mBank Dom Maklerski

mBank.pl

wtorek, 15 maja 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 przebiły już 41 EUR/MWh napędzane zarówno przez CO_2 (notowania uprawnień zbliżają się do 15 EUR/t) jak i węgiel (kontrakt roczny ARA już po 90 USD/t). W Polsce te tendencje są odwzorowywane i kontrakt na rok 2019 kwotowany jest blisko 210 PLN/MWh. Tymczasem indeks polskich spółek energetycznych nadal pozostaje mocno w tyle za MSCI Utilities EU, mimo że ostatnie wypowiedzi ministra w sprawie atomu przynajmniej dla niektórych spółek brzmią optymistycznie.

Rynek paliwowy

Cena ropy pozostaje w trendzie wzrostowym, mimo redukcji liczby długich pozycji spekulacyjnych. Marże rafineryjne nieznacznie odbiły w okolice 4 USD/Bbl, ale po kilku lepszych tygodniach mocno koryguje się dyferencjał Ural/Brent (2 USD/Bbl vs. 3,8 USD/Bbl na początku maja), co potwierdza naszą tezę, że wyższe dyskonto było zjawiskiem krótkoterminowym (sezonowe przestoje) i nie można zestawiać go jako remedium na strukturalnie spadkowy trend na marżach produktowych. Negatywne tendencje utrzymują się w przypadku petrochemii i wszystko wskazuje na to, że to początek końca sprzyjającej fazy cyklu (kolejne minima na etylenie w USA). Nadal rosną ceny gazu w Europie, co powinno wspierać notowania PGNiG (kontrakt 1M od początku maja już +7%, a r/r +34%!).

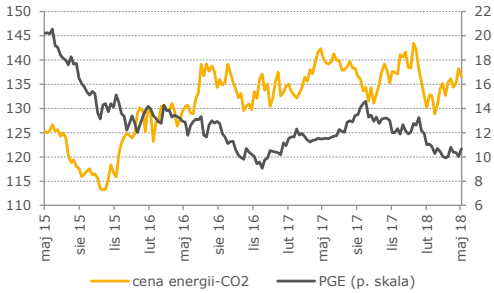
Rynek metali

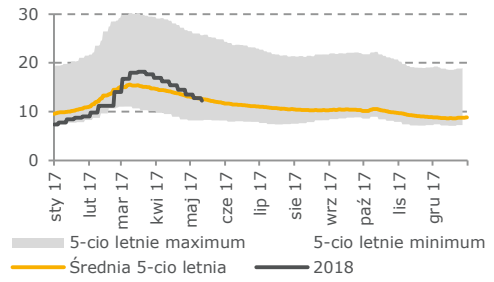
W IV'18 wolumen kredytów w Chinach wyniósł 1180 mld CNY i był o 7,3% r/r wyższy. Był to drugi miesiąc z rzędu wzrostu wolumenu kredytów (poprzednio +9,8% r/r). Większa ilość gotówki w obiegu ma pozytywny wpływ na notowania metali.
W efekcie osłabienia PLN do USD cena miedzi powiększona o premię producencką wzrosła do 25 tys. PLN (najwyżej od XII'17; patrz strona 8). To dobra informacja dla KGHM, jednak w tym tygodniu na notowania wpływać będą głównie wyniki finansowe, które spółka raportuje dzisiaj po sesji.

Rynek stali

Produkcja stali surowej w Chinach w IV'18 wyniosła 76,7 mln ton i była o 4,8% r/r wyższa. Produkcja przeliczona na dni była na najwyższym poziomie od 4 lat. Warto zwrócić naszym zdaniem uwagę na poprawiające się PMI w sektorze stalowym w Chinach (patrz strona 10).

Wykres tygodnia





Źródło: Bloomberg

Outlook na CDS'19 coraz lepszy

Rosnące ceny energii z nawiązką kompensują wyższe koszty uprawnień emisyjnych i poprawiają perspektywę wyników na wytwarzaniu. Na razie rynek to ignoruje z powodów „atomowych", ale wcześniej czy później konsensus zacznie się podnosić. Przypominamy, że nowe bloki mają koszty zmienne o prawie 30 PLN/MWh niższe od krańcowej elektrowni w systemie, co szczególnie będzie widoczne w Enei.

Zapasy stali w Chinach (mln ton)

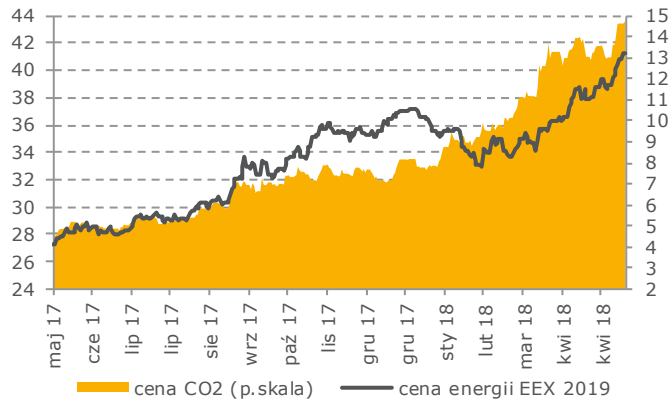
Zapasy stali w Chinach spadają od III'18 w praktycznie najszybszym tempie w ostatnich pięciu latach i obecnie znajdują się poniżej 5-cio letniej średniej. Najdynamiczniejszy spadek ma miejsce w zakresie prętów żebrowanych, drutu i blachy gorąco walcowanej. Zwiększenie produkcji hut może przełożyć się w najbliższych tygodniach na zwiększony popyt na węgiel koksowy i rudę żelaza, używane do produkcji stali.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

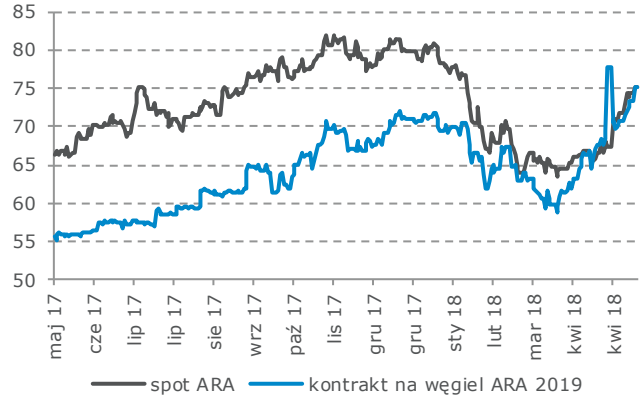
Spółka	1W	YTD
Astarta	-7,9%	-16%
Tarczyński	-6,7%	+14%
ZA Puławy	-4,0%	-24%
ZCh Police	-2,3%	-9%
Grupa Azoty	-1,5%	-27%
Boryszew	-0,7%	-6%
CEZ	-0,6%	+13%
Orzeł Biały	+0,4%	-1%
Impexmetal	+0,5%	-3%
Unipetrol	+0,7%	-1%
MOL	+1,1%	-0%
IMC	+1,5%	+10%
PGE	+1,8%	-15%
Energa	+2,2%	-16%
LW Bogdanka	+2,2%	-17%
ZE PAK	+2,6%	-23%
KGHM	+3,3%	-15%
Tauron	+3,5%	-23%
JSW	+3,7%	-14%
OMV	+3,8%	+3%
Enea	+3,8%	-8%
Tupras	+3,9%	-3%
Kęty	+3,9%	-9%
PGNiG	+6,1%	+3%
Kernel	+6,9%	+16%
PKN Orlen	+7,2%	-18%
Lotos	+8,6%	+2%
Indeksy WIG	**1W**	**YTD**
WIG	+3,7%	-5%
Chemia	-0,4%	-17%
Energia	+2,2%	-14%
Paliwa	+6,9%	-11%
Spożywczy	+2,5%	+7%
Surowce	+3,3%	-14%
Ukraina	+0,2%	+2%
Indeksy sektor	**1W**	**YTD**
Górnictwo	+5,4%	+9%
Oil & Gas E&P	+3,8%	+10%
Refining EU	+2,0%	+3%
Refining US	+2,2%	+22%
Agri & Food	-0,2%	-4%
Kauczuki	+1,1%	-1%
Nawozy	+1,0%	+2%
Chemicals EU	+2,1%	+1%
Industrials EU	+0,8%	+2%
Petchem World	+5,0%	+5%
Utilities EU	-0,6%	+5%
Utilities US	-2,0%	-4%

Energetyka

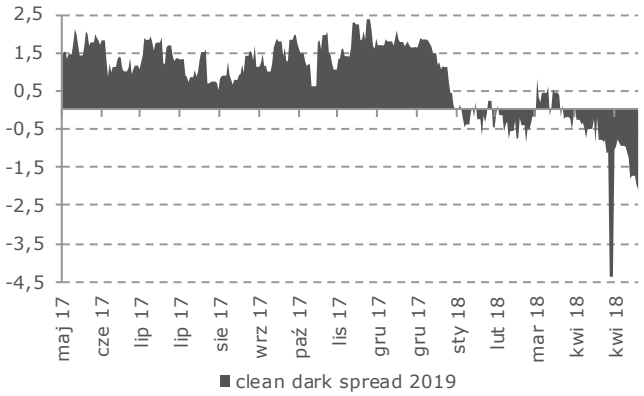
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO_2 (EUR/t)



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



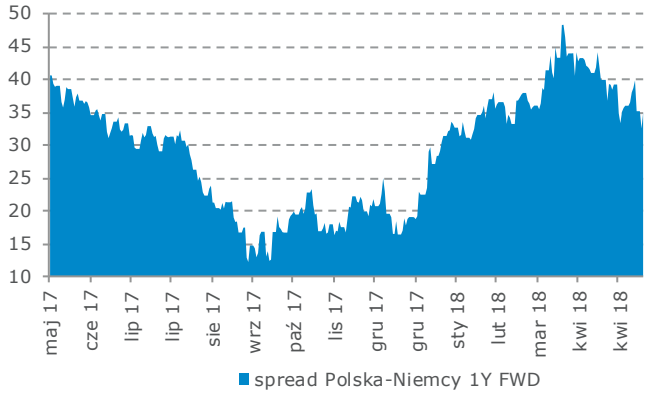
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



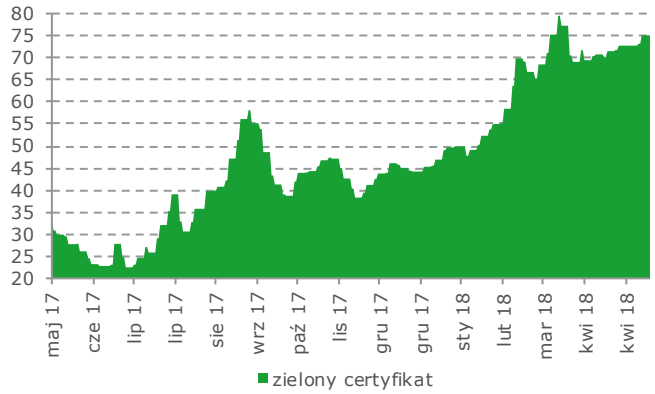
Cena energii w kontrakcie 1Y (PLN/MWh)



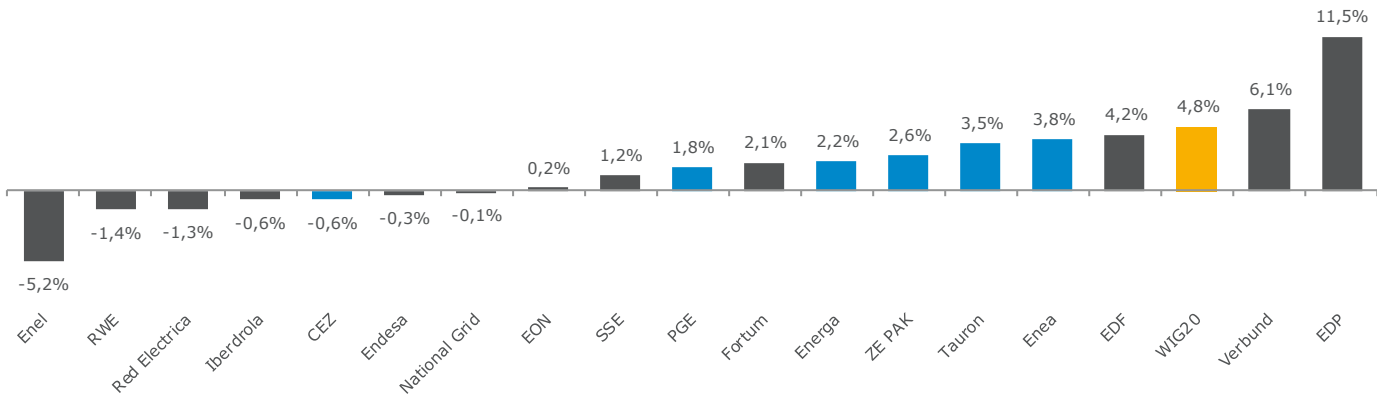
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



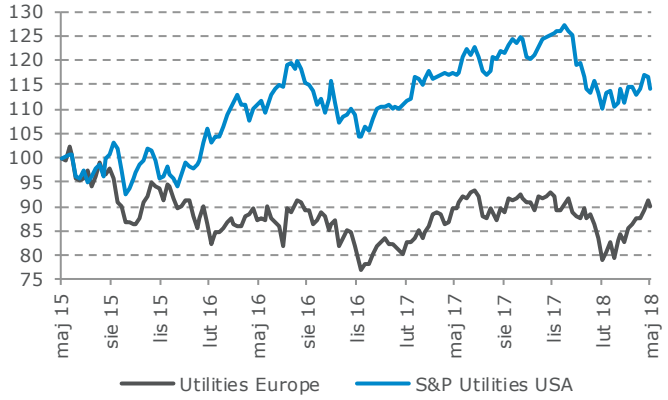
Tygodniowy performance spółek energetycznych



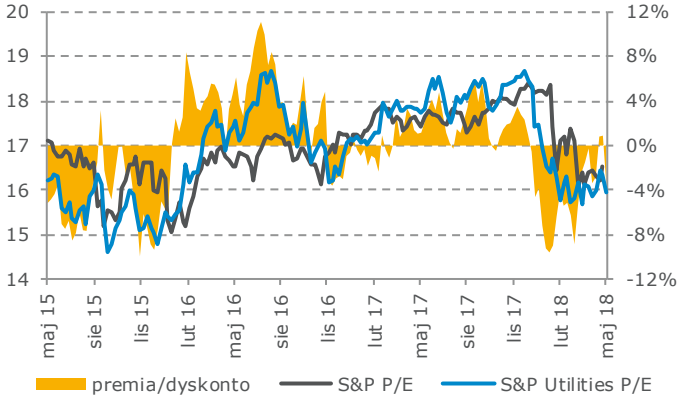
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

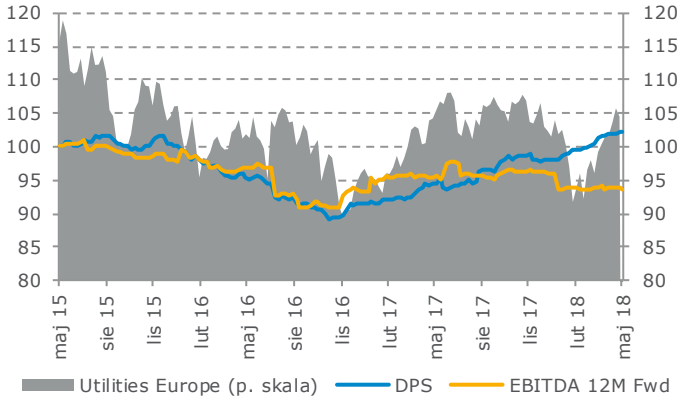
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



