

wtorek, 28 listopada 2017 | opracowanie cykliczne

Espresso surowcowe

Komentarz z rynków surowcowych

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Rynek energetyczny

Ceny energii w Niemczech wróciły w okolice 37 EUR/MWh głównie za sprawą powrotu cen węgla w portach ARA do 85 USD/t w kontrakcie rocznym. Kolejne etapy zatwierdzania reformy ETS zaczynają też wspierać CO₂, choć na razie nie przebiliśmy jeszcze poziomu 8 EUR/t. W Polsce ceny nie zmieniły się istotnie, ale nadal pewną niespodzianką są wysokie notowania kontraktu na rok 2019, które oscylują wokół 179 PLN/MWh (należy jednak pamiętać o niskiej płynności). Tymczasem sektor nadal jest pod presją, podobnie jak indeks MSCI Utilities EU, choć skala ostatniej przeceny jest w przypadku polskich spółek większa.

Rynek paliwowy

Zaplanowany na 30 listopada szczyt OPEC może być kluczowy dla notowań ropy w średnim terminie. Tymczasem w ostatnim tygodniu marże rafinerijne oscylują wokół 5 USD/Bbl (momentami spadały do 4,5 USD), co jest pochodną presji na cracki dieslowe (pierwszy od wielu tygodni wzrost zapasów ON w portach ARA) i HSFO (najniższy poziom od kwietnia). Dyferencja utrzymuje się na dal poniżej 1 USD/Bbl. Polskim rafineriom nie pomaga też osłabiający się dolar. Pozytywną niespodzianką jest natomiast odbicie marż petrochemicznych i to zarówno na olefinach jak i polimerach. W przypadku monomerów istotnym wsparciem jest mocniejszy wzrost na aromatach. Nadal nie widać też negatywnego wpływu planowanych uruchomień nowych mocy w polietylenie.

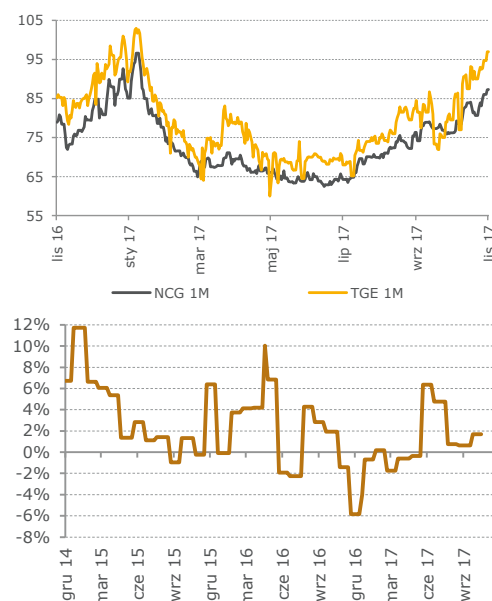
Rynek produktów styrenowych

Ceny benzenu wzrosły w ostatnim tygodniu o 9% t/t. Z kolei ceny produktów styrenowych w ostatnim miesiącu wyraźnie spadały, co zmniejszało marże na ich produkcji. Dynamiczny wzrost cen benzenu może w jeszcze większym stopniu zawęzić marże, co negatywnie przekłada się na przyszłe wyniki realizowane przez Synthos.

Rynek metali

W ubiegłym tygodniu dynamicznie spadały monitorowane zapasy miedzi na LME (-12,9% t/t), z czego rosły na SHP (+1,2% t/t). W sumie w ubiegłym tygodniu monitorowane zapasy na wszystkich giełdach spadły o 4,9% t/t. Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych delikatnie wzrosła z 39,7 tys. sztuk to 40,6 tys. sztuk.

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Dynamiczne wzrosty cen gazu na spocie

Wzrosty cen gazu w kontraktach 1M tuż przed okresem zimowym nie są oczywiście niczym nadzwyczajnym i wpisują się we wzorzec sezonowy. Warto jednak zwrócić uwagę, że „spotowe” notowania na TGE są obecnie ponad 14% wyższe niż przed rokiem, a dynamika r/r na benchmarku europejskim przekracza +10%. Zapasy w UE są zbliżone r/r, tak więc ewentualne pogorszenie pogody może być dodatkowym katalizatorem.

Zmiana prod. miedzi górniczej (%; r/r)

W październiku światowa produkcja miedzi górniczej wzrosła o 1,7% r/r po wzroście 0,6% we wrześniu. Mimo przestojów w Escondida i Grasberg na początku roku produkcja górnicza miedzi wzrosła od początku roku o 1,1%. Z kolei we wrześniu dynamika importu miedzi do Chin spadła do 5,1% r/r (+11,4% w sierpniu). Jeśli październik przyniesie kolejny spadek importu, to ceny mogą być pod presją.

Zwrot tygodniowy oraz YTD

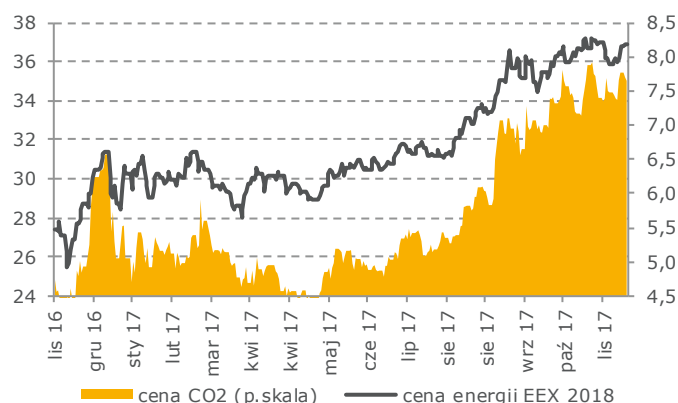
Spółka	1W	YTD
PGNiG	-3,0%	+12%
PGE	-2,5%	+15%
Kernel	-2,4%	-24%
Grupa Azoty	-1,9%	+16%
MOL	-1,9%	+26%
Kęty	-1,5%	+6%
Lotos	-1,1%	+64%
JSW	-1,0%	+38%
Tarczyński	-0,9%	-8%
Synthos	-0,8%	+15%
Boryszew	-0,8%	+23%
OMV	-0,6%	+56%
Unipetrol	-0,5%	+112%
Astarta	-0,2%	-7%
ZCh Police	-0,0%	-5%
CEZ	+0,0%	+22%
KGHM	+0,2%	+22%
Impexmetal	+0,2%	+35%
ZA Puławy	+0,3%	+2%
LW Bogdanka	+0,3%	-0%
PKN Orlen	+0,9%	+47%
Tupras	+1,4%	+89%
Tauron	+1,6%	+12%
Energa	+2,5%	+39%
Enea	+2,9%	+31%
IMC	+3,0%	+55%
ZE PAK	+4,1%	+22%
Orzeł Biały	+11,1%	+51%

Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	+0,9%	+24%
Chemia	-1,4%	+10%
Energia	-0,3%	+18%
Paliwa	-0,0%	+39%
Spożywczy	-1,0%	-14%
Surowce	-0,1%	+25%
Ukraina	-0,8%	-6%

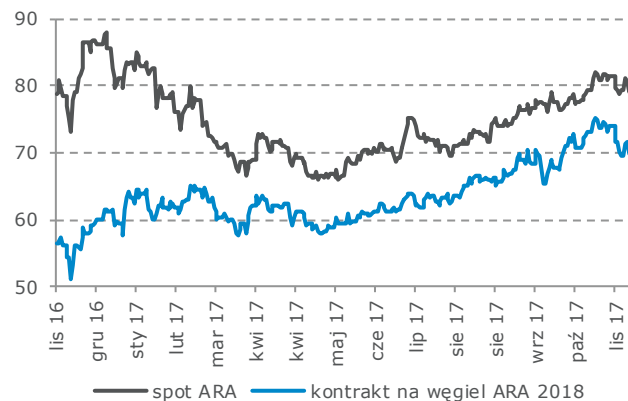
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+1,0%	+22%
Oil & Gas E&P	-0,9%	-11%
Refining EU	+2,0%	+83%
Refining US	-0,1%	+20%
Agri & Food	+0,2%	+17%
Kauczuki	+0,6%	+14%
Nawozy	-0,2%	+3%
Chemicals EU	+0,7%	+33%
Industrials EU	-0,6%	+15%
Petchem World	+0,2%	+32%
Utilities EU	+0,2%	+12%
Utilities US	+0,9%	+17%

Energetyka

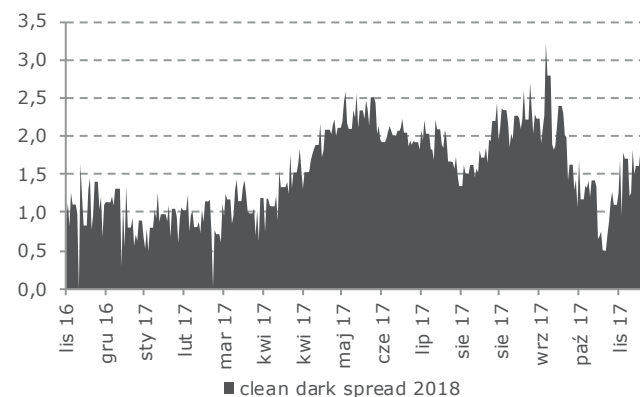
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



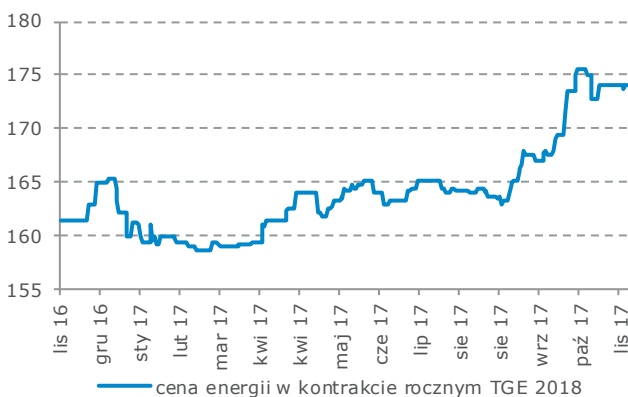
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



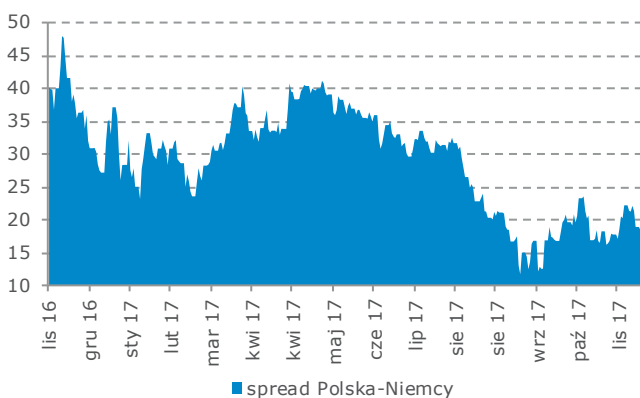
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



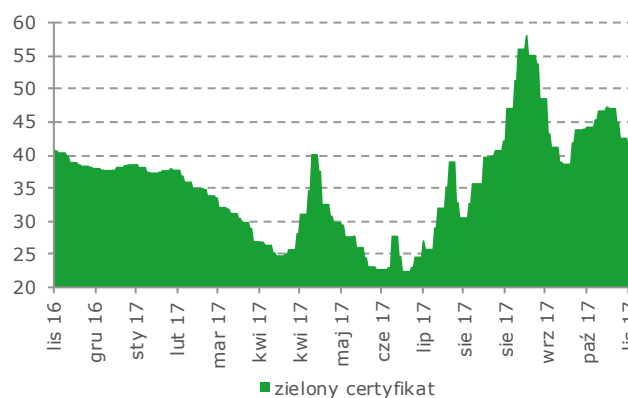
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



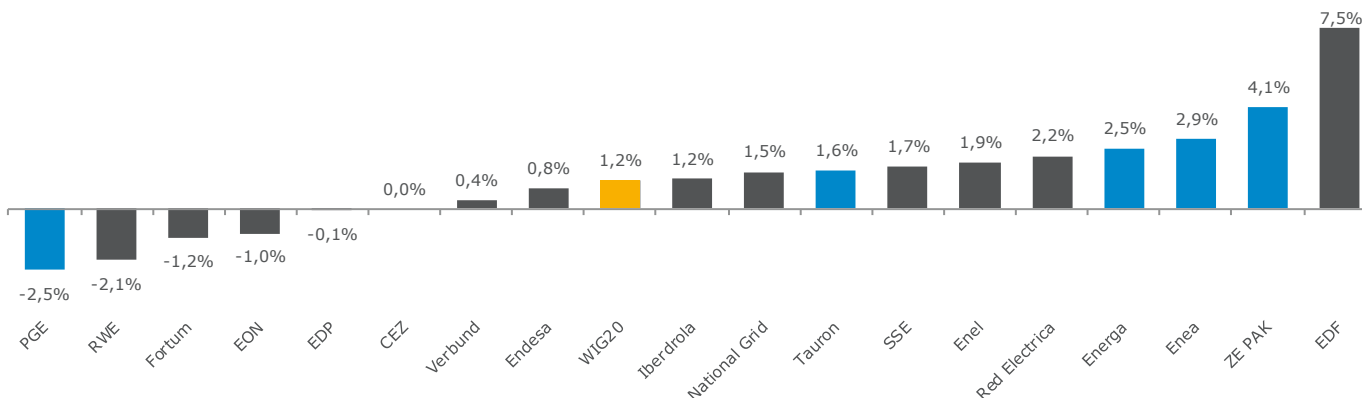
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



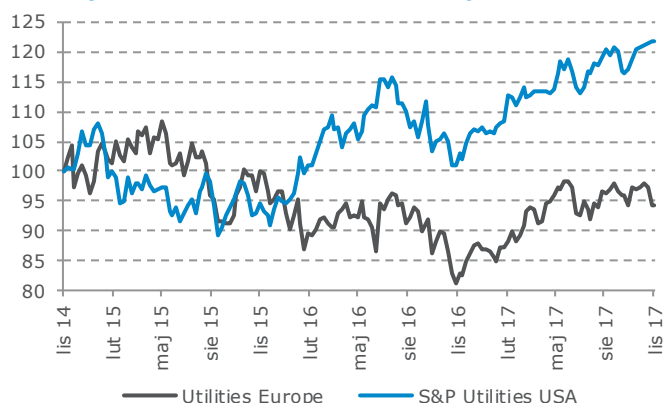
Tygodniowy performance spółek energetycznych



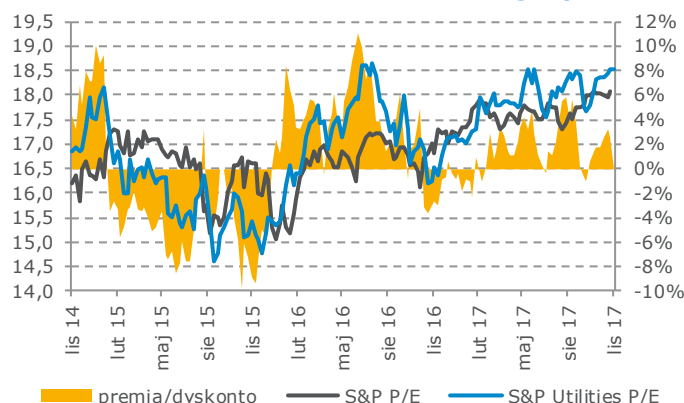
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

