

wtorek, 6 marca 2018 | 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 wciąż oscylują wokół 34 EUR/MWh, co przy wolno rosnących kosztach uprawnień do emisji (10,4 EUR/t) wywiera presję na marże elektrowni konwencjonalnych. Cenom nie pomagają również trendy na rynku węgla. W Polsce cena w kontrakcie rocznym pozostaje stabilna (179 PLN/MWh), co również oznacza lekką presję na clean dark spread, choć nadal FWD'19 nie odbiega od poziomu zabezpieczonego na rok bieżący.

### Rynek paliwowy

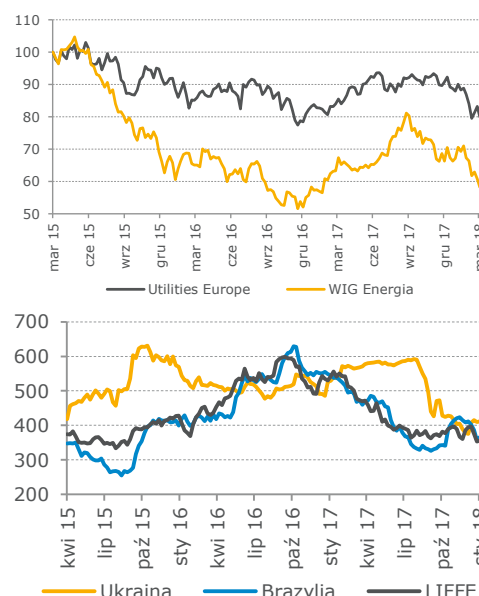
Sentyment na rynku ropy ulega powoli poprawie, co widać w danych o pozycjach spekulacyjnych, które wzrosły pierwszy raz od 4 tygodni. Dość nerwowe reakcje na doniesienia o problemach w Libii potwierdzają tylko duże napięcie na rynku i utrzymujący się stan deficytu. W takim otoczeniu nadal słabną marże rafinerijne (wczorajszy odczyt 2,5 USD/Bbl), głównie za sprawą benzyny, ale diesel także nie wygląda już dobrze. Oczekujemy, że ta presja będzie się utrzymywać z uwagi na wysokie zapasy paliw i rosnącą aktywność rafinerii w Chinach i Rosji. Jedynym wsparciem dla rafinerii w regionie jest wysoki dyferencjał Ural/Brent. W tym wypadku należy być jednak ostrożnym w ekstrapolowaniu tych wartości na kolejne miesiące, gdyż wzrost podaży ropy rosyjskiej w marcu może być incydentalny (efekt przestoju remontowego). Dodatkowo zwracamy uwagę, że mimo wzrostu m/m, w ujęciu r/r nadal podaż ropy Ural spada na Bałtyku o 21%. W petrochemii po wcześniejszych niewielkich spadkach, marże były w ostatnim tygodniu stabilne. Jeśli chodzi o ceny gazu to zgodnie z oczekiwaniami po ustąpieniu fali mrozów potowe ceny uległy obniżeniu, ale notowania kontraktów miesięcznych są w miarę stabilne i YTD porównywalne r/r.

### Rynek metali

Liczba długich pozycji na rynku miedzi spadła w ubiegłym tygodniu z 47 tys. sztuk do 41 tys. sztuk (najniższej od połowy grudnia 2017 roku). Rynek nerwowo reaguje na monitorowane zapasy miedzi, które wzrosły w ubiegłym tygodniu o 4,7% t/t do poziomu 819 tys. ton. W ubiegłym roku w marcu najwyższy poziom zapasów wyniósł 801 tys. ton. Po zakończeniu obchodów świąt w Chinach prawdopodobnie kupujący wrócą na rynek, a zapasy zaczną znów spadać. To z kolei wróżyłoby powrót sentymentu na rynek tym bardziej, że produkcja może zostać zakłócona przez potencjalne strajki w Chile i Peru.

Mimo globalnych turbulencji na rynkach akcji napływy netto do funduszy surowcowych trwają już 14 tydzień z rzędu. Jednocześnie liczba pozycji spekulacyjnych na metalach ogółem (szlachetnych + przemysłowych) wzrosła do poziomu 1 452 tys. sztuk (najwyżej od marca 2017 roku).

### Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

### WIG-Energia w tyle za branżowym MSCI

Od 6M obserwujemy gorszy globalny sentyment do utilities z uwagi na zmiany na rynku długu, co odcisnęło piętno również na polskich spółkach, mimo tego że profil dywidendowy zatraciły one już dawno. Ostatnie tygodnie przyniosły już jednak znaczne oderwanie się WIG-Energia od benchmarków europejskich (ponad 8 p.p. różnicy za 1M), co nie znajduje uzasadnienia w fundamentach i wskaźnikach wyceny.

### Ceny cukru (USD/t)

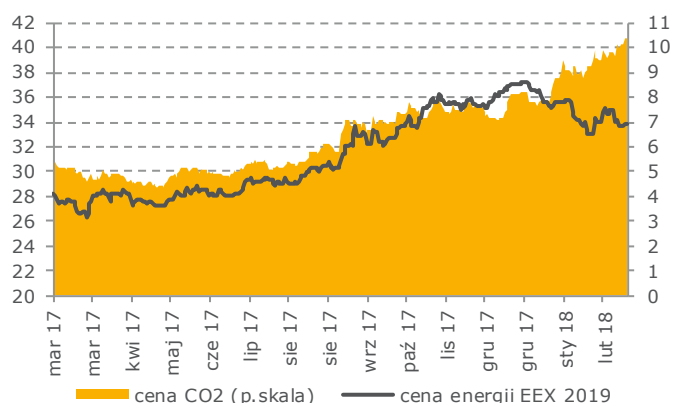
Ceny cukru wyraźnie kontynuują swój spadkowy trend na rynkach światowych w obawie, że kolejnych sezon z rzędu globalny rynek będzie się znajdował w nadpodaży. Na Ukrainie produkcja cukru w sezonie 2017/2018 wyniosła 2,14 mln ton (+6,5% r/r), co oznacza, że drugi rok z rzędu lokalny rynek będzie znajdował się w nadpodaży. Niskie ceny cukru, to negatywna informacja dla Astarty.

### Zwrot tygodniowy oraz YTD

| Spółka         | 1W     | YTD  |
|----------------|--------|------|
| Energa         | -10,3% | -20% |
| JSW            | -6,2%  | -4%  |
| Kęty           | -5,8%  | -15% |
| Grupa Azoty    | -5,5%  | -20% |
| KGHM           | -4,6%  | -7%  |
| PGE            | -4,6%  | -14% |
| PGNiG          | -3,7%  | -5%  |
| OMV            | -2,5%  | -11% |
| ZE PAK         | -2,2%  | -19% |
| ZA Puławy      | -2,0%  | -4%  |
| Enea           | -1,9%  | -11% |
| CEZ            | -1,7%  | -0%  |
| PKN Orlen      | -1,4%  | -13% |
| Astarta        | -1,1%  | +2%  |
| MOL            | -1,1%  | -8%  |
| Tupras         | -1,0%  | -4%  |
| Tauron         | -0,7%  | -11% |
| Boryszew       | -0,7%  | +5%  |
| Tarczyński     | -0,4%  | +14% |
| IMC            | +0,0%  | +4%  |
| Impexmetal     | +0,0%  | +2%  |
| LW Bogdanka    | +0,2%  | -22% |
| Unipetrol      | +0,4%  | -0%  |
| ZCh Police     | +0,5%  | -5%  |
| Lotos          | +2,9%  | -2%  |
| Kernel         | +3,6%  | +2%  |
| Orzeł Biały    | +7,6%  | -4%  |
| Indeksy WIG    | 1W     | YTD  |
| WIG            | -2,9%  | -5%  |
| Chemia         | -5,2%  | -12% |
| Energia        | -4,1%  | -13% |
| Paliwa         | -1,5%  | -10% |
| Spożywczy      | +0,6%  | +4%  |
| Surowce        | -4,8%  | -6%  |
| Ukraina        | +0,8%  | +3%  |
| Indeksy sektor | 1W     | YTD  |
| Górnictwo      | -6,1%  | -2%  |
| Oil & Gas E&P  | -3,1%  | -6%  |
| Refining EU    | -1,2%  | +0%  |
| Refining US    | -0,4%  | -4%  |
| Agri & Food    | -2,2%  | -9%  |
| Kauczuki       | -5,5%  | -8%  |
| Nawozy         | -1,2%  | +1%  |
| Chemicals EU   | -3,1%  | -1%  |
| Industrials EU | -3,7%  | -4%  |
| Petchem World  | -2,1%  | +2%  |
| Utilities EU   | -2,5%  | -7%  |
| Utilities US   | -0,7%  | -5%  |

## Energetyka

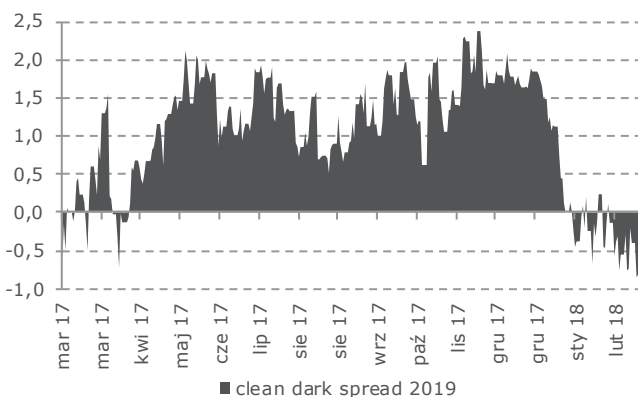
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO<sub>2</sub> (EUR/t)



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



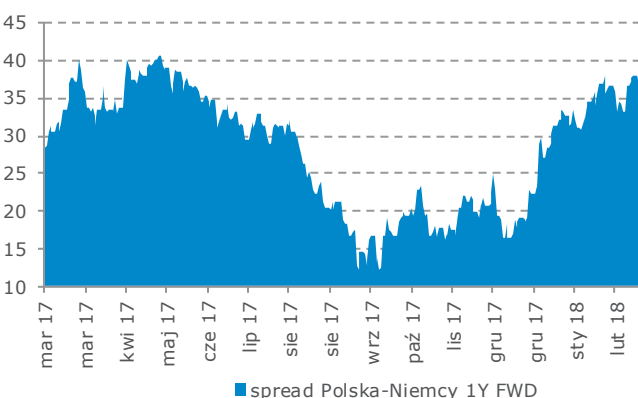
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



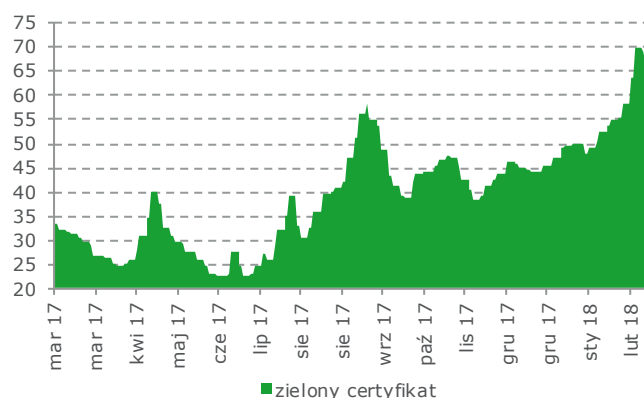
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



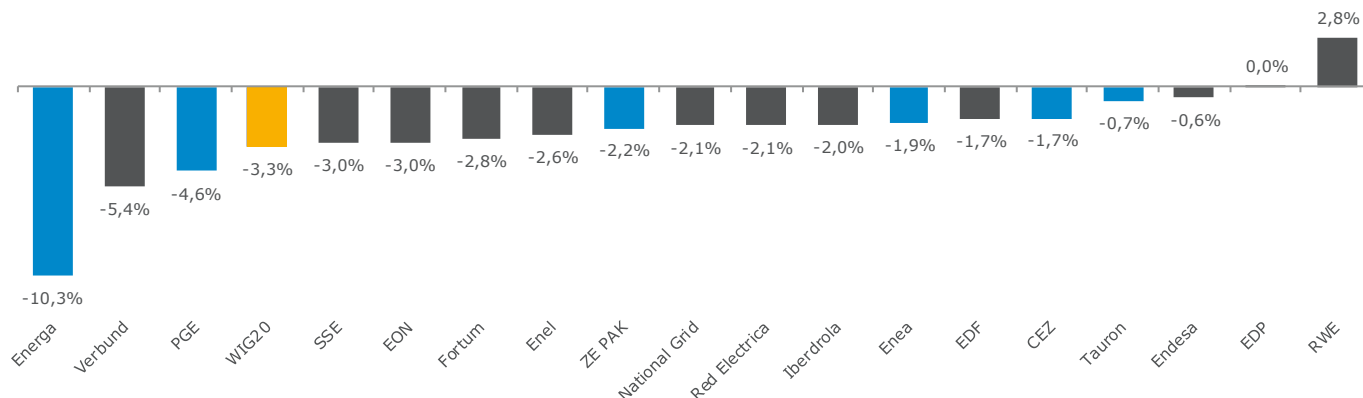
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



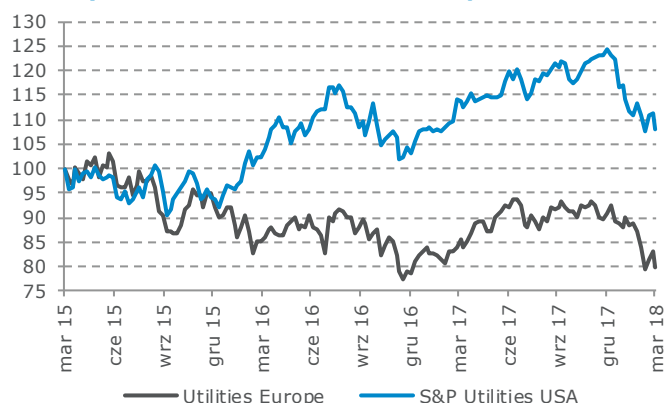
Tygodniowy performance spółek energetycznych



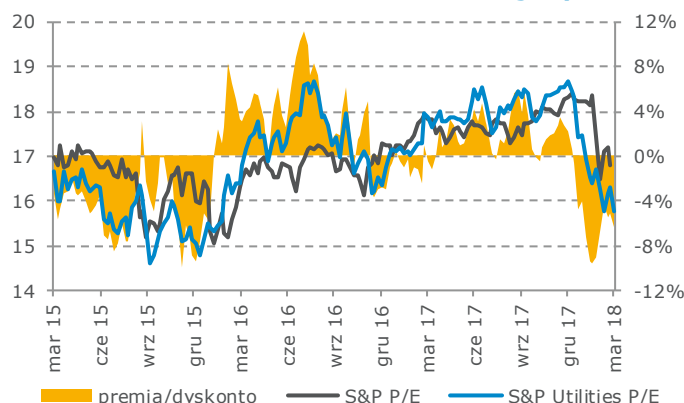
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Energetyka

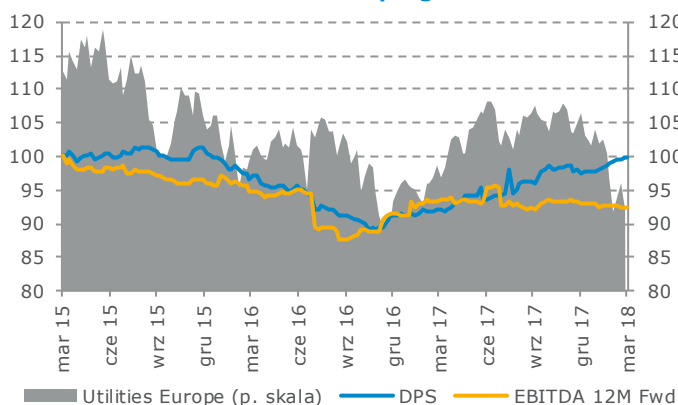
### Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



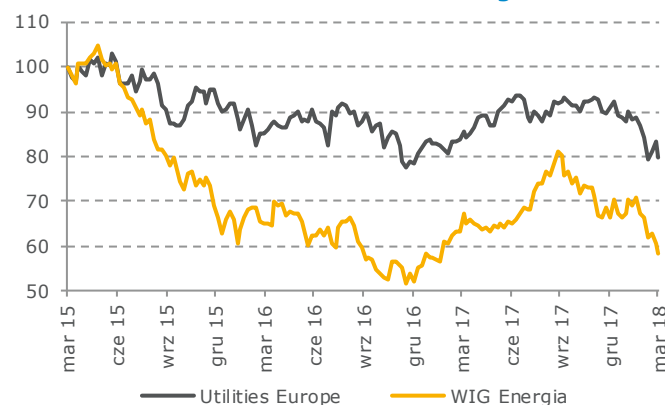
### Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



