

wtorek, 24 czerwca 2014 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

Michał Marczak +48 22 697 47 38

Kamil Kliszcz +48 22 697 47 06

Jakub Szkopek +48 22 697 47 40

Rynek energetyczny

Ceny energii na rynku niemieckim były stabilne, podobnie jak notowania CO₂. Na rynku polskim odnotowaliśmy jednak nieznaczny wzrost w kontrakcie na rok 2015 (+1 PLN/MWh), co wpłynęło na rozszerzenie spreadu transgranicznego do ponad 24 PLN/MWh. Ceny zielonych certyfikatów pozostawały stabilne. Notowania spółek z sektora po chwilowej przerwie wróciły do wzrostów, na czele z niemieckim RWE.

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne w ostatnim tygodniu poprawiły się, głównie za sprawą lepszych cracków benzynowych (wysoki odczyt konsumpcji i spadek eksportu netto z USA). Dyferencjał Ural/Brent po lekkiej korekcie wrócił do poziomu 3,5 USD/Bbl. Warto również odnotować kontynuację zwykłych tendencji na cenach PTA. Pod koniec czerwca obserwujemy również wyraźny wzrost cen ropy Ural wyrażony w PLN, co może zwiastować dodatni efekt LIFO w 2Q. W ostatnim tygodniu relatywnie lepiej zachowywały się spółki rafinerijne z USA co było pochodną odbicia na spreadzie Brent-WTI.

Rynek nawozowy

Ceny kukurydzy i pszenicy utrzymały się na niskich poziomach (nie pomogła publikacja USDA), a liczba otwartych długich pozycji spekulacyjnych na CBT ponownie spadała. Ceny nawozów po ostatnich spadkach były stabilne, choć punktowo odnotowaliśmy odbicia notowań (DAP, RSM).

Rynek metali

W maju chiński import miedzi rafinowanej wyniósł 283 tys. ton - wzrost w ujęciu r/r o 22%. Zapasy miedzi na giełdach spadły do 255 tys. ton (-266 tys. YTD) - najmniej od 2006 roku. Chiński PMI w przemyśle był lepszy od oczekiwań i wzrósł do 50,8 pkt vs. 49,4 pkt w maju. Pozytywne informacje dla cen miedzi i KGHM. Premia wlewkowa na aluminium wzrosła do 420 USD/t (+50% YTD), co negatywnie wpływa na marże przetwórców aluminium (w szczególności Impexmetal). Ze wzrostu cen aluminium i premii produkcyjnej korzystają producenci surowca w tym Alcoa, Norsk Hydro i Rusal. W nadchodzącym tygodniu dobrze zachowywać się powinien kurs Grupy Kęty, ze względu na publikację prognozy Zarządu na 2Q'14.

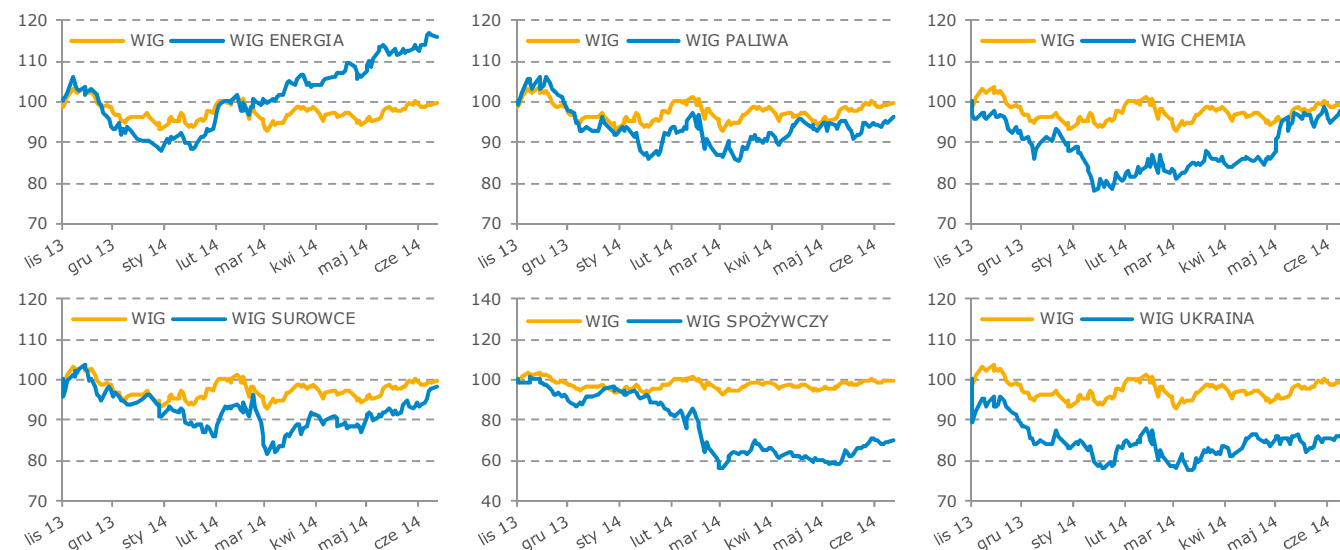
Rynek węgla

Ceny węgla energetycznego w ARA pozostają na niezmiennym poziomie 72,5 USD/t, węgiel rosyjski kosztuje 68,5 USD/t. Implikuje to ceny w Polsce (transport, waluta) na poziomie 11,0 i 10,5 PLN/GJ. Węgiel krajowy w kontraktach to ok. 10 PLN/GJ.

Rynek spożywczy

Ceny pszenicy i kukurydzy w ostatnim tygodniu na Ukrainie były stabilne mimo spadków cen zbóż w USA i Europie (efekt deprecjacji lokalnej waluty). Stabilne były również ceny cukru (blisko 8 800 UAH/t).

Indeksy branżowe na tle WIG



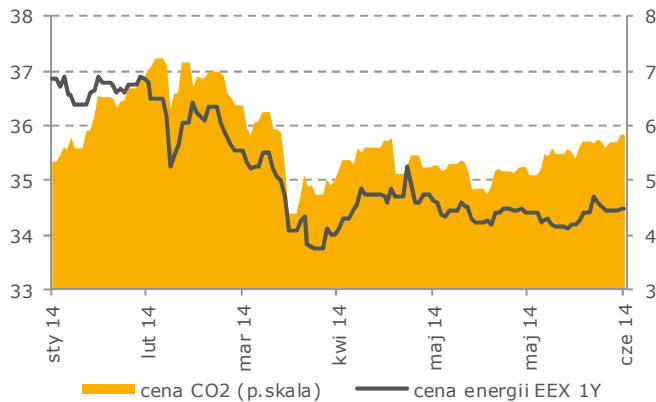
Źródło: Bloomberg

Tygodniowa zmiana kursu

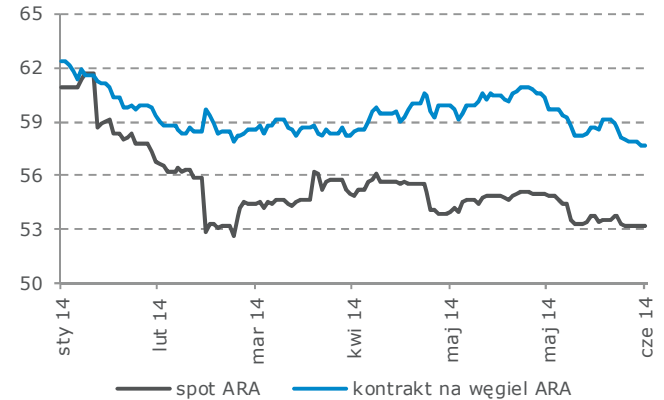
Spółka	zmiana
Tarczyński	-4,4%
Astarta	-4,1%
Kęty	-2,6%
Impexmetal	-1,9%
ZCh Police	-1,2%
Lotos	-1,1%
PGE	+0,3%
Boryszew	+0,4%
Enea	+0,5%
ZA Puławy	+0,8%
Energia	+1,3%
MOL	+1,6%
Kernel	+1,7%
LW Bogdanka	+1,8%
PKN Orlen	+2,0%
PGNiG	+2,5%
CEZ	+2,5%
ZE PAK	+3,1%
Tauron	+5,0%
KGHM	+5,2%
Grupa Azoty	+6,0%
JSW	+8,5%

Energetyka

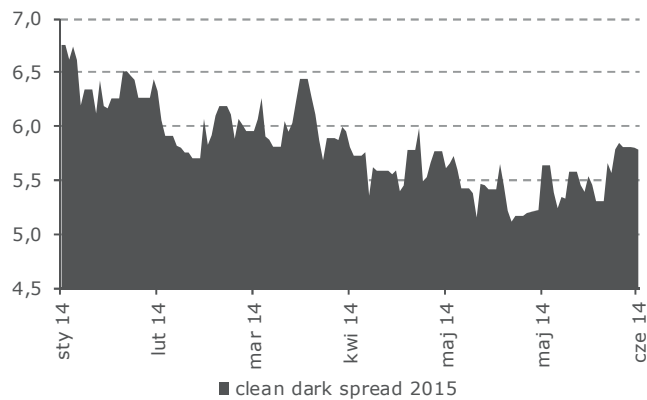
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



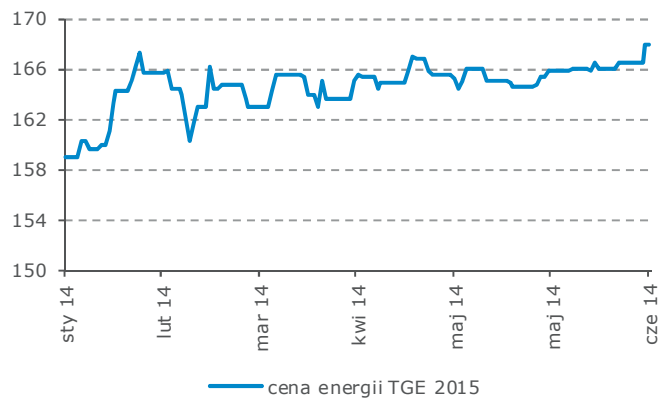
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