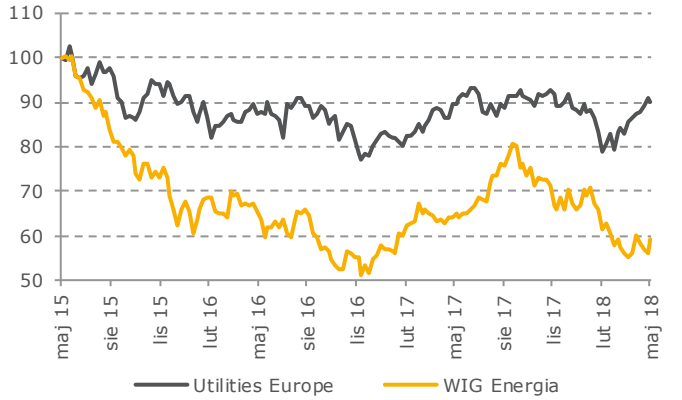
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



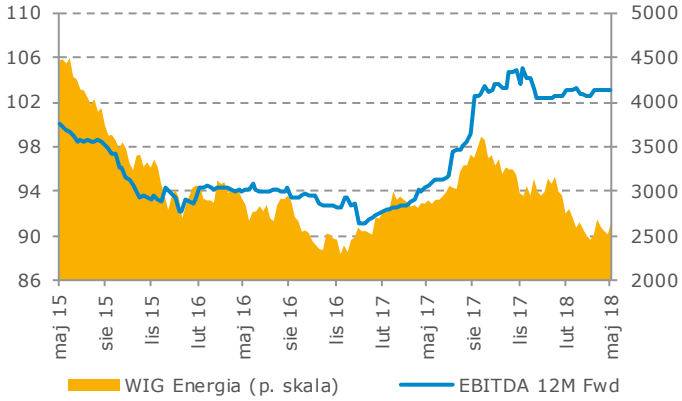
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



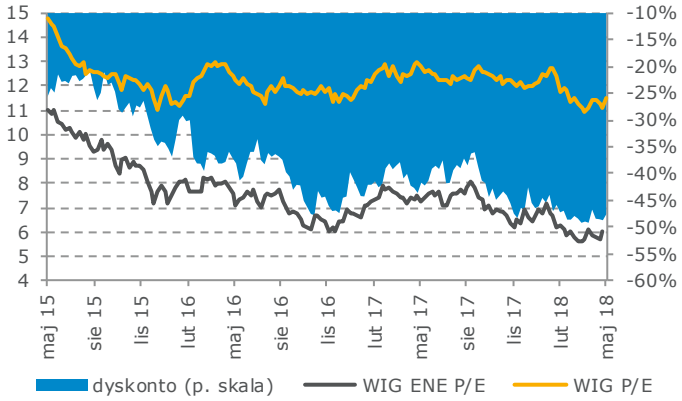
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



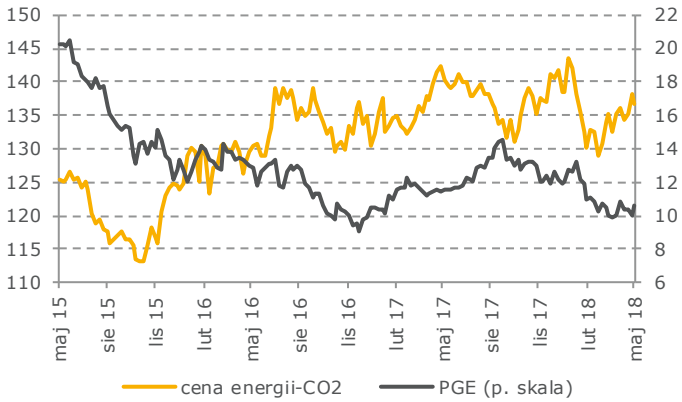
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



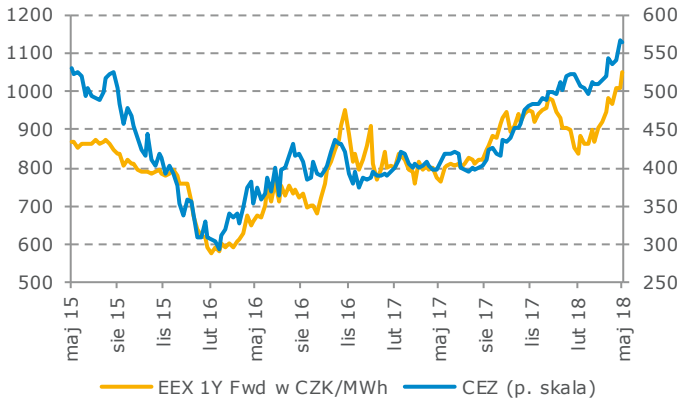
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO_2



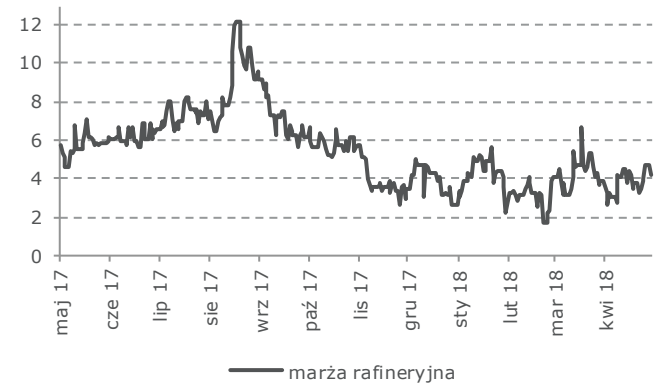
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



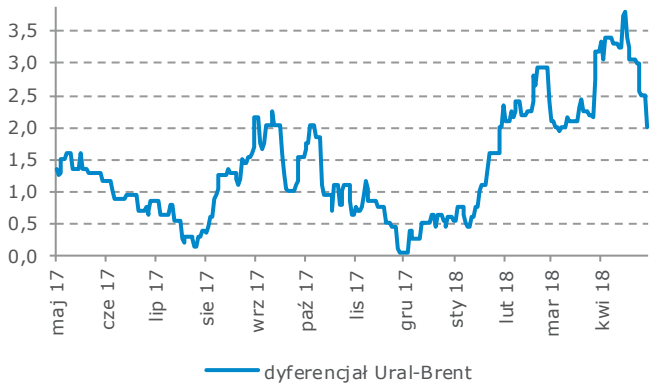
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

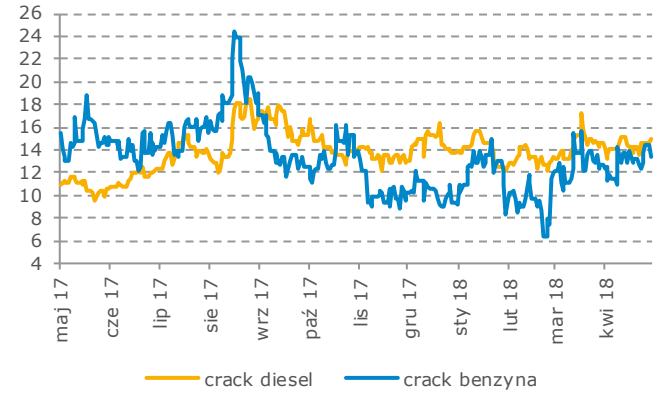
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



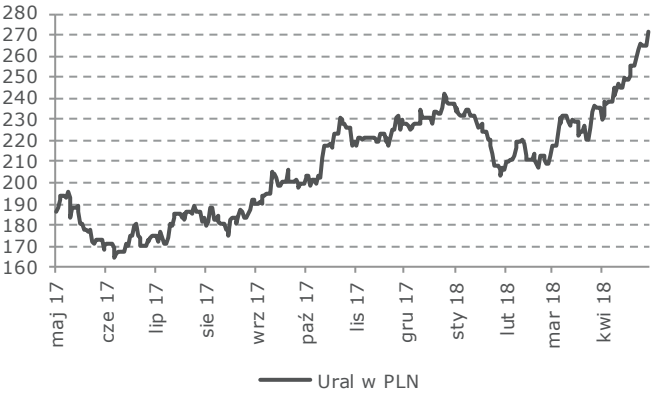
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



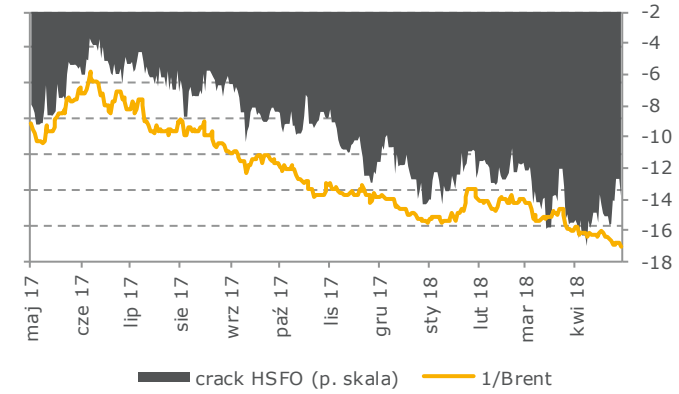
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



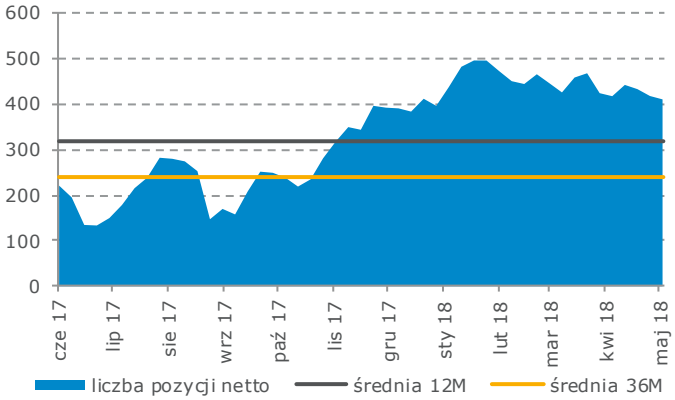
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



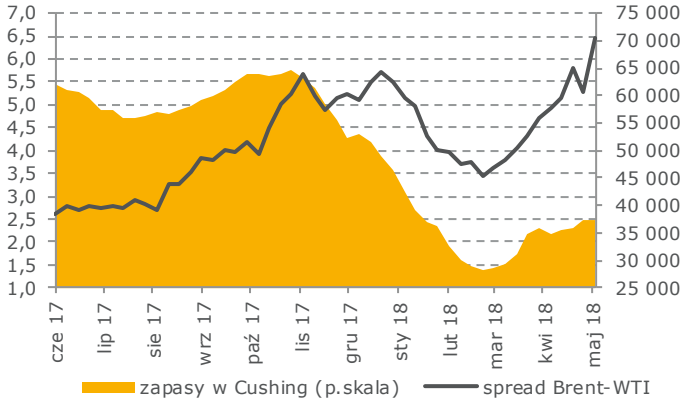
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



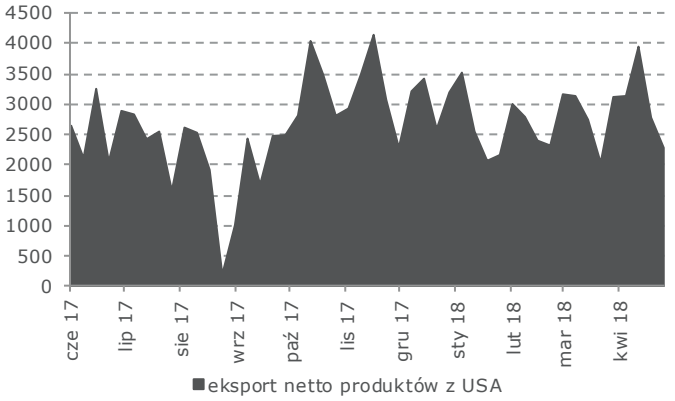
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



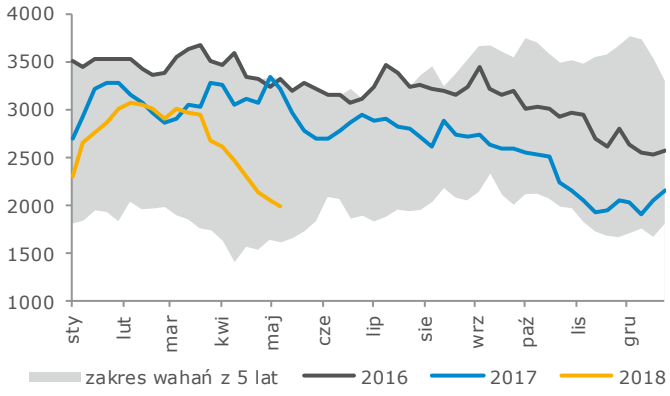
Eksport netto paliw z USA



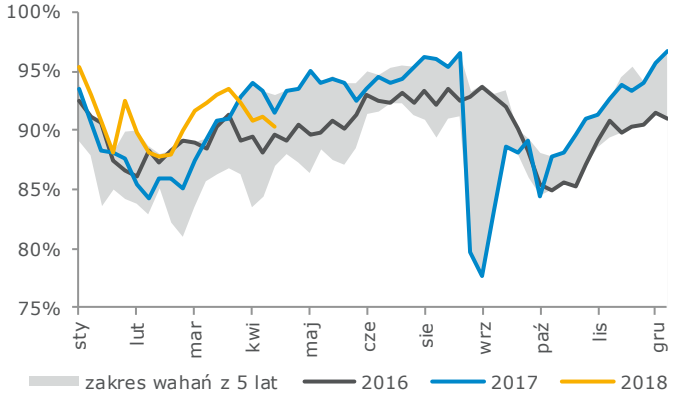
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

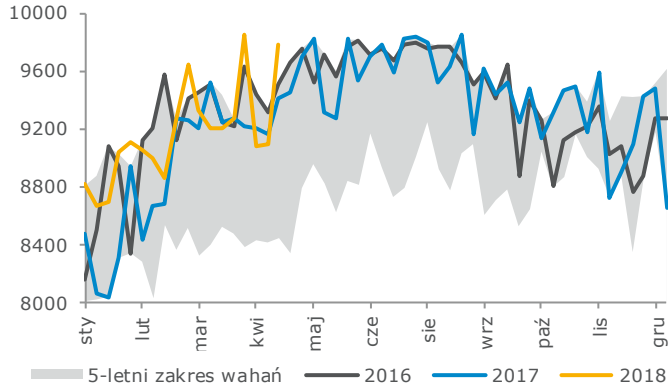
Zapasy diesla w portach ARA



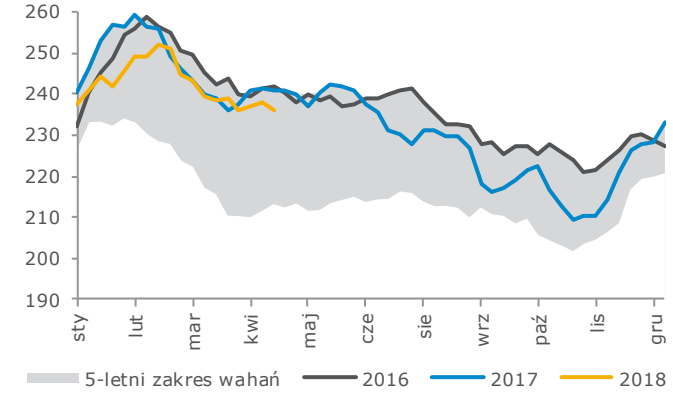
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



