mBank Dom Maklerski

mBank.pl

wtorek, 5 grudnia 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 przebiły się przez 37 EUR/MWh, głównie z uwagi na drożejący węgiel w portach ARA, który w kontraktach na przyszły rok kosztuje niecałe 87 USD/t. Ceny uprawnień emisyjnych oscylują nadal wokół 7,7 EUR/t. W Polsce przyszły rok jest już praktycznie zakontraktowany, ale dość ciekawie wyglądają transakcje na kontrakcie na rok 2019. Obecnie cena wynosi 182 PLN/MWh vs. szacowane 166 PLN/MWh zabezpieczone na rok 2018. Oczywiście nadal na tym etapie wolumeny obrotu są niewielkie, ale widać ich wzrost w ujęciu r/r (od listopada wolumen sięga 0,7 TWh vs. 0,5 TWh rok temu na kontrakcie 1Y), co może wskazywać na chęć pełnego odzwierciedlenia tegorocznych wzrostów kosztów paliwa i CO_2.

Rynek paliwowy

Szczyt OPEC wsparł w ostatnim tygodniu ceny ropy, mimo napiętej już „struny" na liczbie spekulacyjnych pozycji netto. To oczywiście wywiera presję na rentowność w rafinerii i utrzymuje marże wokół 5 USD/Bbl. Dodatkowym problemem dla sektora w regionie jest spadek dyferencjału Ural/Brent w okolice 0,5 USD/Bbl. Jeśli kolejne odczyty EIA będą równie negatywne dla benzyny co ostatni, należy spodziewać się dalszego spadku modelowej marży na przerobie. W obszarze petrochemicznym po ostatnim odbiciu marż, w ubiegłym tygodniu zanotowaliśmy ich stabilizację. Warto odnotować kontynuację wzrostu cen gazu na rynku europejskim, z czego notowania miesięczne poszybowały o 6%, a roczne o 2% już po przeliczeniu na PLN.

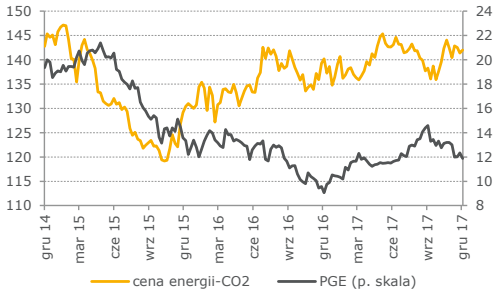
Rynek kauczuków syntetycznych

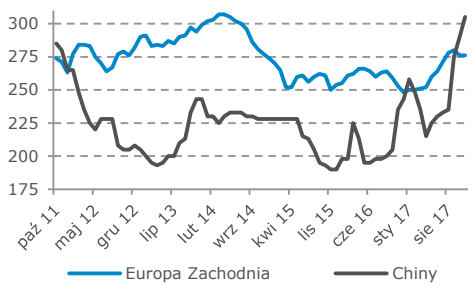
Import kauczuków naturalnych do Chin w X'17 wyniósł 180 tys. ton i był na zbliżonym r/r poziomie. W poprzednich kwartałach w efekcie ograniczenia eksportu przez Indonezję Malezję i Tajlandię import kauczuków naturalnych do Chin spadł od początku roku o 13% r/r (YTD). Trzej najwięksi producenci kauczuków naturalnych zadeklarowali działania w grudniu br. zmierzające do ponownego ograniczenia produkcji w celu stabilizacji cen (wyraźnie spadki w ostatnich miesiącach). Import kauczuków syntetycznych do Chin wyniósł 350 tys. ton i był o 35% r/r wyższy (+30% YTD).

Rynek nawozów syntetycznych

Eksport kauczuków syntetycznych z Chin w X'17 wyniósł 2,0 mln ton i był o 16% r/r niższy (-11% r/r). Eksport mocznika wyniósł w tym czasie 210 tys. ton (-36% r/r; YTD -52% r/r), a dynamika spadku w ujęciu r/r była na niższym poziomie niż miało to miejsce w ostatnich dwóch miesiącach. W przypadku DAP eksport w X'17 wyniósł 85 tys. ton i był 2% r/r niższy (+9% YTD).

Wykres tygodnia





Źródło: Bloomberg

Kurs PGE na tle cen energii bez CO_2

PGE nadal jest presją, mimo że ostatnio tendencje na TGE raczej zaskakują in plus, a oczekiwany skokowy wzrost kosztów uprawnień emisyjnych na razie się nie wydarzył. Polski koncern od września stracił już do MSCI Utilities EU ponad 17 punktów procentowych. Tymczasem jeszcze w grudniu ma zaprezentować strategię dla kogeneracji i aktywów EDF, a przyszły rok powinien przynieść dodatni FCF, pierwszy raz od 4 lat.

Ceny sody w Europie i Chinach (USD/t)

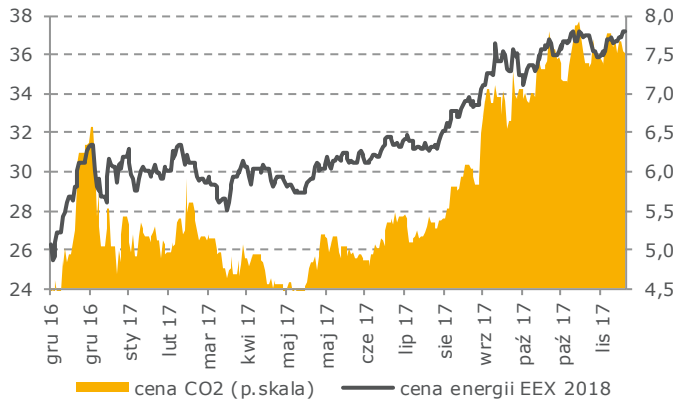
Eksport sody z Chin w X'17 wyniósł 100 tys. ton i był o 33% r/r niższy oraz 10% m/m niższy. Od początku roku eksport sody z Chin spadł o 27% r/r, a dynamika spadku przyśpieszyła w 2H'17. Według Tecnon w XI'17 spotowe ceny sody w Europie były stabilne i o około 10% wyższe niż na początku roku (276 USD/t). W Chinach ceny wzrosły do 305 USD/t i było o +5,2% m/m wyższe.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

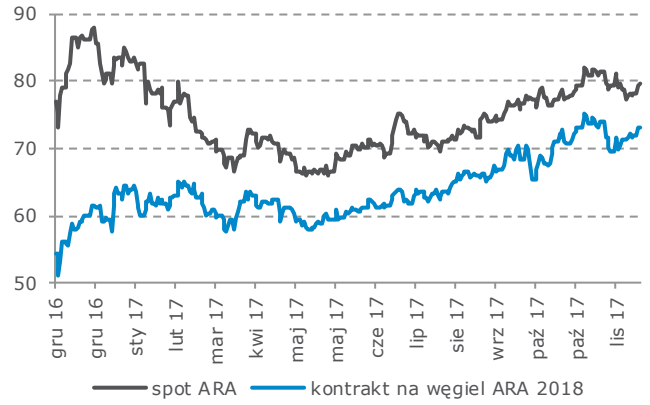
Spółka	1W	YTD
PKN Orlen	-11,9%	+30%
Lotos	-10,5%	+46%
ZE PAK	-5,7%	+15%
MOL	-5,0%	+19%
Tupras	-4,7%	+80%
PGNiG	-4,2%	+7%
KGHM	-4,1%	+17%
Enea	-4,1%	+26%
Orzeł Biały	-3,8%	+46%
Boryszew	-3,7%	+18%
Tauron	-3,1%	+9%
Tarczyński	-2,8%	-10%
Grupa Azoty	-1,4%	+15%
PGE	-1,2%	+14%
Unipetrol	-1,1%	+110%
Energa	-0,8%	+38%
LW Bogdanka	-0,6%	-1%
IMC	+0,0%	+55%
Impexmetal	+0,2%	+35%
Synthos	+0,4%	+15%
ZCh Police	+0,5%	-4%
Astarta	+1,0%	-6%
Kernel	+1,0%	-23%
CEZ	+1,5%	+23%
Kęty	+1,8%	+8%
ZA Puławy	+2,7%	+5%
OMV	+3,5%	+61%
JSW	+4,1%	+43%
Indeksy WIG	**1W**	**YTD**
WIG	-2,8%	+20%
Chemia	-0,5%	+10%
Energia	-1,7%	+16%
Paliwa	-10,2%	+25%
Spożywczy	+0,8%	-13%
Surowce	-2,1%	+22%
Ukraina	+0,9%	-5%
Indeksy sektor	**1W**	**YTD**
Górnictwo	-2,5%	+19%
Oil & Gas E&P	+2,8%	-9%
Refining EU	-4,5%	+75%
Refining US	+3,3%	+24%
Agri & Food	-0,4%	+17%
Kauczuki	+1,0%	+15%
Nawozy	+0,3%	+3%
Chemicals EU	-0,0%	+33%
Industrials EU	+1,1%	+16%
Petchem World	+1,4%	+34%
Utilities EU	+1,7%	+14%
Utilities US	+0,0%	+17%

Energetyka

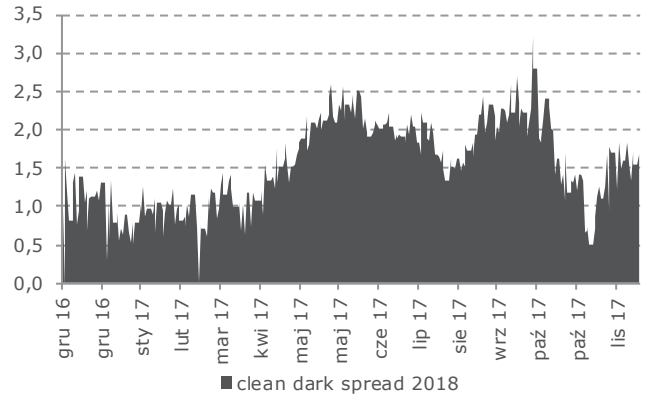
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



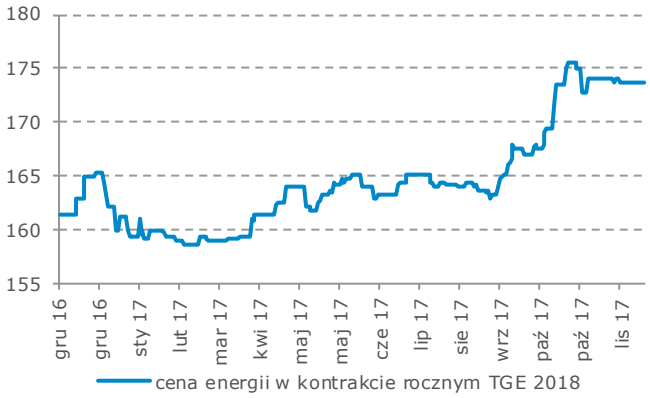
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



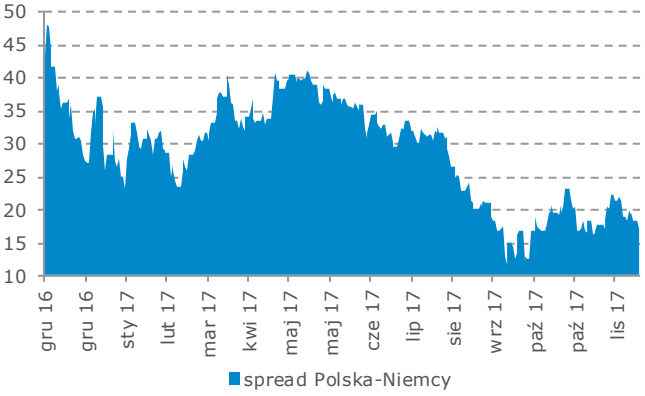
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



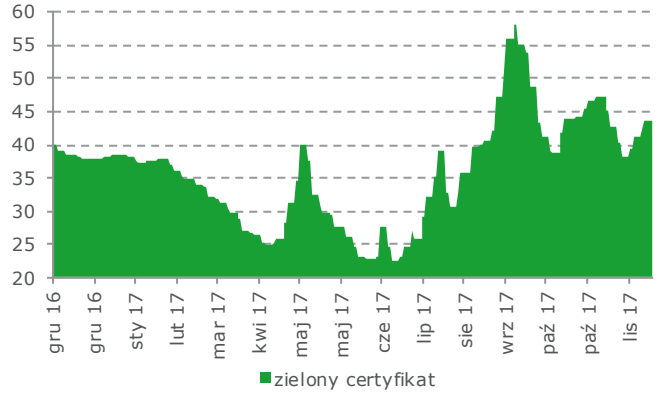
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



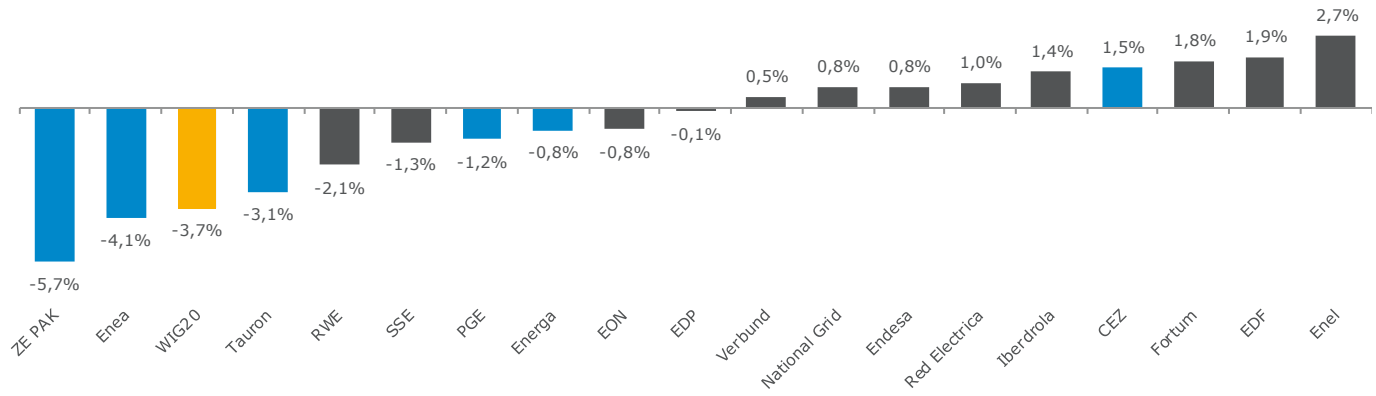
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



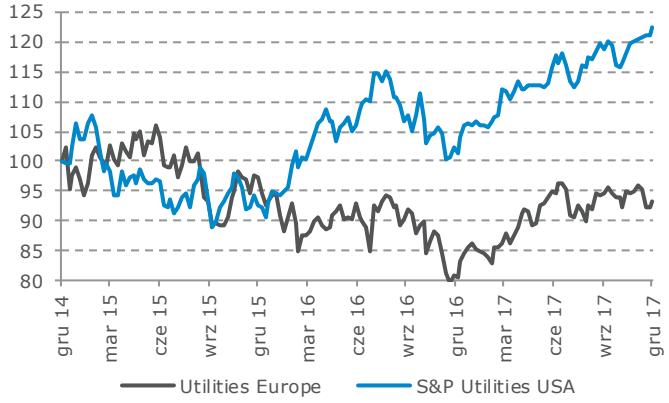
Tygodniowy performance spółek energetycznych