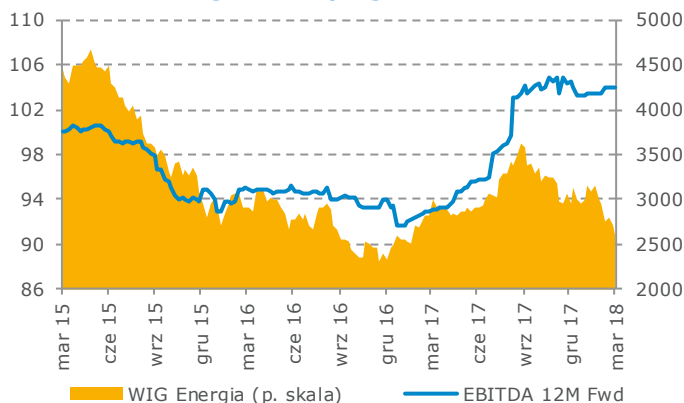
### Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



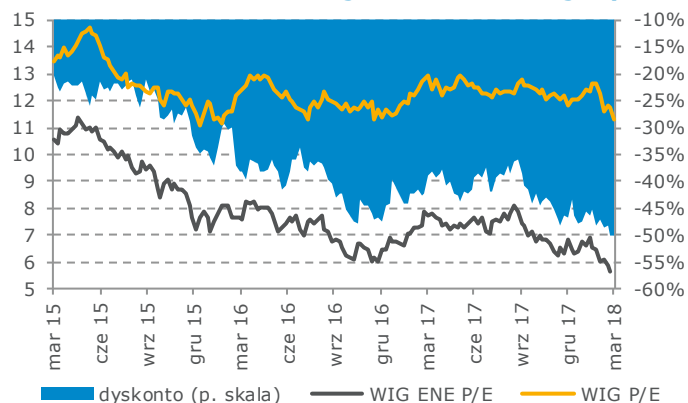
### Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



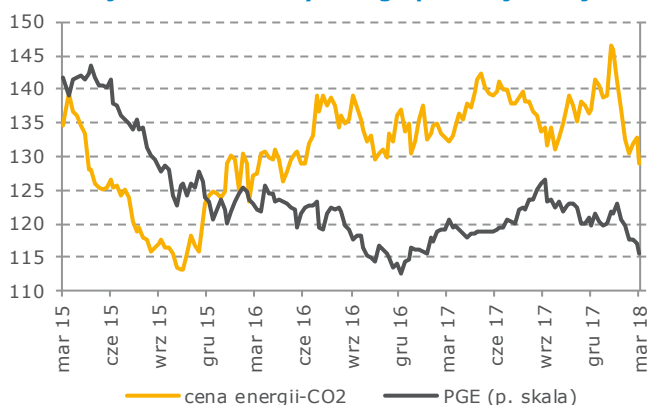
### Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



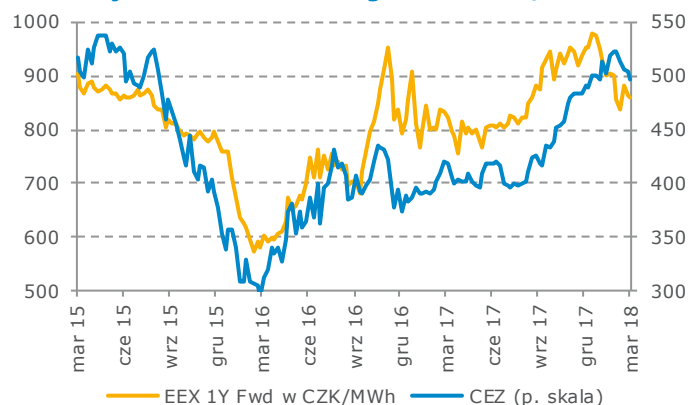
### Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



### Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO<sub>2</sub>



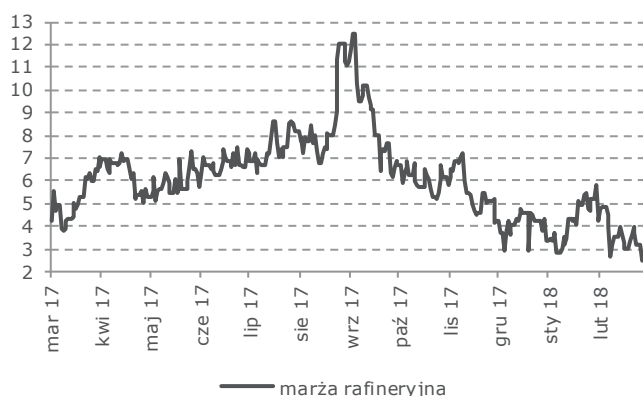
### Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



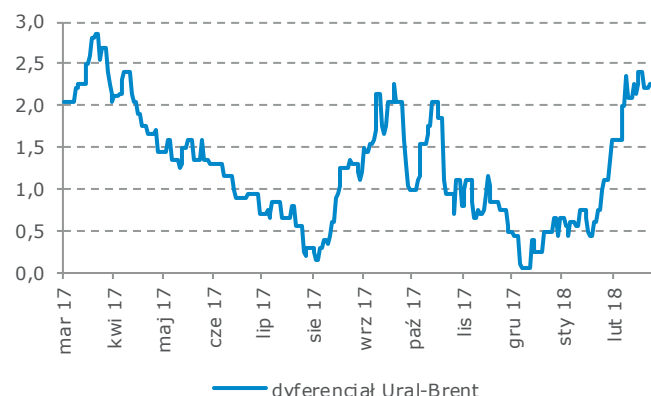
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

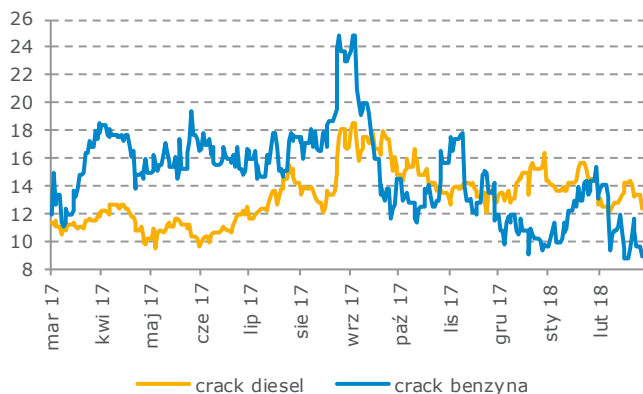
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



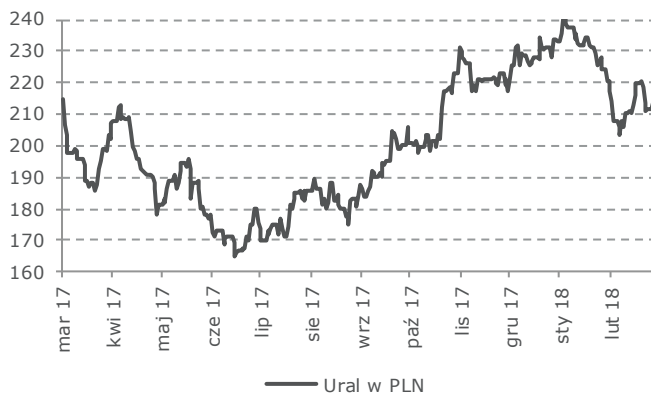
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



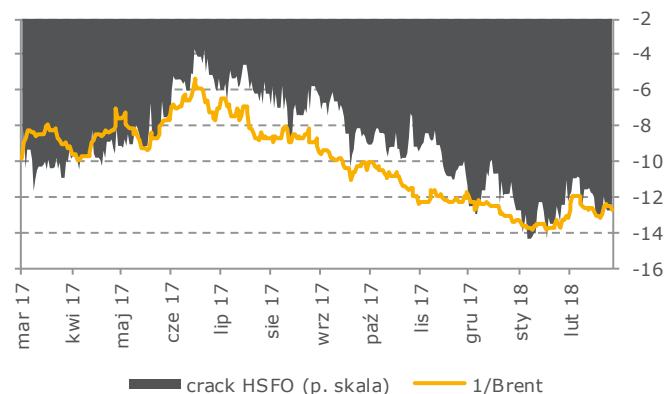
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



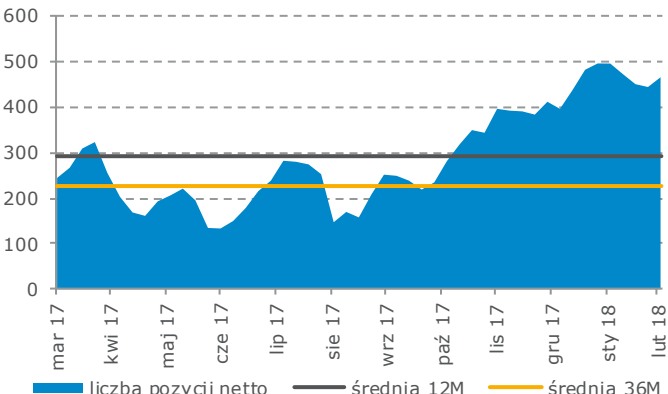
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



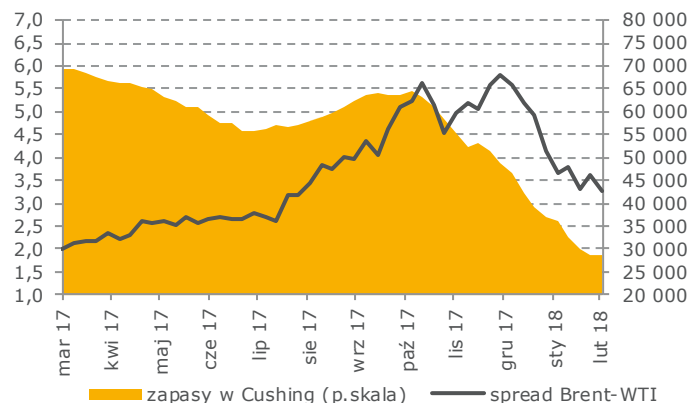
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



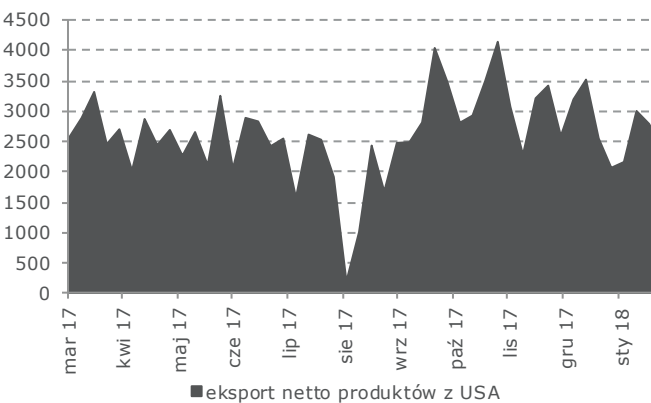
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



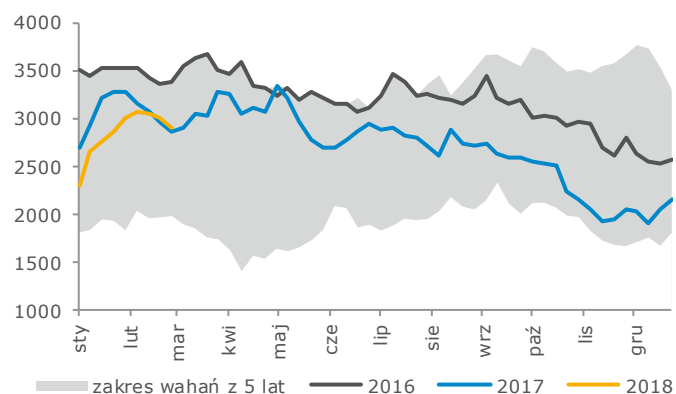
Eksport netto paliw z USA



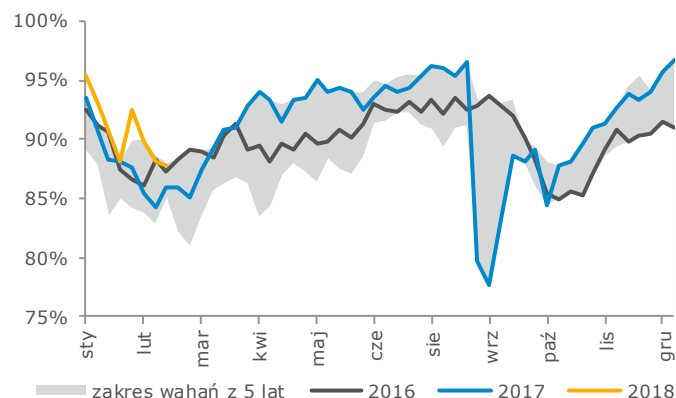
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Paliwa

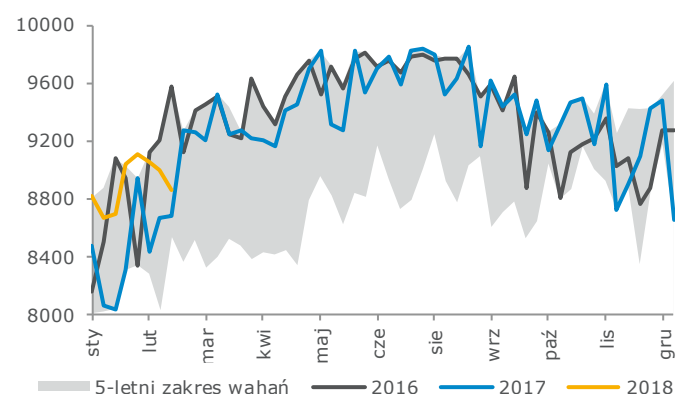
### Zapasy diesla w portach ARA



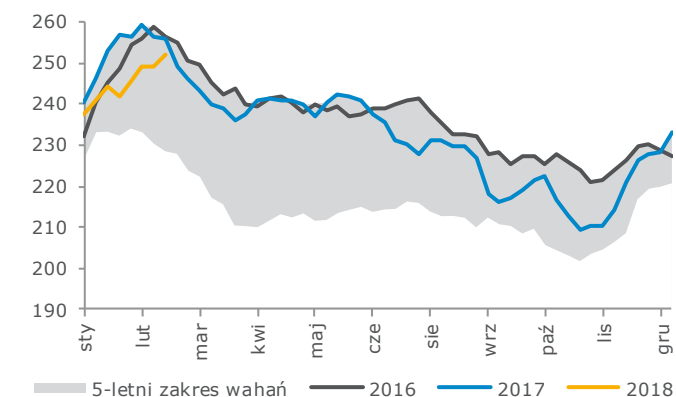
### Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



### Popyt na benzynę w USA



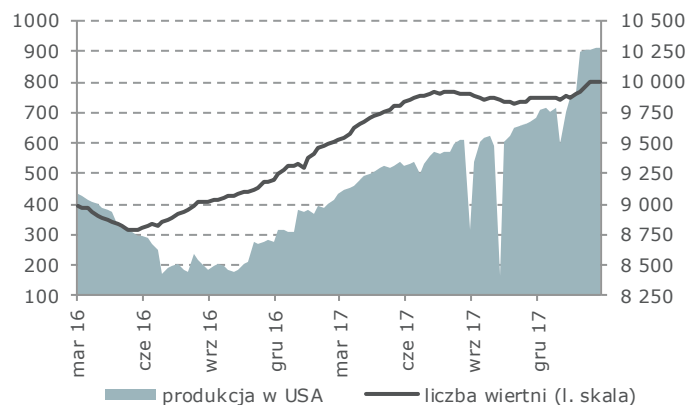
### Zapasy benzyny w USA



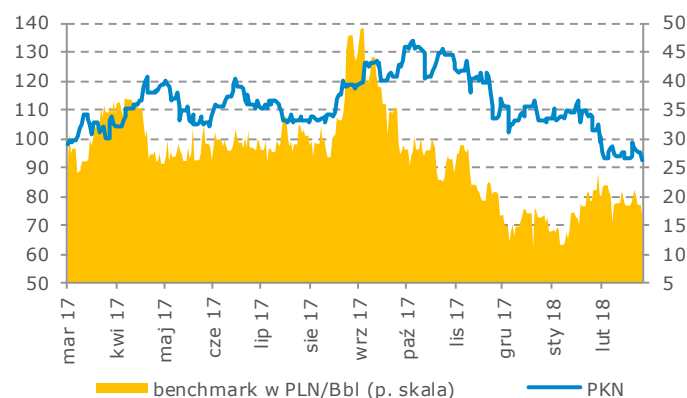
### Globalne przestoje remontowe w rafineriach



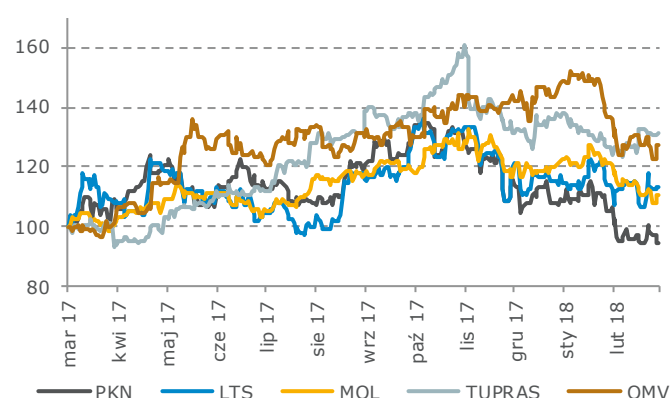
### Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



### PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



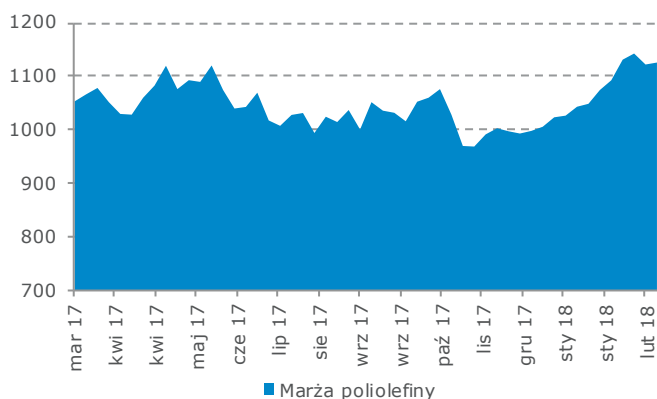
### Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



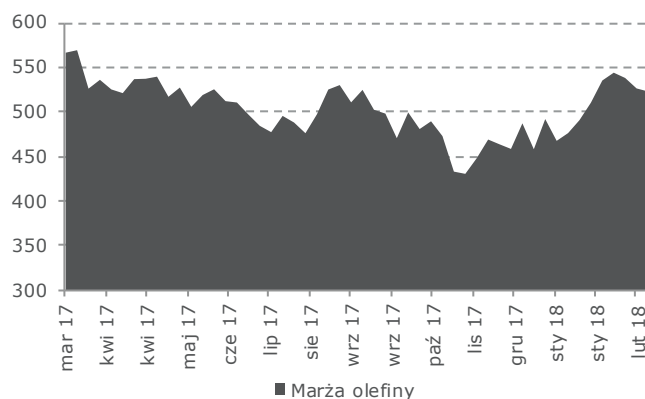
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Petrochemia/Gaz

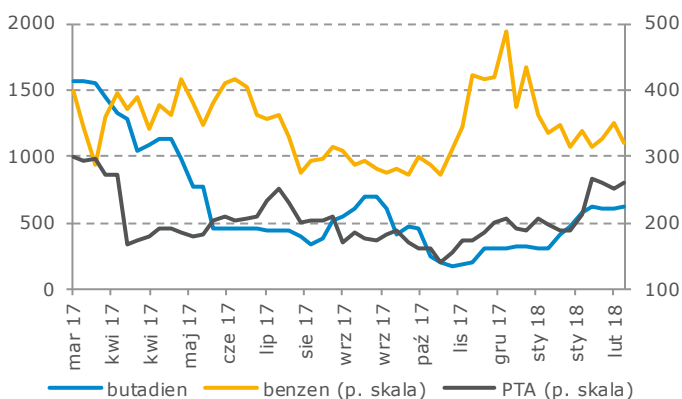
**Marża petrochemiczna poliolefiny**



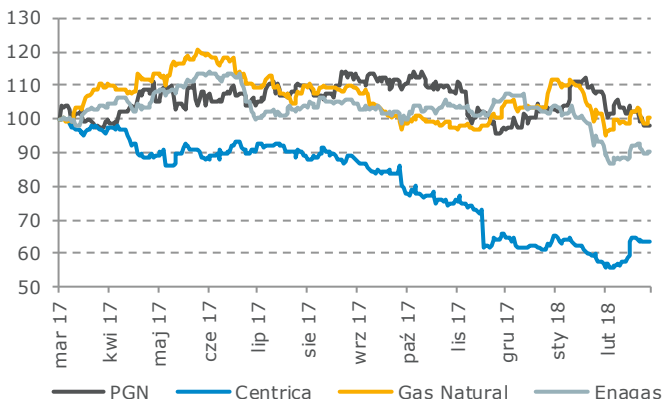
**Marża petrochemiczna olefiny**



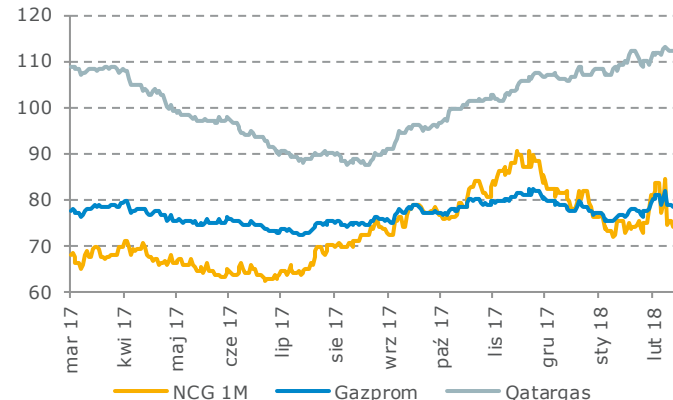
**Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)**



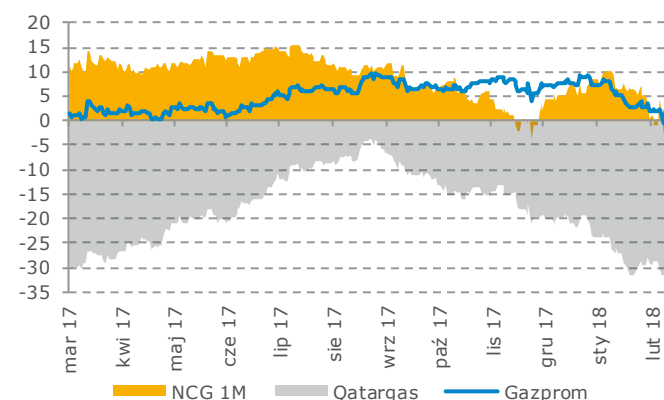
**Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej**



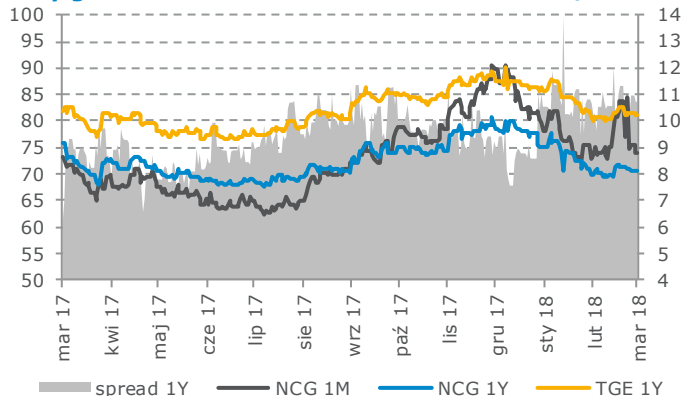
**Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh**



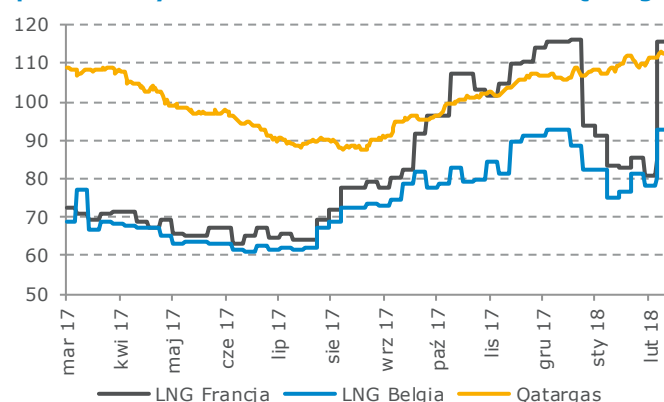
**Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh**



**Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh**



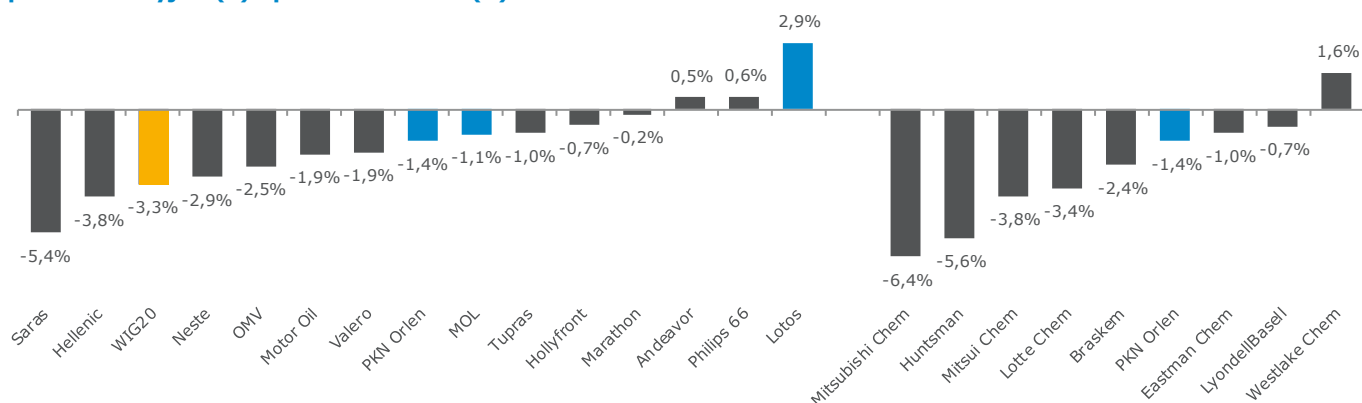
**Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas**



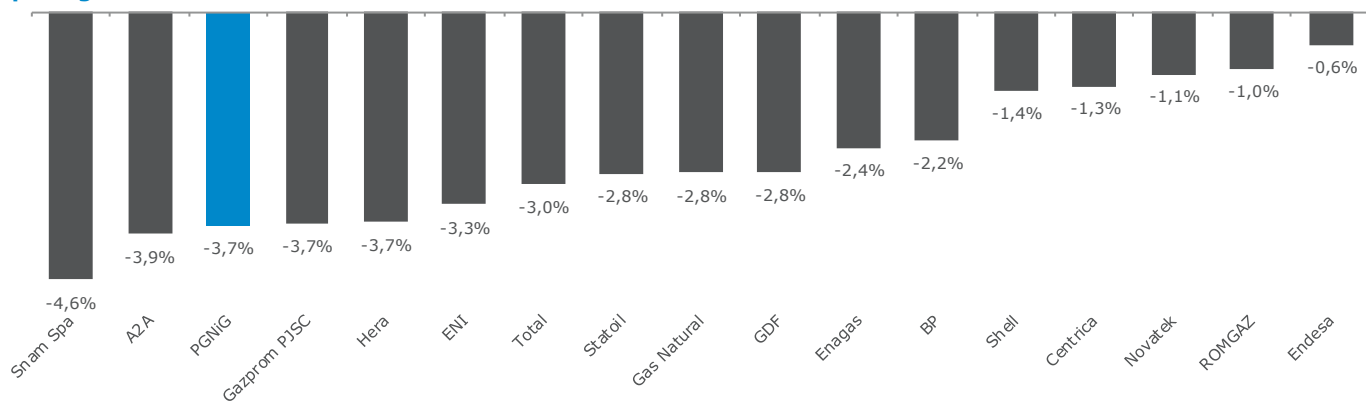
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Tygodniowy performance

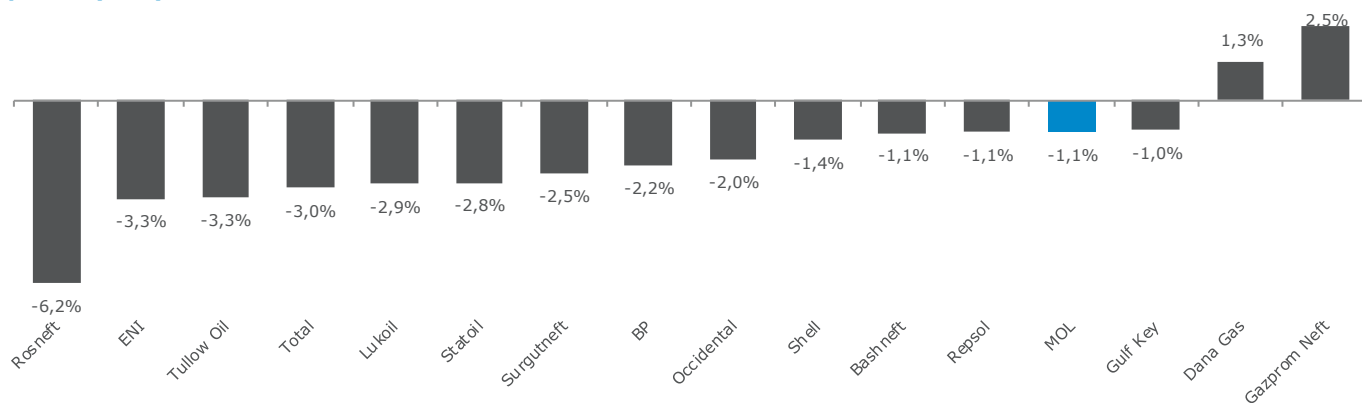
### Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



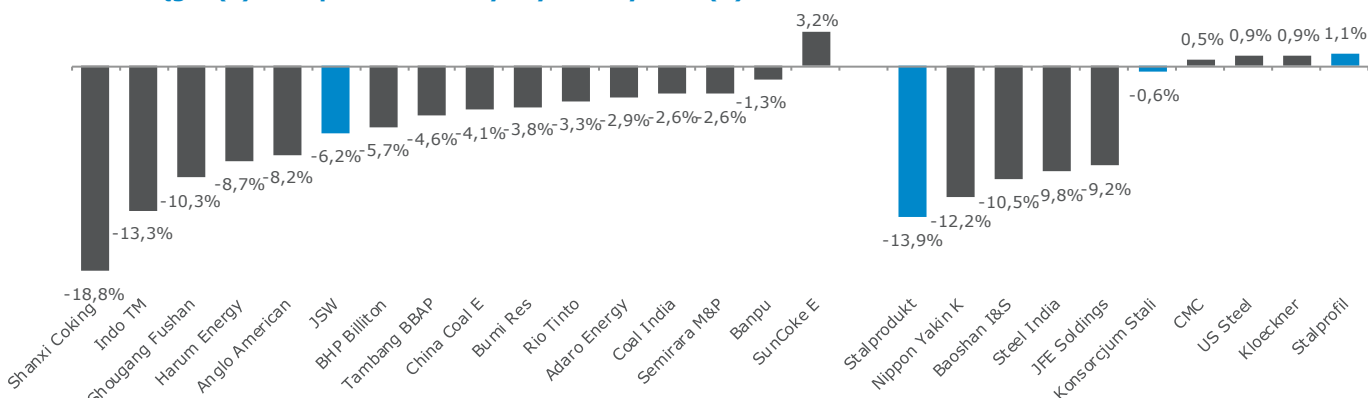
### Spółki gazowe



### Spółki wydobywcze



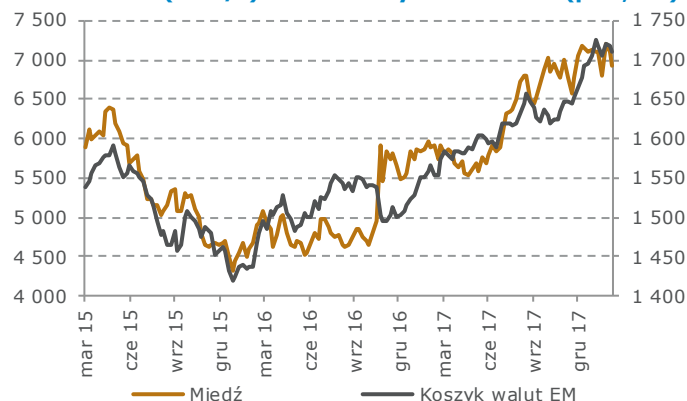
### Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



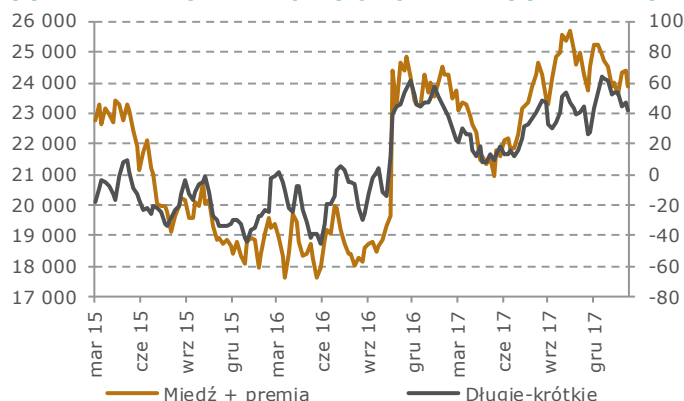
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