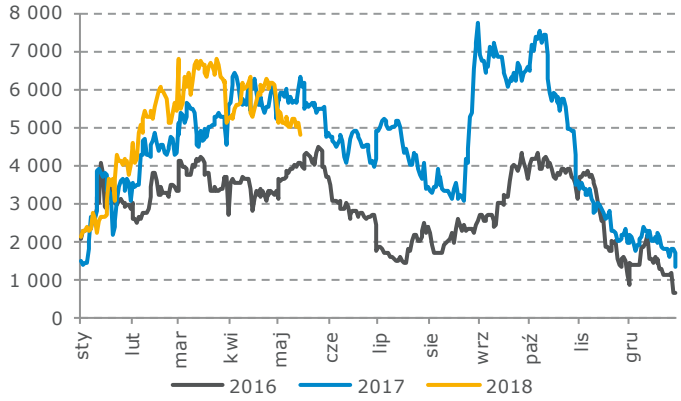
Popyt na benzynę w USA



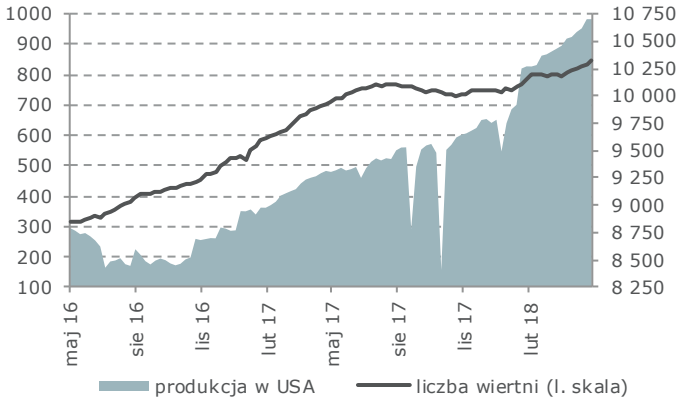
Zapasy benzyny w USA



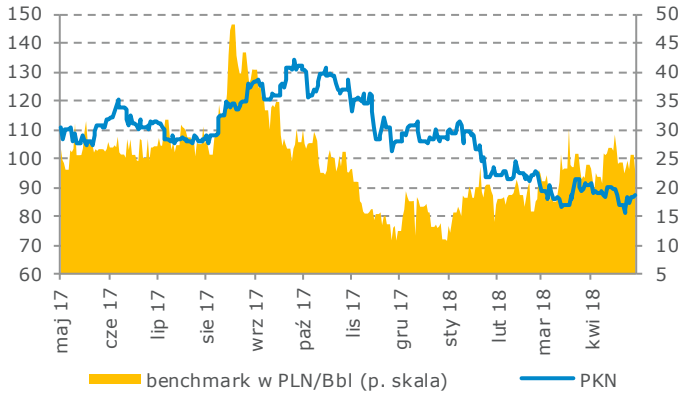
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



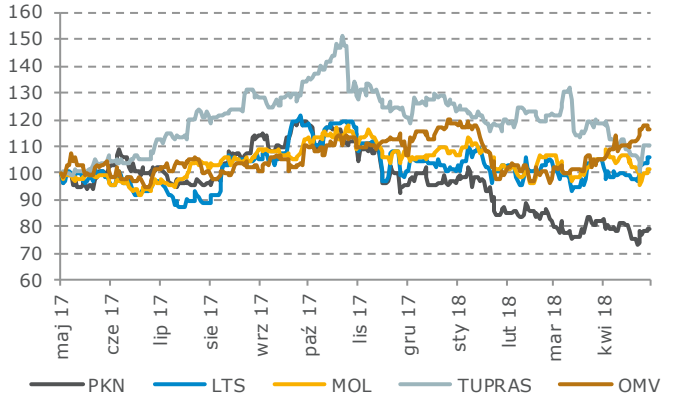
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



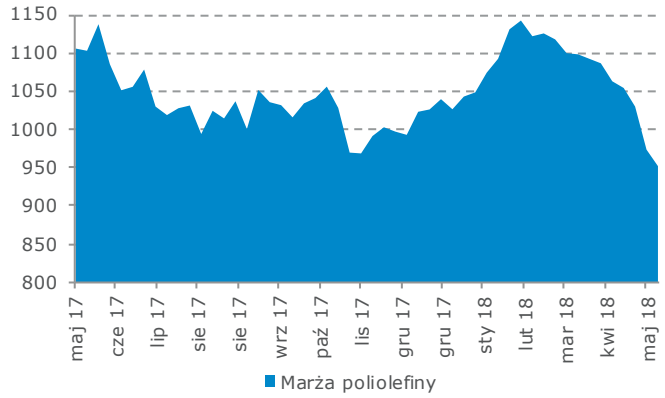
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



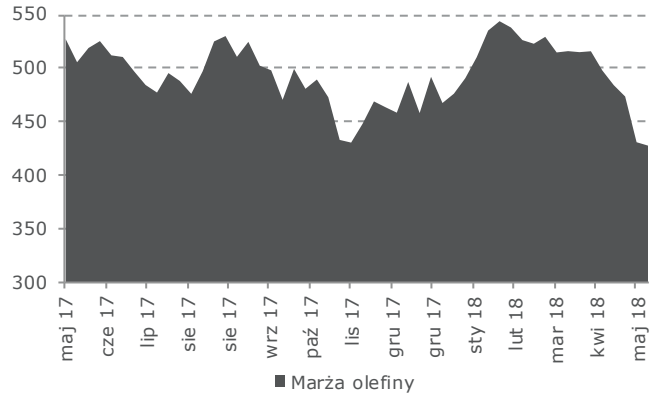
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

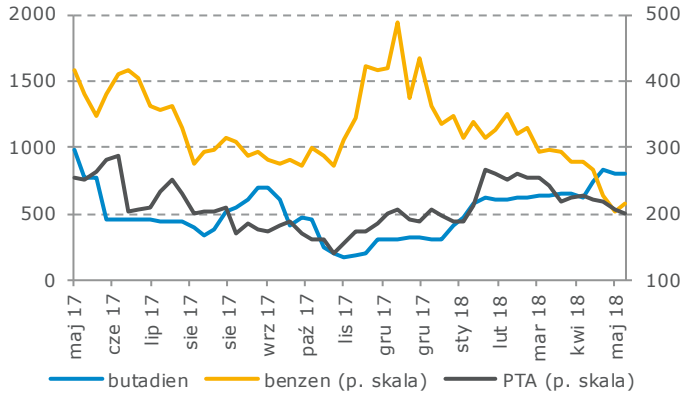
Marża petrochemiczna poliolefiny



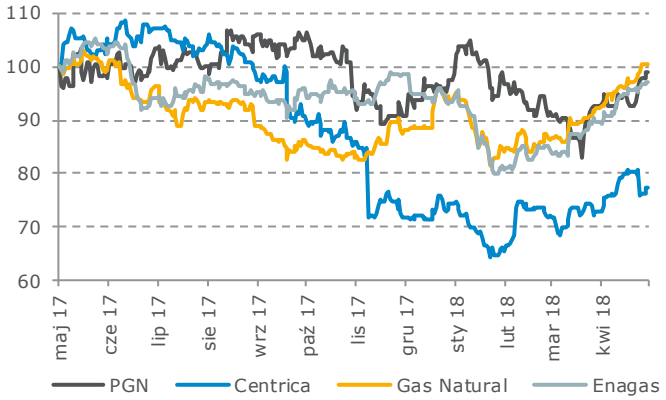
Marża petrochemiczna olefiny



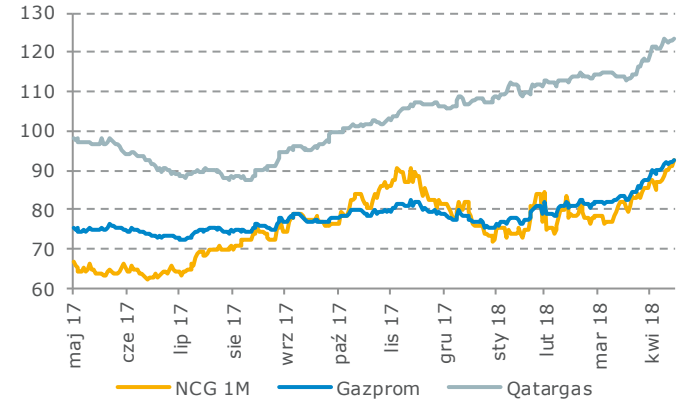
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



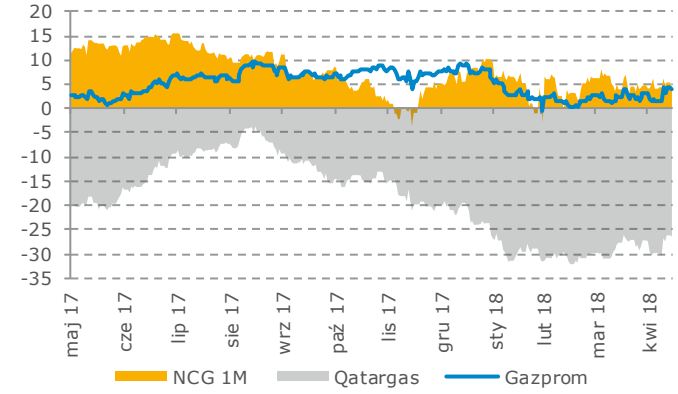
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



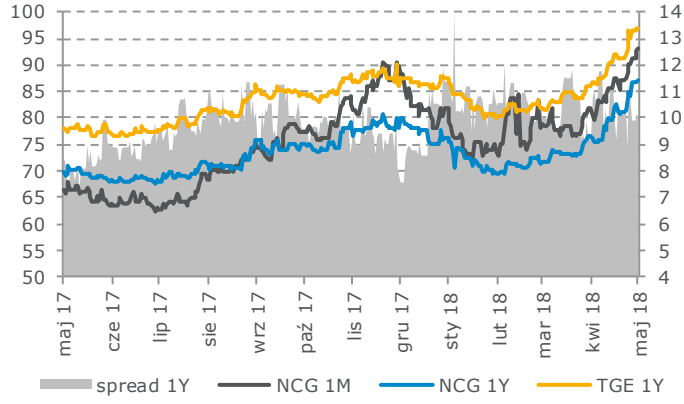
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



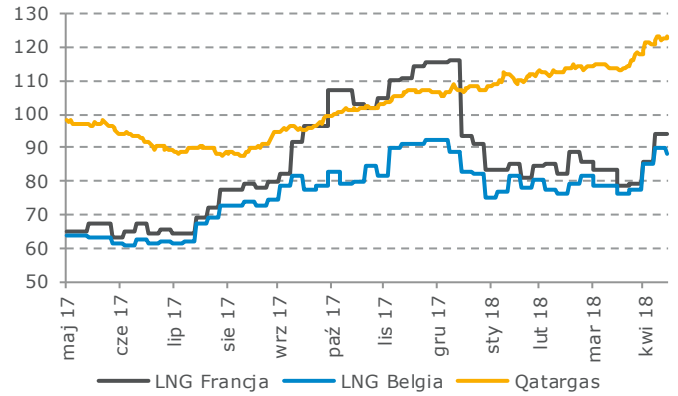
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



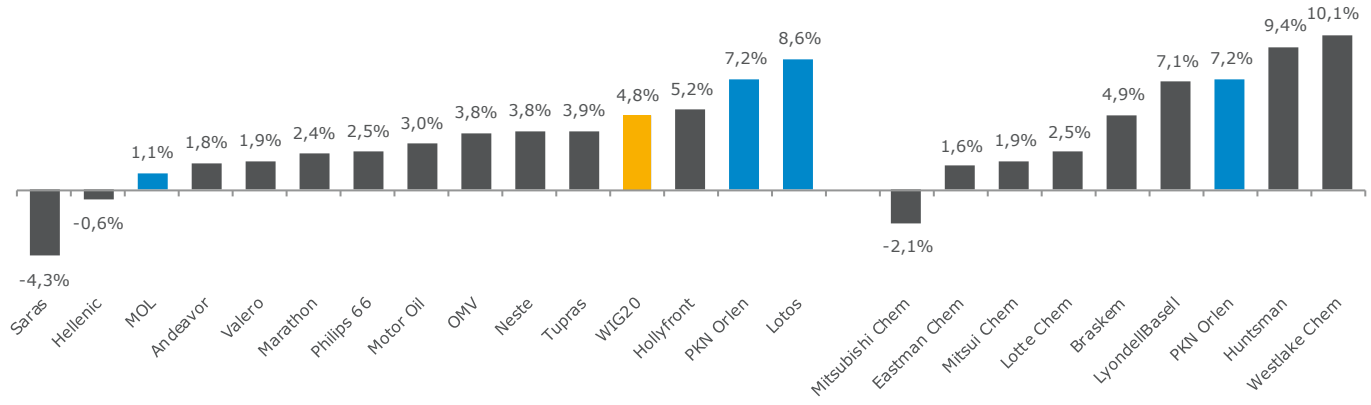
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



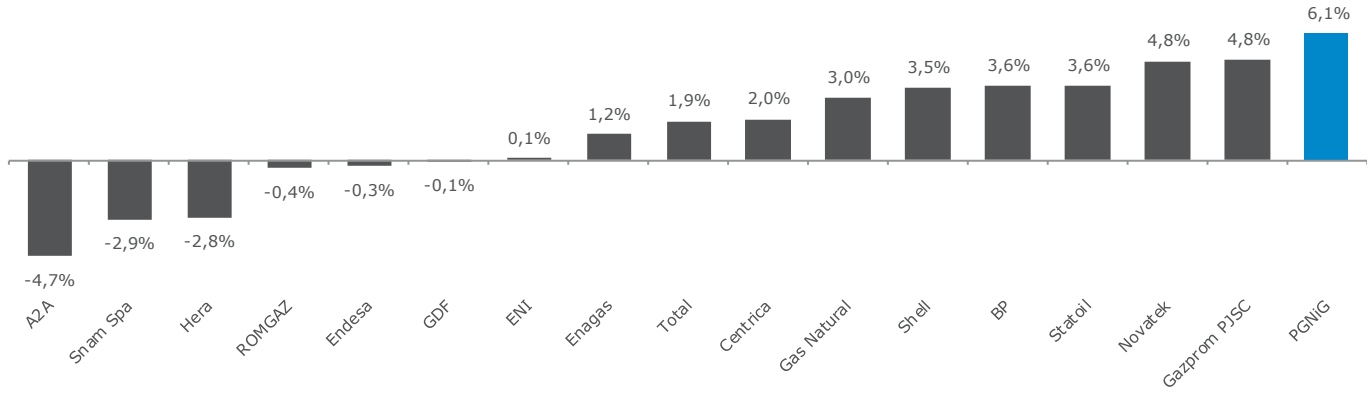
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

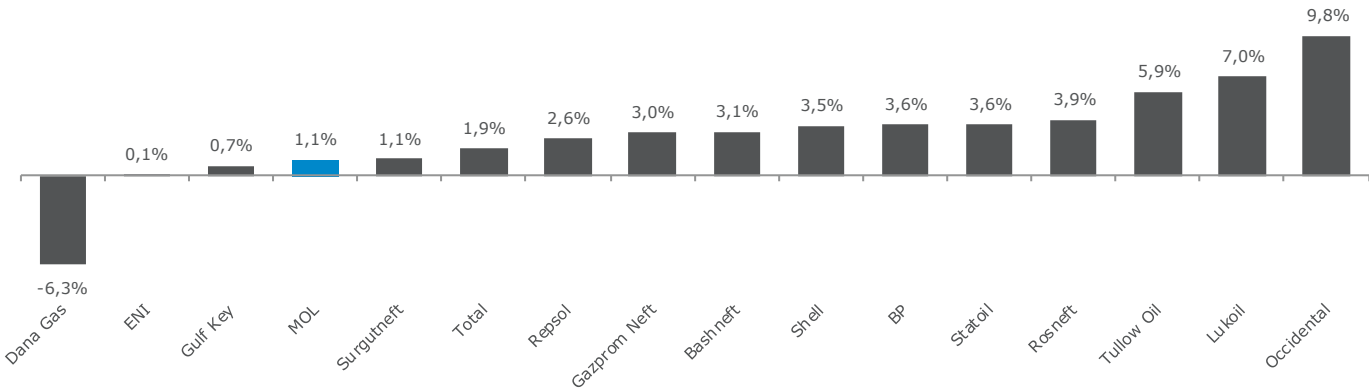
Spółki rafineryjne (L) i petrochemiczne (P)