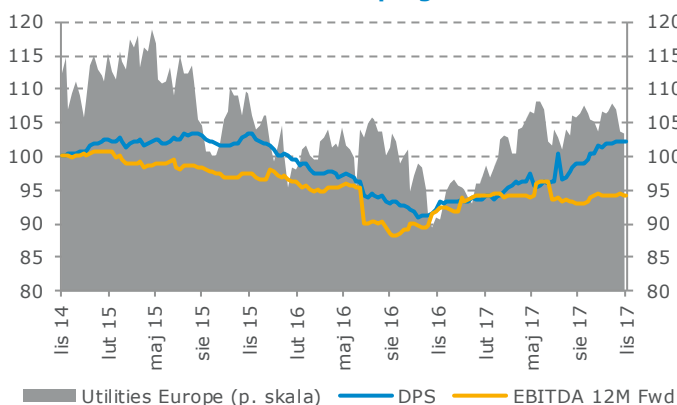
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



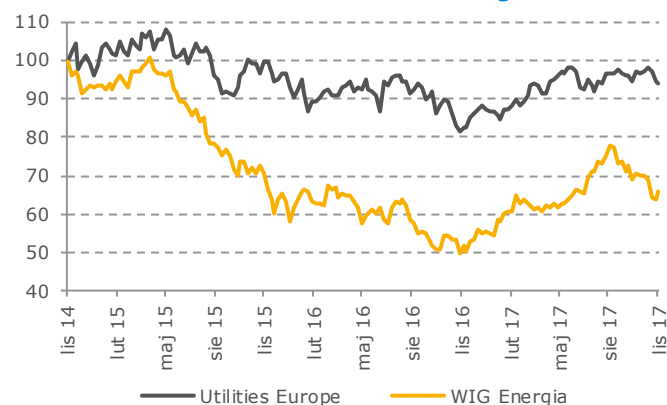
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



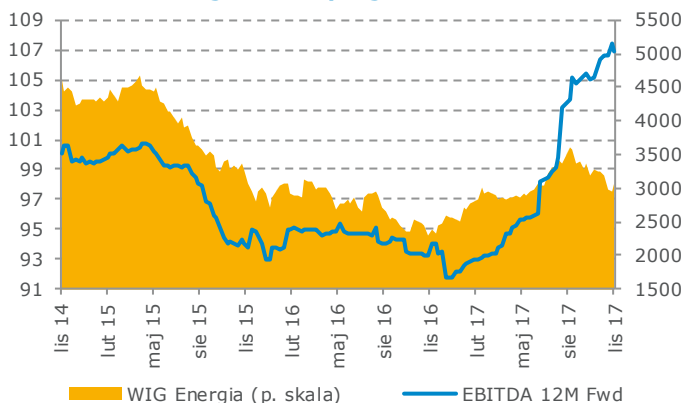
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



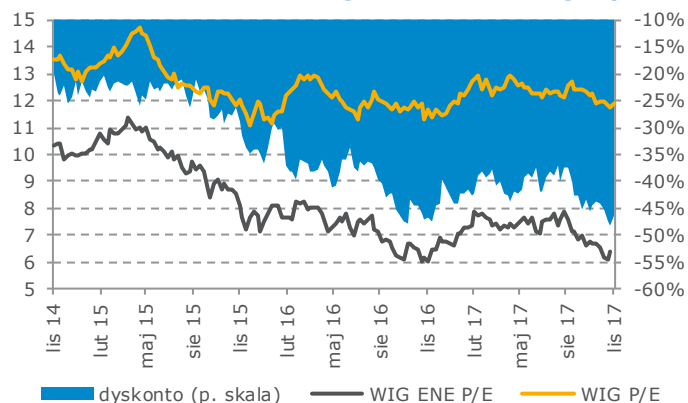
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



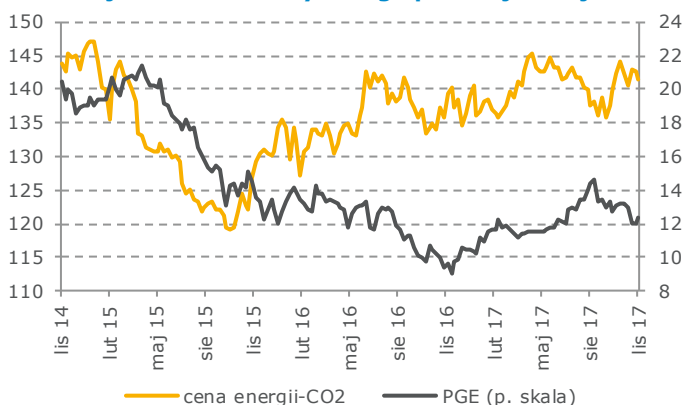
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



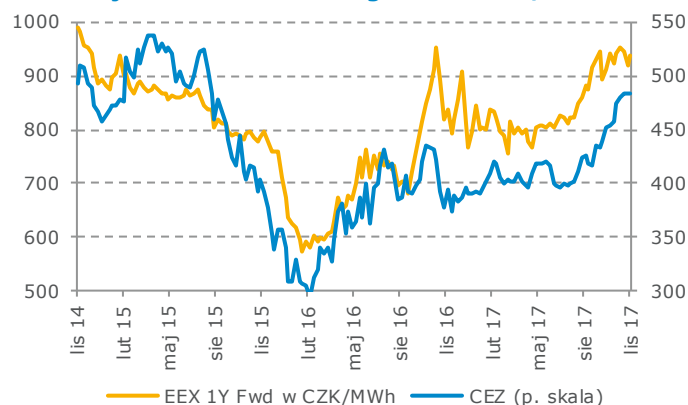
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



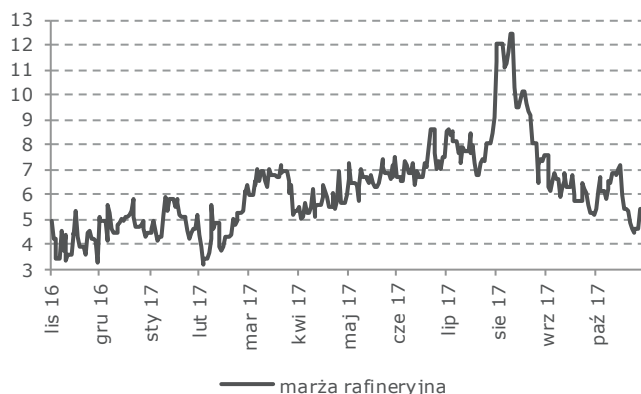
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



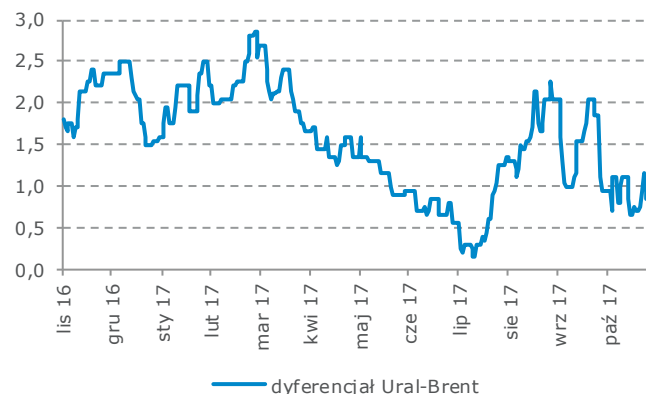
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

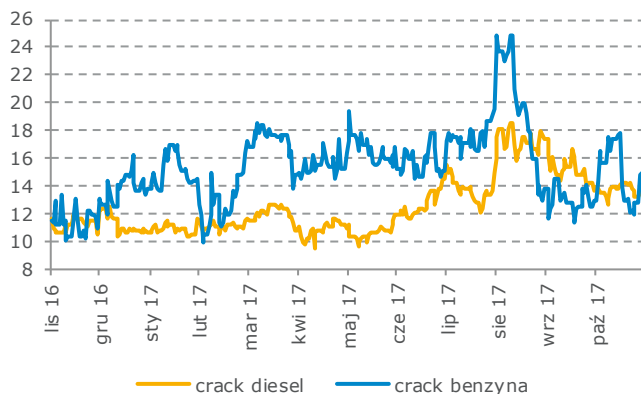
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



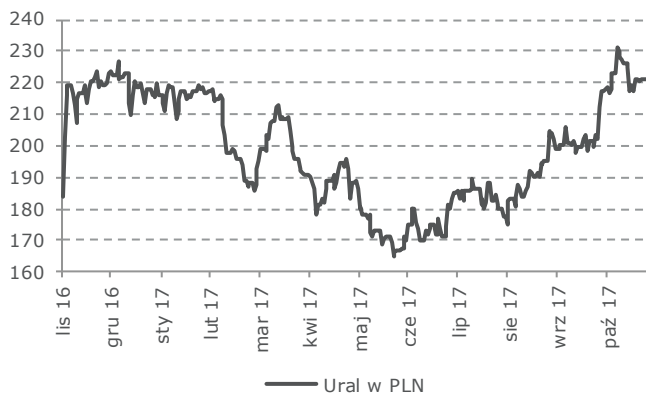
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



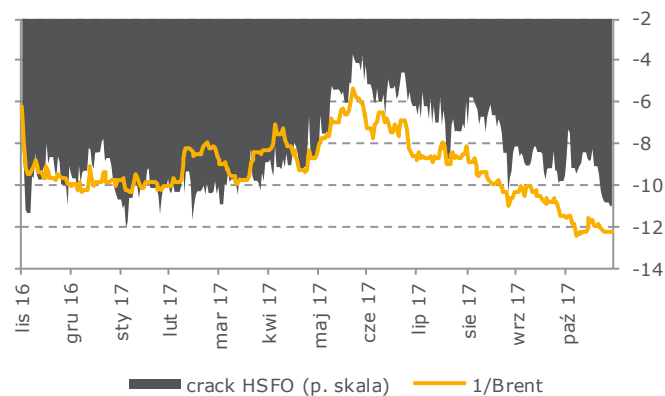
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



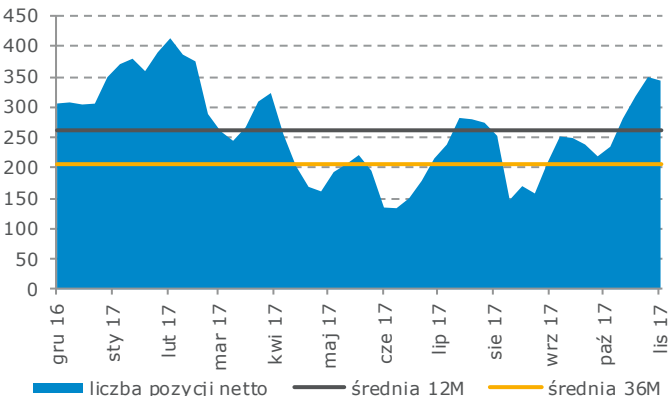
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



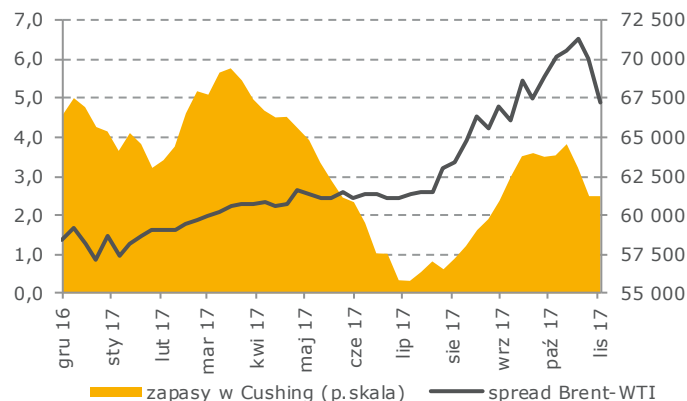
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



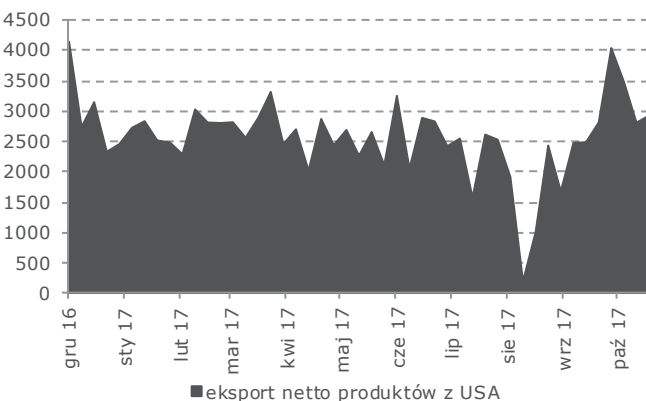
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



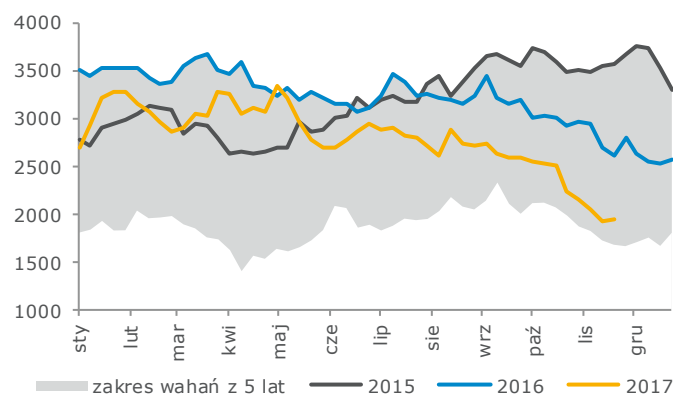
Eksport netto paliw z USA



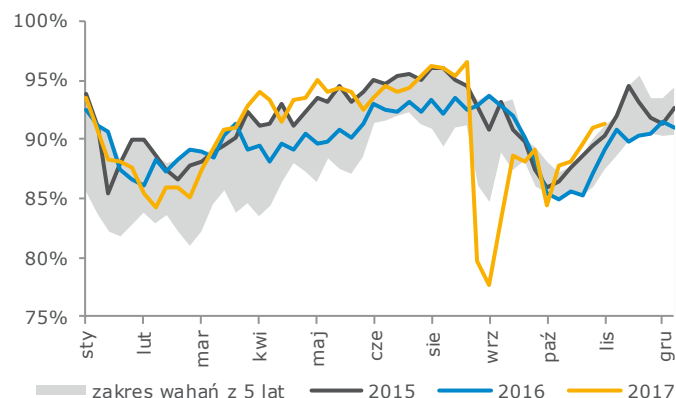
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

