

wtorek, 1 lipca 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 w Polsce kontynuowały trend zwyżkowy, a kontrakt na rok 2015 dotarł już do 174 PLN/MWh powiększając spread do rynku niemieckiego do rekordowych 30 PLN/MWh. Te wzrosty to głównie efekt większego napięcia na polskim rynku spotowym i bilansującym, a także wzrostu cen CO₂ do 5,9 EUR/t. Jeśli te tendencje się utrzymają będziemy rewidować w górę nasze prognozy na rok 2015. W tym kontekście po korekcie z ostatniego tygodnia spółki z sektora mogą wrócić do wzrostów.

Rynek paliwowy

Marże rafinerijne utrzymują się powyżej 2 USD, a dyferencjał w okolicach 3 USD/Bbl. Rynek na razie dość ostrożnie podszedł do pozytywnej dla europejskich rafinerii informacji o poluzowaniu zakazu eksportu kondensatu z USA. Notowania Orlenu były pod presją zarówno z uwagi na podaż akcji MOL-a, jak i osłabienia ogólnego sentymentu do sektora po mocnych spadkach rafinerii amerykańskich. Jeśli chodzi o ceny gazu w Niemczech to nadal utrzymywały się na niskim poziomie, co wspiera marżę na obrocie w PGNiG.

Rynek nawozowy

Ceny zbóż w ostatnim tygodniu nadal były pod presją i spadała liczba długich spekulacyjnych pozycji na kukurydzy na CBT. Na rynku nawozowym było raczej spokojnie, a warto odnotować tylko nieznaczny spadek cen mocznika do 310 USD/t z 320 USD/t.

Rynek metali

Wicepremier Chin zapowiedział, że rząd nie zaakceptuje spadku dynamiki PKB poniżej 7,5% i wezwał poszczególne rządy lokalne do rozpoczęcia szeroko zakrojonych projektów infrastrukturalnych. W minionym tygodniu liczba długich pozycji netto na Comex wzrosła o 14,2 tys. kontraktów. Raport ICSG wskazuje na 14% wzrost r/r popytu na miedź w 1Q, z czego w Chinach +29% r/r (efekt niskiej bazy) i 4% w pozostałych krajach. Podaż zwiększyła się o 5% r/r, co zaowocowało 205 tys. ton deficytu. Informacje wspierające dla KGHM (pozytywnie).

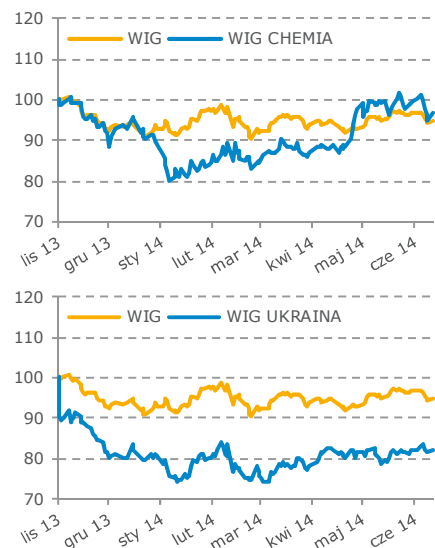
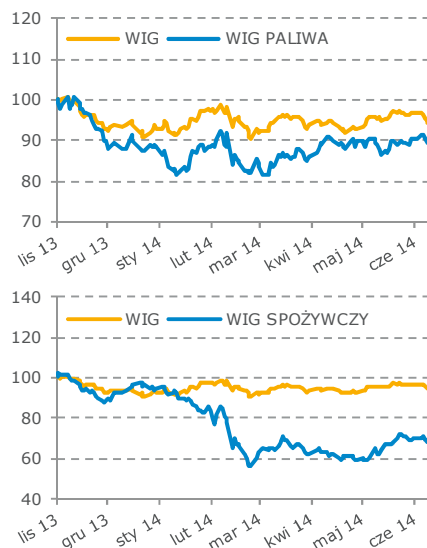
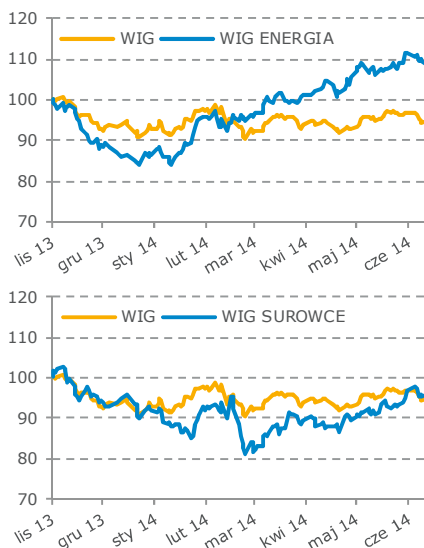
Rynek węgla

Oprócz KW poważne problemy płynnościowe raportuje również KHW, która w najbliższych tygodniach chce zmniejszyć rekordowy poziom zapasów węgla (1,7 mln ton). Ceny węgla energetycznego w Newcastle spadły poniżej 72 USD/t, węgla rosyjskiego do 67 USD/t. Negatywnie dla LWB i JSW.

Rynek spożywczy

Ceny mięsa wieprzowego na rynku niemieckim wzrosły do poziomu 1,78 EUR/kg (+17,1% YTD) i są obecnie na najwyższym poziomie od początku roku. Dynamiczne wzrosty surowca mięsnego w krótkim terminie przekładają się na spadek rentowności przetwórców, którzy z opóźnieniem podnoszą ceny swoich wyrobów (negatywne dla PKM Duda, Tarczyński oraz ZM Kania).

Indeksy branżowe na tle WIG



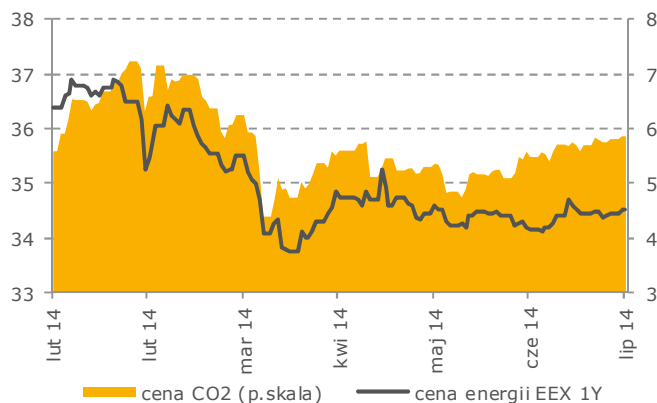
Źródło: Bloomberg

Tygodniowa zmiana kursu

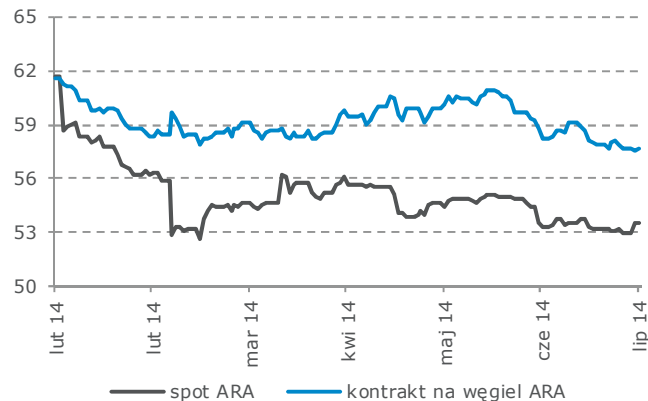
Spółka	zmiana
Tauron	-8,3%
Grupa Azoty	-7,5%
MOL	-6,4%
JSW	-6,0%
Impexmetal	-3,9%
Lotos	-3,1%
Tarczyński	-3,0%
Kernel	-2,9%
LW Bogdanka	-2,8%
CEZ	-2,3%
Astarta	-2,2%
Enea	-1,7%
PKN Orlen	-1,6%
ZCh Police	-1,2%
ZE PAK	-1,1%
KGHM	-0,9%
PGNiG	-0,4%
PGE	+0,1%
Energia	+0,1%
Boryszew	+0,4%
ZA Puławy	+0,8%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

Energetyka

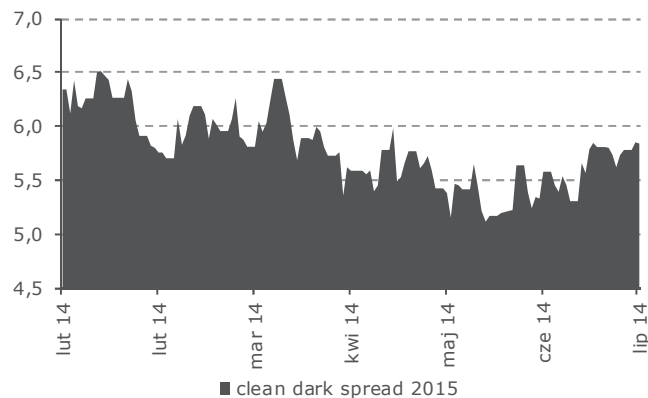
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



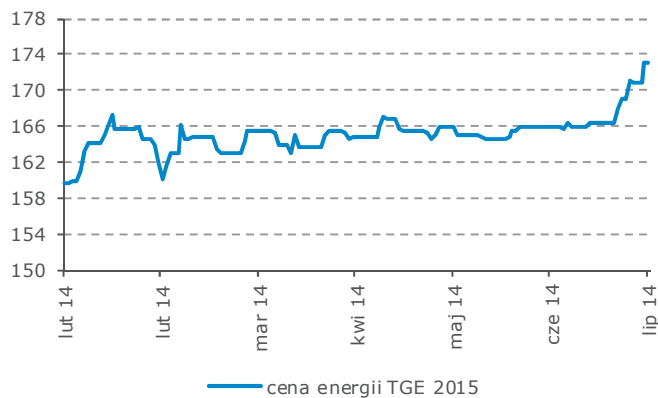
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