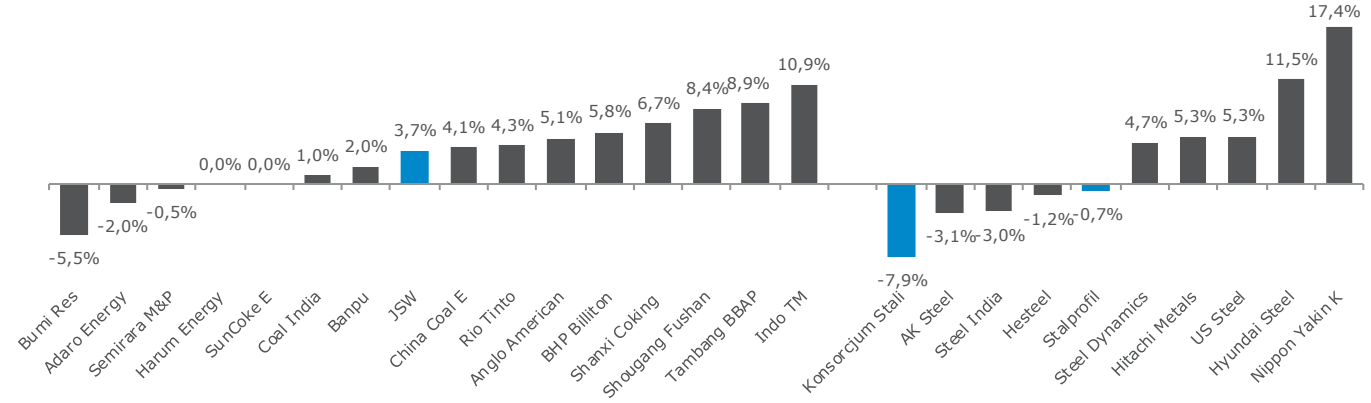
Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



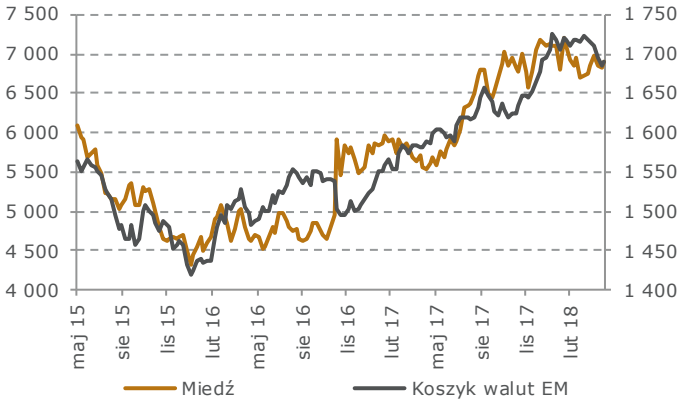
Producenci węgla (L) oraz producenci i dystrybutorzy stali (P)



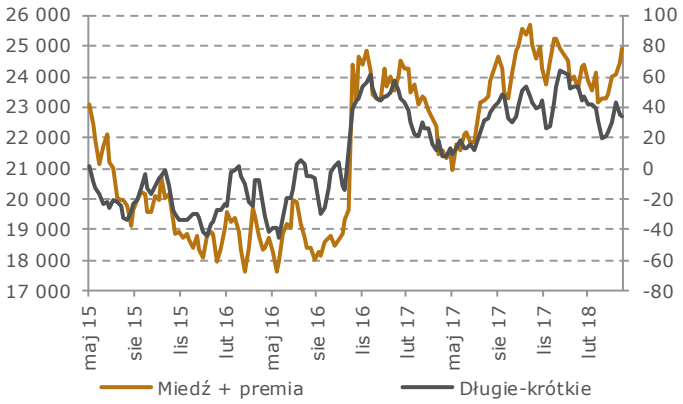
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

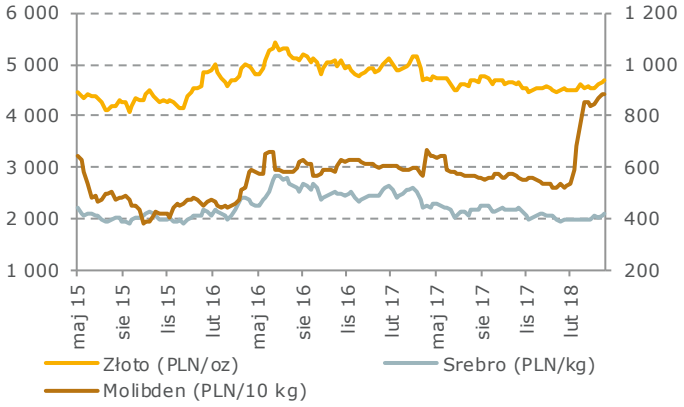
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



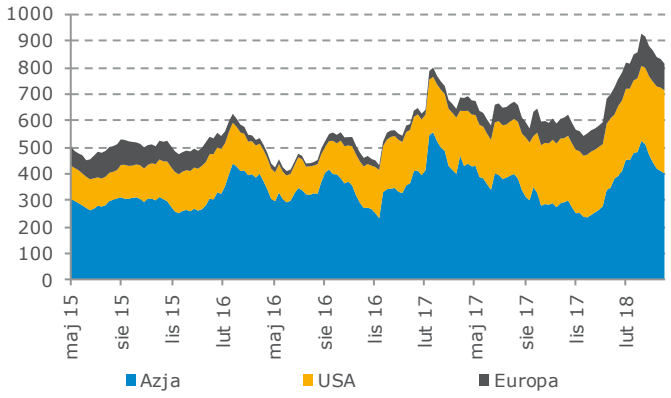
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



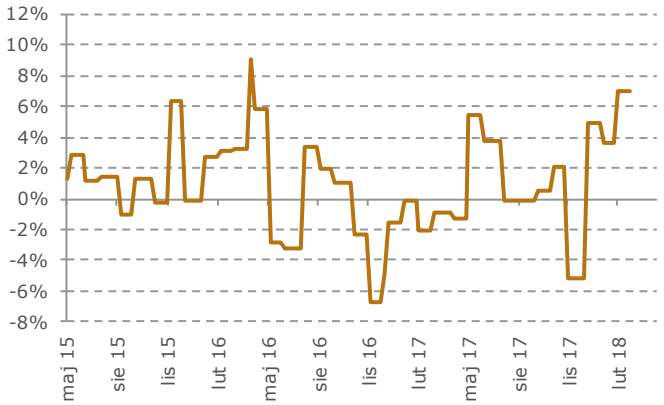
Wartości premii producenckiej dla miedzi (PLN/t)



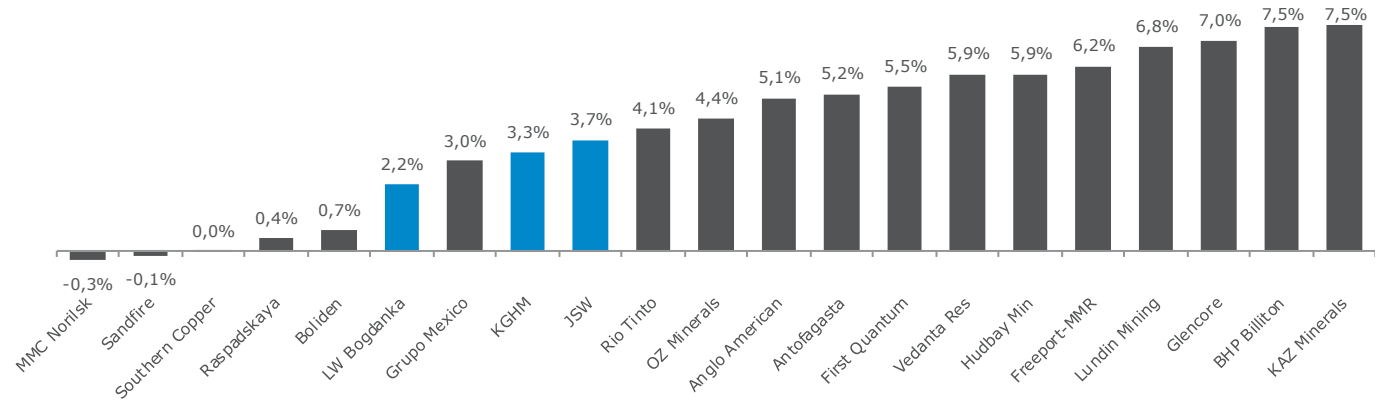
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



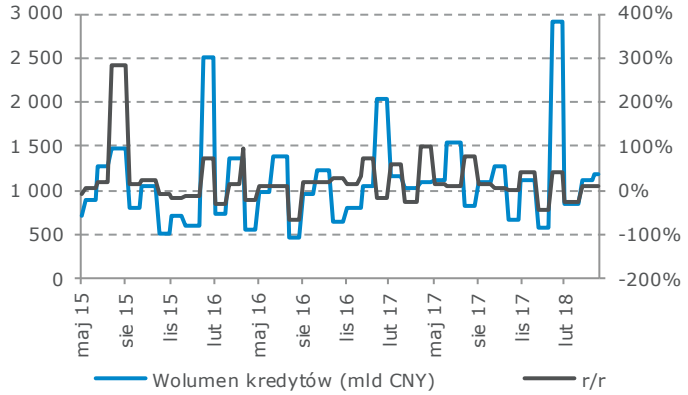
Tygodniowy performance spółek surowcowych



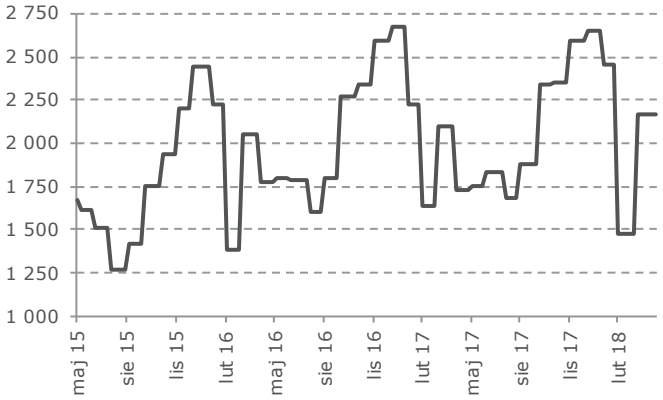
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (miedź)

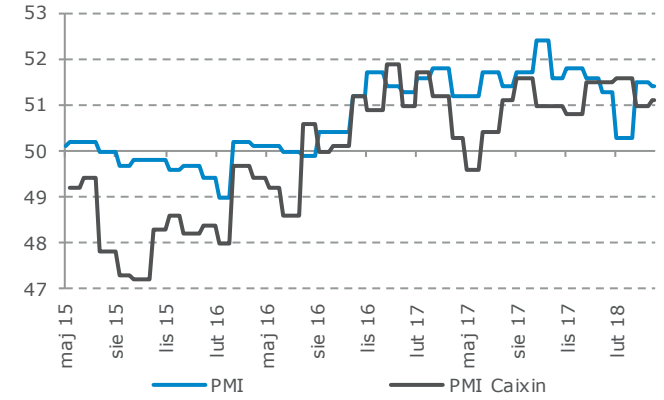
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



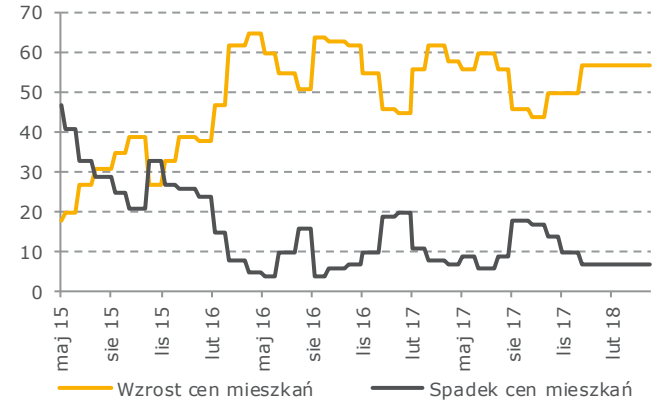
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



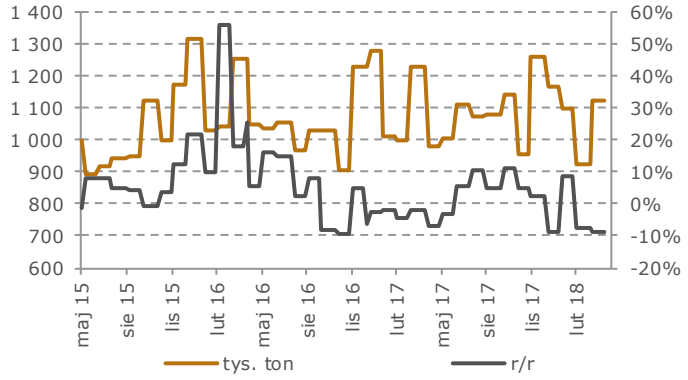
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



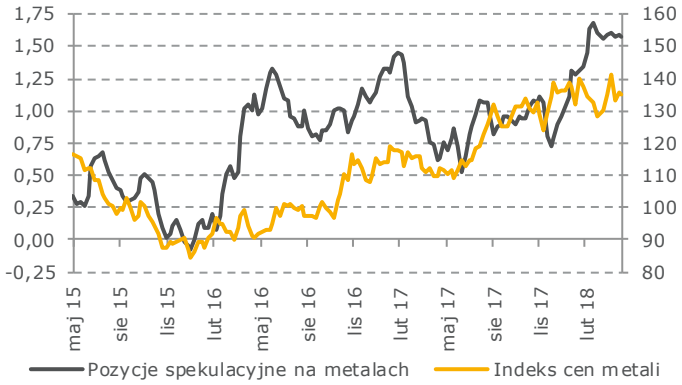
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



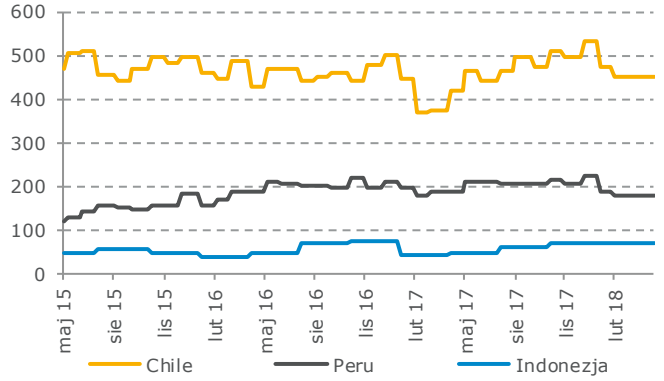
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



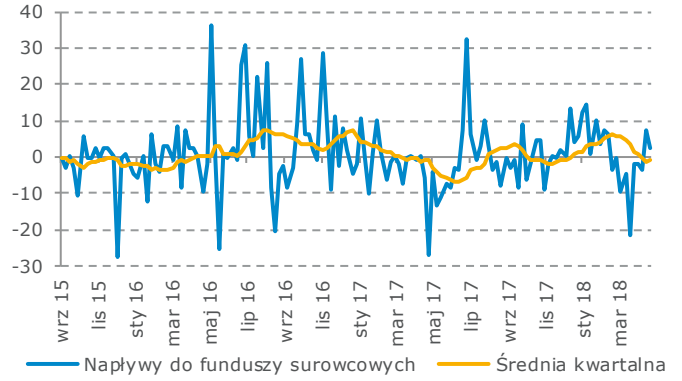
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