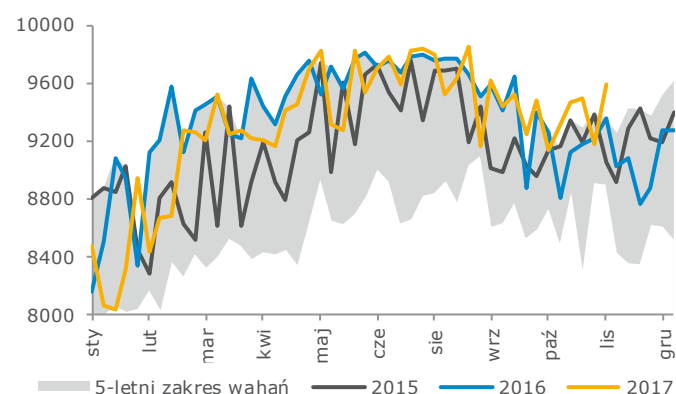
Zapasy diesla w portach ARA



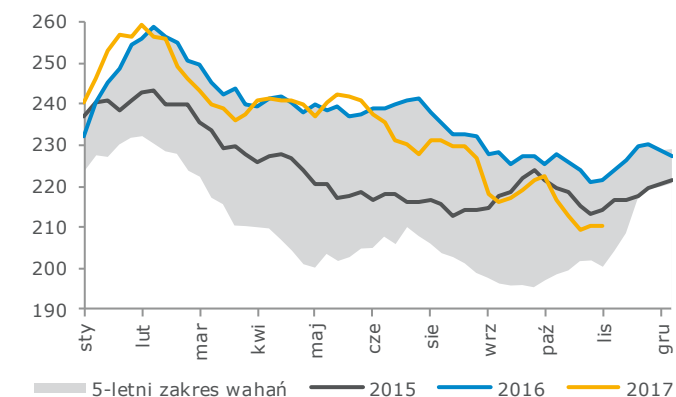
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



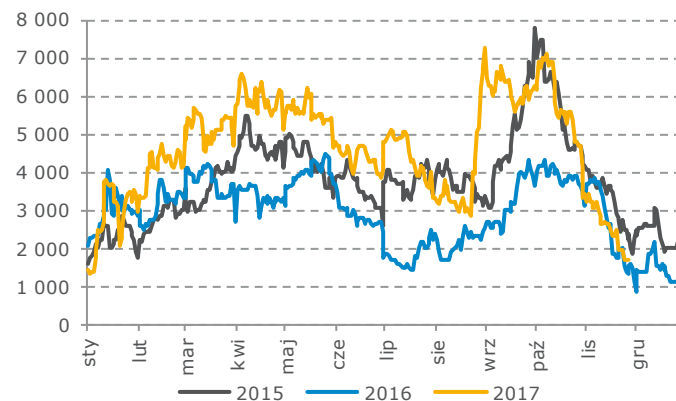
Popyt na benzynę w USA



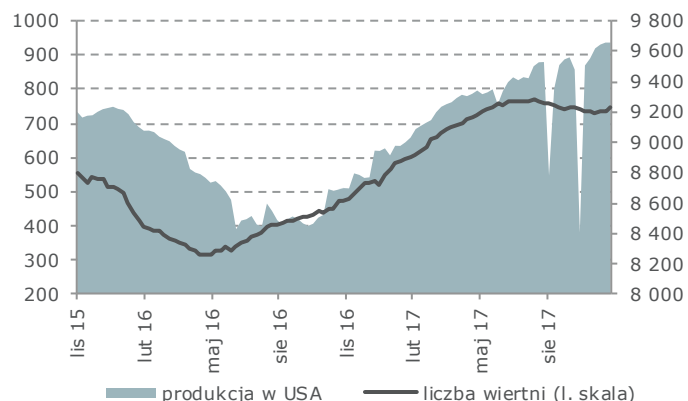
Zapasy benzyny w USA



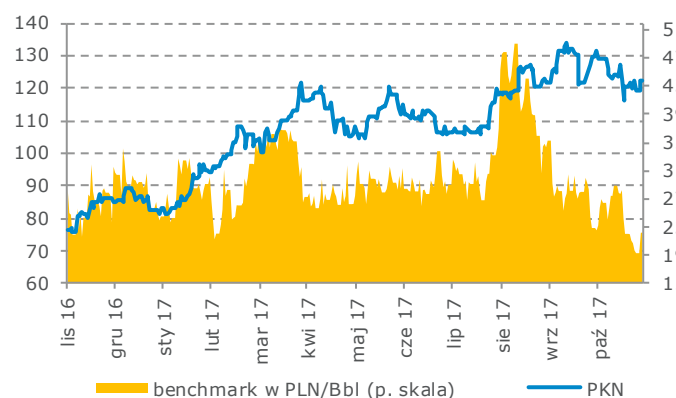
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



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



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



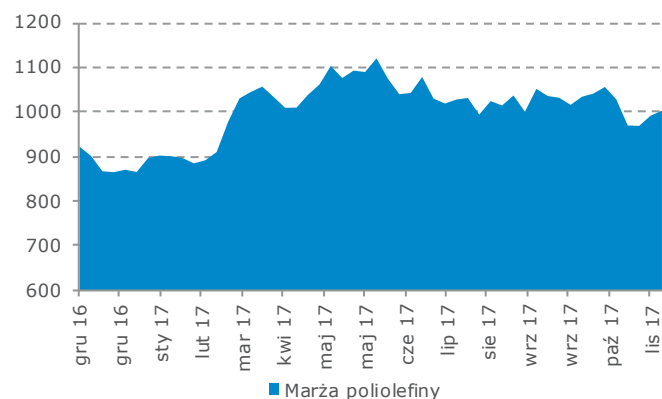
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



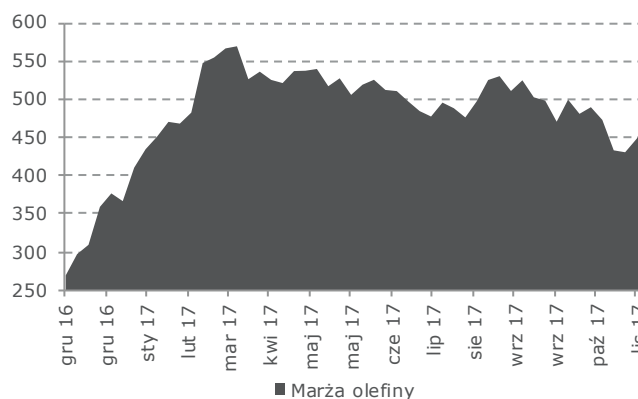
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

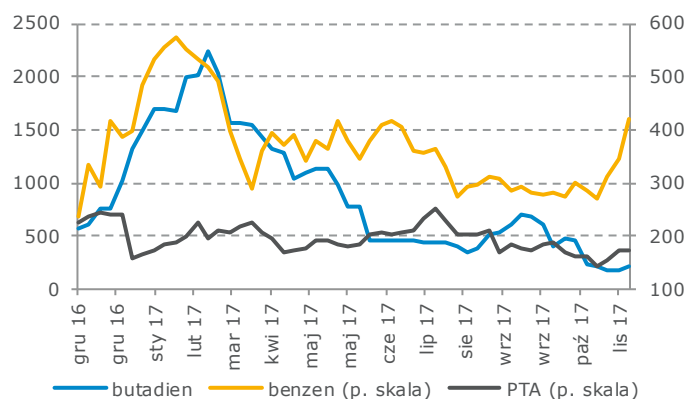
Marża petrochemiczna poliolefiny



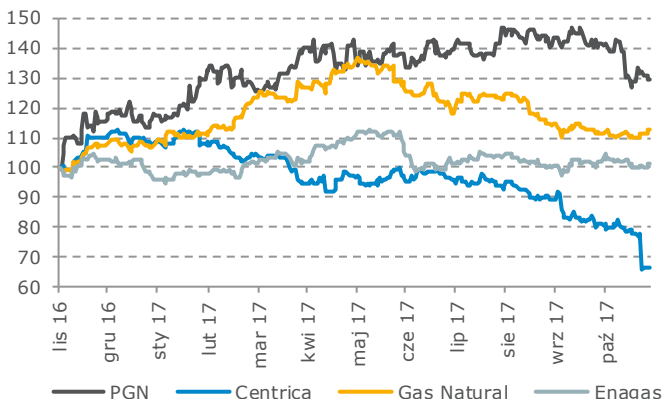
Marża petrochemiczna olefiny



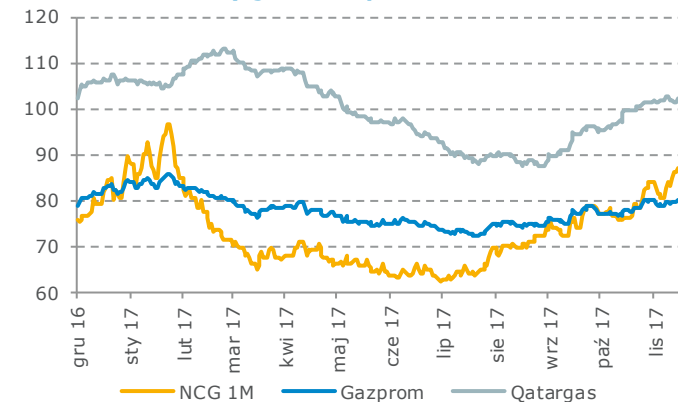
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



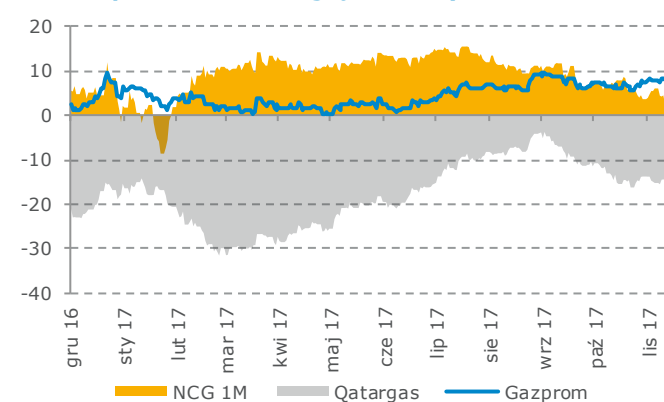
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



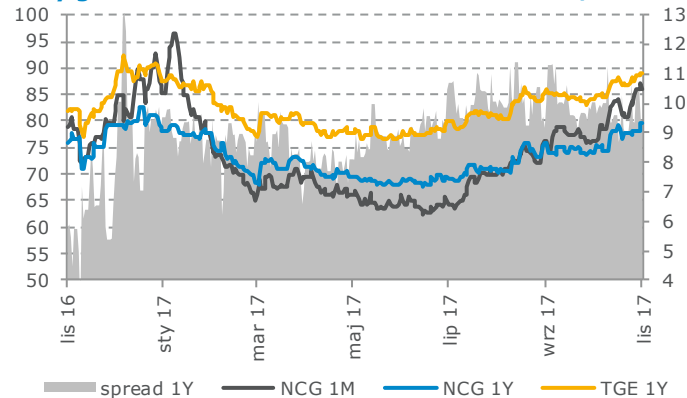
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



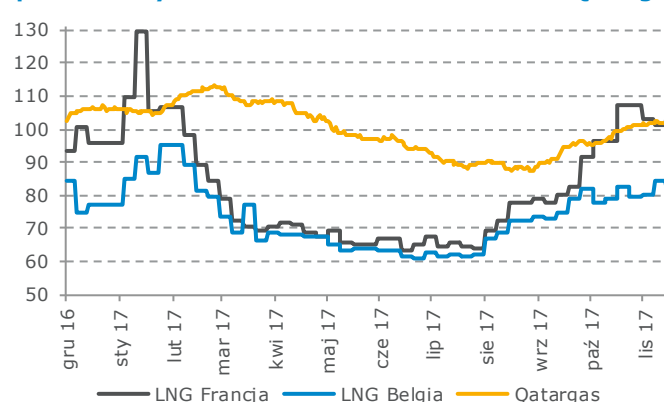
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



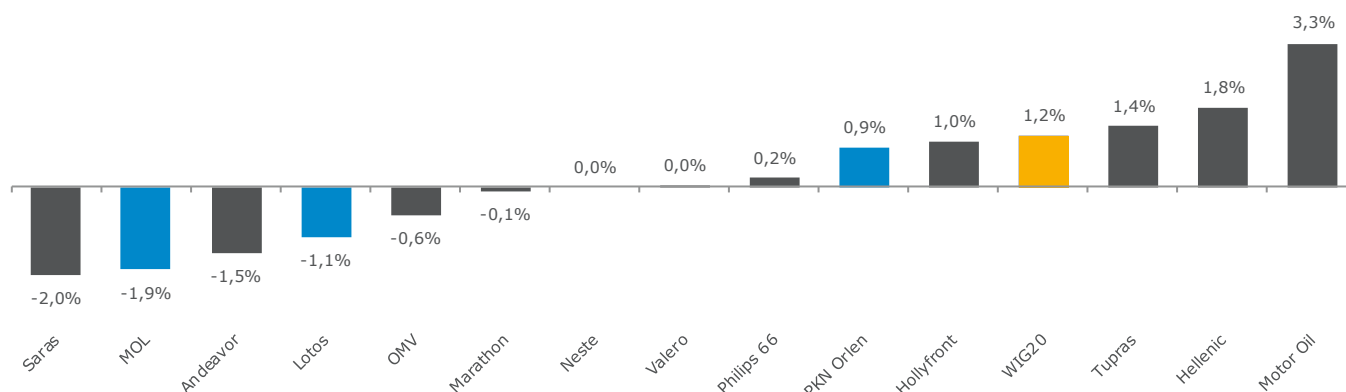
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



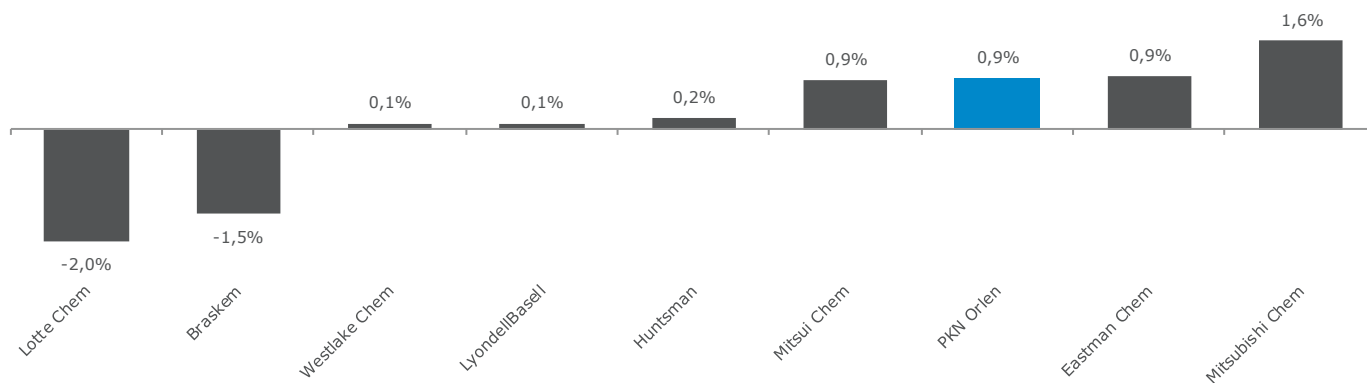
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