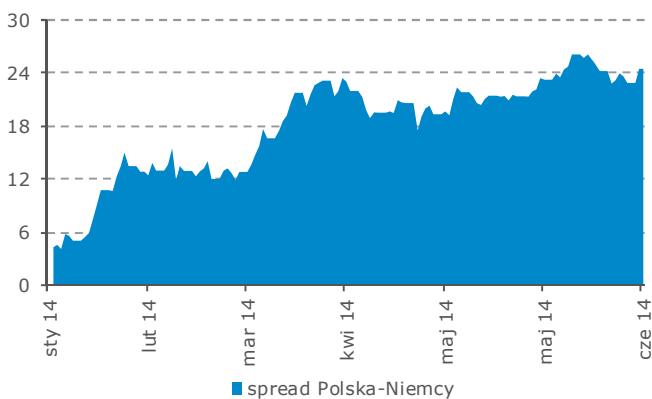
Clean dark spread 2015 rynek niemiecki (EUR/MWh)



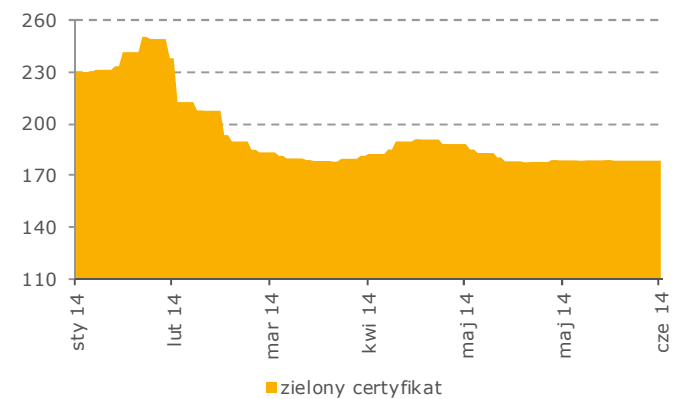
Cena energii w kontrakcie na 2015 (PLN/MWh)



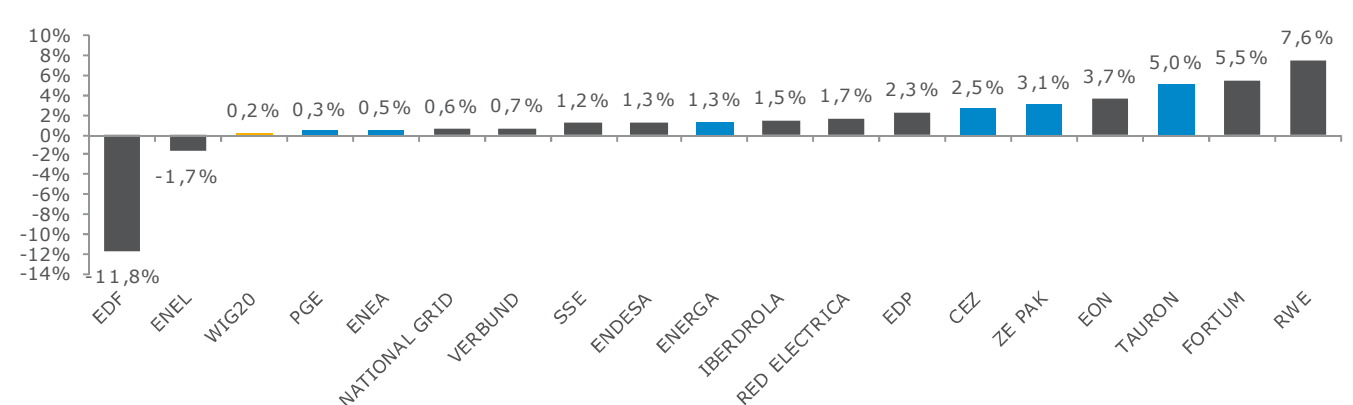
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



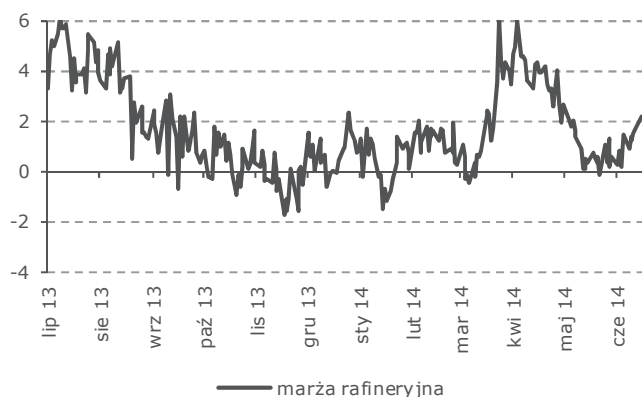
Tygodniowy performance spółek energetycznych



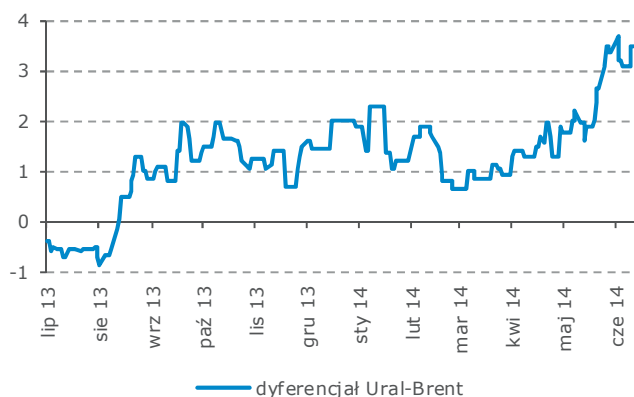
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

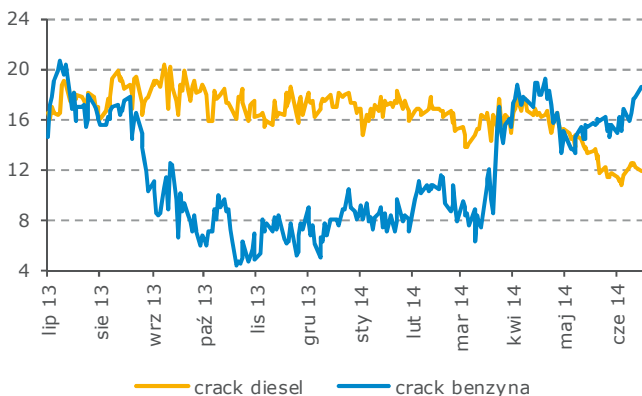
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



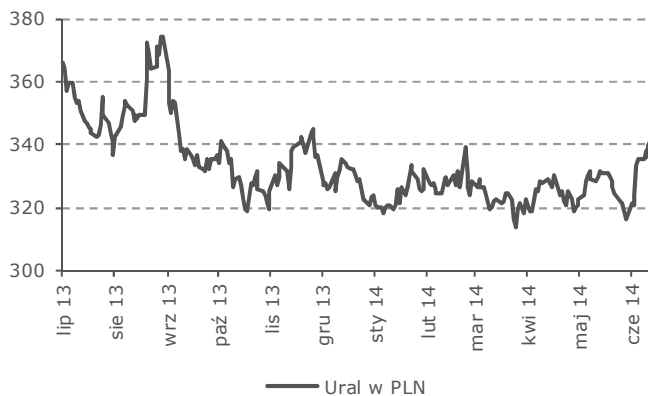
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



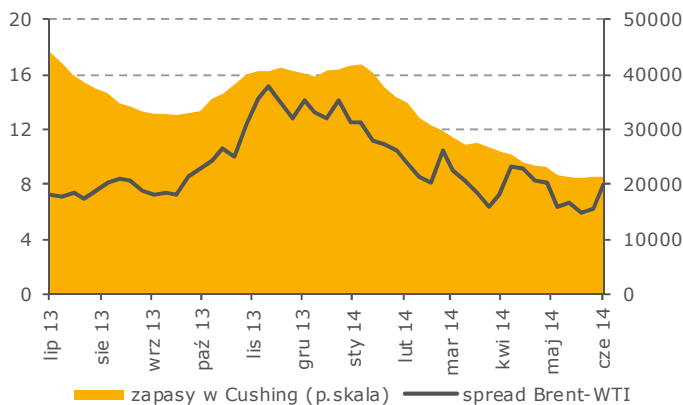
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



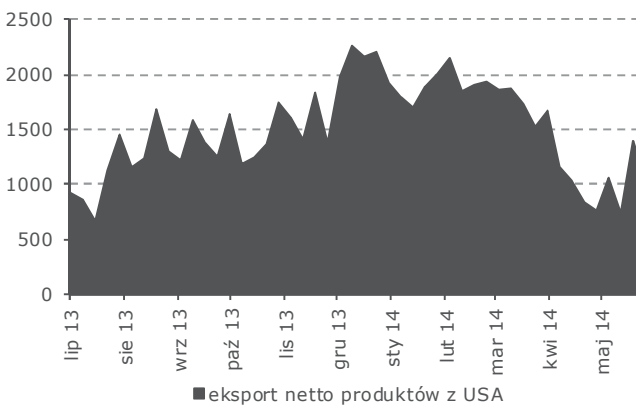
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



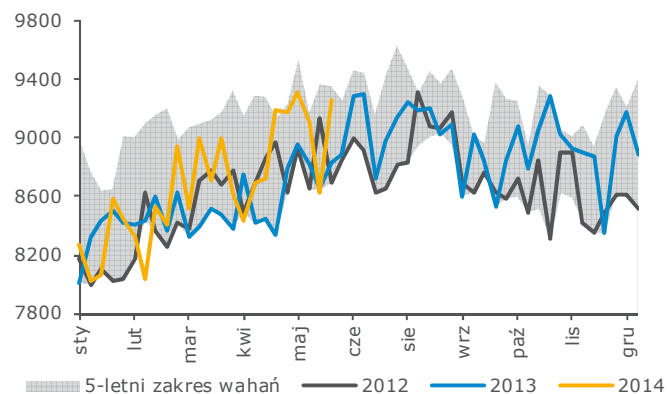
Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