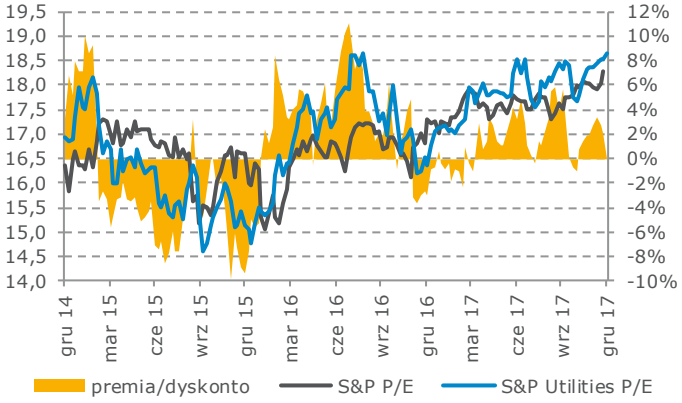
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

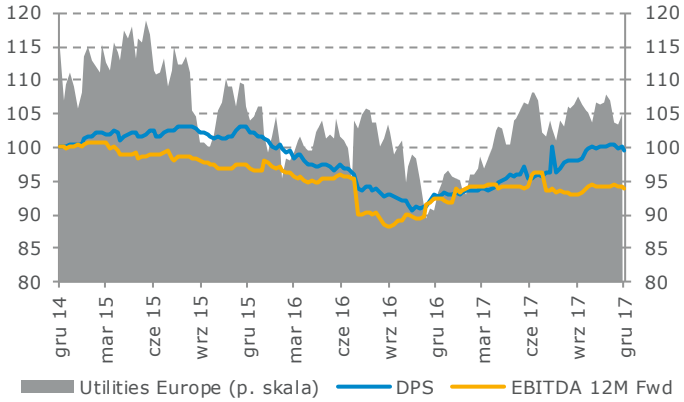
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



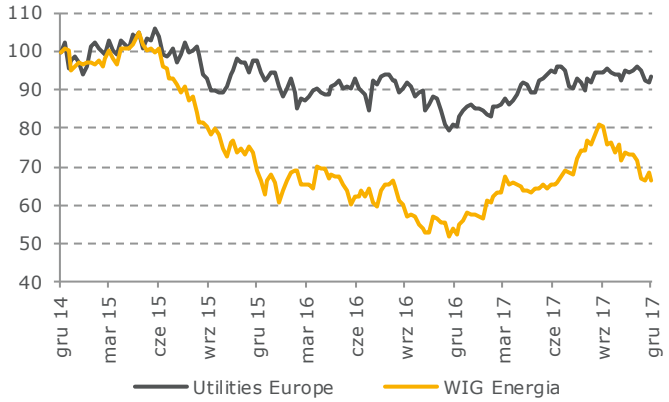
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



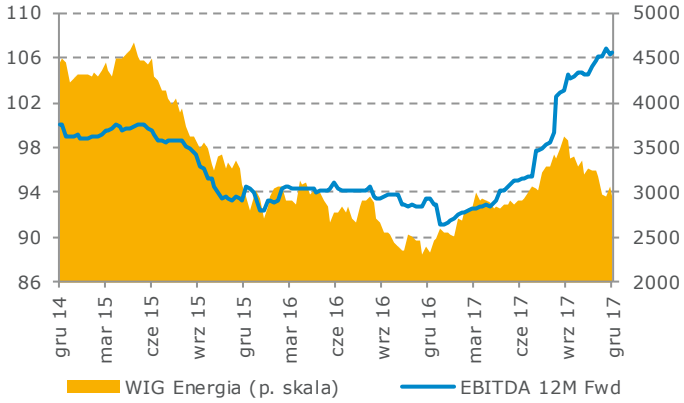
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



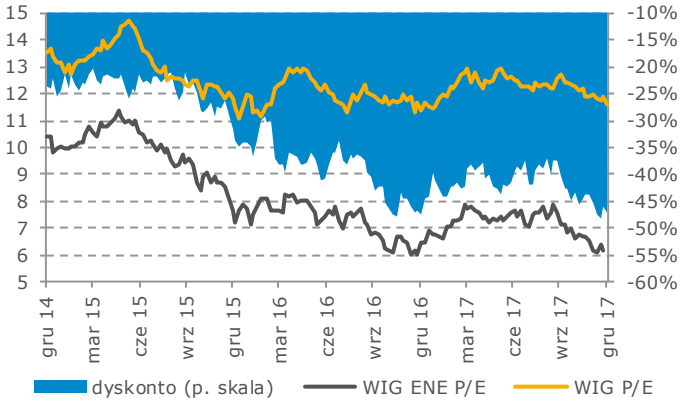
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



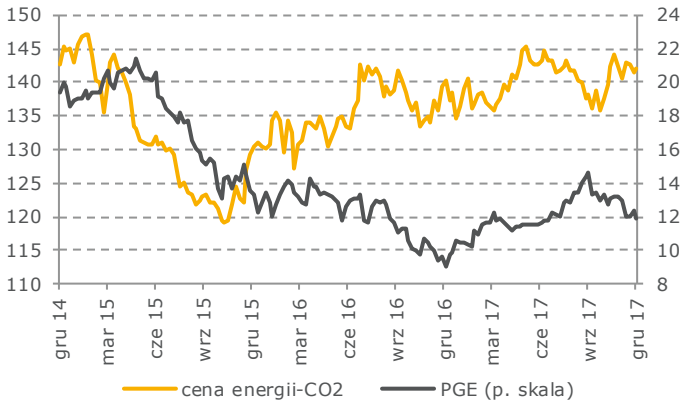
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



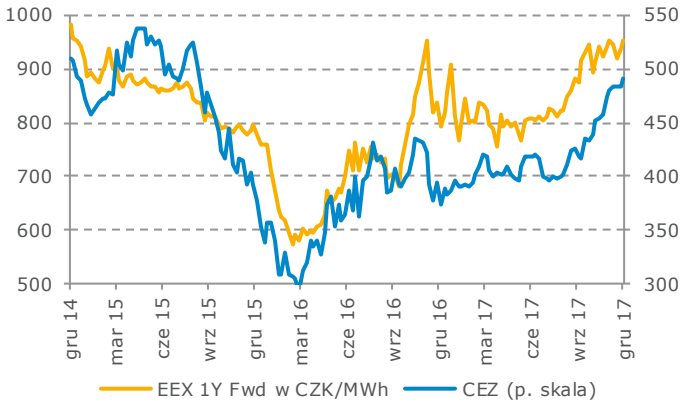
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO_2



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



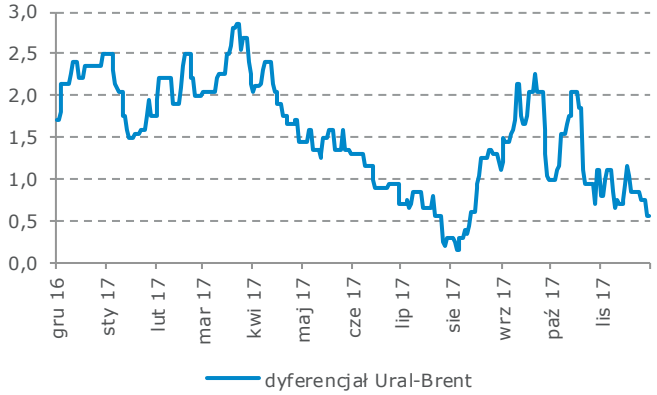
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

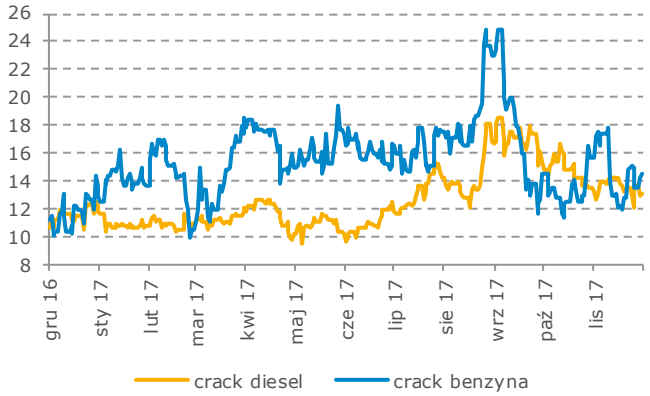
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



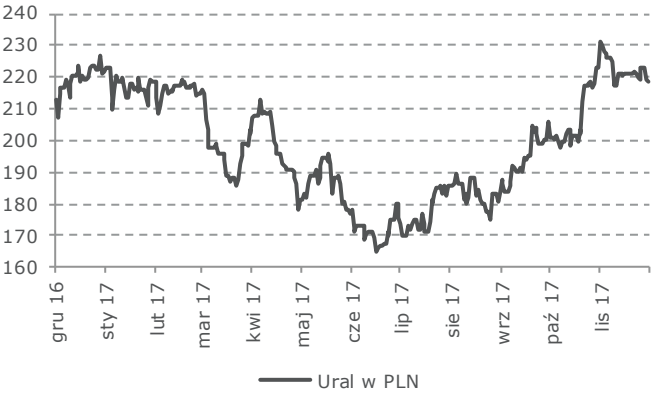
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



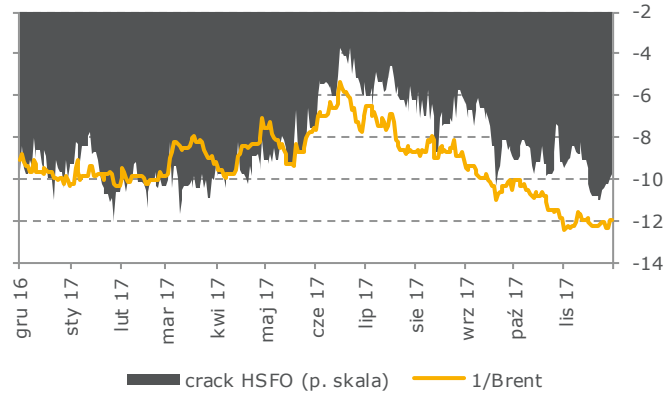
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



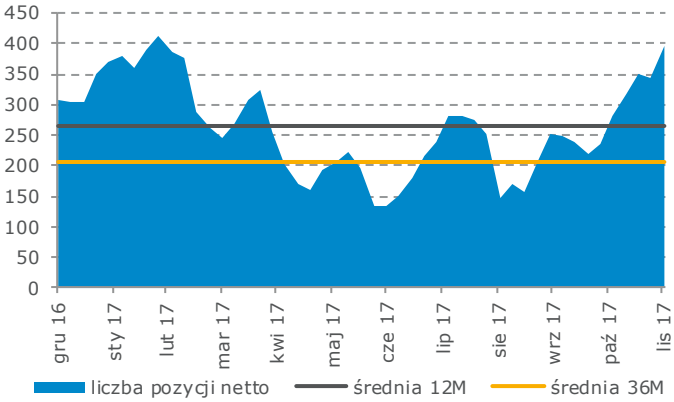
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



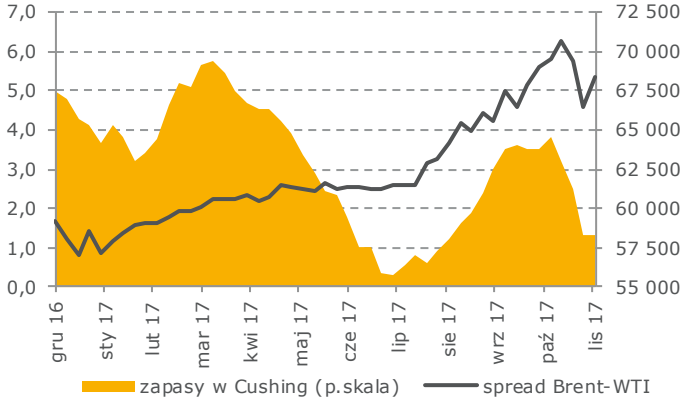
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



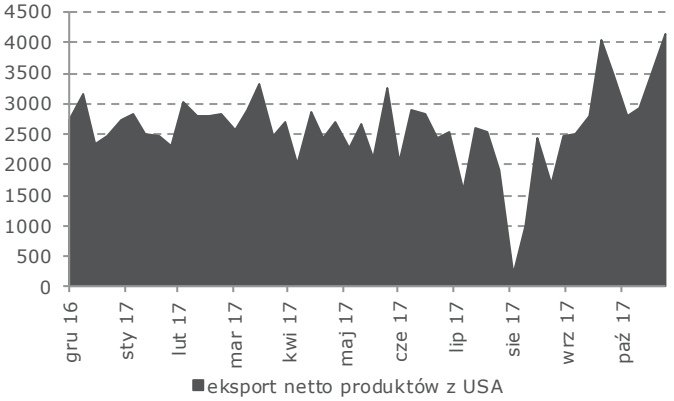
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



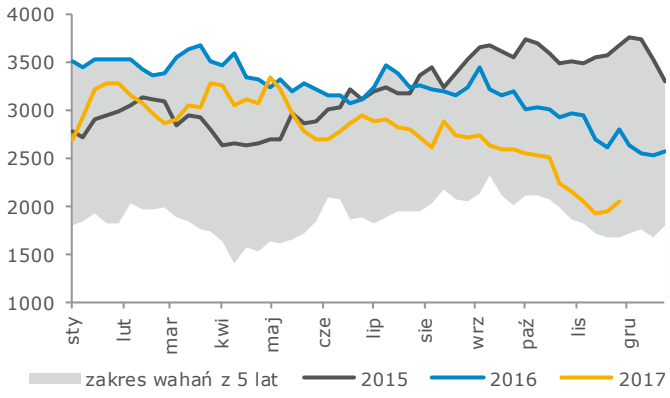
Eksport netto paliw z USA



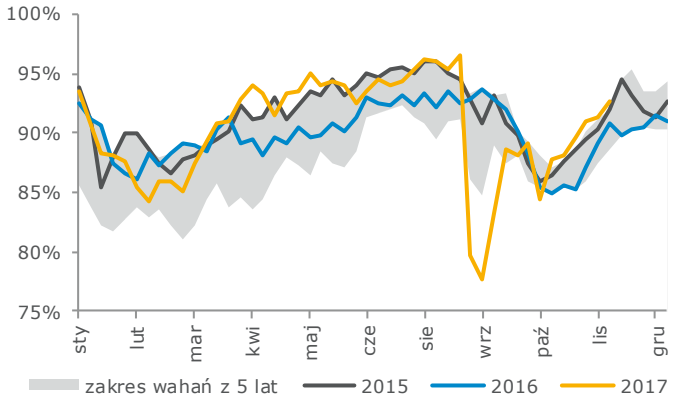
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

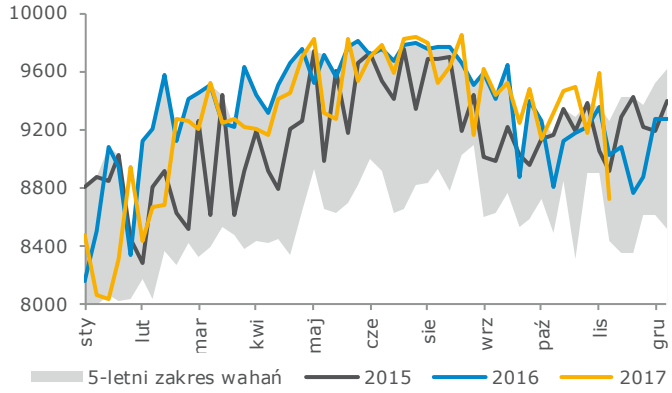
Zapasy diesla w portach ARA



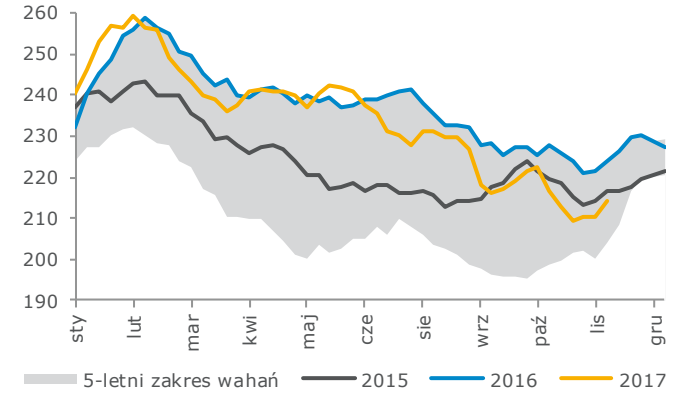
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