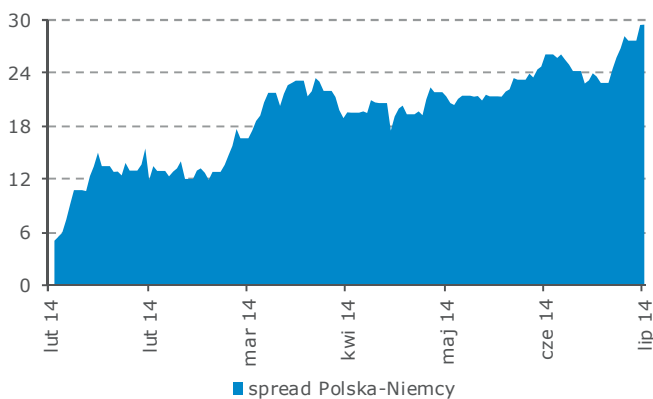
Clean dark spread 2015 rynek niemiecki (EUR/MWh)



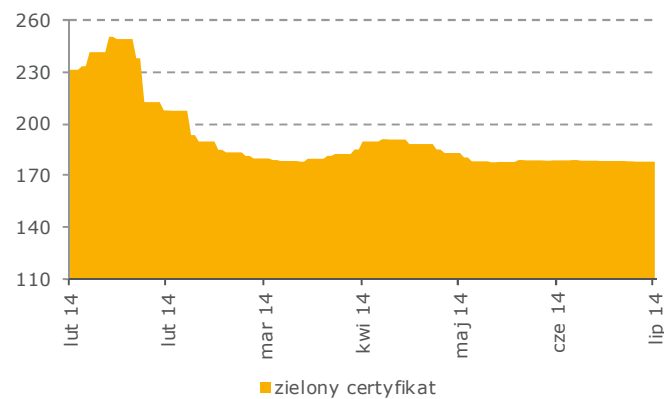
Cena energii w kontrakcie na 2015 (PLN/MWh)



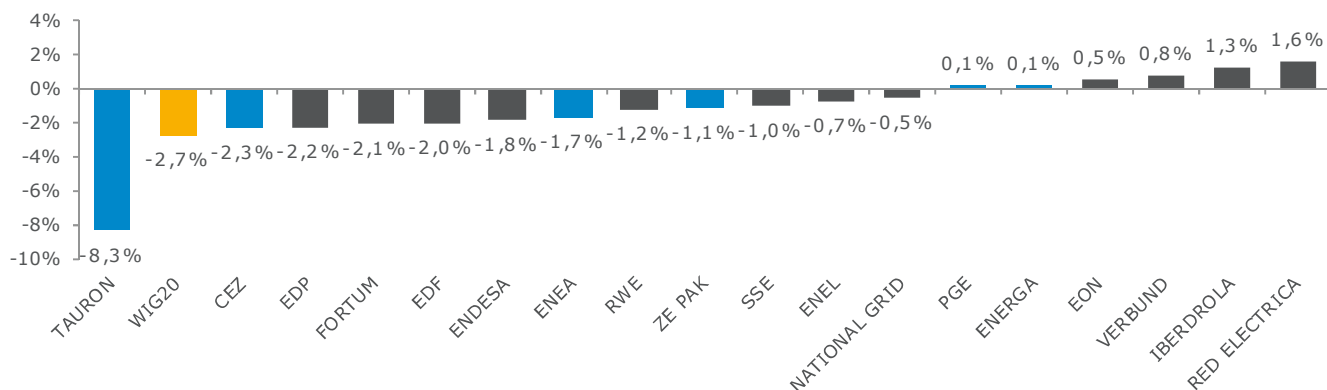
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



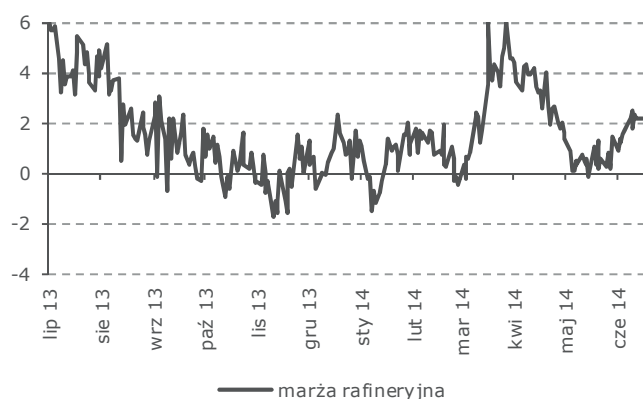
Tygodniowy performance spółek energetycznych



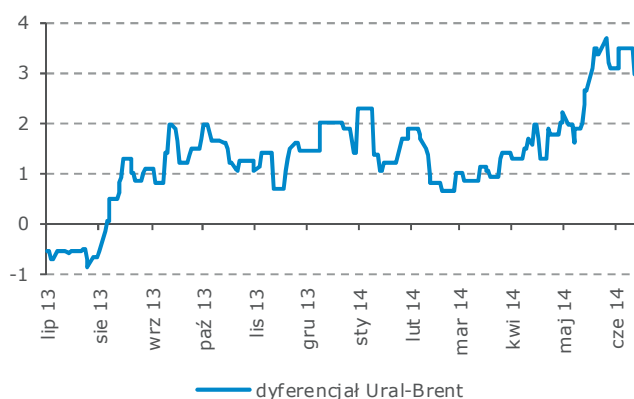
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

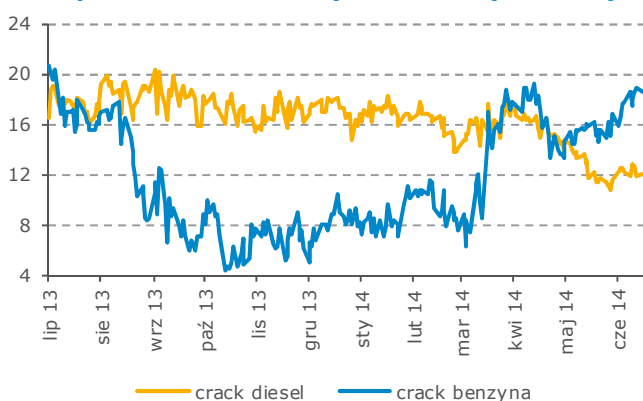
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



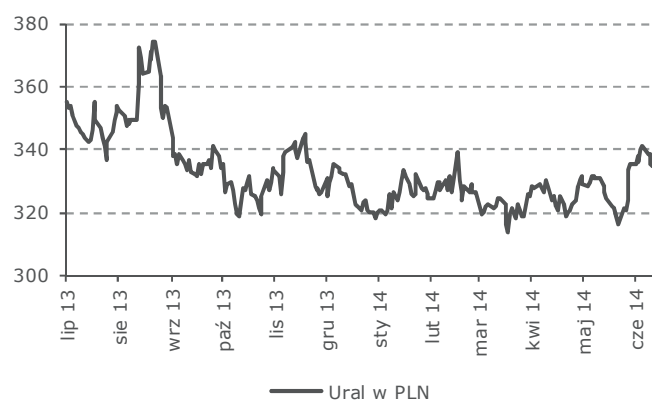
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



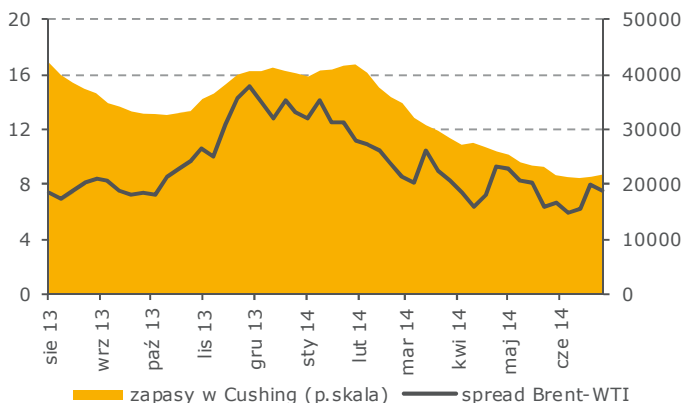
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



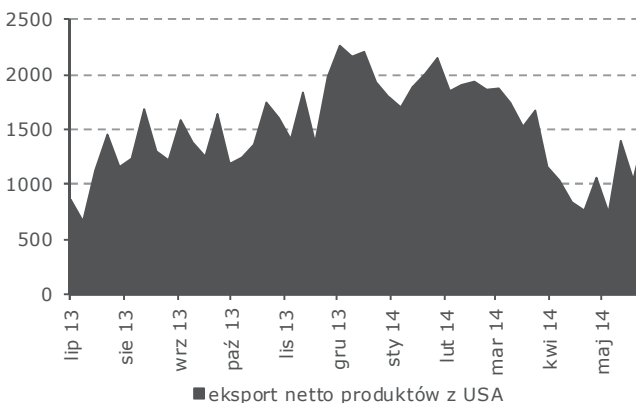
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