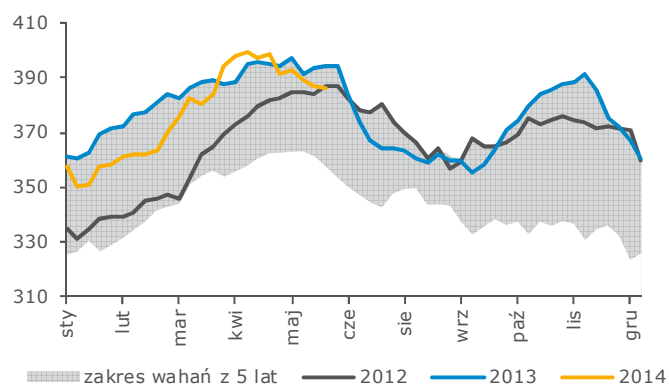
Eksport netto paliw z USA



Popyt na benzynę w USA



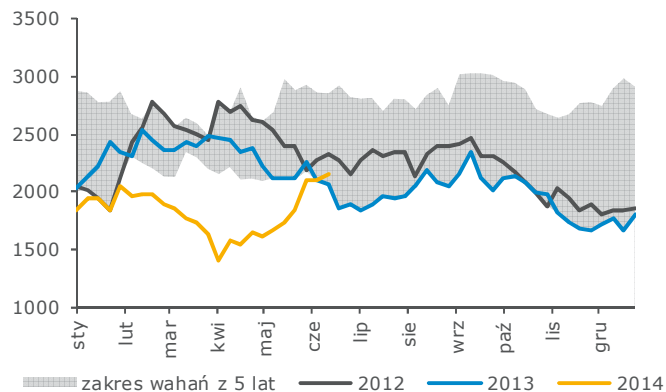
Zapasy benzyny w USA



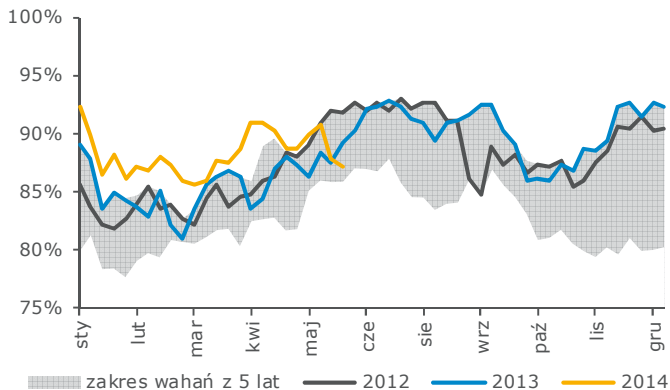
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

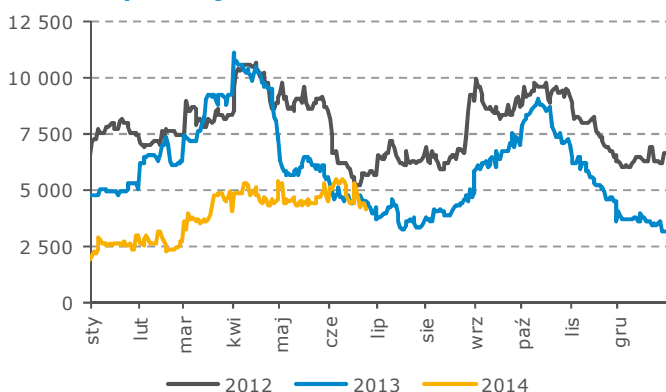
Zapasy diesla w portach ARA



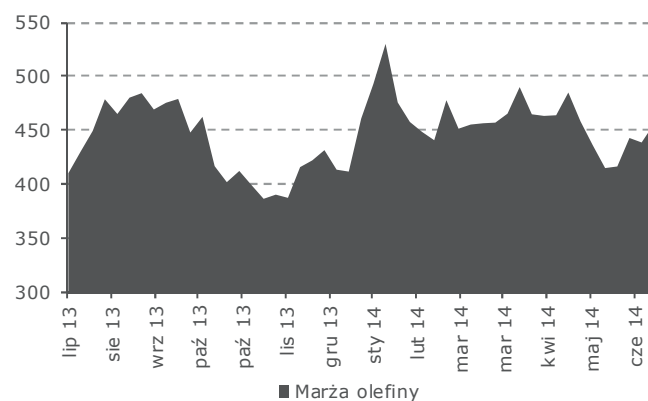
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



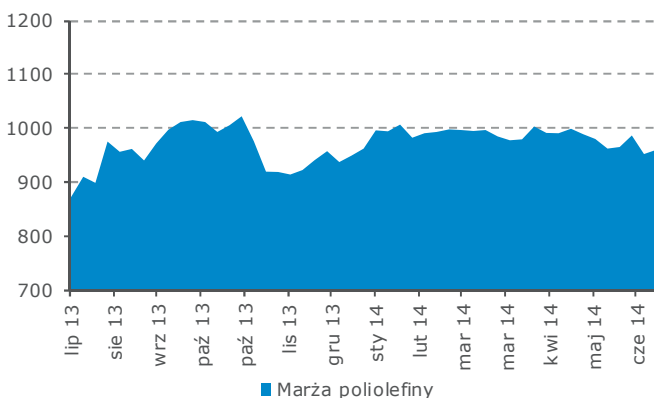
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



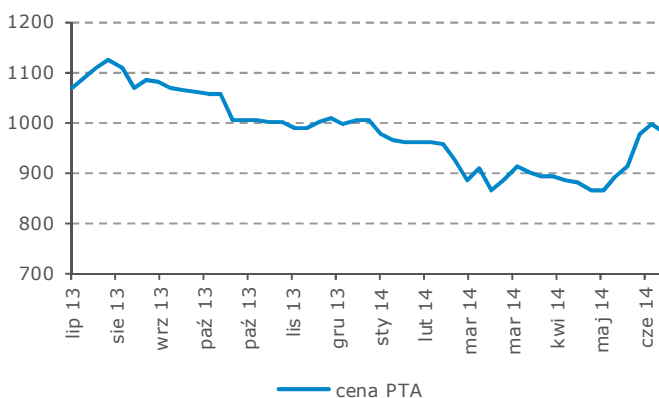
Marża petrochemiczna olefiny



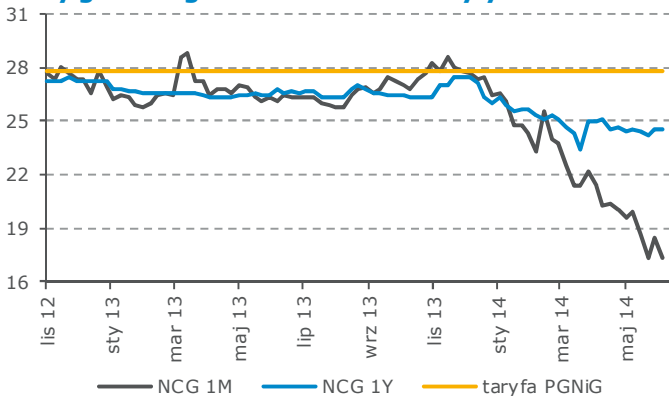
Marża petrochemiczna poliolefiny



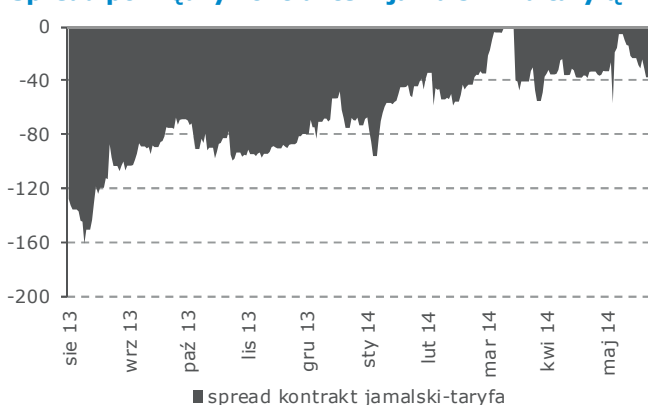
Cena PTA (USD/t)



Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



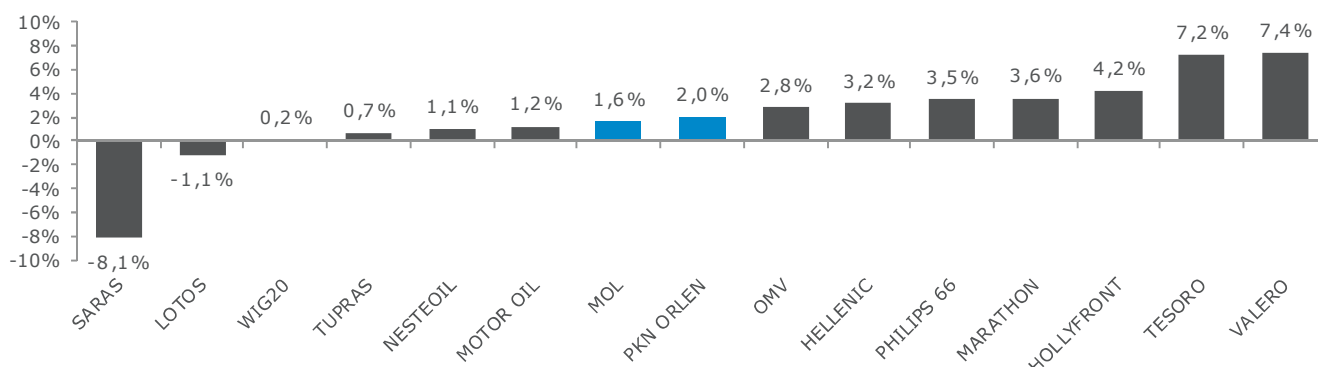
Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