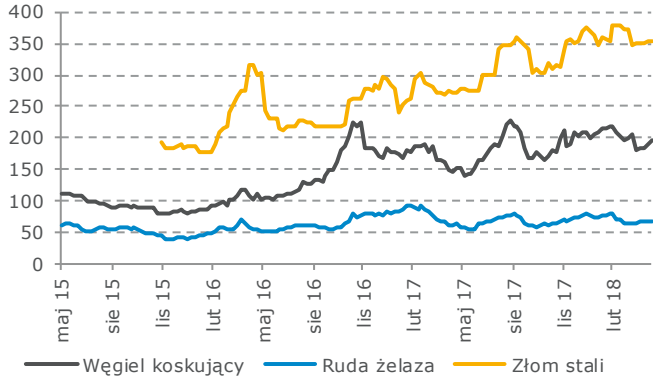
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



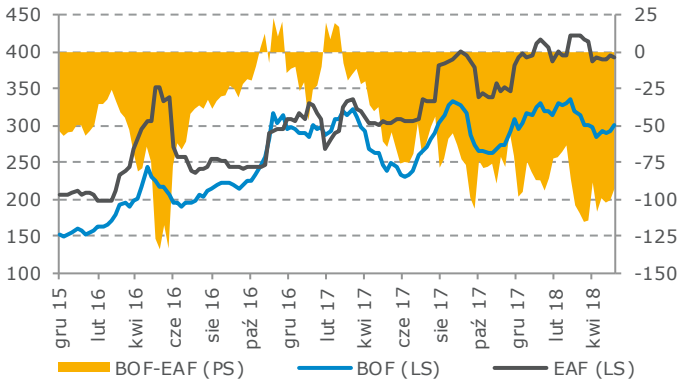
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

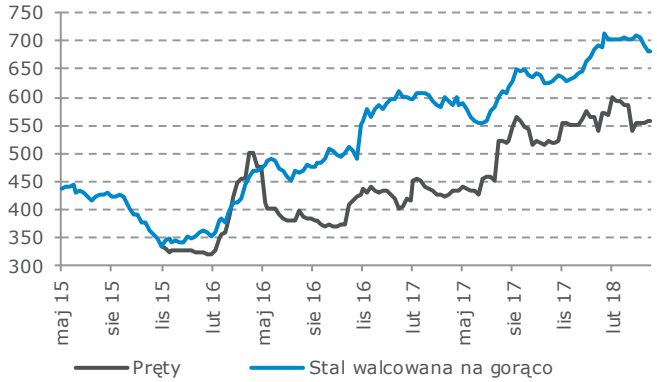
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



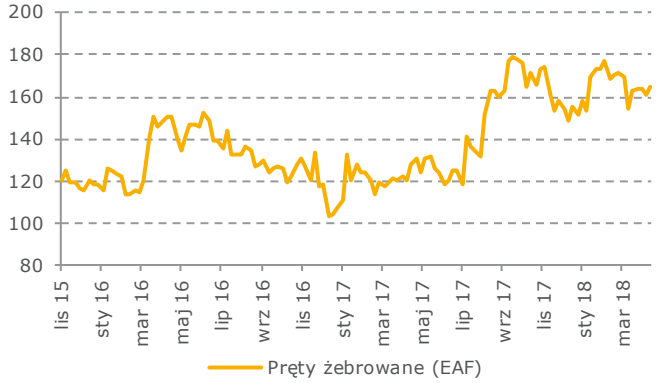
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



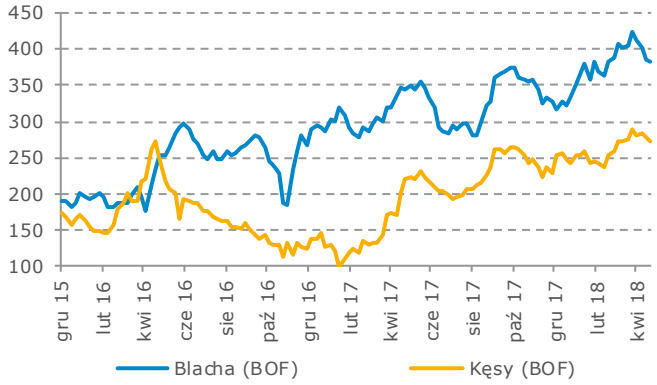
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



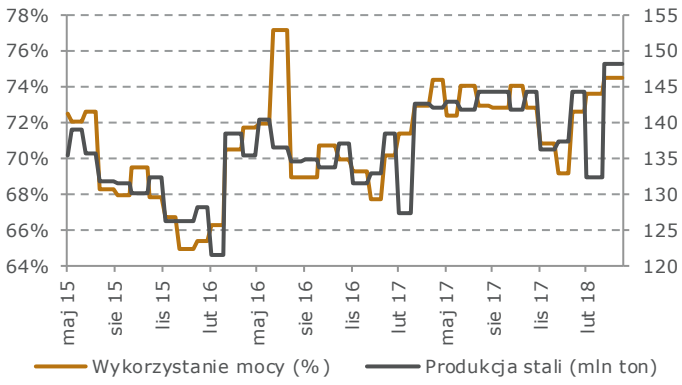
Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)



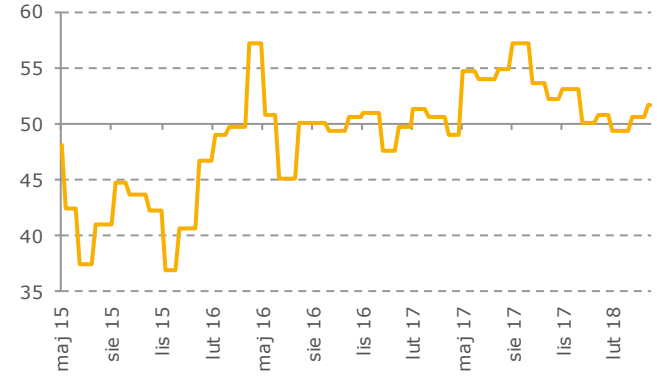
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



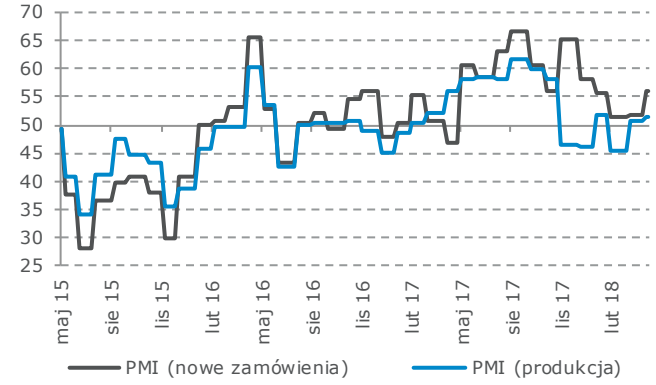
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutnictwie stali oraz produkcja stali (%) na świecie (tys ton)



PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



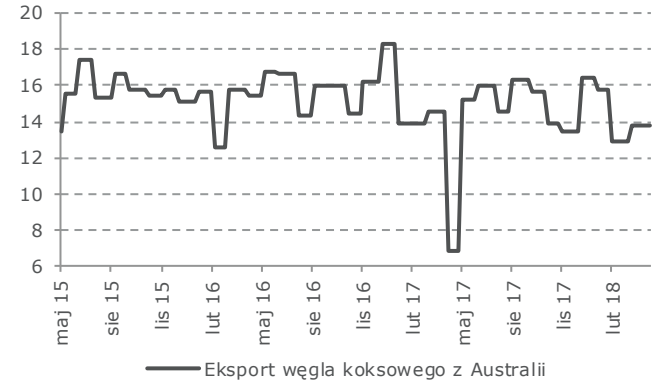
PMI nowe zamówienia oraz bieżąca produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



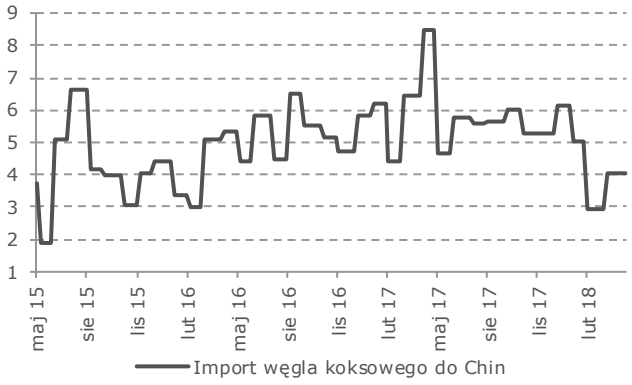
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce (stal)

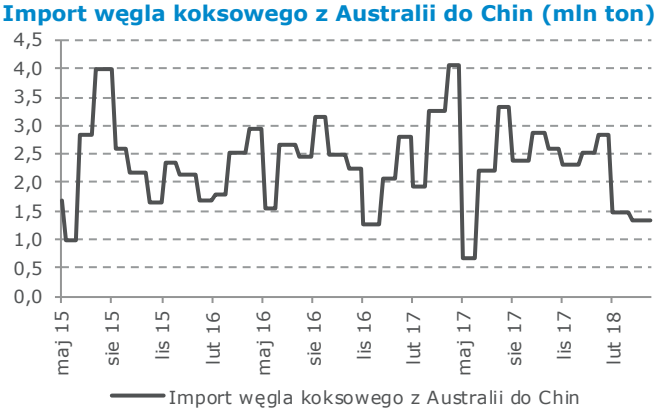
Eksport węgla koksowego z Australii (mln ton)



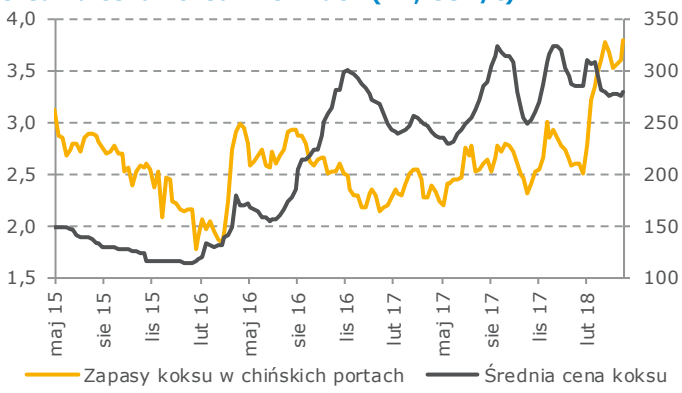
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



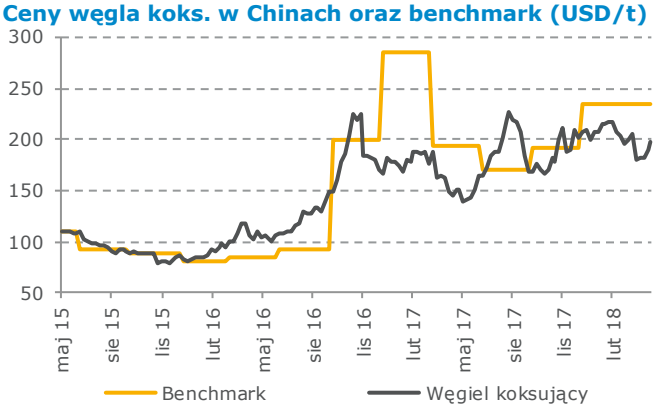
Import węgla koksowego z Australii do Chin (mln ton)



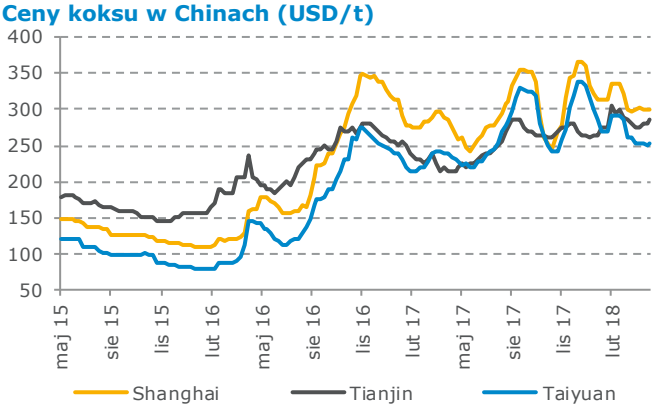
Zapasy koksu w chińskich portach (LP; mln ton) oraz średnia cena koksu w Chinach (PP; USD/t)



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



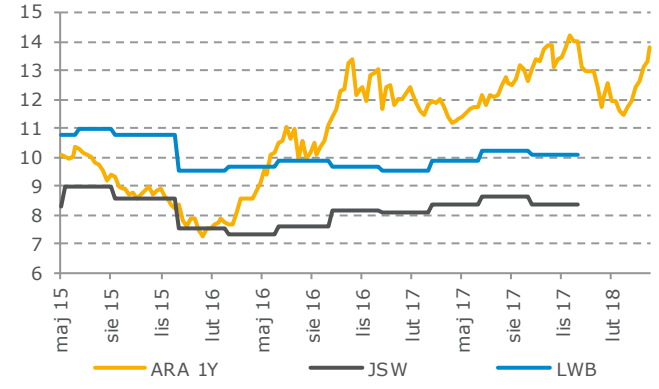
Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Różnica cen koksu i węgla koksującego (USD/t)



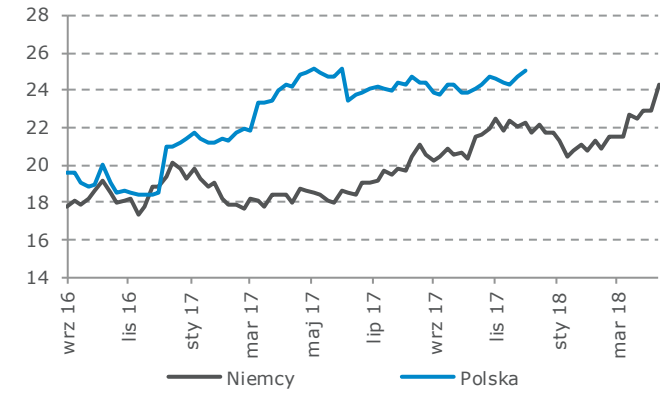
Ceny węgla energetycznego (PLN/GJ)



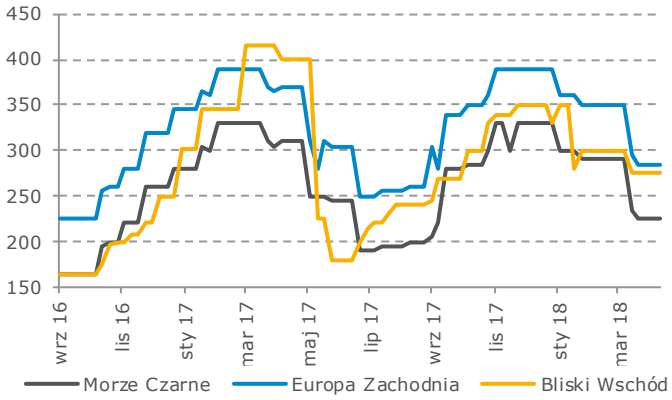
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

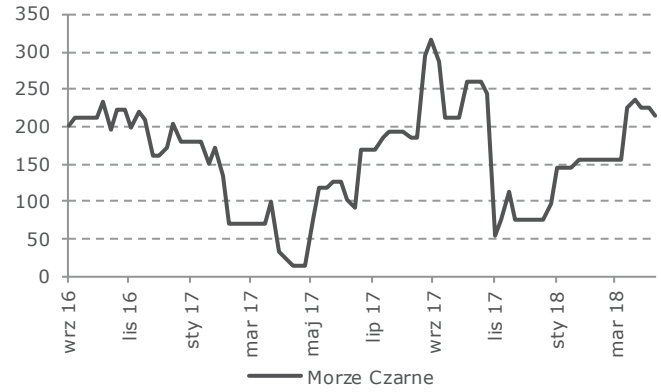
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