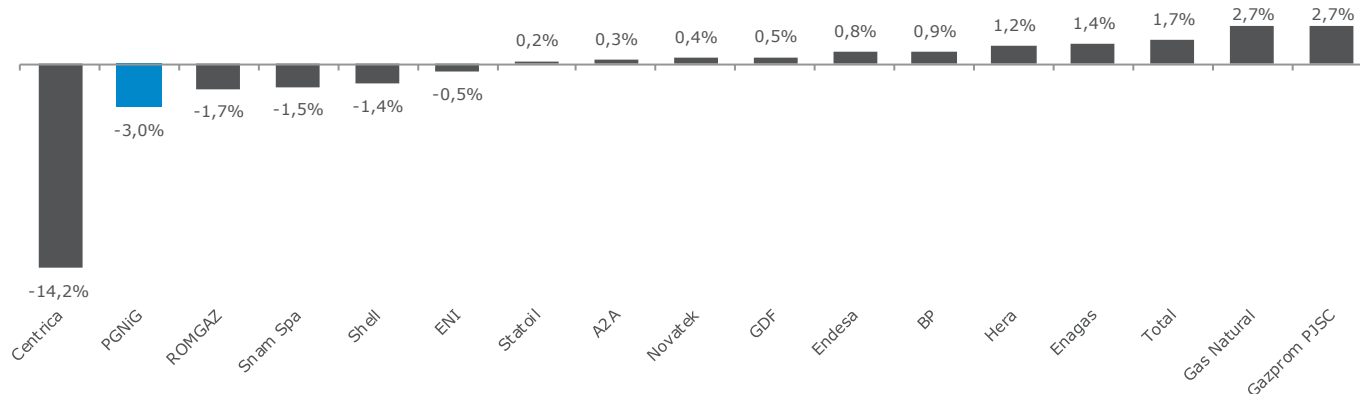
Spółki rafineryjne



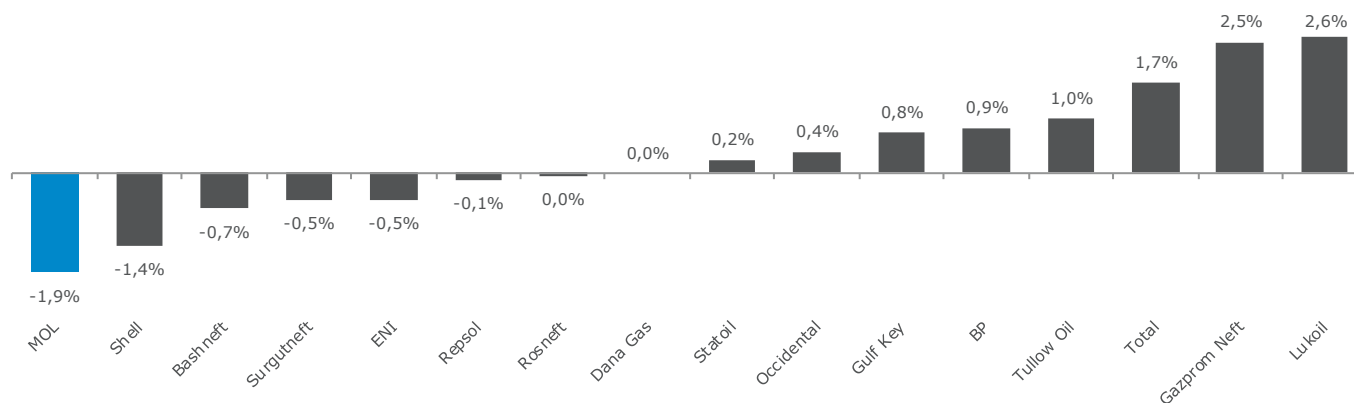
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



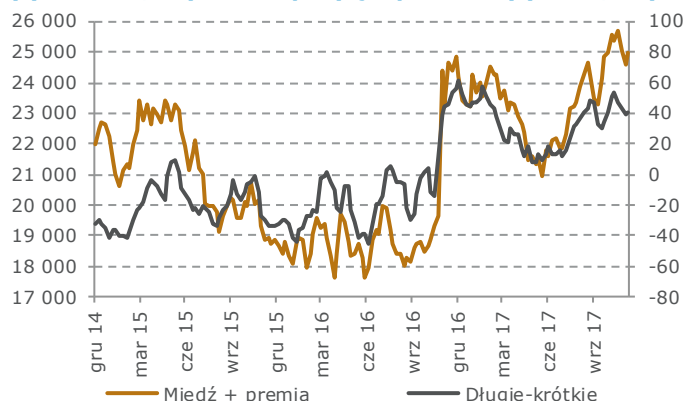
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

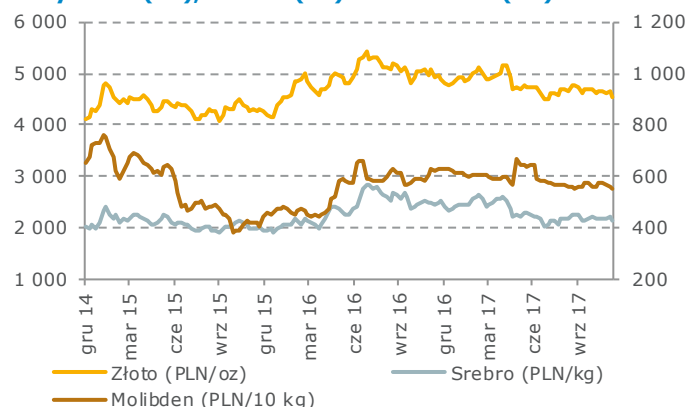
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



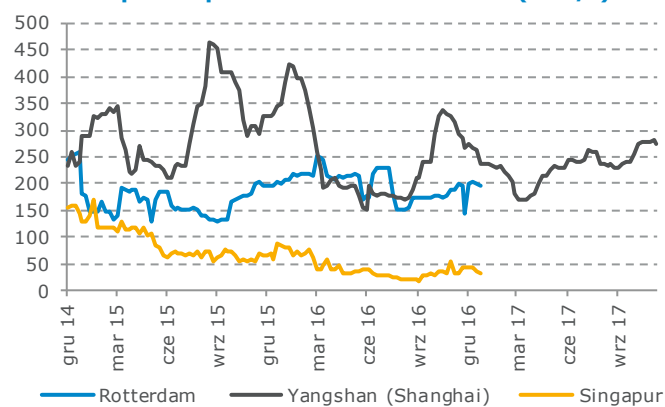
Cena miedzi + wartość premii producenckiej (tys. PLN/t; LS) i saldo pozycji spekulac. (tys. szt; PS)



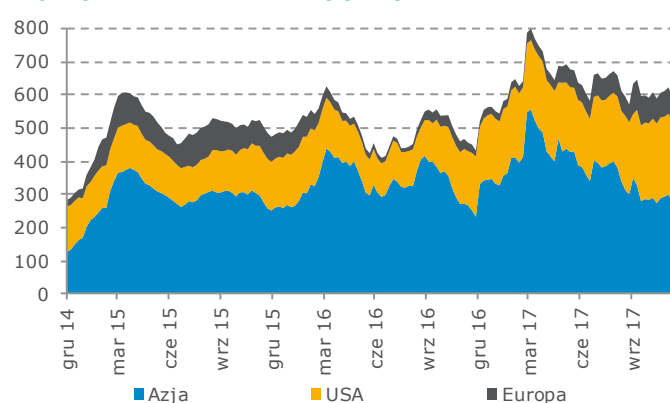
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



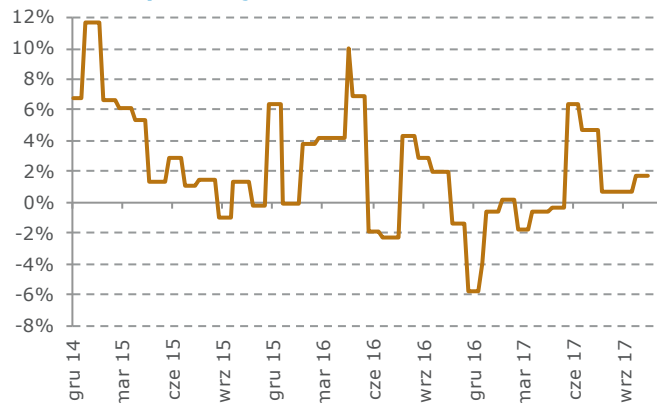
Wartości premii producenckich dla miedzi (PLN/t)



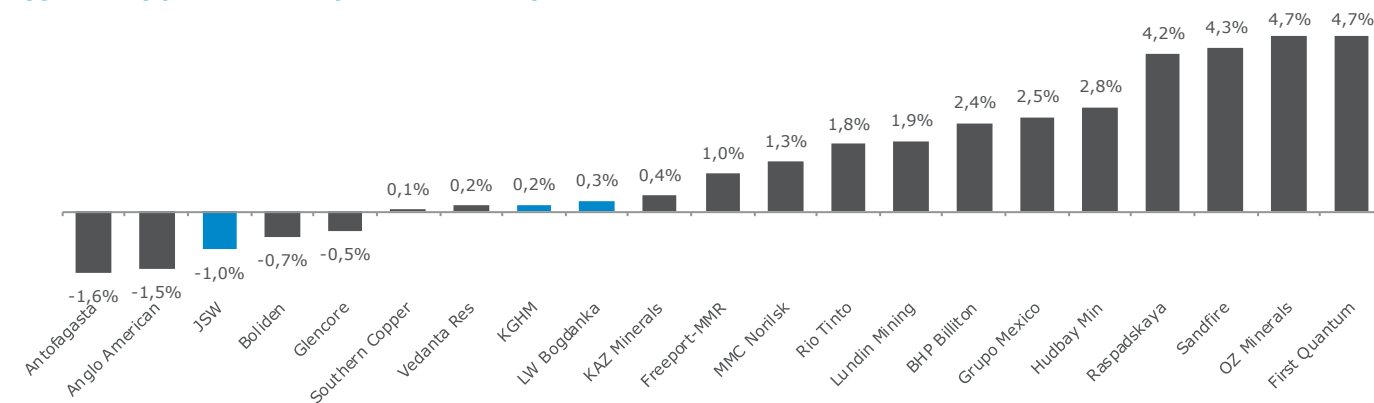
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



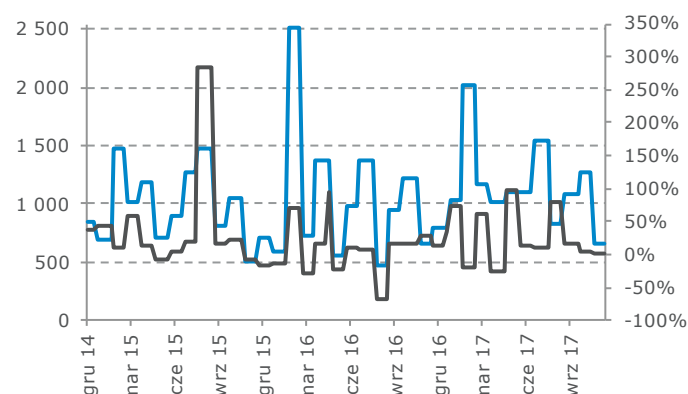
Tygodniowy performance spółek surowcowych



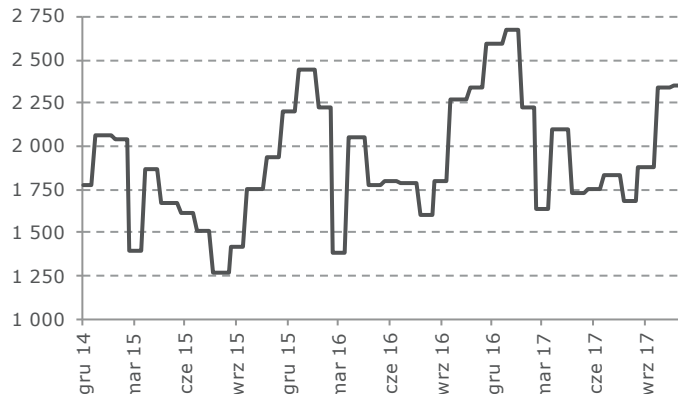
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

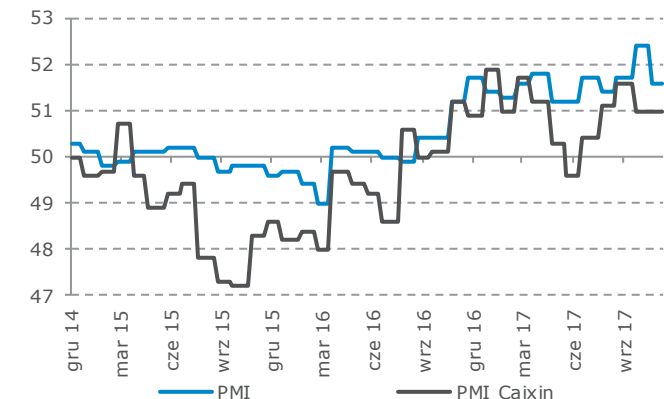
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



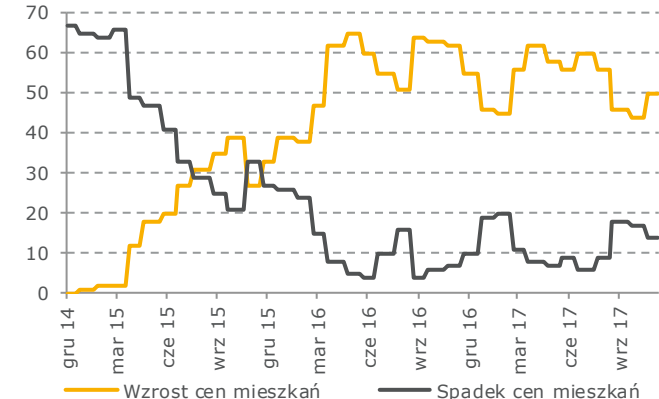
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



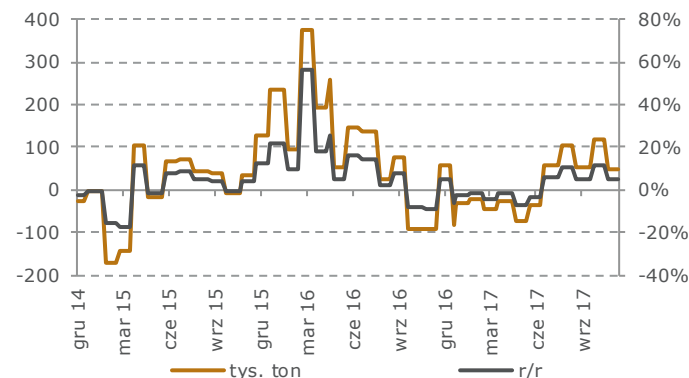
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



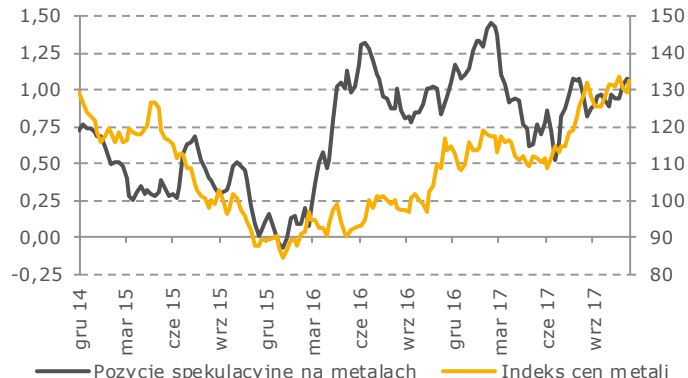
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



