mBank Dom Maklerski

mBank.pl

wtorek, 12 września 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 w Niemczech sięgnęły 35 EUR/MWh, co jest bezpośrednią pochodną wzrostu notowań CO_2 do 7 EUR/t i utrzymującego się pozytywnego trendu na cenach węgla ARA (81 USD/t w kontrakcie rocznym). Kluczowe dla kontynuacji tych tendencji mogą być wyniki negocjacji w sprawie uzdrowienia systemu ETS. Jeśli perspektywa kompromisu stanie się realna to będzie to wzmocnienie naszej rekomendacji przeważania CEZ względem polskich spółek. Spread Polska-Niemcy spadł do poziomu nienotowanego od lat, a kontrakt roczny na TGE zaledwie niewielką część wzrostu kosztów emisji (wzrost do 166 PLN/MW z 164 PLN/MWh).

Rynek paliwowy

Marże rafineryjne wciąż znajdują się na szczytach z uwagi na cracki na paliwach transportowych, co oczywiście jest związane z efektami huraganu Harvey. Pozytywnie na ograniczenia w produkcji reagują również marże petrochemiczne. W kolejnych tygodniach jednak ten czynnik powinien zanikać i oczekujemy powrotu benchmarku na znacznie niższe poziomy. W ostatnich dniach zanotowaliśmy odbicie dyferencjału Ural/Brent, co wynika z opublikowanych planów załadunkowych w Primorsku (wzrost m/m przy utrzymaniu negatywnej dynamiki r/r). Nadal rośnie spread Brent/WTI (już prawie 6 USD), co w kolejnych tygodniach po normalizacji rentowności przerobu może ciążyć na rafineriach europejskich. Zwracamy też uwagę na ostatnie wzrosty cen gazu zarówno na rynku polskim jak i europejskim, co poprawia rentowność PGN na kontraktach długoterminowych.

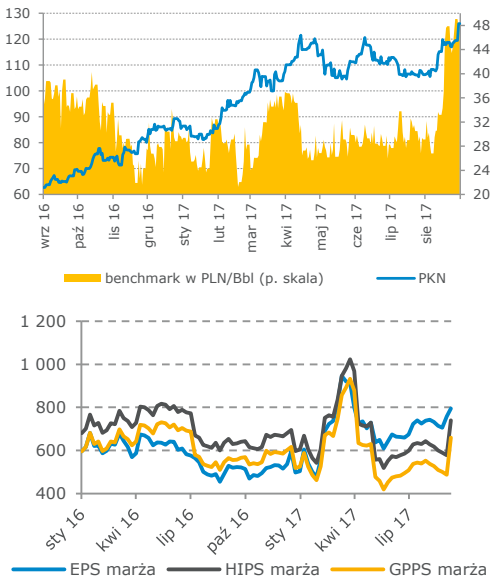
Rynek kauczuków syntetycznych

Ceny butadienu w Azji wzrosły do poziomu 1465-1515 USD/t (dołek w wakacje 820-870 USD/t), a w Europie do 1105 USD/t z 795 USD/t w dołku. Powodem wzrostów jest spadek importu kauczuków naturalnych do Chin w ostatnich miesiącach. W lipcu import kauczuków naturalnych do Chin wyniósł 150 tys. ton i był o 46% r/r niższy (YTD -10% r/r). W efekcie spadają fizyczne zapasy w największym porcie Quingdao (do 199,3 tys. ton z 274,1 tys. ton w maksimum). Wzrost cen butadienu w relacji do nafty to korzystna informacja dla Synthos.

Rynek metali

Produkcja miedzi w Chile w lipcu wzrosła o 13% r/r, a w Peru o 2% r/r. Największa kopalnia na świecie Escondida w lipcu zwiększyła wydobycie o 16% r/r, a koncern Codelco o 5,5% r/r. Produkcja w obu krajach była najwyższa od sześciu miesięcy i pozytywnie zareagowała na wzrost cen na światowych rynkach.
W ostatnim tygodniu liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na miedź wzrosła o 5,2 tys. sztuk do poziomu 48,9 tys. sztuk. W poprzednim tygodniu ceny miedzi wspierały nadal spadające zapasy na giełdach (-4%, z czego najwięcej na LME -8% oraz SHP -6%).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Orlen dyskontuje mocne makro

Po skokowym wzroście w czasie huraganu Harvey, marże rafineryjne wciąż utrzymują się na rekordowych poziomach i windują notowania rafinerii. Faktem jest, że makro wesprze mocno wyniki sektora w 3Q, ale ekstrapolowanie tego na kolejne okresy wydaje się dość ryzykowne. Przykładowo wczoraj kapitalizacja Orlenu wzrosła o 2,8 mld PLN, co na pewno nie koresponduje z krótkoterminowymi zyskami „na huraganie".

Marże na produkcji EPS, HIPS i GPPS

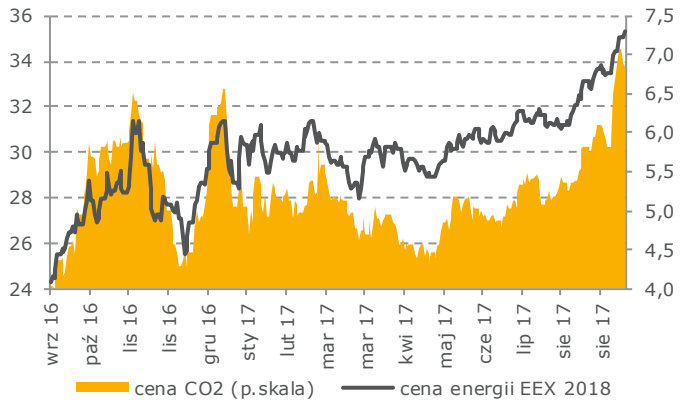
W ostatnich dwóch tygodniach odbijają ceny na produktach styrenowych (EPS, HIPS i GPPS). Wynika to z przestojów, jakie w Teksasie wywołał huragan Harvey. Region odpowiada za 60% produkcji etylenu, który jest składnikiem do produkcji styrenu. W efekcie od dwóch tygodni obserwujemy odbicie na marżach na produkcji wyrobów styrenowych, co ma pozytywne przełożenie na Grupę Synthos w czwartym kwartale.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

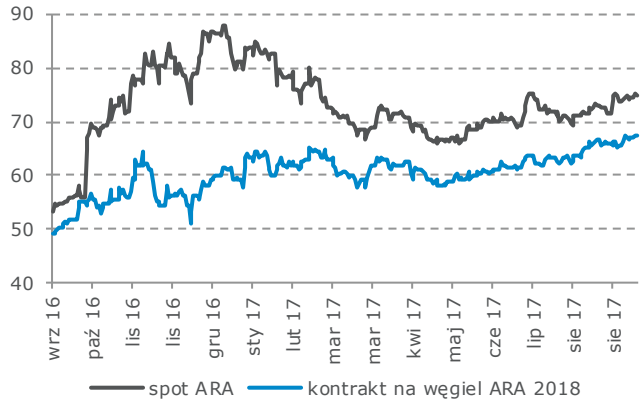
Spółka	1W	YTD
ZE PAK	-9,5%	+14%
PGE	-5,7%	+31%
Astarta	-4,8%	+9%
Boryszew	-4,7%	+25%
Grupa Azoty	-2,7%	+6%
ZA Puławy	-2,0%	+3%
KGHM	-2,0%	+37%
Kernel	-1,8%	-4%
Enea	-1,7%	+58%
Orzeł Biały	-1,6%	+42%
OMV	-1,4%	+46%
Tarczyński	-1,0%	-15%
Kęty	-0,9%	+10%
PGNiG	-0,7%	+24%
Impexmetal	-0,4%	+38%
CEZ	-0,3%	+5%
Energa	-0,1%	+51%
ZCh Police	-0,0%	-3%
JSW	+0,0%	+56%
Lotos	+0,8%	+55%
IMC	+1,2%	+33%
Tauron	+1,3%	+40%
MOL	+1,8%	+19%
Synthos	+2,3%	+18%
LW Bogdanka	+4,1%	+15%
Tupras	+5,8%	+89%
PKN Orlen	+7,5%	+52%
Unipetrol	+10,8%	+84%
Indeksy WIG	**1W**	**YTD**
WIG	-0,2%	+25%
Chemia	-0,9%	+11%
Energia	-3,2%	+35%
Paliwa	+4,9%	+44%
Spożywczy	-1,3%	+0%
Surowce	-1,2%	+40%
Ukraina	-2,5%	+8%
Indeksy sektor	**1W**	**YTD**
Górnictwo	-1,6%	+24%
Oil & Gas E&P	+0,8%	-19%
Refining EU	+3,0%	+72%
Refining US	+0,3%	+6%
Agri & Food	+1,6%	+13%
Kauczuki	+3,3%	+6%
Nawozy	+3,3%	-2%
Chemicals EU	+3,3%	+24%
Industrials EU	+1,5%	+12%
Petchem World	+1,9%	+21%
Utilities EU	+2,3%	+16%
Utilities US	+2,0%	+16%

Energetyka

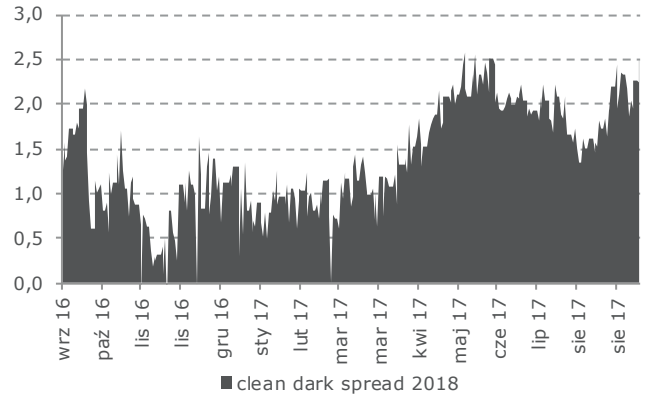
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



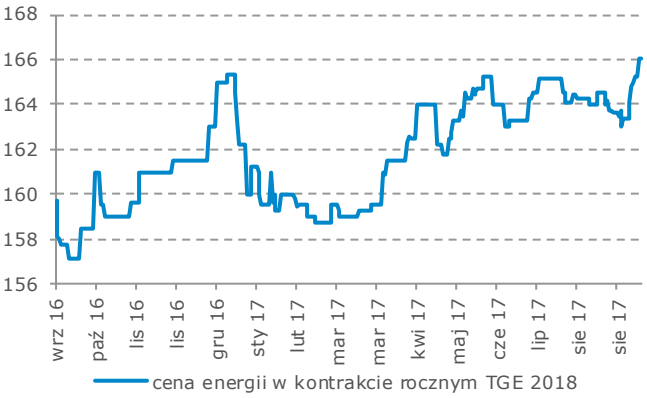
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



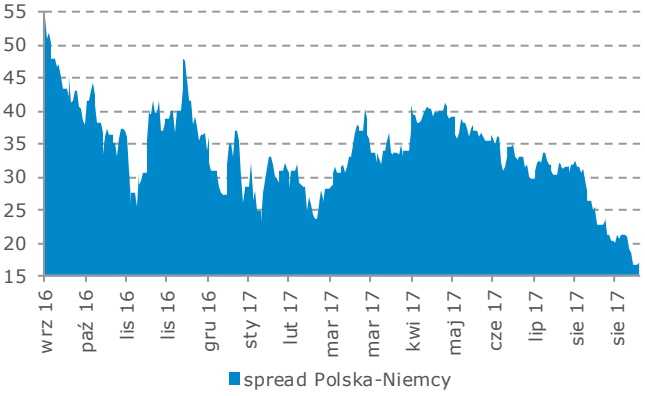
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



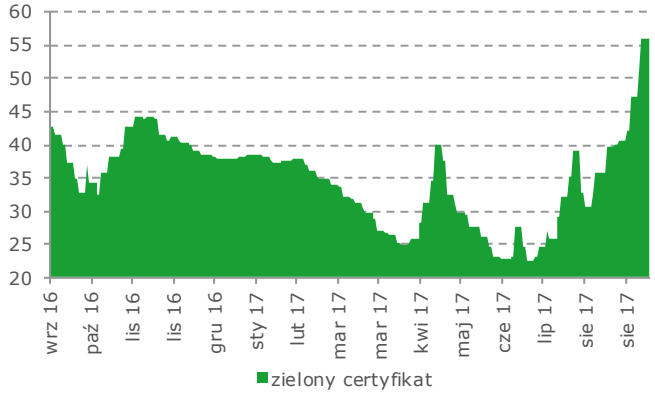
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



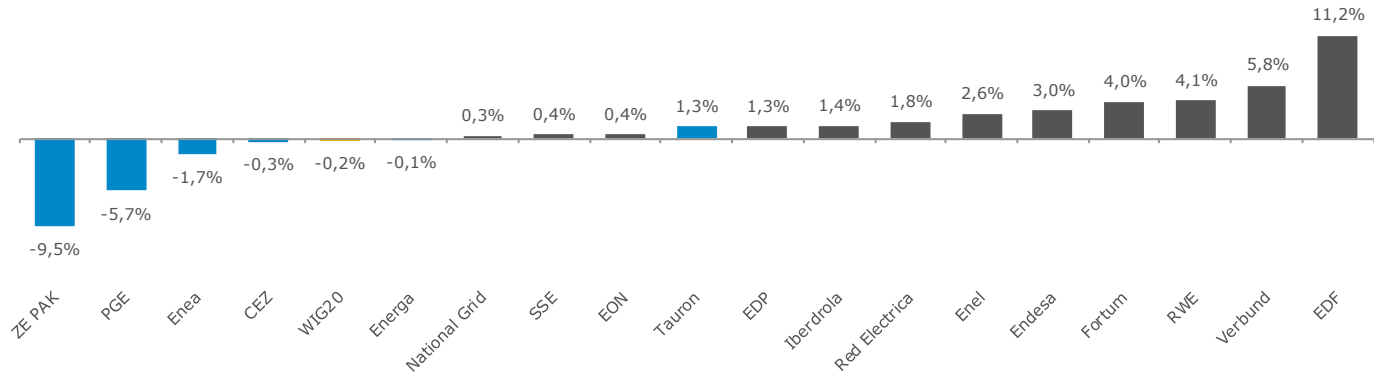
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



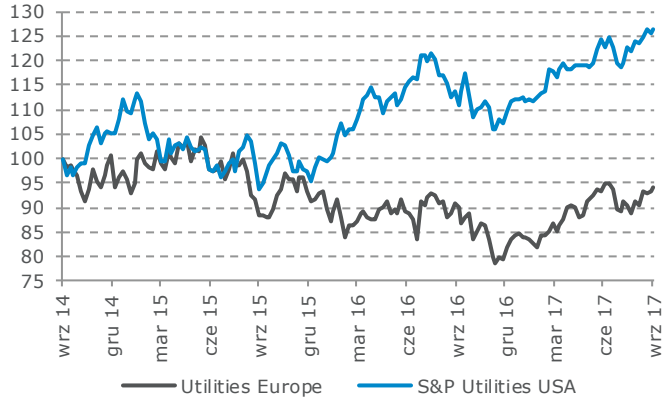
Tygodniowy performance spółek energetycznych