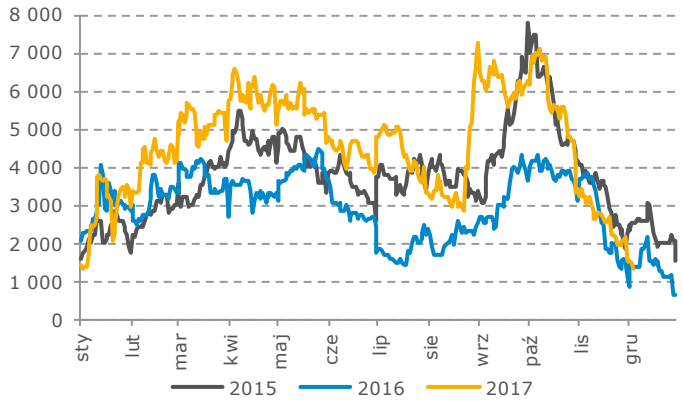
Popyt na benzynę w USA



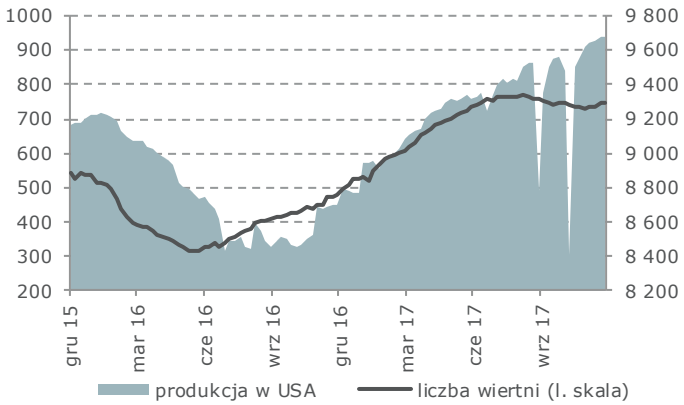
Zapasy benzyny w USA



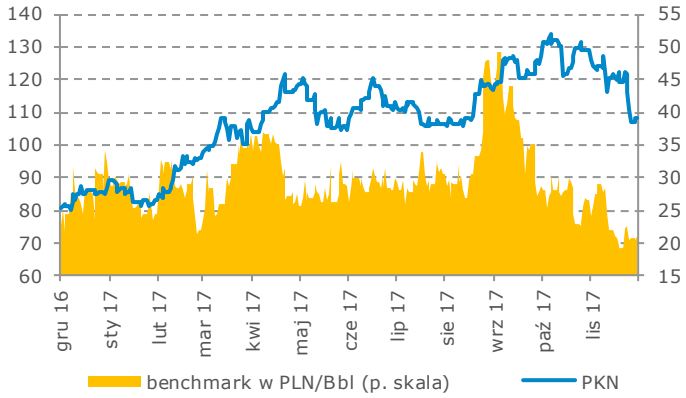
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



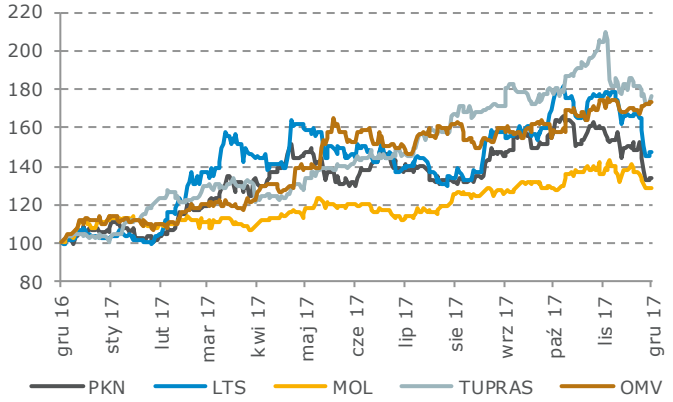
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



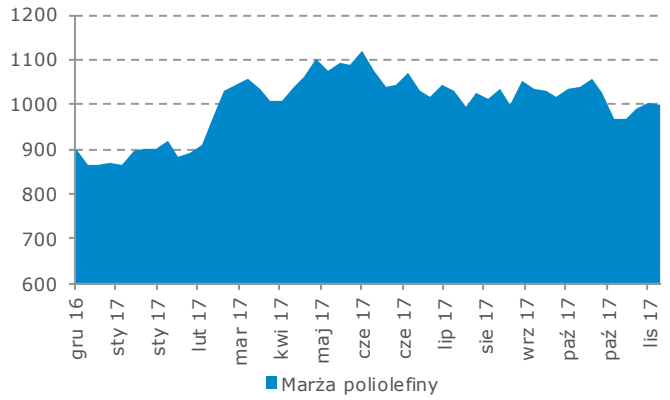
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



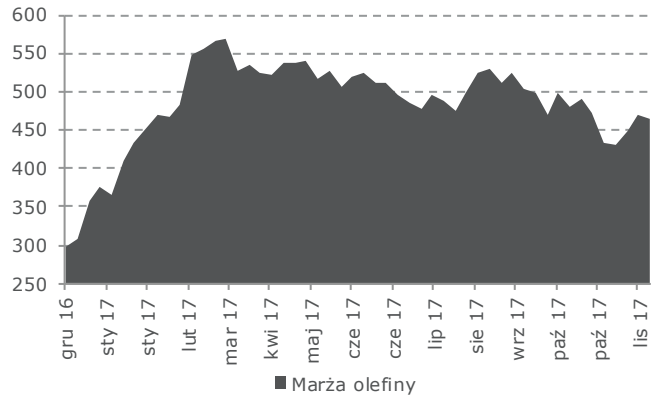
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

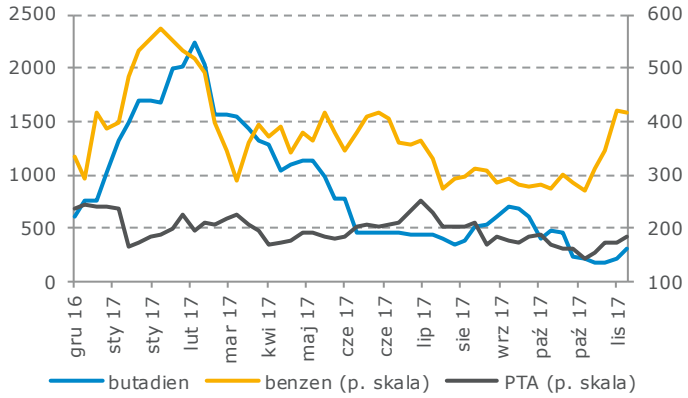
Marża petrochemiczna poliolefiny



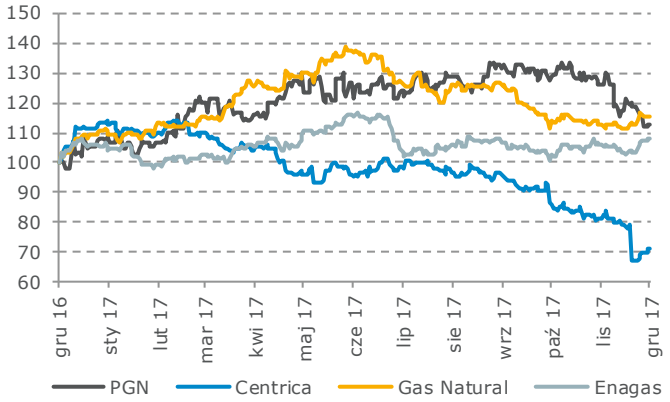
Marża petrochemiczna olefiny



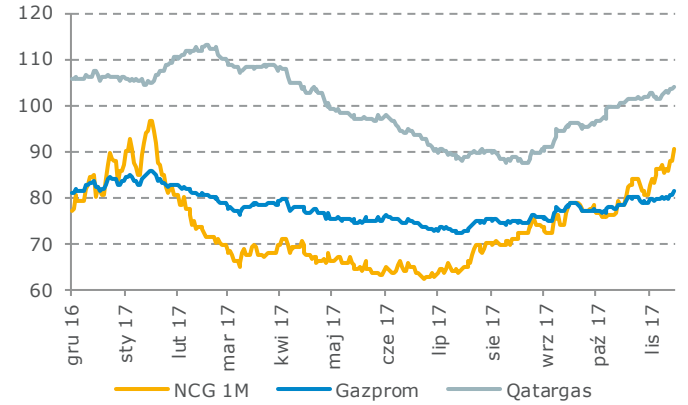
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



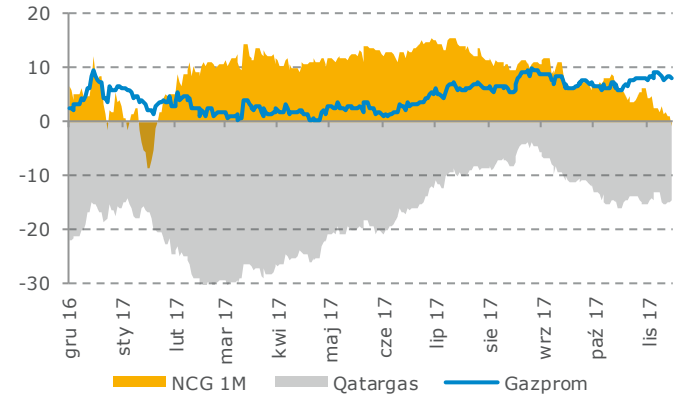
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



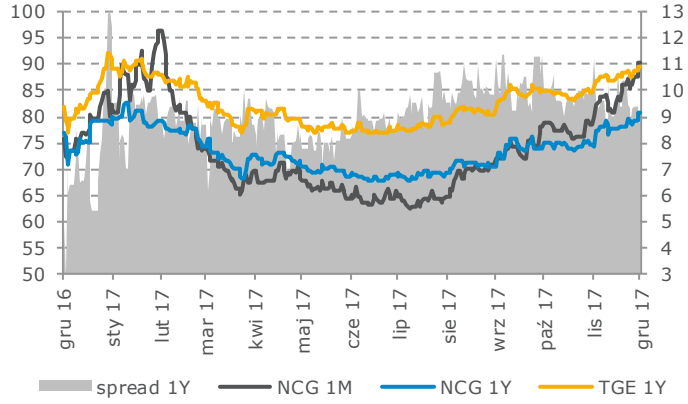
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



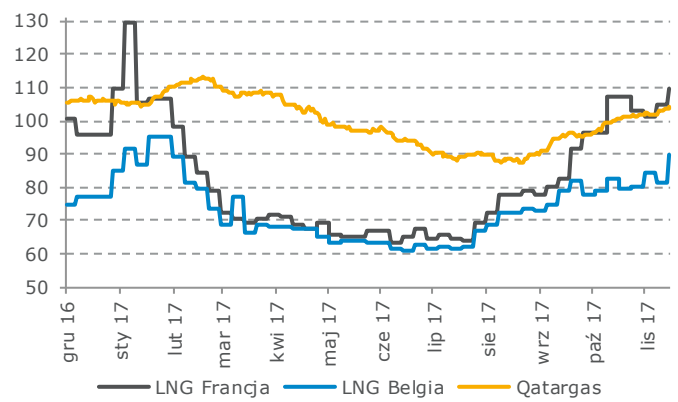
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



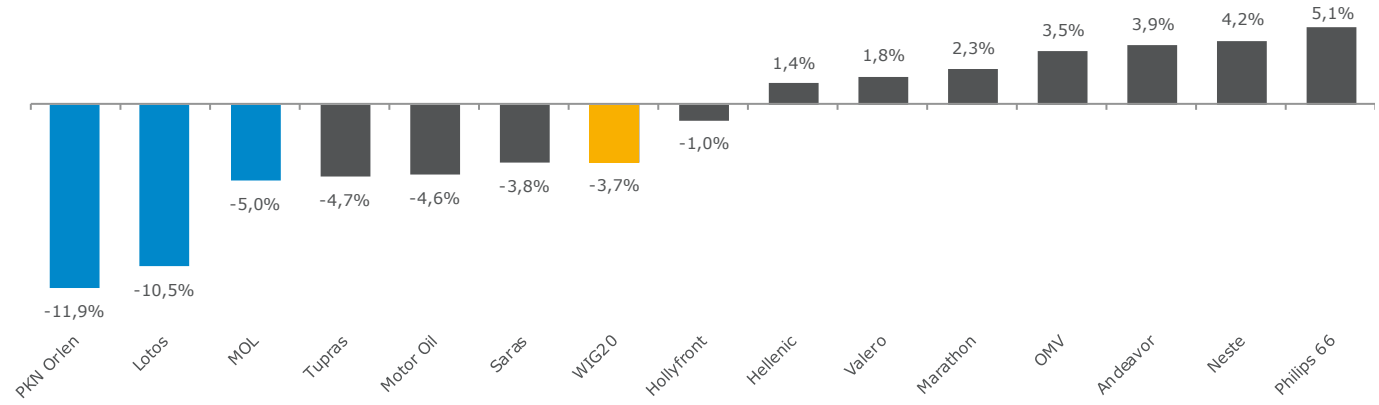
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



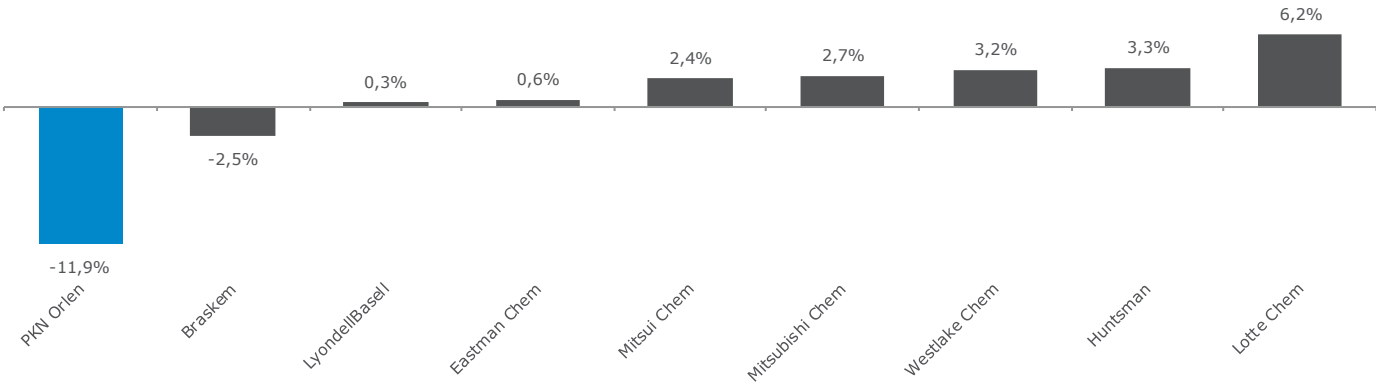
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