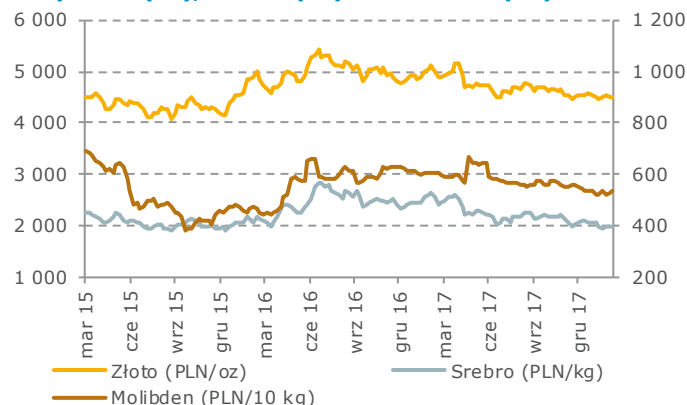
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



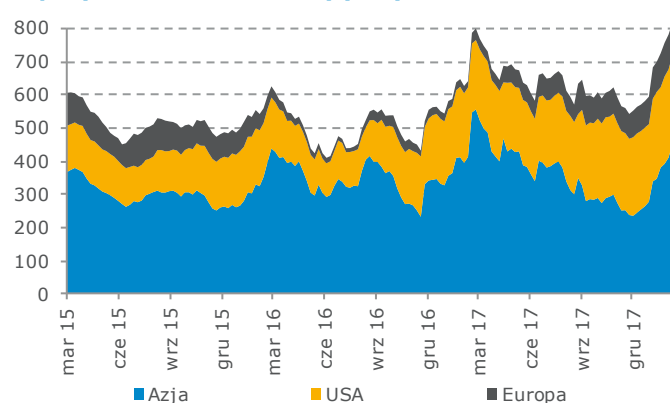
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



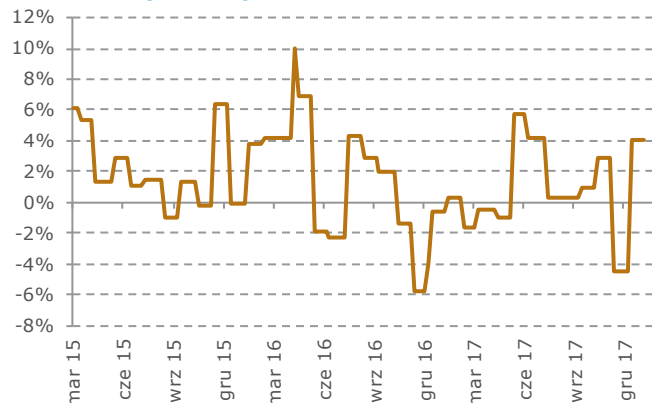
Wartości premii produkcyjnej dla miedzi (PLN/t)



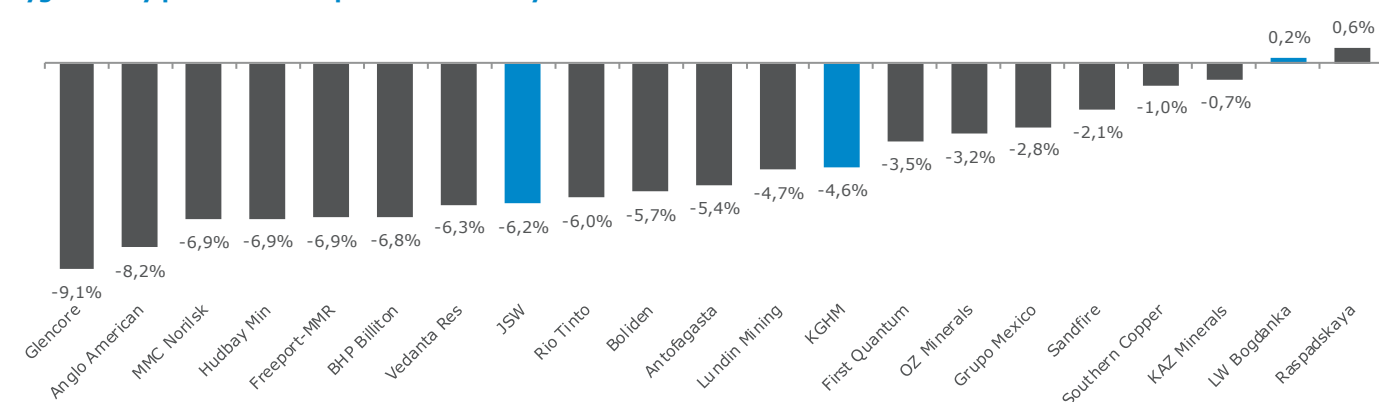
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



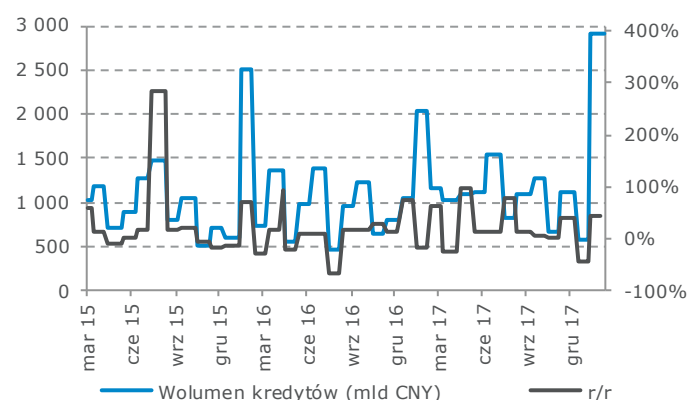
Tygodniowy performance spółek surowcowych



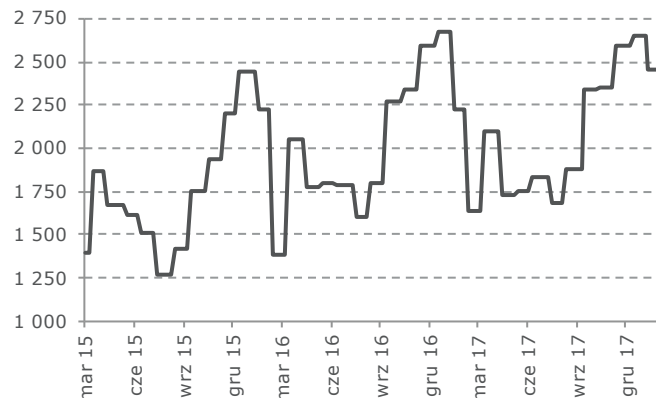
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (miedź)

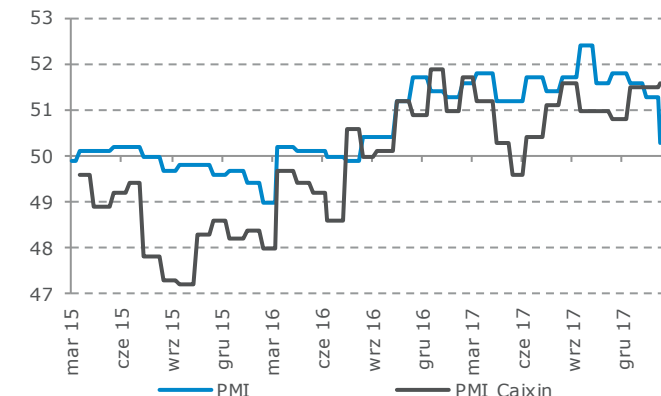
### Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



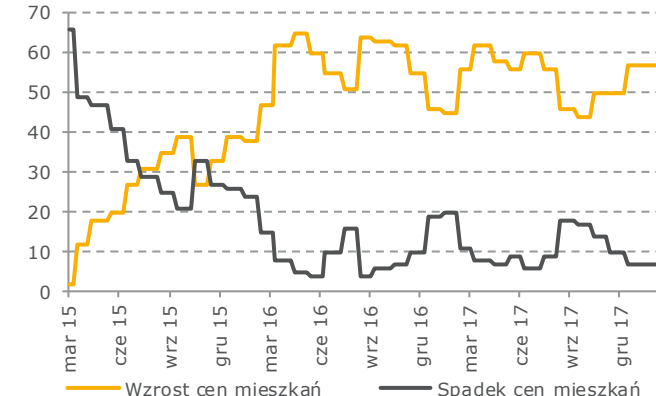
### Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



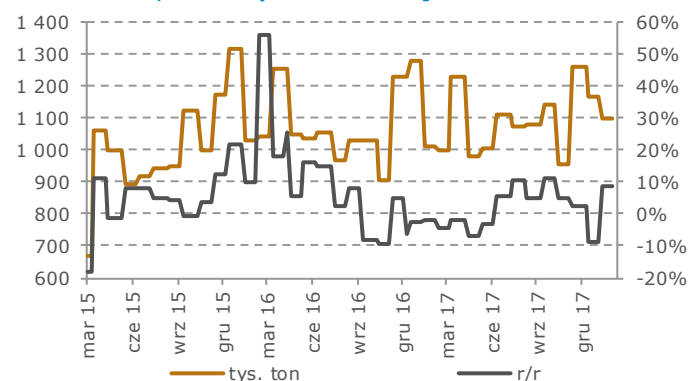
### Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



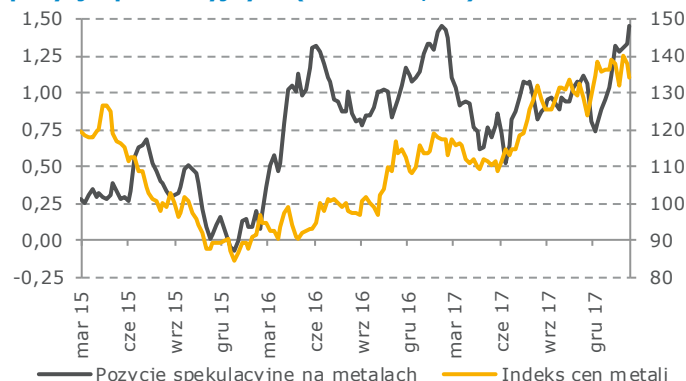
### Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



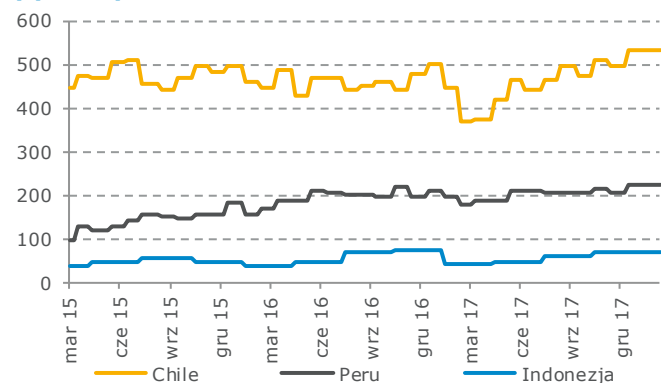
### Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



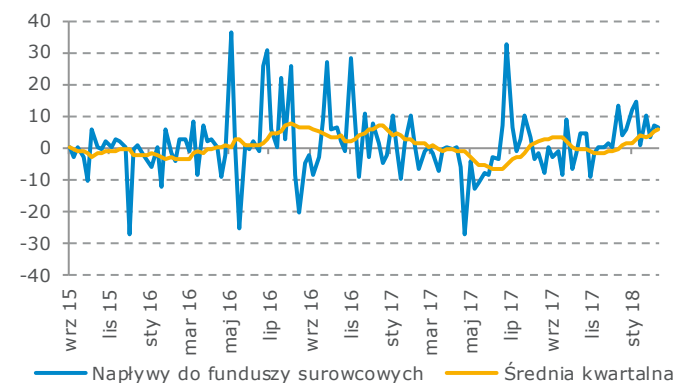
### Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



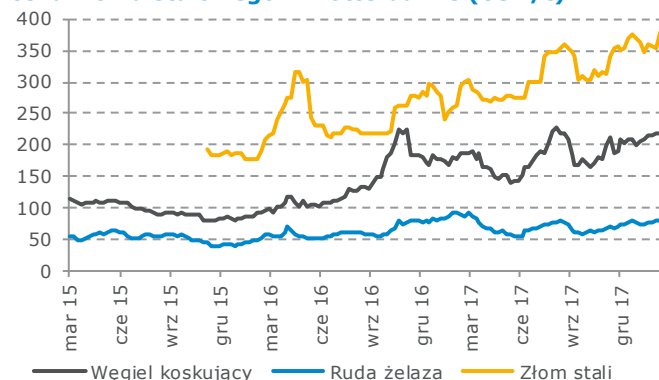
### Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



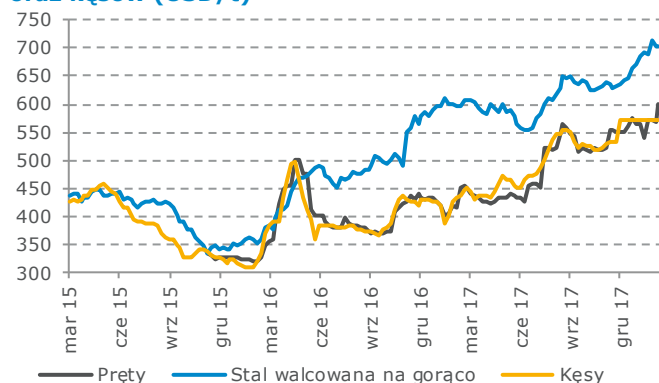
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Surowce (stal)

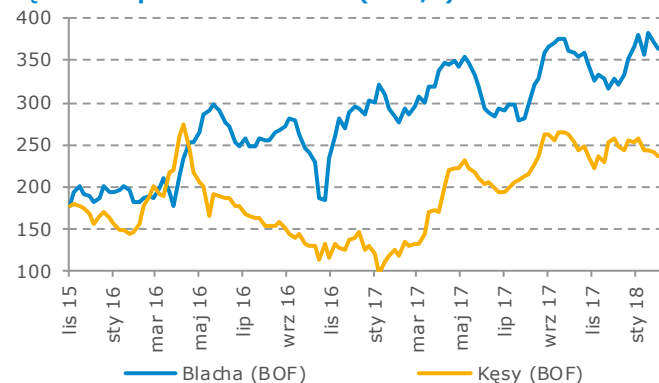
**Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)**



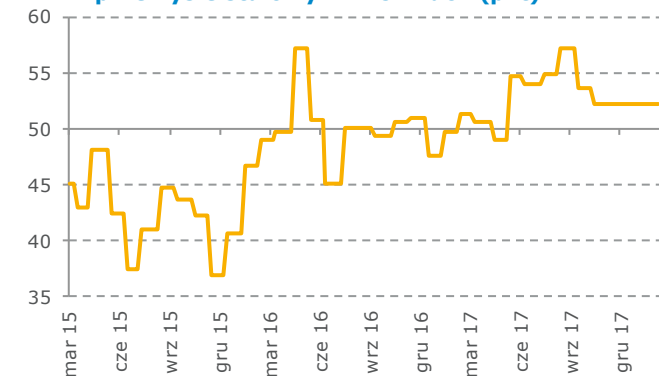
**Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)**



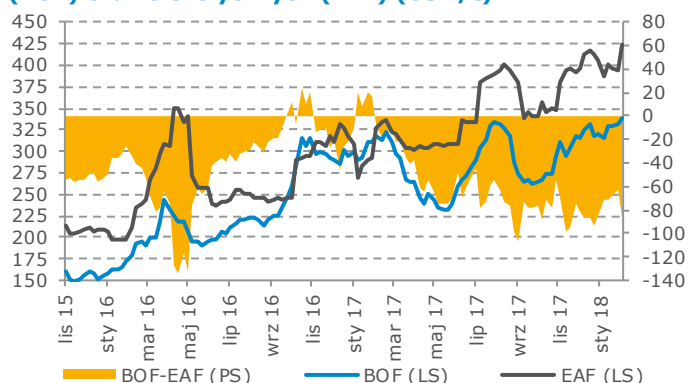
**Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)**



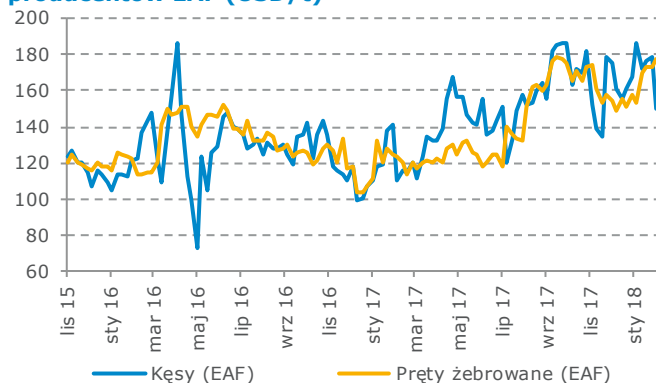
**PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**