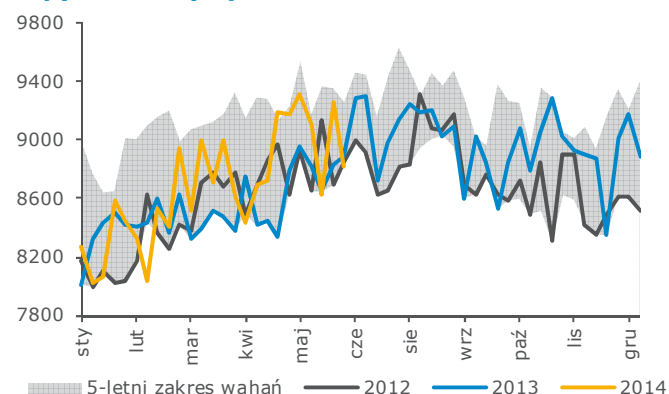
Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



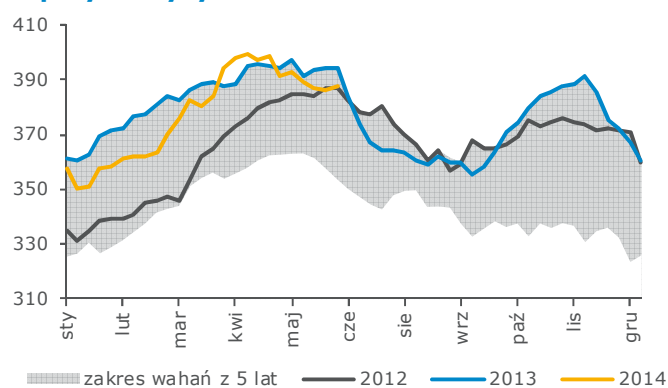
Eksport netto paliw z USA



Popyt na benzynę w USA



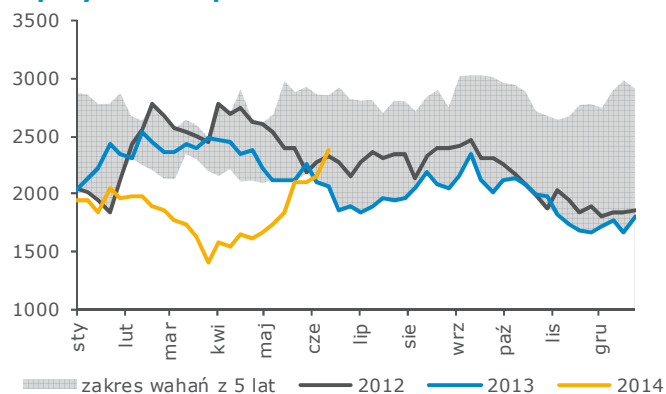
Zapasy benzyny w USA



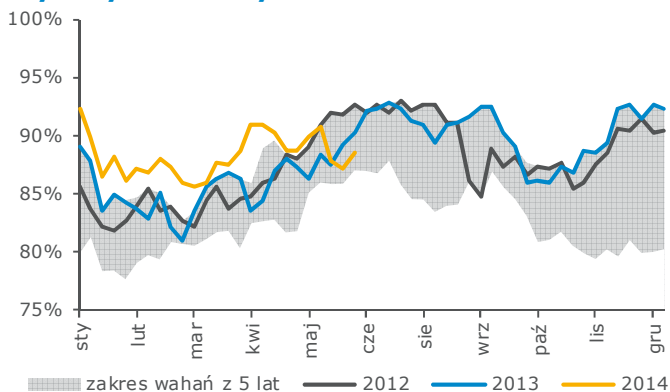
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Paliwa

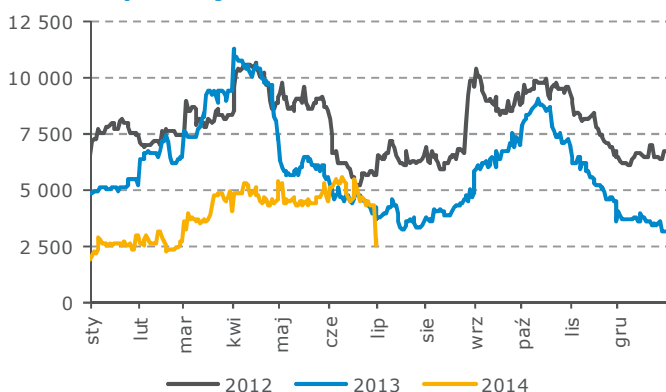
Zapasy diesla w portach ARA



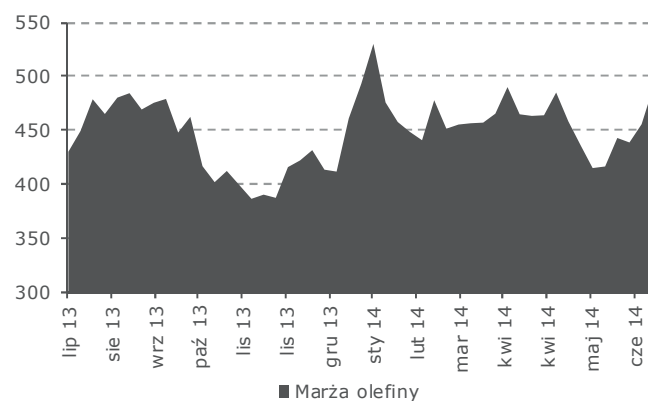
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



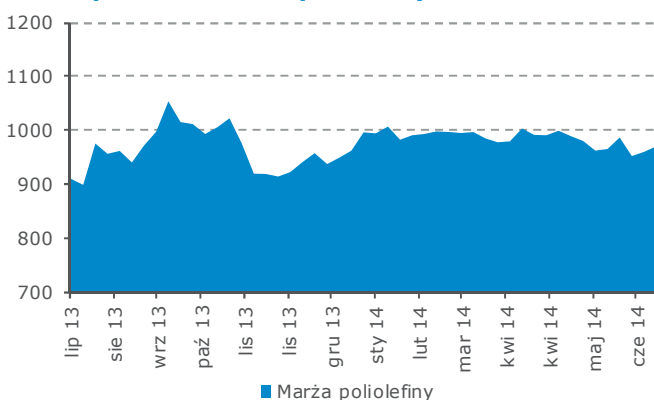
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



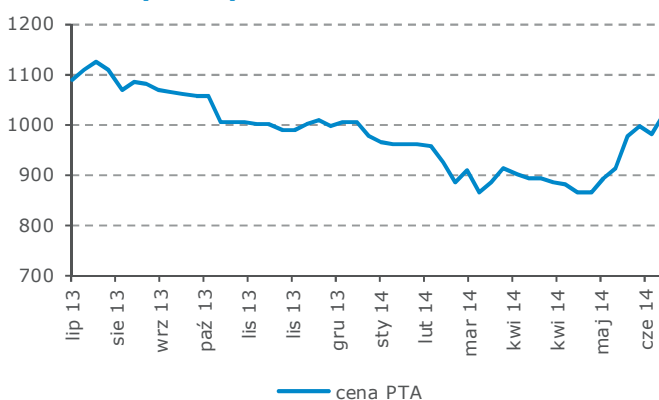
Marża petrochemiczna olefiny



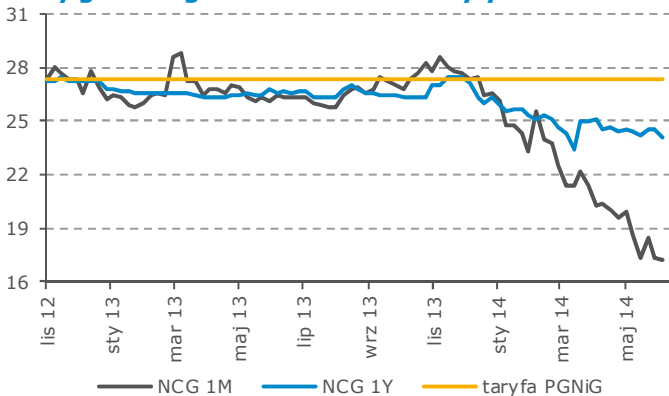
Marża petrochemiczna poliolefiny



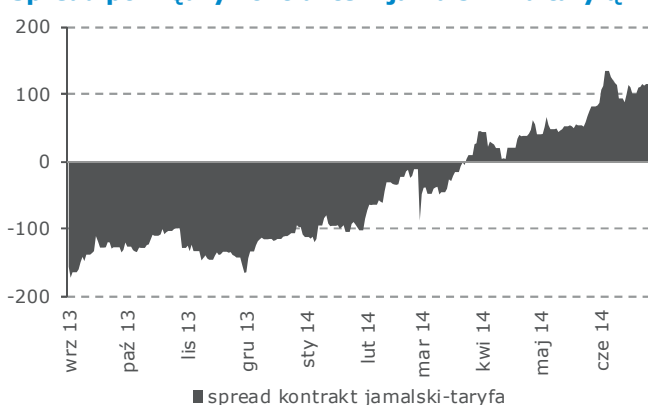
Cena PTA (USD/t)