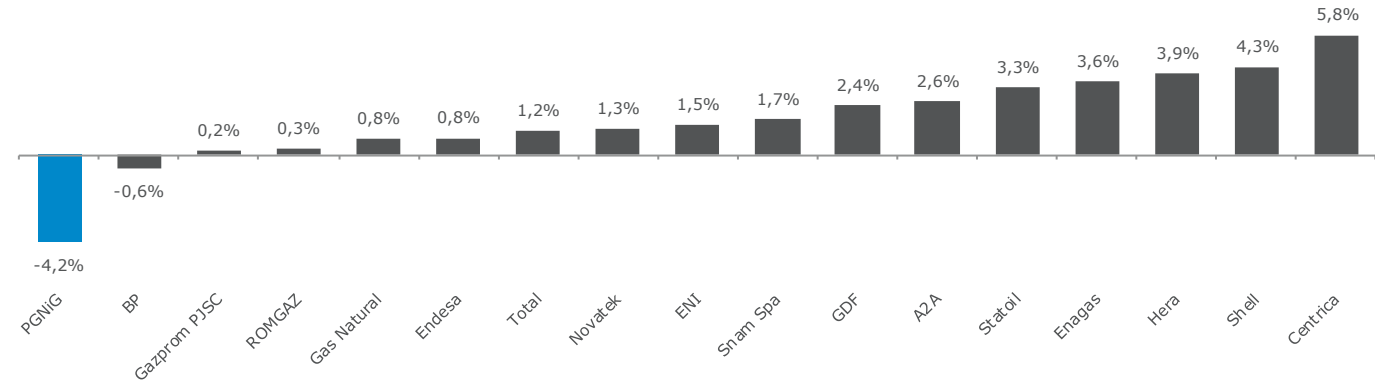
Spółki rafineryjne



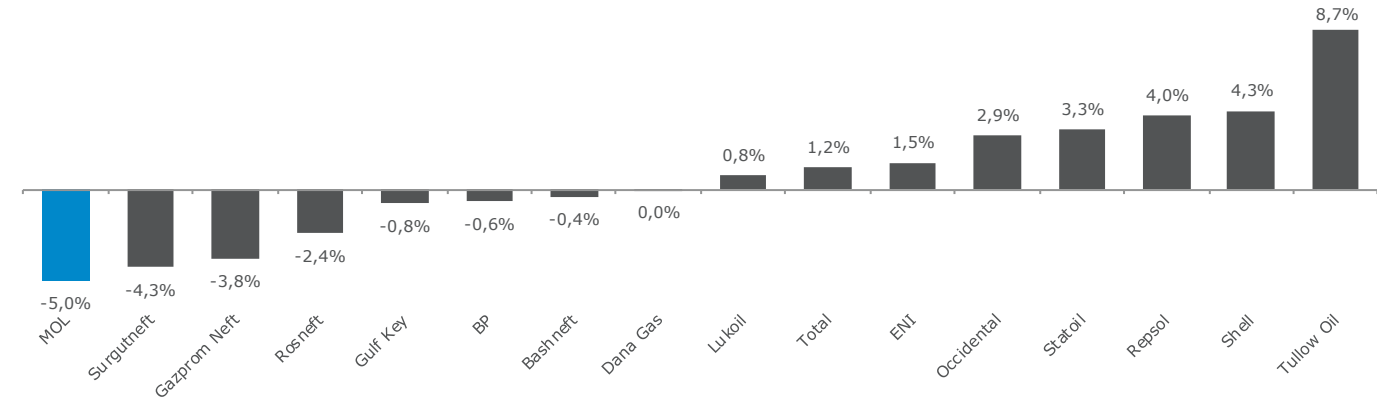
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



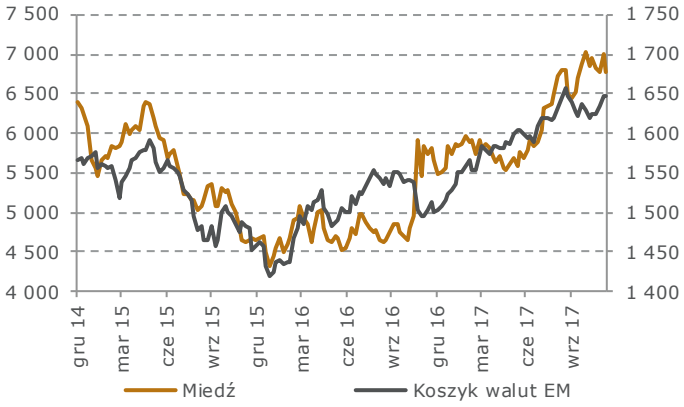
Spółki wydobywcze



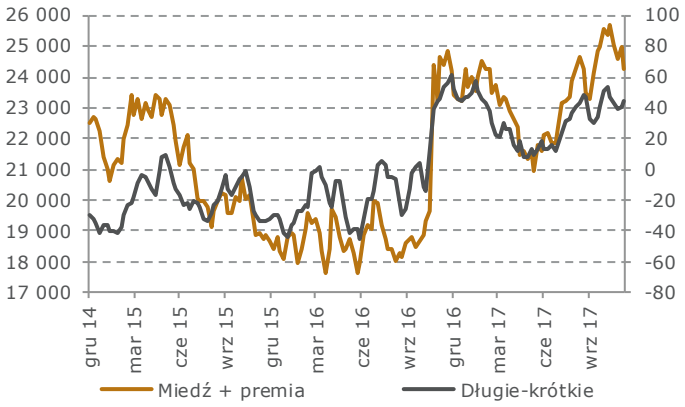
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

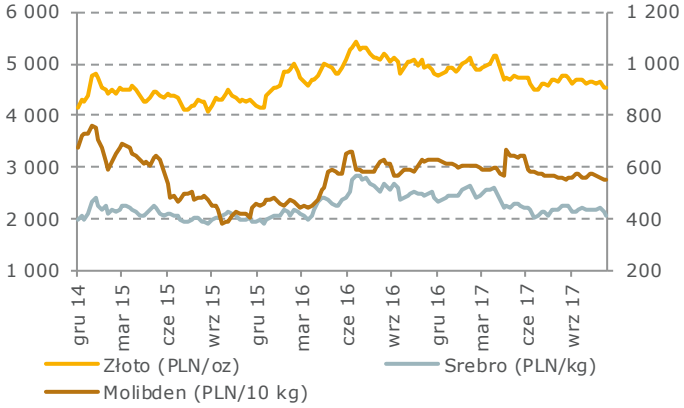
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



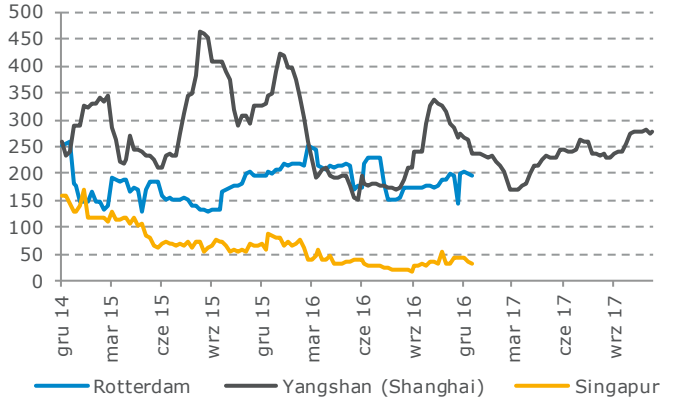
Cena miedzi + wartość premii producenckiej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



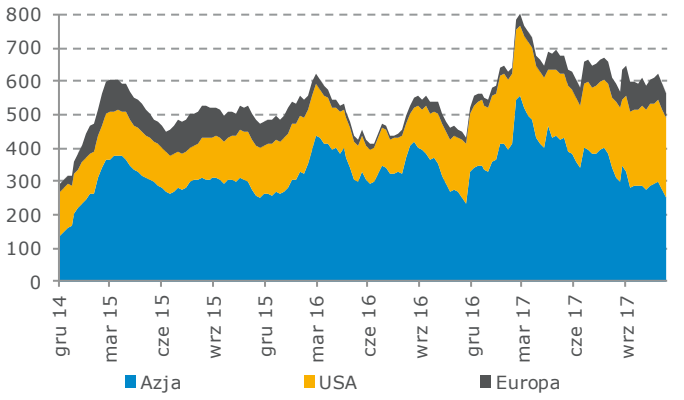
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



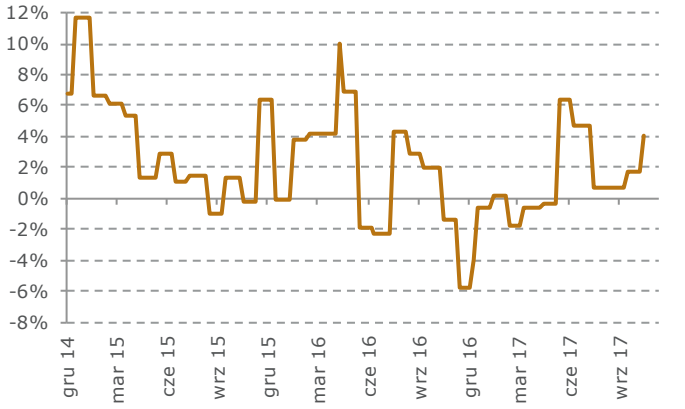
Wartości premii producenckich dla miedzi (PLN/t)



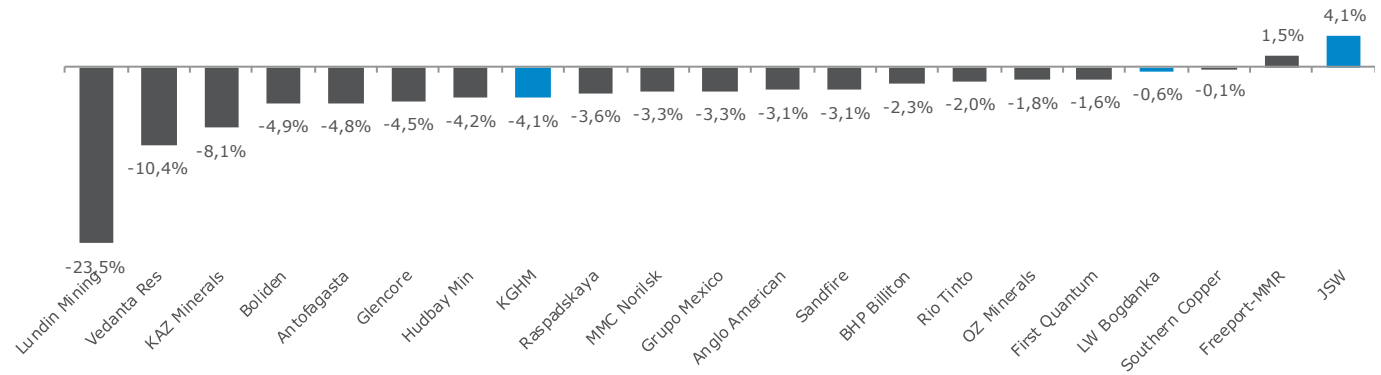
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



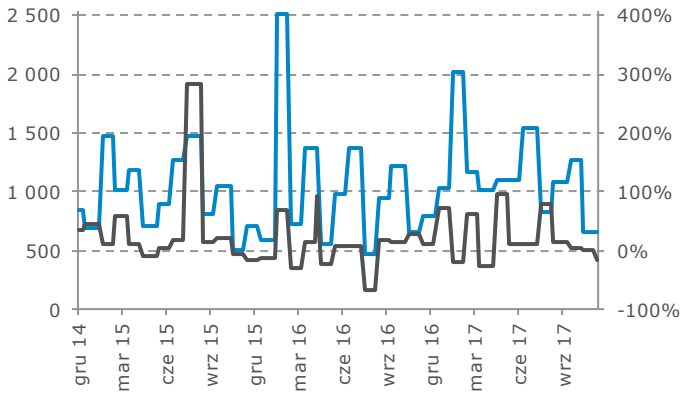
Tygodniowy performance spółek surowcowych



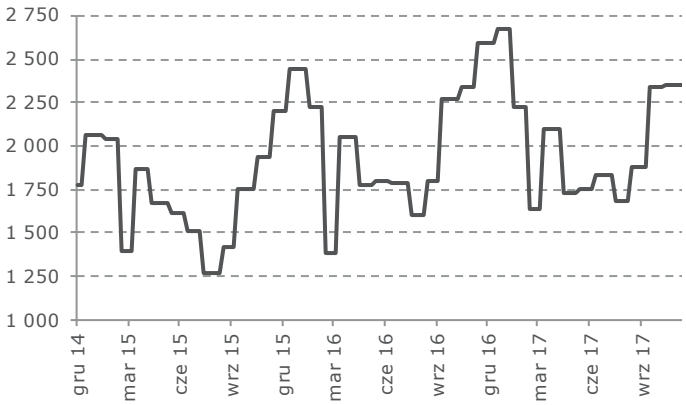
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

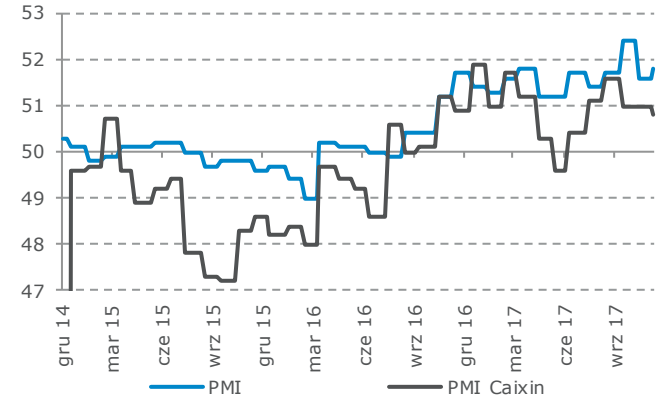
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



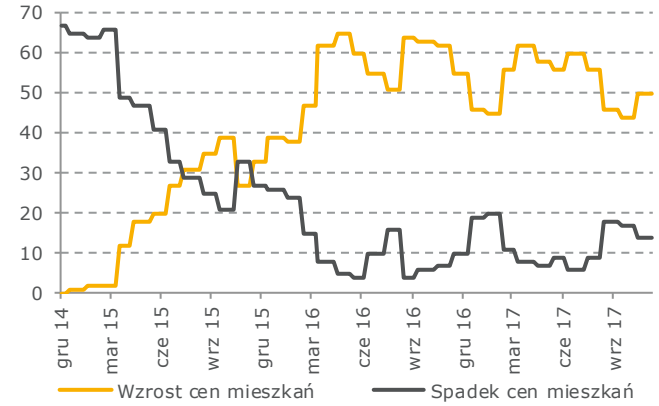
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



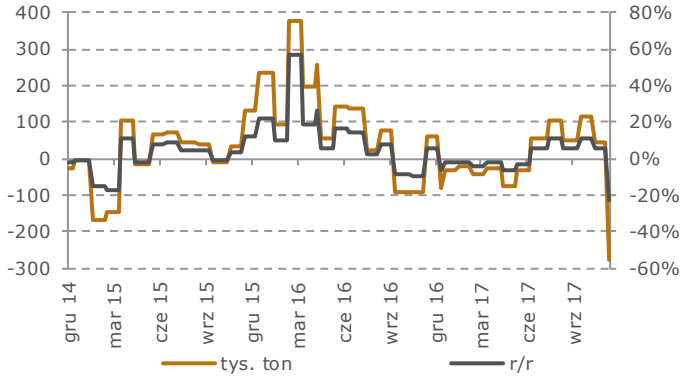
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