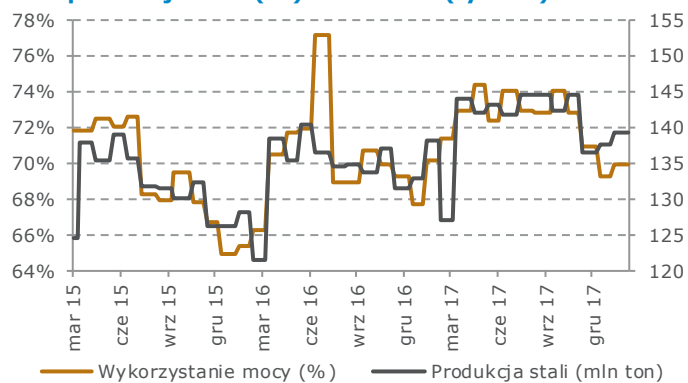
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



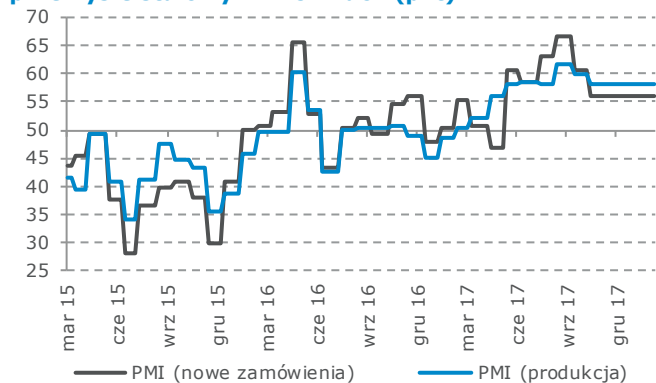
**Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)**



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

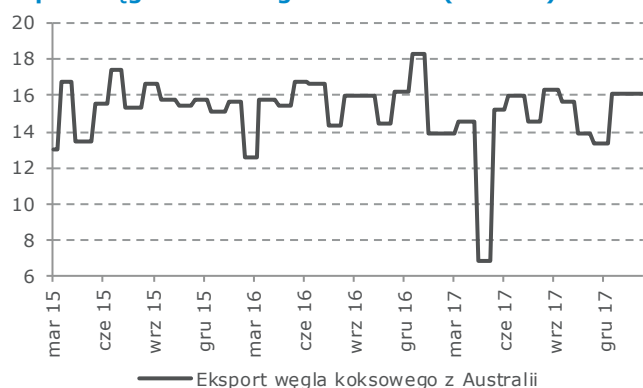


**PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)**

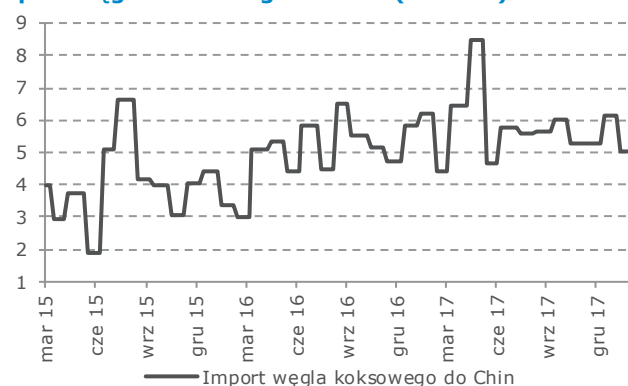


## Surowce (stal)

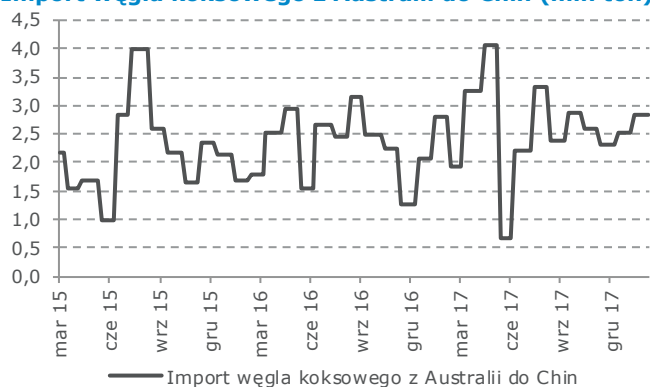
### Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



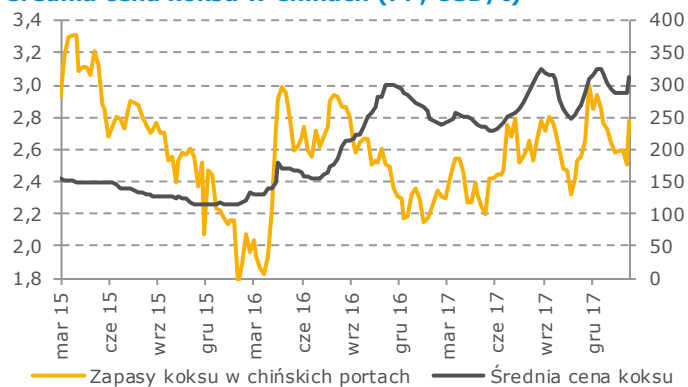
### Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



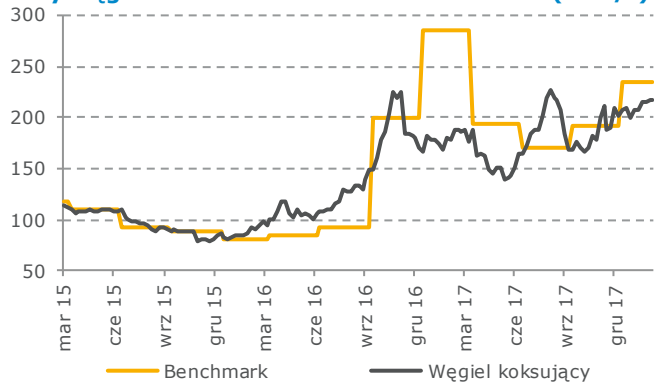
### Import węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



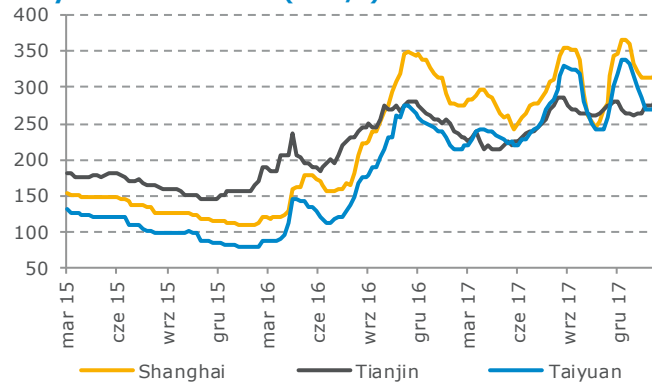
### Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



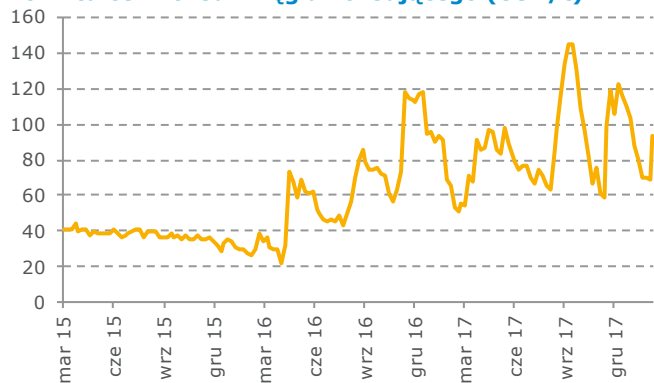
### Ceny węgla koks. w Chinach oraz benchmark (USD/t)



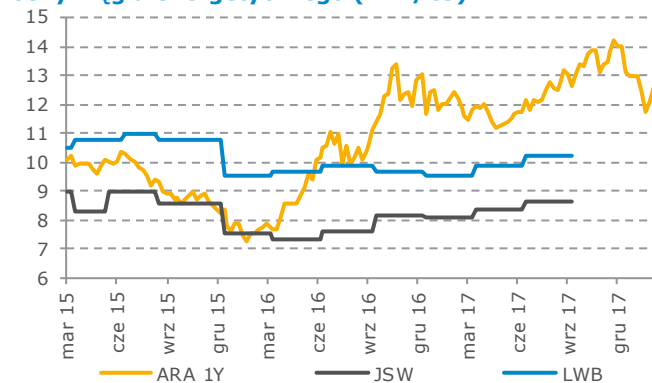
### Ceny koksu w Chinach (USD/t)



### Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



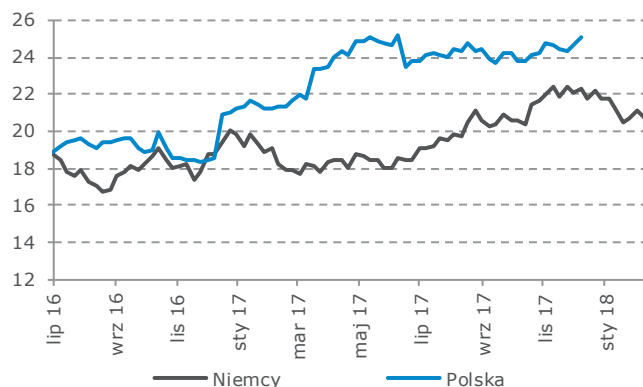
### Ceny węgla energetycznego (PLN/GJ)



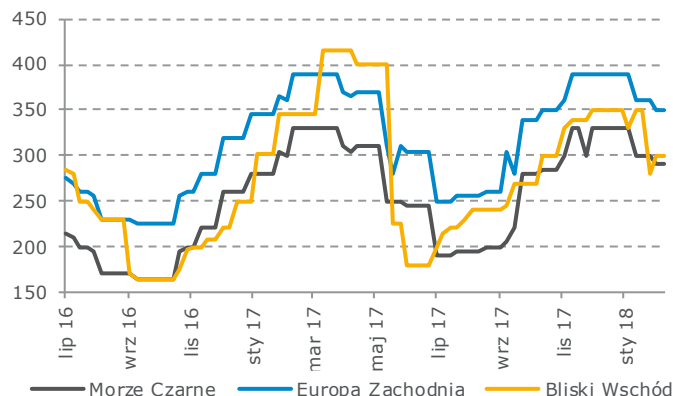
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

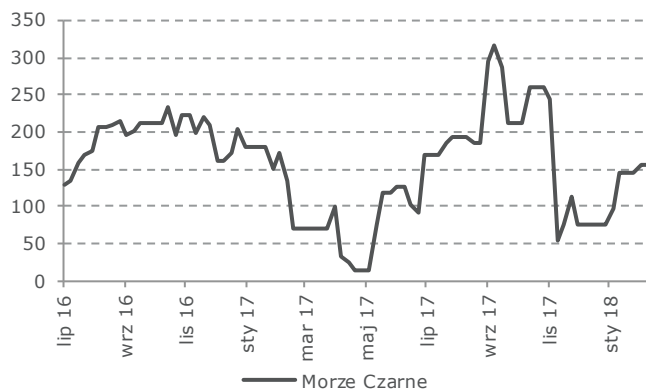
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



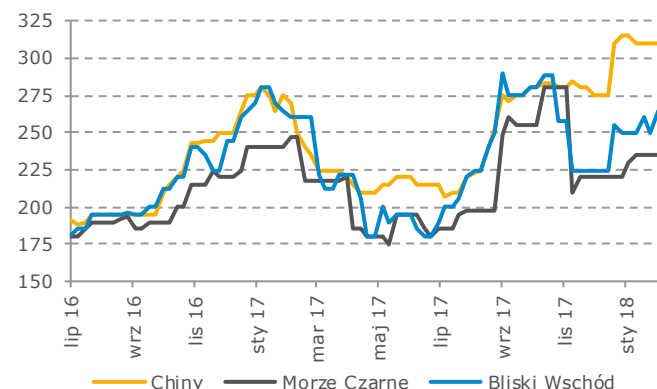
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



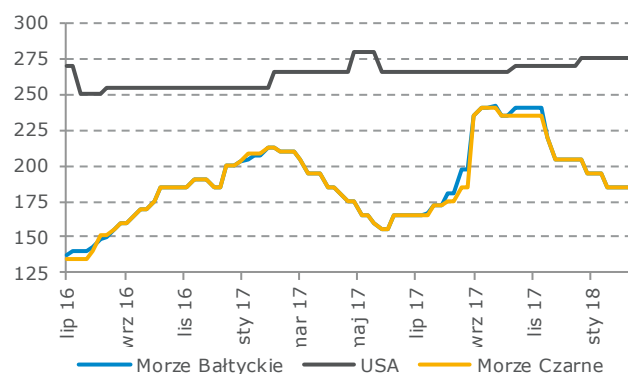
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



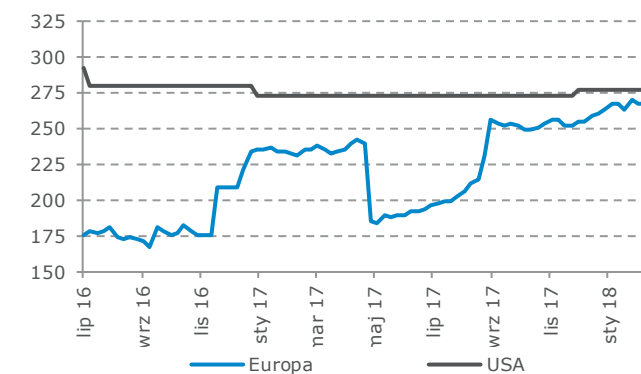
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



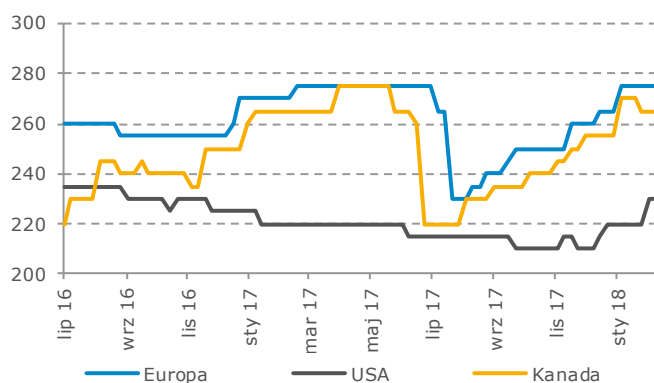
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



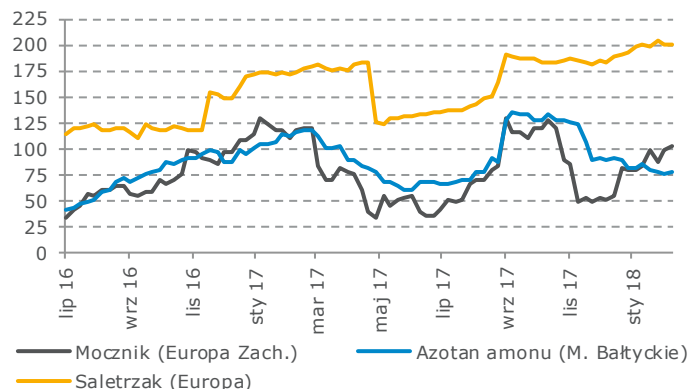
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



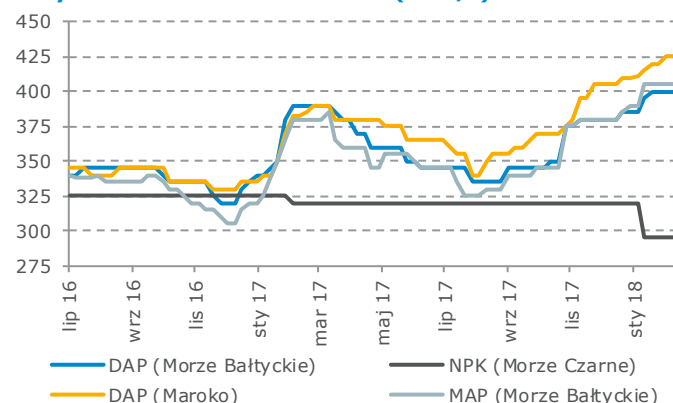
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



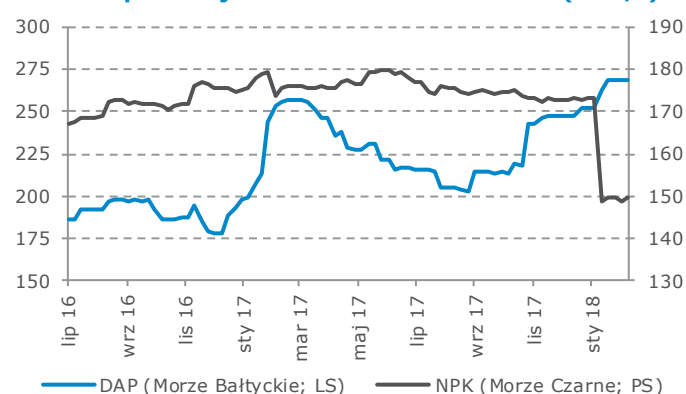
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Nawozy