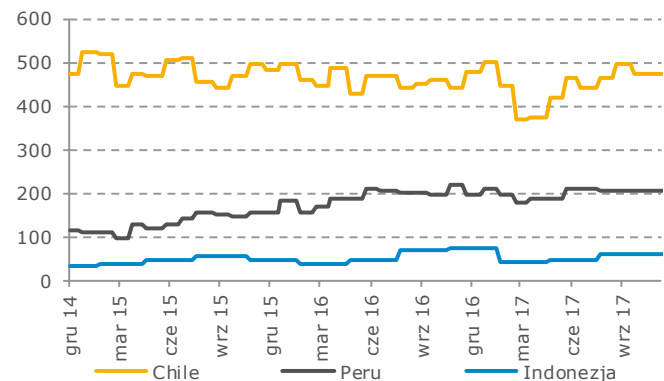
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



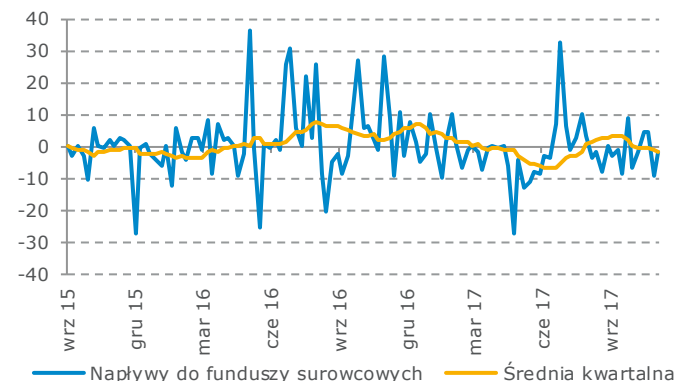
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



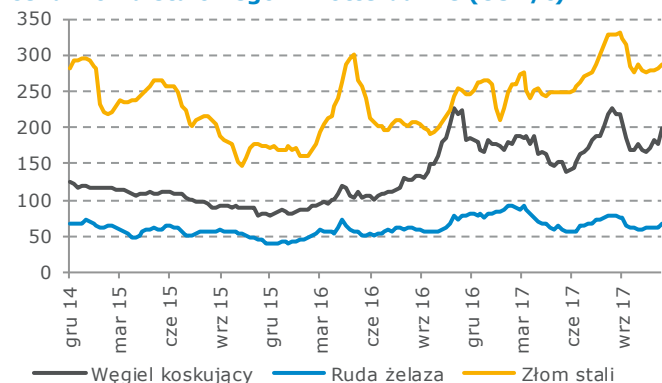
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



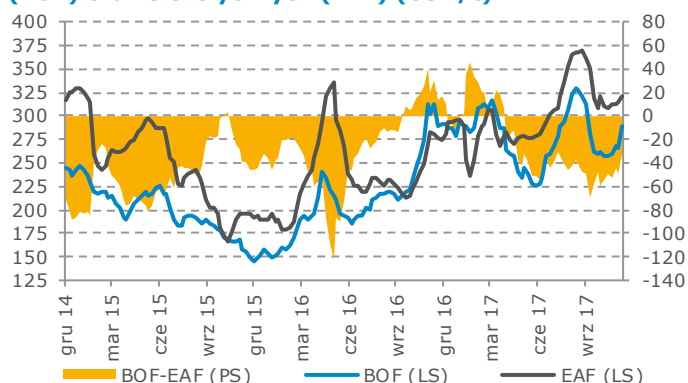
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

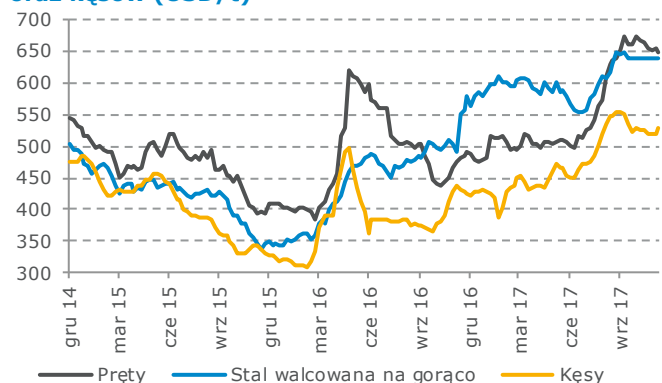
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



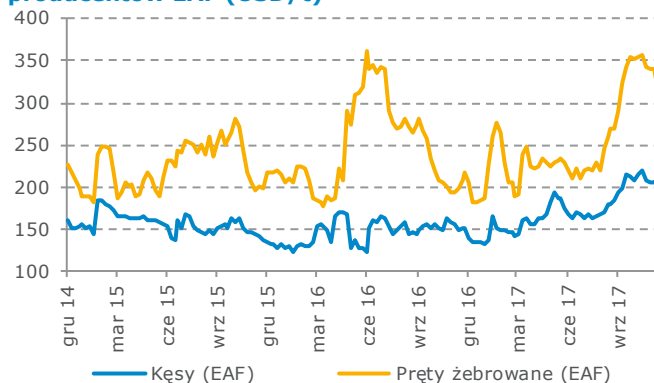
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



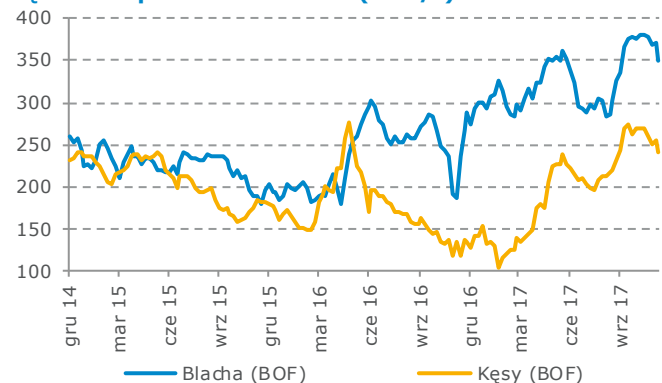
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



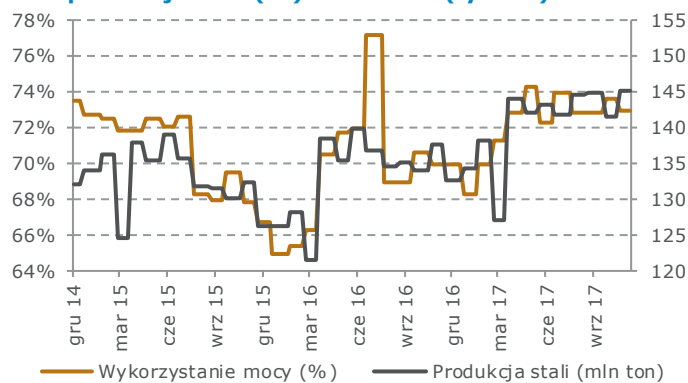
Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)



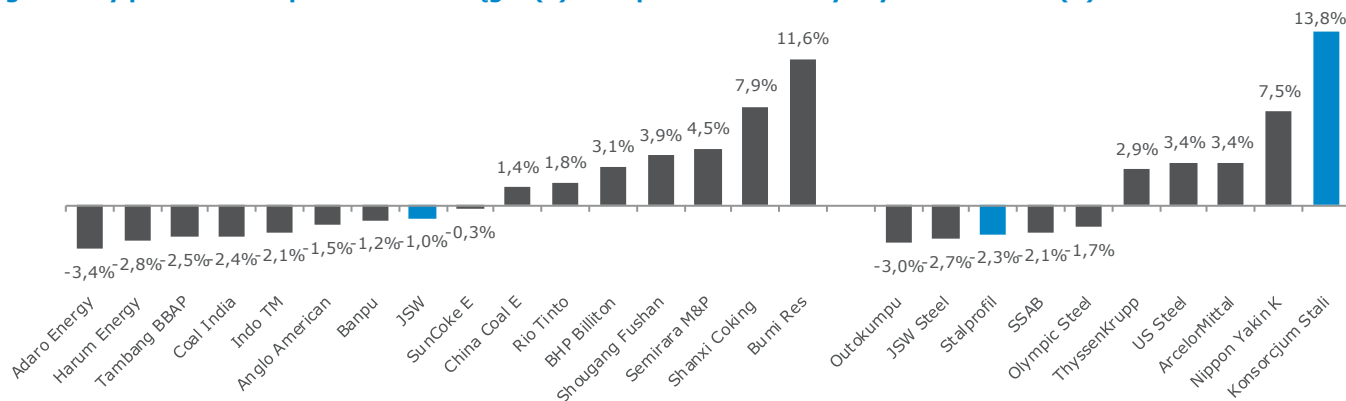
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



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



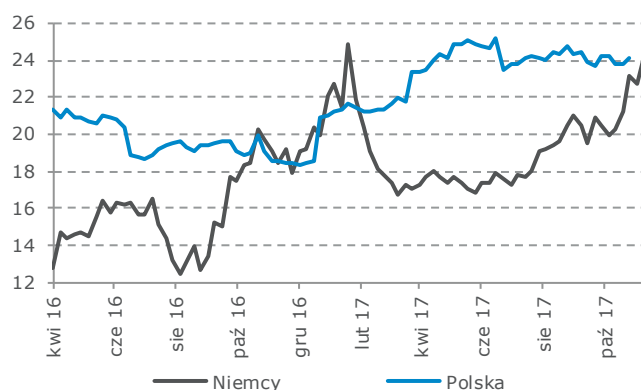
Tygodniowy performance producentów węgla (L) oraz producentów i dystrybutorów stali (P)



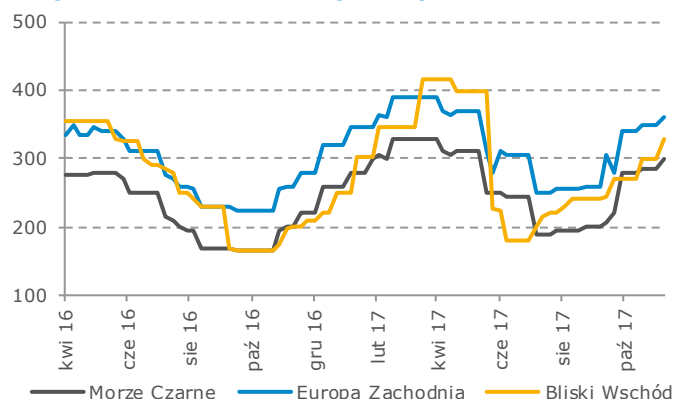
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

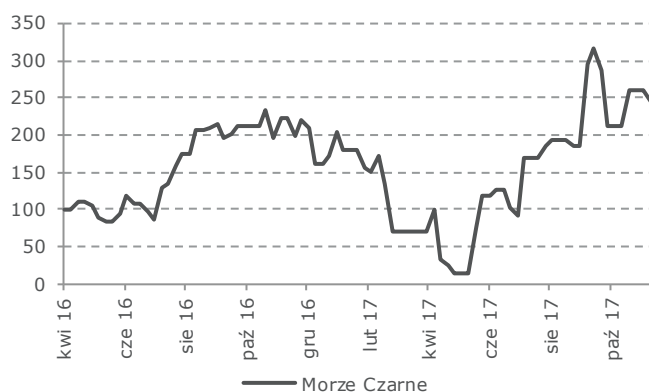
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



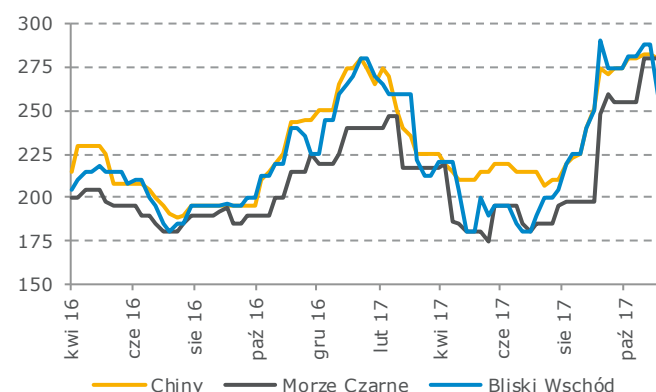
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



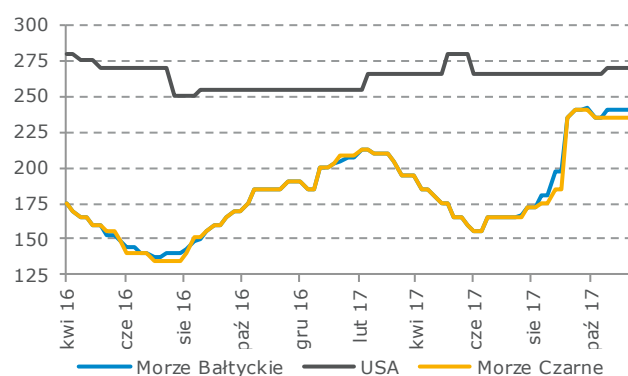
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



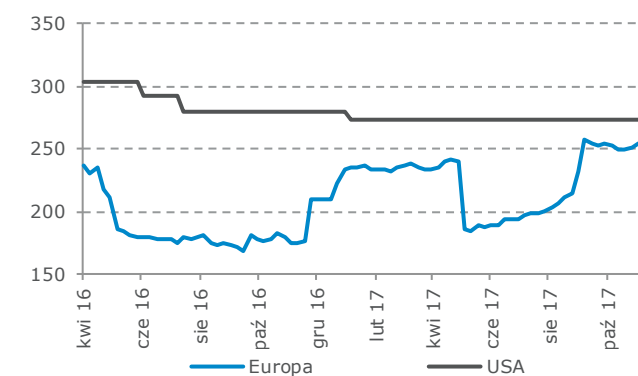
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



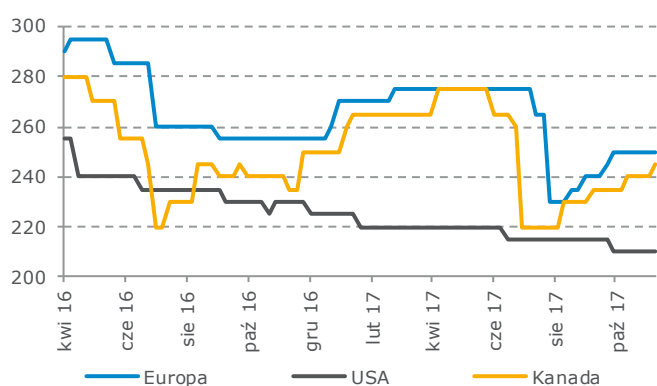
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



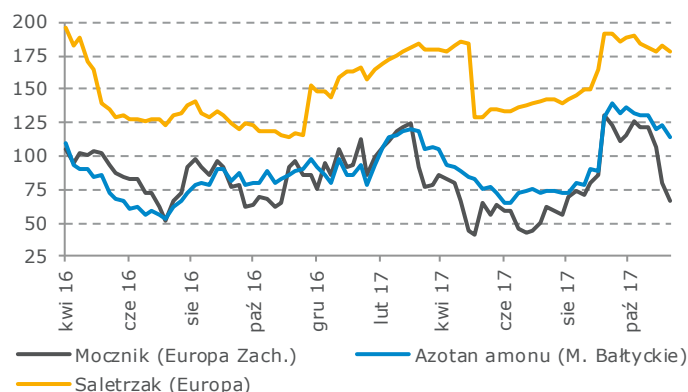
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