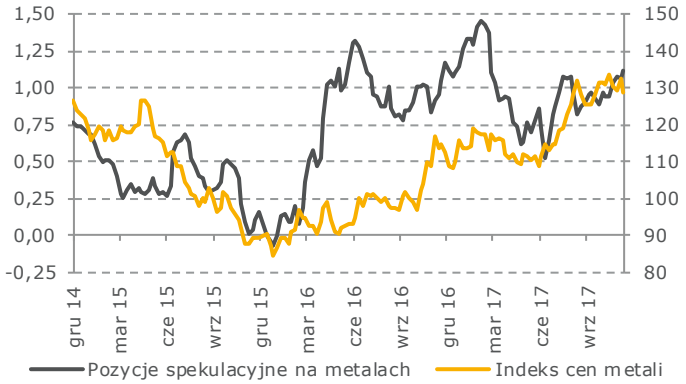
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



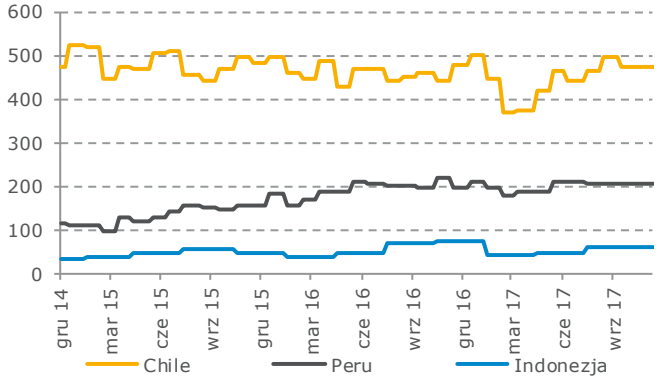
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



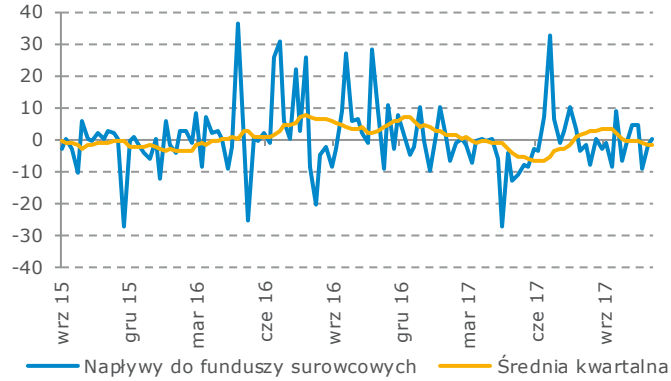
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



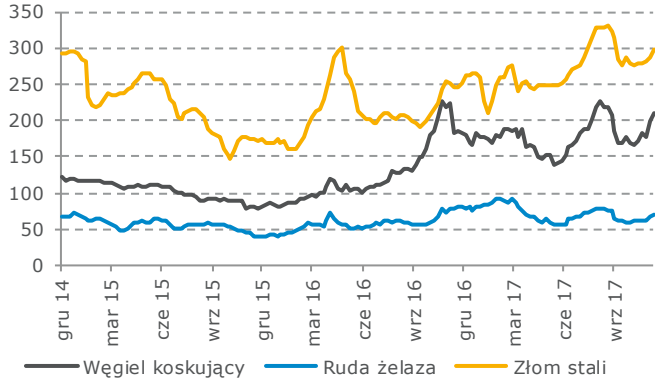
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



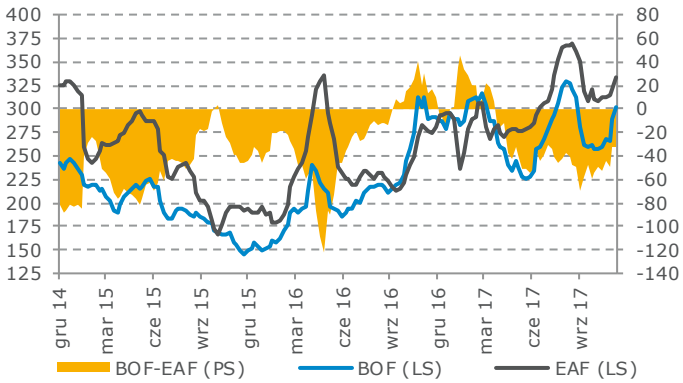
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

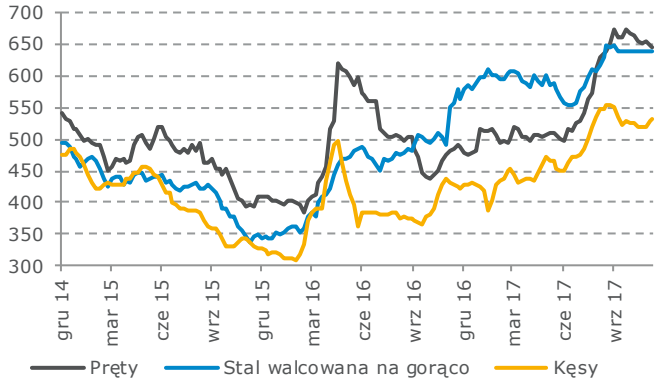
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



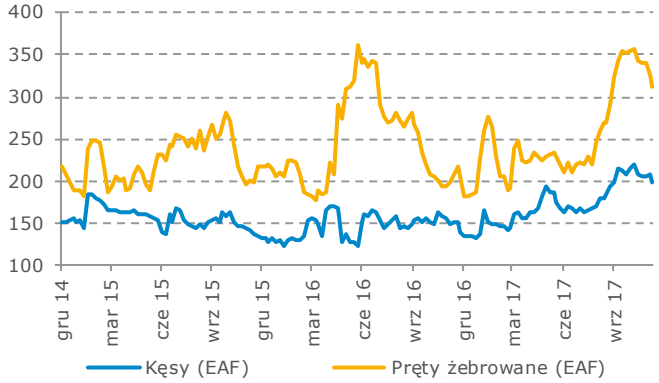
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



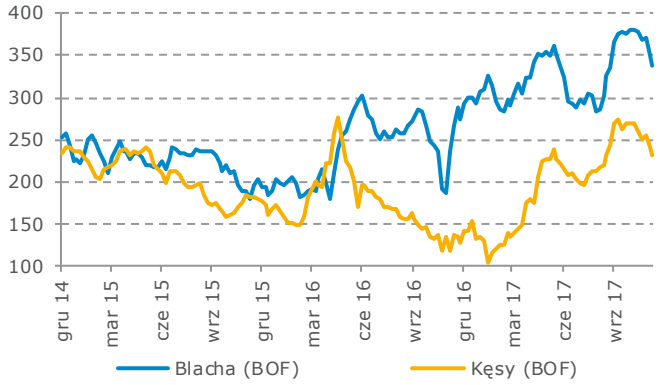
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



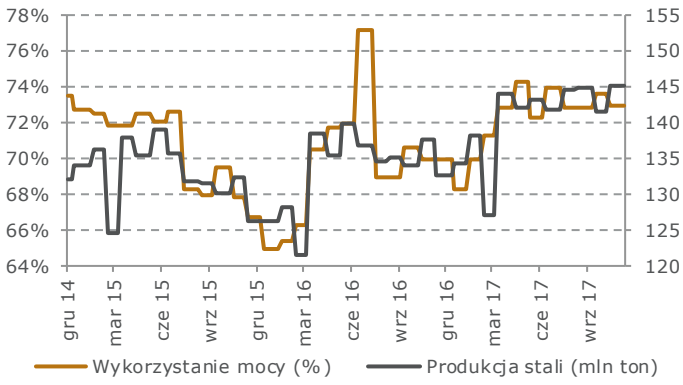
Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)



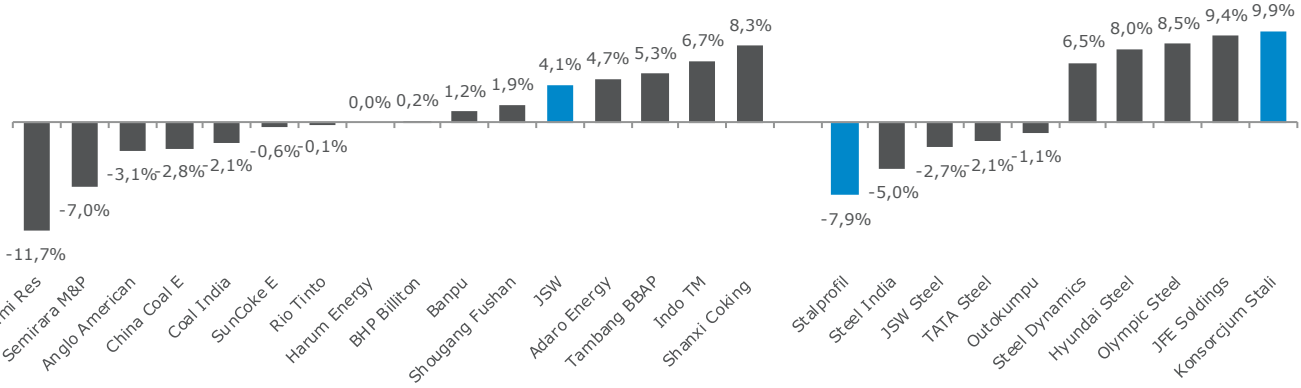
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



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



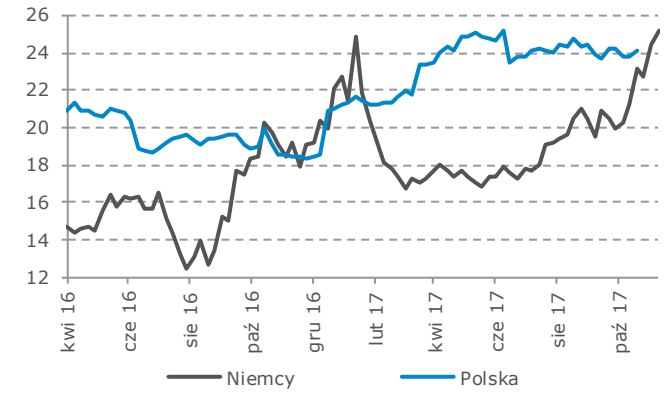
Tygodniowy performance producentów węgla (L) oraz producentów i dystrybutorów stali (P)



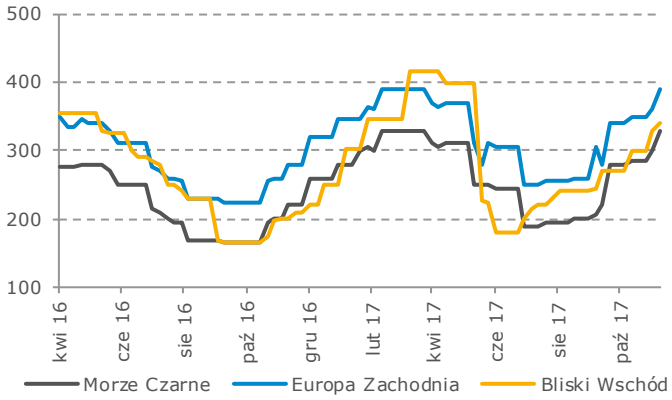
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

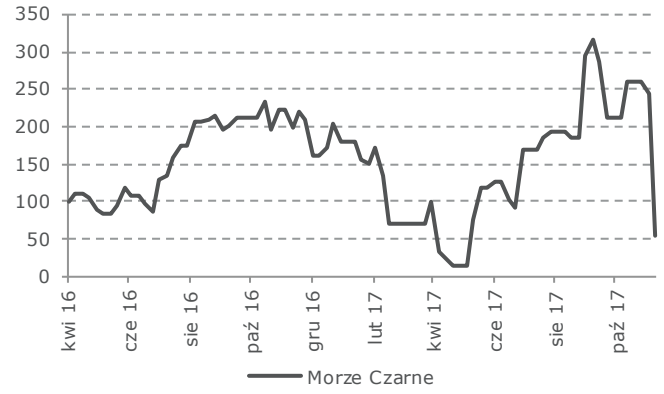
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



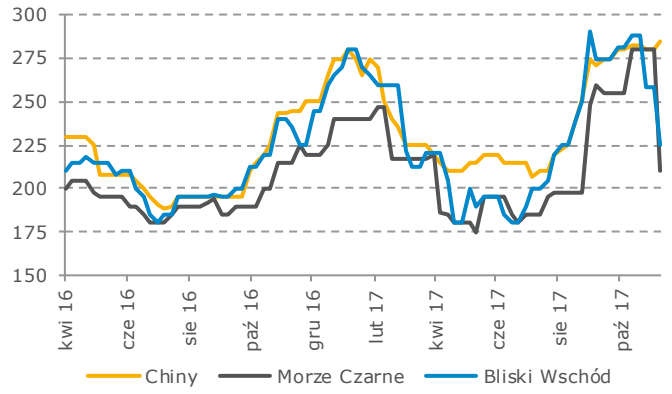
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



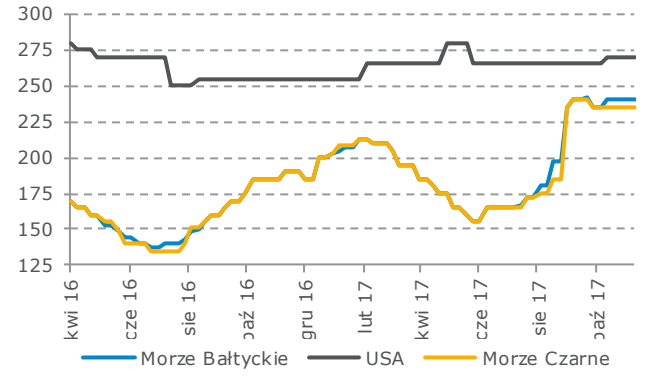
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



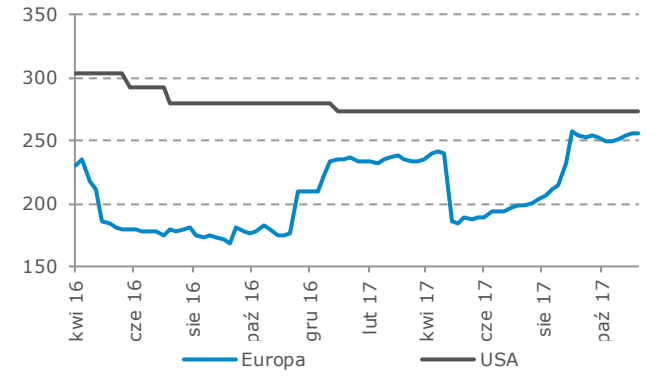
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



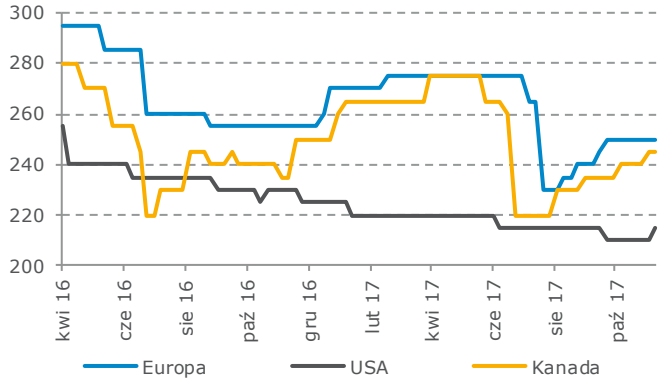
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