Ceny gazu na giełdzie NCG na tle taryfy PGNiG



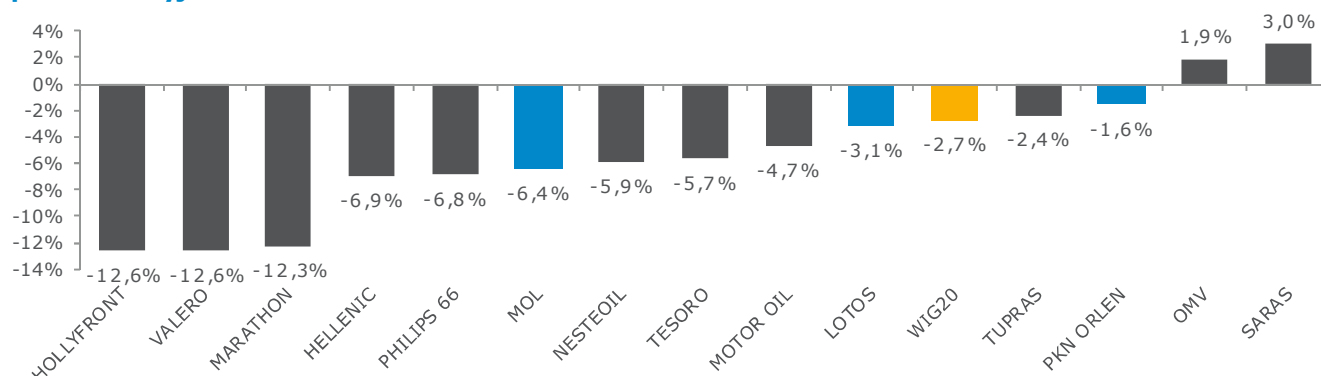
Spread pomiędzy kontraktem jamalskim a taryfą



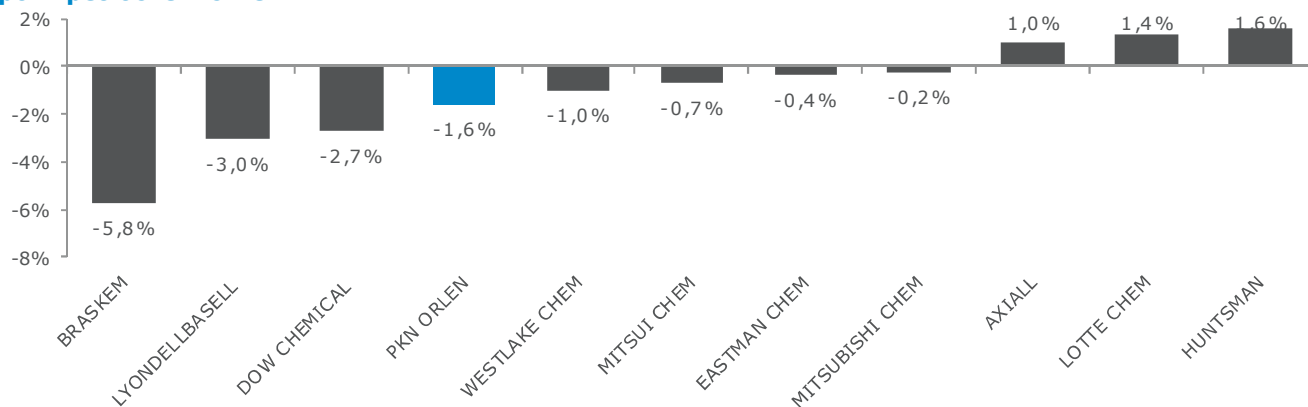
Źródło: Bloomberg, Reuters, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Tygodniowy performance

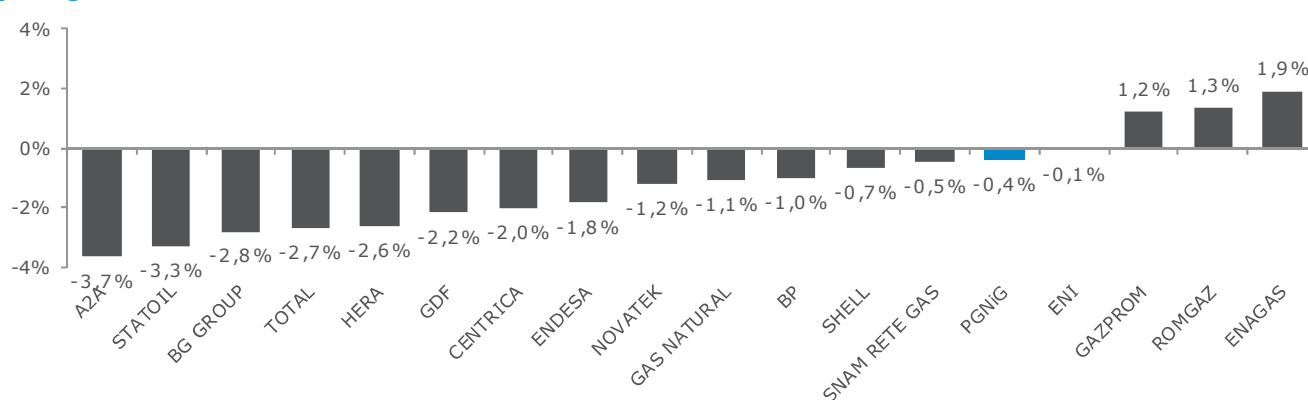
Spółki rafineryjne



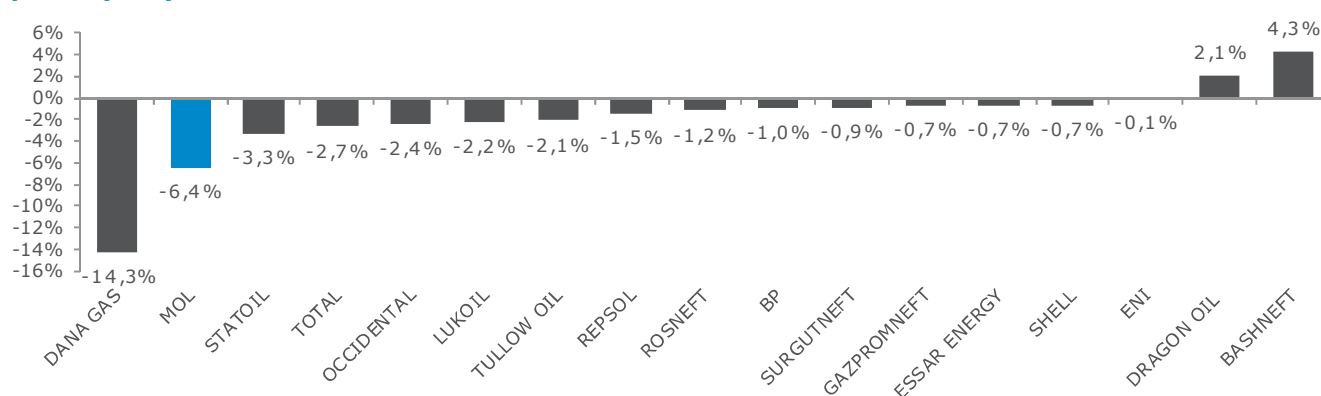
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



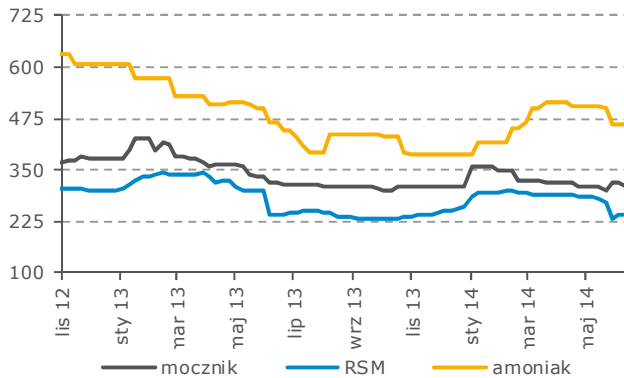
Spółki wydobywcze



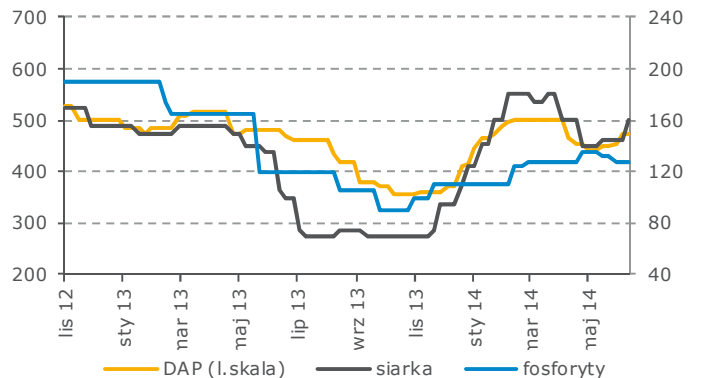
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nawozy

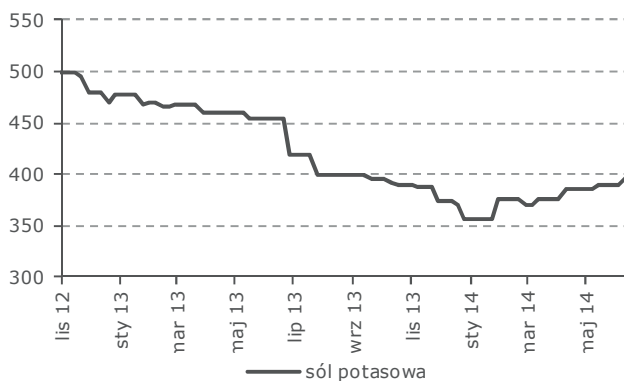
Ceny nawozów azotowych (USD/t)



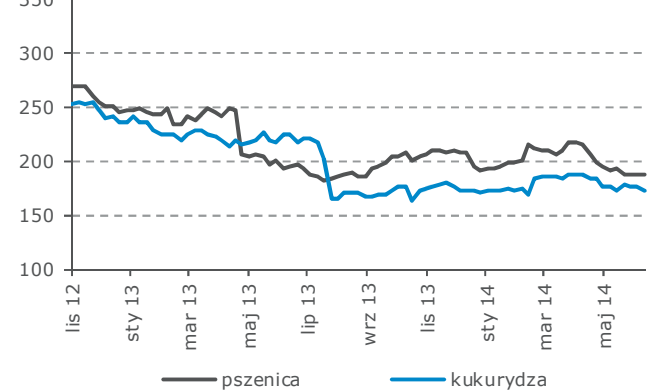
Notowania DAP na tle cen siarki i fosforów (USD/t)