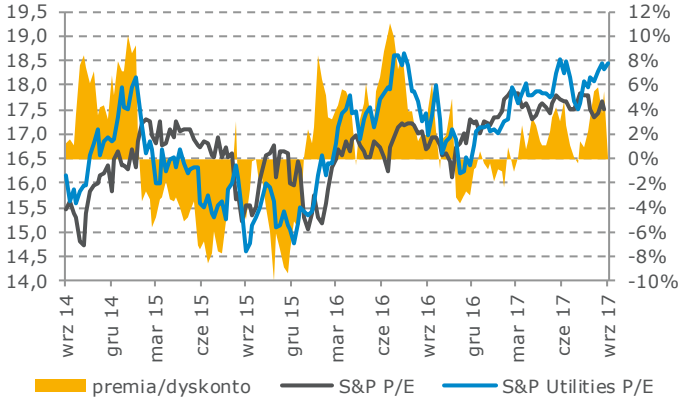
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

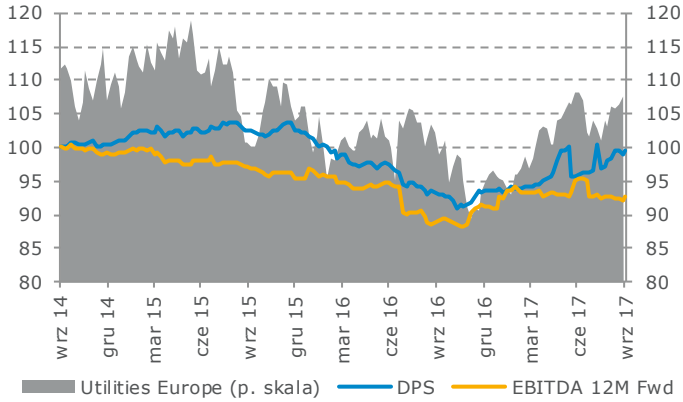
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



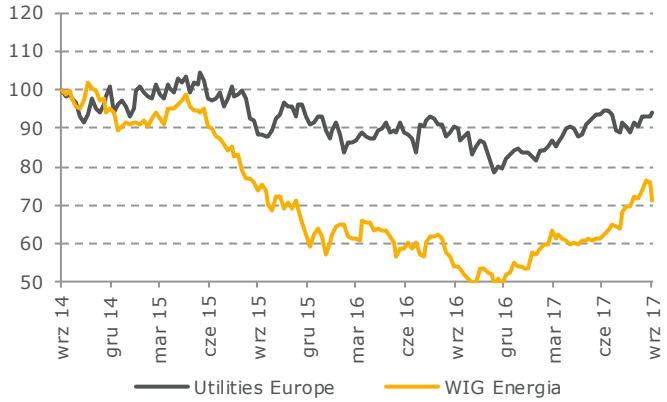
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



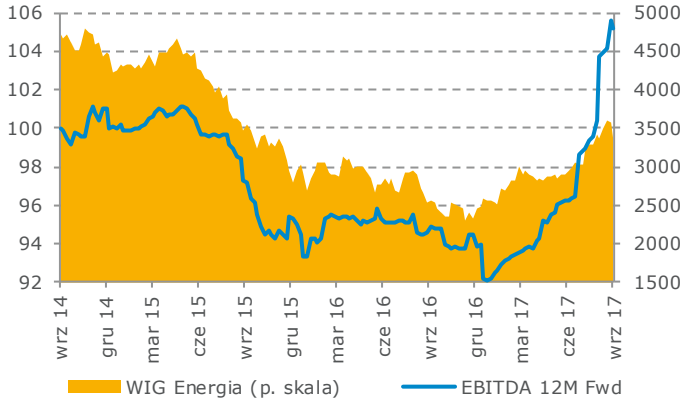
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



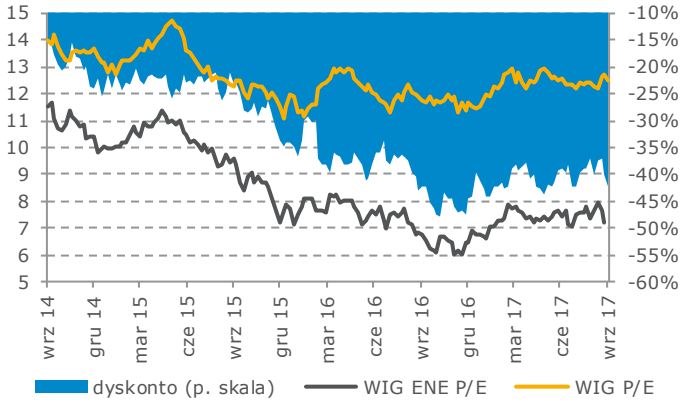
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



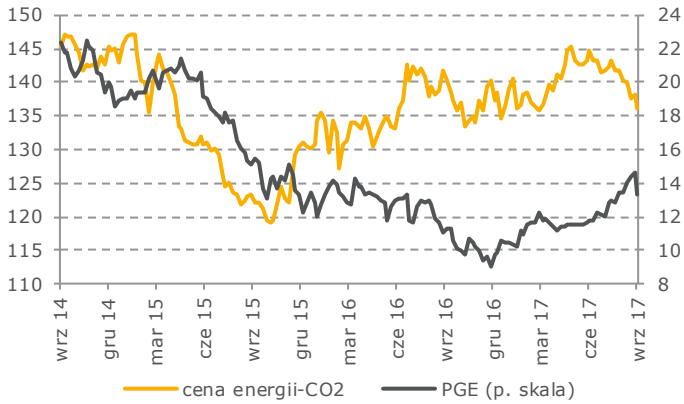
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



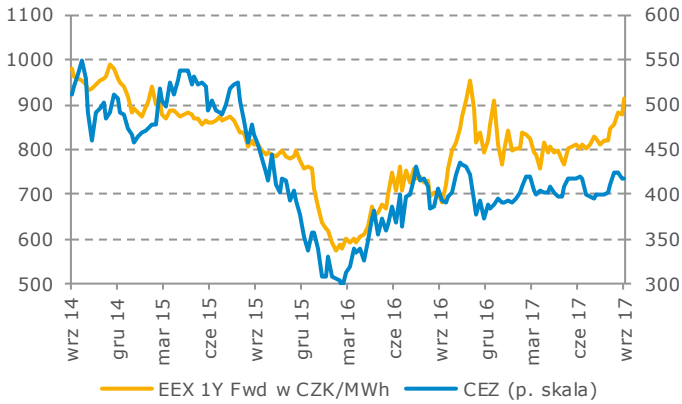
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO_2



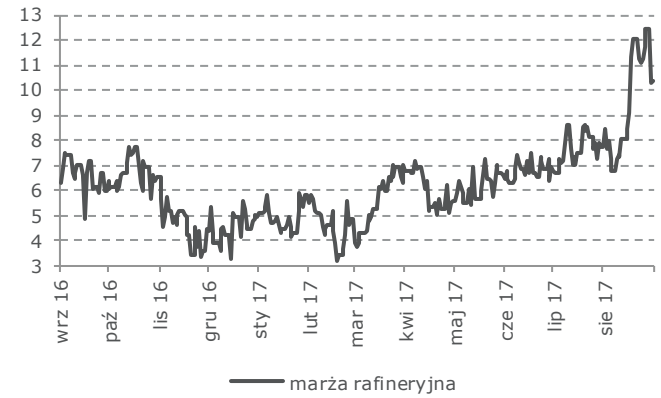
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



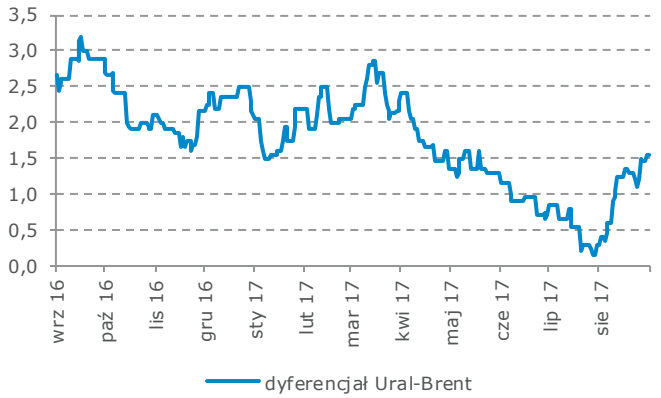
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

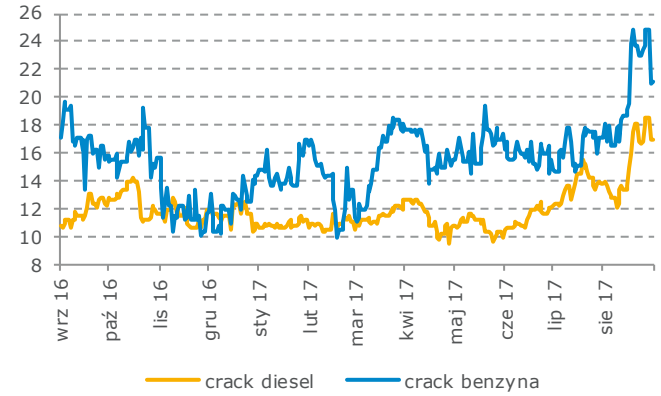
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



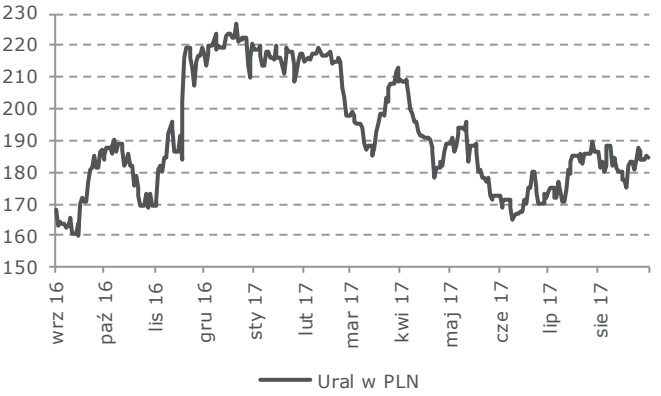
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



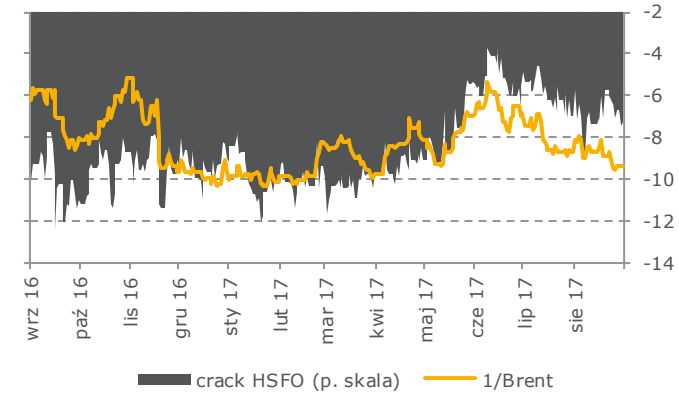
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



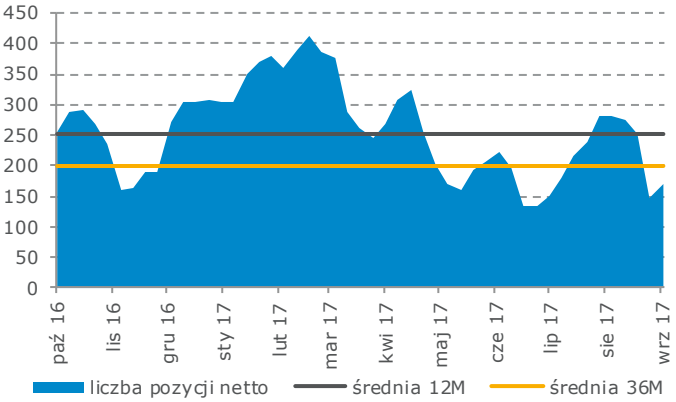
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



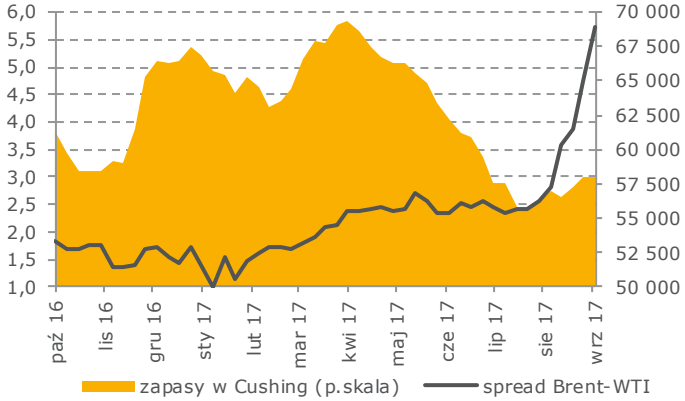
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



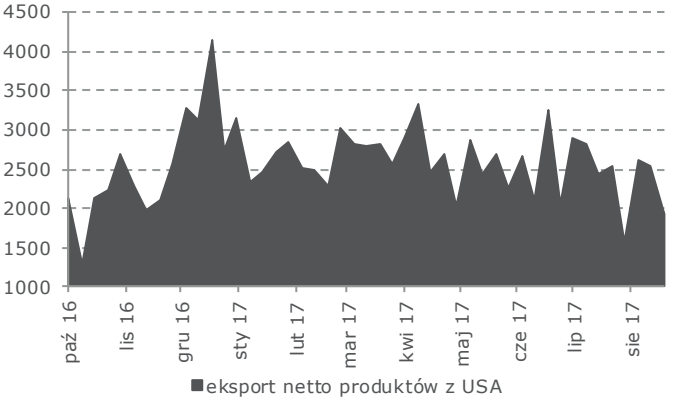
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



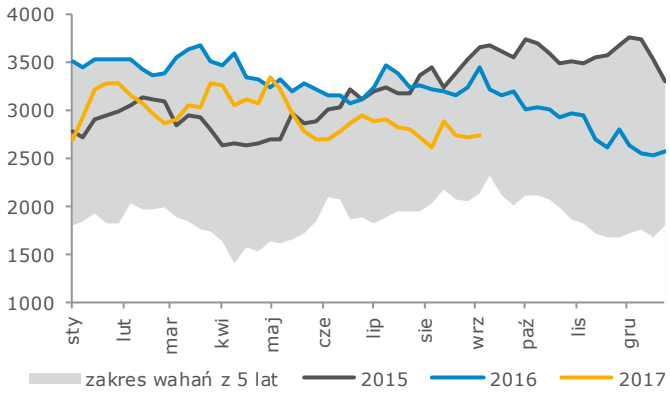
Eksport netto paliw z USA



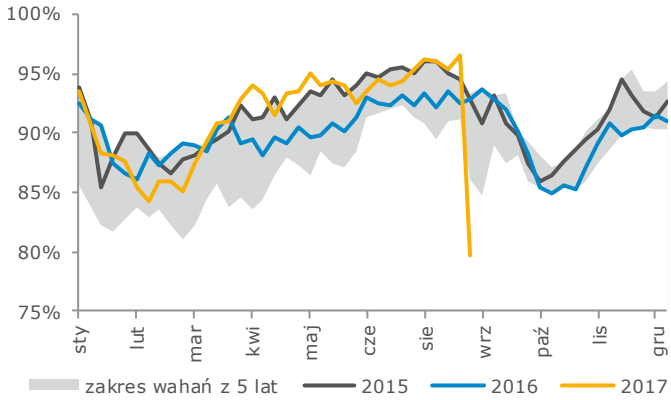
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