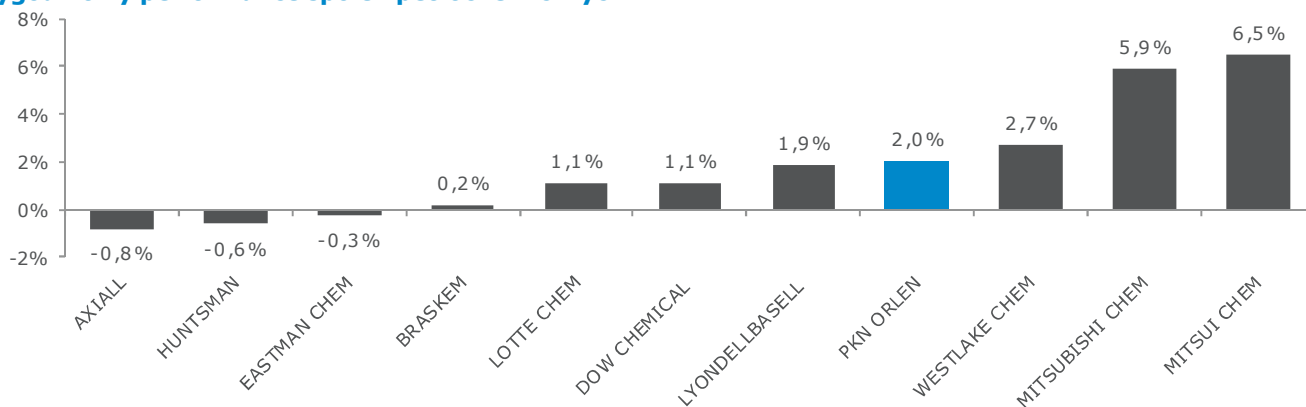
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Performance

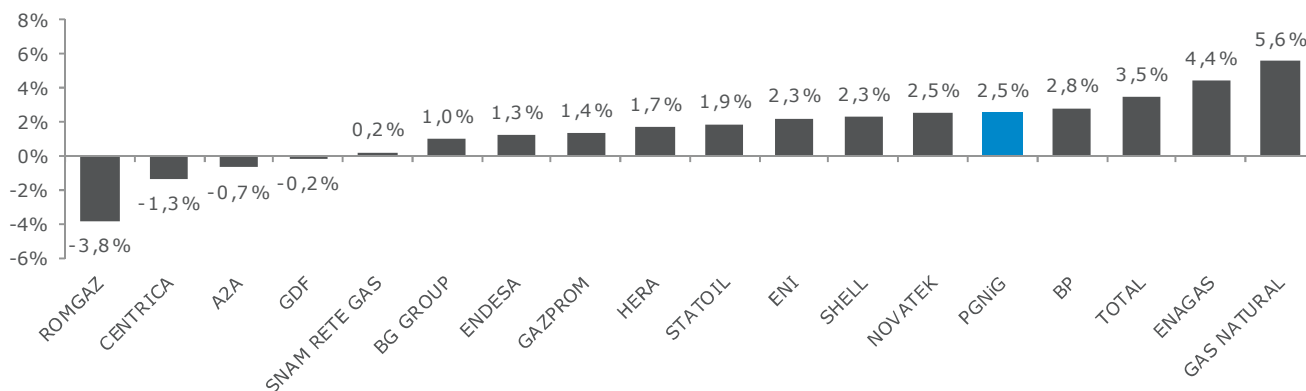
Tygodniowy performance spółek rafineryjnych



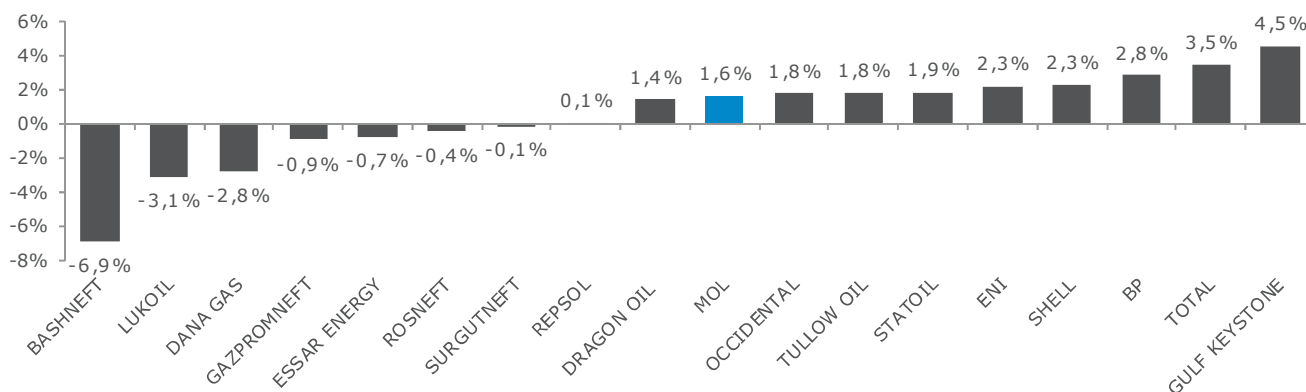
Tygodniowy performance spółek petrochemicznych



Tygodniowy performance spółek gazowych



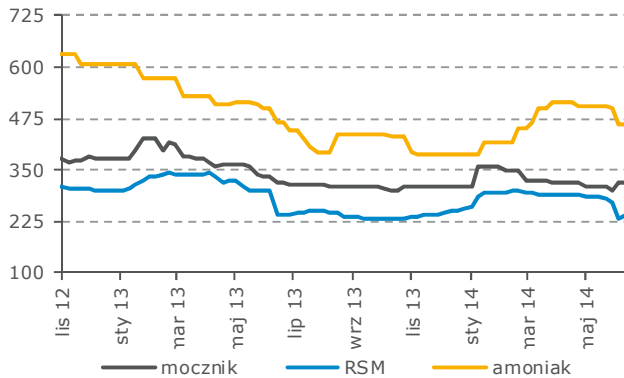
Tygodniowy performance spółek wydobywczych



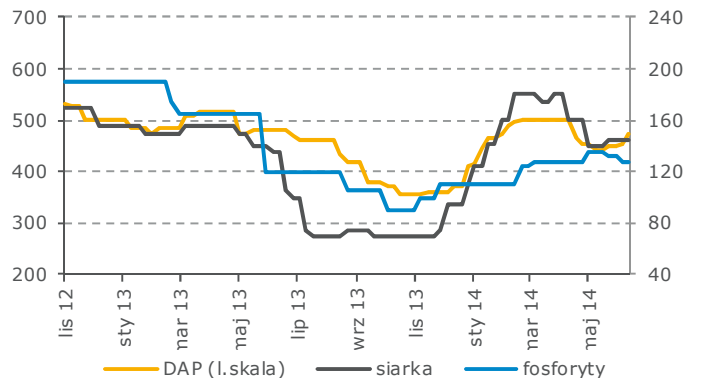
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

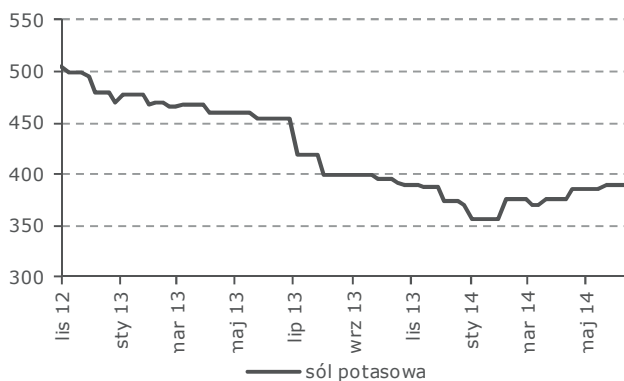
Ceny nawozów azotowych (USD/t)



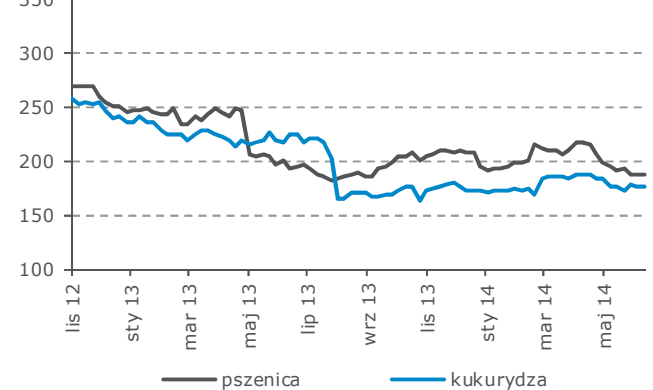
Notowania DAP na tle cen siarki i fosforów (USD/t)



Cena soli potasowej (USD/t)



Europejskie notowania pszenicy i kukurydzy (EUR/t)