Cena soli potasowej (USD/t)



Europejskie notowania pszenicy i kukurydzy (EUR/t)



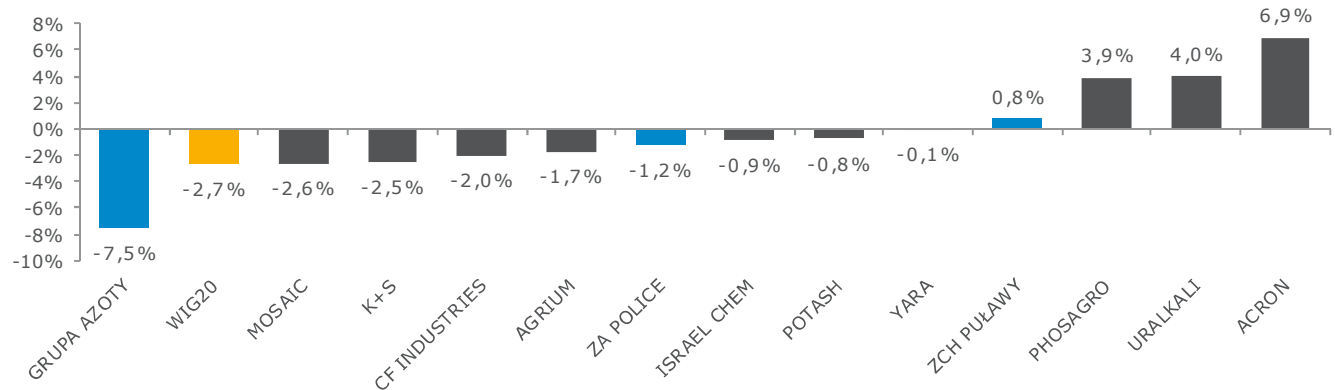
Otwarte pozycje spekulacyjne na kukurydzy na CBT



Otwarte pozycje spekulacyjne na pszenicy na CBT



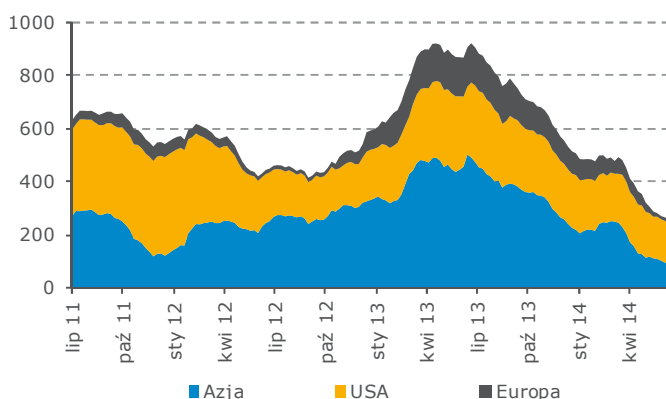
Tygodniowy performance spółek nawozowych



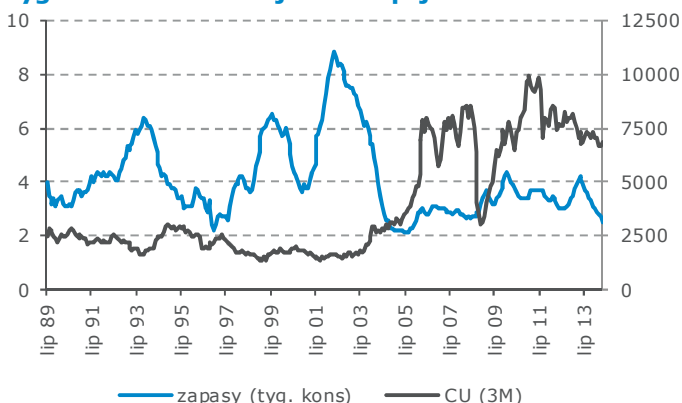
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Surowce

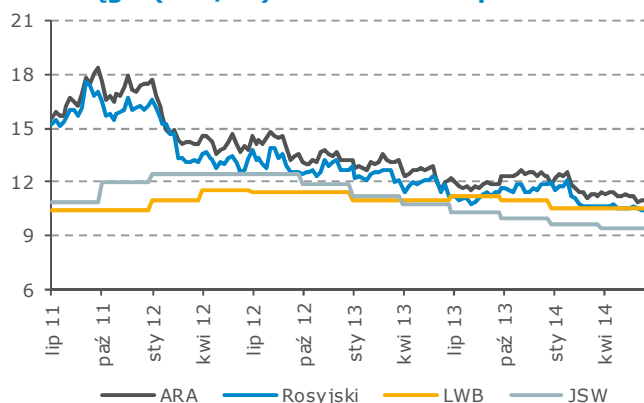
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



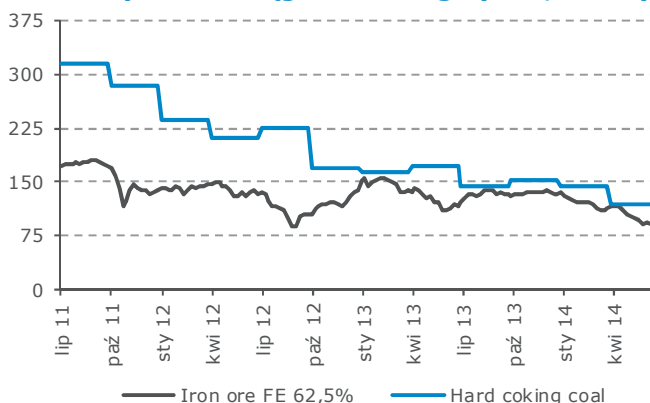
Cena miedzi (USD/t) oraz zapasy miedzi w tygodniach światowej konsumpcji



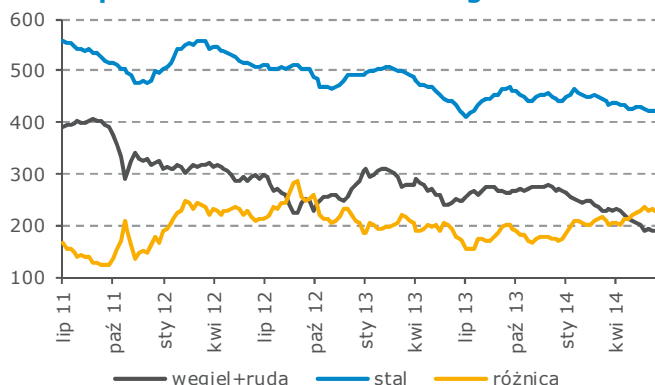
Cena węgla (PLN/GJ) z kosztem transportu



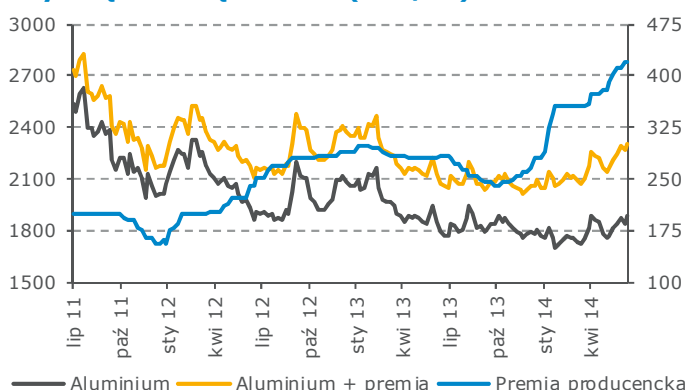
Cena rudy żelaza i węgla koksowego (hard; USD/t)



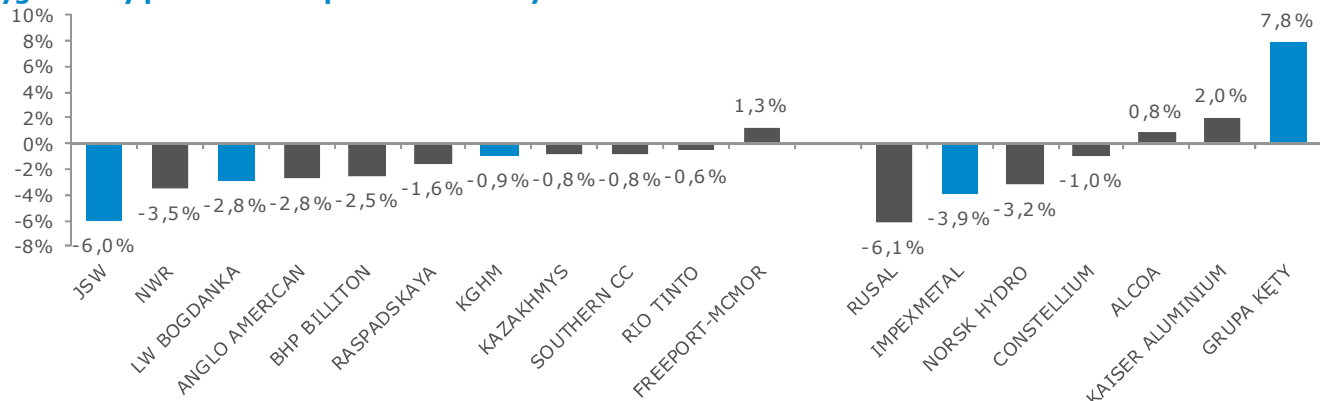
Rentowność produkcji stali (różnica) na tle ceny stali w Europie kosztu wsadu surowcowego



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



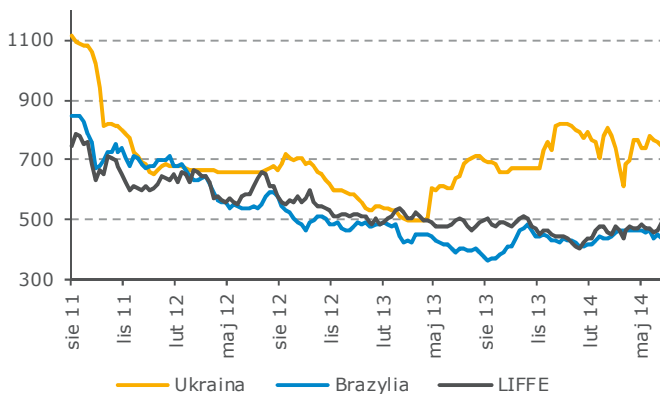
Tygodniowy performance spółek surowcowych



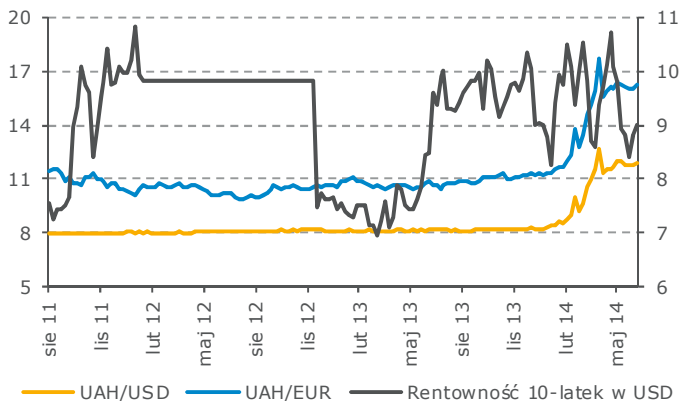
Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Rynek spożywczy

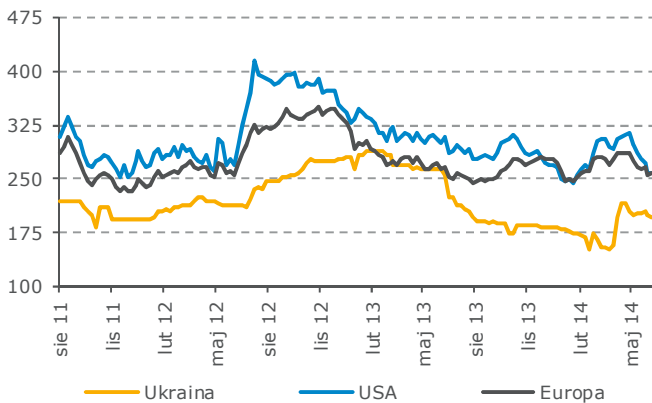
Cena cukru (USD/Mt)



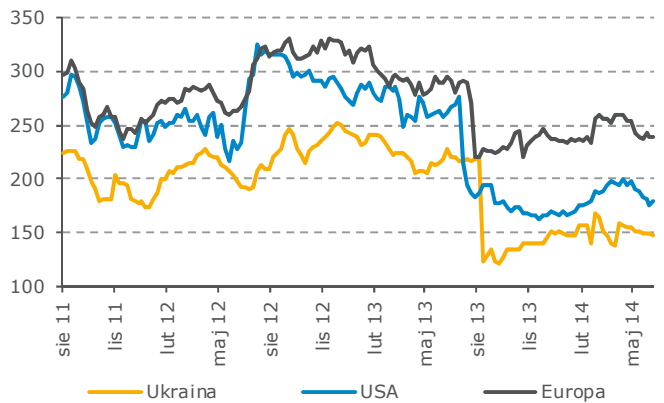
Kursy walut i rentowność obligacji 10-letnich



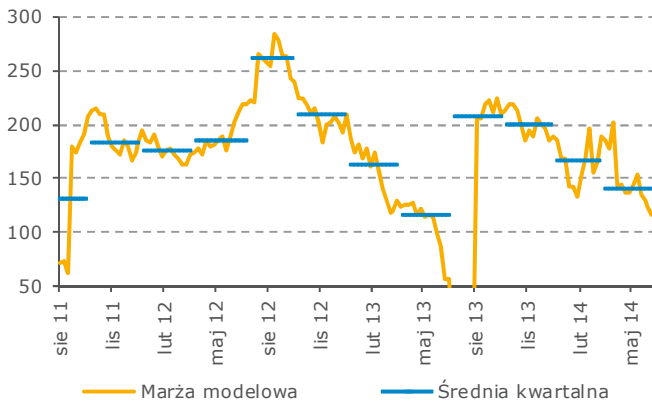
Cena pszenicy (USD/Mt)



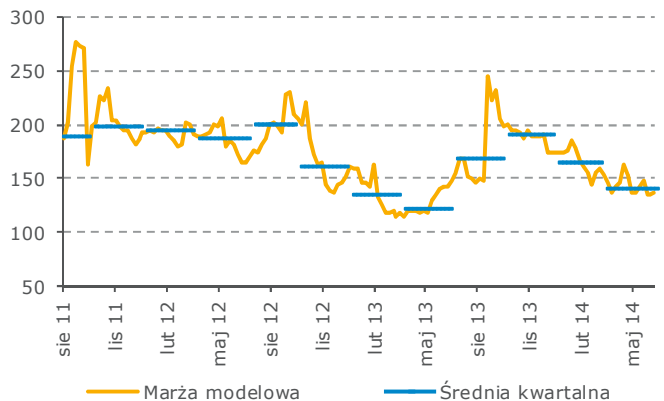
Cena kukurydzy (USD/Mt)



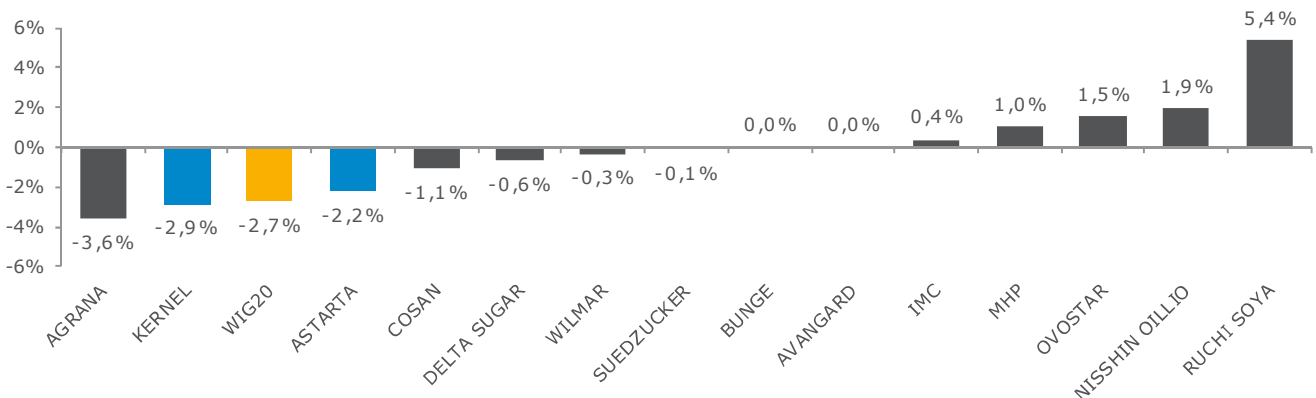
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek surowcowych



Źródło: Bloomberg, Agroperspectiva, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wycena spółek energetycznych (2014-06-30)

	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	23,0	5,0	5,0	4,8	1,1	1,1	1,1	12,4	11,4	10,8	22%	22%	23%	5,2%	5,5%	5,6%
EDP	3,7	9,4	9,7	9,3	2,1	2,1	2,0	13,4	14,8	13,7	22%	22%	22%	5,2%	5,2%	5,2%
Endesa	28,3	6,0	6,3	6,1	1,2	1,3	1,2	16,9	17,7	16,1	20%	20%	20%	3,4%	4,1%	4,0%
Enel	4,3	6,1	6,3	6,2	1,2	1,2	1,2	13,5	13,5	12,6	20%	20%	20%	3,1%	3,1%	3,9%
EON	15,1	5,8	6,3	6,3	0,4	0,4	0,4	12,6	16,1	15,5	7%	7%	7%	4,3%	3,5%	3,6%
Fortum	19,6	10,9	13,8	14,2	4,2	5,3	5,2	16,2	17,3	17,6	38%	38%	37%	5,1%	5,4%	5,3%
Iberdola	5,6	8,6	9,3	9,1	1,9	1,9	1,9	13,8	15,9	15,3	22%	21%	21%	5,0%	4,8%	4,9%
National Grid	8,4	10,5	10,1	9,7	3,7	3,6	3,5	15,5	16,2	15,3	35%	36%	36%	4,9%	5,0%	5,2%
Red Electrica	66,8	10,8	10,2	9,8	7,9	7,6	7,3	17,5	16,2	15,6	73%	74%	75%	3,7%	4,1%	4,3%
RWE	31,3	3,7	4,9	5,0	0,6	0,7	0,6	8,0	14,1	14,2	17%	13%	13%	3,2%	3,2%	3,2%
SSE	15,7	10,3	10,2	9,5	0,7	0,7	0,7	13,7	13,2	13,1	7%	7%	8%	5,4%	5,6%	5,7%
Verbund	14,1	7,7	11,1	10,9	2,9	3,2	3,2	12,5	28,1	23,0	38%	29%	30%	7,1%	2,0%	2,3%
CEZ	90,9	6,8	7,1	7,7	2,3	2,6	2,4	9,0	11,0	13,1	34%	36%	32%	6,7%	6,7%	5,4%
PGE	21,7	4,7	4,9	6,2	1,2	1,4	1,6	9,8	10,5	12,6	27%	29%	26%	4,0%	5,1%	4,7%
Tauron	5,2	4,0	4,5	5,2	0,8	0,9	1,0	6,9	8,6	9,8	19%	20%	20%	3,9%	3,7%	2,9%
Enea	15,8	3,6	4,3	5,4	0,7	0,9	1,1	9,7	9,0	10,6	18%	20%	19%	2,3%	3,6%	2,2%
Energia	20,7	5,9	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 *	26,0	1,8	2,8	2,8	0,5	0,6	0,6	4,7	12,6	37,7	27%	20%	20%	0,0%	-	-
Mediana		6.1	6.3	6.2	1.2	1.3	1.2	12.6	13.8	14.0	22%	21%	21%	4.6%	4.8%	4.7%