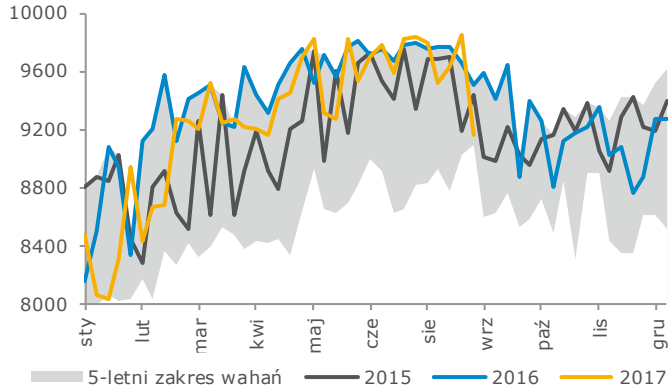
Zapasy diesla w portach ARA



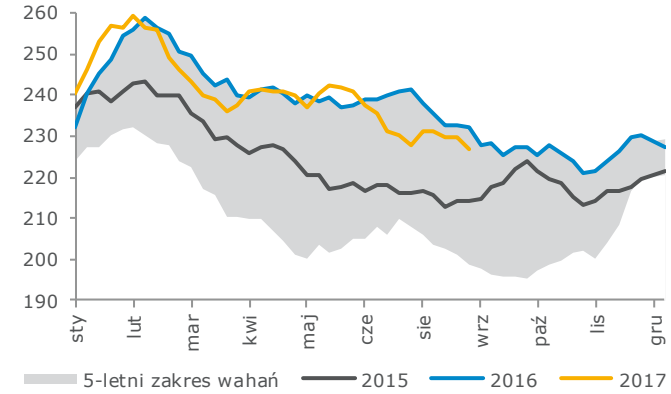
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



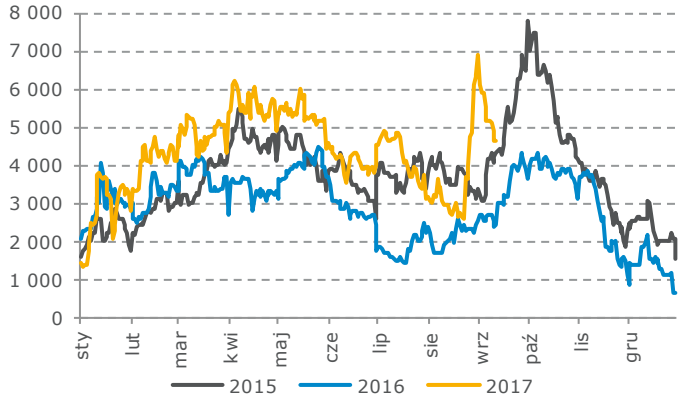
Popyt na benzynę w USA



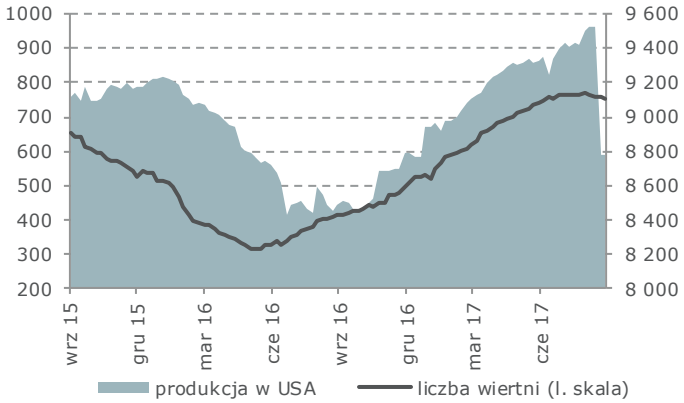
Zapasy benzyny w USA



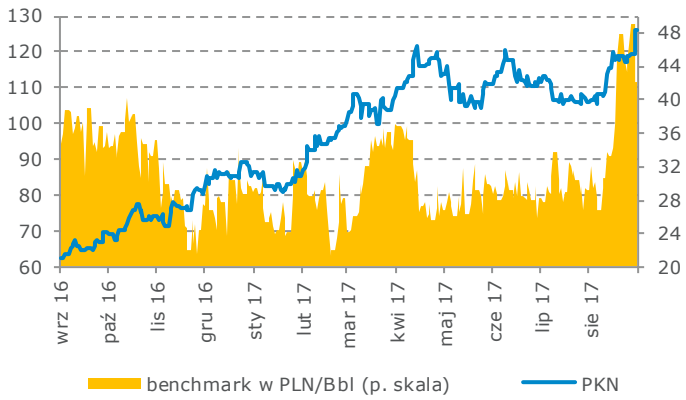
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



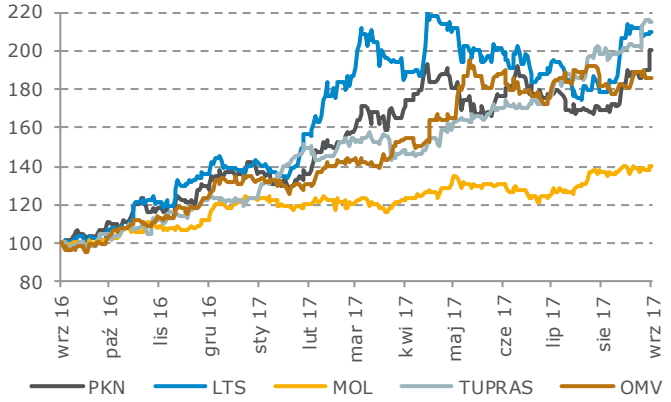
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



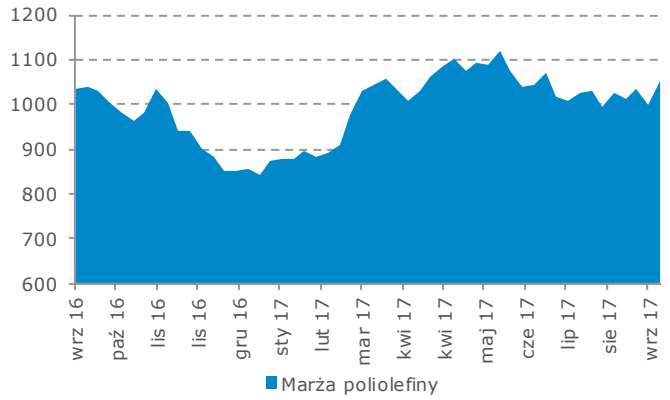
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



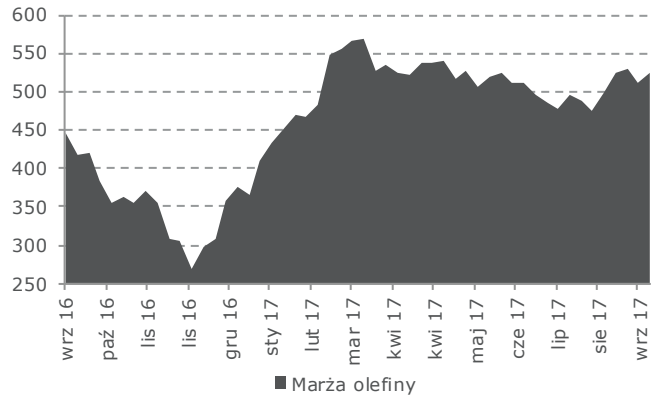
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

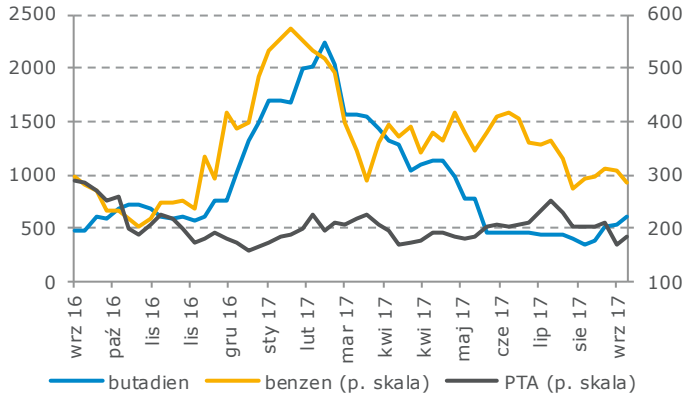
Marża petrochemiczna poliolefiny



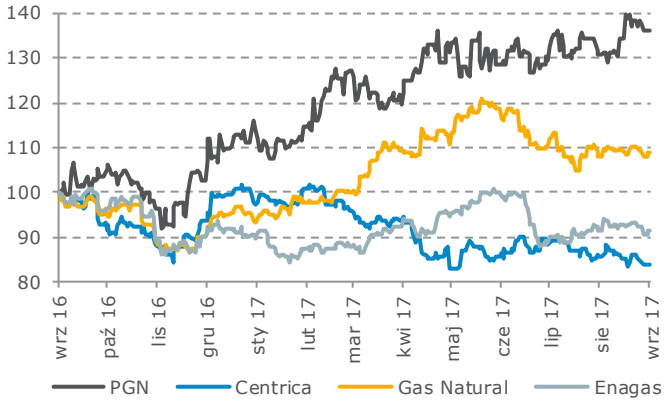
Marża petrochemiczna olefiny



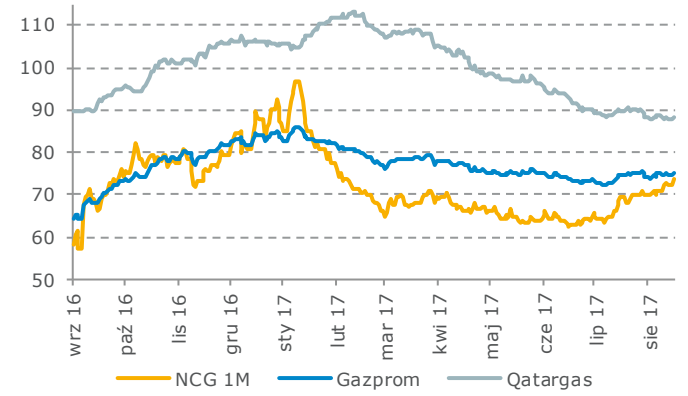
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



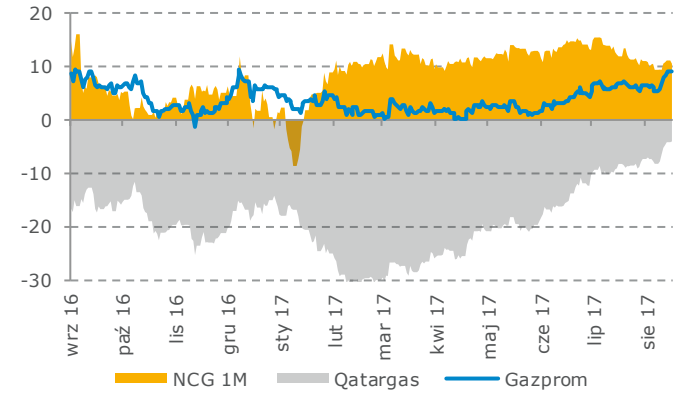
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



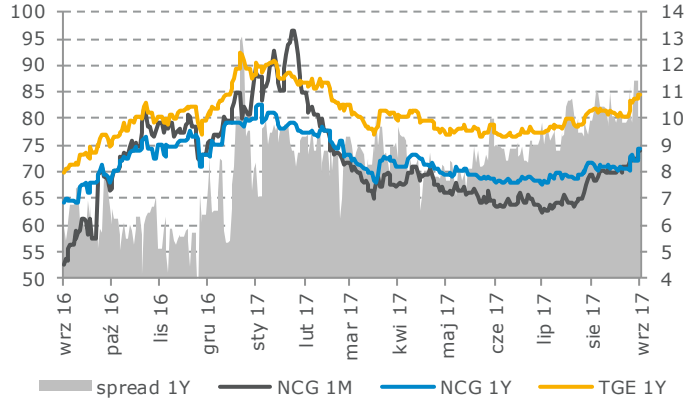
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



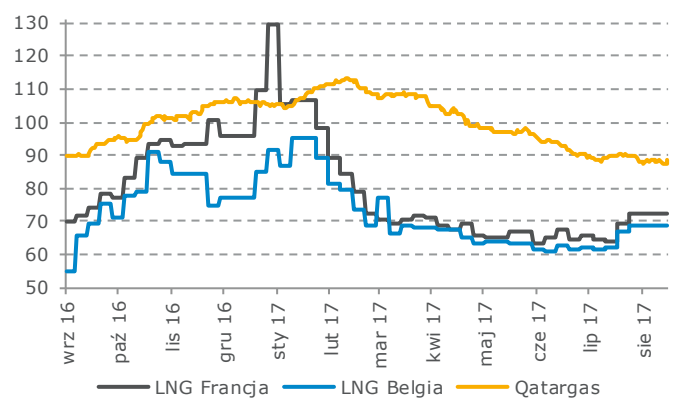
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



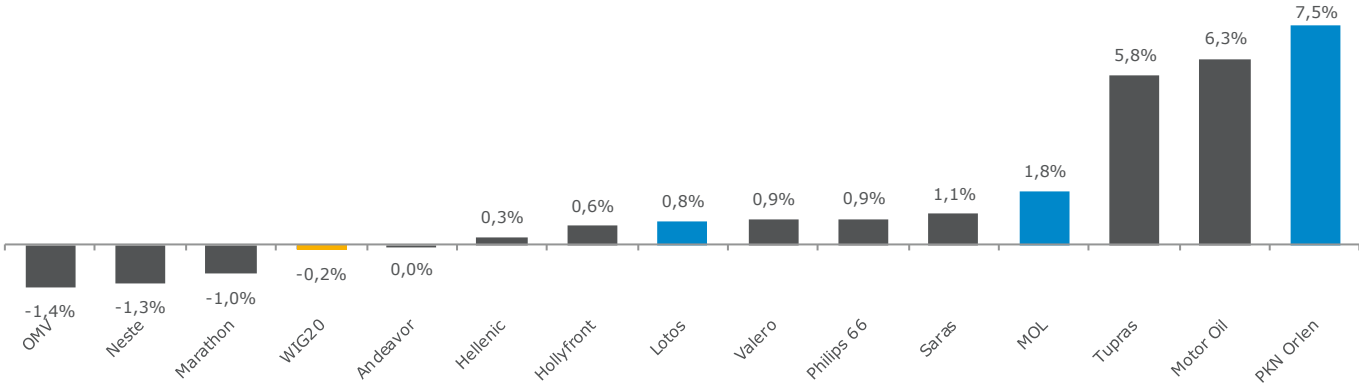
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



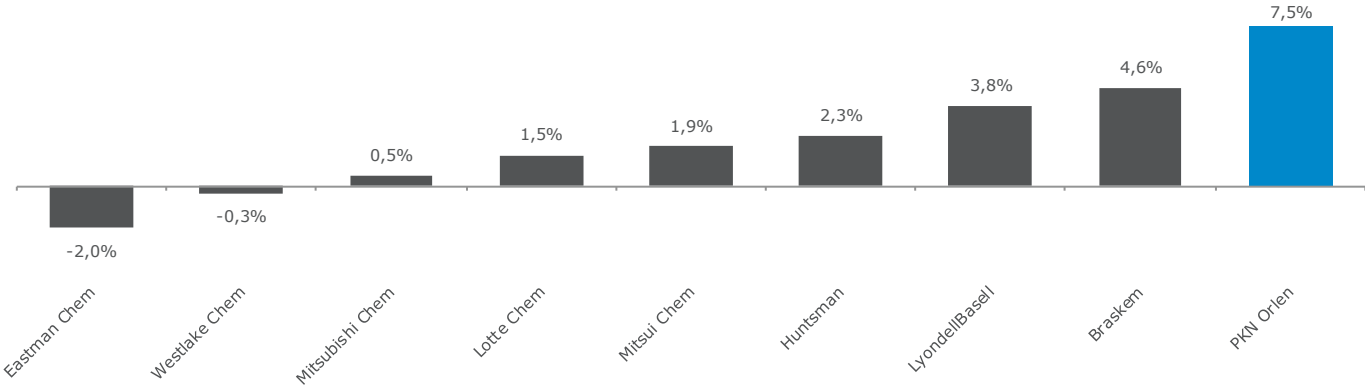
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