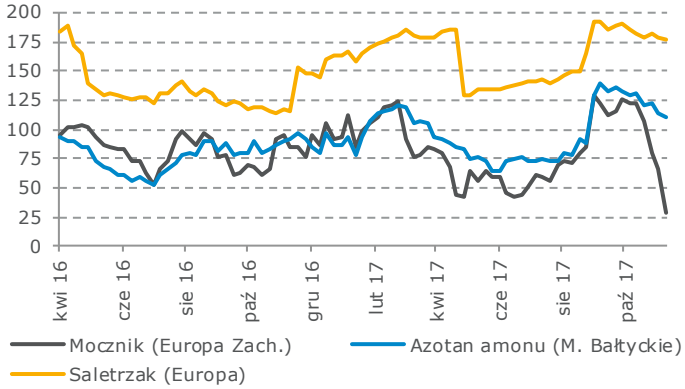
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



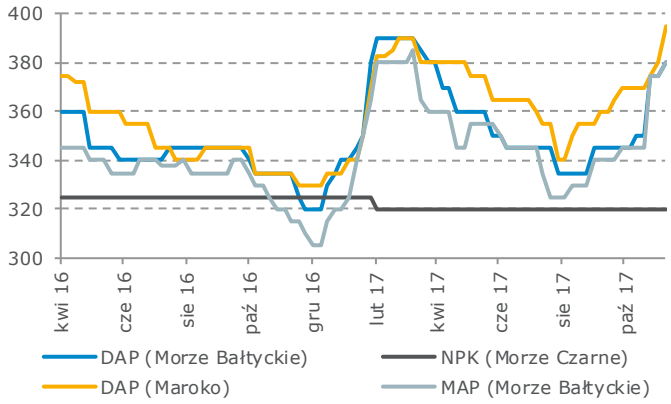
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



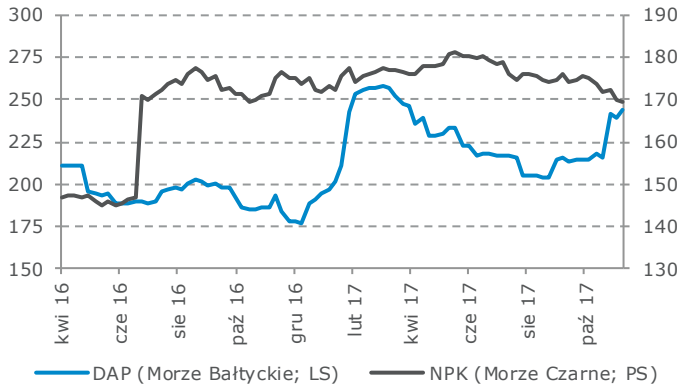
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

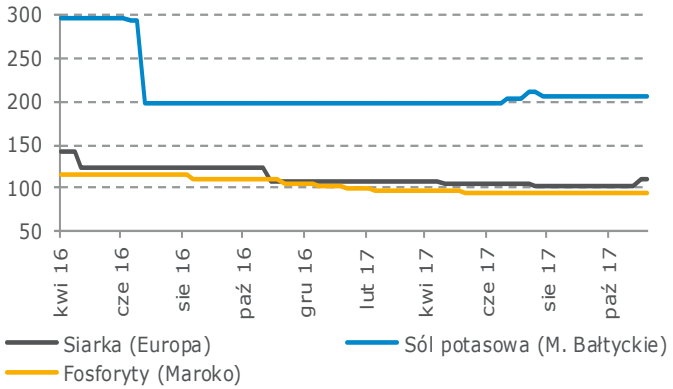
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



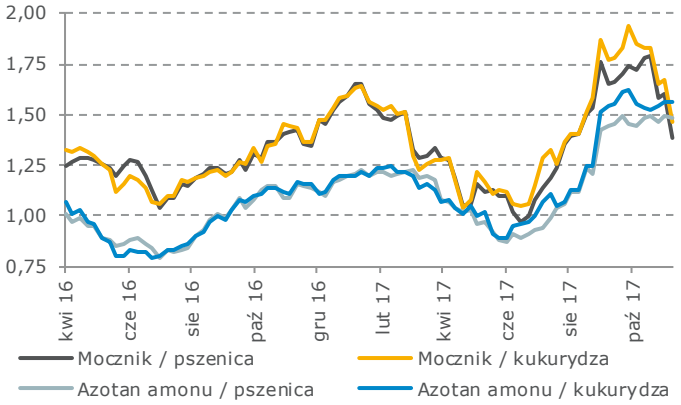
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



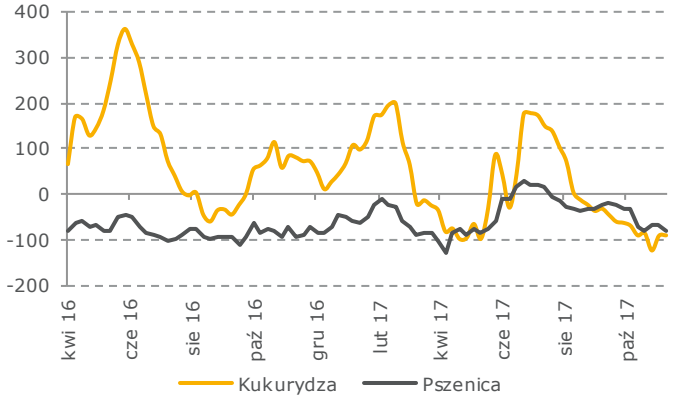
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



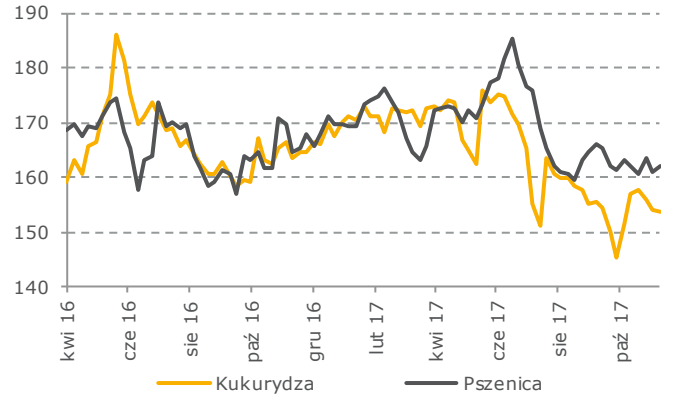
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



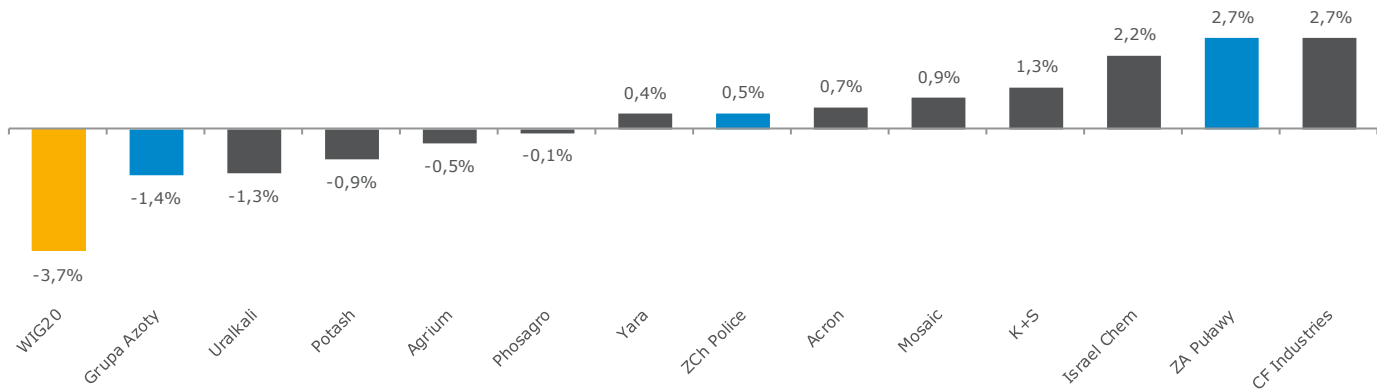
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



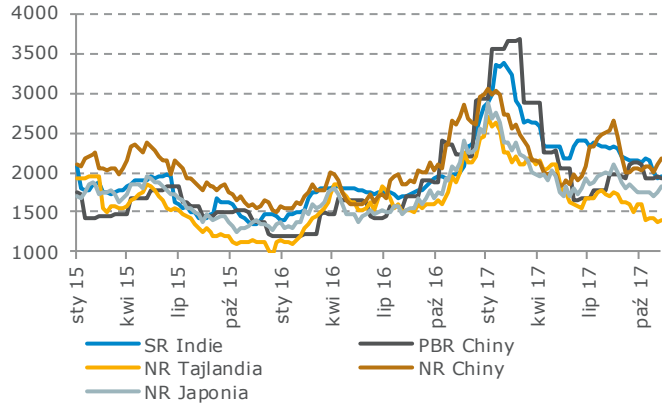
Tygodniowy performance producentów nawozów



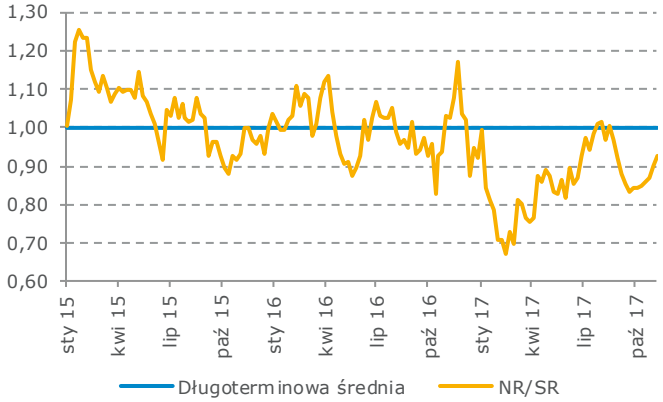
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

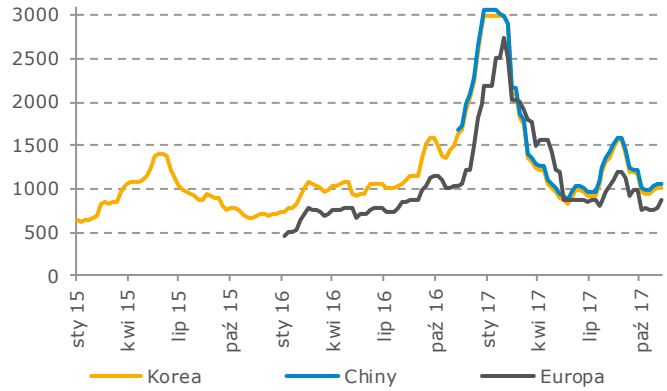
Ceny kauczuków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



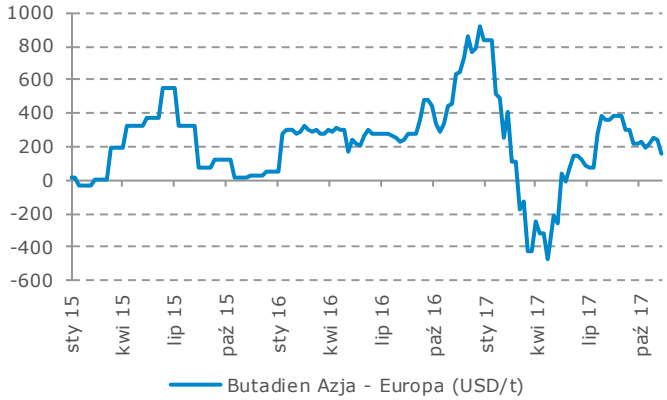
Relacja cen kauczuków syntetycznych i naturalnych



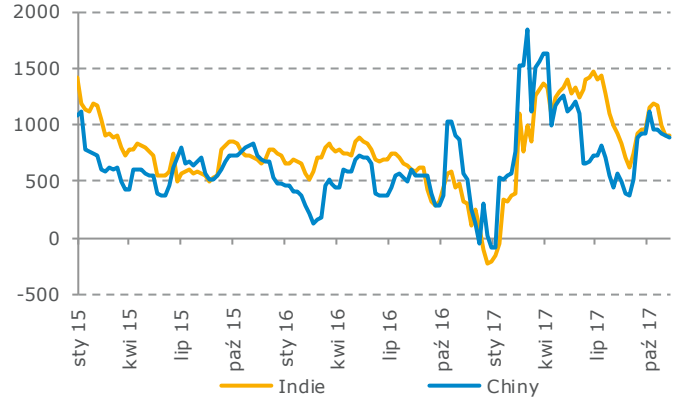
Ceny butadienu (USD/t)



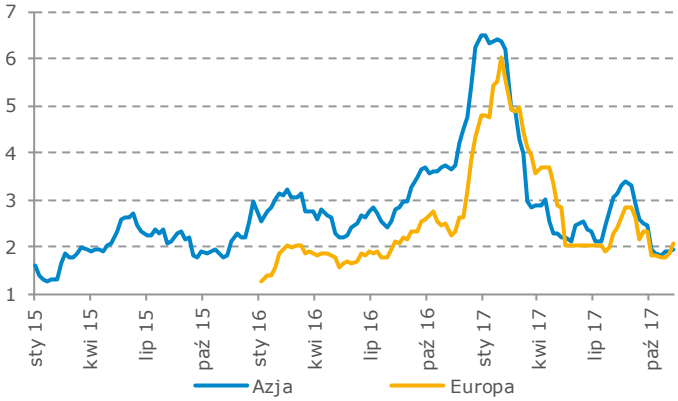
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



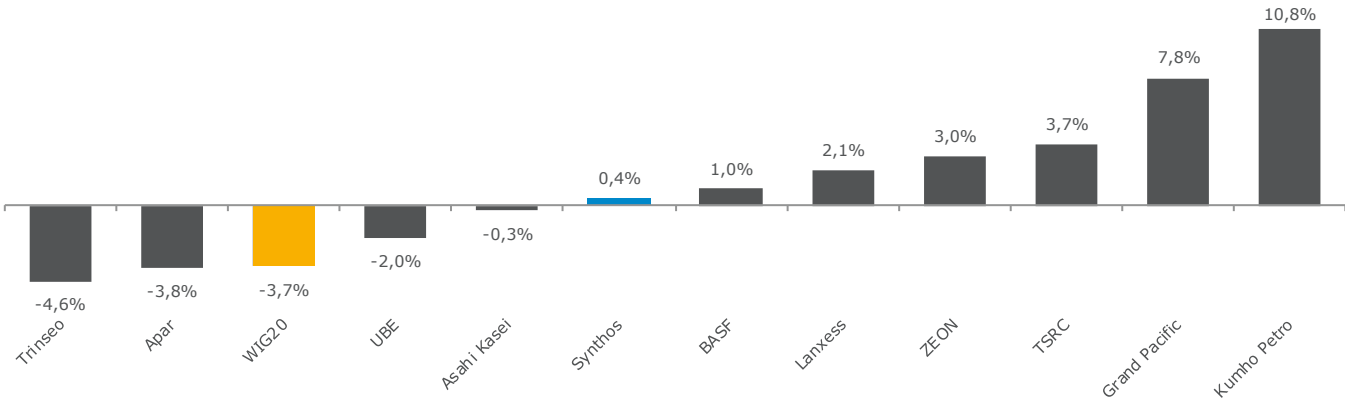
Różnica cen kauczuków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