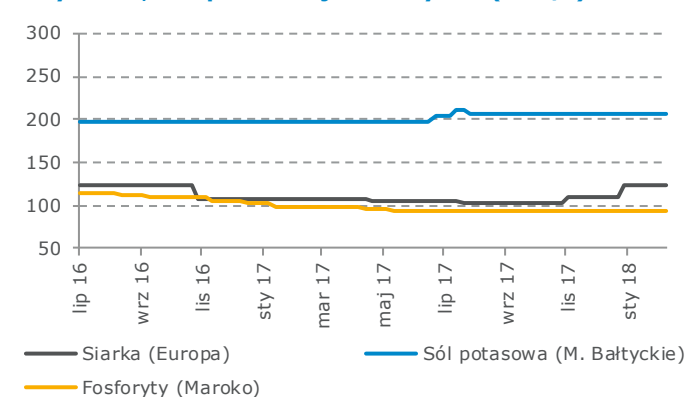
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



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



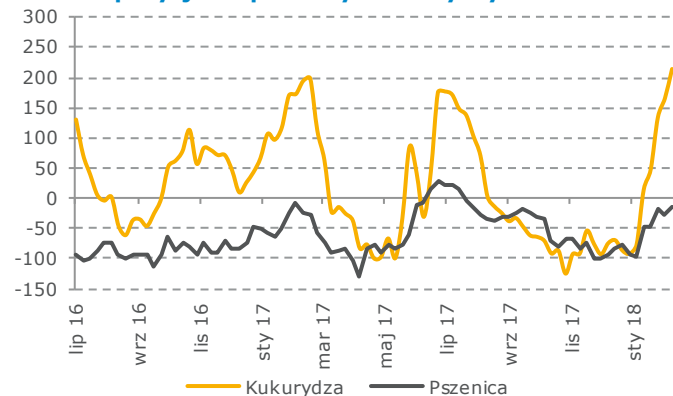
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



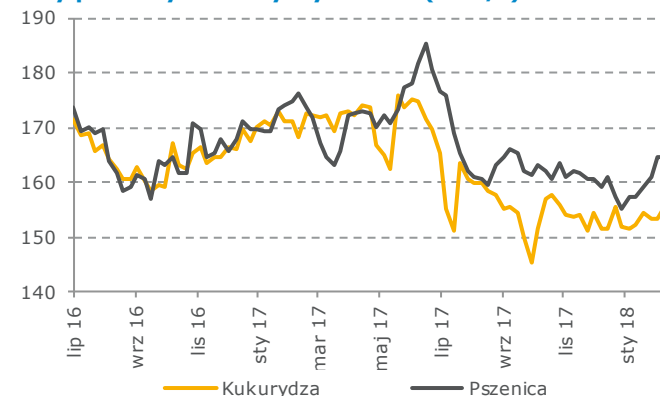
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



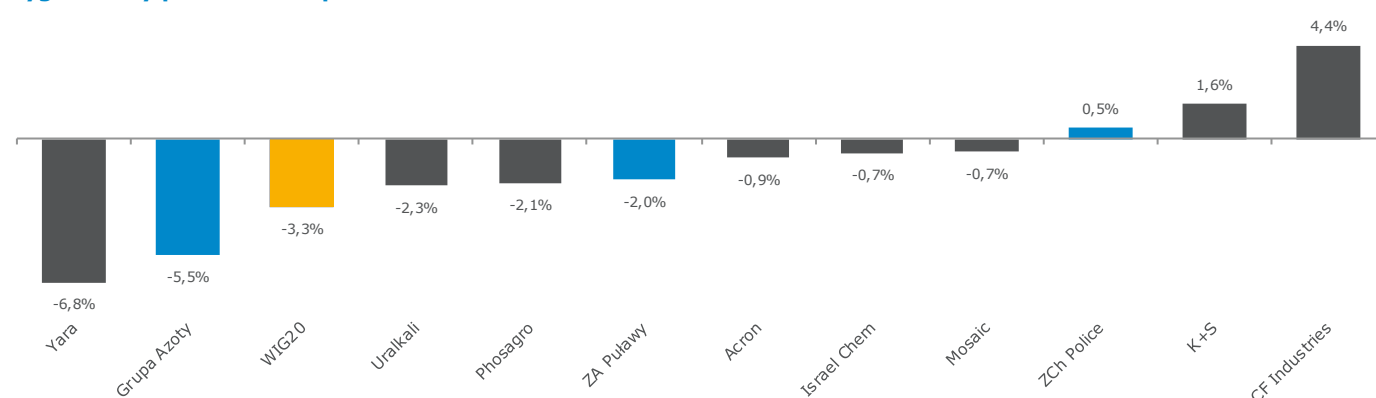
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



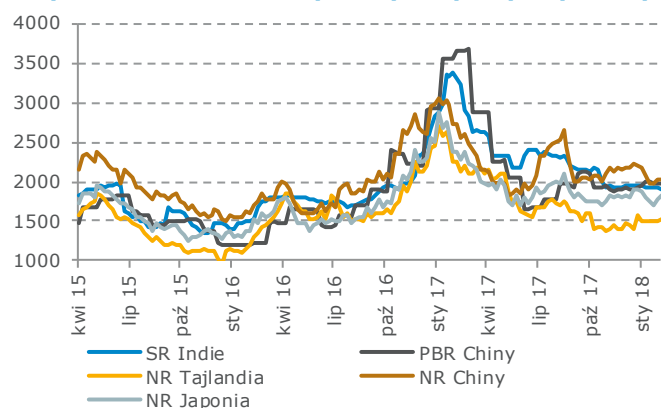
Tygodniowy performance producentów nawozów



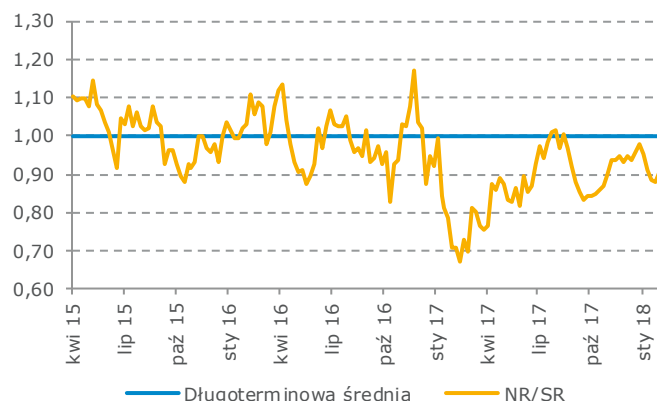
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Kauczuki syntetyczne

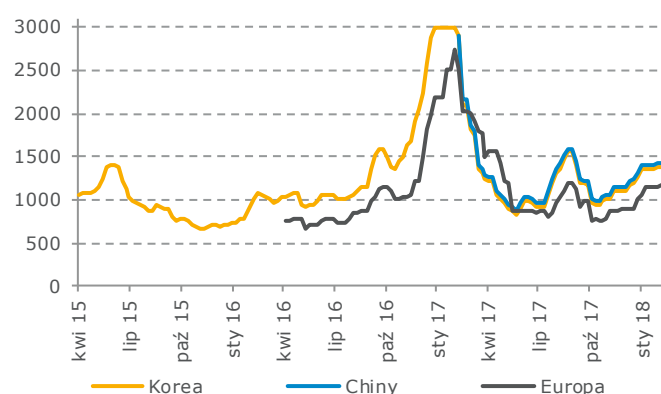
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



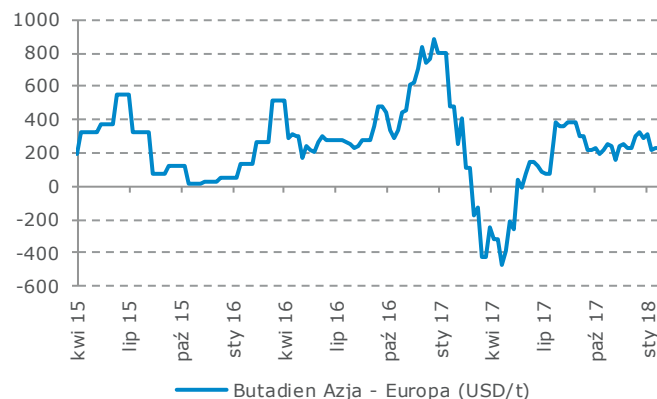
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



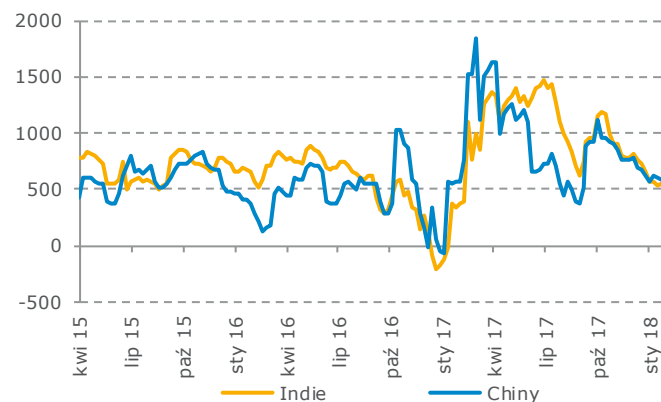
Ceny butadienu (USD/t)



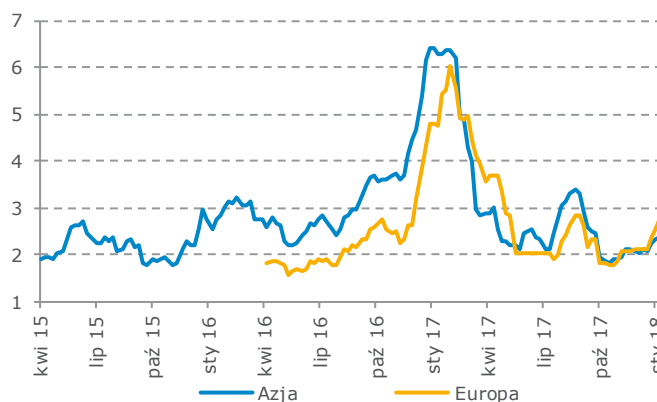
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



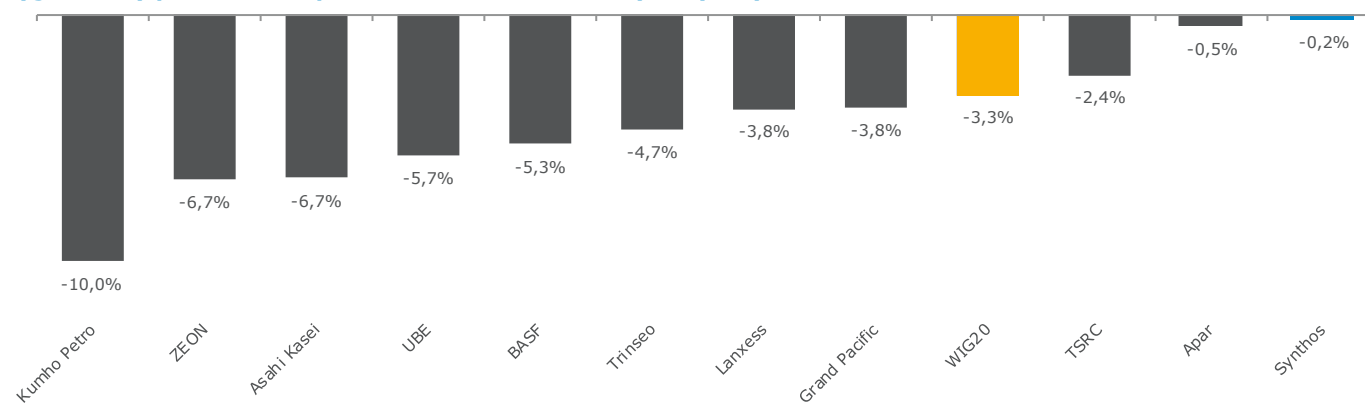
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



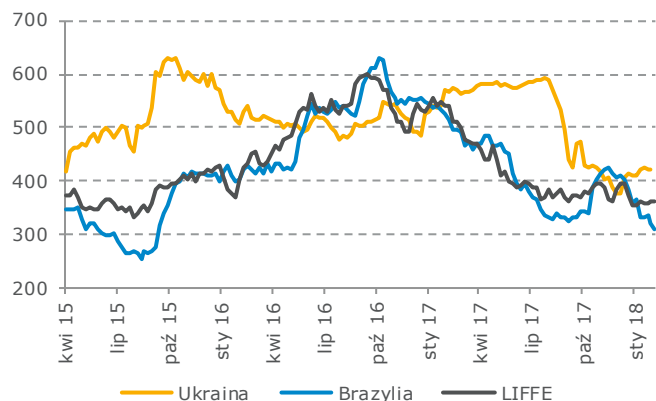
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



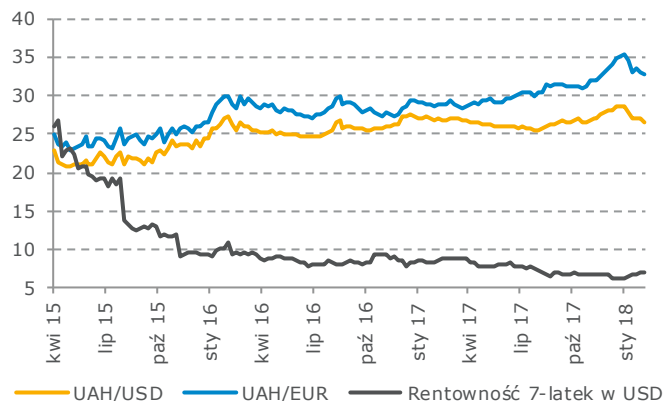
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Rynek spożywczy

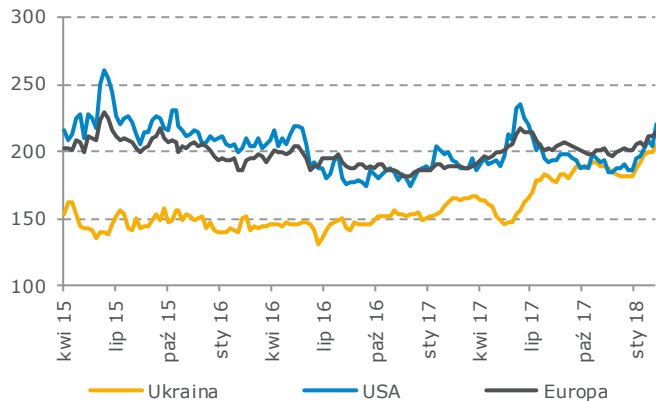
### Cena cukru (USD/Mt)



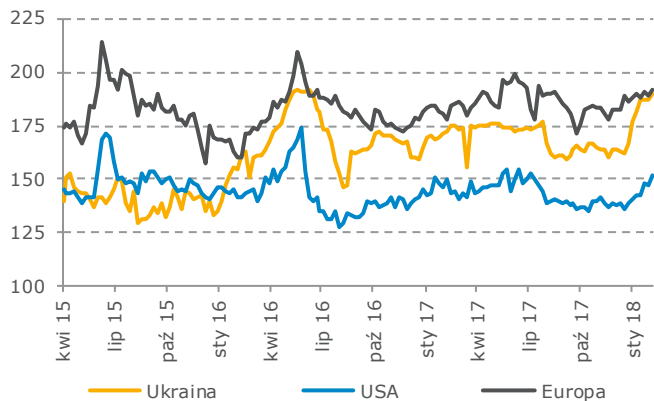
### Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



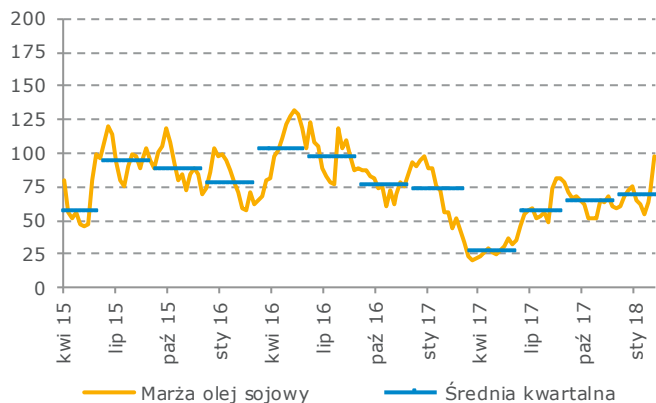
### Cena pszenicy (USD/Mt)



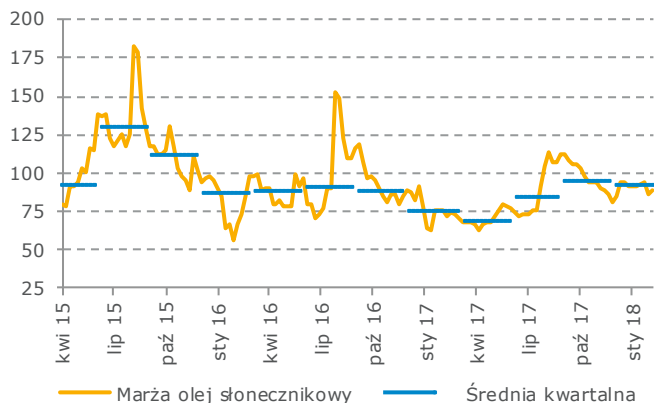
### Cena kukurydzy (USD/Mt)