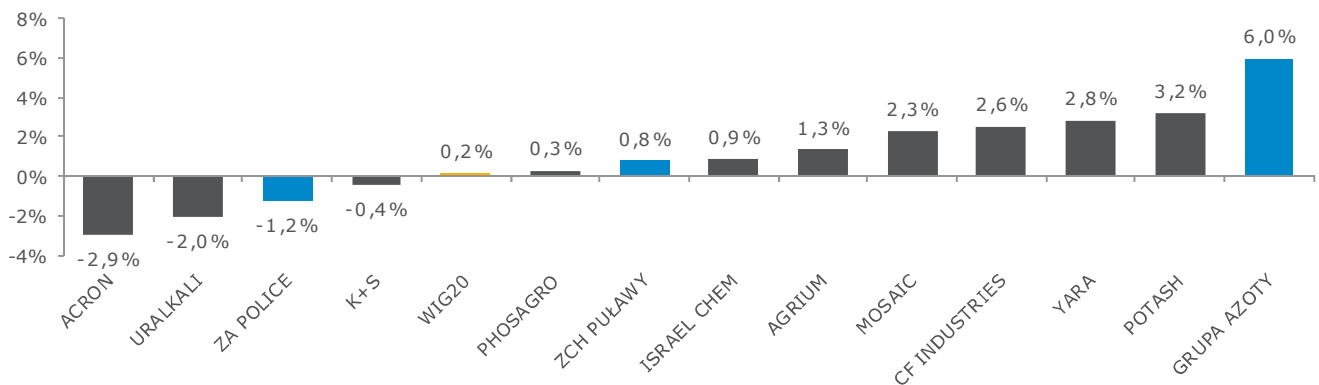
Otwarte pozycje spekulacyjne na kukurydzy na CBT



Otwarte pozycje spekulacyjne na pszenicy na CBT



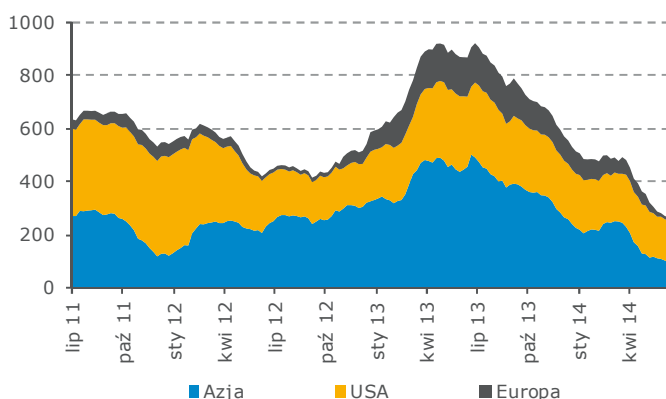
Tygodniowy performance spółek nawozowych



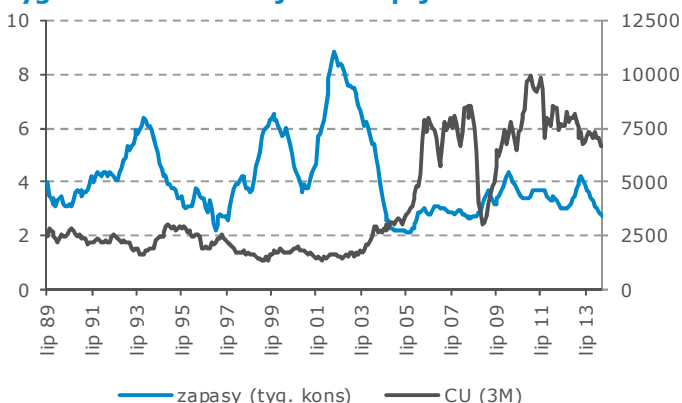
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Surowce

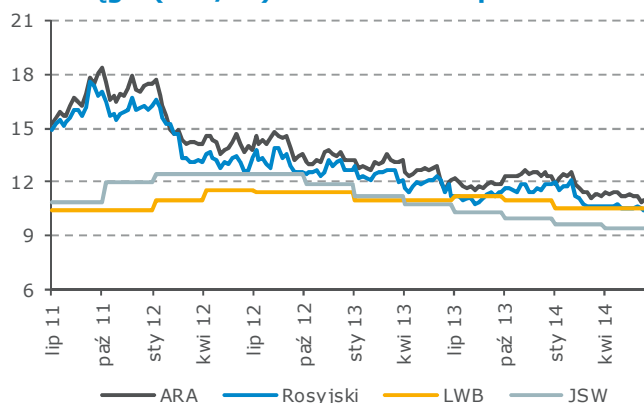
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



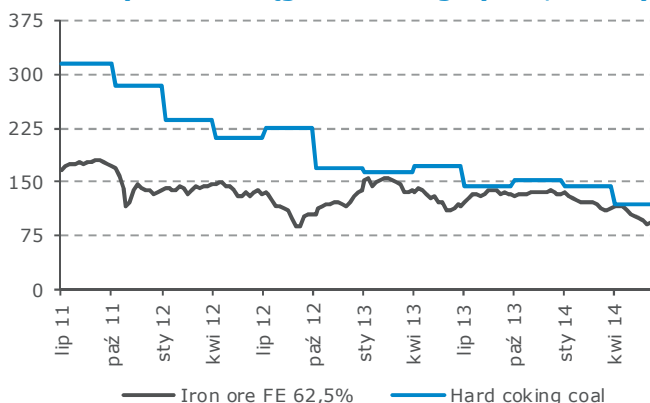
Cena miedzi (USD/t) oraz zapasy miedzi w tygodniach światowej konsumpcji



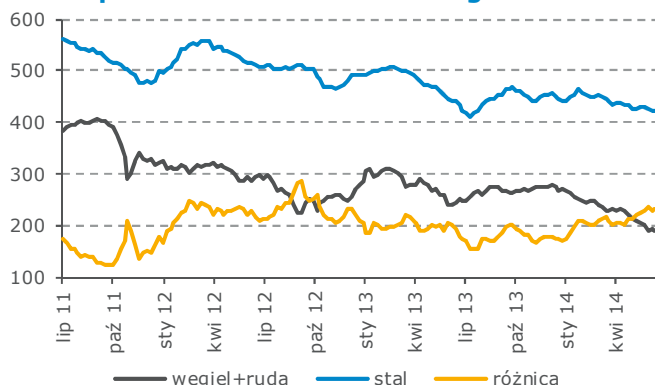
Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



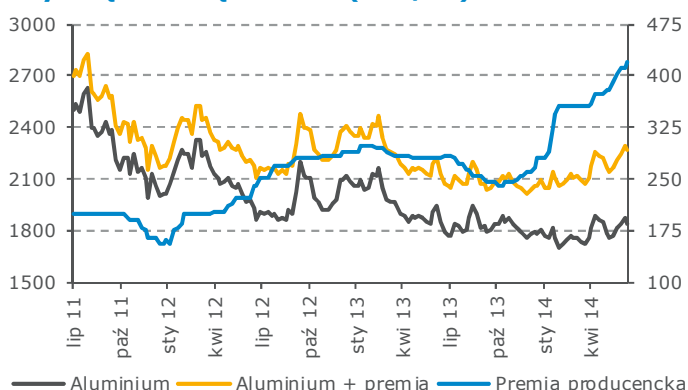
Cena rudy żelaza i węgla koksowego (hard; USD/t)



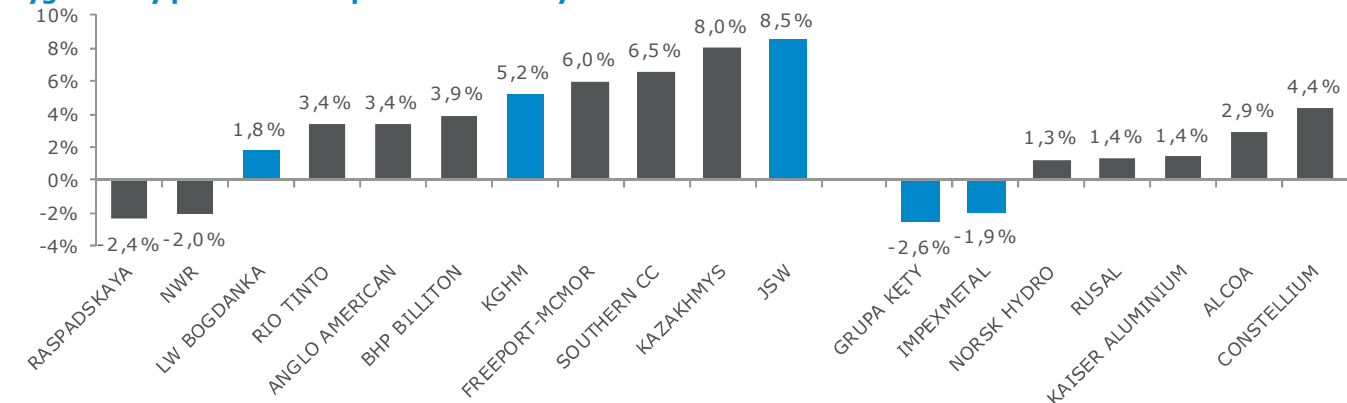
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie wsadu surowcowego



Cena aluminium oraz premia producentów za fizyczną dostawę surowca (USD/Mt)



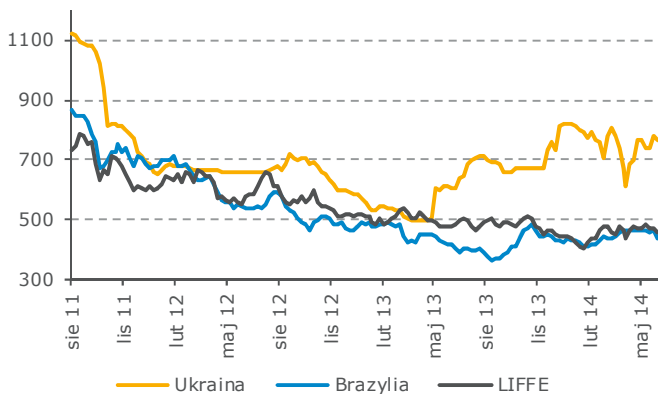
Tygodniowy performance spółek surowcowych