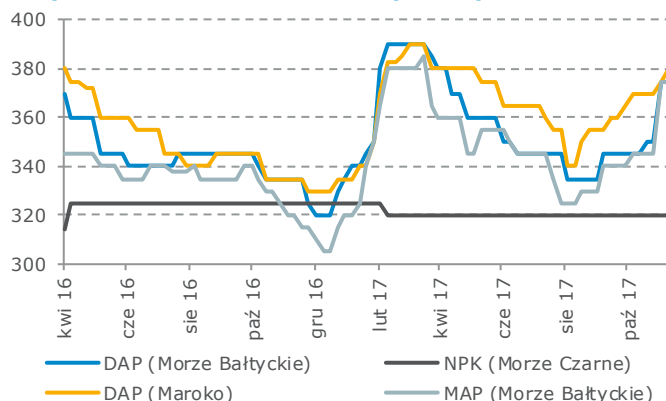
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



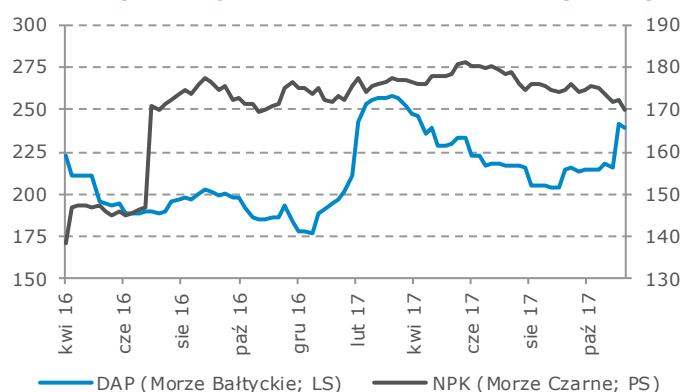
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

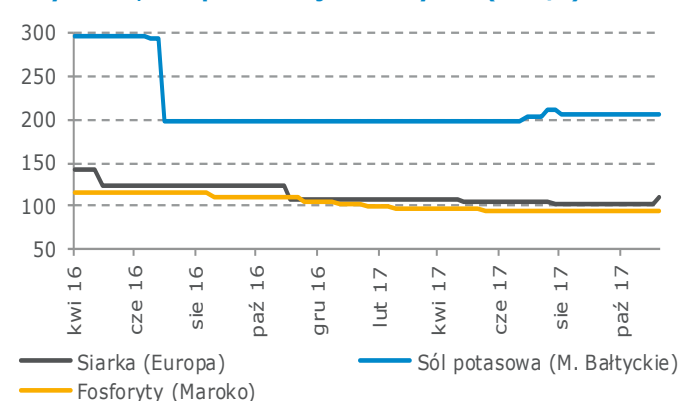
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



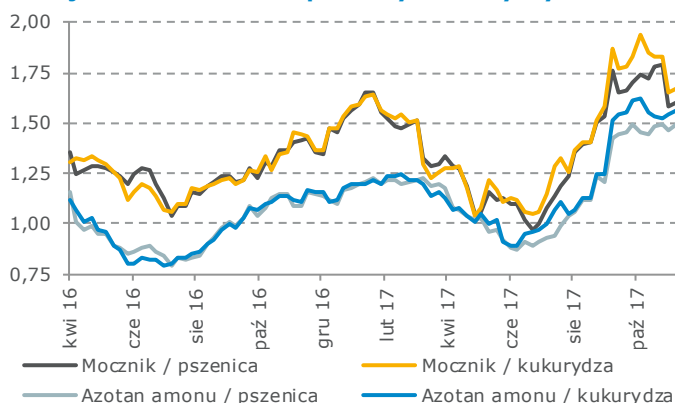
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



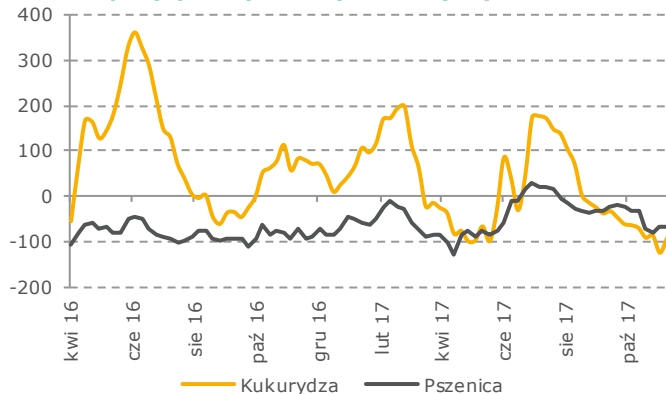
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



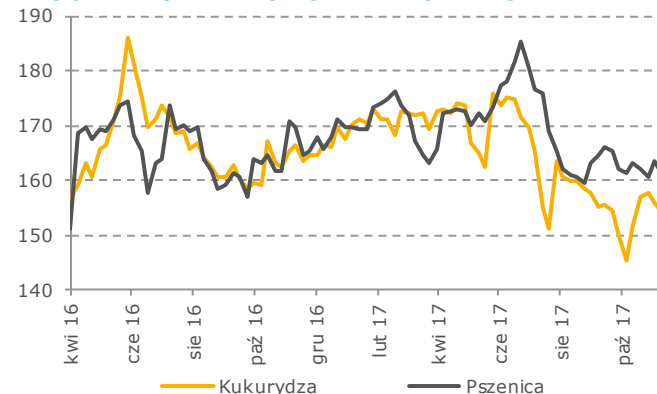
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



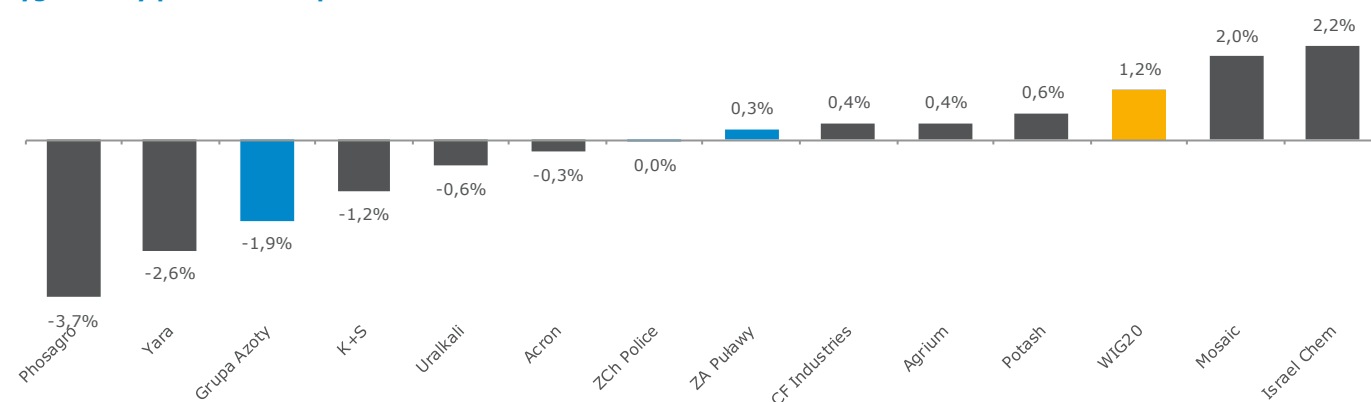
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



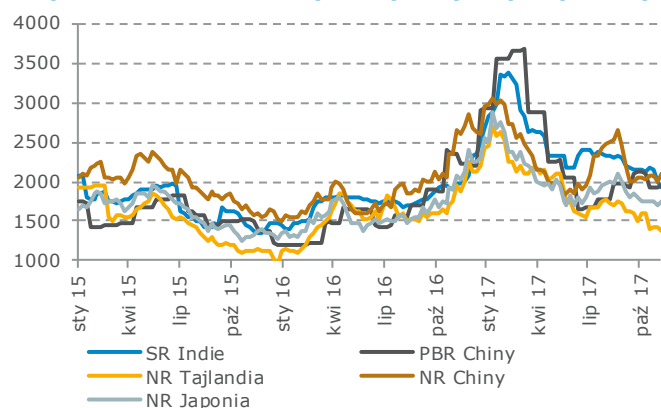
Tygodniowy performance producentów nawozów



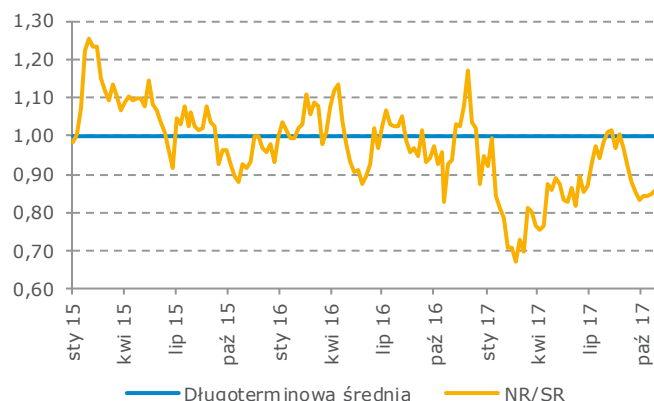
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

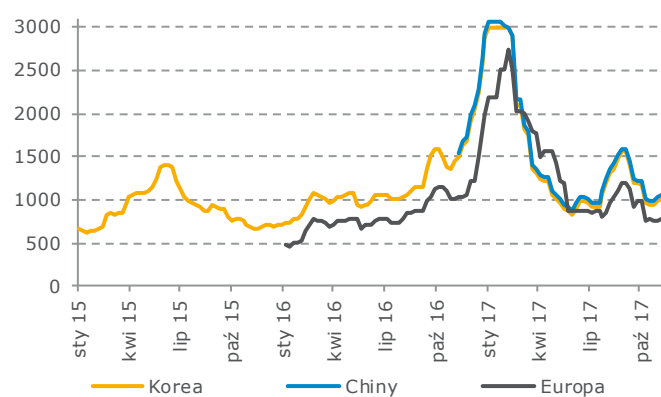
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



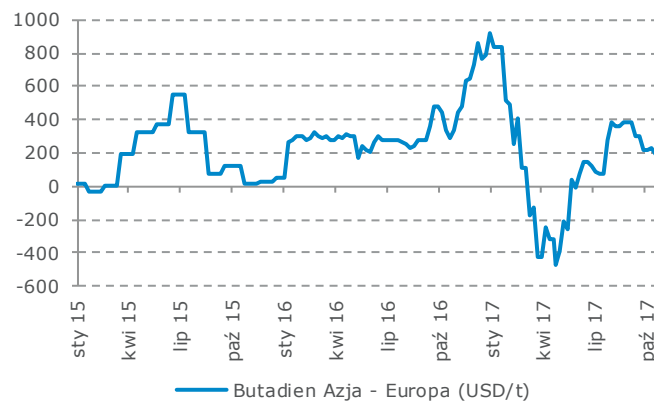
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



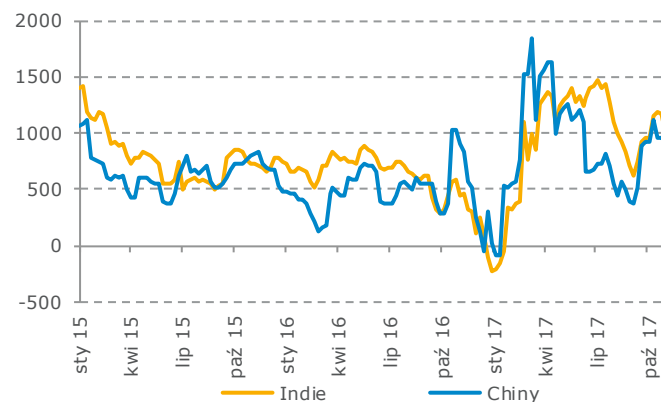
Ceny butadienu (USD/t)



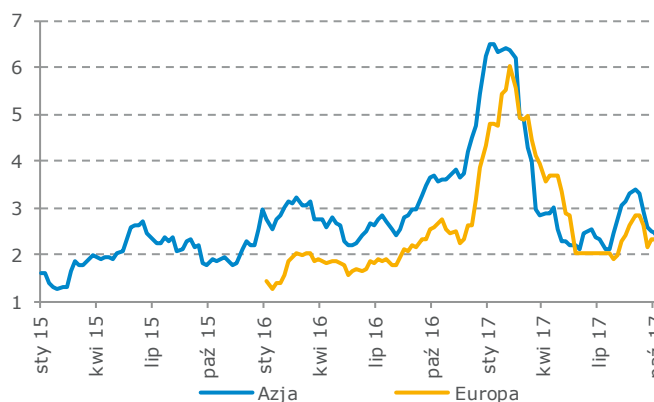
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



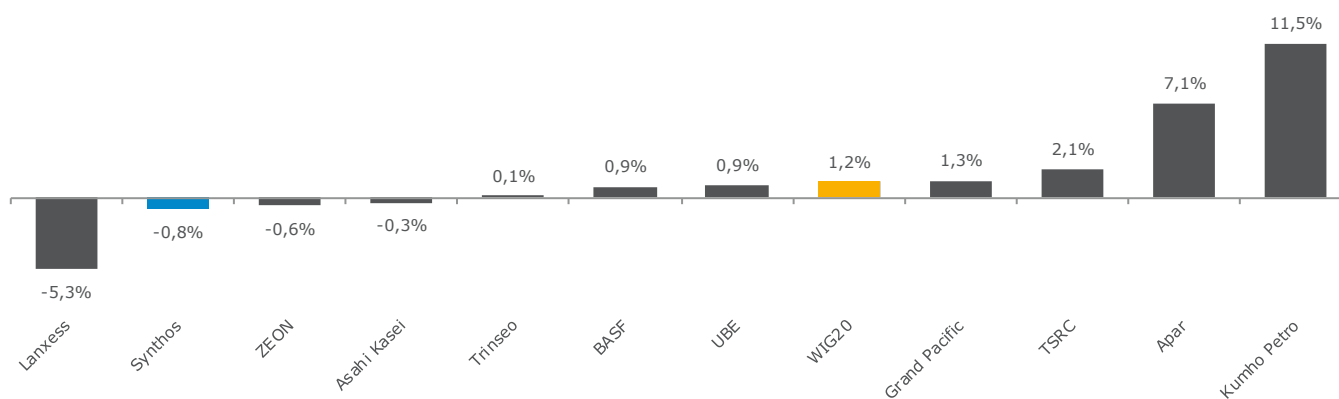
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



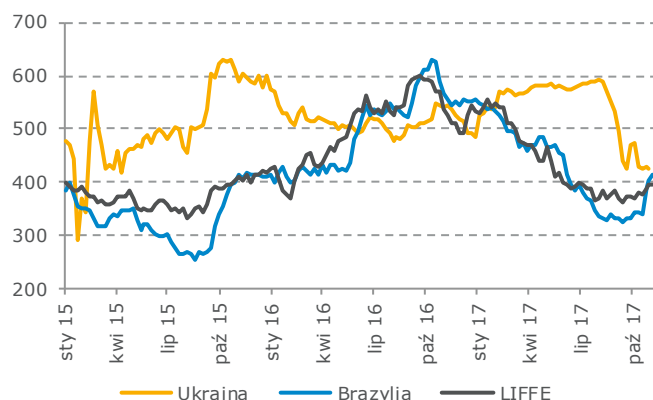
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