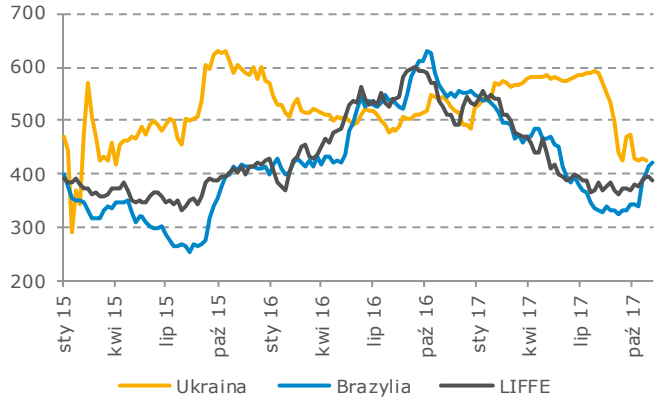
Tygodniowy performance producentów kauczuków syntetycznych



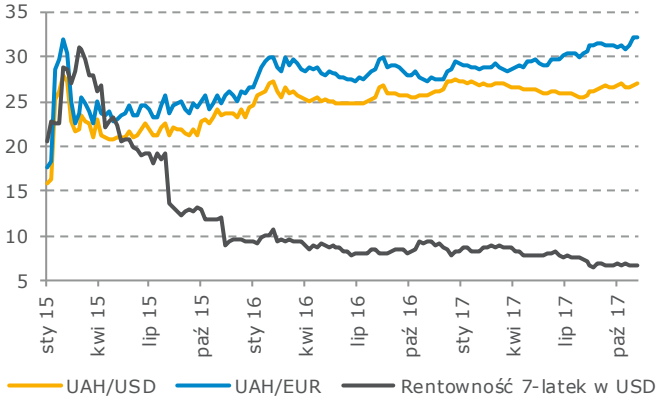
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

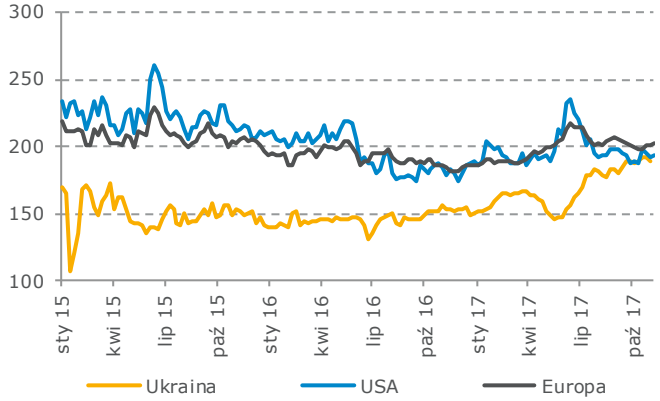
Cena cukru (USD/Mt)



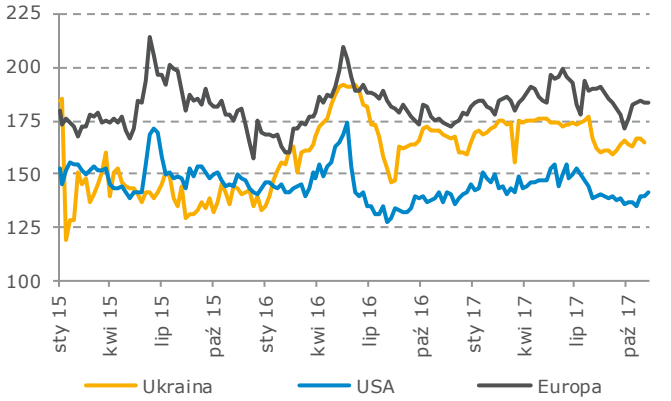
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



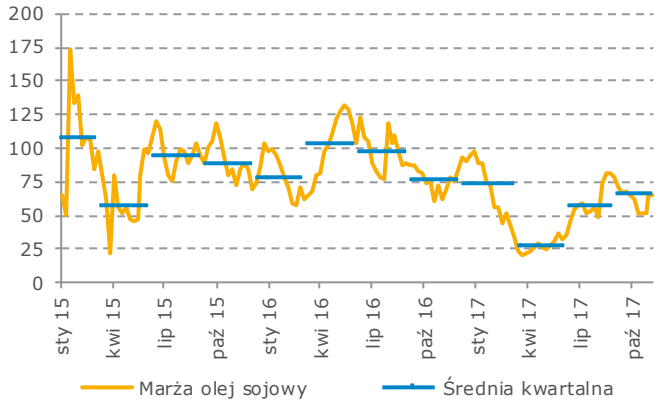
Cena pszenicy (USD/Mt)



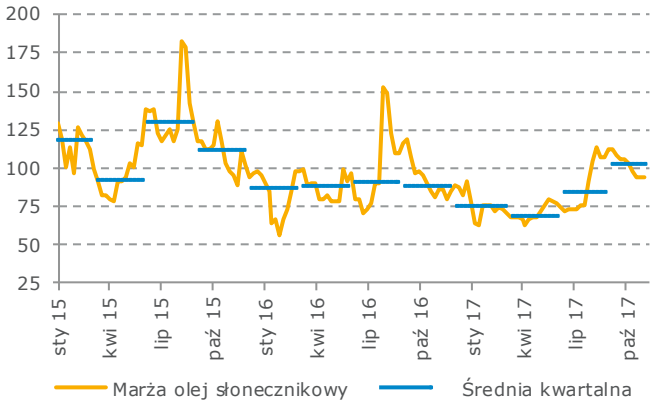
Cena kukurydzy (USD/Mt)



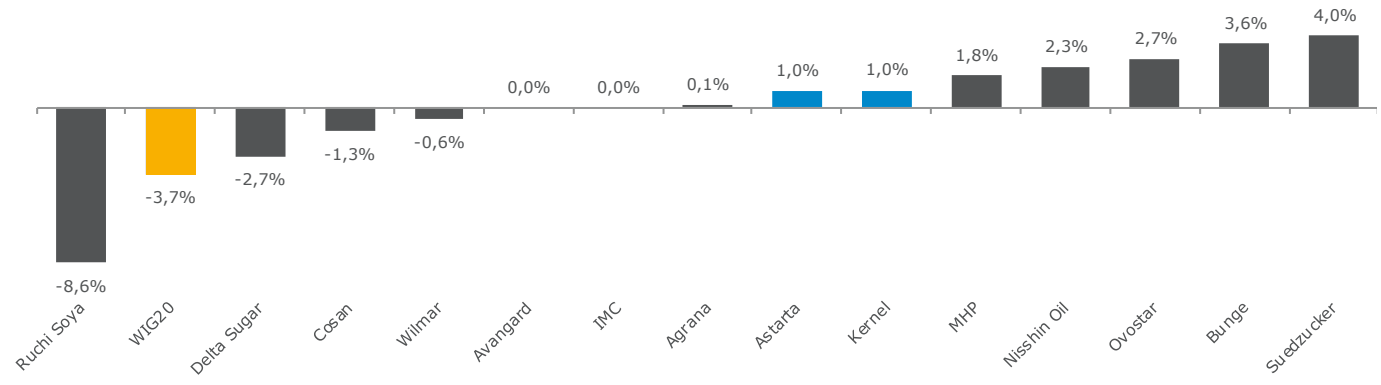
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-12-04)

		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	490,4	7,0	7,6	7,1	2,0	2,0	2,0	18,5	14,4	14,9	29%	27%	28%	8,1%	6,7%	6,2%
Enea	11,7	4,5	4,7	4,2	0,9	1,1	1,0	6,6	5,2	5,6	21%	23%	24%	0,0%	2,1%	2,9%
Energa	12,4	4,8	4,8	4,4	1,0	0,9	0,9	33,9	6,9	6,4	20%	19%	20%	4,0%	1,5%	2,2%
PGE	11,9	3,7	4,0	4,3	1,0	1,4	1,3	8,6	5,5	6,5	26%	35%	30%	2,1%	0,0%	0,0%
Tauron	3,1	4,2	4,3	4,9	0,8	0,9	0,9	14,8	3,9	4,6	19%	21%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	13,5	1,8	2,0	2,4	0,4	0,4	0,4	2,8	3,5	3,5	21%	19%	19%	9,6%	7,8%	7,0%
EDF	11,0	3,9	4,9	4,5	1,0	1,0	1,0	10,3	19,0	16,2	24%	20%	22%	7,6%	3,2%	3,0%
EDP	2,9	7,9	8,5	8,5	2,1	2,1	2,1	11,2	12,5	12,4	26%	24%	24%	6,5%	6,5%	6,6%
Endesa	18,8	7,3	7,4	7,3	1,3	1,3	1,3	14,1	14,8	14,1	18%	17%	17%	7,1%	7,1%	7,2%
Enel	5,5	7,6	7,5	7,2	1,6	1,6	1,6	21,0	15,3	13,5	22%	21%	22%	3,3%	4,2%	5,1%
EON	9,7	9,6	5,9	5,9	0,8	0,7	0,7	-	15,4	15,2	8%	12%	12%	2,2%	3,1%	4,5%
Fortum	17,7	16,3	12,4	10,9	4,6	3,8	3,5	28,3	24,8	20,8	28%	31%	32%	4,3%	5,8%	5,3%
Iberdola	6,6	10,3	10,3	9,1	2,8	2,7	2,4	15,6	15,5	14,3	27%	26%	26%	4,3%	4,9%	5,1%
National Grid	8,9	11,8	8,6	10,5	3,5	3,2	3,5	12,9	12,9	14,8	30%	38%	33%	4,9%	5,0%	5,1%
Red Electrica	18,7	10,0	9,9	9,7	7,8	7,6	7,4	15,8	15,0	14,3	78%	77%	77%	4,3%	4,9%	5,2%
RWE	19,2	9,8	4,4	4,6	0,5	0,5	0,5	-	9,6	12,1	6%	12%	12%	-	2,6%	3,0%
SSE	13,4	18,4	9,6	9,5	0,8	0,8	0,8	29,0	10,8	11,6	4%	8%	8%	6,7%	6,8%	7,1%
Verbund	19,9	9,5	11,8	13,0	3,5	3,5	3,6	16,3	23,0	26,3	37%	30%	27%	1,5%	1,8%	1,7%
Mediana		**7,8**	**7,4**	**7,1**	**1,1**	**1,3**	**1,3**	**15,2**	**13,7**	**13,8**	**23%**	**22%**	**23%**	**4,3%**	**4,5%**	**5,1%**

Wycena spółek rafineryjnych (2017-12-04)

		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	55,04	5,1	4,5	6,1	0,7	0,6	0,5	10,0	6,2	13,3	14%	13%	9%	0,0%	1,8%	2,9%
MOL	2994,00	5,0	4,3	4,9	0,9	0,7	0,6	8,4	7,4	11,1	18%	17%	13%	2,4%	2,6%	2,7%
PKN Orlen	107,90	5,4	4,5	8,1	0,7	0,5	0,5	8,8	7,0	17,0	12%	12%	6%	2,0%	2,8%	3,2%
Hellenic Petroleum	7,30	5,0	5,1	5,7	0,6	0,5	0,5	6,8	5,8	7,8	12%	10%	9%	2,7%	4,4%	4,9%
HollyFrontier	44,31	38,3	8,6	7,5	1,0	0,7	0,8	-	18,7	16,0	2%	9%	10%	3,0%	3,0%	3,0%
Marathon Petroleum	63,30	10,8	8,3	7,5	0,8	0,7	0,7	28,5	16,6	15,1	7%	8%	9%	2,1%	2,4%	2,6%
Motor Oil	19,56	3,8	4,1	4,5	0,4	0,3	0,3	7,3	6,6	8,4	10%	8%	7%	4,6%	5,8%	6,1%
Neste Oil	52,10	9,3	9,6	10,0	1,2	1,1	1,1	14,2	16,6	16,4	13%	11%	11%	2,5%	3,0%	3,1%
OMV	52,76	4,6	4,9	5,1	1,2	1,0	1,0	-	11,0	13,3	26%	21%	20%	2,3%	2,5%	2,6%
Phillips 66	97,53	27,1	10,7	8,8	0,7	0,6	0,5	33,2	21,3	15,6	3%	6%	6%	2,5%	2,8%	3,0%
Saras	2,08	2,9	3,4	3,9	0,3	0,2	0,2	9,9	10,4	12,6	9%	7%	6%	4,8%	5,8%	4,9%
Tesoro	106,97	11,7	8,8	7,0	1,1	0,8	0,7	17,3	15,0	12,8	9%	9%	10%	2,0%	2,1%	2,3%
Tupras	118,70	10,2	5,9	6,2	1,0	0,7	0,6	16,6	7,1	7,9	10%	11%	10%	4,1%	10,7%	10,0%
Valero Energy	83,63	7,5	7,2	6,3	0,5	0,4	0,4	16,9	16,7	13,2	7%	6%	7%	2,9%	3,3%	3,6%
Mediana		**6,4**	**5,5**	**6,3**	**0,7**	**0,6**	**0,6**	**12,1**	**10,7**	**13,2**	**10%**	**10%**	**9%**	**2,5%**	**2,9%**	**3,1%**

Wycena spółek petrochemicznych (2017-12-04)

		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	107,90	5,4	4,5	8,1	0,7	0,5	0,5	8,8	7,0	17,0	12%	12%	6%	2,0%	2,8%	3,2%
Axiall	97,19	16,4	8,5	7,8	3,1	2,0	1,9	31,7	17,5	14,9	19%	23%	24%	0,8%	0,8%	0,9%
Braskem	44,06	5,6	4,0	4,5	1,0	1,0	1,0	-	7,7	10,3	18%	25%	23%	5,7%	3,6%	3,2%
Eastman Chemical	91,40	10,0	9,3	8,6	2,2	2,1	2,0	15,8	13,0	11,3	22%	22%	24%	2,1%	2,2%	2,4%
Huntsman Corp	31,81	9,3	7,2	7,7	1,0	1,1	1,2	23,1	12,0	13,6	11%	15%	15%	1,6%	1,6%	1,7%
LyondellBasell	103,81	7,7	6,7	7,2	1,6	1,4	1,4	11,3	10,4	10,9	21%	21%	20%	3,2%	3,4%	3,6%
Mitsubishi Chemical	1204,50	8,1	7,7	6,5	0,9	1,1	1,0	34,4	11,4	9,4	11%	14%	15%	1,2%	1,5%	2,5%
Mitsui Chemicals	3590,00	9,5	7,8	7,3	0,8	1,0	0,9	31,3	12,4	9,6	9%	12%	12%	1,1%	1,6%	2,4%
Westlake Chemical	97,19	16,4	8,5	7,8	3,1	2,0	1,9	31,7	17,5	14,9	19%	23%	24%	0,8%	0,8%	0,9%
Mediana		**9,3**	**7,7**	**7,7**	**1,0**	**1,1**	**1,2**	**27,2**	**12,0**	**11,3**	**18%**	**21%**	**20%**	**1,6%**	**1,6%**	**2,4%**

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

Wycena spółek gazowych (2017-12-04)

