Apar Industries	789,6	8,4	7,1	6,9	0,6	0,6	0,6	24,3	17,0	15,4	7%	9%	8%	1,3%	1,1%	1,2%
Asahi Kasei	1308,5	7,7	8,1	7,5	1,1	1,1	1,1	19,9	17,3	15,6	14%	14%	14%	1,5%	1,6%	1,9%
BASF	81,7	8,5	7,8	7,6	1,6	1,4	1,4	18,5	14,0	13,9	19%	19%	19%	3,7%	3,8%	4,0%
Dow Chemical	63,9	12,5	8,8	8,2	2,0	1,8	1,7	17,9	15,7	14,3	16%	20%	20%	2,9%	3,1%	3,2%
Grand Pacific Petro	24,2	6,0	5,3	5,1	1,2	1,1	1,1	9,1	10,1	9,1	20%	20%	22%	4,1%	4,4%	4,1%
Kumho Petrochem	75700,0	11,5	9,6	8,5	1,0	0,8	0,8	28,9	13,6	11,7	9%	9%	9%	1,1%	1,3%	1,4%
Lanxess	67,4	8,2	5,9	5,8	1,0	0,8	0,8	32,1	18,2	15,3	12%	14%	14%	1,0%	1,3%	1,6%
Trinseo	64,0	6,1	6,5	5,8	1,0	0,8	0,8	9,4	9,4	8,0	16%	13%	14%	1,4%	2,1%	2,3%
TSRC Corp	33,9	12,6	13,0	9,9	1,3	1,1	1,1	28,2	24,5	14,6	11%	9%	11%	3,0%	3,5%	5,4%
Ube Industries	300,0	6,7	7,4	6,6	0,8	0,8	0,7	16,6	15,5	12,1	12%	11%	11%	1,7%	2,0%	2,0%
ZEON Corp	1460,0	7,3	7,3	6,6	1,3	1,3	1,2	18,3	15,7	13,7	17%	18%	19%	1,0%	1,1%	1,2%
Mediana		8,3	7,6	7,2	1,1	1,1	1,1	19,2	15,6	14,1	14%	14%	14%	1,6%	2,0%	2,2%

Wycena spółek spożywczych (2017-08-07)

SPÓŁKI SPOŻYWCZE	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Astarta*	66,0	3,0	3,2	2,9	1,2	1,2	1,1	4,6	3,9	-	42%	37%	37%	-	-	-
IMC*	10,2	3,0	3,4	3,2	1,4	1,4	1,4	3,7	3,5	-	48%	40%	43%	-	0,8%	-
Kemel	62,4	4,8	4,1	3,9	0,8	0,6	0,5	5,6	4,9	5,4	17%	16%	14%	1,6%	1,6%	4,0%
Ovostar*	107,6	7,8	8,4	7,1	2,4	2,1	1,8	7,4	4,4	-	31%	25%	25%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	114,0	11,1	8,8	7,8	0,9	0,8	0,8	19,7	15,3	12,8	8%	9%	10%	3,5%	3,6%	3,8%
Bunge Limited	77,3	9,7	11,1	8,8	0,4	0,4	0,3	15,2	19,6	13,8	4%	3%	4%	2,1%	2,2%	2,3%
Cosan	37,2	11,9	4,6	4,4	0,5	0,4	0,4	14,6	13,2	11,8	4%	10%	9%	6,8%	4,6%	5,0%
Delta Sugar	32,3	27,8	-	-	3,9	-	-	32,2	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	10,0	5,1	5,0	4,8	1,9	1,7	1,6	20,0	5,1	4,8	37%	34%	32%	7,5%	7,5%	7,4%
Nisshin Oillio	744,0	12,5	10,2	9,8	0,5	0,5	0,5	23,3	18,1	17,4	4%	5%	5%	1,3%	1,3%	1,5%
Suedzucker	18,4	10,1	7,1	6,6	0,8	0,8	0,7	34,6	15,2	14,1	8%	11%	11%	1,6%	2,4%	2,8%
Wilmar Int.	3,4	13,0	12,1	11,6	0,7	0,7	0,7	15,6	12,2	11,5	6%	6%	6%	1,9%	2,7%	2,9%
Mediana		9,9	7,1	6,6	0,8	0,8	0,7	15,4	12,2	12,3	11%	11%	11%	2,0%	2,4%	3,4%

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 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
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

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

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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