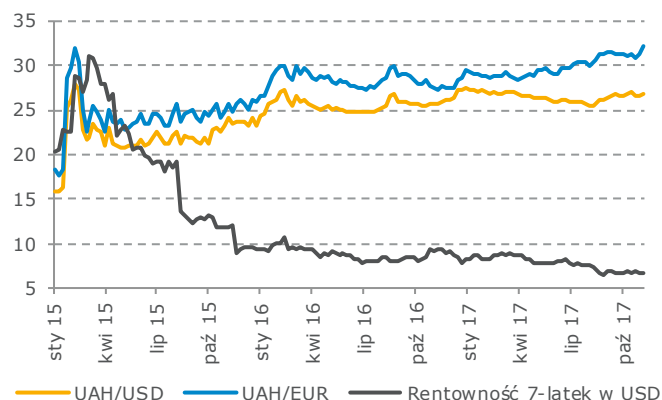
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

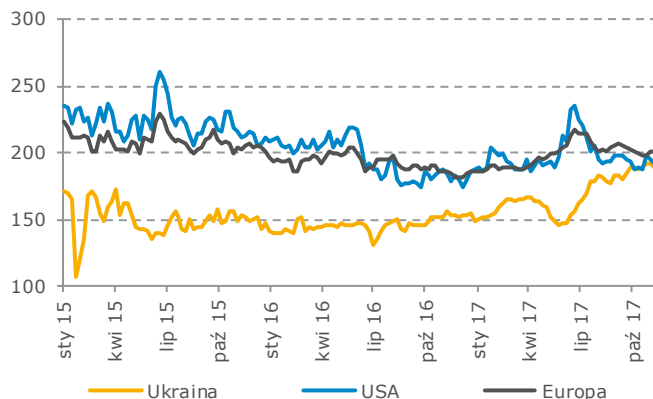
Cena cukru (USD/Mt)



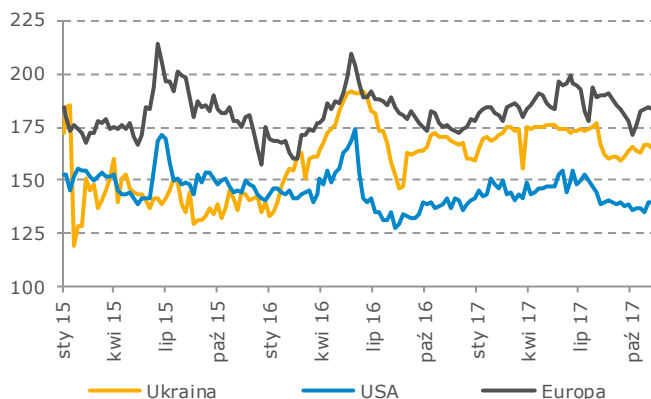
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



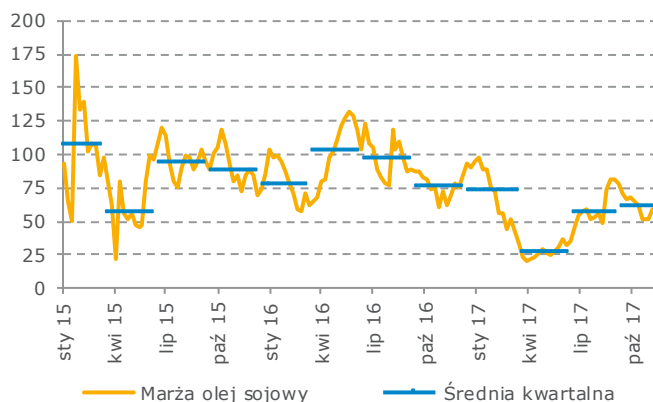
Cena pszenicy (USD/Mt)



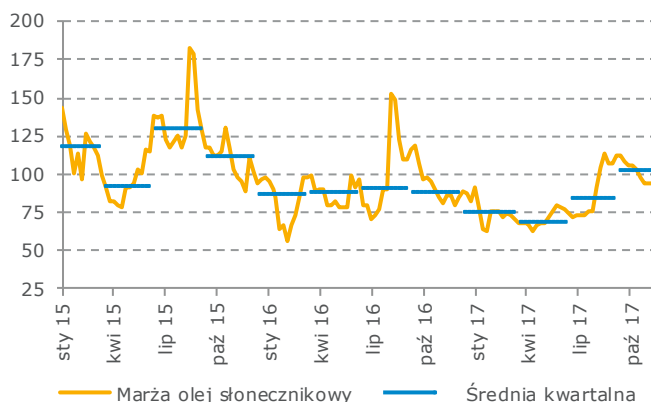
Cena kukurydzy (USD/Mt)



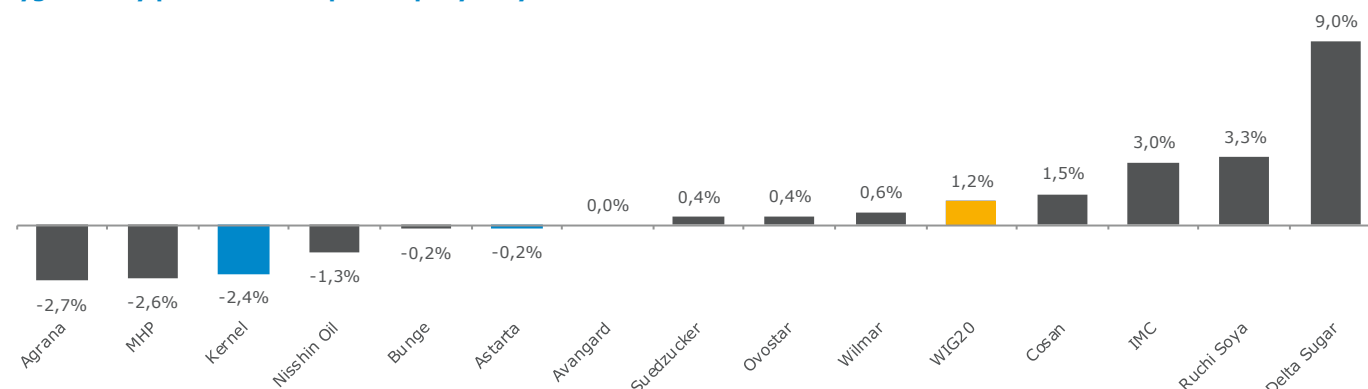
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-11-27)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	483,0	7,0	7,6	7,3	2,0	2,1	2,0	18,2	14,6	15,3	29%	27%	28%	8,2%	6,8%	6,2%
Enea	12,2	4,6	4,7	4,2	0,9	1,1	1,1	6,9	5,2	5,4	21%	23%	25%	0,0%	2,0%	2,9%
Energa	12,5	4,9	4,8	4,4	1,0	0,9	0,9	34,2	7,0	6,5	20%	19%	20%	3,9%	1,5%	2,2%
PGE	12,0	3,7	4,1	4,3	1,0	1,4	1,5	8,7	5,5	6,6	26%	35%	34%	2,1%	0,0%	0,0%
Tauron	3,2	4,3	4,2	4,8	0,8	0,9	0,9	15,3	3,8	4,4	19%	21%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK*	14,3	1,8	2,1	2,5	0,4	0,4	0,5	2,9	3,7	3,7	21%	19%	19%	9,0%	7,3%	6,6%
EDF	10,8	3,9	4,9	4,5	0,9	1,0	1,0	10,1	18,6	16,0	24%	20%	22%	7,7%	3,3%	3,0%
EDP	2,9	7,9	8,5	8,5	2,1	2,1	2,1	11,2	12,5	12,4	26%	24%	24%	6,5%	6,5%	6,6%
Endesa	18,7	7,2	7,4	7,2	1,3	1,3	1,3	14,0	14,6	13,9	18%	17%	17%	7,1%	7,1%	7,2%
Enel	5,3	7,5	7,4	7,1	1,6	1,6	1,5	20,5	14,9	13,1	22%	21%	22%	3,4%	4,3%	5,3%
EON	9,7	9,7	5,9	6,0	0,8	0,7	0,7	-	15,5	15,3	8%	12%	12%	2,2%	3,1%	4,5%
Fortum	17,4	16,1	12,3	10,7	4,5	3,8	3,4	27,8	24,3	20,6	28%	31%	32%	4,4%	5,9%	5,4%
Iberdola	6,5	10,3	10,2	9,1	2,8	2,6	2,4	15,4	15,3	14,1	27%	26%	26%	4,4%	5,0%	5,1%
National Grid	8,8	11,7	8,5	10,4	3,5	3,2	3,4	12,8	12,8	14,7	30%	38%	33%	4,9%	5,0%	7,6%
Red Electrica	18,5	10,0	9,9	9,7	7,8	7,6	7,4	15,6	14,9	14,1	78%	77%	77%	4,3%	4,9%	5,3%
RWE	19,7	9,9	4,5	4,7	0,5	0,5	0,5	-	9,8	12,3	6%	12%	12%	-	2,6%	2,9%
SSE	13,5	18,5	9,7	9,6	0,8	0,8	0,8	29,4	11,0	11,7	4%	8%	8%	6,6%	6,8%	7,0%
Verbund	19,8	9,5	11,8	12,9	3,5	3,5	3,5	16,3	22,9	26,2	37%	30%	27%	1,5%	1,8%	1,7%
Mediana		7.7	7.4	7.1	1.1	1.3	1.4	15.3	13.7	13.5	23%	22%	23%	4.4%	4.6%	5.2%

Wycena spółek rafineryjnych (2017-11-27)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	61,50	5,5	5,7	6,6	0,8	0,7	0,6	11,2	9,3	14,1	14%	12%	10%	0,0%	1,6%	2,7%
MOL	3150,00	5,2	4,4	5,1	0,9	0,8	0,7	8,9	7,4	10,9	18%	18%	14%	2,3%	2,5%	2,6%
PKN Orlen	122,50	6,0	5,1	8,5	0,7	0,6	0,6	10,0	7,9	16,9	12%	11%	7%	1,7%	2,4%	2,8%
Hellenic Petroleum	7,35	5,0	5,2	5,8	0,6	0,5	0,5	6,8	5,8	7,9	12%	10%	9%	2,7%	4,3%	4,8%
HollyFrontier	44,76	38,6	8,8	7,6	1,0	0,7	0,8	-	19,6	16,5	2%	8%	10%	2,9%	3,0%	3,0%
Marathon Petroleum	61,88	10,7	8,2	7,4	0,8	0,7	0,7	27,9	16,4	14,7	7%	8%	9%	2,2%	2,5%	2,7%
Motor Oil	20,50	4,0	4,3	4,7	0,4	0,3	0,3	7,6	6,9	8,9	10%	8%	7%	4,4%	5,6%	5,8%
Neste Oil	50,00	9,0	9,3	9,7	1,2	1,1	1,1	13,6	16,0	15,8	13%	11%	11%	2,6%	3,1%	3,2%
OMV	51,00	4,5	4,8	5,0	1,1	1,0	1,0	-	10,7	13,1	26%	21%	19%	2,4%	2,5%	2,7%
Phillips 66	92,81	26,0	10,3	8,5	0,7	0,6	0,5	31,6	20,3	14,8	3%	6%	6%	2,6%	2,9%	3,2%
Saras	2,16	3,0	3,5	4,0	0,3	0,3	0,3	10,3	10,8	13,1	9%	7%	6%	4,6%	5,6%	4,7%
Tesoro	103,55	11,5	8,7	6,9	1,1	0,8	0,7	16,7	14,5	12,4	9%	9%	10%	2,0%	2,2%	2,4%
Tupras	124,60	10,7	6,1	6,5	1,0	0,7	0,6	17,4	7,5	8,3	10%	11%	10%	3,9%	10,0%	9,4%
Valero Energy	82,12	7,3	7,1	6,2	0,5	0,4	0,4	16,6	16,5	13,0	7%	6%	7%	2,9%	3,4%	3,7%
Mediana		6,7	5,9	6,5	0,8	0,7	0,6	12,4	10,7	13,1	10%	9%	9%	2,6%	2,9%	3,1%

Wycena spółek petrochemicznych (2017-11-27)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI PETROCHEMICZNE																
PKN Orlen	122,50	6,0	5,1	8,5	0,7	0,6	0,6	10,0	7,9	16,9	12%	11%	7%	1,7%	2,4%	2,8%
Axiall	94,19	16,0	8,3	7,6	3,0	1,9	1,8	30,7	17,0	14,4	19%	23%	24%	0,8%	0,8%	0,9%
Braskem	46,50	6,0	4,2	4,8	1,1	1,1	1,1	-	8,1	10,9	18%	25%	23%	5,4%	3,5%	3,1%
Eastman Chemical	90,89	10,0	9,3	8,5	2,2	2,1	2,0	15,7	12,9	11,2	22%	22%	24%	2,1%	2,3%	2,4%
Huntsman Corp	30,78	9,1	7,2	7,7	1,0	1,1	1,2	22,3	12,0	13,7	11%	15%	15%	1,6%	1,7%	1,8%
LyondellBasell	104,38	7,8	6,7	7,2	1,6	1,4	1,4	11,4	10,4	11,0	21%	21%	20%	3,2%	3,4%	3,6%
Mitsubishi Chemical	1173,00	8,0	7,6	6,4	0,9	1,0	0,9	33,5	11,1	9,2	11%	14%	15%	1,3%	1,5%	2,5%
Mitsui Chemicals	3505,00	9,4	7,7	7,1	0,8	0,9	0,9	30,5	12,1	9,4	9%	12%	12%	1,1%	1,7%	2,5%
Westlake Chemical	94,19	16,0	8,3	7,6	3,0	1,9	1,8	30,7	17,0	14,4	19%	23%	24%	0,8%	0,8%	0,9%
Mediana		9.1	7.6	7.6	1.1	1.1	1.2	26.4	12.0	11.2	18%	21%	20%	1.6%	1.7%	2.5%

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

Wycena spółek gazowych (2017-11-27)

		EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	6,12	6,0	4,5	4,0	1,1	1,0	0,9	15,0	9,9	8,9	18%	22%	22%	3,0%	3,3%	5,0%
AZA	1,53	9,3	6,8	7,0	1,6	1,5	1,5	21,2	13,7	13,1	17%	22%	22%	3,2%	3,9%	4,6%
BG Group	23,16	12,0	6,8	6,3	1,4	1,1	1,1	58,8	18,4	16,8	12%	17%	17%	6,1%	6,1%	6,1%
BP	4,96	14,8	6,5	5,8	0,9	0,8	0,8	100+	24,5	18,7	6%	12%	13%	6,1%	6,1%	6,1%
Centrica	1,39	3,2	5,1	4,9	0,4	0,4	0,4	4,4	10,3	9,5	13%	8%	8%	8,7%	8,7%	8,7%
Enagas	23,92	12,9	10,5	10,9	9,3	8,4	8,5	13,7	12,2	13,4	72%	79%	78%	5,6%	6,1%	6,4%
Endesa	18,66	7,2	7,4	7,2	1,3	1,3	1,3	14,0	14,6	13,9	18%	17%	17%	7,1%	7,1%	7,2%
Engie	14,43	8,4	6,6	6,4	0,9	1,0	1,0	-	14,2	14,1	11%	15%	15%	6,9%	4,9%	4,9%
Eni	13,69	6,7	4,8	4,3	1,2	1,0	0,9	-	24,9	20,0	17%	21%	22%	5,8%	5,9%	5,9%
Gas Natural SDG	18,45	7,9	8,3	7,9	1,6	1,7	1,6	13,7	14,9	13,5	21%	20%	20%	7,2%	5,5%	5,5%
Gazprom	133,50	4,3	3,8	3,5	0,9	0,9	0,8	3,2	4,6	4,2	21%	23%	24%	5,9%	6,0%	6,0%
Hera	2,94	9,2	7,6	7,5	1,5	1,5	1,4	20,8	18,4	18,2	17%	19%	19%	3,1%	3,3%	3,3%
NovaTek	115,20	8,3	11,0	10,1	4,0	3,8	3,7	10,0	15,5	13,4	48%	35%	36%	2,0%	2,2%	2,6%
ROMGAZ	31,50	4,9	4,1	3,6	2,5	2,3	2,2	12,2	8,3	7,2	51%	55%	60%	9,9%	10,8%	12,3%
Shell	25,98	12,1	6,8	6,3	1,4	1,1	1,1	48,7	15,2	13,9	12%	17%	17%	6,1%	6,1%	6,0%
Snam	4,19	12,2	13,0	12,6	10,2	10,2	10,0	16,8	15,4	14,9	84%	79%	80%	5,0%	5,2%	5,2%
Statoil	164,60	7,5	3,5	3,4	1,7	1,3	1,3	-	14,9	15,6	22%	37%	37%	4,4%	4,3%	4,3%
Total	47,27	8,8	6,3	5,6	1,2	1,1	1,0	20,1	13,6	13,1	14%	17%	18%	5,0%	5,0%	5,2%
Mediana		8,4	6,7	6,3	1,4	1,2	1,2	14,5	14,7	13,7	18%	21%	21%	5,9%	5,7%	5,7%

Wycena spółek wydobywczych (2017-11-27)

		EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI WYDOBYWCZE																
MOL	3150,00	5,6	5,1	5,1	1,0	0,9	0,8	8,8	8,0	8,5	18%	17%	16%	2,9%	2,8%	2,8%
Bashneft	2362,00	3,9	3,4	2,7	0,8	0,8	0,7	7,6	6,2	5,4	22%	23%	27%	-	3,4%	5,1%
BP	4,96	14,8	6,5	5,8	0,9	0,8	0,8	100+	24,5	18,7	6%	12%	13%	6,1%	6,1%	6,1%
Dana Gas	0,71	9,4	8,0	8,3	6,2	4,5	4,3	-	30,9	54,6	65%	57%	52%	-	-	-
Eni	13,69	6,7	4,8	4,3	1,2	1,0	0,9	-	24,9	20,0	17%	21%	22%	5,8%	5,9%	5,9%
Gazprom Neft	263,30	5,2	4,7	4,2	1,1	1,0	1,0	6,2	5,5	5,2	22%	22%	23%	5,0%	4,8%	5,6%
Gulf Keystone	0,99	-	3,6	3,3	1,5	2,0	1,6	-	48,6	20,3	-	55%	50%	-	-	-
Lukoil	3365,00	4,4	4,1	3,9	0,6	0,6	0,6	11,6	7,0	6,5	14%	14%	14%	2,2%	6,1%	6,7%
Occidental Petroleum	68,08	23,0	11,8	8,7	6,0	5,2	4,5	-	85,1	43,0	26%	44%	52%	4,4%	4,5%	4,5%
Repsol	14,99	7,2	5,2	5,1	0,9	0,7	0,7	12,9	10,4	10,6	12%	14%	14%	4,9%	5,3%	5,5%
Rosneft Oil	299,90	6,0	5,5	4,6	1,4	1,2	1,1	17,6	10,0	6,8	23%	22%	23%	3,0%	3,4%	5,7%
Shell	25,98	12,1	6,8	6,3	1,4	1,1	1,1	48,7	15,2	13,9	12%	17%	17%	6,1%	6,1%	6,0%
Statoil	164,60	7,5	3,5	3,4	1,7	1,3	1,3	-	14,9	15,6	22%	37%	37%	4,4%	4,3%	4,3%
Surgutneftegas	29,98	-	-	-	-	-	-	-	5,6	4,7	-	-	-	2,0%	4,1%	4,9%
Total	47,27	8,8	6,3	5,6	1,2	1,1	1,0	20,1	13,6	13,1	14%	17%	18%	5,0%	5,0%	5,2%
Tullow Oil	1,69	-	6,3	6,0	5,1	4,2	4,2	-	-	18,7	-	67%	69%	-	-	-
Mediana		7,2	5,2	5,1	1,2	1,1	1,0	12,3	13,6	13,5	18%	22%	23%	4,7%	4,8%	5,5%

Wycena spółek surowcowych (2017-11-27)

		EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
GÓRNICTWO I METALE																
JSW*	92,15	9,1	2,5	3,4	1,4	1,1	1,2	100+	4,4	8,2	16%	43%	36%	-	1,5%	1,6%
KGHM	112,20	6,4	5,5	6,3	1,6	1,5	1,3	14,4	7,6	11,1	24%	28%	21%	1,3%	0,9%	2,1%
LW Bogdanka*	68,40	4,0	3,8	3,4	1,3	1,3	1,3	12,8	10,8	8,7	34%	35%	37%	1,5%	1,8%	3,4%
Anglo American	14,30	9,4	4,4	4,7	1,7	1,5	1,5	17,0	8,8	10,7	18%	33%	31%	-	5,2%	4,2%
Antofagasta	9,45	14,4	6,5	6,6	4,2	3,4	3,3	87,0	20,4	20,8	29%	52%	51%	1,5%	2,1%	1,9%
BHP Billiton	13,93	29,6	6,2	6,0	4,2	3,4	3,1	-	15,0	14,5	14%	54%	52%	1,6%	4,3%	4,5%
Freeport-McMoRan	14,09	-	6,1	4,7	2,3	2,1	1,9	-	13,0	8,2	-	34%	41%	-	-	0,8%
Glencore	3,58	12,5	6,6	6,3	0,6	0,5	0,5	52,8	14,0	14,5	5%	7%	8%	1,5%	2,4%	3,8%
Grupo Mexico	59,97	9,1	7,8	6,7	4,0	3,5	3,1	25,7	16,1	13,3	44%	45%	46%	22,0%	2,1%	2,9%
Kazakhmys	8,02	24,1	7,7	6,1	9,5	4,2	3,4	29,5	11,7	9,3	39%	54%	55%	-	-	0,7%
Rio Tinto	36,11	8,8	5,5	6,2	3,0	2,6	2,7	20,7	11,3	13,2	34%	47%	44%	3,5%	5,4%	4,8%
Southern CC	43,16	17,4	12,2	10,4	7,2	5,9	5,4	43,2	23,7	19,3	41%	49%	51%	0,4%	1,3%	2,5%
Mediana		9,4	6,2	6,2	2,6	2,3	2,3	25,7	12,4	12,1	29%	44%	42%	1,5%	2,1%	2,7%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	383,00	10,2	9,4	8,4	1,8	1,7	1,5	13,1	14,5	12,6	17%	18%	18%	4,7%	7,8%	5,5%
Alcoa	42,04	14,5	4,4	4,4	1,1	0,9	0,9	-	13,0	11,9	8%	20%	20%	0,6%	-	0,0%
Constellium	10,25	7,7	7,3	6,7	0,7	0,6	0,6	-	17,0	10,8	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	94,78	8,0	8,6	8,0	1,3	1,2	1,2	18,4	18,5	16,7	16%	14%	15%	1,9%	2,1%	2,2%
Norsk Hydro	60,25	11,0	7,1	5,6	1,5	1,2	0,8	19,2	16,4	13,2	14%	17%	15%	2,1%	2,3%	2,7%
Rusal	4,91	11,3	8,4	7,6	2,2	1,8	1,7	8,1	7,1	5,7	19%	21%	23%	2,6%	3,5%	4,0%
Mediana		10,6	7,9	7,2	1,4	1,2	1,0	15,7	15,4	12,2	15%	17%	17%	2,1%	2,9%	2,7%

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

Wycena spółek nawozowych (2017-11-27)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/ S			P/ E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Grupa Azoty	72,00	8,0	7,3	6,5	0,9	0,9	0,9	20,8	15,1	13,9	11%	12%	13%	1,2%	1,1%	1,3%
ZA Police*	20,99	10,3	7,1	7,1	0,8	0,8	0,8	17,9	10,2	10,1	8%	11%	11%	2,0%	2,0%	2,4%
ZCh Puławy*	174,45	5,6	5,3	5,0	0,9	0,8	0,8	12,3	11,2	9,7	16%	15%	16%	4,9%	4,9%	7,2%
Acron	3815,00	7,7	7,5	6,7	2,6	2,4	2,4	5,8	9,7	8,2	33%	32%	35%	7,9%	8,4%	8,2%
Agrium	107,18	12,2	12,0	10,3	1,5	1,5	1,4	25,0	22,8	17,9	13%	13%	14%	3,3%	3,3%	3,3%
CF Industries	35,92	18,8	15,4	11,9	4,1	3,8	3,5	-	-	100+	22%	25%	30%	3,3%	3,3%	3,3%
Israel Chemicals	13,98	21,0	7,9	7,2	1,6	1,5	1,5	-	12,4	10,3	8%	19%	21%	4,3%	4,1%	4,5%
K+S	19,52	10,7	10,8	7,7	1,9	1,8	1,6	21,4	22,7	14,1	18%	16%	20%	1,5%	1,8%	2,9%
Phosagro	2473,00	5,9	7,1	6,3	2,3	2,3	2,1	5,3	13,9	11,3	39%	33%	34%	6,2%	4,5%	5,4%
Potash	19,19	16,1	14,8	12,6	5,2	5,2	4,8	49,2	33,8	27,7	33%	35%	38%	3,6%	2,1%	2,2%
The Mosaic Company	23,48	11,2	10,3	8,6	1,6	1,6	1,5	27,6	24,1	20,4	14%	16%	18%	4,7%	2,6%	0,6%
Uralkali	130,00	10,0	8,8	9,0	5,2	4,5	4,6	1,8	5,7	5,0	52%	51%	51%	-	-	-
Yara International	368,30	7,8	10,0	7,6	1,2	1,2	1,2	15,8	23,6	15,7	16%	13%	15%	2,7%	2,4%	3,0%
Mediana		10.3	8.8	7.6	1.6	1.6	1.5	17.9	14.5	12.6	16%	16%	20%	3.5%	2.9%	3.2%

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-11-27)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI																
Synthos	4,74	11,5	9,6	9,4	1,6	1,3	1,3	24,5	11,8	14,2	14%	13%	14%	11,2%	10,5%	2,5%
Apar Industries	803,20	8,6	7,2	7,8	0,6	0,6	0,6	24,7	17,2	19,5	7%	9%	8%	1,2%	1,0%	1,1%
Asahi Kasei	1395,00	8,0	8,4	7,4	1,1	1,2	1,1	21,2	18,4	14,8	14%	14%	15%	1,4%	1,5%	1,9%
BASF	93,35	9,2	8,2	8,0	1,7	1,6	1,5	21,1	15,2	15,1	19%	19%	19%	3,2%	3,4%	3,5%
Grand Pacific Petro	27,55	6,4	6,3	5,6	1,3	1,1	1,1	10,4	9,7	9,4	20%	18%	20%	3,6%	4,0%	4,0%
Kumho Petrochem	82 100	11,0	9,2	8,3	1,0	0,8	0,8	31,4	13,2	12,2	9%	9%	9%	1,0%	1,2%	1,2%
Lanxess	61,91	9,7	7,1	7,9	1,2	0,9	1,3	29,5	16,0	14,3	12%	13%	16%	1,1%	1,4%	1,6%
Trinseo	72,65	6,9	6,6	6,2	1,1	0,9	0,9	10,6	9,5	8,8	16%	14%	15%	1,2%	1,8%	2,0%
TSRC Corp	36,10	12,8	15,7	14,4	1,4	1,1	1,1	30,1	32,9	19,8	11%	7%	8%	2,8%	2,7%	4,6%
Ube Industries	3285,00	7,0	7,8	6,6	0,8	0,9	0,8	18,2	17,0	11,9	12%	11%	12%	1,5%	1,8%	1,9%
ZEON Corp	1529,00	7,4	7,3	6,4	1,3	1,4	1,2	19,1	16,4	13,2	17%	18%	19%	1,0%	1,1%	1,1%
Mediana		8.6	7.8	7.8	1.2	1.1	1.1	21.2	16.0	14.2	14%	13%	15%	1.4%	1.8%	1.9%

Wycena spółek spożywczych (2017-11-27)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI SPOŻYWCZE																
Astarta*	50,50	2,7	2,9	3,0	1,1	0,9	1,0	3,5	3,7	4,0	42%	31%	33%	-	-	-
IMC*	12,25	2,8	2,8	2,5	1,3	1,3	1,2	4,5	2,5	1,9	48%	45%	48%	-	1,9%	2,0%
Kemel	47,80	4,0	5,1	6,4	0,7	0,8	0,6	4,4	5,8	8,3	17%	15%	10%	2,1%	1,9%	1,9%
Ovostar*	110,00	7,7	10,0	7,8	2,4	2,2	1,9	7,6	11,2	12,0	31%	22%	25%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	100,90	9,6	7,6	6,7	0,7	0,7	0,7	17,4	13,5	11,4	8%	9%	10%	3,9%	4,1%	4,2%
Bunge Limited	65,16	8,7	11,9	8,6	0,3	0,3	0,3	12,9	22,0	13,6	4%	3%	4%	2,5%	2,7%	2,8%
Cosan	36,66	11,9	4,6	4,4	0,5	0,5	0,4	14,4	13,9	12,8	4%	10%	9%	6,9%	4,7%	5,0%
Delta Sugar	28,64	24,8	-	-	3,5	-	-	28,6	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	11,20	5,4	4,8	4,7	2,0	1,8	1,6	22,4	4,7	4,8	37%	37%	35%	6,7%	6,6%	6,8%
Nisshin Oillio	3315,00	12,0	9,5	9,2	0,5	0,5	0,5	21,9	16,1	15,7	4%	5%	5%	1,5%	1,5%	1,8%
Suedzucker	17,05	9,1	6,5	6,1	0,7	0,7	0,7	32,2	14,1	15,1	8%	11%	11%	1,8%	2,6%	2,8%
Wilmar Int.	3,16	13,3	13,7	12,7	0,7	0,7	0,7	14,5	13,0	11,7	6%	5%	5%	2,0%	2,3%	2,9%
Mediana		8,9	6,5	6,4	0,7	0,7	0,7	14,4	13,0	11,7	11%	11%	10%	2,3%	2,6%	2,8%

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 obsługującego 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 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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem publikacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

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

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

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

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

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

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

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+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 86
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