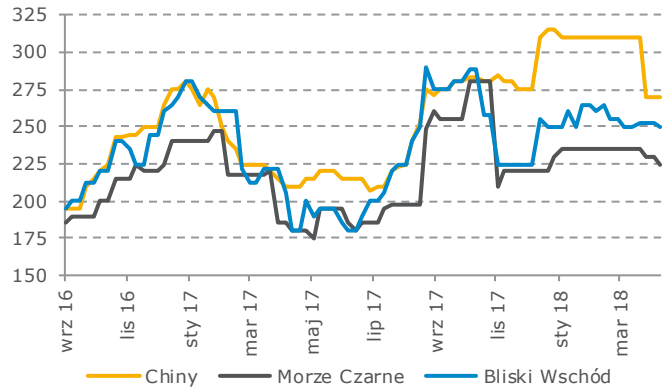
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



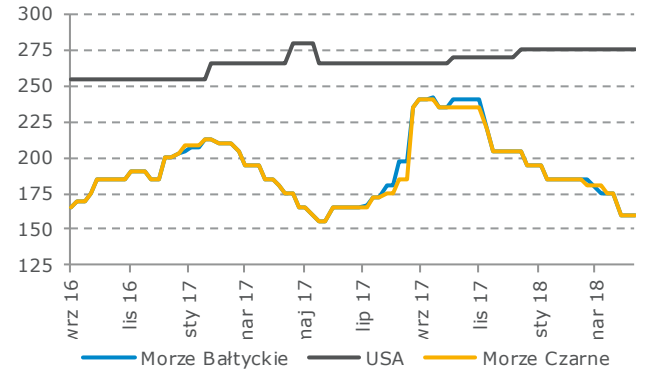
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



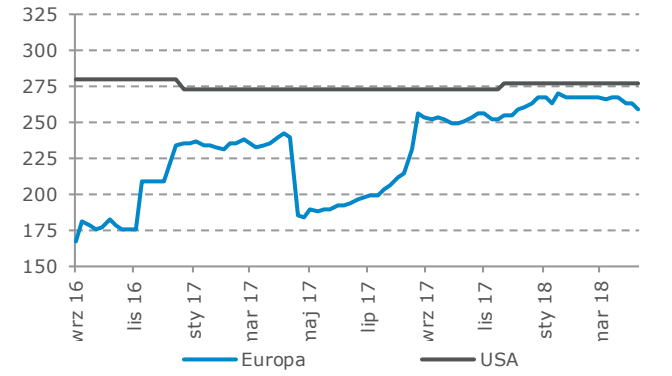
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



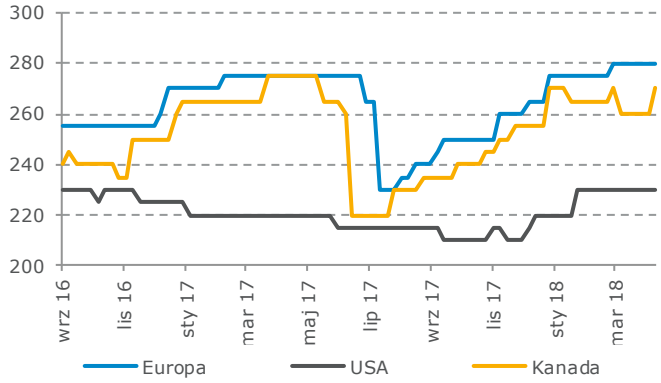
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



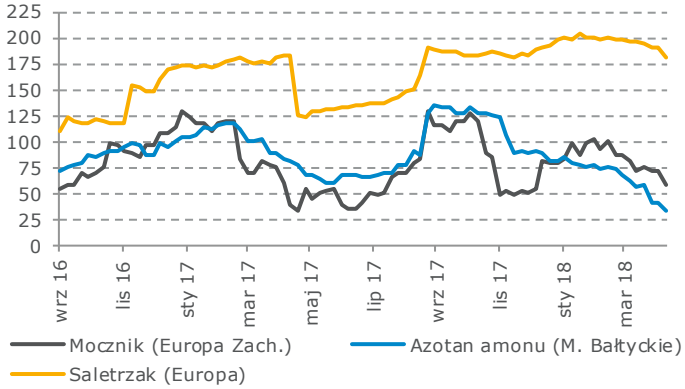
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



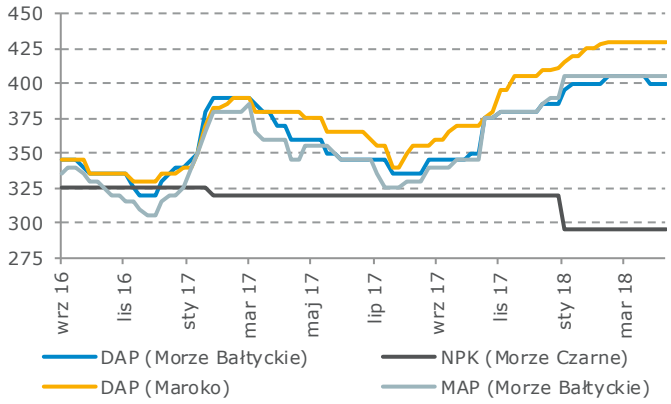
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



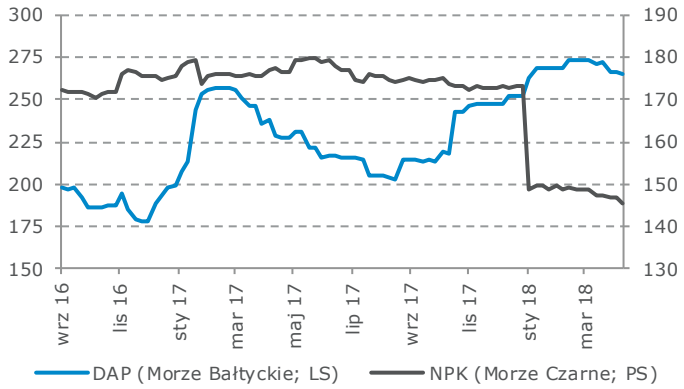
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

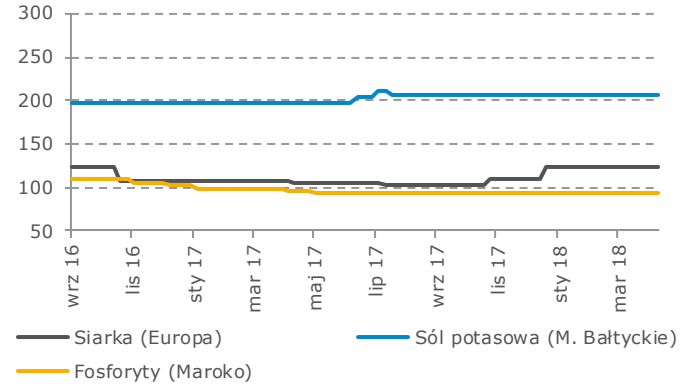
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



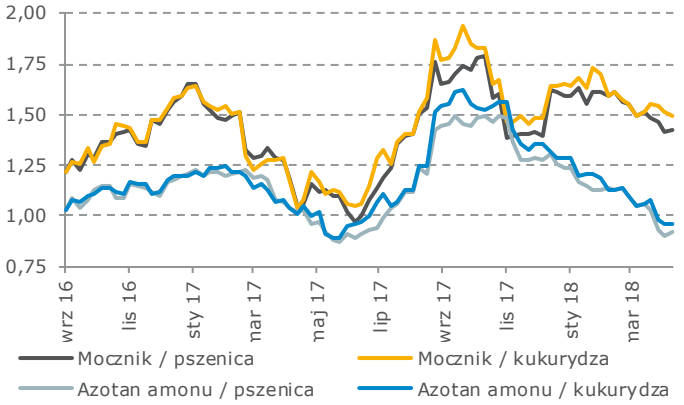
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



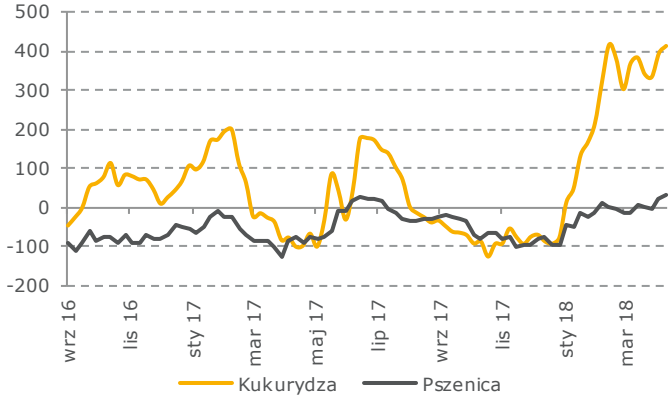
Ceny siarki, soli potasowej i fosforytów (USD/t)



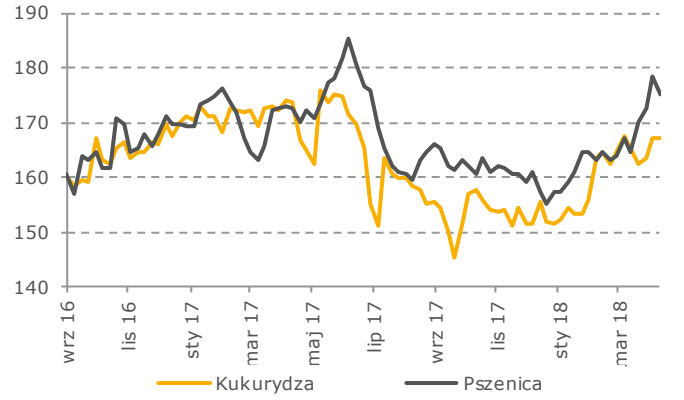
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



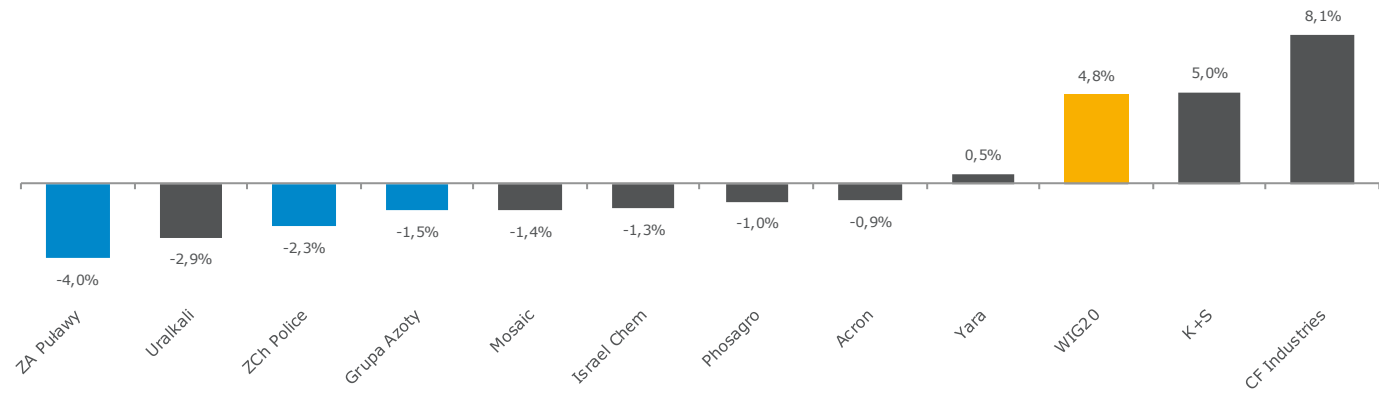
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



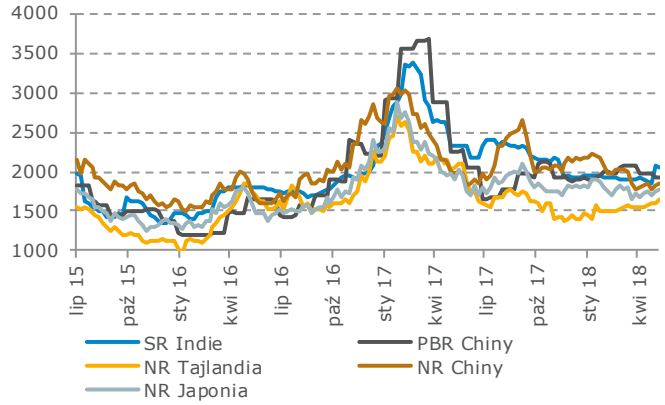
Tygodniowy performance producentów nawozów



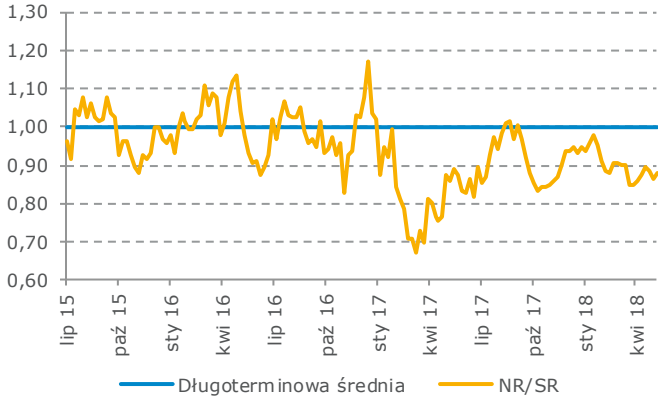
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

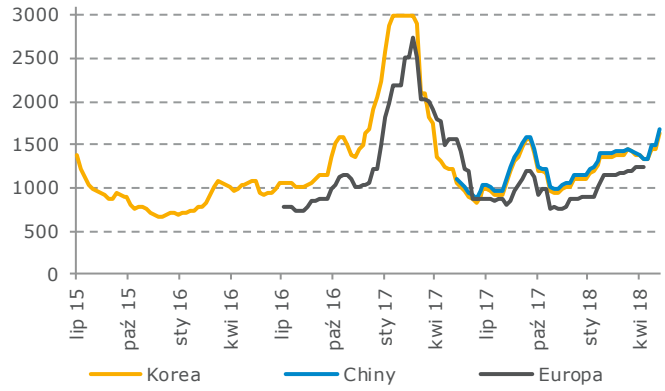
Ceny kauczuków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



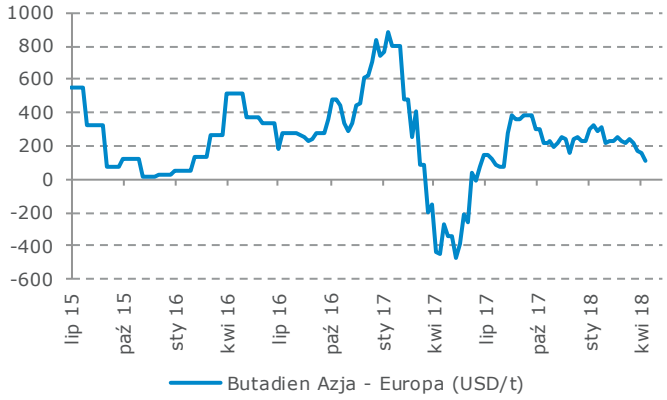
Relacja cen kauczuków syntetycznych i naturalnych



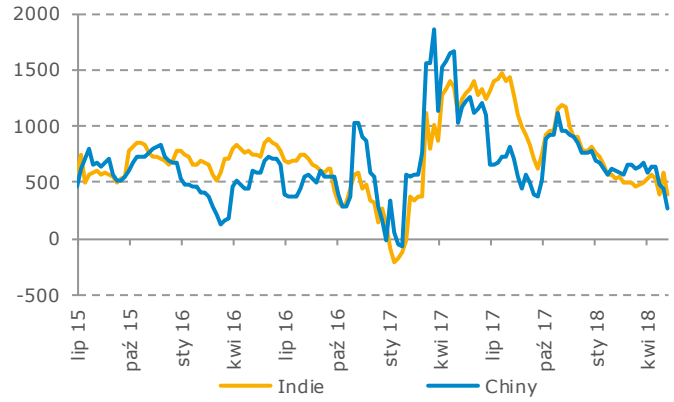
Ceny butadienu (USD/t)