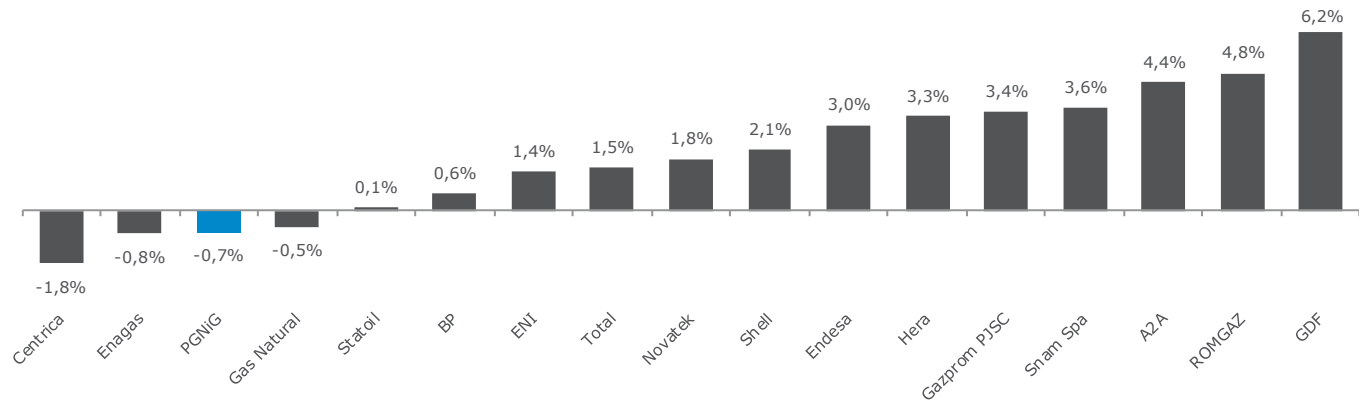
Spółki rafineryjne



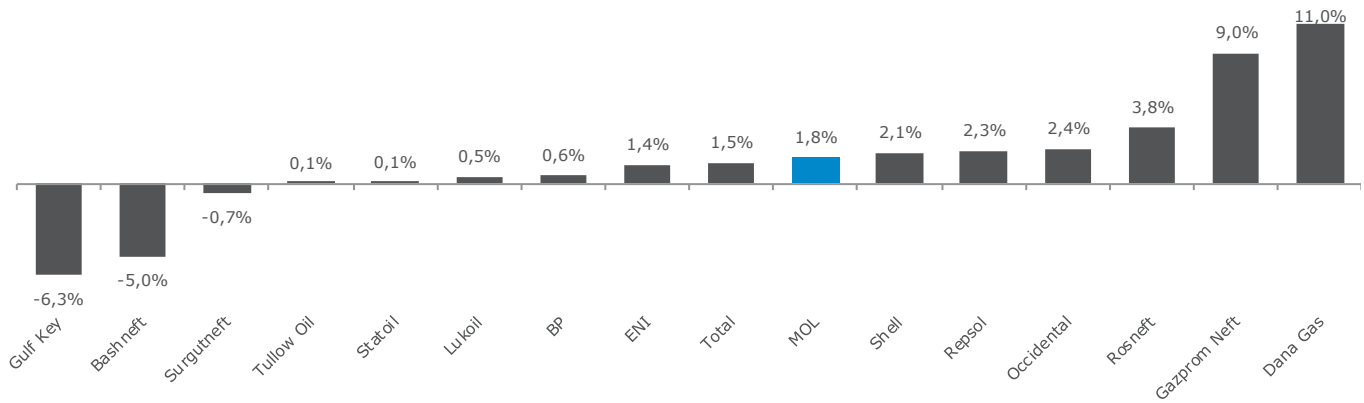
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



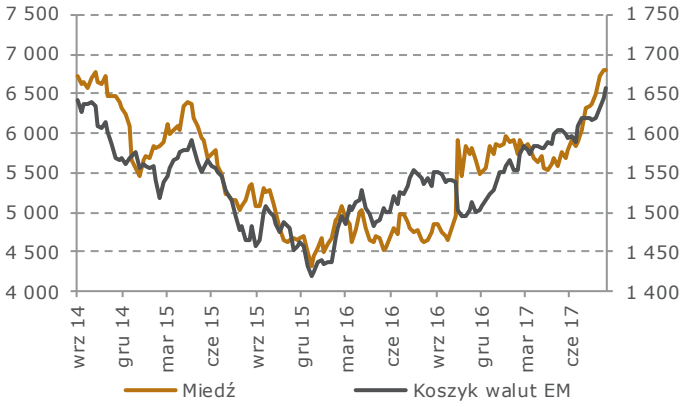
Spółki wydobywcze



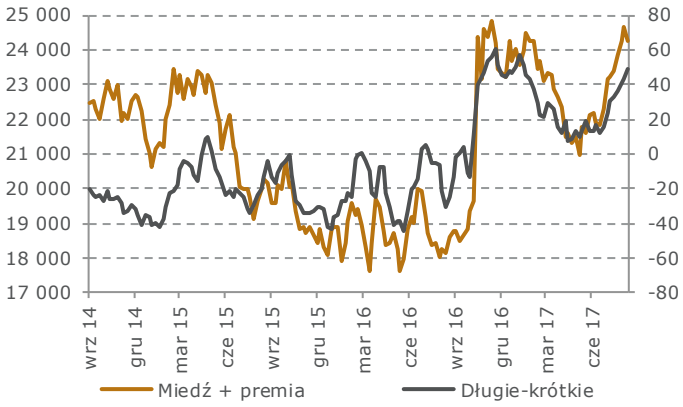
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

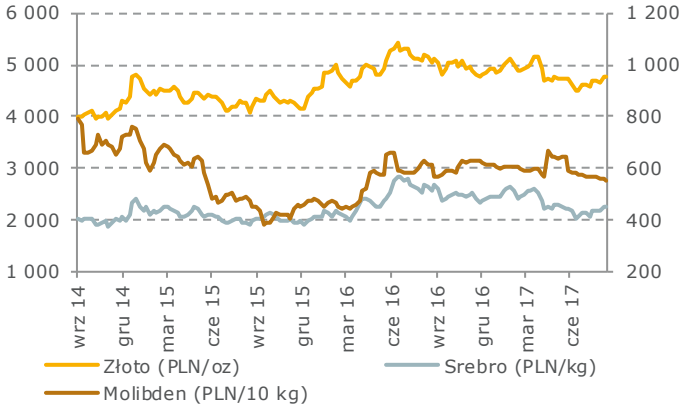
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



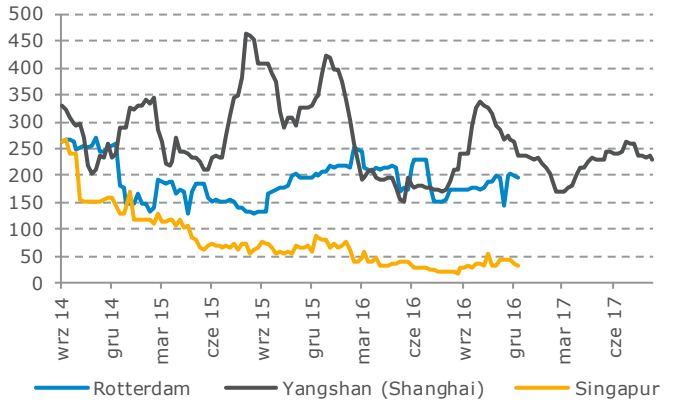
Cena miedzi + wartość premii producenckiej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



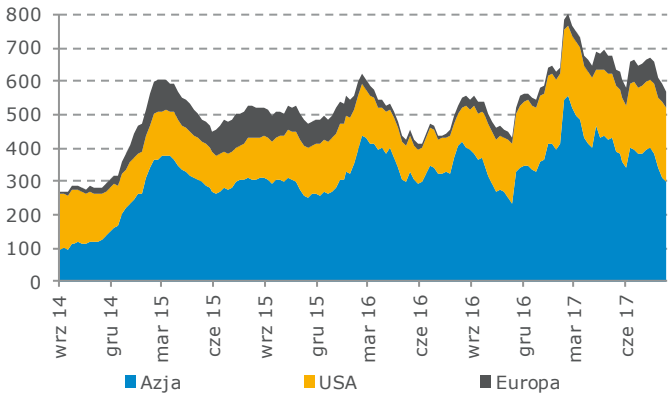
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



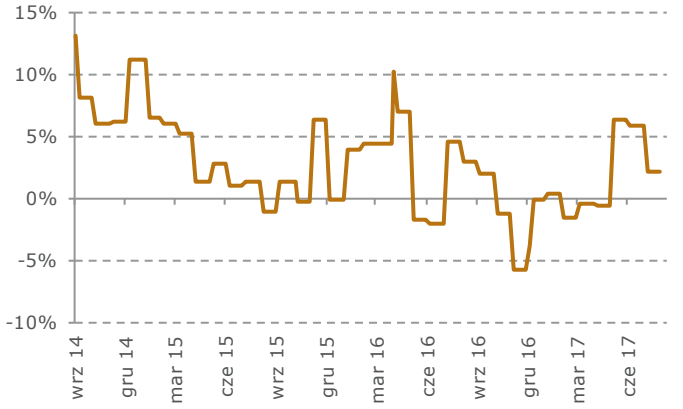
Wartości premii producenckich dla miedzi (PLN/t)



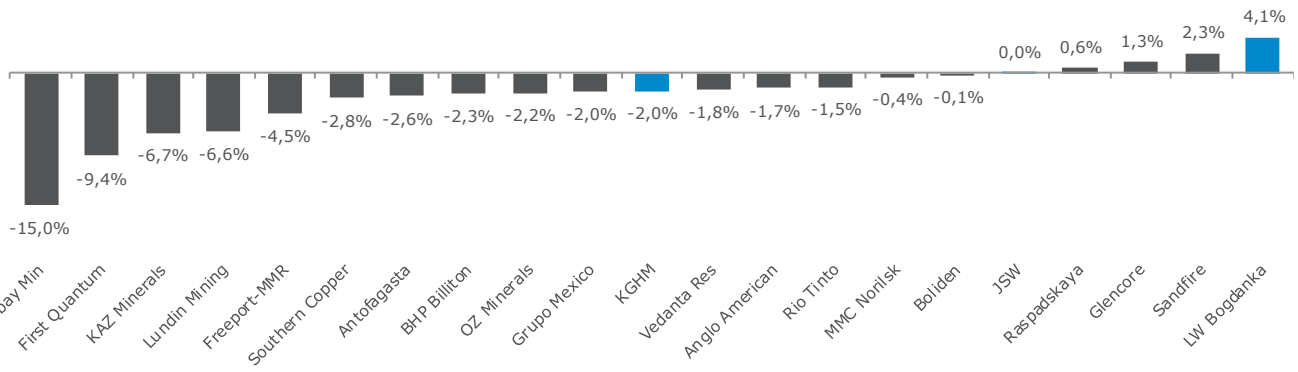
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



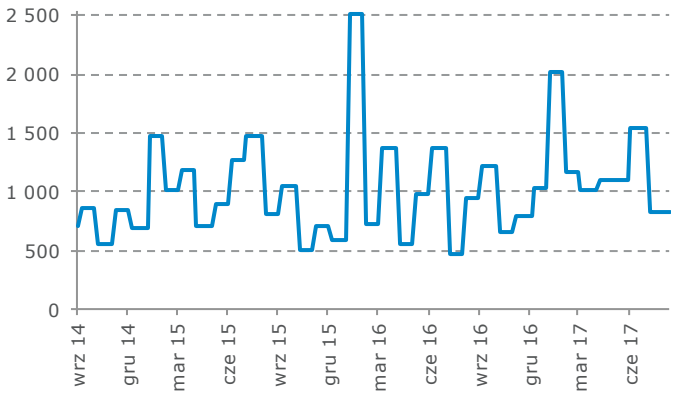
Tygodniowy performance spółek surowcowych



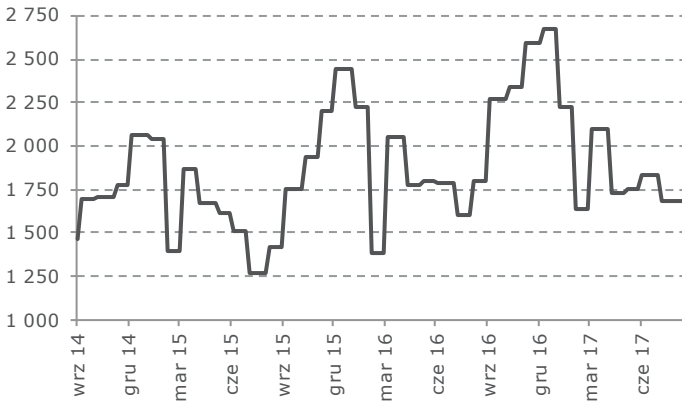
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

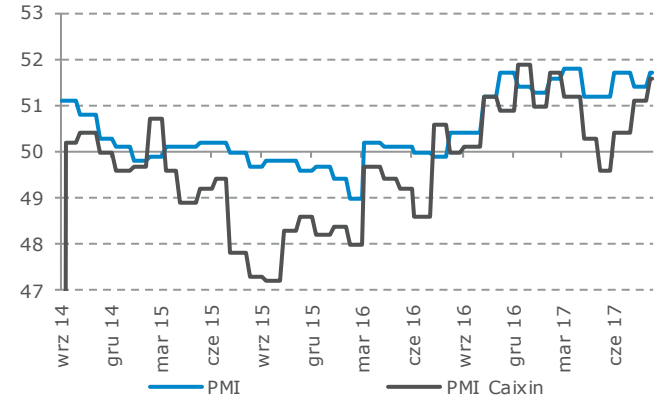
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



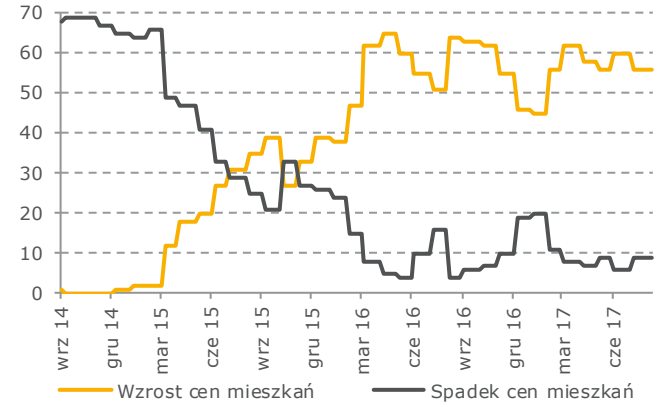
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



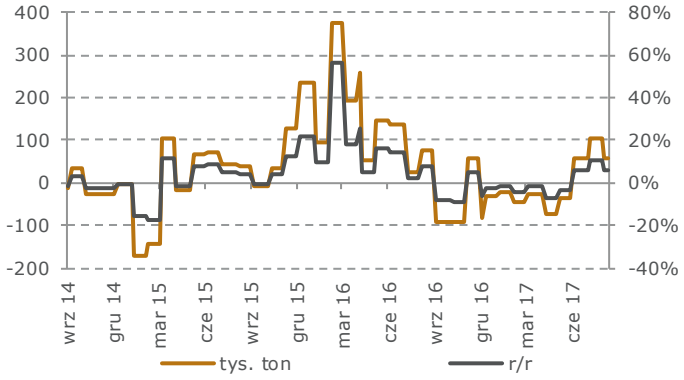
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