		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	5,86	5,8	4,5	3,9	1,0	1,0	0,9	14,4	9,4	8,1	18%	21%	22%	3,1%	3,4%	5,3%
A2A	1,57	9,4	6,9	7,1	1,6	1,5	1,5	21,7	14,0	13,4	17%	22%	22%	3,1%	3,8%	4,5%
BG Group	23,74	12,4	6,9	6,3	1,4	1,2	1,1	60,3	18,7	16,6	12%	17%	17%	5,9%	5,9%	5,8%
BP	4,93	14,9	6,5	5,8	0,9	0,8	0,7	100+	24,4	18,4	6%	12%	12%	6,0%	6,0%	6,0%
Centrica	1,47	3,3	5,3	5,1	0,4	0,4	0,4	4,7	11,0	10,1	13%	8%	8%	8,2%	8,2%	8,0%
Enagas	24,77	13,1	10,7	11,1	9,5	8,5	8,7	14,2	12,7	13,9	72%	79%	78%	5,4%	5,9%	6,2%
Endesa	18,81	7,3	7,4	7,3	1,3	1,3	1,3	14,1	14,8	14,1	18%	17%	17%	7,1%	7,1%	7,2%
Engie	14,78	8,5	6,7	6,5	1,0	1,0	1,0	-	14,5	14,4	11%	15%	15%	6,8%	4,7%	4,8%
Eni	13,89	6,8	4,8	4,3	1,2	1,0	0,9	-	25,1	20,0	17%	21%	22%	5,8%	5,8%	5,8%
Gas Natural SDG	18,59	7,9	8,3	8,0	1,6	1,7	1,6	13,8	15,2	13,7	21%	20%	20%	7,2%	5,4%	5,5%
Gazprom	133,77	4,6	4,0	3,7	1,0	0,9	0,9	3,2	4,5	4,1	21%	23%	24%	5,9%	6,0%	6,0%
Hera	3,05	9,4	7,7	7,7	1,5	1,5	1,5	21,7	19,0	18,9	17%	19%	19%	2,9%	3,1%	3,2%
NovaTek	116,70	8,5	11,2	10,4	4,1	3,9	3,7	10,1	15,7	13,5	48%	35%	36%	2,0%	2,2%	2,6%
ROMGAZ	31,60	4,9	4,1	3,6	2,5	2,3	2,2	12,2	8,4	7,2	51%	55%	60%	9,9%	10,7%	12,3%
Shell	27,09	12,4	6,9	6,3	1,4	1,2	1,1	50,7	15,7	14,0	12%	17%	17%	5,8%	5,9%	5,8%
Snam	4,27	12,3	13,1	12,7	10,3	10,3	10,1	17,1	15,7	15,1	84%	79%	80%	4,9%	5,2%	5,2%
Statoil	170,00	7,6	3,5	3,4	1,7	1,3	1,3	-	15,2	16,0	22%	37%	37%	4,3%	4,3%	4,3%
Total	47,82	8,9	6,3	5,6	1,2	1,1	1,0	20,3	13,6	13,0	14%	17%	18%	5,1%	5,0%	5,1%
Mediana		**8,5**	**6,8**	**6,3**	**1,4**	**1,2**	**1,2**	**14,3**	**15,0**	**13,9**	**18%**	**21%**	**21%**	**5,8%**	**5,6%**	**5,6%**

Wycena spółek wydobywczych (2017-12-04)

		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	2994,00	5,4	4,9	5,0	0,9	0,8	0,8	8,3	8,6	8,3	18%	17%	15%	3,1%	2,9%	2,9%
Bashneft	2353,00	3,9	3,4	2,7	0,8	0,8	0,7	7,6	6,2	5,4	22%	23%	27%	-	3,5%	5,1%
BP	4,93	14,9	6,5	5,8	0,9	0,8	0,7	100+	24,4	18,4	6%	12%	12%	6,0%	6,0%	6,0%
Dana Gas	0,71	9,4	8,0	8,3	6,2	4,5	4,3	-	30,9	54,6	65%	57%	52%	-	-	-
Eni	13,89	6,8	4,8	4,3	1,2	1,0	0,9	-	25,1	20,0	17%	21%	22%	5,8%	5,8%	5,8%
Gazprom Neft	253,40	5,1	4,6	4,1	1,1	1,0	0,9	6,0	5,3	5,0	22%	22%	23%	5,2%	5,0%	5,8%
Gulf Keystone	0,98	-	3,6	3,3	1,5	2,0	1,6	-	48,3	20,1	-	55%	50%	-	-	-
Lukoil	3390,50	4,4	4,2	3,8	0,6	0,6	0,6	11,7	6,9	6,4	14%	14%	14%	2,2%	6,0%	6,6%
Occidental Petroleum	70,06	23,6	12,1	9,0	6,1	5,3	4,6	-	85,4	44,0	26%	44%	52%	4,3%	4,4%	4,4%
Repsol	15,59	7,4	5,3	5,3	0,9	0,8	0,7	13,4	10,8	10,9	12%	14%	14%	4,7%	5,1%	5,3%
Rosneft Oil	292,70	5,9	5,4	4,6	1,4	1,2	1,1	17,1	10,6	7,2	23%	22%	23%	3,1%	3,3%	5,5%
Shell	27,09	12,4	6,9	6,3	1,4	1,2	1,1	50,7	15,7	14,0	12%	17%	17%	5,8%	5,9%	5,8%
Statoil	170,00	7,6	3,5	3,4	1,7	1,3	1,3	-	15,2	16,0	22%	37%	37%	4,3%	4,3%	4,3%
Surgutneftegas	28,71	-	-	-	-	-	-	-	5,3	4,5	-	-	-	2,1%	4,3%	5,1%
Total	47,82	8,9	6,3	5,6	1,2	1,1	1,0	20,3	13,6	13,0	14%	17%	18%	5,1%	5,0%	5,1%
Tullow Oil	1,83	-	6,6	6,3	5,4	4,4	4,4	-	-	20,3	-	67%	69%	-	-	-
Mediana		**7,4**	**5,3**	**5,0**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**12,6**	**13,6**	**13,5**	**18%**	**22%**	**23%**	**4,5%**	**5,0%**	**5,3%**

Wycena spółek surowcowych (2017-12-04)

		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*	95,92	9,5	2,7	3,5	1,5	1,1	1,3	100+	4,7	7,3	16%	43%	36%	-	1,4%	1,5%
KGHM	107,55	6,2	5,3	6,1	1,5	1,5	1,3	13,8	7,3	10,6	24%	28%	21%	1,4%	0,9%	2,2%
LW Bogdanka*	68,00	3,9	3,7	3,4	1,3	1,3	1,2	12,7	10,8	8,7	34%	35%	37%	1,5%	1,8%	3,5%
Anglo American	13,85	9,3	4,3	4,6	1,7	1,4	1,5	16,5	8,4	10,1	18%	33%	32%	-	5,4%	4,4%
Antofagasta	9,00	14,0	6,3	6,4	4,0	3,3	3,2	82,8	19,4	19,8	29%	52%	50%	1,5%	2,2%	2,0%
BHP Billiton	13,60	29,6	6,3	6,0	4,2	3,4	3,1	-	14,7	13,8	14%	54%	52%	1,6%	4,4%	4,7%
Freeport-McMoRan	14,30	-	6,1	4,7	2,3	2,1	1,9	-	13,0	8,2	-	35%	41%	-	-	0,9%
Glencore	3,42	12,2	6,5	6,1	0,6	0,5	0,5	50,4	13,3	13,6	5%	7%	8%	1,5%	2,5%	4,0%
Grupo Mexico	58,02	8,8	7,5	6,5	3,9	3,4	3,0	24,9	15,6	12,9	44%	45%	46%	22,8%	2,2%	3,0%
Kazakhmys	7,37	23,1	7,4	5,9	9,1	4,0	3,3	27,1	10,6	8,4	39%	54%	55%	-	-	0,7%
Rio Tinto	35,40	8,8	5,5	6,2	3,0	2,6	2,8	20,3	11,0	12,7	34%	47%	44%	3,6%	5,5%	4,9%
Southern CC	43,12	17,4	12,2	10,3	7,2	5,9	5,4	43,1	23,5	19,0	41%	48%	52%	0,4%	1,2%	2,8%
Mediana		**9,5**	**6,2**	**6,0**	**2,6**	**2,4**	**2,3**	**24,9**	**12,0**	**11,6**	**29%**	**44%**	**43%**	**1,5%**	**2,2%**	**2,9%**
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	389,75	10,4	9,6	8,5	1,8	1,7	1,6	13,3	14,7	12,8	17%	18%	18%	4,6%	7,7%	5,4%
Alcoa	41,79	14,5	4,4	4,3	1,1	0,9	0,9	-	12,7	11,6	8%	20%	20%	0,6%	-	0,0%
Constellium	10,50	7,8	7,4	6,8	0,7	0,6	0,6	-	17,5	11,0	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	98,46	8,3	8,9	8,3	1,3	1,3	1,2	19,1	19,2	17,4	16%	14%	15%	1,8%	2,0%	2,2%
Norsk Hydro	56,40	10,3	6,7	5,2	1,4	1,1	0,8	18,0	15,3	12,4	14%	17%	15%	2,2%	2,5%	2,9%
Rusal	4,71	11,0	8,2	7,4	2,1	1,8	1,7	7,8	6,9	5,4	19%	21%	23%	2,7%	3,7%	4,1%
Mediana		**10,4**	**7,8**	**7,1**	**1,4**	**1,2**	**1,0**	**15,7**	**15,0**	**12,0**	**15%**	**17%**	**17%**	**2,2%**	**3,1%**	**2,9%**

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

Wycena spółek nawozowych (2017-12-04)

		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	70,99	7,9	6,7	6,4	0,9	0,8	0,8	20,5	13,6	13,8	11%	13%	13%	1,2%	1,1%	1,5%
ZA Police*	21,08	10,3	7,1	7,1	0,8	0,8	0,8	18,0	10,2	10,2	8%	11%	11%	2,0%	2,0%	2,4%
ZCh Puławy*	179,20	5,8	5,5	5,1	0,9	0,8	0,8	12,6	11,5	10,0	16%	15%	16%	4,8%	4,8%	7,0%
Acron	3840,00	7,2	7,0	6,2	2,4	2,3	2,2	5,9	9,8	8,3	33%	32%	35%	7,8%	8,3%	8,2%
Agrium	106,69	12,1	12,0	10,3	1,5	1,5	1,4	24,9	22,7	17,8	13%	13%	14%	3,3%	3,3%	3,4%
CF Industries	36,90	19,1	15,7	12,1	4,2	3,9	3,6	-	-	100+	22%	25%	30%	3,3%	3,3%	3,3%
Israel Chemicals	14,29	21,4	8,1	7,3	1,6	1,6	1,5	-	12,7	10,5	8%	19%	21%	4,1%	4,0%	4,4%
K+S	19,76	10,8	10,9	7,8	1,9	1,8	1,6	21,7	23,0	14,3	18%	16%	20%	1,5%	1,8%	2,8%
Phosagro	2470,00	5,9	7,1	6,2	2,3	2,3	2,1	5,3	13,9	11,2	39%	33%	34%	6,3%	4,5%	5,4%
Potash	19,01	16,0	14,7	12,5	5,2	5,1	4,8	48,7	33,5	27,4	33%	35%	38%	3,7%	2,1%	2,2%
The Mosaic Company	23,70	11,3	10,3	8,5	1,6	1,6	1,5	27,9	24,2	20,5	14%	16%	18%	4,6%	2,5%	0,6%
Uralkali	128,25	9,8	8,7	8,9	5,1	4,4	4,5	1,7	5,7	4,9	52%	51%	51%	-	-	-
Yara International	369,90	7,9	10,0	7,6	1,2	1,3	1,2	15,9	23,6	15,9	16%	13%	15%	2,7%	2,4%	3,0%
Mediana		**10,3**	**8,7**	**7,6**	**1,6**	**1,6**	**1,5**	**18,0**	**13,8**	**12,5**	**16%**	**16%**	**20%**	**3,5%**	**2,9%**	**3,1%**

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-12-04)

		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	4,76	11,5	9,8	11,1	1,6	1,2	1,3	24,6	15,2	18,5	14%	12%	11%	11,1%	10,5%	2,6%
Apar Industries	772,50	8,3	6,9	7,6	0,6	0,6	0,6	23,8	16,6	18,8	7%	9%	8%	1,3%	1,1%	1,2%
Asahi Kasei	1390,50	7,9	8,4	7,4	1,1	1,2	1,1	21,2	18,3	14,6	14%	14%	15%	1,4%	1,5%	1,9%
BASF	94,30	9,3	8,2	8,0	1,7	1,6	1,5	21,3	15,3	15,1	19%	19%	19%	3,2%	3,3%	3,5%
Grand Pacific Petro	29,70	6,9	6,7	6,1	1,4	1,2	1,2	11,2	10,0	9,7	20%	18%	20%	3,4%	4,2%	4,3%
Kumho Petrochem	91 000	11,7	9,8	8,8	1,1	0,8	0,8	34,8	14,5	13,1	9%	9%	9%	0,9%	1,0%	1,1%
Lanxess	63,24	9,8	7,2	8,5	1,2	1,0	1,3	30,1	16,4	14,8	12%	13%	15%	1,1%	1,3%	1,6%
Trinseo	69,30	6,6	6,3	6,0	1,0	0,9	0,9	10,1	9,1	8,3	16%	14%	15%	1,3%	1,9%	2,1%
TSRC Corp	37,45	13,2	16,2	11,9	1,4	1,2	1,1	31,2	34,1	20,5	11%	7%	10%	2,7%	2,6%	4,4%
Ube Industries	3220,00	6,9	7,7	6,5	0,8	0,9	0,8	17,8	16,7	11,4	12%	11%	12%	1,6%	1,9%	1,9%
ZEON Corp	1575,00	7,6	7,5	6,6	1,3	1,4	1,2	19,7	16,9	13,6	17%	18%	19%	1,0%	1,0%	1,1%
Mediana		**8,3**	**7,7**	**7,6**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**21,3**	**16,4**	**14,6**	**14%**	**13%**	**15%**	**1,4%**	**1,9%**	**1,9%**

Wycena spółek spożywczych (2017-12-04)

		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*	50,99	2,7	3,0	3,1	1,1	0,9	1,0	3,5	3,7	4,0	42%	31%	33%	-	-	-
IMC*	12,25	2,8	2,8	2,5	1,3	1,3	1,2	4,5	2,5	1,9	48%	45%	48%	-	1,9%	2,0%
Kernel	48,27	4,0	5,1	7,1	0,7	0,8	0,6	4,4	5,9	10,3	17%	15%	9%	2,0%	1,9%	1,9%
Ovostar*	114,00	8,3	10,7	8,3	2,5	2,3	2,1	7,9	11,6	12,5	31%	22%	25%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	101,05	9,6	7,7	6,7	0,7	0,7	0,7	17,5	13,5	11,4	8%	9%	10%	3,9%	4,1%	4,2%
Bunge Limited	67,49	8,9	12,4	8,7	0,4	0,3	0,3	13,3	22,9	13,9	4%	3%	4%	2,4%	2,6%	2,7%
Cosan	36,18	11,8	4,6	4,4	0,5	0,5	0,4	14,2	13,6	12,5	4%	10%	9%	7,0%	4,8%	5,1%
Delta Sugar	27,86	24,1	-	-	3,4	-	-	27,8	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	11,40	5,4	4,9	4,8	2,0	1,8	1,6	22,8	4,8	4,9	37%	36%	34%	6,6%	6,6%	6,7%
Nisshin Oillio	3390,00	12,2	9,7	9,3	0,5	0,5	0,5	22,4	16,5	16,1	4%	5%	5%	1,5%	1,5%	1,8%
Suedzucker	17,73	9,4	6,7	6,3	0,7	0,7	0,7	33,5	14,7	15,7	8%	11%	11%	1,7%	2,5%	2,7%
Wilmar Int.	3,14	13,3	13,6	12,6	0,7	0,7	0,7	14,4	12,9	11,6	6%	5%	5%	2,0%	2,4%	2,8%
Mediana		**9,2**	**6,7**	**6,7**	**0,7**	**0,7**	**0,7**	**14,3**	**12,9**	**11,6**	**11%**	**11%**	**10%**	**2,2%**	**2,5%**	**2,7%**

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

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

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@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