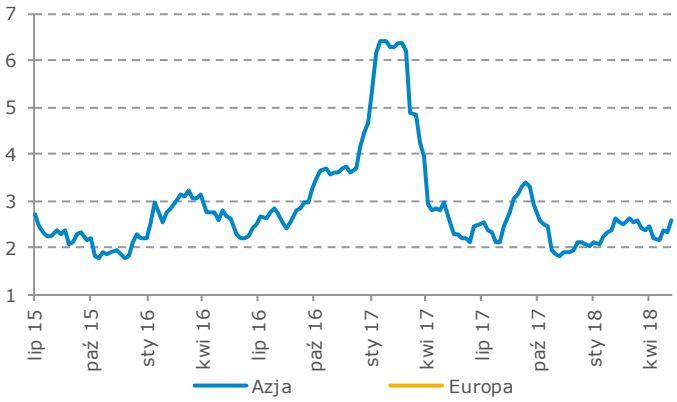
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



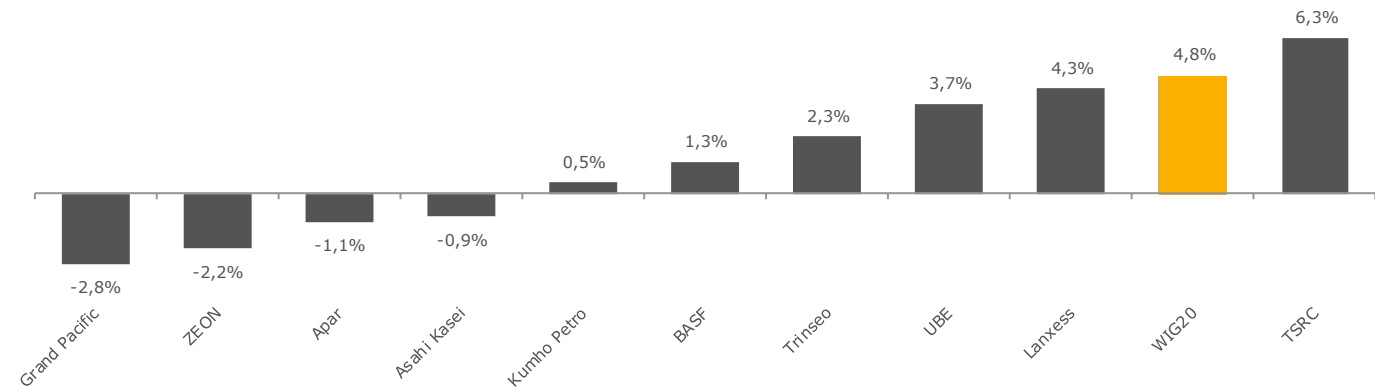
Różnica cen kauczuków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



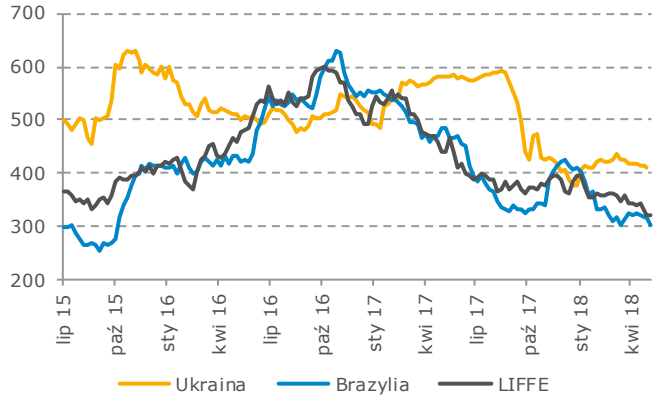
Tygodniowy performance producentów kauczuków syntetycznych



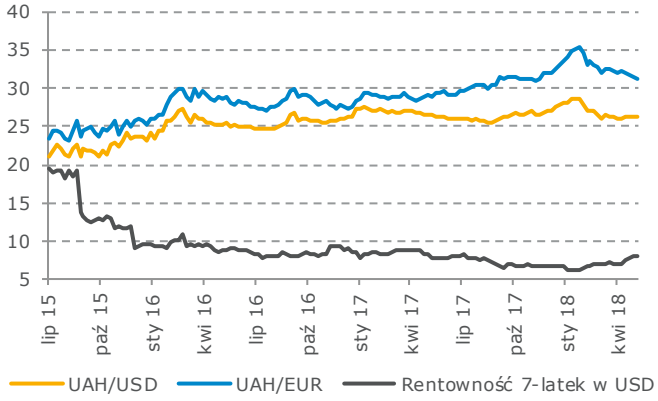
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

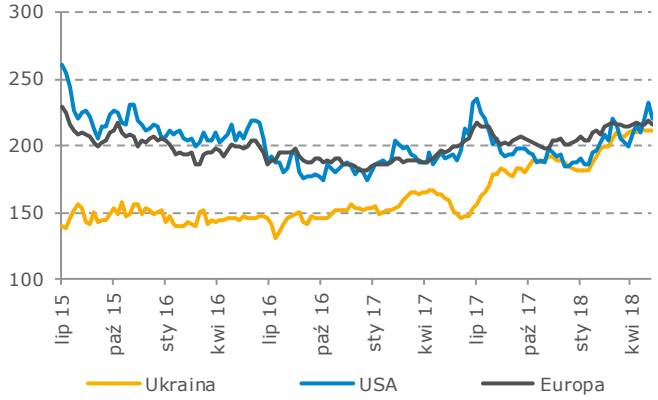
Cena cukru (USD/Mt)



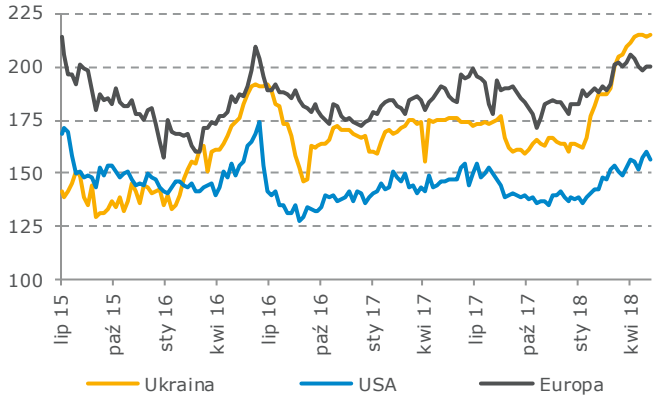
Kursy walut i rentowność ukraińskich obligacji 7Y



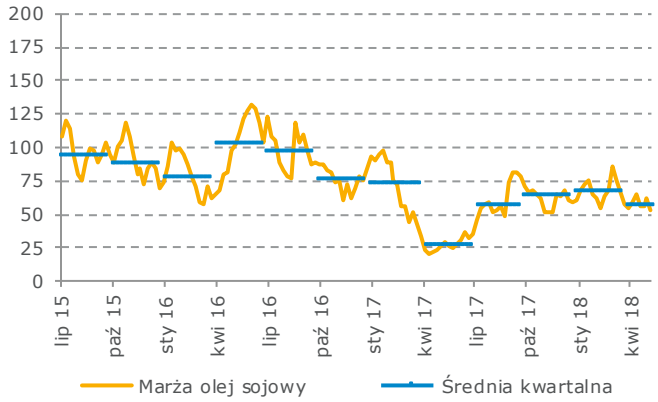
Cena pszenicy (USD/Mt)



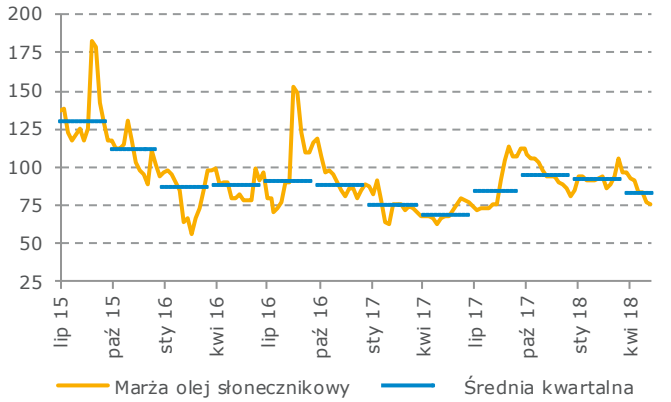
Cena kukurydzy (USD/Mt)



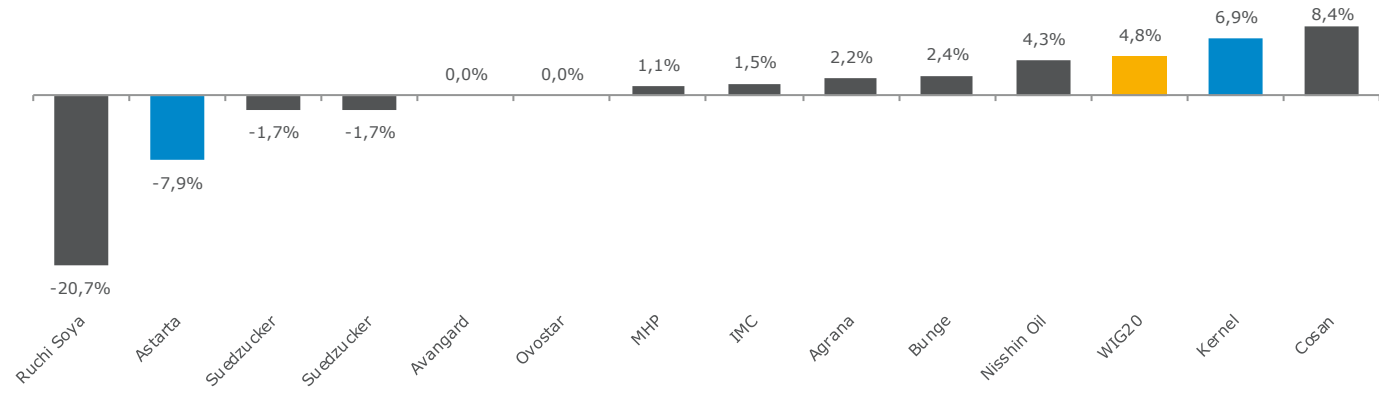
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2018-05-14)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	563,5	8,6	8,2	7,9	2,2	2,2	2,1	21,0	19,9	19,6	26%	26%	26%	5,9%	4,8%	5,0%
Enea	10,6	4,0	4,1	4,6	1,0	0,9	1,0	4,8	5,0	6,2	24%	23%	22%	2,3%	2,1%	2,0%
Energa	10,7	3,7	3,7	4,0	0,8	0,7	0,8	5,4	5,4	6,1	20%	20%	20%	2,7%	2,8%	2,8%
PGE	10,3	3,9	3,9	3,8	1,1	1,0	0,9	6,5	7,5	8,5	29%	26%	25%	0,0%	0,0%	3,4%
Tauron	2,4	4,3	4,7	4,4	0,8	0,9	0,8	3,6	4,0	4,2	19%	19%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	11,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EDF	12,2	4,9	4,6	4,4	1,1	1,0	1,0	20,4	17,2	14,7	21%	22%	23%	2,4%	2,7%	3,3%
EDP	3,4	9,0	8,5	8,3	2,2	2,2	2,1	16,0	14,5	14,1	25%	25%	25%	5,6%	5,6%	5,7%
Endesa	19,6	7,6	7,4	7,4	1,3	1,3	1,3	14,6	14,2	14,1	18%	18%	18%	6,9%	7,0%	7,2%
Enel	5,1	6,7	6,4	6,2	1,4	1,4	1,4	12,6	11,3	10,6	21%	22%	23%	5,5%	6,2%	6,6%
EON	9,2	6,1	5,9	5,0	0,8	0,7	0,6	14,0	13,0	12,2	13%	13%	12%	4,8%	5,3%	5,7%
Fortum	20,0	12,4	12,4	11,7	3,7	3,6	3,5	21,3	17,6	15,5	29%	29%	30%	5,5%	5,4%	5,5%
Iberdola	6,5	9,0	8,4	7,9	2,3	2,2	2,1	14,0	13,1	12,5	25%	26%	26%	5,1%	5,4%	5,6%
National Grid	8,5	10,4	10,4	9,9	3,4	3,4	3,2	14,6	14,5	13,7	33%	33%	33%	5,4%	5,5%	5,7%
Red Electrica	17,3	9,3	9,1	9,3	7,2	7,0	7,1	13,3	12,8	13,3	77%	77%	77%	5,6%	6,0%	6,1%
RWE	19,9	5,0	4,9	6,4	0,6	0,6	0,7	13,6	11,9	9,9	12%	12%	12%	3,5%	4,1%	4,7%
SSE	14,1	9,6	9,4	9,2	0,8	0,8	0,8	12,1	11,6	11,5	8%	8%	9%	6,7%	6,9%	6,9%
Verbund	27,6	14,7	13,0	11,6	4,3	4,0	3,8	30,7	24,4	19,6	29%	31%	33%	1,4%	1,7%	2,3%
Mediana		**7,6**	**7,4**	**7,4**	**1,3**	**1,3**	**1,3**	**14,0**	**13,0**	**12,5**	**24%**	**23%**	**23%**	**5,1%**	**5,3%**	**5,5%**

Wycena spółek rafineryjnych (2018-05-14)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	58,90	6,5	5,7	4,8	0,6	0,6	0,5	15,8	11,9	10,6	9%	10%	10%	2,8%	2,5%	4,2%
MOL	2868,00	4,8	4,8	4,4	0,6	0,6	0,6	11,0	11,1	9,4	13%	13%	13%	4,4%	2,3%	2,5%
PKN Orlen	87,40	7,0	7,0	6,1	0,5	0,4	0,4	12,7	13,3	10,8	6%	6%	7%	3,4%	3,9%	3,4%
Hellenic Petroleum	8,05	6,0	6,2	5,7	0,5	0,5	0,4	8,5	9,5	8,0	8%	8%	8%	4,6%	5,0%	6,2%
HollyFrontier	69,04	8,4	8,1	8,5	0,9	0,9	0,9	15,2	13,8	14,6	11%	12%	11%	1,9%	2,0%	2,0%
Marathon Petroleum	78,34	7,9	6,5	6,6	0,6	0,6	0,5	16,8	12,7	11,4	7%	9%	8%	2,4%	2,6%	2,8%
Motor Oil	19,70	4,9	5,2	4,8	0,3	0,3	0,3	8,7	9,8	9,9	7%	6%	6%	6,0%	6,1%	6,2%
Neste Oil	67,44	11,1	11,1	11,0	1,3	1,3	1,2	18,0	18,0	18,0	11%	11%	11%	2,8%	2,9%	2,9%
OMV	54,56	4,8	4,8	4,8	1,0	1,0	1,0	10,8	10,7	10,4	21%	21%	20%	3,0%	3,4%	3,8%
Phillips 66	118,29	10,2	9,1	8,6	0,6	0,6	0,6	16,5	13,7	12,5	6%	6%	7%	2,5%	2,7%	2,9%
Saras	2,00	3,9	3,5	3,1	0,2	0,2	0,2	14,0	11,4	9,4	5%	5%	5%	3,6%	4,6%	5,8%
Tesoro	142,11	9,2	8,1	7,5	0,7	0,7	0,7	15,9	12,6	10,8	8%	9%	9%	1,7%	1,9%	2,0%
Tupras	104,90	6,9	6,7	6,0	0,6	0,5	0,5	7,5	7,5	6,6	8%	8%	8%	10,7%	10,5%	12,6%
Valero Energy	115,87	8,4	7,3	7,0	0,5	0,5	0,5	16,2	12,8	11,5	6%	7%	7%	2,8%	3,0%	3,2%
Mediana		**6,9**	**6,6**	**6,0**	**0,6**	**0,6**	**0,5**	**14,6**	**12,2**	**10,7**	**8%**	**8%**	**8%**	**2,9%**	**2,9%**	**3,3%**