Wycena spółek nawozowych (2014-06-30)

	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	1235,0	4,7	5,5	4,8	1,1	1,2	1,1	4,4	5,4	5,2	24%	21%	23%	7,6%	5,4%	5,3%
Uralkali	4,7	11,3	11,2	10,5	5,5	5,3	5,0	11,5	16,0	14,0	48%	48%	48%	3,7%	3,4%	4,0%
Agrium	91,6	7,5	8,2	6,7	1,0	1,0	0,9	12,5	14,4	10,6	13%	12%	13%	2,7%	3,2%	3,3%
Phosagro	1272,0	7,5	6,2	5,5	1,8	1,8	1,7	13,8	10,3	8,2	24%	28%	30%	3,3%	3,8%	4,8%
K+S	23,9	5,9	7,1	6,7	1,3	1,4	1,4	11,2	16,6	15,6	23%	20%	20%	2,5%	1,2%	1,3%
Yara International	307,3	6,6	6,9	6,8	1,1	1,0	1,0	11,8	12,6	12,4	16%	15%	15%	3,7%	3,3%	3,3%
The Mosaic Company	49,5	8,1	7,7	6,5	1,9	1,8	1,7	17,1	18,2	13,9	23%	24%	26%	2,0%	2,0%	2,1%
Potash	38,0	10,9	12,6	11,1	5,1	5,6	5,3	18,1	22,8	18,6	47%	45%	48%	3,3%	3,7%	3,7%
CF Industries	240,5	5,2	5,9	6,1	2,5	3,0	3,0	10,4	12,2	11,5	49%	51%	49%	1,0%	1,7%	1,7%
Israel Chemicals	8,5	8,4	8,9	7,8	2,0	2,1	2,0	12,1	13,5	11,3	24%	23%	25%	5,6%	6,0%	5,8%
Grupa Azoty*	72,5	6,3	7,7	6,5	0,9	0,9	0,8	10,1	18,2	13,7	14%	11%	13%	1,7%	1,7%	2,5%
ZA Police*	24,2	12,1	8,8	7,1	0,8	0,8	0,8	26,9	17,5	14,3	7%	9%	11%	1,1%	1,0%	2,7%
ZCh Puławy*	149,8	4,5	6,3	4,9	0,7	0,7	0,7	8,5	14,0	9,3	14%	11%	14%	4,0%	6,9%	2,4%
Mediana		7,5	7,7	6,7	1,3	1,4	1,4	11,8	14,4	12,4	23%	21%	23%	3,3%	3,3%	3,3%

Wycena spółek rafineryjnych (2014-06-30)

	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 RAFINERYJNE																
Lotos	37,0	13,1	5,8	5,3	0,4	0,3	0,3	-	8,2	7,7	3%	6%	6%	0,0%	0,0%	2,4%
MOL	12 100	4,2	3,9	3,2	0,4	0,4	0,4	46,8	8,5	6,5	10%	10%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	41,0	10,5	5,4	4,7	0,2	0,2	0,2	-	9,2	8,1	2%	4%	4%	3,7%	3,4%	4,4%
HollyFrontier	43,7	5,6	5,1	4,4	0,4	0,5	0,5	11,9	10,3	9,2	8%	9%	11%	7,3%	7,5%	7,0%
Tesoro	58,7	7,5	5,2	4,8	0,3	0,3	0,3	19,4	10,9	9,2	4%	6%	7%	1,5%	1,7%	1,9%
Valero Energy	50,1	5,7	4,2	4,1	0,2	0,3	0,3	12,2	7,8	7,4	4%	6%	6%	1,7%	2,0%	2,1%
Marathon Petroleum	78,1	5,8	4,5	3,9	0,3	0,3	0,3	13,1	8,8	7,4	4%	6%	7%	1,9%	2,2%	2,4%
Phillips 66	80	7,3	6,0	5,7	0,3	0,3	0,3	14,3	10,8	9,9	4%	4%	5%	1,6%	2,0%	2,3%
Tupras	49,4	15,2	12,0	6,9	0,4	0,4	0,3	10,0	9,3	9,0	2%	3%	5%	5,4%	4,9%	7,4%
OMV	33,0	3,8	3,6	3,3	0,4	0,4	0,4	8,9	9,0	8,2	11%	12%	14%	3,8%	3,9%	4,0%
Neste Oil	14,3	6,0	7,0	6,5	0,3	0,3	0,3	9,5	13,0	11,1	5%	5%	5%	3,5%	4,4%	4,6%
Hellenic Petroleum	12 100	19,8	10,1	7,0	0,4	0,4	0,4	-	31,1	10,2	2%	4%	6%	2,5%	2,7%	5,1%
Saras	1,0	11,4	7,4	4,5	0,1	0,1	0,1	-	-	-	1%	1%	2%	0,2%	0,0%	0,5%
Motor Oil	7,7	8,7	6,6	5,9	0,2	0,2	0,2	18,7	9,7	7,7	2%	3%	3%	4,8%	5,3%	7,0%
Mediana		7.4	5.6	4.7	0.3	0.3	0.3	12.7	9.3	8.2	4%	5%	6%	2.2%	2.5%	3.2%

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

Wycena spółek petrochemicznych (2014-06-30)

	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	47,3	7,2	8,0	6,2	1,0	1,0	1,0	13,1	17,3	10,5	14%	13%	16%	0,7%	0,9%	0,9%
Braskem	14,1	5,8	4,5	4,2	0,7	0,6	0,6	18,1	10,3	7,8	12%	13%	13%	1,0%	3,4%	3,6%
Dow Chemical	51,5	9,8	8,7	8,1	1,4	1,3	1,3	22,6	17,4	14,2	14%	15%	16%	2,4%	2,7%	2,9%
Eastman Chemical	87,4	8,5	8,3	7,8	1,8	1,8	1,7	13,8	12,6	11,2	22%	21%	22%	1,3%	1,6%	1,7%
Huntsman Corp	28,1	8,1	6,7	5,8	0,9	0,8	0,8	18,8	13,3	10,4	11%	13%	13%	1,7%	1,8%	1,8%
LyondellBasell	97,7	8,6	7,7	7,1	1,2	1,2	1,1	16,1	13,0	11,3	14%	15%	16%	1,9%	2,6%	2,8%
Mitsubishi Chemical	449,0	6,7	6,6	5,9	0,5	0,5	0,5	29,4	20,8	16,7	8%	7%	8%	2,6%	2,7%	2,7%
Mitsui Chemicals	277,0	13,8	9,8	8,5	0,5	0,5	0,4	-	-	21,4	4%	5%	5%	2,2%	1,2%	1,1%
Westlake Chemical	83,8	10,2	8,2	8,0	3,0	2,7	2,6	19,7	15,2	14,4	29%	32%	33%	0,4%	0,6%	0,7%
PKN Orlen	41,0	10,5	5,4	4,7	0,2	0,2	0,2	-	9,2	8,1	2%	4%	4%	3,7%	3,4%	4,4%
Mediana		8,6	7,8	6,7	0,9	0,9	0,9	18,4	13,3	11,2	13%	13%	14%	1,8%	2,2%	2,2%

Wycena spółek gazowych (2014-06-30)