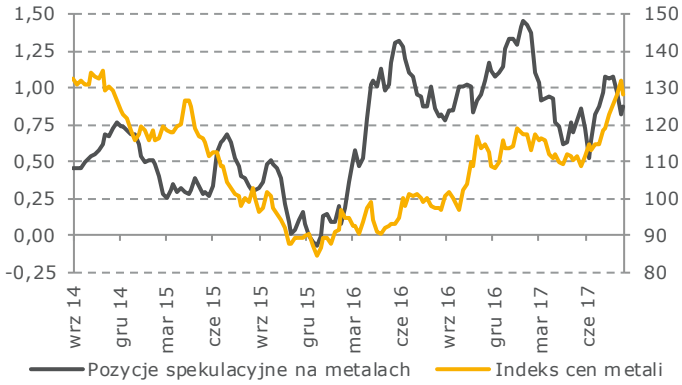
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



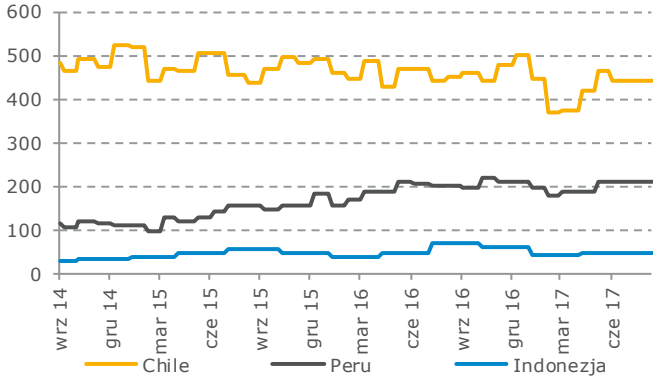
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



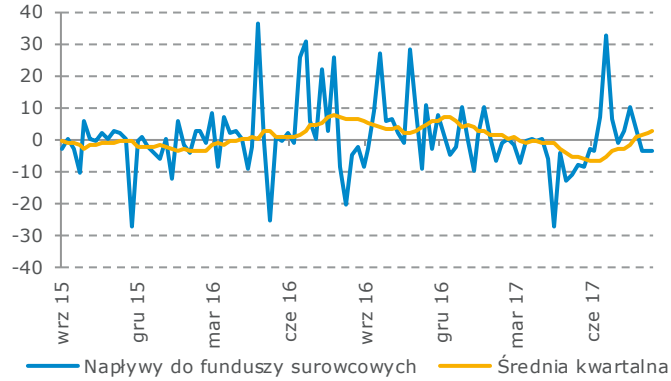
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



Produkcja koncentratu miedzi w Chile, Indonezji i Peru (tys. ton)



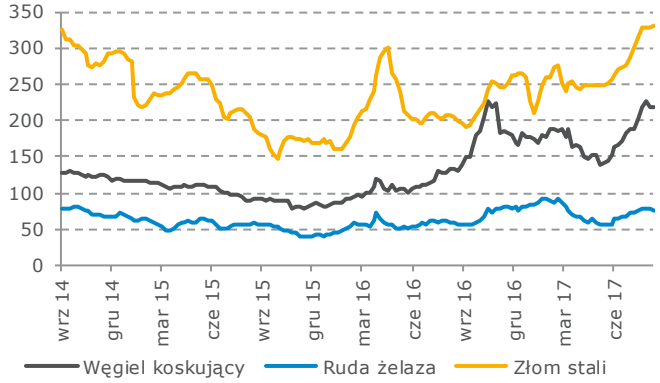
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



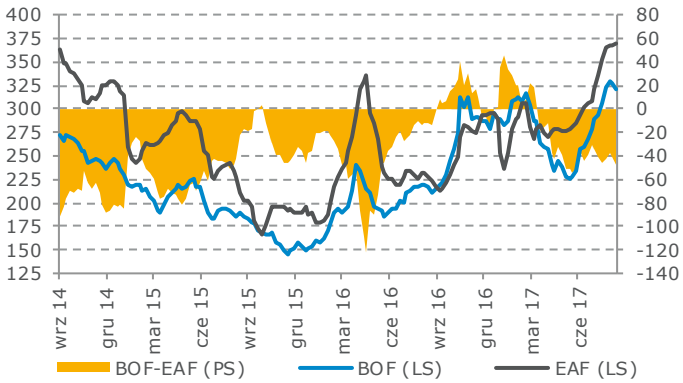
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

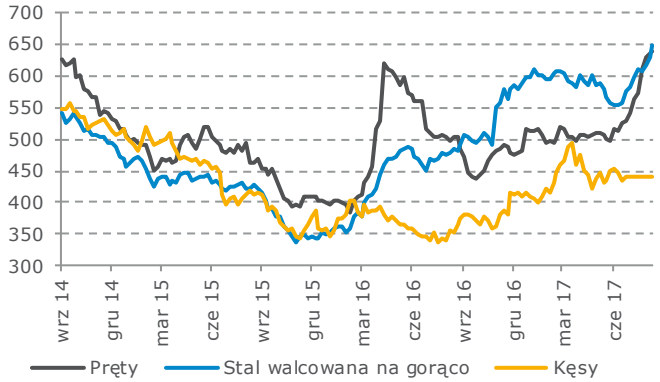
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



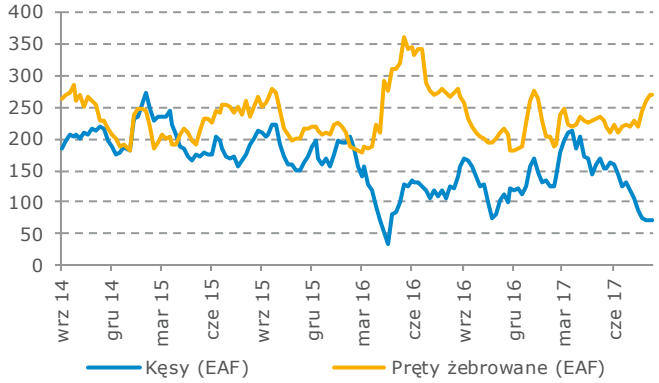
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



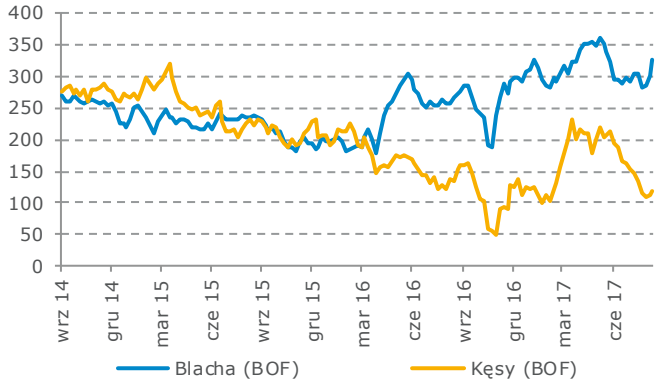
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



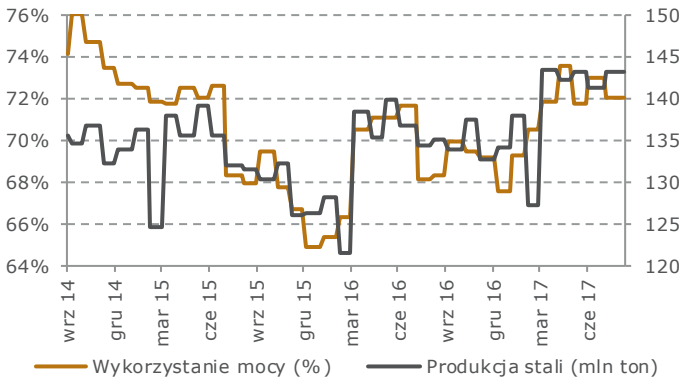
Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)



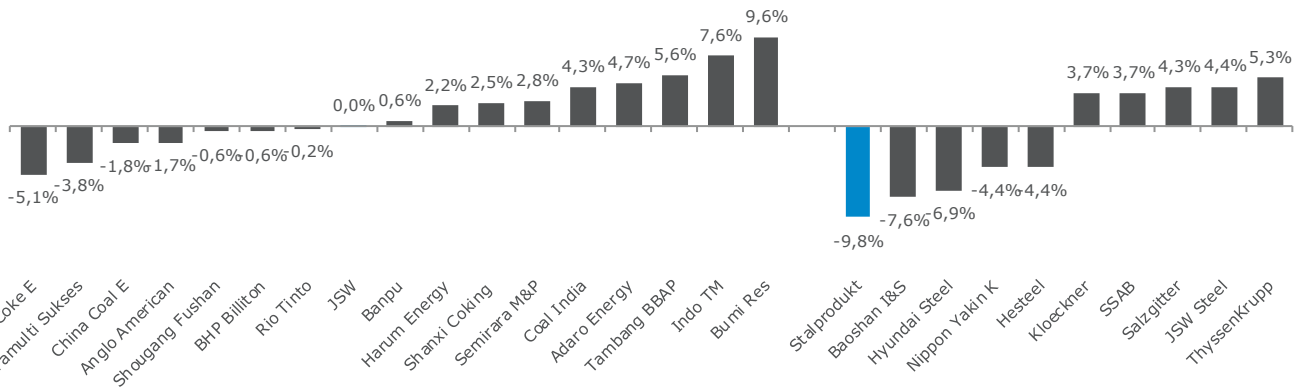
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



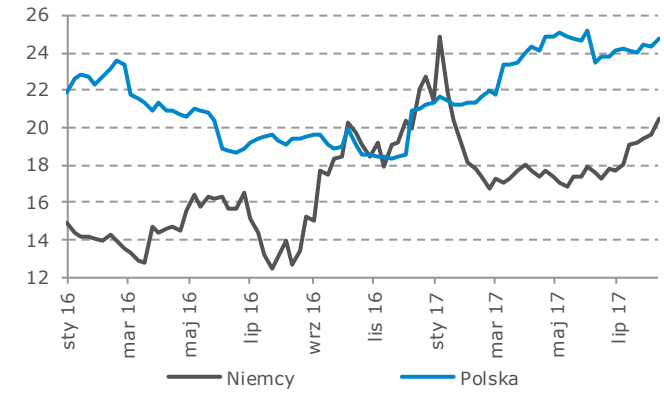
Tygodniowy performance producentów węgla (L) oraz producentów i dystrybutorów stali (P)



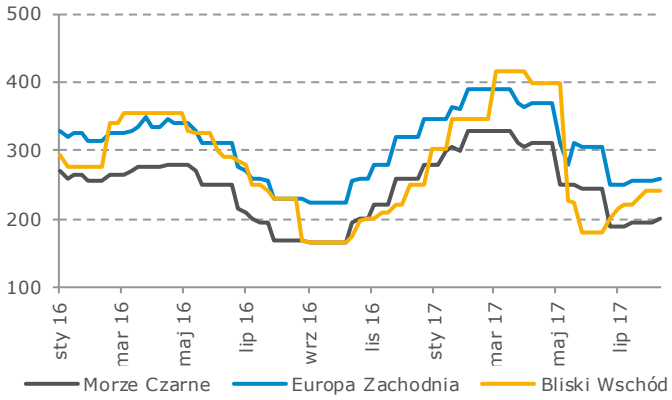
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

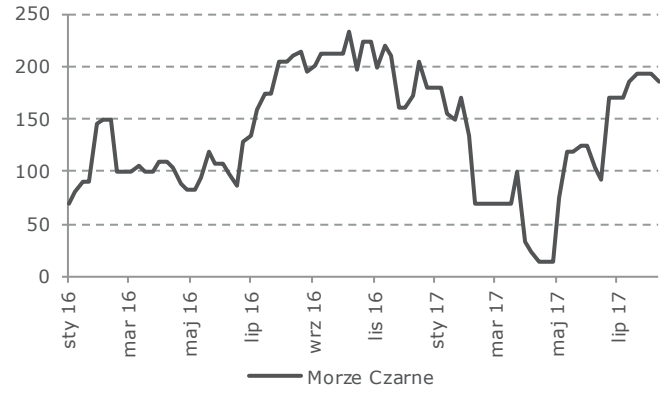
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



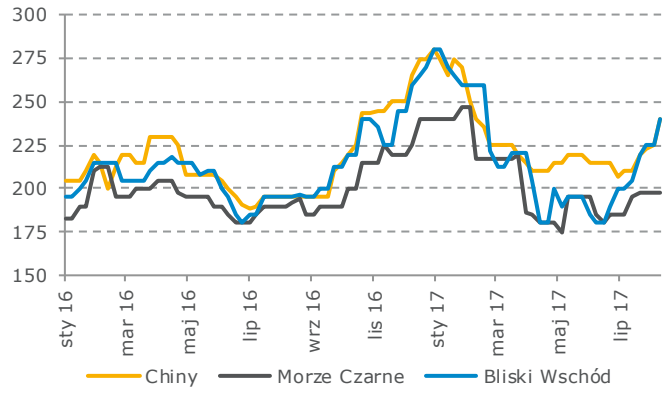
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



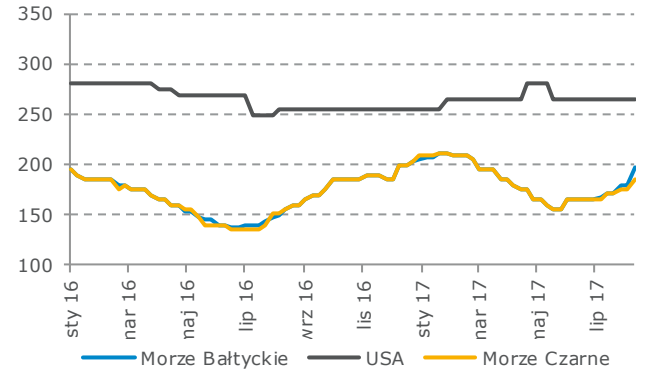
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



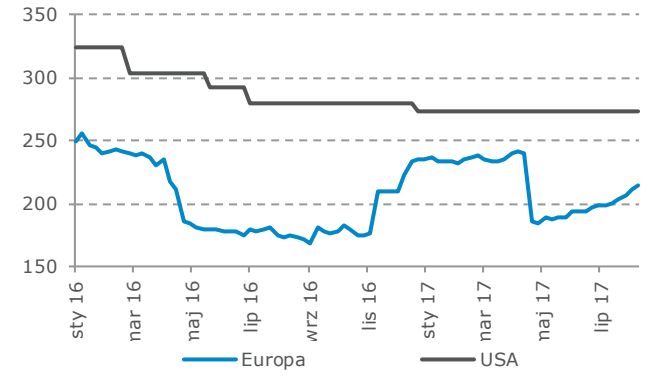
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



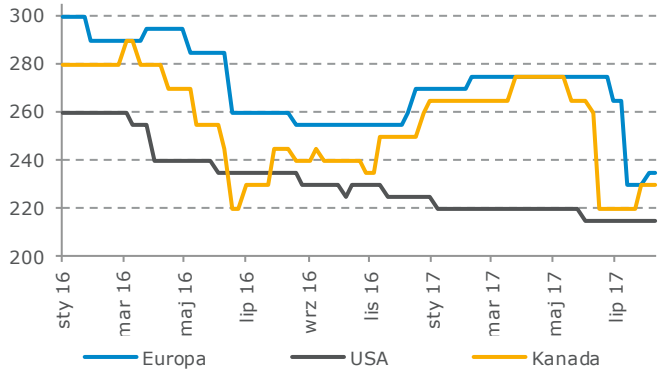
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