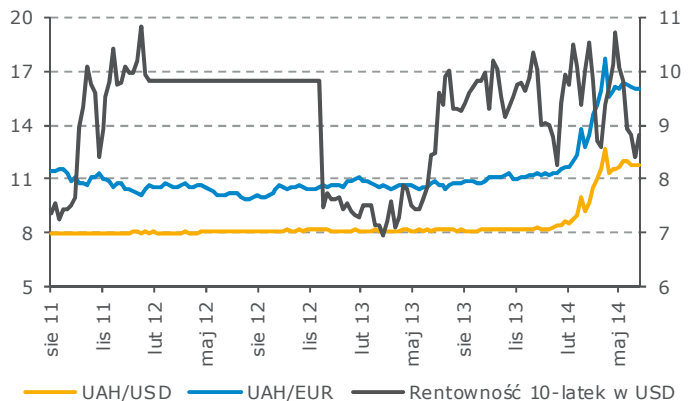
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Rynek spożywczy

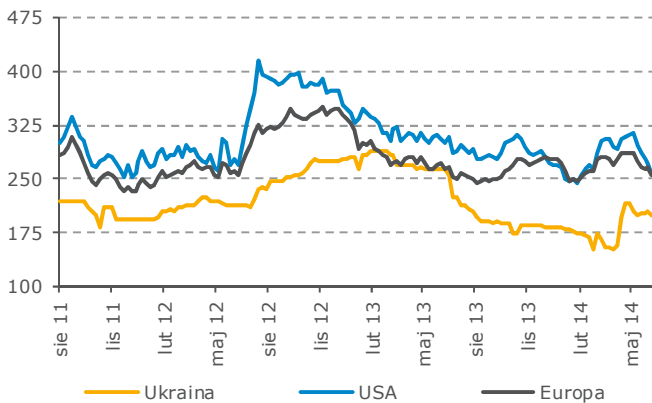
Cena cukru (USD/Mt)



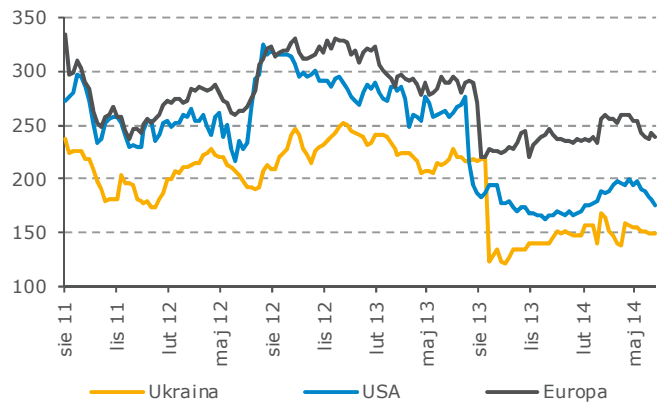
Kursy walut i rentowność obligacji 10-letnich



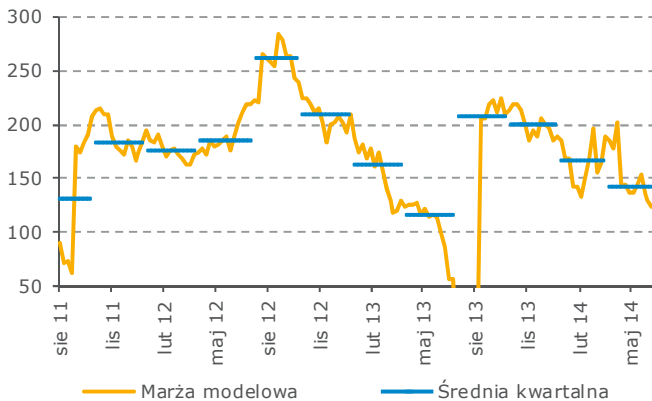
Cena pszenicy (USD/Mt)



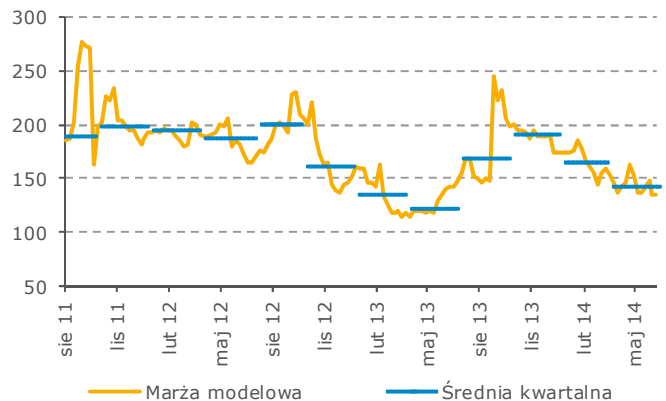
Cena kukurydzy (USD/Mt)



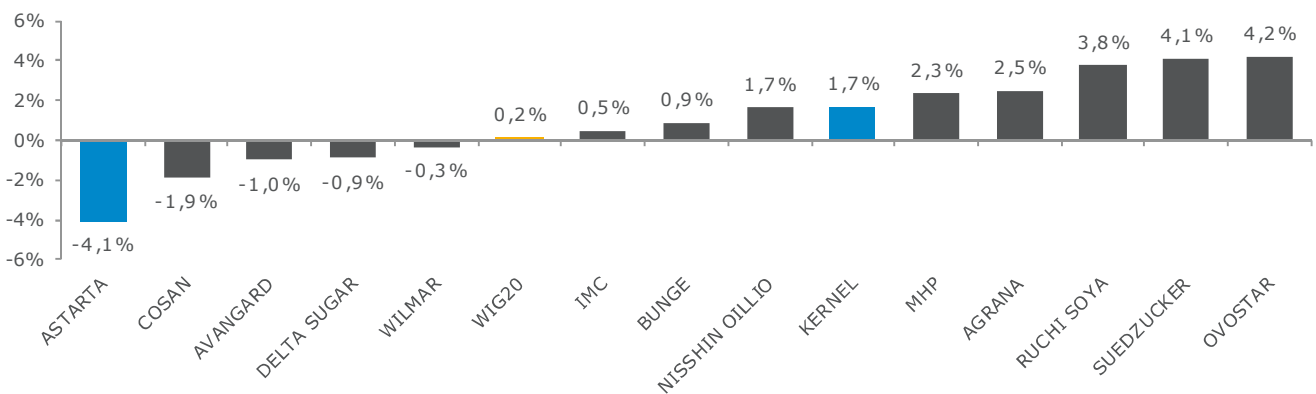
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek surowcowych



Źródło: Bloomberg, Agroperspectiva, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wycena spółek energetycznych (2014-06-23)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
EDF	23,5	5,1	5,1	4,8	1,1	1,1	1,1	12,7	11,6	10,9	22%	22%	23%	5,1%	5,4%	5,5%
EDP	3,7	9,5	9,8	9,4	2,1	2,1	2,1	13,7	15,2	14,0	22%	22%	22%	5,1%	5,1%	5,1%
ENDESA	28,8	6,1	6,4	6,2	1,2	1,3	1,3	17,3	18,2	16,4	20%	20%	20%	3,3%	4,0%	3,9%
ENEL	4,3	6,1	6,3	6,2	1,2	1,3	1,2	13,6	13,5	12,7	20%	20%	20%	3,1%	3,1%	3,9%
EON	15,0	5,8	6,3	6,3	0,4	0,4	0,4	12,6	16,1	15,4	7%	7%	7%	4,3%	3,5%	3,6%
FORTUM	20,0	11,1	14,0	14,4	4,2	5,3	5,3	16,5	17,7	17,9	38%	38%	37%	5,0%	5,3%	5,2%
IBERDROLA	5,5	8,5	9,2	9,0	1,8	1,9	1,9	13,6	15,7	15,1	22%	21%	21%	5,0%	4,9%	4,9%
NATIONAL GRID	8,4	10,6	10,1	9,7	3,7	3,7	3,5	15,6	16,3	15,4	35%	36%	36%	4,8%	5,0%	5,1%
RED ELECTRICA	65,8	10,7	10,1	9,7	7,8	7,5	7,2	17,3	16,0	15,4	73%	74%	74%	3,8%	4,1%	4,4%
RWE	31,7	3,8	4,9	5,0	0,6	0,7	0,7	8,1	14,3	14,4	17%	13%	13%	3,2%	3,1%	3,2%
SSE	15,8	10,4	10,3	9,5	0,7	0,7	0,7	13,8	13,3	13,2	7%	7%	8%	5,3%	5,5%	5,7%
VERBUND	14,0	7,7	11,0	10,8	2,9	3,2	3,2	12,4	27,8	22,6	38%	29%	30%	7,1%	2,0%	2,3%
CEZ	93,8	6,9	7,3	7,8	2,4	2,6	2,5	9,3	11,4	13,5	34%	36%	32%	6,5%	6,5%	5,3%
PGE	21,6	4,6	4,9	6,1	1,2	1,4	1,6	9,8	10,5	12,6	27%	29%	26%	4,0%	5,1%	4,8%
TAURON	5,6	4,2	4,7	5,5	0,8	0,9	1,1	7,6	9,4	10,7	19%	20%	20%	3,5%	3,4%	2,7%
ENEA	16,1	3,7	4,4	5,5	0,7	0,9	1,1	9,9	9,2	10,7	18%	20%	19%	2,2%	3,5%	2,2%
ENERGA	20,7	5,8	5,4	5,4	1,0	1,1	1,1	12,0	11,1	13,0	17%	20%	20%	5,8%	4,8%	5,8%
ZE PAK *	26,3	1,8	2,8	2,8	0,5	0,6	0,6	4,7	12,7	38,1	27%	20%	20%	0,0%	-	-
Mediana		6.1	6.4	6.2	1.2	1.3	1.2	12.6	13.9	14.2	22%	21%	21%	4.6%	4.8%	4.8%