Wycena spółek petrochemicznych (2018-05-14)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	87,40	7,0	7,0	6,1	0,5	0,4	0,4	12,7	13,3	10,8	6%	6%	7%	3,4%	3,9%	3,4%
Axiall	117,69	7,7	7,6	7,3	2,1	2,0	1,9	12,9	12,4	11,9	27%	27%	26%	0,7%	0,8%	0,8%
Braskem	45,64	5,6	6,1	6,8	1,2	1,2	1,2	10,6	10,5	21,0	22%	20%	17%	5,6%	3,3%	4,3%
Eastman Chemical	106,71	9,4	9,0	8,6	2,2	2,1	2,0	12,4	11,4	10,5	23%	23%	23%	2,1%	2,2%	2,4%
Huntsman Corp	32,14	7,3	7,0	6,8	1,2	1,1	1,1	10,4	9,9	9,4	16%	16%	16%	2,0%	2,0%	2,0%
LyondellBasell	111,98	7,0	7,3	7,2	1,3	1,3	1,3	10,0	10,3	9,5	19%	18%	18%	3,5%	3,8%	4,1%
Mitsubishi Chemical	999,20	6,3	5,7	5,5	0,9	0,8	0,8	6,8	7,3	6,9	14%	15%	15%	3,2%	3,3%	3,6%
Mitsui Chemicals	3205,00	7,4	6,9	6,5	0,8	0,8	0,8	8,9	8,3	8,0	11%	12%	12%	2,8%	3,0%	3,2%
Westlake Chemical	117,69	7,7	7,6	7,3	2,1	2,0	1,9	12,9	12,4	11,9	27%	27%	26%	0,7%	0,8%	0,8%
Mediana		**7,3**	**7,0**	**6,8**	**1,2**	**1,2**	**1,2**	**10,6**	**10,5**	**10,5**	**19%**	**18%**	**17%**	**2,8%**	**3,0%**	**3,2%**

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

Wycena spółek gazowych (2018-05-14)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,45	4,4	4,0	3,7	1,0	0,9	0,8	8,9	8,4	8,4	23%	22%	22%	3,9%	4,5%	4,8%
A2A	1,61	7,1	7,0	6,7	1,5	1,5	1,4	13,4	13,5	13,1	21%	21%	21%	4,2%	4,6%	4,9%
BG Group	26,61	6,3	6,1	6,0	1,1	1,1	1,0	14,1	13,2	12,3	17%	17%	17%	5,2%	5,3%	5,4%
BP	5,71	5,6	5,5	5,2	0,7	0,7	0,8	15,6	15,1	13,6	12%	12%	14%	5,2%	5,3%	5,4%
Centrica	1,49	5,3	5,4	5,3	0,4	0,4	0,4	10,8	11,3	11,1	8%	8%	8%	8,0%	7,5%	7,5%
Enagas	24,65	10,4	10,8	10,4	8,2	8,3	8,3	13,4	13,8	12,8	79%	77%	79%	6,3%	6,5%	6,6%
Endesa	19,61	7,6	7,4	7,4	1,3	1,3	1,3	14,6	14,2	14,1	18%	18%	18%	6,9%	7,0%	7,2%
Engie	14,69	7,6	7,2	6,9	1,1	1,1	1,1	14,5	13,2	12,4	15%	15%	16%	5,0%	5,3%	5,8%
Eni	16,68	4,2	4,0	3,9	1,0	1,0	1,0	16,5	15,6	15,2	23%	24%	25%	4,9%	5,0%	5,1%
Gas Natural SDG	21,85	8,8	8,3	8,0	1,7	1,6	1,6	17,0	15,8	15,1	19%	19%	20%	4,8%	4,8%	4,8%
Gazprom	150,98	3,4	3,4	3,0	0,8	0,8	0,8	3,7	4,0	3,7	25%	24%	26%	5,7%	6,2%	7,3%
Hera	3,01	7,4	7,4	7,2	1,3	1,3	1,3	17,6	17,6	16,4	18%	18%	18%	3,3%	3,4%	3,6%
NovaTek	131,70	11,5	11,6	10,6	4,0	3,9	3,6	12,6	11,2	10,0	34%	33%	34%	2,0%	2,4%	2,2%
ROMGAZ	36,95	4,6	4,3	3,9	2,6	2,4	2,1	9,0	8,1	7,5	56%	57%	55%	9,9%	11,0%	11,6%
Shell	30,22	6,3	6,1	6,0	1,1	1,1	1,0	14,2	13,3	12,4	17%	17%	17%	5,2%	5,3%	5,4%
Snam	3,90	12,0	12,0	11,8	9,6	9,6	9,5	13,7	13,6	13,3	80%	80%	81%	5,6%	5,8%	5,9%
Statoil	216,80	3,6	3,5	3,3	1,4	1,4	1,3	15,5	15,1	14,2	39%	40%	40%	3,4%	3,5%	3,7%
Total	53,70	5,9	5,6	5,6	1,0	1,0	1,0	12,9	12,4	12,0	17%	18%	18%	4,7%	4,9%	5,1%
Mediana		**6,3**	**6,1**	**6,0**	**1,2**	**1,2**	**1,2**	**13,9**	**13,4**	**12,6**	**20%**	**20%**	**21%**	**5,1%**	**5,3%**	**5,4%**

Wycena spółek wydobywczych (2018-05-14)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	2868,00	5,1	5,1	5,0	0,7	0,7	0,7	8,6	8,4	7,3	14%	13%	13%	3,3%	3,2%	3,7%
Bashneft	2348,00	2,7	2,6	2,5	0,6	0,6	0,6	4,9	4,6	4,7	23%	23%	23%	10,1%	14,4%	13,7%
BP	5,71	5,6	5,5	5,2	0,7	0,7	0,8	15,6	15,1	13,6	12%	12%	14%	5,2%	5,3%	5,4%
Dana Gas	1,05	7,1	6,5	-	3,6	3,3	-	-	-	-	51%	51%	-	6,7%	8,6%	-
Eni	16,68	4,2	4,0	3,9	1,0	1,0	1,0	16,5	15,6	15,2	23%	24%	25%	4,9%	5,0%	5,1%
Gazprom Neft	325,10	4,1	4,2	4,1	0,9	0,9	0,9	5,0	5,0	4,7	23%	22%	22%	5,6%	6,4%	6,7%
Gulf Keystone	1,82	5,7	3,5	1,9	3,1	2,2	1,4	35,7	9,1	3,7	54%	63%	76%	-	-	-
Lukoil	4407,50	4,0	4,1	4,1	0,6	0,6	0,6	6,4	6,5	6,6	15%	14%	14%	5,3%	5,7%	6,3%
Occidental Petroleum	84,89	8,5	8,1	8,0	4,6	4,5	4,4	22,7	22,7	23,2	55%	56%	55%	3,6%	3,7%	3,8%
Repsol	16,67	5,6	5,6	5,6	0,8	0,8	0,8	11,0	11,2	11,1	14%	14%	15%	5,4%	5,4%	5,5%
Rosneft Oil	403,55	5,0	4,6	4,4	1,1	1,1	1,0	8,6	7,5	7,3	22%	23%	23%	4,7%	6,1%	6,8%
Shell	30,22	6,3	6,1	6,0	1,1	1,1	1,0	14,2	13,3	12,4	17%	17%	17%	5,2%	5,3%	5,4%
Statoil	216,80	3,6	3,5	3,3	1,4	1,4	1,3	15,5	15,1	14,2	39%	40%	40%	3,4%	3,5%	3,7%
Surgutneftegas	31,72	-	-	-	-	-	-	3,5	4,5	4,5	-	-	-	6,7%	7,3%	5,9%
Total	53,70	5,9	5,6	5,6	1,0	1,0	1,0	12,9	12,4	12,0	17%	18%	18%	4,7%	4,9%	5,1%
Tullow Oil	2,40	6,6	6,3	5,9	4,7	4,4	4,2	13,8	14,8	13,6	71%	70%	72%	0,0%	0,5%	0,9%
Mediana		**5,6**	**5,1**	**4,7**	**1,0**	**1,0**	**1,0**	**12,9**	**11,2**	**11,1**	**23%**	**23%**	**22%**	**5,2%**	**5,3%**	**5,4%**

Wycena spółek surowcowych (2018-05-14)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
GÓRNICTWO I METALE																
JSW	83,00	2,3	2,7	3,4	0,9	0,9	0,9	4,4	6,0	8,7	37%	32%	27%	0,0%	9,1%	8,4%
KGHM	95,00	4,6	3,4	3,1	1,1	0,9	0,8	7,9	5,9	5,8	24%	27%	26%	1,6%	3,2%	5,9%
LW Bogdanka*	55,30	2,9	2,6	2,6	1,0	0,9	0,9	10,4	7,9	7,6	33%	35%	34%	3,6%	4,3%	3,9%
Anglo American	18,41	4,8	5,4	5,4	1,6	1,6	1,6	10,1	12,3	12,0	34%	30%	29%	4,4%	3,7%	3,7%
Antofagasta	10,48	6,2	5,9	5,5	3,2	3,1	3,0	17,1	15,7	15,8	53%	52%	54%	2,6%	2,7%	2,6%
BHP Billiton	17,21	6,3	6,6	6,8	3,4	3,4	3,5	14,1	15,7	16,8	54%	52%	51%	4,9%	4,3%	4,1%
Freeport-McMoRan	16,20	4,5	6,5	4,5	1,8	2,2	1,9	8,1	13,5	9,1	41%	34%	41%	1,2%	1,8%	3,4%
Glencore	3,85	5,9	6,1	6,0	0,5	0,5	0,5	10,6	11,6	11,6	8%	8%	8%	4,1%	4,3%	4,8%
Grupo Mexico	56,87	5,5	5,2	5,0	2,7	2,5	2,4	10,3	9,4	9,9	49%	49%	48%	4,2%	5,0%	6,5%
Kazakhmys	10,28	6,1	6,0	6,0	3,6	3,5	3,5	9,3	9,0	8,7	59%	58%	58%	0,5%	0,8%	1,2%
Rio Tinto	42,41	6,1	6,6	6,7	2,8	2,9	2,9	11,8	13,3	13,4	46%	44%	43%	5,2%	4,6%	4,5%
Southern CC	51,78	10,8	10,0	9,5	5,8	5,4	5,2	19,5	18,0	17,2	54%	54%	54%	2,2%	2,4%	2,5%
Mediana		**5,7**	**5,9**	**5,4**	**2,3**	**2,4**	**2,1**	**10,3**	**11,9**	**10,8**	**44%**	**40%**	**42%**	**3,1%**	**4,0%**	**4,0%**
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	371,00	9,2	9,0	8,8	1,4	1,4	1,4	12,9	13,0	12,7	15%	16%	16%	6,5%	6,2%	6,1%
Alcoa	52,33	3,9	4,4	5,2	0,9	0,9	1,0	11,5	12,1	14,4	23%	22%	18%	-	0,1%	0,2%
Constellium	11,35	6,8	6,4	6,0	0,6	0,6	0,5	16,0	8,8	7,4	9%	9%	9%	-	-	-
Kaiser Aluminum	104,74	9,2	8,2	7,7	1,3	1,2	1,2	15,9	13,5	13,2	14%	15%	15%	2,1%	2,2%	2,3%
Norsk Hydro	47,77	5,4	4,9	4,6	0,7	0,7	0,7	12,3	10,5	9,5	12%	14%	14%	3,6%	4,0%	4,5%
Rusal	2,00	7,0	6,7	6,8	1,5	1,5	1,5	2,4	2,2	2,4	22%	22%	22%	9,8%	10,6%	10,6%
Mediana		**6,9**	**6,5**	**6,4**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**12,6**	**11,3**	**11,1**	**14%**	**15%**	**15%**	**5,0%**	**4,0%**	**4,5%**

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

Wycena spółek nawozowych (2018-05-14)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	50,55	5,2	5,7	5,6	0,6	0,7	0,6	11,8	16,0	15,1	12%	12%	11%	1,8%	2,5%	4,4%
ZA Police*	18,90	6,5	6,3	5,9	0,7	0,7	0,7	-	-	-	11%	12%	12%	-	-	-
ZCh Puławy*	119,50	3,8	3,5	3,4	0,5	0,5	0,5	8,7	8,5	8,3	14%	14%	15%	6,0%	7,3%	7,4%
Acron	4330,00	8,2	7,6	7,1	2,6	2,5	2,3	11,2	9,5	8,9	32%	33%	32%	7,1%	7,4%	7,8%
CF Industries	40,47	12,3	10,3	9,9	3,8	3,5	3,4	46,1	23,0	18,2	31%	34%	34%	3,0%	3,0%	3,0%
Israel Chemicals	16,27	7,3	7,0	6,6	1,5	1,4	1,4	13,5	12,2	11,1	20%	21%	21%	4,0%	4,5%	4,9%
K+S	25,30	9,2	8,1	7,2	1,9	1,8	1,7	18,4	14,2	11,6	20%	22%	24%	2,3%	3,0%	3,4%
Phosagro	2451,00	6,4	6,2	5,4	2,2	2,1	1,9	8,8	8,7	6,8	34%	33%	36%	5,8%	6,5%	7,8%
The Mosaic Company	27,17	8,7	7,9	7,2	1,7	1,6	1,5	18,7	14,9	11,5	19%	20%	21%	0,4%	0,4%	0,9%
Uralkali	106,90	5,4	5,5	-	2,9	2,9	-	5,2	5,3	-	53%	53%	-	-	-	-
Yara International	337,80	66,3	51,6	44,3	9,2	8,3	7,7	100+	95,2	77,1	14%	16%	17%	0,3%	0,5%	0,6%
Mediana		**7,3**	**7,0**	**6,9**	**1,9**	**1,8**	**1,6**	**11,8**	**13,2**	**11,5**	**20%**	**21%**	**21%**	**3,0%**	**3,0%**	**4,4%**

Wycena spółek spożywczych (2018-05-14)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	43,10	3,6	3,4	3,2	1,1	1,0	1,0	3,7	3,6	3,2	31%	30%	32%	-	6,2%	-
IMC*	13,75	3,7	3,3	-	1,5	1,4	-	4,5	-	-	39%	43%	-	6,0%	-	-
Kernel	54,10	7,6	5,1	4,0	0,7	0,6	0,5	11,8	6,1	4,5	9%	12%	13%	1,6%	2,6%	6,7%
Ovostar*	95,00	5,1	4,3	-	1,5	1,3	-	5,5	-	-	29%	31%	-	-	-	-
Agrana Beteiligungs	98,70	6,9	8,1	7,5	0,7	0,7	0,7	11,0	14,9	13,2	10%	9%	9%	4,3%	4,4%	4,6%
Bunge Limited	71,04	9,0	8,8	8,6	0,4	0,4	0,4	13,0	12,6	11,8	4%	4%	4%	2,7%	2,8%	3,1%
Cosan	39,60	4,4	4,0	3,7	0,4	0,4	0,4	12,7	11,3	8,8	9%	9%	10%	5,5%	4,6%	6,6%
MHP	13,55	4,8	4,5	4,1	1,6	1,4	1,3	5,7	5,4	4,7	33%	32%	31%	5,5%	5,6%	5,7%
Nisshin Oillio	3295,00	10,4	9,0	8,4	0,5	0,5	0,4	16,2	16,5	15,6	5%	5%	5%	1,8%	1,8%	2,0%
Suedzucker	14,20	6,4	8,9	7,4	0,7	0,7	0,7	14,8	36,2	19,6	11%	8%	9%	3,1%	2,0%	2,5%
Wilmar Int.	3,17	13,0	12,1	12,0	0,7	0,7	0,6	12,8	11,5	10,5	5%	6%	5%	3,2%	3,5%	3,5%
Mediana		**6,4**	**5,1**	**7,4**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**11,8**	**11,5**	**10,5**	**10%**	**9%**	**9%**	**3,2%**	**3,5%**	**4,1%**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

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.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