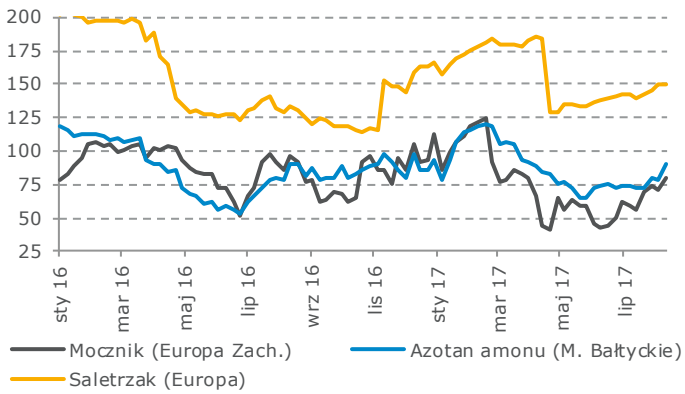
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



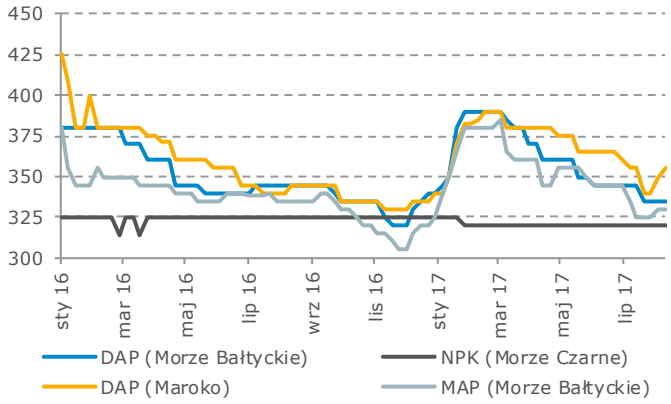
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



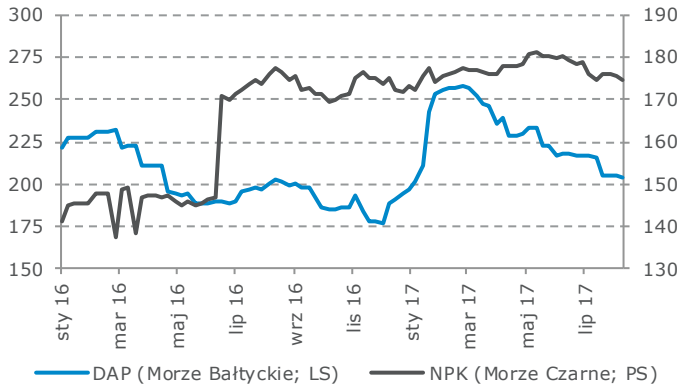
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

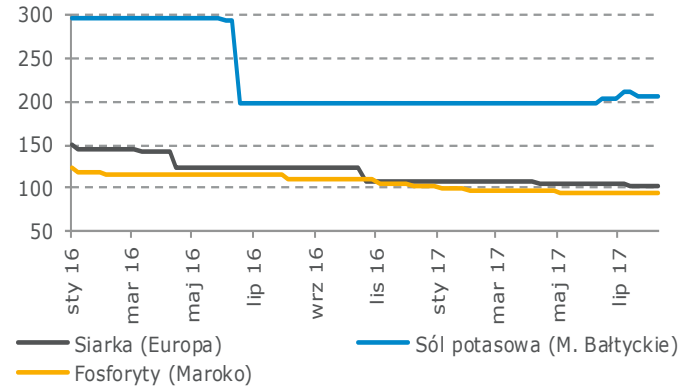
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



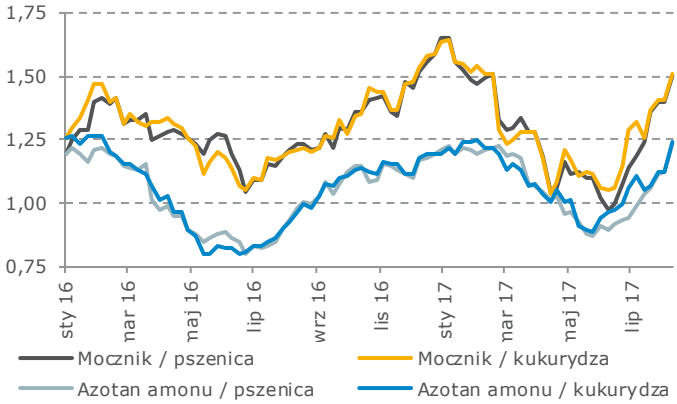
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



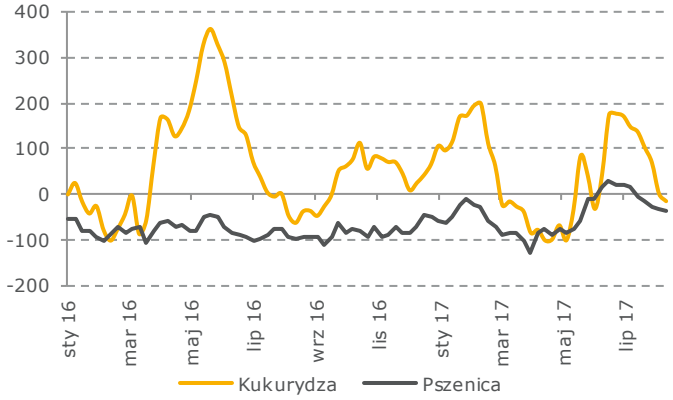
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



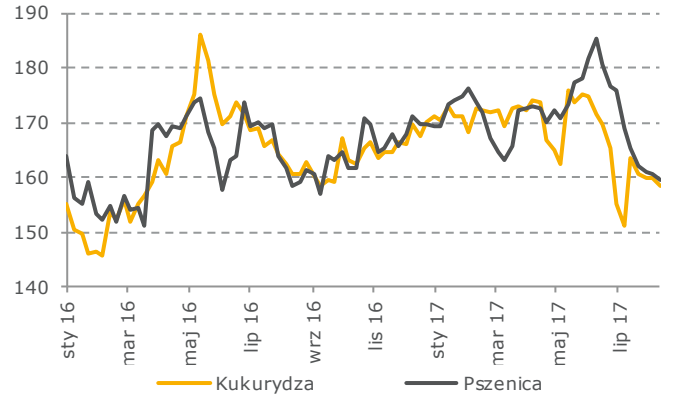
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



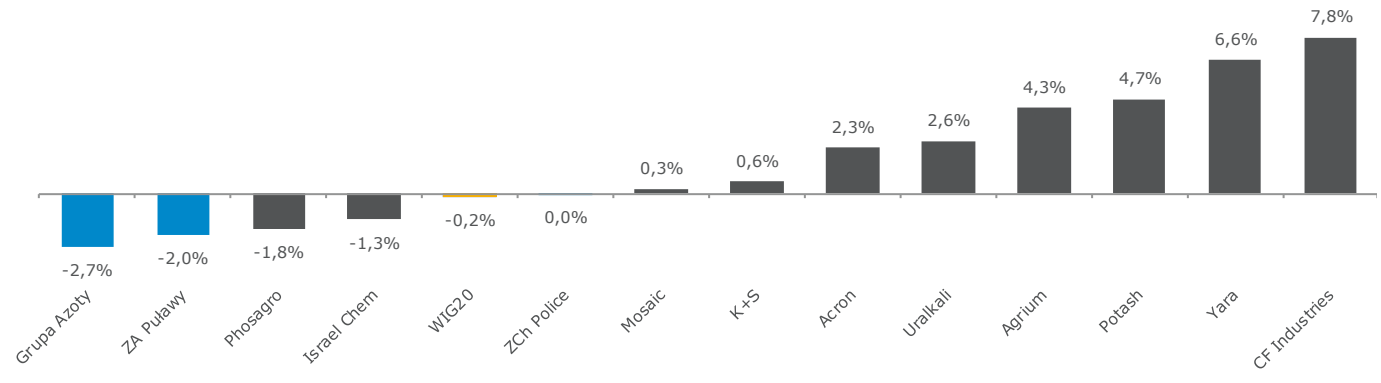
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



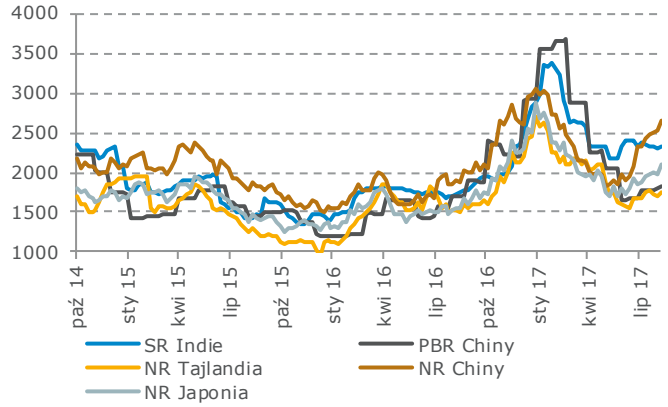
Tygodniowy performance producentów nawozów



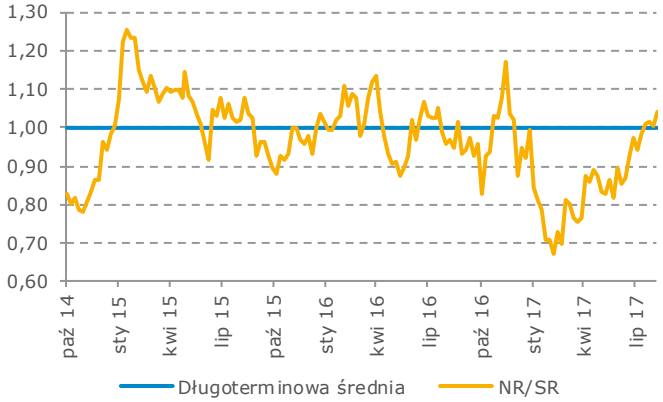
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

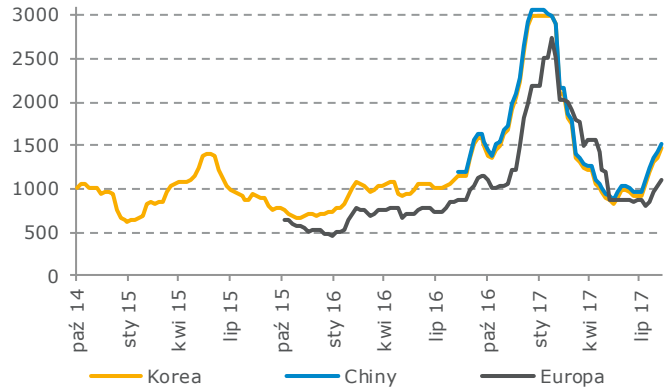
Ceny kauczuków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



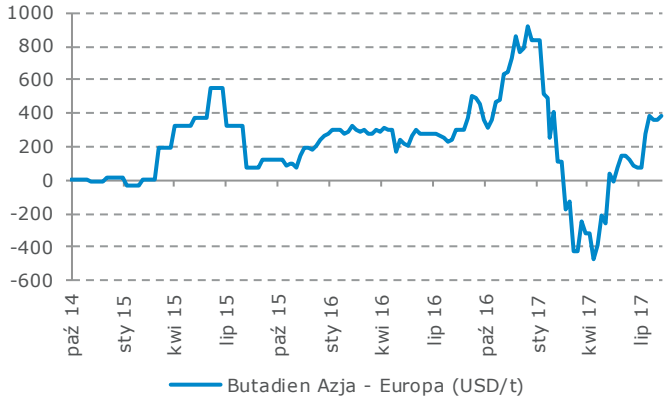
Relacja cen kauczuków syntetycznych i naturalnych



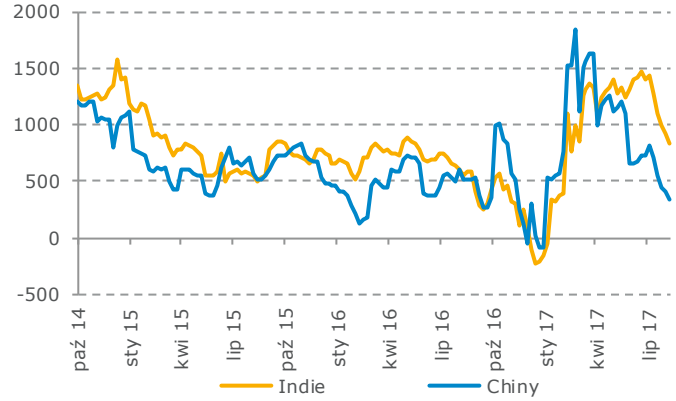
Ceny butadienu (USD/t)



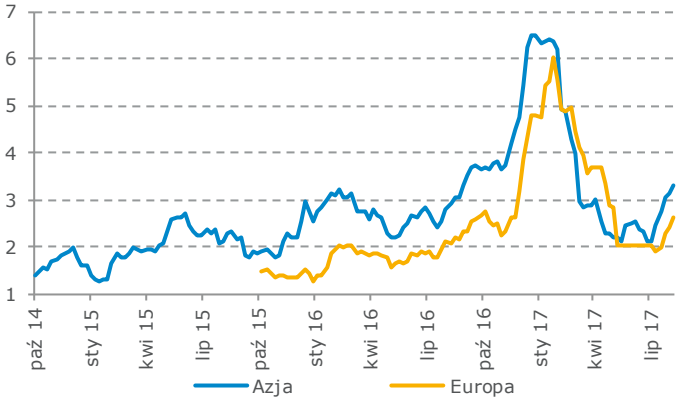
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



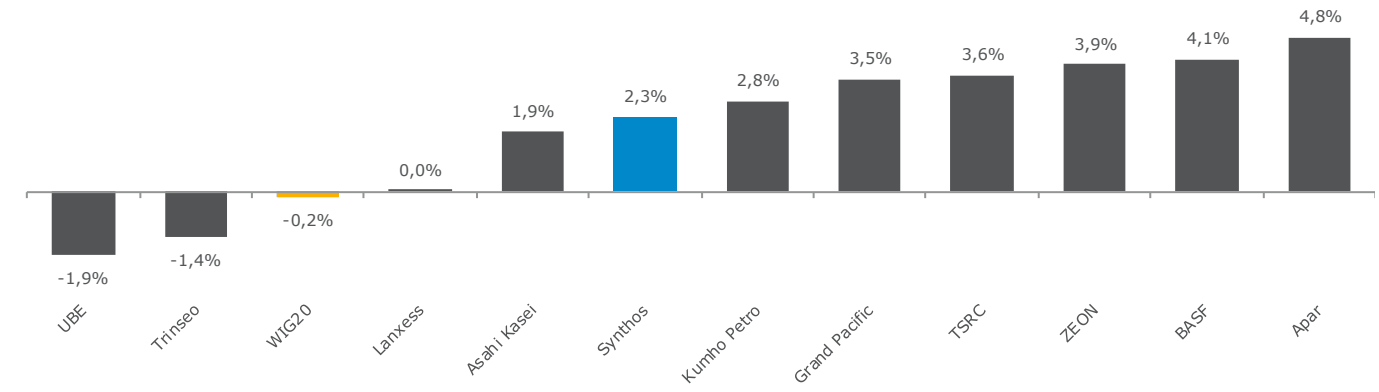
Różnica cen kauczuków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