	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	0,8	6,2	6,5	6,4	1,2	1,2	1,2	15,6	14,3	13,8	19%	19%	19%	4,3%	4,0%	4,4%
Centrica	3,1	5,3	5,9	5,6	0,8	0,8	0,7	11,7	13,4	12,3	16%	13%	13%	5,5%	5,6%	5,9%
Enagas	23,5	9,2	9,4	9,9	7,2	7,5	7,7	13,8	13,7	14,3	78%	79%	78%	5,4%	5,5%	5,4%
Endesa	28,3	6,0	6,3	6,1	1,2	1,3	1,2	16,9	17,7	16,1	20%	20%	20%	3,4%	4,1%	4,0%
GDF Suez	20,1	6,5	6,9	6,7	1,1	1,1	1,1	14,2	14,6	13,9	16%	16%	16%	7,5%	5,0%	5,1%
Gas Natural SDG	23,1	7,8	8,1	7,9	1,6	1,6	1,6	16,5	16,1	15,7	20%	20%	20%	3,8%	3,9%	4,1%
Hera	2,1	7,0	6,8	6,4	1,2	1,2	1,2	19,6	19,8	18,2	18%	18%	18%	4,3%	4,3%	4,4%
Snam	4,4	10,2	10,2	9,9	8,1	8,1	7,9	16,2	15,0	14,5	79%	80%	80%	5,7%	5,6%	5,6%
PGNiG	5,3	6,4	5,9	5,8	1,1	1,1	1,2	16,1	11,8	11,4	17%	19%	21%	2,5%	2,5%	4,2%
BG Group	12,4	5,1	5,6	4,5	2,8	2,7	2,2	9,5	11,2	9,6	54%	49%	49%	2,3%	2,5%	2,7%
BP	5,1	3,2	3,1	2,9	0,3	0,3	0,3	7,0	6,4	6,0	10%	11%	11%	7,2%	7,7%	8,1%
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	149,0	2,3	2,4	2,6	0,8	0,9	0,8	2,8	3,1	3,3	37%	35%	33%	5,0%	5,4%	6,8%
NovaTek	124,4	1,1	1,0	0,9	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	41%	41%	40%	68%	81%	104%
ROMGAZ	34,7	5,4	4,4	3,9	2,7	2,2	2,0	12,8	9,0	7,2	51%	50%	50%	7,2%	8,1%	10,0%
Shell	30,2	4,3	3,8	3,7	0,5	0,5	0,5	9,5	8,3	8,1	12%	13%	14%	6,0%	6,2%	6,4%
Statoil	188,4	2,8	2,8	2,7	1,0	1,0	1,0	12,5	11,9	12,0	36%	36%	36%	3,7%	3,9%	3,9%
Total	52,8	4,8	4,7	4,4	0,8	0,9	0,9	10,9	11,2	10,5	18%	19%	20%	4,5%	4,7%	4,8%
Mediana		5,3	5,7	5,1	1,1	1,1	1,1	13,3	12,7	12,1	20%	20%	20%	5,2%	5,2%	5,3%

Wycena spółek wydobywczych (2014-06-30)

	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	2400,0	3,8	3,6	3,7	0,7	0,7	0,7	8,6	6,5	6,7	18%	20%	20%	7,9%	7,9%	8,1%
BP	5,1	3,2	3,1	2,9	0,3	0,3	0,3	7,0	6,4	6,0	10%	11%	11%	7,2%	7,7%	8,1%
Dana Gas	0,6	4,6	4,3	4,9	3,1	2,5	2,4	6,7	6,7	10,9	67%	58%	49%	-	-	-
Dragon Oil	6,1	1,0	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	5,6	4,9	4,7	87%	86%	86%	4,9%	5,9%	6,4%
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%	-
Gazprom Neft	150,5	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	1,1	-	15,2	8,3	40,0	7,8	4,8	-	35,2	12,9	-	52%	58%	0,0%	0,0%	-
Lukoil	59,7	3,0	2,8	2,9	0,4	0,4	0,4	4,3	4,4	4,9	14%	15%	14%	5,5%	5,8%	6,4%
MOL	163,0	4,2	3,9	3,2	0,4	0,4	0,4	46,8	8,5	6,5	10%	10%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
Occidental Petroleum	102,6	5,8	5,7	5,5	3,4	3,4	3,3	14,8	14,2	14,1	59%	60%	60%	2,3%	2,7%	3,0%
Repsol	19,3	5,7	7,0	6,2	0,6	0,7	0,7	13,6	13,9	12,7	11%	10%	11%	5,1%	6,4%	5,2%
Rosneft Oil	249,3	5,0	4,4	4,5	1,0	0,9	0,9	5,2	5,7	6,1	20%	20%	20%	4,7%	4,1%	4,0%
Shell	30,2	4,3	3,8	3,7	0,5	0,5	0,5	9,5	8,3	8,1	12%	13%	14%	6,0%	6,2%	6,4%
Surgutneftegas	28,0	-	-	-	-	-	-	2,8	5,0	5,9	-	-	-	9,4%	7,3%	6,0%
Statoil	188,4	2,8	2,8	2,7	1,0	1,0	1,0	12,5	11,9	12,0	36%	36%	36%	3,7%	3,9%	3,9%
Total	52,8	4,8	4,7	4,4	0,8	0,9	0,9	10,9	11,2	10,5	18%	19%	20%	4,5%	4,7%	4,8%
Tullow Oil	8,5	6,0	5,9	6,1	3,7	3,8	3,8	-	17,4	18,8	62%	64%	62%	2,1%	2,2%	2,2%
Mediana		4,2	4,0	3,7	0,8	0,8	0,7	9,0	8,3	7,4	19%	20%	20%	4,9%	5,6%	5,7%

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

Wycena spółek surowcowych (2014-06-30)

	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 SUROWCOWE																
Anglo American	14,3	4,0	4,4	4,0	1,2	1,2	1,2	7,6	8,4	6,8	30%	28%	29%	6,0%	6,1%	6,2%
BHP Billiton	18,9	4,6	4,1	4,0	2,0	2,0	1,9	7,7	7,1	7,2	42%	48%	47%	6,1%	6,5%	6,9%
Freeport-McMoRan	36,5	7,5	6,4	5,7	2,9	2,7	2,5	14,0	14,4	12,2	39%	42%	43%	5,1%	3,4%	3,5%
Kazakhmys	3,0	4,1	4,5	3,9	0,8	0,9	0,9	18,2	32,0	26,4	20%	19%	23%	0,7%	0,1%	0,1%
Raspadskaya	19,6	21,0	11,1	5,6	1,7	1,4	1,2	-	-	-	8%	13%	21%	0,0%	0,0%	2,1%
Rio Tinto	31,1	4,3	4,3	3,9	1,7	1,8	1,7	5,9	6,0	5,5	40%	42%	42%	5,8%	6,7%	7,3%
Southern CC	30,4	9,3	9,6	8,0	4,7	4,6	3,9	16,1	17,6	14,3	50%	48%	48%	2,4%	1,7%	2,7%
NWR*	1,4	-	29,0	10,7	1,1	1,3	1,2	-	-	-	-	4%	12%	0,6%	0,6%	0,1%
JSW	47,0	2,9	8,4	3,2	0,5	0,7	0,6	-	-	31,3	18%	8%	19%	5,4%	2,5%	1,9%
KGHM	124,5	4,5	5,0	4,4	1,1	1,3	1,2	8,2	9,9	8,5	25%	25%	26%	7,9%	5,3%	4,0%
LW Bogdanka	119,5	5,9	5,6	4,5	2,4	2,2	1,7	12,3	11,1	8,6	40%	39%	38%	4,9%	5,4%	7,0%
RUSAL	3,5	92,2	60,7	49,0	6,5	7,2	6,5	-	-	63,8	7%	12%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
Alcoa	14,9	10,8	9,9	8,5	1,2	1,2	1,2	42,5	33,4	22,0	11%	13%	14%	0,8%	0,8%	0,8%
Constellium	32,1	13,1	11,7	9,9	1,0	1,0	0,9	23,6	22,2	17,3	8%	8%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Kaiser Aluminum	72,9	7,1	7,5	6,6	1,0	1,0	0,9	19,6	20,1	16,0	14%	13%	14%	1,7%	1,8%	1,8%
Norsk Hydro	32,8	11,6	9,4	7,4	1,2	1,1	1,1	46,2	33,1	19,1	10%	12%	14%	2,3%	2,4%	2,6%
Grupa Kęty	227,0	10,3	8,8	8,1	1,5	1,5	1,3	13,7	16,1	14,2	14%	17%	17%	2,6%	3,5%	4,4%
Impexmetal	2,5	7,5	7,0	6,2	0,4	0,3	0,3	6,0	9,1	8,0	5%	5%	5%	0,0%	0,0%	4,4%
Mediana		8,9	7,9	7,1	0,9	0,9	0,8	9,9	12,6	11,1	9%	11%	11%	1,3%	1,8%	4,4%

Wycena spółek spożywczych (2014-06-30)

	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																
Agrana Beteiligungs	87,0	5,6	6,5	7,3	0,6	0,6	0,6	7,8	10,6	10,9	11%	9%	8%	4,3%	3,8%	4,0%
Avangardco Inv.	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%
Bunge Limited	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%
Cosan	40,1	7,5	7,3	6,7	0,8	0,8	0,7	38,4	15,7	13,0	11%	10%	10%	1,7%	1,7%	2,4%
Delta Sugar	10,9	-	6,3	5,6	1,3	1,1	1,1	6,0	9,2	6,2	-	18%	20%	-	9,6%	10,8%
MHP	15,0	6,8	5,8	5,4	2,0	1,8	1,6	8,4	5,9	5,3	29%	32%	30%	5,0%	4,1%	6,0%
Nisshin Oillio	371,0	9,3	8,3	7,7	0,3	0,3	0,3	47,6	22,9	21,2	4%	4%	4%	2,7%	2,7%	2,7%
Suedzucker	14,8	3,7	5,0	9,3	0,6	0,6	0,7	5,1	8,0	29,4	16%	12%	7%	5,9%	3,9%	1,9%
Wilmar Int.	3,2	13,9	14,6	12,6	0,8	0,7	0,6	15,6	15,7	13,6	5%	5%	5%	1,4%	1,8%	2,0%
Astarta	44,0	10,9	4,9	4,5	1,8	1,5	1,3	17,4	13,7	4,9	17%	31%	30%	0,9%	0,0%	1,1%
Kemel	33,4	5,3	7,6	4,2	0,6	0,7	0,7	7,9	-	5,3	10%	9%	16%	0,0%	0,0%	2,3%
IMC*	10,2	10,5	7,4	6,1	3,0	2,2	1,8	16,5	12,3	6,9	29%	30%	29%	-	-	2,8%
Ovostar*	73,0	15,5	17,1	15,4	5,5	5,3	4,2	18,4	21,8	21,3	36%	31%	27%	0,0%	0,7%	-
Mediana		7,6	7,3	6,7	0,8	0,8	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 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 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