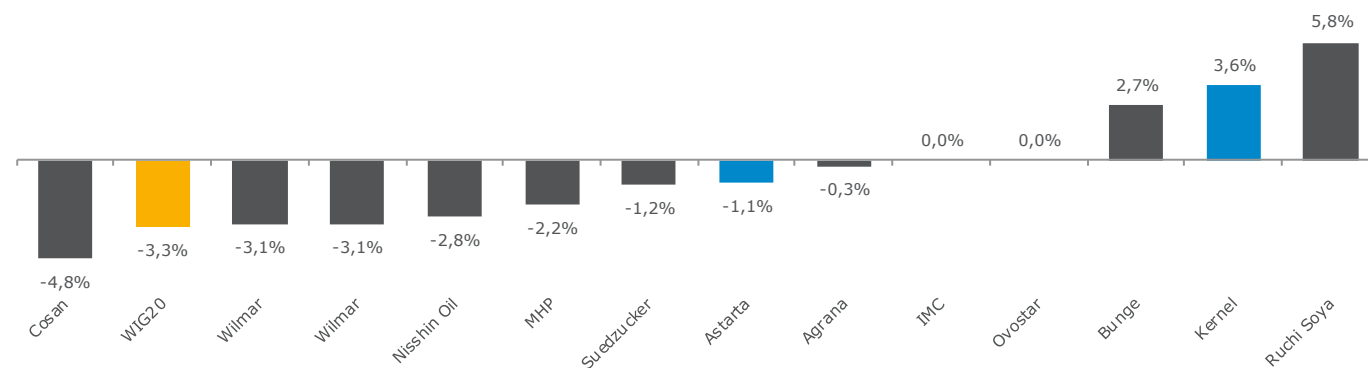
### Marża modelowa na soi (USD/Mt)



### Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



## Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

### Wycena spółek energetycznych (2018-03-05)

|                     | Cena  | EV/ EBITDA |      |      | EV/ S |      |      | P/ E |      |      | marża EBITDA |      |      | DY    |       |       |
|---------------------|-------|------------|------|------|-------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|-------|-------|-------|
|                     |       | 2016       | 2017 | 2018 | 2016  | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016  | 2017  | 2018  |
| SPÓŁKI ENERGETYCZNE |       |            |      |      |       |      |      |      |      |      |              |      |      |       |       |       |
| CEZ                 | 496,0 | 7,1        | 7,6  | 7,4  | 2,0   | 2,0  | 2,0  | 18,7 | 13,9 | 16,7 | 29%          | 27%  | 28%  | 8,0%  | 6,7%  | 6,5%  |
| Enea                | 10,2  | 4,2        | 4,2  | 4,2  | 0,9   | 1,0  | 1,0  | 5,7  | 4,2  | 5,4  | 21%          | 24%  | 23%  | 0,0%  | 2,5%  | 3,6%  |
| Energa              | 10,2  | 4,4        | 4,0  | 3,9  | 0,9   | 0,8  | 0,8  | 27,8 | 5,1  | 5,1  | 20%          | 21%  | 21%  | 4,8%  | 1,9%  | 3,0%  |
| PGE                 | 10,4  | 3,3        | 3,7  | 4,0  | 0,9   | 1,2  | 1,2  | 7,6  | 7,3  | 6,6  | 26%          | 32%  | 29%  | 2,4%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Tauron              | 2,7   | 4,0        | 3,9  | 4,6  | 0,8   | 0,8  | 0,9  | 12,9 | 3,4  | 4,2  | 19%          | 20%  | 19%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| ZE PAK *            | 12,3  | 1,7        | 1,7  | 2,1  | 0,4   | 0,4  | 0,5  | 2,5  | 2,6  | 3,3  | 21%          | 23%  | 23%  | 10,5% | 10,6% | 10,6% |
| EDF                 | 10,5  | 3,9        | 5,0  | 4,6  | 1,0   | 1,0  | 1,0  | 9,8  | 19,9 | 16,9 | 24%          | 20%  | 22%  | 8,0%  | 2,9%  | 2,8%  |
| EDP                 | 2,8   | 7,5        | 8,1  | 8,3  | 2,0   | 2,0  | 2,1  | 10,8 | 12,5 | 12,8 | 26%          | 24%  | 25%  | 6,8%  | 6,8%  | 6,8%  |
| Endesa              | 17,6  | 7,0        | 7,0  | 7,0  | 1,3   | 1,2  | 1,2  | 13,2 | 13,3 | 13,2 | 18%          | 18%  | 18%  | 7,6%  | 7,6%  | 7,6%  |
| Enel                | 4,7   | 7,1        | 7,0  | 6,7  | 1,5   | 1,5  | 1,4  | 18,1 | 13,2 | 11,6 | 22%          | 21%  | 22%  | 3,8%  | 4,8%  | 5,9%  |
| EON                 | 8,4   | 8,7        | 5,3  | 5,4  | 0,7   | 0,7  | 0,7  | -    | 13,2 | 13,1 | 8%           | 13%  | 13%  | 2,5%  | 3,6%  | 5,3%  |
| Fortum              | 17,9  | 16,4       | 13,3 | 12,0 | 4,6   | 3,7  | 3,4  | 28,5 | 25,2 | 19,7 | 28%          | 28%  | 28%  | 4,2%  | 5,9%  | 6,0%  |
| Iberdola            | 6,0   | 9,6        | 10,3 | 8,7  | 2,7   | 2,6  | 2,2  | 14,2 | 13,9 | 13,3 | 28%          | 25%  | 25%  | 4,7%  | 5,3%  | 5,5%  |
| National Grid       | 7,5   | 10,7       | 7,8  | 9,6  | 3,2   | 2,9  | 3,2  | 10,9 | 10,9 | 12,7 | 30%          | 38%  | 33%  | 5,8%  | 5,9%  | 7,8%  |
| Red Electrica       | 16,1  | 9,4        | 9,3  | 9,1  | 7,4   | 7,2  | 7,0  | 13,6 | 13,0 | 12,4 | 78%          | 78%  | 77%  | 5,0%  | 5,7%  | 6,1%  |
| RWE                 | 16,9  | 9,3        | 4,2  | 4,6  | 0,5   | 0,5  | 0,5  | -    | 8,6  | 12,0 | 6%           | 12%  | 11%  | -     | 5,9%  | 3,4%  |
| SSE                 | 12,2  | 17,4       | 9,1  | 8,9  | 0,8   | 0,7  | 0,7  | 26,4 | 9,9  | 10,5 | 4%           | 8%   | 8%   | 7,4%  | 7,5%  | 7,8%  |
| Verbund             | 20,9  | 9,8        | 11,9 | 13,0 | 3,7   | 3,6  | 3,7  | 17,1 | 22,5 | 26,0 | 37%          | 31%  | 28%  | 1,4%  | 1,8%  | 1,7%  |
| Mediana             |       | 7.3        | 7.0  | 6.8  | 1.1   | 1.2  | 1.2  | 13.4 | 12.7 | 12.5 | 23%          | 23%  | 23%  | 4.8%  | 5.5%  | 5.7%  |

### Wycena spółek rafineryjnych (2018-03-05)

|                    | Cena    | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |       |       |
|--------------------|---------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|-------|-------|
|                    |         | 2016      | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016 | 2017  | 2018  |
| SPÓŁKI RAFINERYJNE |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |
| Lotos              | 56,58   | 5,2       | 4,4  | 6,3  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 10,3 | 5,9  | 13,1 | 14%          | 13%  | 9%   | 0,0% | 1,8%  | 3,1%  |
| MOL                | 2770,00 | 4,8       | 4,2  | 4,6  | 0,8  | 0,7  | 0,6  | 7,8  | 6,7  | 10,3 | 18%          | 16%  | 13%  | 2,6% | 2,8%  | 2,7%  |
| PKN Orlen          | 92,62   | 4,7       | 3,9  | 7,3  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 7,5  | 6,0  | 13,2 | 12%          | 12%  | 6%   | 2,3% | 3,2%  | 3,7%  |
| Hellenic Petroleum | 7,79    | 5,1       | 5,0  | 6,0  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 7,2  | 6,1  | 8,4  | 13%          | 11%  | 8%   | 2,6% | 4,1%  | 4,7%  |
| HollyFrontier      | 44,42   | 39,0      | 8,6  | 6,9  | 1,0  | 0,7  | 0,7  | -    | 18,4 | 12,2 | 2%           | 9%   | 10%  | 3,0% | 3,0%  | 3,0%  |
| Marathon Petroleum | 66,16   | 10,8      | 8,3  | 7,2  | 0,8  | 0,7  | 0,6  | 29,8 | 17,3 | 12,7 | 7%           | 8%   | 8%   | 2,1% | 2,3%  | 2,7%  |
| Motor Oil          | 18,30   | 3,6       | 3,9  | 4,4  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 6,8  | 6,2  | 8,0  | 10%          | 8%   | 7%   | 4,9% | 6,2%  | 6,6%  |
| Neste Oil          | 58,96   | 10,3      | 10,8 | 10,2 | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 16,1 | 18,6 | 16,5 | 13%          | 11%  | 11%  | 2,2% | 2,7%  | 3,1%  |
| OMV                | 46,90   | 4,6       | 4,7  | 4,7  | 1,2  | 1,0  | 1,0  | -    | 9,5  | 10,0 | 26%          | 22%  | 20%  | 2,6% | 2,9%  | 3,6%  |
| Phillips 66        | 93,06   | 25,5      | 10,4 | 8,3  | 0,7  | 0,5  | 0,5  | 31,7 | 22,1 | 12,8 | 3%           | 5%   | 6%   | 2,6% | 2,9%  | 3,2%  |
| Saras              | 1,70    | 2,3       | 2,8  | 3,4  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 8,1  | 9,3  | 14,0 | 9%           | 7%   | 5%   | 5,9% | 6,3%  | 4,6%  |
| Tesoro             | 94,45   | 10,8      | 8,6  | 6,7  | 1,0  | 0,7  | 0,6  | 15,3 | 14,8 | 9,8  | 9%           | 8%   | 9%   | 2,2% | 2,4%  | 2,6%  |
| Tupras             | 116,70  | 11,0      | 6,2  | 6,7  | 1,0  | 0,7  | 0,6  | 16,3 | 7,4  | 8,1  | 9%           | 11%  | 9%   | 4,5% | 11,1% | 10,0% |
| Valero Energy      | 91,56   | 8,0       | 7,8  | 6,5  | 0,6  | 0,5  | 0,4  | 18,5 | 18,8 | 12,3 | 7%           | 6%   | 7%   | 2,6% | 3,1%  | 3,5%  |
| Mediana            |         | 6,6       | 5,6  | 6,6  | 0,8  | 0,6  | 0,6  | 12,8 | 9,4  | 12,3 | 10%          | 10%  | 9%   | 2,6% | 3,0%  | 3,3%  |

### Wycena spółek petrochemicznych (2018-03-05)

|                       | Cena    | EV/ EBITDA |      |      | EV/ S |      |      | P/ E |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|-----------------------|---------|------------|------|------|-------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                       |         | 2016       | 2017 | 2018 | 2016  | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| SPÓŁKI PETROCHEMICZNE |         |            |      |      |       |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| PKN Orlen             | 92,62   | 4,7        | 3,9  | 7,3  | 0,6   | 0,5  | 0,5  | 7,5  | 6,0  | 13,2 | 12%          | 12%  | 6%   | 2,3% | 3,2% | 3,7% |
| Axiall                | 114,02  | 18,3       | 9,3  | 8,0  | 3,5   | 2,2  | 2,0  | 37,1 | 20,1 | 13,8 | 19%          | 23%  | 25%  | 0,7% | 0,7% | 0,7% |
| Braskem               | 46,06   | 6,0        | 4,2  | 4,8  | 1,1   | 1,0  | 1,0  | -    | 8,1  | 12,3 | 18%          | 25%  | 21%  | 5,5% | 3,7% | 4,1% |
| Eastman Chemical      | 103,12  | 10,8       | 10,0 | 9,2  | 2,3   | 2,2  | 2,1  | 17,8 | 14,6 | 12,2 | 22%          | 22%  | 23%  | 1,8% | 2,0% | 2,1% |
| Huntsman Corp         | 31,96   | 10,3       | 7,2  | 7,5  | 1,1   | 1,1  | 1,2  | 23,2 | 11,7 | 11,4 | 10%          | 15%  | 16%  | 1,6% | 1,6% | 1,7% |
| LyondellBasell        | 108,67  | 7,9        | 6,8  | 7,2  | 1,7   | 1,4  | 1,4  | 11,9 | 10,9 | 10,3 | 21%          | 21%  | 19%  | 3,1% | 3,3% | 3,4% |
| Mitsubishi Chemical   | 1028,00 | 7,7        | 7,3  | 6,0  | 0,9   | 1,0  | 0,9  | 29,3 | 9,7  | 7,6  | 11%          | 14%  | 15%  | 1,5% | 1,8% | 3,0% |
| Mitsui Chemicals      | 3175,00 | 9,0        | 7,4  | 6,9  | 0,8   | 0,9  | 0,8  | 27,7 | 10,9 | 8,3  | 9%           | 12%  | 12%  | 1,3% | 1,8% | 2,9% |
| Westlake Chemical     | 114,02  | 18,3       | 9,3  | 8,0  | 3,5   | 2,2  | 2,0  | 37,1 | 20,1 | 13,8 | 19%          | 23%  | 25%  | 0,7% | 0,7% | 0,7% |
| Mediana               |         | 9,0        | 7,3  | 7,3  | 1,1   | 1,1  | 1,2  | 25,4 | 10,9 | 12,2 | 18%          | 21%  | 19%  | 1,6% | 1,8% | 2,9% |

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

## Wycena spółek gazowych (2018-03-05)

|                 | Cena   | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |       |       |
|-----------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|-------|-------|
|                 |        | 2016      | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016 | 2017  | 2018  |
| SPÓŁKI GAZOWE   |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |
| PGNiG           | 5,98   | 5,9       | 5,4  | 4,1  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 14,7 | 11,8 | 8,4  | 18%          | 18%  | 22%  | 3,1% | 3,3%  | 4,2%  |
| A2A             | 1,42   | 8,9       | 6,6  | 6,7  | 1,5  | 1,4  | 1,4  | 19,6 | 11,5 | 12,6 | 17%          | 22%  | 22%  | 3,5% | 4,1%  | 4,9%  |
| BG Group        | 22,67  | 12,2      | 7,1  | 5,8  | 1,4  | 1,1  | 1,0  | 57,6 | 17,5 | 14,0 | 12%          | 16%  | 18%  | 6,0% | 6,0%  | 5,9%  |
| BP              | 4,70   | 14,6      | 6,2  | 5,2  | 0,9  | 0,7  | 0,6  | 100+ | 22,6 | 15,4 | 6%           | 12%  | 12%  | 6,1% | 6,1%  | 6,2%  |
| Centrica        | 1,42   | 3,3       | 5,4  | 5,1  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 4,5  | 11,3 | 10,2 | 13%          | 8%   | 8%   | 8,4% | 8,4%  | 8,1%  |
| Enagas          | 21,14  | 11,8      | 9,6  | 10,0 | 8,6  | 7,7  | 7,8  | 12,1 | 10,3 | 11,5 | 72%          | 80%  | 78%  | 6,4% | 6,9%  | 7,2%  |
| Endesa          | 17,58  | 7,0       | 7,0  | 7,0  | 1,3  | 1,2  | 1,2  | 13,2 | 13,3 | 13,2 | 18%          | 18%  | 18%  | 7,6% | 7,6%  | 7,6%  |
| Engie           | 12,60  | 7,8       | 6,3  | 6,1  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | -    | 12,4 | 12,5 | 11%          | 15%  | 15%  | 7,9% | 5,6%  | 5,6%  |
| Eni             | 13,40  | 6,2       | 4,4  | 3,7  | 1,1  | 0,9  | 0,8  | -    | 23,4 | 15,4 | 17%          | 20%  | 22%  | 6,0% | 6,0%  | 6,0%  |
| Gas Natural SDG | 18,62  | 8,2       | 9,3  | 8,2  | 1,6  | 1,7  | 1,6  | 13,8 | 14,0 | 14,4 | 20%          | 18%  | 20%  | 7,1% | 5,4%  | 5,6%  |
| Gazprom         | 141,60 | 4,7       | 4,0  | 3,6  | 1,0  | 0,9  | 0,9  | 3,4  | 4,2  | 3,9  | 21%          | 23%  | 25%  | 5,6% | 5,8%  | 5,7%  |
| Hera            | 2,74   | 8,8       | 7,2  | 7,1  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 19,4 | 16,6 | 16,4 | 17%          | 19%  | 19%  | 3,3% | 3,5%  | 3,6%  |
| NovaTek         | 137,50 | 9,5       | 12,3 | 10,9 | 4,6  | 4,3  | 4,1  | 12,0 | 19,6 | 16,0 | 48%          | 35%  | 38%  | 1,8% | 1,8%  | 2,3%  |
| ROMGAZ          | 35,30  | 4,9       | 3,9  | 3,6  | 2,5  | 2,2  | 2,1  | 13,6 | 9,7  | 8,3  | 51%          | 56%  | 57%  | 8,8% | 10,2% | 10,6% |
| Shell           | 25,65  | 12,2      | 7,1  | 5,8  | 1,4  | 1,1  | 1,0  | 48,0 | 14,6 | 11,7 | 12%          | 16%  | 18%  | 5,9% | 5,9%  | 5,9%  |
| Snam            | 3,59   | 11,2      | 11,9 | 11,5 | 9,4  | 9,4  | 9,2  | 14,4 | 13,3 | 12,6 | 84%          | 79%  | 80%  | 5,8% | 6,1%  | 6,1%  |
| Statoil         | 176,95 | 8,7       | 3,9  | 3,5  | 1,9  | 1,5  | 1,3  | -    | 14,8 | 13,6 | 22%          | 37%  | 38%  | 3,9% | 3,9%  | 4,0%  |
| Total           | 45,95  | 8,4       | 6,1  | 5,1  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 19,5 | 13,3 | 12,2 | 14%          | 17%  | 19%  | 5,3% | 5,2%  | 5,4%  |
| Mediana         |        | 8.5       | 6.4  | 5.8  | 1.4  | 1.2  | 1.1  | 14.1 | 13.3 | 12.6 | 18%          | 19%  | 21%  | 6.0% | 5.9%  | 5.8%  |