Wycena spółek nawozowych (2014-06-23)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SPÓŁKI NAWOZOWE																
ACRON	1155,0	4,6	5,4	4,6	1,1	1,1	1,1	4,1	5,0	4,9	24%	21%	23%	6,6%	5,2%	5,1%
URALKALI	4,7	11,3	11,2	10,6	5,5	5,4	5,0	11,8	15,8	13,9	48%	48%	48%	3,9%	3,3%	3,8%
AGRIUM	93,2	7,6	8,3	6,8	1,0	1,0	0,9	12,7	14,6	10,7	13%	12%	13%	2,7%	3,2%	3,2%
PHOSAGRO	1224,0	7,2	6,0	5,4	1,7	1,7	1,6	13,2	9,9	7,9	24%	28%	30%	3,4%	3,8%	4,7%
K+S	24,5	6,0	7,3	6,9	1,4	1,4	1,4	11,4	16,9	16,2	23%	20%	20%	2,5%	1,1%	1,3%
YARA	307,5	6,6	6,9	6,8	1,1	1,0	1,0	11,8	12,7	12,5	16%	15%	15%	3,7%	3,2%	3,3%
MOSAIC	50,8	8,3	7,9	6,7	2,0	1,9	1,7	17,6	18,7	14,2	23%	24%	26%	2,0%	2,0%	2,0%
POTASH	38,3	11,0	12,7	11,1	5,1	5,7	5,3	18,2	23,0	18,7	47%	45%	48%	3,3%	3,7%	3,7%
CF INDUSTRIES	245,5	5,2	6,0	6,2	2,6	3,1	3,1	10,6	12,5	11,7	49%	51%	50%	1,0%	1,6%	1,7%
ISRAEL CHEM	8,6	8,4	9,0	7,8	2,0	2,1	2,0	12,1	13,7	11,3	24%	23%	25%	5,6%	6,1%	5,8%
GRUPA AZOTY*	78,4	6,7	8,2	7,0	0,9	0,9	0,9	10,9	19,6	14,8	14%	11%	13%	1,6%	1,6%	2,3%
ZA POLICE*	24,5	12,2	8,9	7,2	0,8	0,8	0,8	27,2	17,7	14,4	7%	9%	11%	1,1%	1,0%	2,7%
ZCH PUŁAWY*	148,7	4,5	6,3	4,9	0,6	0,7	0,7	8,4	13,9	9,3	14%	11%	14%	4,0%	7,0%	2,4%
Mediana		7.2	7.9	6.8	1.4	1.4	1.4	11.8	14.6	12.5	23%	21%	23%	3.3%	3.2%	3.2%

Wycena spółek rafineryjnych (2014-06-23)

	EV/ EBITDA				EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
HOLLYFRONT	50,0	6,4	5,9	5,1	0,5	0,5	0,5	13,6	11,8	10,5	8%	9%	11%	6,4%	6,6%	6,1%
TESORO	62,2	7,8	5,5	5,0	0,3	0,3	0,4	20,5	11,5	9,8	4%	6%	7%	1,4%	1,6%	1,8%
VALERO	57,3	6,5	4,7	4,6	0,3	0,3	0,3	14,0	8,9	8,5	4%	6%	6%	1,5%	1,8%	1,8%
MARATHON	89,0	6,5	5,1	4,4	0,3	0,3	0,3	15,0	10,0	8,4	4%	6%	7%	1,7%	1,9%	2,1%
PHILIPS 66	86,3	7,8	6,5	6,1	0,3	0,3	0,3	15,3	11,6	10,7	4%	4%	5%	1,5%	1,9%	2,1%
TUPRAS	50,6	15,5	12,2	7,0	0,4	0,4	0,3	10,3	9,7	9,3	2%	3%	5%	5,2%	4,7%	7,2%
OMV	32,4	3,8	3,6	3,2	0,4	0,4	0,4	8,7	8,8	8,1	11%	12%	14%	3,8%	3,9%	4,1%
MOL	178	4,3	4,1	3,3	0,4	0,4	0,4	-	-	-	10%	10%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
NESTEOIL	15,1	6,3	7,3	6,7	0,3	0,3	0,3	10,1	13,7	11,6	5%	5%	5%	3,3%	4,0%	4,2%
HELLENIC	6,2	20,5	10,4	7,3	0,4	0,4	0,4	-	33,4	10,9	2%	4%	6%	2,3%	2,5%	4,7%
SARAS	1,0	11,1	7,2	4,4	0,1	0,1	0,1	-	-	69,5	1%	1%	2%	0,2%	0,0%	0,5%
MOTOR OIL	8,1	8,9	6,8	6,1	0,2	0,2	0,2	19,6	10,2	8,1	2%	3%	3%	4,6%	5,0%	6,6%
LOTOS	38,2	13,3	5,9	5,4	0,4	0,3	0,3	-	8,5	8,0	3%	6%	6%	0,0%	0,0%	2,3%
PKN ORLEN	41,7	10,6	5,4	4,8	0,2	0,2	0,2	-	9,4	8,2	2%	4%	4%	3,6%	3,4%	4,4%
Mediana		7.8	5.9	5.0	0.3	0.3	0.3	14.0	10.1	9.3	4%	5%	6%	2.0%	2.2%	3.2%

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

Wycena spółek petrochemicznych (2014-06-23)

	EV/ EBITDA				EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
AXIALL	46,8	7,2	7,9	6,2	1,0	1,0	1,0	13,0	17,1	10,5	14%	13%	16%	0,7%	0,8%	0,9%
BRASKEM	15,0	5,9	4,7	4,3	0,7	0,6	0,6	19,2	10,9	8,3	12%	13%	13%	1,0%	3,2%	3,4%
DOW CHEMICAL	52,9	10,0	8,9	8,2	1,4	1,4	1,3	23,2	17,9	14,5	14%	15%	16%	2,4%	2,6%	2,8%
EASTMAN CHEM	87,7	8,5	8,3	7,8	1,8	1,8	1,7	13,8	12,6	11,3	22%	22%	22%	1,3%	1,6%	1,7%
HUNTSMAN	27,7	8,0	6,6	5,7	0,9	0,8	0,8	18,5	13,1	10,2	11%	13%	13%	1,7%	1,8%	1,8%
LYONDELLBASELL	100,7	8,8	7,9	7,4	1,2	1,2	1,2	16,6	13,4	11,6	14%	15%	16%	1,8%	2,5%	2,8%
MITSUBISHI CHEM	450,0	6,8	6,6	5,9	0,5	0,5	0,5	29,4	20,8	16,8	8%	7%	8%	2,6%	2,7%	2,7%
MITSUMI CHEM	279,0	13,8	9,8	8,5	0,5	0,5	0,4	-	-	21,5	4%	5%	5%	2,2%	1,1%	1,1%
WESTLAKE CHEM	84,6	10,3	8,3	8,0	3,0	2,7	2,6	19,9	15,3	14,6	29%	32%	33%	0,4%	0,6%	0,7%
PKN ORLEN	41,7	10,6	5,4	4,8	0,2	0,2	0,2	-	9,4	8,2	2%	4%	4%	3,6%	3,4%	4,4%
Mediana		8,7	7,9	6,8	0,9	0,9	0,9	18,8	13,4	11,4	13%	13%	14%	1,8%	2,2%	2,2%

Wycena spółek gazowych (2014-06-23)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SPÓŁKI GAZOWE																
AZA	0,9	6,3	6,6	6,5	1,2	1,2	1,2	16,2	14,8	14,3	19%	19%	19%	4,1%	3,9%	4,2%
CENTRICA	3,2	5,4	5,9	5,7	0,8	0,8	0,8	11,9	13,6	12,6	16%	13%	13%	5,4%	5,5%	5,7%
ENAGAS	23,1	9,1	9,3	9,7	7,1	7,4	7,6	13,6	13,5	14,0	78%	79%	78%	5,5%	5,6%	5,6%
ENDESA	28,8	6,1	6,4	6,2	1,2	1,3	1,3	17,3	18,2	16,4	20%	20%	20%	3,3%	4,0%	3,9%
GDF	20,6	6,6	7,0	6,8	1,1	1,1	1,1	14,5	14,9	14,2	16%	16%	16%	7,3%	5,1%	5,1%
GAS NATURAL	23,3	7,8	8,1	8,0	1,6	1,6	1,6	16,7	16,4	15,8	20%	20%	20%	3,8%	3,9%	4,0%
HERA	2,1	7,1	6,9	6,5	1,3	1,2	1,2	20,2	20,3	18,7	18%	18%	18%	4,2%	4,2%	4,3%
SNAM RETE GAS	4,4	10,3	10,2	9,9	8,2	8,2	7,9	16,3	15,1	14,6	79%	80%	80%	5,7%	5,6%	5,6%
PGNiG	5,3	6,4	5,9	5,8	1,1	1,1	1,2	16,2	11,9	11,5	17%	19%	21%	2,5%	2,5%	4,2%
BG GROUP	12,7	5,2	5,6	4,5	2,8	2,8	2,3	9,8	11,5	9,8	54%	50%	50%	2,2%	2,4%	2,7%
BP	5,2	3,2	3,1	3,0	0,3	0,3	0,3	7,1	6,4	6,1	10%	11%	11%	7,1%	7,6%	8,0%
ENI	20,0	4,0	4,0	3,6	0,8	0,8	0,8	15,9	15,2	13,0	19%	20%	21%	5,5%	5,6%	5,7%
GAZPROM	147,2	2,2	2,4	2,5	0,8	0,8	0,8	2,8	3,0	3,2	37%	35%	33%	5,1%	5,5%	7,0%
NOVATEK	125,9	1,1	1,0	0,9	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	41%	41%	40%	68%	80%	103%
ROMGAZ	34,2	5,3	4,3	3,9	2,7	2,1	1,9	12,6	8,9	7,1	51%	50%	50%	7,3%	8,2%	10,1%
SHELL	30,4	4,3	3,8	3,7	0,5	0,5	0,5	9,6	8,3	8,2	12%	13%	14%	6,0%	6,2%	6,3%
STATOIL	194,8	2,9	2,9	2,8	1,0	1,0	1,0	13,0	12,3	12,4	36%	36%	36%	3,6%	3,8%	3,8%
TOTAL	54,2	4,9	4,9	4,5	0,9	0,9	0,9	11,2	11,5	10,9	18%	19%	20%	4,4%	4,6%	4,7%
Mediana		5,3	5,7	5,1	1,1	1,1	1,1	13,3	12,9	12,5	20%	20%	20%	5,2%	5,3%	5,3%