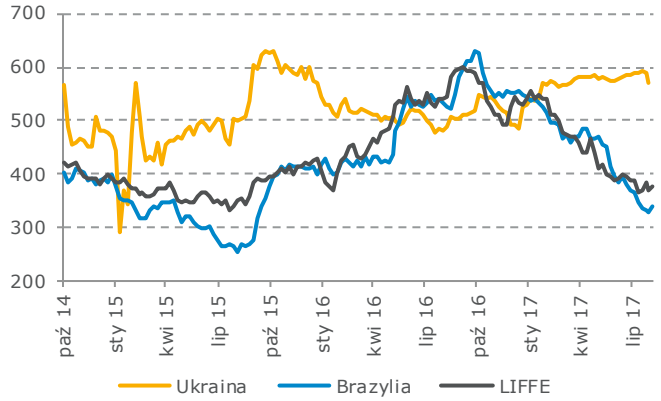
Tygodniowy performance producentów kauczuków syntetycznych



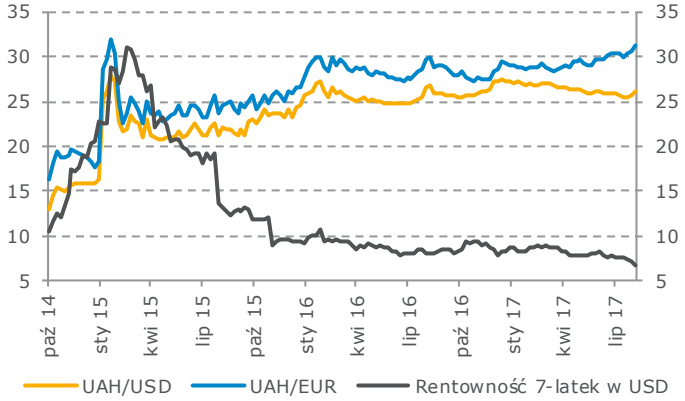
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

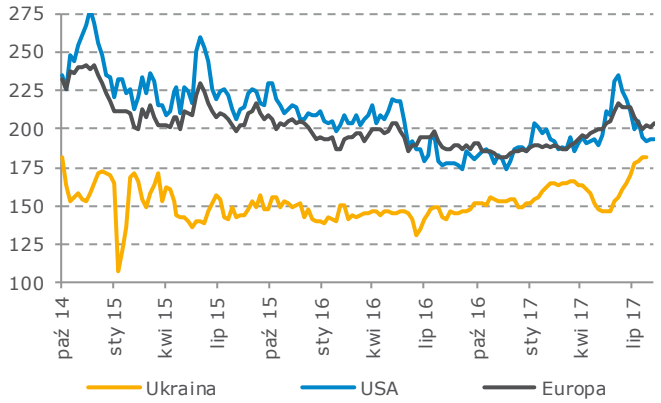
Cena cukru (USD/Mt)



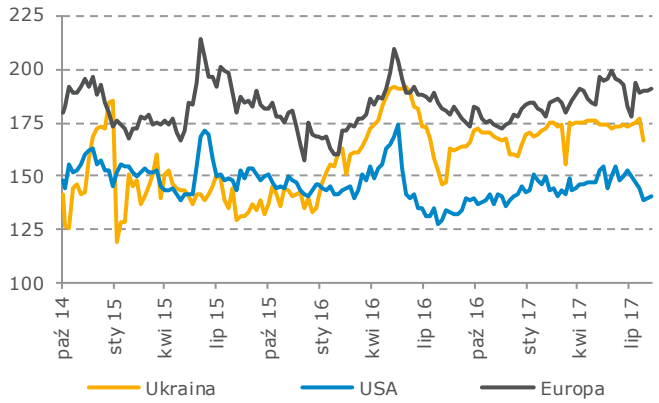
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



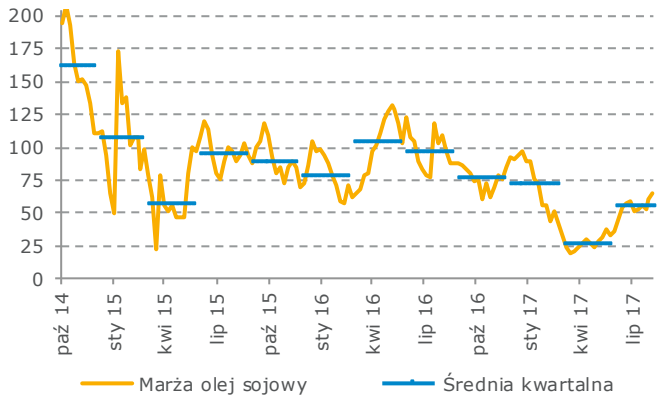
Cena pszenicy (USD/Mt)



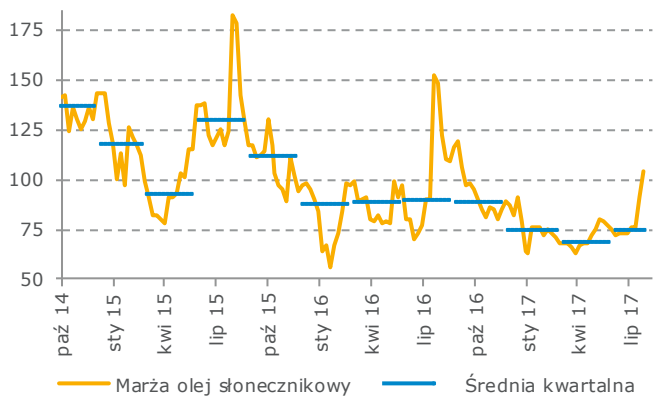
Cena kukurydzy (USD/Mt)



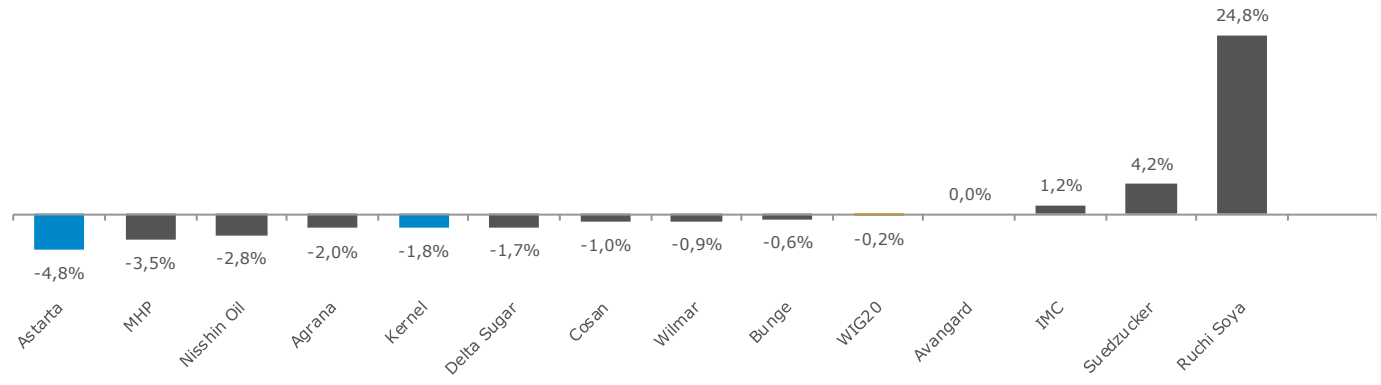
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-09-11)

		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 ENERGETYCZNE																
CEZ	416,7	6,4	6,8	6,8	1,8	1,9	1,9	15,7	12,2	13,9	29%	28%	28%	9,5%	7,9%	7,4%
Enea	14,8	5,0	5,1	4,4	1,0	1,2	1,1	8,3	6,3	5,9	21%	24%	26%	0,0%	1,7%	2,4%
Energa	13,7	5,1	5,1	4,7	1,0	1,0	0,9	37,6	7,8	7,4	20%	19%	20%	3,6%	1,4%	1,9%
PGE	13,7	4,1	4,6	4,5	1,1	1,6	1,6	10,0	6,2	6,8	26%	35%	35%	1,8%	0,0%	0,0%
Tauron	4,0	4,7	4,5	5,0	0,9	1,0	1,0	19,0	4,6	5,2	19%	21%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	13,3	2,0	2,5	2,7	0,4	0,5	0,5	2,7	3,5	3,5	21%	20%	19%	9,7%	7,9%	7,1%
EDF	10,0	3,8	4,6	4,3	0,9	0,9	0,9	9,4	15,1	13,8	24%	21%	22%	8,3%	3,8%	3,7%
EDP	3,3	8,8	9,1	9,1	2,3	2,2	2,2	12,7	12,9	13,0	26%	25%	24%	5,8%	5,8%	5,8%
Endesa	20,8	7,9	8,1	7,8	1,4	1,4	1,4	15,6	16,5	15,6	18%	17%	18%	6,4%	6,4%	6,6%
Enel	5,2	7,6	7,4	7,1	1,6	1,6	1,5	20,2	14,7	13,1	22%	21%	22%	3,4%	4,3%	5,2%
EON	9,6	6,7	4,1	4,1	0,5	0,5	0,5	-	15,2	15,0	8%	12%	13%	2,2%	3,1%	4,3%
Fortum	15,9	14,2	11,1	10,8	4,0	3,4	3,1	25,3	22,7	21,1	28%	31%	29%	4,8%	5,6%	4,7%
Iberdola	6,9	9,7	9,5	8,7	2,6	2,5	2,3	16,3	15,9	14,7	27%	26%	26%	4,1%	4,7%	4,9%
National Grid	9,7	11,2	8,2	9,7	3,4	3,1	3,2	14,1	14,2	16,2	30%	38%	34%	4,4%	4,5%	5,8%
Red Electrica	19,0	10,6	10,4	10,2	8,2	8,0	7,8	16,1	15,3	14,6	78%	77%	77%	4,2%	4,8%	5,1%
RWE	21,5	8,2	3,7	3,9	0,5	0,5	0,5	-	11,1	13,1	6%	12%	12%	-	3,8%	2,6%
SSE	14,4	18,4	9,6	9,6	0,8	0,8	0,8	31,2	11,7	12,3	4%	8%	8%	6,2%	6,4%	6,6%
Verbund	18,9	9,2	11,6	12,8	3,4	3,4	3,5	15,5	21,8	26,4	37%	30%	27%	1,5%	1,7%	1,5%
Mediana		**7,7**	**7,1**	**7,0**	**1,3**	**1,5**	**1,5**	**15,7**	**13,5**	**13,5**	**23%**	**23%**	**23%**	**4,2%**	**4,4%**	**4,8%**

Wycena spółek rafineryjnych (2017-09-11)

		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 RAFINERYJNE																
Lotos	58,4	5,3	5,7	6,4	0,7	0,7	0,6	10,6	9,5	13,5	14%	12%	10%	0,0%	1,7%	2,6%
MOL	23820,0	100+	100+	100+	687,0	602,1	572,2	100+	100+	100+				2,4%	2,6%	2,7%
PKN Orlen	126,0	6,2	5,8	9,1	0,8	0,6	0,6	10,2	9,2	18,7	12%	10%	7%	1,7%	2,4%	3,2%
Hellenic Petroleum	7,6	5,1	5,5	6,3	0,6	0,5	0,5	7,1	6,7	8,8	13%	9%	8%	2,6%	4,0%	4,3%
HollyFrontier	32,7	31,1	8,9	6,8	0,8	0,6	0,7	-	22,7	15,4	2%	7%	10%	4,0%	4,1%	4,1%
Marathon Petroleum	53,8	10,1	8,6	7,7	0,7	0,6	0,6	24,2	18,9	15,8	7%	7%	8%	2,5%	2,8%	3,1%
Motor Oil	20,0	4,0	4,4	5,0	0,4	0,3	0,3	7,4	6,8	9,4	10%	8%	7%	4,5%	5,7%	5,7%
Neste Oil	36,2	6,8	7,9	8,3	0,9	0,8	0,8	9,9	13,9	13,8	13%	10%	10%	3,6%	3,6%	3,6%
OMV	47,8	4,3	4,8	5,1	1,1	1,0	1,0	-	12,0	13,4	26%	21%	19%	2,5%	2,7%	2,8%
Phillips 66	85,2	24,1	9,8	8,3	0,6	0,5	0,5	29,0	19,8	15,0	3%	5%	6%	2,9%	3,2%	3,5%
Saras	2,1	3,1	3,8	4,4	0,3	0,3	0,2	10,0	9,8	13,9	9%	7%	6%	4,7%	5,7%	4,5%
Tesoro	102,2	11,2	9,0	7,1	1,1	0,8	0,7	16,5	17,7	14,0	9%	8%	10%	2,1%	2,2%	2,4%
Tupras	124,5	11,1	7,4	7,7	1,1	0,7	0,7	17,4	9,7	10,2	10%	10%	8%	3,9%	7,7%	7,7%
Valero Energy	69,8	6,4	6,7	5,8	0,5	0,4	0,4	14,1	16,2	12,7	7%	6%	7%	3,4%	4,0%	4,3%
Mediana		**6,4**	**6,7**	**6,8**	**0,7**	**0,6**	**0,6**	**10,6**	**12,0**	**13,8**	**10%**	**8%**	**8%**	**2,7%**	**3,4%**	**3,6%**

Wycena spółek petrochemicznych (2017-09-11)

		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 PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	126,0	6,2	5,8	9,1	0,8	0,6	0,6	10,2	9,2	18,7	12%	10%	7%	1,7%	2,4%	3,2%
Axiall	77,5	14,0	8,0	7,6	2,7	1,7	1,7	25,2	16,1	14,5	19%	21%	22%	1,0%	1,0%	1,1%
Braskem	40,8	5,4	4,0	4,2	1,0	0,9	0,9	-	9,4	12,6	18%	23%	21%	6,2%	3,1%	3,3%
Eastman Chemical	85,6	9,7	8,7	8,3	2,1	2,1	2,0	14,8	11,4	10,6	22%	24%	24%	2,2%	2,4%	2,6%
Huntsman Corp	27,5	9,7	8,2	7,6	1,1	1,2	1,1	19,9	12,3	13,1	11%	14%	15%	1,8%	1,9%	2,1%
LyondellBasell	93,7	7,2	6,3	7,0	1,5	1,3	1,3	10,2	9,5	10,3	21%	21%	19%	3,6%	3,8%	4,0%
Mitsubishi Chemical	1026,0	7,5	7,1	6,3	0,8	1,0	0,9	29,3	9,7	9,5	11%	14%	14%	1,5%	1,8%	2,5%
Mitsui Chemicals	657,0	9,1	7,5	7,1	0,8	0,9	0,8	28,6	11,3	9,5	9%	12%	12%	1,2%	1,8%	2,6%
Westlake Chemical	77,5	14,0	8,0	7,6	2,7	1,7	1,7	25,2	16,1	14,5	19%	21%	22%	1,0%	1,0%	1,1%
Mediana		**9,1**	**7,5**	**7,6**	**1,1**	**1,2**	**1,1**	**22,6**	**11,3**	**12,6**	**18%**	**21%**	**19%**	**1,7%**	**1,9%**	**2,6%**

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

Wycena spółek gazowych (2017-09-11)

		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	6,8	6,6	5,1	4,5	1,2	1,1	1,0	16,6	11,2	10,0	18%	21%	22%	2,7%	3,0%	4,5%
A2A	1,5	9,4	7,0	7,2	1,6	1,5	1,5	20,5	13,6	13,7	17%	22%	21%	3,3%	4,0%	4,5%
BG Group	21,4	11,2	6,4	5,9	1,3	1,1	1,0	54,5	18,6	16,6	12%	17%	17%	6,7%	6,7%	6,7%
BP	4,5	13,6	6,0	5,5	0,9	0,7	0,7	100+	23,5	18,2	6%	12%	13%	6,8%	6,7%	6,7%
Centrica	1,9	4,1	6,0	6,0	0,5	0,5	0,5	6,2	12,3	11,9	13%	9%	9%	6,2%	6,3%	6,5%
Enagas	24,3	12,5	10,5	10,8	9,1	8,1	8,2	13,9	12,4	13,6	72%	77%	76%	5,6%	6,0%	6,3%
Endesa	20,8	7,9	8,1	7,8	1,4	1,4	1,4	15,6	16,5	15,6	18%	17%	18%	6,4%	6,4%	6,6%
Engie	14,9	8,6	6,5	6,4	1,0	1,0	1,0	-	14,9	14,7	11%	15%	15%	6,7%	4,7%	4,7%
Eni	13,5	6,7	4,7	4,2	1,2	1,0	0,9	-	23,6	19,2	17%	22%	23%	5,9%	5,9%	6,0%
Gas Natural SDG	20,2	8,3	8,3	7,9	1,7	1,7	1,6	15,0	15,5	14,2	21%	21%	21%	6,6%	5,0%	5,2%
Gazprom	121,0	4,0	3,8	3,4	0,9	0,8	0,8	2,9	4,4	3,8	21%	22%	24%	6,5%	6,5%	6,5%
Hera	2,8	8,8	7,4	7,3	1,5	1,4	1,4	19,7	17,7	17,4	17%	19%	19%	3,2%	3,5%	3,5%
NovaTek	107,0	7,6	10,2	9,2	3,7	3,5	3,3	9,3	13,8	11,9	48%	34%	36%	2,2%	2,4%	2,9%
ROMGAZ	31,8	5,1	4,3	3,7	2,6	2,4	2,2	12,3	8,4	7,3	51%	55%	60%	7,4%	10,0%	11,5%
Shell	23,7	11,3	6,5	5,9	1,3	1,1	1,0	44,4	15,1	13,5	12%	17%	17%	6,6%	6,6%	6,6%
Snam	4,2	12,1	12,9	12,6	10,1	10,2	10,0	16,9	15,8	15,3	84%	79%	79%	5,0%	5,2%	5,2%
Statoil	148,4	7,2	3,4	3,3	1,6	1,3	1,2	-	14,5	15,6	22%	37%	37%	4,7%	4,6%	4,7%
Total	44,4	8,4	6,3	5,6	1,1	1,1	1,0	18,8	13,3	12,4	14%	17%	18%	5,4%	5,2%	5,3%
Mediana		**8,3**	**6,4**	**6,0**	**1,4**	**1,2**	**1,1**	**16,1**	**14,7**	**13,9**	**18%**	**21%**	**21%**	**6,0%**	**5,6%**	**5,6%**

Wycena spółek wydobywczych (2017-09-11)

		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 WYDOBYWCZE																
MOL	23820,0	5,5	5,0	5,1	1,0	0,8	0,8	8,3	9,5	8,6	18%	17%	15%	3,1%	2,7%	2,9%
Bashneft	2015,0	3,4	3,1	3,0	0,7	0,7	0,7	6,5	5,2	4,8	22%	22%	22%	-	5,5%	9,7%
BP	4,5	13,6	6,0	5,5	0,9	0,7	0,7	100+	23,5	18,2	6%	12%	13%	6,8%	6,7%	6,7%
Dana Gas	0,8	12,0	9,6	9,6	7,9	5,2	4,8	-	57,9	32,4	65%	54%	49%	-	-	-
Eni	13,5	6,7	4,7	4,2	1,2	1,0	0,9	-	23,6	19,2	17%	22%	23%	5,9%	5,9%	6,0%
Gazprom Neft	224,1	4,7	4,6	3,9	1,0	1,0	0,9	5,3	5,3	4,5	22%	21%	23%	5,9%	5,0%	6,1%
Gulf Keystone	1,2	-	4,6	3,6	1,9	2,6	2,3	-	58,9	11,8	-	57%	64%	-	-	-
Lukoil	2909,0	3,9	3,6	3,4	0,5	0,5	0,5	10,0	5,9	5,5	14%	14%	15%	2,6%	6,8%	7,5%
Occidental Petroleum	60,4	20,6	10,0	8,2	5,3	4,2	3,9	-	79,6	45,6	26%	42%	48%	5,0%	5,1%	5,1%
Repsol	14,8	7,2	5,3	5,2	0,9	0,8	0,7	12,7	10,8	10,8	12%	14%	14%	5,0%	5,3%	5,5%
Rosneft Oil	314,2	5,5	5,0	4,3	1,3	1,1	1,0	18,4	9,7	6,9	23%	22%	24%	2,9%	3,3%	5,3%
Shell	23,7	11,3	6,5	5,9	1,3	1,1	1,0	44,4	15,1	13,5	12%	17%	17%	6,6%	6,6%	6,6%
Statoil	148,4	7,2	3,4	3,3	1,6	1,3	1,2	-	14,5	15,6	22%	37%	37%	4,7%	4,6%	4,7%
Surgutneftegas	28,8	-	-	-	-	-	-	-	4,1	3,4	-	-	-	2,1%	5,5%	5,6%
Total	44,4	8,4	6,3	5,6	1,1	1,1	1,0	18,8	13,3	12,4	14%	17%	18%	5,4%	5,2%	5,3%
Tullow Oil	1,5	-	5,7	5,6	4,9	4,0	4,0	-	100+	18,1	-	70%	71%	-	-	0,3%
Mediana		**7,2**	**5,0**	**5,1**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**11,4**	**13,3**	**12,1**	**18%**	**22%**	**23%**	**5,0%**	**5,3%**	**5,5%**

Wycena spółek surowcowych (2017-09-11)

		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
GÓRNICTWO I METALE																
JSW*	104,1	10,9	3,3	4,4	1,7	1,4	1,5	100+	5,6	9,8	16%	42%	35%	-	0,5%	0,8%
KGHM	125,5	9,4	5,8	5,6	1,7	1,6	1,4	-	14,3	9,2	18%	27%	26%	1,2%	0,8%	2,1%
LW Bogdanka*	78,6	4,6	4,5	3,9	1,5	1,5	1,4	14,7	13,0	10,0	34%	34%	37%	1,3%	1,2%	2,2%
Anglo American	13,9	9,2	4,5	5,1	1,6	1,5	1,5	16,6	9,4	12,4	18%	32%	30%	-	4,7%	3,6%
Antofagasta	10,3	15,3	7,9	7,6	4,4	3,9	3,6	94,5	27,0	25,3	29%	48%	48%	1,4%	1,6%	1,6%
BHP Billiton	14,2	29,8	6,3	6,6	4,2	3,4	3,4	-	15,3	17,5	14%	54%	51%	1,6%	4,3%	3,9%
Freeport-McMoRan	14,4	-	6,7	5,3	2,3	2,3	2,1	-	14,5	10,0	-	35%	40%	-	-	0,8%
Glencore	3,7	12,6	7,1	7,1	0,6	0,5	0,5	54,4	16,2	18,0	5%	7%	7%	1,4%	2,3%	3,6%
Grupo Mexico	58,2	9,8	8,6	7,6	4,4	3,8	3,5	25,0	16,7	14,8	44%	44%	46%	21,5%	2,2%	3,0%
Kazakhmys	8,2	24,1	8,6	6,8	9,5	4,4	3,6	30,1	14,7	11,3	39%	51%	53%	-	-	0,5%
Rio Tinto	36,8	8,9	5,8	6,7	3,1	2,7	2,9	21,1	12,4	15,4	34%	46%	43%	3,5%	5,4%	4,4%
Southern CC	40,1	16,4	12,1	10,7	6,7	5,7	5,2	40,1	23,9	20,6	41%	47%	49%	0,4%	1,2%	1,9%
Mediana		**10,9**	**6,5**	**6,7**	**2,7**	**2,5**	**2,5**	**27,5**	**14,6**	**13,6**	**29%**	**43%**	**41%**	**1,4%**	**1,9%**	**2,2%**
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	396,0	10,5	9,7	8,6	1,8	1,7	1,6	13,5	14,9	13,0	17%	18%	18%	4,5%	7,6%	5,4%
Alcoa	43,6	15,2	5,1	5,3	1,2	0,9	1,0	-	15,0	15,6	8%	19%	18%	0,6%	-	-
Constellium	10,8	7,2	7,1	6,5	0,6	0,5	0,5	-	18,3	10,1	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	97,3	8,3	8,9	8,2	1,3	1,3	1,2	18,9	17,8	16,8	16%	14%	15%	1,9%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	58,0	10,8	7,2	6,2	1,5	1,3	0,8	18,5	16,7	14,2	14%	18%	14%	2,2%	2,3%	2,7%
Rusal	5,7	12,8	9,5	8,8	2,4	2,1	2,0	9,4	8,2	6,9	19%	22%	23%	2,3%	3,0%	3,4%
Mediana		**10,7**	**8,0**	**7,3**	**1,4**	**1,3**	**1,1**	**16,0**	**15,8**	**13,6**	**15%**	**18%**	**17%**	**2,2%**	**2,7%**	**3,1%**

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

Wycena spółek nawozowych (2017-09-11)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
SPÓŁKI NAWOZOWE	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Grupa Azoty	65,8	7,4	6,7	6,7	0,8	0,8	0,8	19,0	13,8	15,1	11%	12%	12%	1,3%	1,2%	1,5%
ZA Police*	21,5	10,2	8,1	7,0	0,8	0,8	0,8	18,4	11,3	9,7	8%	10%	11%	2,0%	1,6%	2,1%
ZCh Puławy*	176,3	5,2	4,8	4,3	0,8	0,7	0,7	12,4	10,1	10,2	16%	15%	16%	4,9%	4,9%	7,1%
Acron	3606,0	7,4	7,3	7,1	2,5	2,5	2,4	5,5	7,8	7,9	33%	34%	34%	8,3%	8,5%	8,4%
Agrium	102,6	11,4	10,9	9,6	1,4	1,4	1,4	23,9	20,9	17,2	13%	13%	14%	3,4%	3,4%	3,5%
CF Industries	32,3	17,8	16,3	11,9	3,9	3,8	3,5	-	-	100+	22%	23%	29%	3,7%	3,7%	3,7%
Israel Chemicals	15,0	21,8	8,2	7,3	1,6	1,6	1,6	-	12,7	10,4	8%	20%	21%	4,0%	4,1%	4,2%
K+S	20,4	10,6	9,9	7,2	1,9	1,7	1,5	22,5	22,5	13,2	18%	17%	21%	1,5%	1,9%	3,1%
Phosagro	2270,0	5,5	6,6	6,1	2,1	2,2	2,1	4,9	10,7	9,9	39%	34%	34%	6,8%	4,8%	5,4%
Potash	18,3	15,5	13,9	12,2	5,0	5,0	4,8	46,9	29,5	26,7	33%	36%	39%	3,8%	2,2%	2,3%
The Mosaic Company	20,0	10,0	10,0	7,9	1,4	1,4	1,3	23,5	26,5	18,8	14%	14%	17%	5,5%	3,6%	3,0%
Uralkali	141,2	10,7	9,5	9,7	5,5	4,8	4,9	1,9	6,2	5,5	52%	51%	51%	-	-	-
Yara International	350,1	7,5	9,2	7,4	1,2	1,2	1,1	15,1	21,5	15,4	16%	13%	15%	2,9%	2,6%	3,0%
Mediana		**10,2**	**9,2**	**7,3**	**1,6**	**1,6**	**1,5**	**18,4**	**13,2**	**11,8**	**16%**	**17%**	**21%**	**3,8%**	**3,5%**	**3,3%**

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-09-11)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
SPÓŁKI	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Synthos	4,9	11,8	10,3	10,0	1,6	1,3	1,3	25,3	12,9	15,7	14%	13%	13%	10,8%	10,2%	1,9%
Apar Industries	796,7	8,5	7,2	7,1	0,6	0,6	0,6	24,5	17,1	16,5	7%	9%	8%	1,3%	1,0%	1,1%
Asahi Kasei	1320,0	7,7	8,2	7,4	1,1	1,1	1,1	20,1	17,4	15,4	14%	14%	14%	1,5%	1,6%	1,9%
BASF	85,6	8,9	8,0	7,9	1,7	1,5	1,5	19,4	14,7	14,5	19%	19%	19%	3,5%	3,7%	3,8%
Grand Pacific Petro	26,9	6,2	6,1	7,4	1,2	1,1	1,1	10,2	10,2	9,4	20%	18%	15%	3,7%	4,0%	4,1%
Kumho Petrochem	81100,0	11,4	9,6	8,4	1,0	0,8	0,8	31,0	14,5	12,4	9%	9%	9%	1,0%	1,2%	1,4%
Lanxess	64,1	10,2	7,4	7,5	1,2	1,0	1,1	30,5	16,6	14,5	12%	13%	14%	1,1%	1,3%	1,6%
Trinseo	67,6	6,4	6,7	6,0	1,0	0,9	0,9	9,9	10,2	8,3	16%	13%	14%	1,3%	2,0%	2,2%
TSRC Corp	33,1	12,4	13,3	9,7	1,3	1,1	1,1	27,6	26,3	14,2	11%	8%	11%	3,0%	3,5%	5,6%
Ube Industries	305,0	6,7	7,5	6,7	0,8	0,8	0,8	16,9	15,8	12,1	12%	11%	11%	1,6%	2,0%	2,0%
ZEON Corp	1406,0	7,1	7,0	6,3	1,2	1,3	1,2	17,6	15,1	12,8	17%	18%	19%	1,1%	1,1%	1,2%
Mediana		**8,5**	**7,5**	**7,4**	**1,2**	**1,1**	**1,1**	**20,1**	**15,1**	**14,2**	**14%**	**13%**	**14%**	**1,5%**	**2,0%**	**1,9%**

Wycena spółek spożywczych (2017-09-11)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
SPÓŁKI SPOŻYWCZE	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Astarta*	59,0	2,9	3,1	2,8	1,2	1,2	1,0	4,1	3,5	-	42%	37%	37%	-	-	-
IMC*	10,7	3,1	3,5	3,4	1,5	1,4	1,5	3,9	2,8	-	48%	40%	43%	-	2,3%	-
Kernel	60,4	4,7	4,9	4,5	0,8	0,8	0,5	5,4	5,5	5,2	17%	16%	11%	1,6%	1,6%	3,8%
Ovostar*	111,8	8,2	8,9	7,4	2,5	2,2	1,9	7,7	-	-	31%	25%	25%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	110,3	10,8	8,6	7,4	0,8	0,8	0,8	19,1	14,8	12,3	8%	9%	10%	3,6%	3,8%	3,9%
Bunge Limited	75,8	9,6	11,0	8,7	0,4	0,4	0,3	14,9	19,2	13,6	4%	3%	4%	2,1%	2,3%	2,4%
Cosan	38,9	12,6	4,8	4,6	0,5	0,5	0,4	15,2	13,8	12,6	4%	10%	9%	6,5%	4,5%	4,7%
Delta Sugar	27,2	23,6	-	-	3,3	-	-	27,1	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	11,1	5,4	5,1	5,1	2,0	1,8	1,6	22,2	5,6	5,4	37%	35%	33%	6,8%	6,7%	6,9%
Nisshin Oillio	759,0	12,7	10,3	10,0	0,5	0,5	0,5	23,8	18,4	17,8	4%	5%	5%	1,3%	1,3%	1,4%
Suedzucker	18,4	10,1	7,2	6,6	0,8	0,8	0,7	34,7	15,3	14,2	8%	11%	11%	1,6%	2,4%	2,8%
Wilmar Int.	3,2	12,9	12,8	11,9	0,7	0,7	0,7	14,7	12,5	11,5	6%	5%	5%	2,0%	2,3%	2,9%
Mediana		**9,9**	**7,2**	**6,6**	**0,8**	**0,8**	**0,7**	**15,1**	**13,2**	**12,4**	**11%**	**11%**	**11%**	**2,0%**	**2,3%**	**3,3%**

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

Piotr Zybała
+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 47 35
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