## Wycena spółek wydobywczych (2018-03-05)

|                      | Cena    | EV/ EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |       |
|----------------------|---------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|-------|
|                      |         | 2016       | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018  |
| SPÓŁKI WYDOBYWCZE    |         |            |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |       |
| MOL                  | 2770,00 | 5,1        | 4,8  | 4,8  | 0,9  | 0,8  | 0,7  | 7,7  | 7,2  | 7,4  | 18%          | 16%  | 15%  | 3,3% | 3,4% | 3,4%  |
| Bashneft             | 2246,00 | 3,8        | 3,3  | 2,8  | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 7,2  | 2,8  | 4,9  | 22%          | 23%  | 24%  | -    | 8,0% | 10,2% |
| BP                   | 4,70    | 14,6       | 6,2  | 5,2  | 0,9  | 0,7  | 0,6  | 100+ | 22,6 | 15,4 | 6%           | 12%  | 12%  | 6,1% | 6,1% | 6,2%  |
| Dana Gas             | 0,76    | 10,4       | 7,0  | 6,8  | 6,8  | 4,5  | 4,2  | -    | 14,6 | 20,5 | 65%          | 65%  | 62%  | -    | -    | -     |
| Eni                  | 13,40   | 6,2        | 4,4  | 3,7  | 1,1  | 0,9  | 0,8  | -    | 23,4 | 15,4 | 17%          | 20%  | 22%  | 6,0% | 6,0% | 6,0%  |
| Gazprom Neft         | 291,85  | 5,6        | 4,7  | 4,1  | 1,2  | 1,0  | 0,9  | 6,9  | 5,3  | 4,8  | 22%          | 22%  | 23%  | 4,5% | 4,9% | 5,5%  |
| Gulf Keystone        | 1,17    | -          | 4,4  | 4,5  | 1,8  | 2,4  | 2,2  | -    | 49,1 | 14,3 | -            | 55%  | 49%  | -    | -    | -     |
| Lukoil               | 3730,00 | 4,8        | 4,3  | 3,7  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 12,9 | 7,0  | 6,1  | 14%          | 14%  | 15%  | 2,0% | 5,5% | 6,2%  |
| Occidental Petroleum | 65,92   | 22,5       | 10,7 | 7,7  | 5,8  | 4,5  | 4,0  | -    | 73,4 | 25,4 | 26%          | 42%  | 52%  | 4,6% | 4,6% | 4,7%  |
| Repsol               | 14,12   | 7,2        | 5,0  | 4,8  | 0,9  | 0,7  | 0,7  | 12,2 | 9,7  | 9,5  | 12%          | 15%  | 14%  | 5,2% | 5,7% | 6,2%  |
| Rosneft Oil          | 320,50  | 6,2        | 5,5  | 4,6  | 1,4  | 1,2  | 1,1  | 18,8 | 10,2 | 7,6  | 23%          | 22%  | 23%  | 1,9% | 3,5% | 5,7%  |
| Shell                | 25,65   | 12,2       | 7,1  | 5,8  | 1,4  | 1,1  | 1,0  | 48,0 | 14,6 | 11,7 | 12%          | 16%  | 18%  | 5,9% | 5,9% | 5,9%  |
| Statoil              | 176,95  | 8,7        | 3,9  | 3,5  | 1,9  | 1,5  | 1,3  | -    | 14,8 | 13,6 | 22%          | 37%  | 38%  | 3,9% | 3,9% | 4,0%  |
| Surgutneftegas       | 30,14   | -          | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 5,8  | 3,6  | -            | -    | -    | 2,0% | 5,1% | 7,2%  |
| Total                | 45,95   | 8,4        | 6,1  | 5,1  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 19,5 | 13,3 | 12,2 | 14%          | 17%  | 19%  | 5,3% | 5,2% | 5,4%  |
| Tullow Oil           | 1,83    | -          | 7,2  | 6,9  | 6,3  | 4,9  | 4,8  | -    | 14,0 | 13,7 | -            | 68%  | 71%  | -    | -    | 0,0%  |
| Mediana              |         | 7,2        | 5,0  | 4,8  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 12,5 | 13,7 | 11,9 | 18%          | 22%  | 23%  | 4,5% | 5,2% | 5,8%  |

## Wycena spółek surowcowych (2018-03-05)

|                    | Cena   | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY    |      |      |
|--------------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|-------|------|------|
|                    |        | 2016      | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016  | 2017 | 2018 |
| GÓRNICTWO I METALE |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |      |      |
| JSW                | 92,60  | 10,9      | 2,6  | 2,2  | 1,7  | 1,1  | 0,8  | -    | 5,0  | 4,9  | 16%          | 41%  | 38%  | 0,0%  | 0,0% | 2,2% |
| KGHM               | 103,60 | 8,2       | 6,1  | 3,9  | 1,5  | 1,4  | 1,1  | 13,3 | 6,8  | 6,0  | 18%          | 23%  | 29%  | 1,4%  | 1,0% | 2,4% |
| LW Bogdanka*       | 52,00  | 3,0       | 2,8  | 2,8  | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 9,7  | 8,1  | 7,3  | 34%          | 36%  | 35%  | 1,9%  | 2,6% | 4,8% |
| Anglo American     | 16,93  | 10,7      | 4,6  | 4,8  | 1,9  | 1,6  | 1,6  | 20,1 | 9,6  | 10,3 | 18%          | 35%  | 33%  | -     | 4,4% | 4,1% |
| Antofagasta        | 8,63   | 13,9      | 5,7  | 5,6  | 4,0  | 3,1  | 3,0  | 79,5 | 16,6 | 16,3 | 29%          | 54%  | 53%  | 1,5%  | 2,5% | 2,4% |
| BHP Billiton       | 14,37  | 32,7      | 6,9  | 6,1  | 4,6  | 3,7  | 3,3  | -    | 15,6 | 12,4 | 14%          | 54%  | 53%  | 1,5%  | 4,1% | 5,3% |
| Freeport-McMoRan   | 18,19  | -         | 6,7  | 4,8  | 2,6  | 2,4  | 2,1  | -    | 15,9 | 8,6  | -            | 35%  | 43%  | -     | -    | 0,8% |
| Glencore           | 3,65   | 13,6      | 7,0  | 6,0  | 0,7  | 0,5  | 0,5  | 53,8 | 14,0 | 12,2 | 5%           | 7%   | 8%   | 1,4%  | 2,1% | 4,1% |
| Grupo Mexico       | 63,93  | 9,3       | 7,6  | 6,3  | 4,1  | 3,5  | 3,1  | 27,4 | 16,4 | 12,5 | 44%          | 47%  | 49%  | 20,9% | 2,5% | 2,9% |
| Kazakhmys          | 8,55   | 24,5      | 7,0  | 5,7  | 9,7  | 4,2  | 3,3  | 31,5 | 11,7 | 8,9  | 39%          | 61%  | 58%  | -     | -    | 0,7% |
| Rio Tinto          | 36,95  | 9,0       | 5,5  | 5,8  | 3,1  | 2,6  | 2,7  | 21,2 | 11,2 | 11,8 | 34%          | 47%  | 46%  | 3,3%  | 5,4% | 5,5% |
| Southern CC        | 53,26  | 20,9      | 14,4 | 10,7 | 8,6  | 7,1  | 5,9  | 53,3 | 28,6 | 19,8 | 41%          | 49%  | 55%  | 0,3%  | 1,1% | 1,7% |
| Mediana            |        | 10,9      | 6,4  | 5,7  | 2,8  | 2,5  | 2,4  | 27,4 | 12,9 | 11,1 | 29%          | 44%  | 44%  | 1,5%  | 2,5% | 2,6% |
| SPÓŁKI SUROWCOWE   |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |      |      |
| Grupa Kęty         | 349,50 | 9,4       | 8,9  | 8,4  | 1,6  | 1,5  | 1,4  | 11,9 | 13,1 | 12,7 | 17%          | 16%  | 16%  | 5,1%  | 8,6% | 7,6% |
| Alcoa              | 45,65  | 15,2      | 4,5  | 4,2  | 1,2  | 0,9  | 0,9  | -    | 14,3 | 12,6 | 8%           | 20%  | 21%  | 0,6%  | -    | 0,0% |
| Constellium        | 11,85  | 7,8       | 7,3  | 6,7  | 0,7  | 0,6  | 0,5  | -    | 22,1 | 12,5 | 8%           | 8%   | 8%   | -     | -    | -    |
| Kaiser Aluminum    | 101,66 | 8,6       | 9,3  | 8,7  | 1,4  | 1,3  | 1,2  | 19,7 | 19,8 | 15,2 | 16%          | 14%  | 14%  | 1,8%  | 2,0% | 2,1% |
| Norsk Hydro        | 51,76  | 10,5      | 6,8  | 5,3  | 1,4  | 1,1  | 0,7  | 16,5 | 13,9 | 11,5 | 14%          | 17%  | 14%  | 2,4%  | 2,8% | 3,4% |
| Rusal              | 5,22   | 11,7      | 8,5  | 7,7  | 2,2  | 1,8  | 1,7  | 8,6  | 7,8  | 5,4  | 19%          | 21%  | 22%  | 2,5%  | 3,3% | 4,2% |
| Mediana            |        | 10,0      | 7,9  | 7,2  | 1,4  | 1,2  | 1,0  | 14,2 | 14,1 | 12,6 | 15%          | 17%  | 15%  | 2,4%  | 3,1% | 3,4% |

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

### Wycena spółek nawozowych (2018-03-05)

|                    | Cena    | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|--------------------|---------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                    |         | 2016      | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| SPÓŁKI NAWOZOWE    |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Grupa Azoty        | 55,80   | 6,4       | 5,5  | 5,9  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 16,1 | 10,7 | 13,2 | 11%          | 13%  | 12%  | 1,5% | 1,4% | 1,9% |
| ZA Police*         | 19,90   | 9,9       | 6,9  | 6,8  | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 17,0 | 9,7  | 9,6  | 8%           | 11%  | 11%  | 2,1% | 2,1% | 2,5% |
| ZCh Puławy*        | 149,50  | 4,6       | 4,6  | 4,5  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 10,5 | 10,5 | 9,8  | 16%          | 14%  | 14%  | 5,7% | 5,7% | 8,1% |
| Acron              | 4180,00 | 8,2       | 8,0  | 7,5  | 2,7  | 2,6  | 2,5  | 6,4  | 10,4 | 9,4  | 33%          | 32%  | 34%  | 7,2% | 7,6% | 7,3% |
| CF Industries      | 44,56   | 18,1      | 17,9 | 12,2 | 4,7  | 4,3  | 4,0  | -    | -    | 43,2 | 26%          | 24%  | 32%  | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| Israel Chemicals   | 15,15   | 21,6      | 8,4  | 7,6  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | -    | 14,4 | 11,8 | 8%           | 19%  | 21%  | 3,9% | 3,1% | 4,1% |
| K+S                | 22,87   | 11,7      | 12,1 | 8,6  | 2,1  | 1,9  | 1,7  | 25,1 | 28,4 | 17,0 | 18%          | 16%  | 20%  | 1,3% | 1,5% | 2,5% |
| Phosagro           | 2428,00 | 5,8       | 7,3  | 6,2  | 2,2  | 2,3  | 2,1  | 5,3  | 10,7 | 8,8  | 39%          | 32%  | 34%  | 6,4% | 4,8% | 6,3% |
| The Mosaic Company | 27,98   | 13,5      | 12,1 | 8,6  | 1,9  | 1,9  | 1,6  | 32,9 | 26,8 | 20,8 | 14%          | 16%  | 19%  | 3,9% | 2,1% | 0,4% |
| Uralkali           | 103,95  | 9,2       | 7,2  | 6,8  | 4,8  | 3,8  | 3,6  | 1,4  | 3,8  | 3,4  | 52%          | 52%  | 52%  | -    | -    | -    |
| Yara International | 333,40  | 7,4       | 9,2  | 7,3  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 14,3 | 22,0 | 14,8 | 16%          | 13%  | 15%  | 3,0% | 2,7% | 2,9% |
| Mediana            |         | 9,2       | 8,0  | 7,3  | 1,9  | 1,9  | 1,6  | 14,3 | 10,7 | 11,8 | 16%          | 16%  | 20%  | 3,4% | 2,7% | 2,8% |

### Wycena spółek spożywczych (2018-03-05)

|                     | Cena    | EV/ EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|---------------------|---------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                     |         | 2016       | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| SPÓŁKI SPOŻYWCZE    |         |            |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Astarta*            | 52,60   | 2,8        | 3,4  | 3,4  | 1,2  | 1,0  | 1,0  | 3,6  | 4,1  | 4,5  | 42%          | 30%  | 31%  | -    | -    | -    |
| IMC*                | 13,00   | 2,9        | 3,1  | 2,8  | 1,4  | 1,4  | 1,3  | 4,7  | -    | 2,0  | 48%          | 44%  | 45%  | -    | 1,6% | 1,8% |
| Kemel               | 48,60   | 4,2        | 5,3  | 7,4  | 0,7  | 0,8  | 0,7  | 4,5  | 5,9  | 10,6 | 17%          | 15%  | 9%   | 2,0% | 1,9% | 1,8% |
| Ovostar*            | 94,00   | 7,2        | 8,1  | 6,7  | 2,2  | 1,7  | 1,8  | 6,5  | 6,7  | 7,4  | 31%          | 21%  | 26%  | -    | -    | -    |
| Agrana Beteiligungs | 98,10   | 9,6        | 7,6  | 6,9  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 16,9 | 13,2 | 10,9 | 8%           | 9%   | 10%  | 4,1% | 4,2% | 4,4% |
| Bunge Limited       | 77,99   | 9,2        | 12,4 | 9,9  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 15,4 | 29,1 | 19,3 | 4%           | 3%   | 3%   | 2,1% | 2,2% | 2,5% |
| Cosan               | 43,89   | 13,7       | 5,1  | 5,1  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 17,2 | 14,3 | 14,6 | 4%           | 10%  | 9%   | 5,8% | 3,9% | 4,0% |
| MHP                 | 13,30   | 5,4        | 4,7  | 4,8  | 2,0  | 1,8  | 1,6  | 26,6 | 5,4  | 5,8  | 37%          | 37%  | 34%  | 5,7% | 5,6% | 5,6% |
| Nisshin Oillio      | 2854,00 | 11,3       | 8,9  | -    | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 18,9 | 13,9 | 13,5 | 4%           | 5%   | -    | 1,8% | 1,8% | 2,1% |
| Suedzucker          | 14,80   | 9,4        | 6,6  | 6,3  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 27,9 | 12,3 | 14,8 | 8%           | 11%  | 11%  | 2,0% | 3,0% | 3,2% |
| Wilmar Int.         | 3,12    | 14,1       | 14,9 | 13,0 | 0,8  | 0,7  | 0,7  | 14,3 | 13,0 | 11,5 | 6%           | 5%   | 6%   | 2,0% | 2,3% | 3,2% |
| Mediana             |         | 9,2        | 6,6  | 6,5  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 15,4 | 12,6 | 10,9 | 8%           | 11%  | 10%  | 2,0% | 2,3% | 3,2% |

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

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

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego 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 jakkolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

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

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

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

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

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

## Dom Maklerski mBanku

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

### Departament Analiz

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Zybala**  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 86  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)