Wycena spółek wydobywczych (2014-06-23)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
BASHNEFT	2300,3	3,6	3,4	3,5	0,7	0,7	0,7	8,3	6,2	6,4	18%	20%	20%	8,2%	8,2%	8,5%
BP	5,2	3,2	3,1	3,0	0,3	0,3	0,3	7,1	6,4	6,1	10%	11%	11%	7,1%	7,6%	8,0%
DANA GAS	0,7	5,1	4,8	5,4	3,4	2,8	2,6	7,8	7,8	12,7	67%	58%	49%	-	-	-
DRAGON OIL	6,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	5,4	4,8	4,6	87%	86%	86%	5,0%	6,0%	6,6%
ENI	20,0	4,0	4,0	3,6	0,8	0,8	0,8	15,9	15,2	13,0	19%	20%	21%	5,5%	5,6%	5,7%
ESSAR ENERGY	0,7	7,4	12,0	7,9	0,4	0,4	0,5	9,4	-	5,7	6%	4%	6%	0,0%	0,0%	-
GAZPROMNEFT	151,6	2,8	2,8	2,9	0,5	0,6	0,6	3,7	3,8	4,2	20%	21%	20%	6,5%	6,5%	5,8%
GULF KEYSTONE	0,9	-	12,6	6,9	33,1	6,5	4,0	-	27,8	10,1	-	52%	58%	0,0%	0,0%	-
LUKOIL	61,0	3,1	2,9	3,0	0,4	0,4	0,4	4,4	4,5	5,0	14%	15%	14%	5,3%	5,7%	6,3%
MOL	178,0	4,3	4,1	3,3	0,4	0,4	0,4	-	-	-	10%	10%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
OCCIDENTAL	105,2	5,9	5,8	5,7	3,5	3,5	3,4	15,2	14,6	14,6	59%	60%	59%	2,3%	2,7%	2,9%
REPSOL	19,5	5,8	7,1	6,3	0,6	0,7	0,7	13,8	14,0	12,9	11%	10%	11%	5,0%	6,4%	5,1%
ROSNEFT	252,3	5,0	4,4	4,6	1,0	0,9	0,9	5,3	5,8	6,2	20%	20%	20%	4,6%	4,0%	3,9%
SHELL	30,4	4,3	3,8	3,7	0,5	0,5	0,5	9,6	8,3	8,2	12%	13%	14%	6,0%	6,2%	6,3%
SURGUTNEFT	28,3	-	-	-	-	-	-	2,8	5,1	6,0	-	-	-	9,3%	7,2%	6,0%
STATOIL	194,8	2,9	2,9	2,8	1,0	1,0	1,0	13,0	12,3	12,4	36%	36%	36%	3,6%	3,8%	3,8%
TOTAL	54,2	4,9	4,9	4,5	0,9	0,9	0,9	11,2	11,5	10,9	18%	19%	20%	4,4%	4,6%	4,7%
TULLOW OIL	8,7	6,1	6,0	6,2	3,8	3,9	3,8	-	18,1	19,1	62%	64%	62%	2,0%	2,1%	2,1%
Mediana		4.3	4.1	3.7	0.8	0.7	0.7	8.3	8.0	8.2	19%	20%	20%	5.0%	5.6%	5.7%

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

Wycena spółek surowcowych (2014-06-23)

	EV/ EBITDA				EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SPÓŁKI SUROWCOWE																
ANGLO AMERICAN	14,7	4,1	4,5	4,0	1,2	1,3	1,2	7,8	8,5	7,0	30%	28%	29%	5,8%	6,0%	6,0%
BHP BILLITON	19,4	4,7	4,2	4,1	2,0	2,0	1,9	7,9	7,3	7,4	42%	48%	47%	5,9%	6,3%	6,7%
FREEPORT-MCMOR	36,0	7,4	6,3	5,6	2,9	2,6	2,4	13,8	14,2	12,0	39%	42%	43%	5,2%	3,5%	3,5%
RIO TINTO	31,3	4,3	4,2	3,9	1,7	1,8	1,7	5,9	6,0	5,5	40%	43%	43%	5,7%	6,7%	7,2%
SOUTHERN CC	30,6	9,4	9,7	8,1	4,7	4,7	3,9	16,2	17,8	14,5	50%	48%	48%	2,4%	1,6%	2,5%
RASPADSKAYA	19,9	20,4	11,6	5,2	1,6	1,4	1,1	-	-	-	8%	12%	22%	0,0%	0,0%	1,7%
KAZAKHMYS	3,1	4,1	4,7	4,2	0,8	0,9	0,9	18,4	32,3	28,9	20%	19%	22%	0,7%	0,1%	0,1%
NWR*	1,4	-	29,3	10,8	1,1	1,3	1,3	-	-	-	-	4%	12%	0,6%	0,6%	0,1%
JSW	50,0	3,1	9,1	3,4	0,6	0,8	0,6	-	-	33,3	18%	8%	19%	5,0%	2,3%	1,8%
KGHM	125,6	4,6	5,1	4,5	1,1	1,3	1,2	8,3	10,0	8,6	25%	25%	26%	7,8%	5,2%	4,0%
LW BOGDANKA	123,0	6,1	5,7	4,7	2,4	2,2	1,8	12,7	11,5	8,8	40%	39%	38%	4,7%	5,2%	6,8%
RUSAL	3,7	97,2	64,0	51,7	6,9	7,6	6,8	-	-	68,0	7%	12%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
ALCOA	14,8	10,8	9,8	8,5	1,2	1,2	1,2	42,2	33,1	21,8	11%	13%	14%	0,8%	0,8%	0,8%
NORSK HYDRO	33,9	12,0	9,7	7,6	1,2	1,1	1,1	47,7	34,1	19,7	10%	12%	14%	2,2%	2,3%	2,5%
KAISER ALUMINIUM	71,4	7,0	7,4	6,4	1,0	1,0	0,9	19,3	19,9	15,8	14%	13%	14%	1,7%	1,8%	1,9%
CONSTELLUM	32,4	13,2	11,9	10,0	1,0	1,0	0,9	23,9	22,4	17,5	8%	8%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
GRUPA KĘTY	210,5	9,6	8,2	7,6	1,4	1,4	1,2	12,7	14,9	13,1	14%	17%	17%	2,9%	3,8%	4,7%
IMPEXMETAL	2,6	7,6	7,1	6,3	0,4	0,3	0,3	6,2	9,4	8,3	5%	5%	5%	0,0%	0,0%	4,2%
Mediana		8,6	7,7	6,9	0,9	0,9	0,8	9,5	12,2	10,7	9%	11%	11%	1,4%	1,9%	4,5%

Wycena spółek spożywczych (2014-06-23)

	EV/ EBITDA				EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
MHP	14,9	6,7	5,7	5,4	2,0	1,8	1,6	8,3	5,9	5,3	29%	32%	30%	5,0%	4,1%	6,1%
AVANGARD	9,9	2,8	2,7	2,7	1,2	1,1	1,0	2,8	3,0	3,1	42%	41%	38%	3,0%	8,8%	9,2%
DELTA SUGAR	11,0	-	6,3	5,6	1,4	1,1	1,1	6,0	9,3	6,2	-	18%	20%	-	9,5%	10,7%
AGRANA	90,2	5,7	6,7	7,5	0,6	0,6	0,6	8,1	11,0	11,3	11%	9%	8%	4,1%	3,7%	3,9%
COSAN	40,5	6,7	6,5	6,0	0,7	0,7	0,6	38,9	15,9	13,2	11%	10%	10%	1,7%	1,6%	2,4%
SUEDZUCKER	14,8	3,7	5,0	9,3	0,6	0,6	0,7	5,1	8,0	29,5	16%	12%	7%	5,9%	3,9%	1,7%
BUNGE	75,6	7,7	7,6	6,7	0,2	0,2	0,2	12,4	12,5	10,4	3%	3%	4%	1,5%	1,6%	1,7%
NISSHIN OILLIO	364,0	9,2	8,2	7,6	0,3	0,3	0,3	46,7	22,5	20,8	4%	4%	4%	2,7%	2,7%	2,7%
WILMAR	3,2	13,9	14,6	12,7	0,8	0,7	0,6	15,7	15,8	13,7	5%	5%	5%	1,4%	1,8%	2,0%
ASTARTA	45,0	11,1	4,9	4,6	1,9	1,5	1,4	17,9	14,1	5,0	17%	31%	30%	0,9%	0,0%	1,1%
KERNEL	34,3	5,4	7,7	4,2	0,6	0,7	0,7	8,0	-	5,4	10%	9%	16%	0,0%	0,0%	2,2%
IMC*	10,2	10,4	7,4	6,1	3,0	2,2	1,8	16,5	12,3	6,9	29%	30%	29%	-	-	2,8%
OVOSTAR*	74,0	15,7	17,3	15,6	5,6	5,4	4,2	18,6	22,1	21,6	36%	31%	27%	0,0%	0,7%	-
Mediana		7,2	6,7	6,1	0,8	0,7	0,7	12,4	12,4	10,4	13%	12%	16%	1,7%	2,2%	2,6%

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

Niniejsza publikacja przygotowana przez Dom Maklerski mBanku S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Wspólnej 47/49, jest **publikacją handlową**, została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.)”, nie stanowi porady inwestycyjnej, nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem publikacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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 S.A. 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 S.A. 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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 697 47 38
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz
wicedyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 697 47 37
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 697 49 64
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 697 47 01
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz
tel. +48 22 697 48 47
matthias.falkiewicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

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

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl