

wtorek, 12 grudnia 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

Notowania energii w Niemczech mimo słabszych odczytów na poziomie CO₂ wciąż powoli pną się w górę (ponad 37 EUR/MWh) za sprawą dynamicznego ruchu na cenach węgla ARA, które po krótkiej korekcie przebiły szczyty z listopada. W Polsce kontrakt na rok 2018 po krótkim wystrzale do 180 PLN/MWh wrócił w okolice 176 PLN/MWh. Ceny na rok 2019 nadal jednak utrzymują się powyżej 180 PLN/MWh, a wolumen obrotu jest wyższy r/r. Warto jeszcze odnotować kontynuację wzrostów na zielonych certyfikatach, które obecnie kosztują 46 PLN/MWh.

Rynek paliwowy

Sentyment na rynku ropy się utrzymuje, co potwierdza brak większych zmian na spekulacyjnych pozycjach netto, mimo bardzo wysokich poziomów i widocznej po szczycie OPEC realizacji zysów. Drożący surowiec i rekordowe poziomy użycia mocy rafineryjnych przy słabnących dynamikach popytu zbierają swoje żniwo jeśli chodzi o rentowność przerobu. Modelowa marża kalkulowana przez nas na bazie uzysków PKN spadła do 3 USD/Bbl, głównie za sprawą cracków benzynowych (słabe odczyty w USA) i HSFO. Dodatkowym problemem jest presja na dyferencjał Ural/Brent i mocna złotówka. Nie bez znaczenia jest również ostatni wzrost spreadu Brent-WTI do 7 USD/Bbl. Jeśli chodzi o petrochemię to w ubiegłym tygodniu zanotowaliśmy tylko niewielkie spadki marż modelowych, ale obecne wzrosty cen nafty mogą być widoczne w kolejnych odczytach.

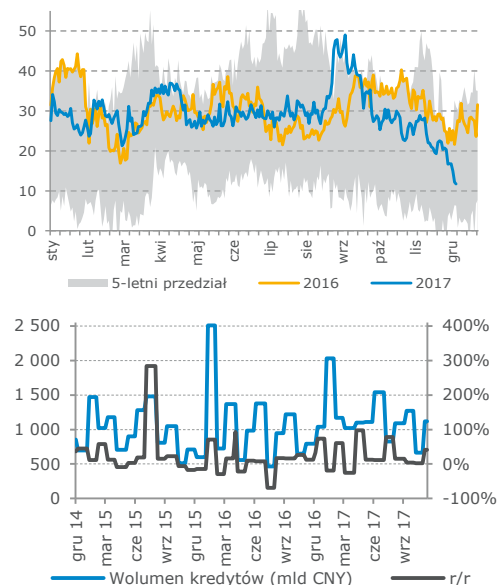
Rynek metali

Liczba długich pozycji spekulacyjnych na miedzi spadła w ubiegłym tygodniu o 17 tys. sztuk do poziomu 27 tys. sztuk (najniżej od lipca 2017 roku).

Rynek agro

Ceny mocznika w ubiegłym tygodniu wyhamowały spadki (<https://goo.gl/k6a8Wi>) tym niemniej marże na produkcji podstawowych nawozów saletranych spadły dla europejskich producentów nawozów (najniżej od wakacji 2017 roku).

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Marża i dyferencjał w PLN/Bbl

Ostatnie spadki marż i dyferencjału wyciskają się wzorcem sezonowym, co może zwiastować strukturalną presję na rentowność w sektorze. Wynikać to może nie tylko ze wzrostów cen ropy (rentowność na HSFO, wyższe koszty własne i efekt elastyczności cenowej popytu), ale również perspektywy nowych mocy (pierwsza duża rafineria uruchomiona w Chinach) oraz modernizacji zwiększających podaż paliw.

Wolumen nowych kredytów w Chinach

Wartość udzielonych kredytów w Chinach w ostatnim miesiącu wyniosła 1,120 mld CNY i była o 41% r/r wyższa. Były to pierwszy wyraźny wzrost od dwóch miesięcy (w dwóch poprzednich +2% r/r oraz +4% r/r). To w połączeniu z solidnym importem przetworzonej miedzi do Chin w listopadzie (+23,7% r/r) powinno wspierać w nadchodzących dniach sentyment do metali przemysłowych.

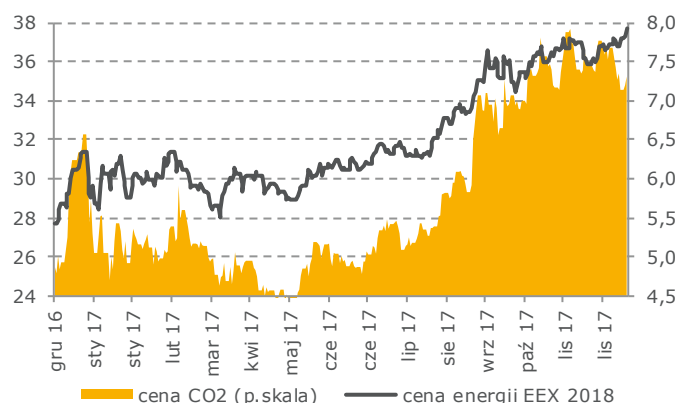
Zwrot tygodniowy oraz YTD

Spółka	1W	YTD
ZA Puławy	-7,4%	-3%
Orzeł Biały	-5,4%	+38%
PKN Orlen	-5,1%	+23%
JSW	-4,6%	+37%
KGHM	-4,3%	+12%
MOL	-2,3%	+17%
Astarta	-2,0%	-8%
Grupa Azoty	-1,8%	+12%
Kęty	-1,5%	+6%
Boryszew	-1,3%	+17%
Unipetrol	-1,1%	+108%
Tupras	-0,9%	+79%
IMC	-0,4%	+55%
ZCh Police	-0,4%	-5%
LW Bogdanka	-0,2%	-1%
CEZ	-0,1%	+23%
Tarczyński	+0,0%	-10%
Synthos	+0,8%	+16%
PGNiG	+1,2%	+9%
Impexmetal	+1,9%	+38%
OMV	+1,9%	+64%
Lotos	+2,0%	+49%
Tauron	+3,9%	+13%
Kernel	+5,3%	-19%
Energa	+5,8%	+46%
Enea	+7,8%	+35%
PGE	+8,2%	+23%
ZE PAK	+9,3%	+26%
Indeksy WIG	1W	YTD
WIG	-0,6%	+20%
Chemia	-0,4%	+9%
Energia	+6,6%	+23%
Paliwa	-3,0%	+21%
Spożywczy	+1,9%	-11%
Surowce	-4,2%	+17%
Ukraina	-0,0%	-5%
Indeksy sektor	1W	YTD
Górnictwo	+0,9%	+20%
Oil & Gas E&P	-0,6%	-9%
Refining EU	-2,0%	+72%
Refining US	+2,9%	+27%
Agri & Food	+0,8%	+18%
Kauczuki	+0,1%	+16%
Nawozy	+1,4%	+5%
Chemicals EU	+0,1%	+33%
Industrials EU	-0,2%	+16%
Petchem World	+1,8%	+36%
Utilities EU	+0,2%	+14%
Utilities US	+0,2%	+18%

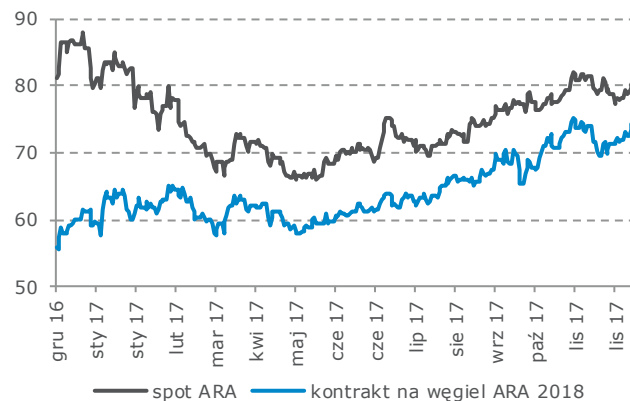


Energetyka

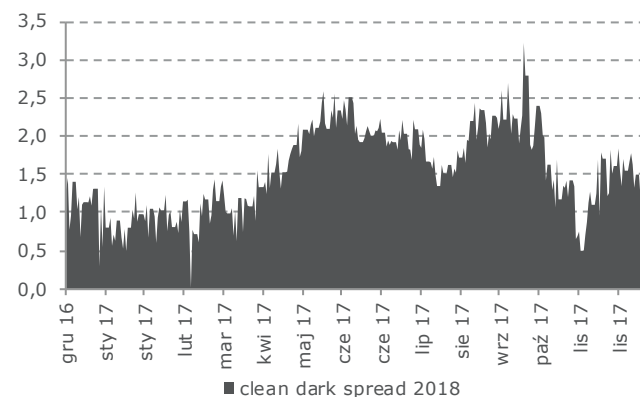
Cena energii (EUR/MWh) i cena CO₂ (EUR/t)



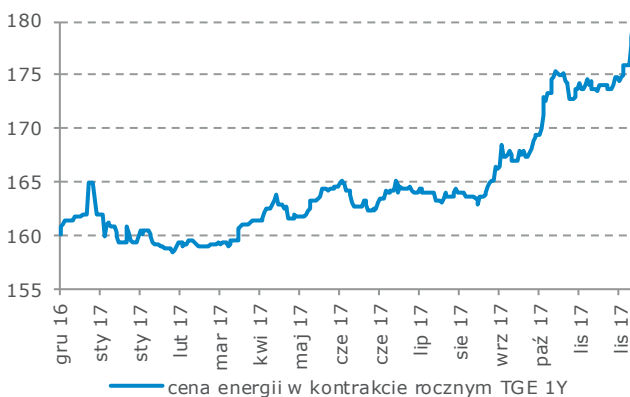
Kontrakt na węgiel ARA 1Y/spot (EUR/t)



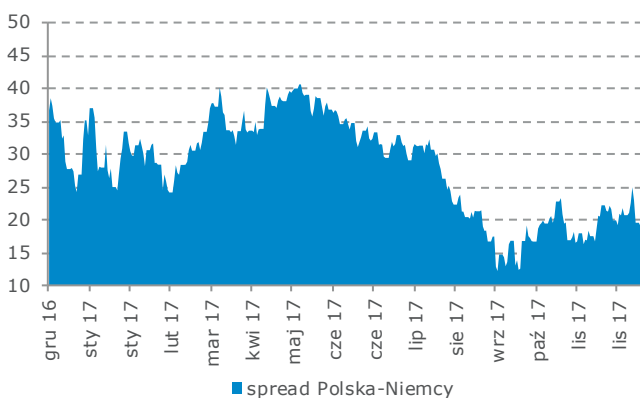
Clean dark spread 2018 rynek niemiecki (EUR/MWh)



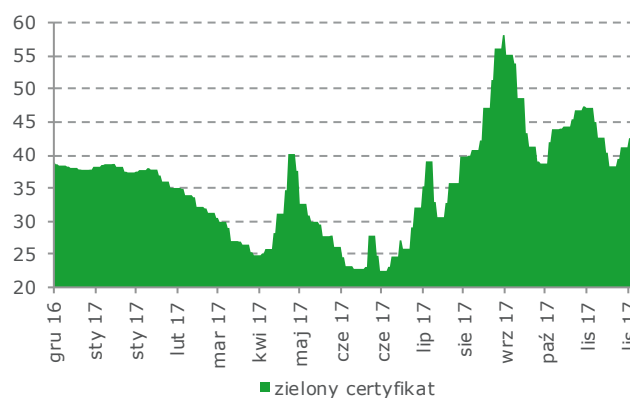
Cena energii w kontrakcie na 2018 (PLN/MWh)



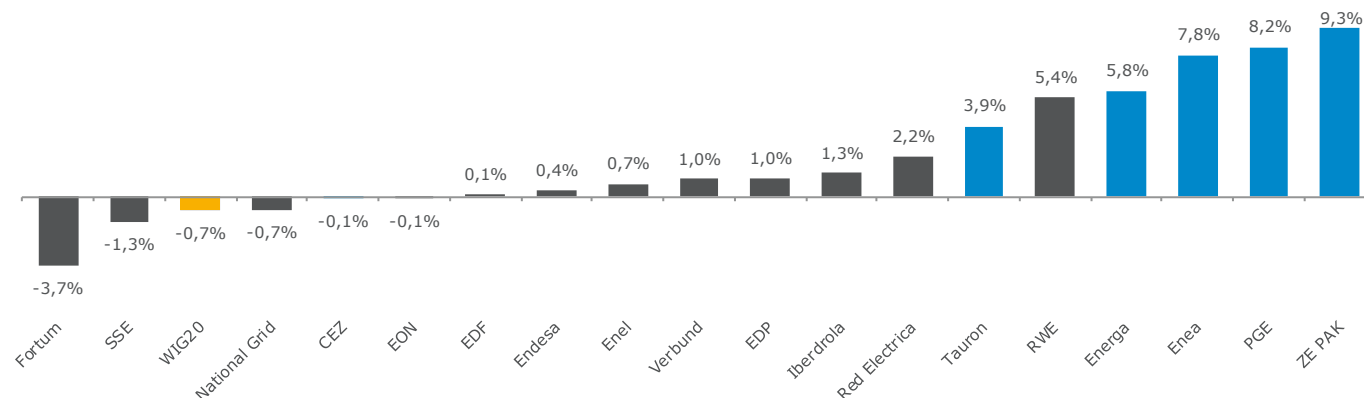
Spread w cenach energii (PLN/MWh)



Zielony certyfikat (PLN/MWh)



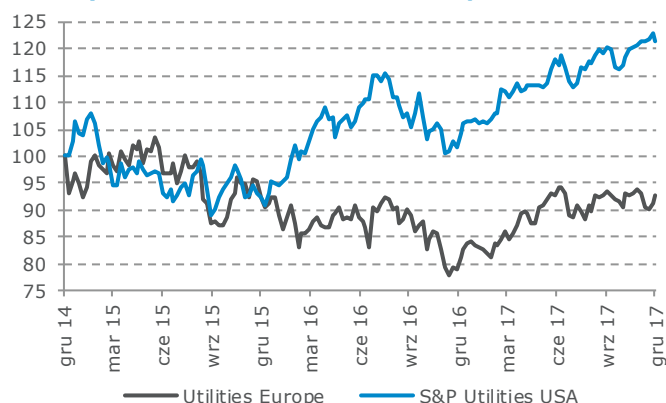
Tygodniowy performance spółek energetycznych



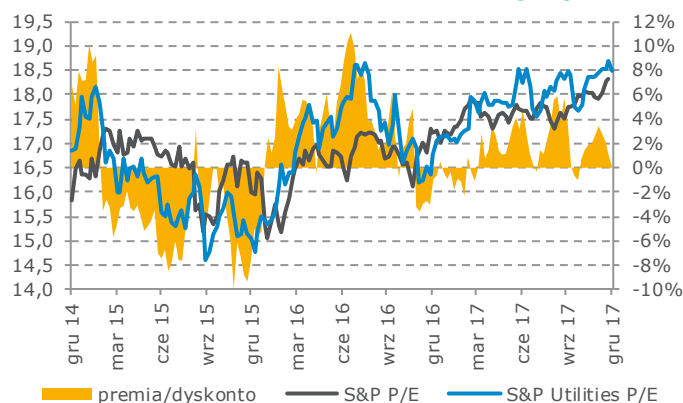
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Energetyka

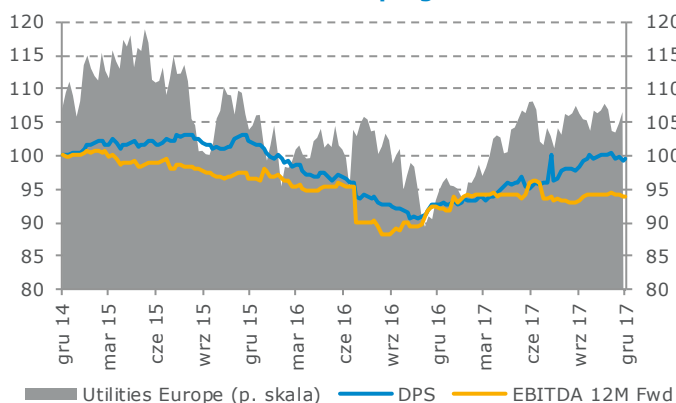
Indeksy sektorowe MSCI Utilities Europe i S&P Utilities



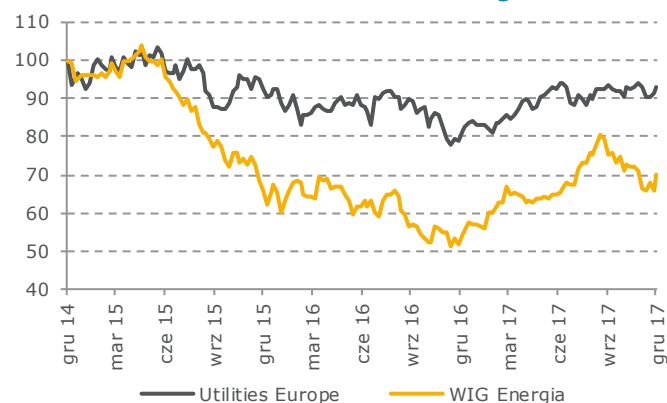
Wskaźnik P/E S&P Utilities na tle szerokiego rynku



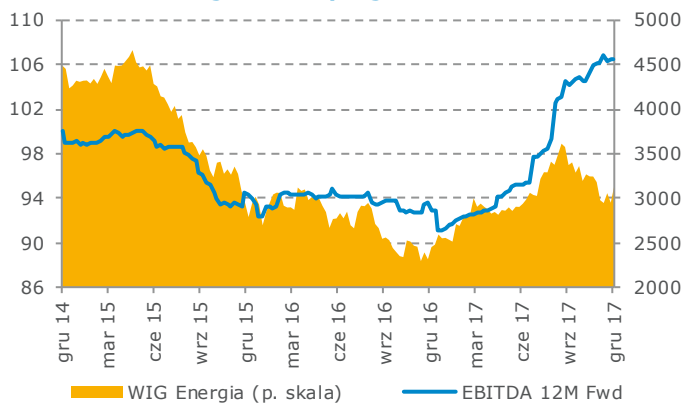
Indeks MSCI Utilities EU na tle prognoz DPS i EBITDA



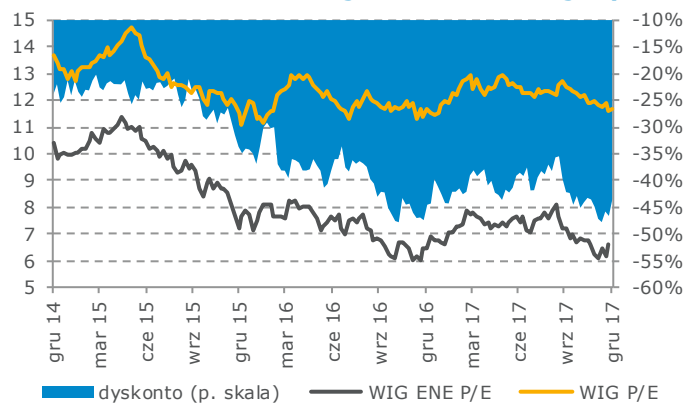
Indeks MSCI Utilities EU na tle WIG Energia



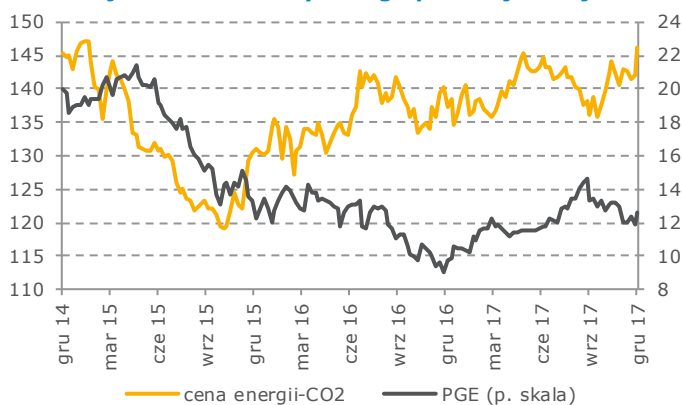
Indeks WIG Energia na tle prognoz EBITDA 12M Fwd



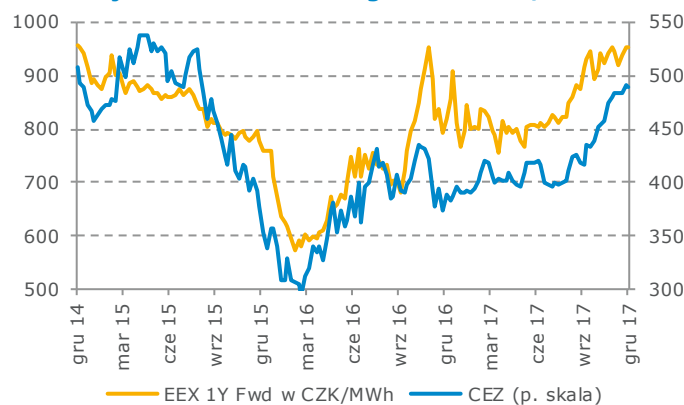
Wskaźnik P/E dla WIG Energia na tle szerokiego rynku



Kurs akcji PGE na tle ceny energii pomniejszonej o CO₂



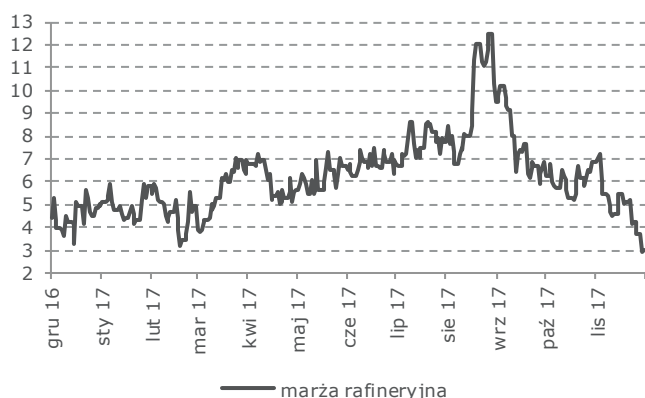
Kurs akcji CEZ na tle cen energii EEX w CZK/MWh



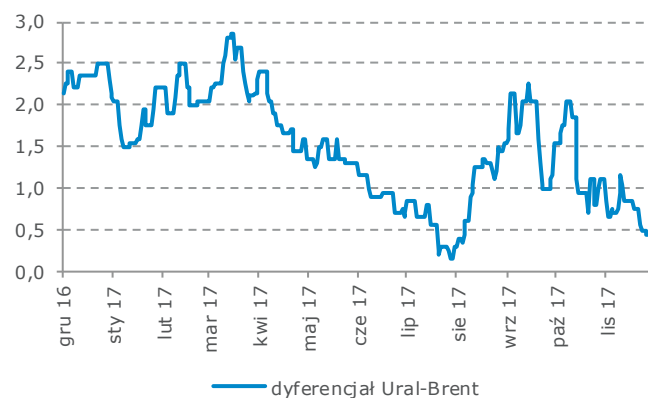
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

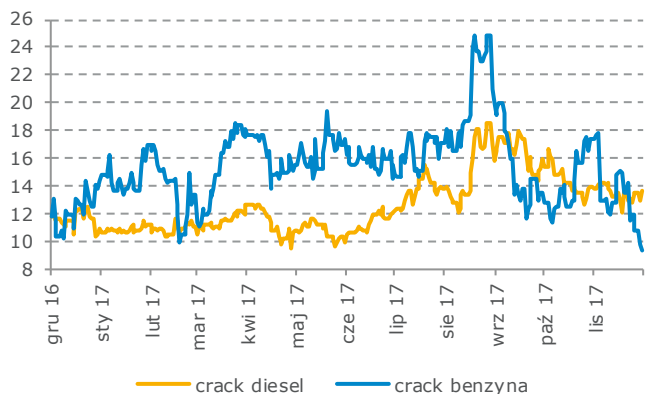
Marża rafineryjna (USD/Bbl)



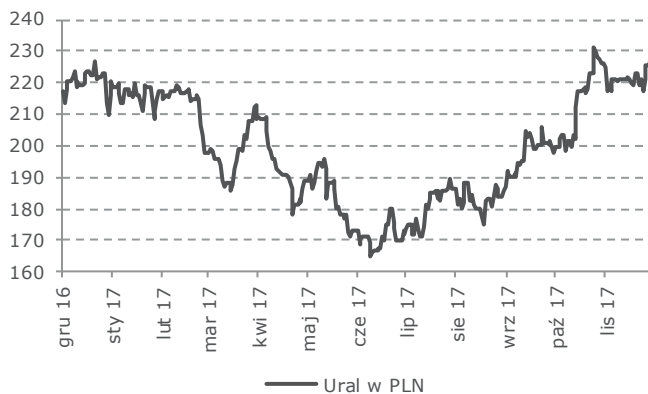
Dyferencjał Ural/Brent (USD/Bbl)



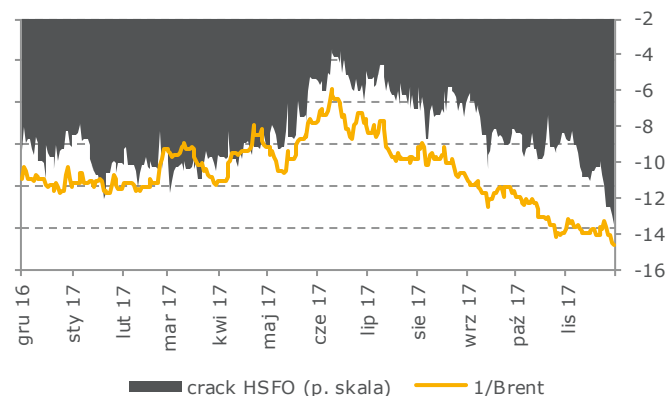
Marże przerobowe na benzynie i dieslu (USD/Bbl)



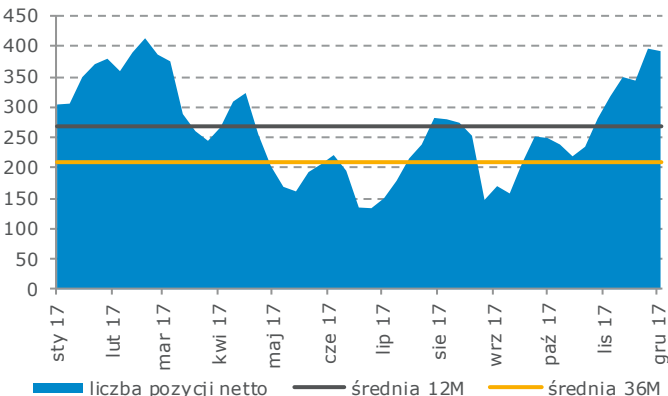
Cena ropy Ural (PLN/Bbl)



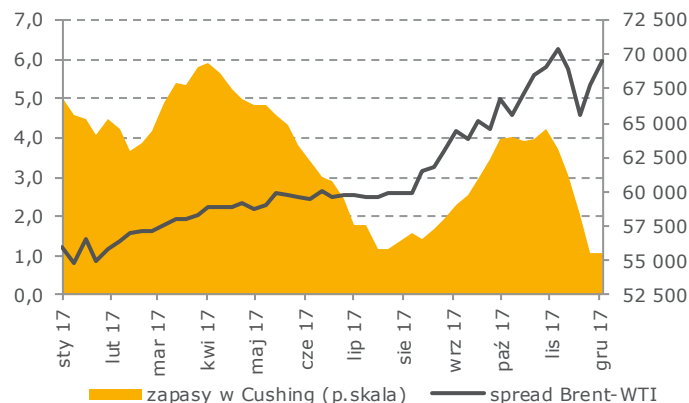
Crack na HSFO (USD/Bbl) na tle odwrotności ceny Brent



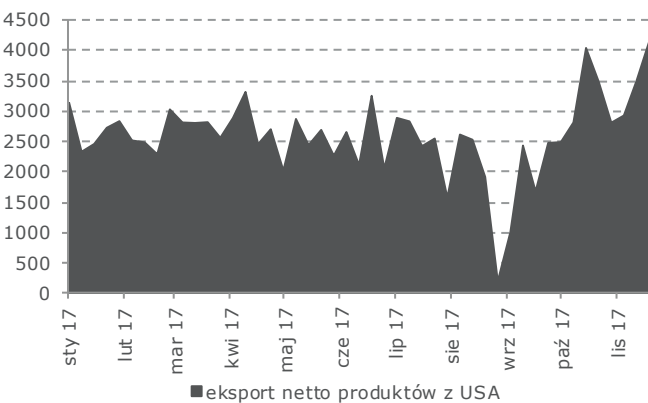
Spekulacyjne pozycje na ropie netto wg CFTC



Spread Brent/WTI na tle zapasów ropy w Cushing



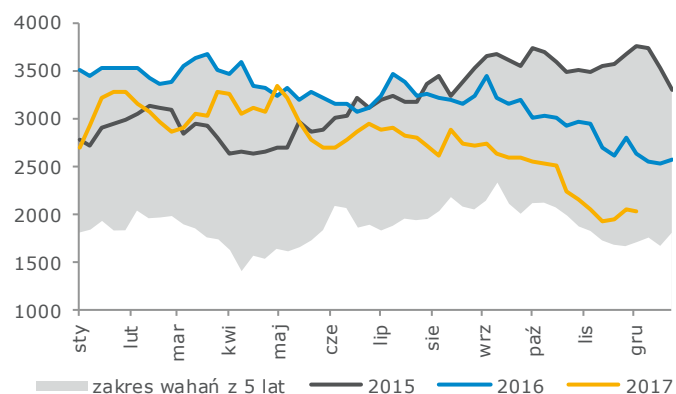
Eksport netto paliw z USA



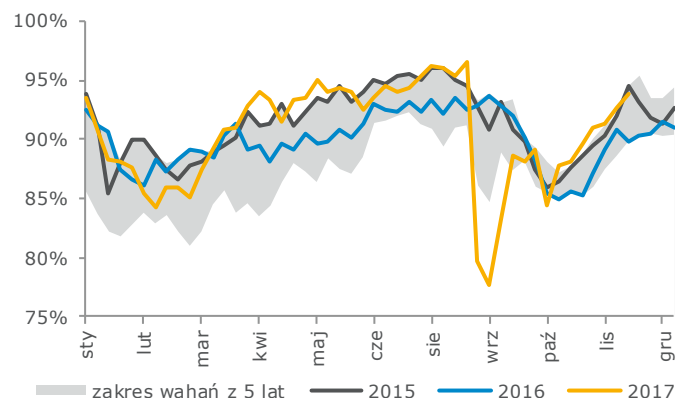
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Paliwa

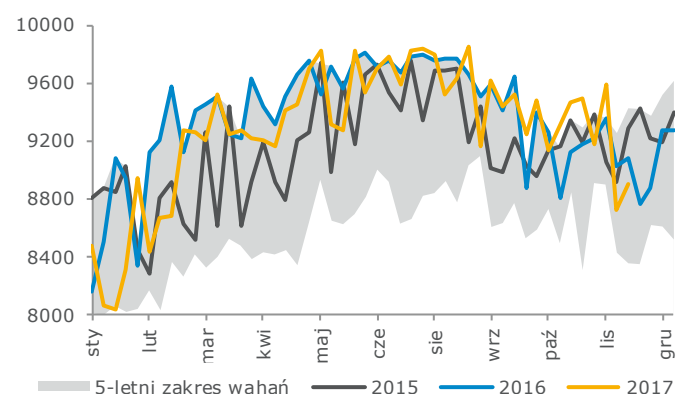
Zapasy diesla w portach ARA



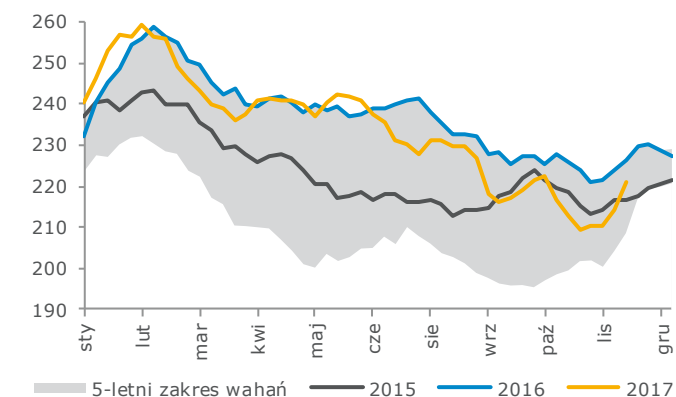
Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



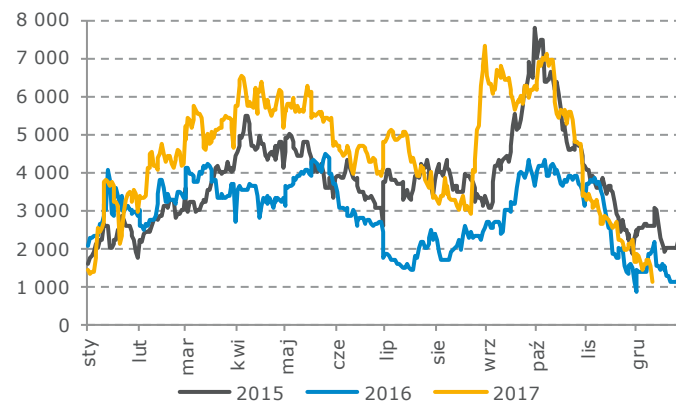
Popyt na benzynę w USA



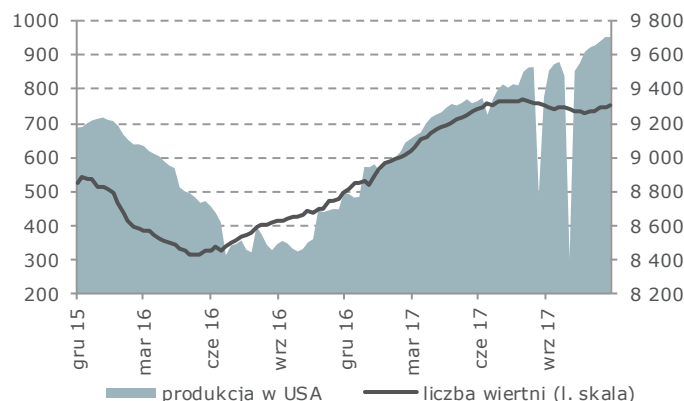
Zapasy benzyny w USA



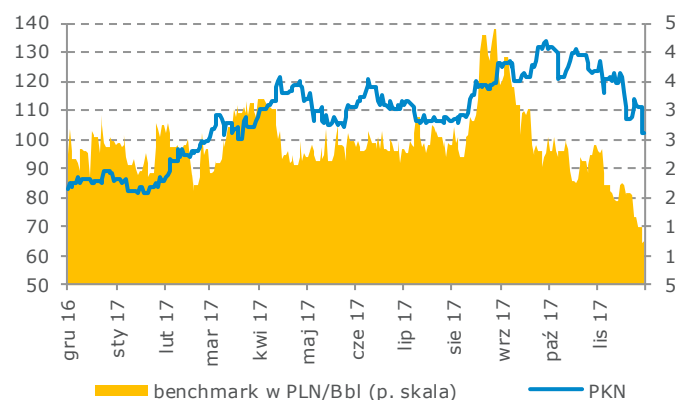
Globalne przestoje remontowe w rafineriach



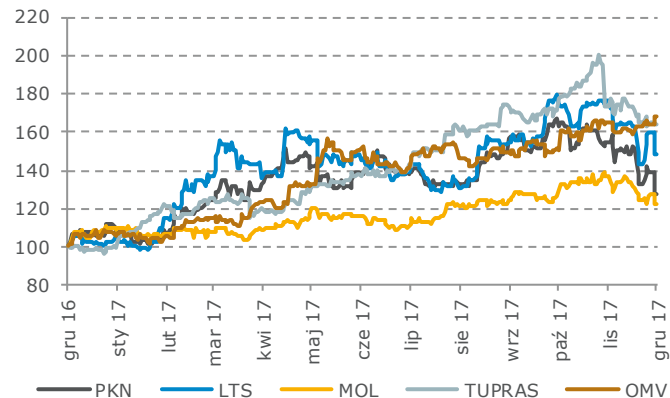
Wydobycie ropy w USA (tys. boe/d) na tle liczby wiertni



PKN na tle benchmarku (marża+dyferencjał w PLN)



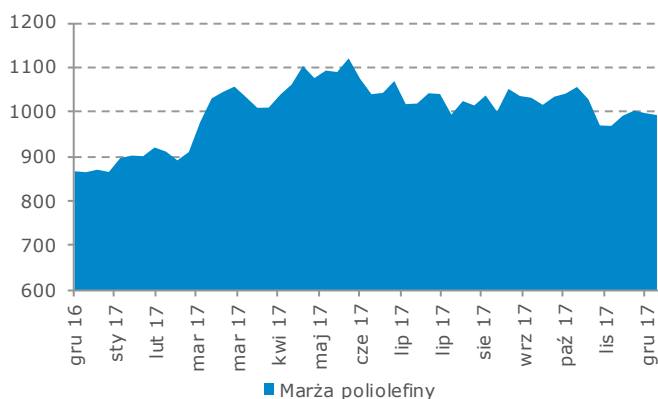
Znormalizowane notowania spółek rafineryjnych



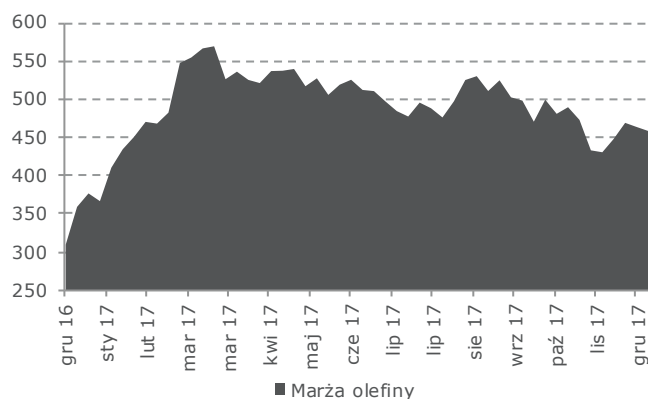
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Petrochemia/Gaz

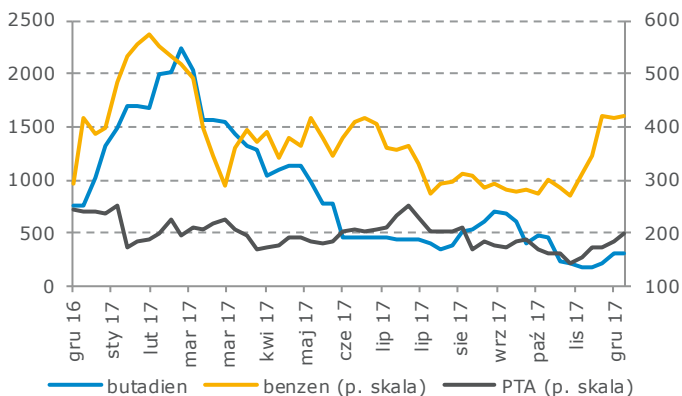
Marża petrochemiczna poliolefiny



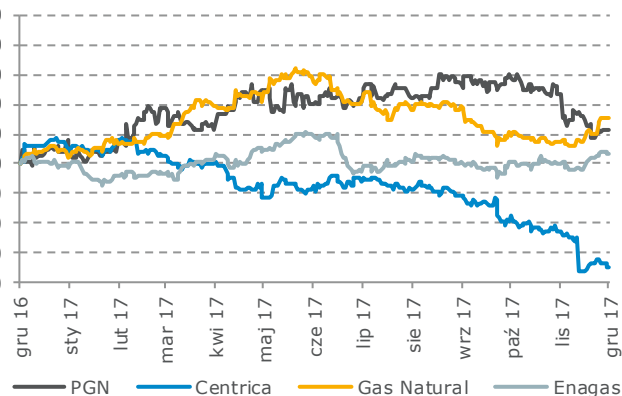
Marża petrochemiczna olefiny



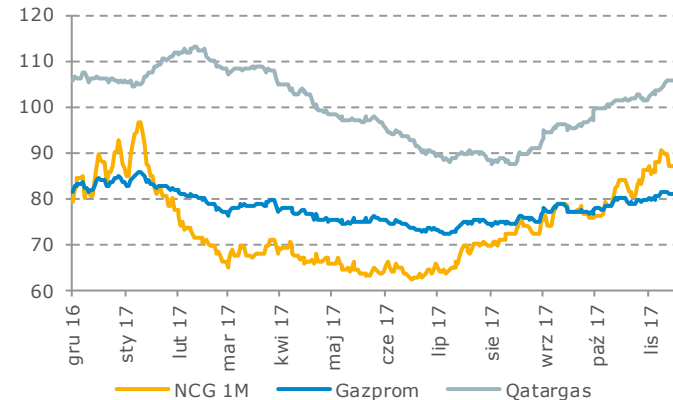
Crack dla butadienu, benzenu i PTA (USD/t)



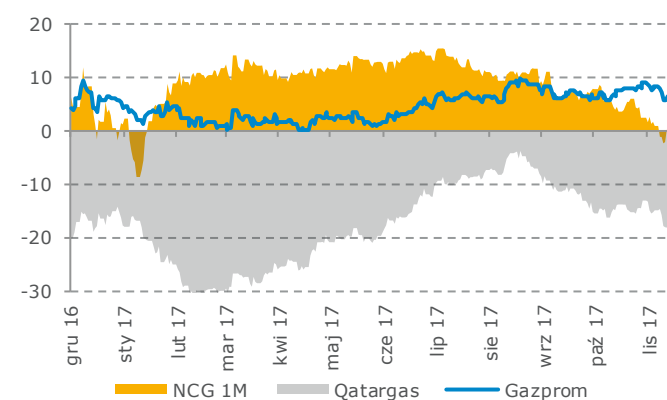
Znormalizowany kurs PGNiG na tle grupy porównawczej



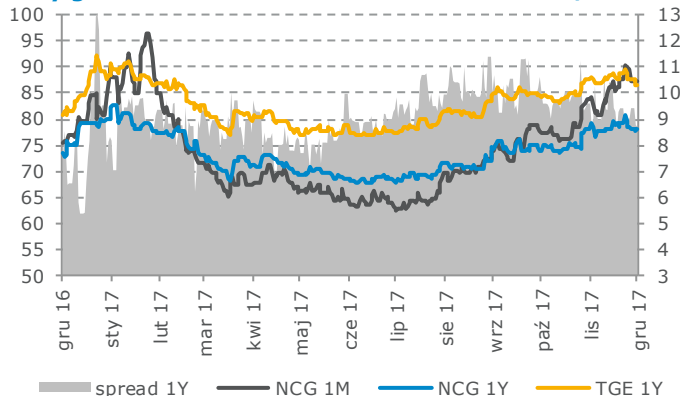
Szacunkowe koszty gazu z importu w PLN/MWh



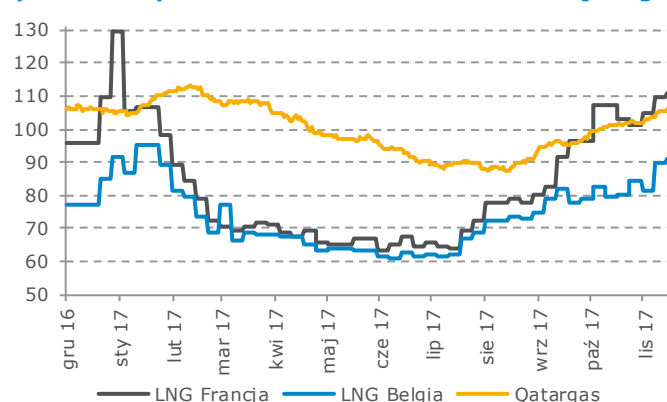
Marża importowa PGN względem ceny TGE PLN/MWh



Ceny gazu TGE na tle benchmarków NCG w PLN/MWh



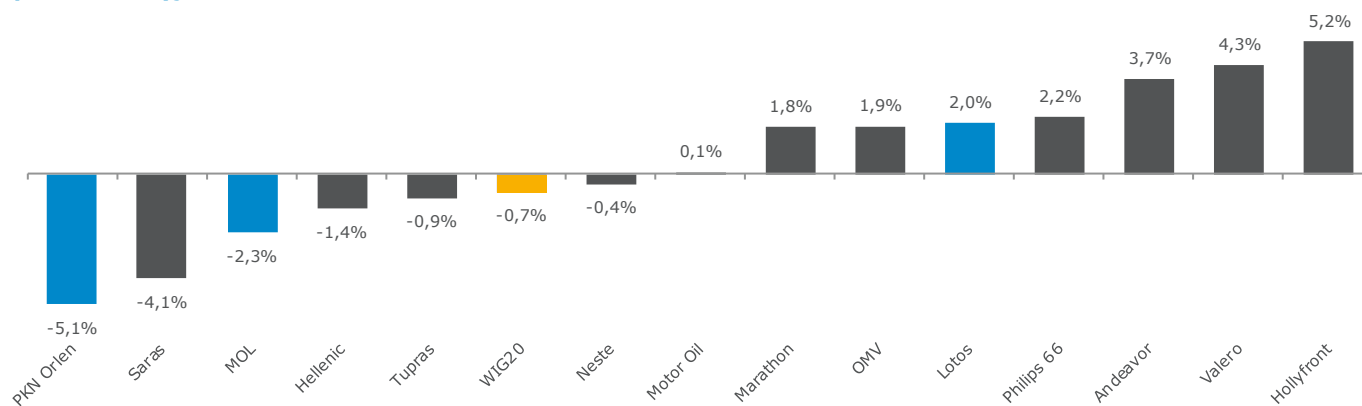
Spotowe ceny LNG na tle szacunków kontraktu Qatargas



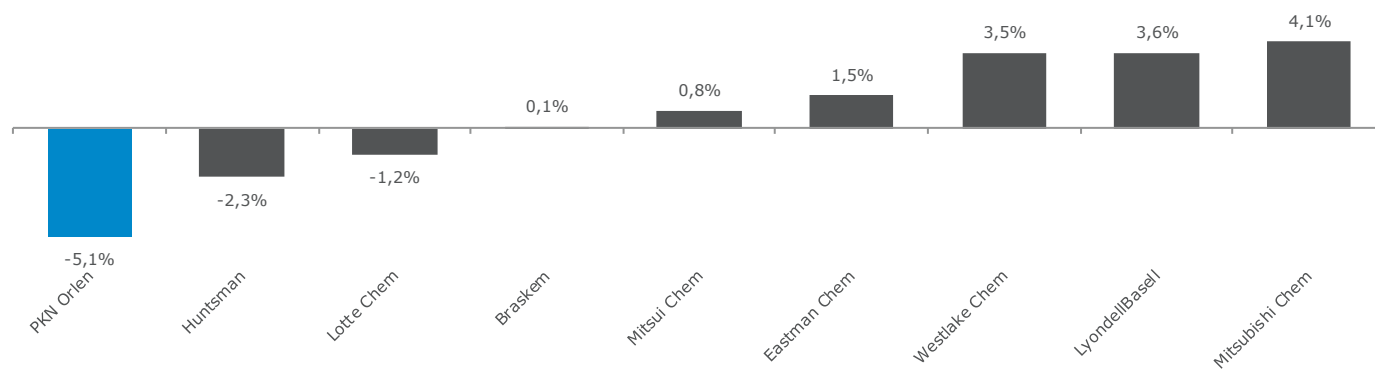
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Tygodniowy performance

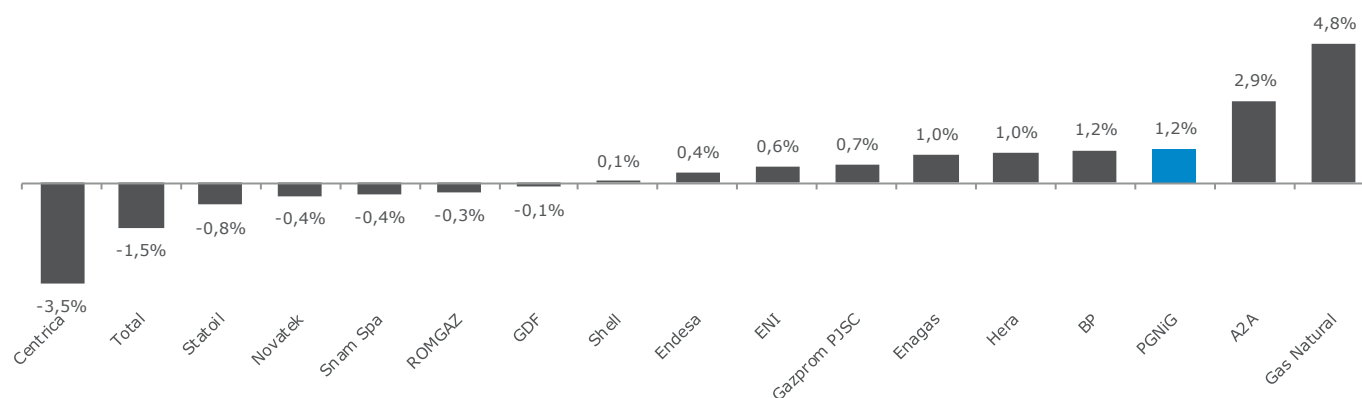
Spółki rafineryjne



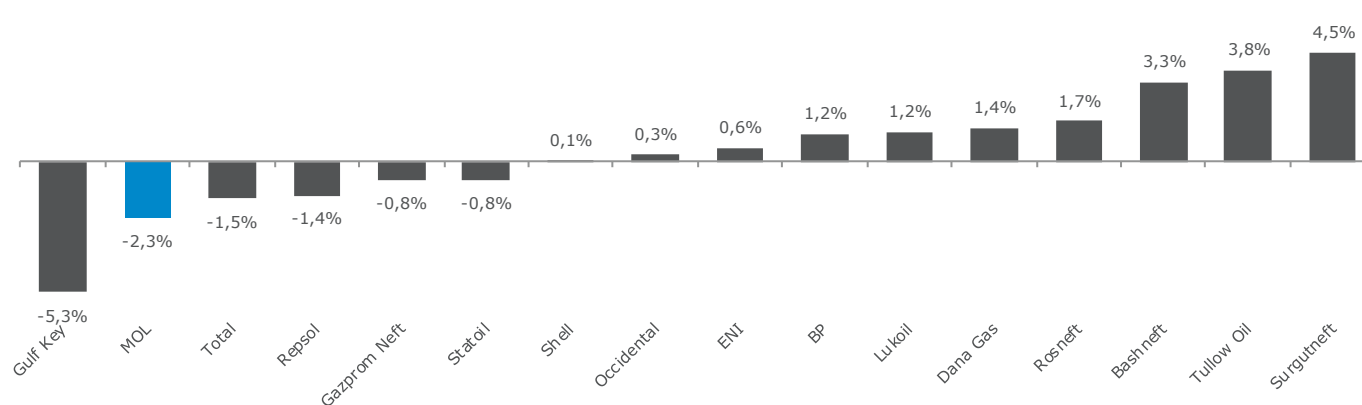
Spółki petrochemiczne



Spółki gazowe



Spółki wydobywcze



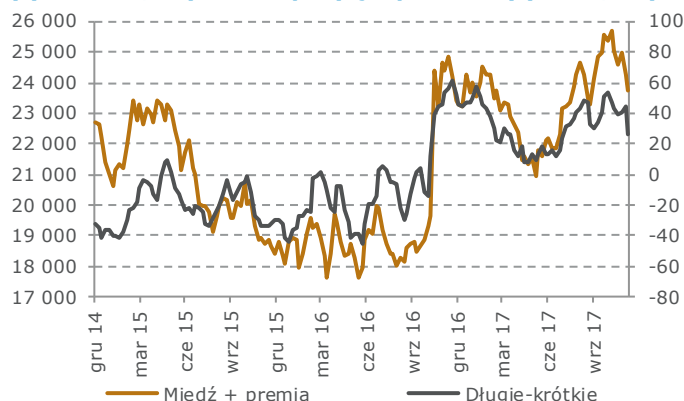
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

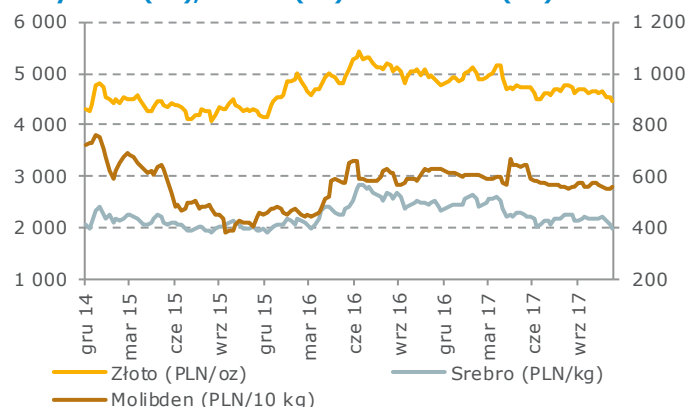
Cena miedzi (USD/t) na tle koszyka walut EM (pkt.; PS)



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



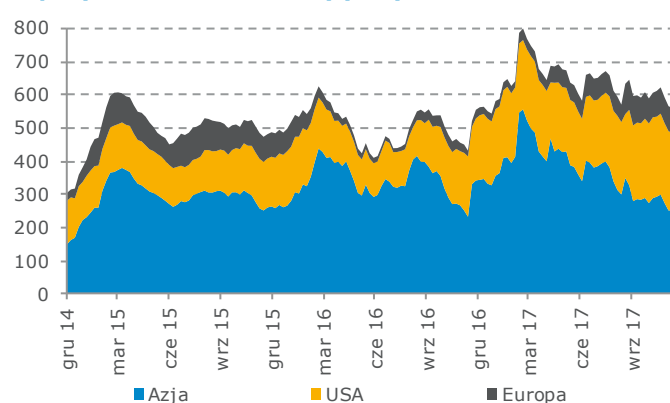
Ceny złota (LS), srebra (LS) i molibdenu (PS)



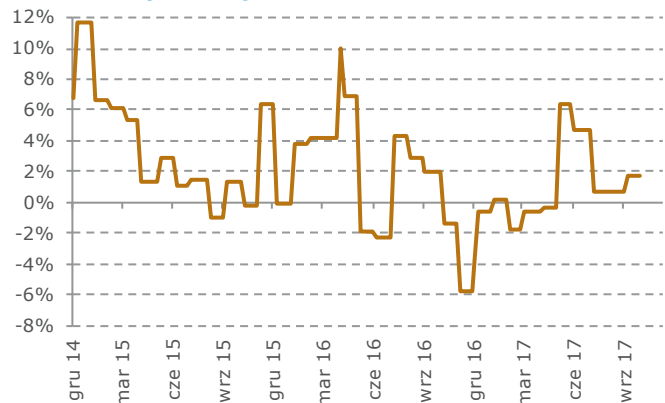
Wartości premii produkcyjnych dla miedzi (PLN/t)



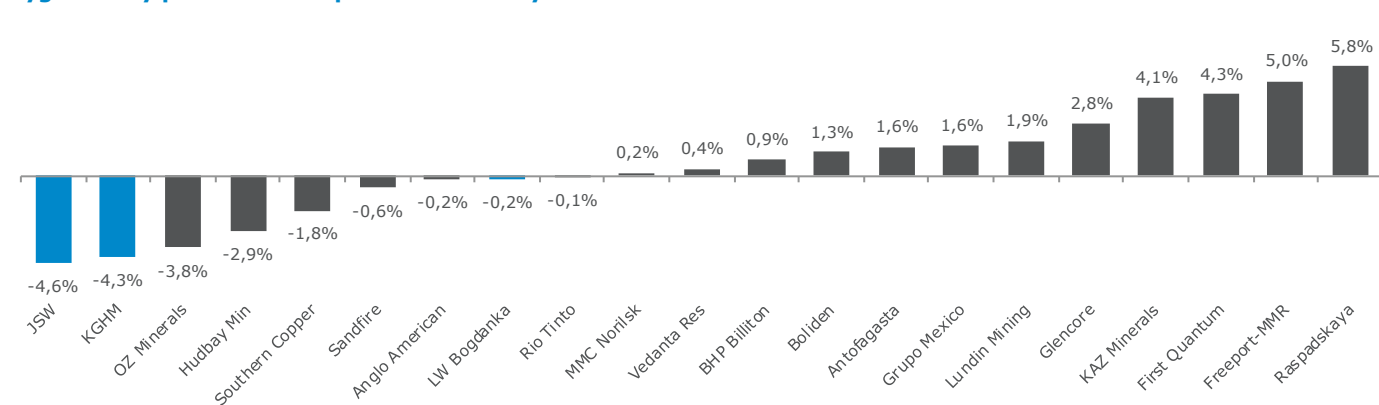
Zapasy miedzi na świecie (tys. t)



Zmiana r/r produkcji miedzi na świecie



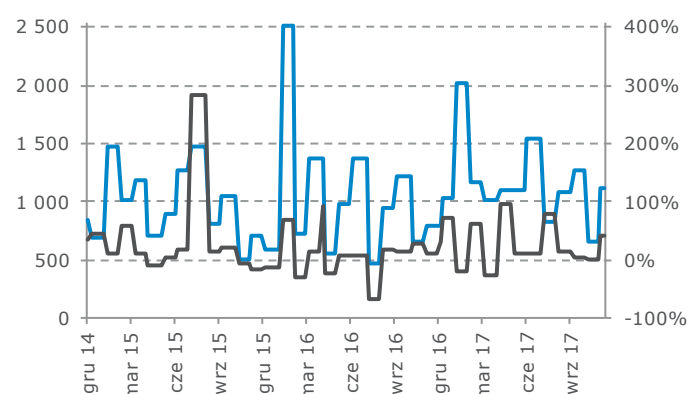
Tygodniowy performance spółek surowcowych



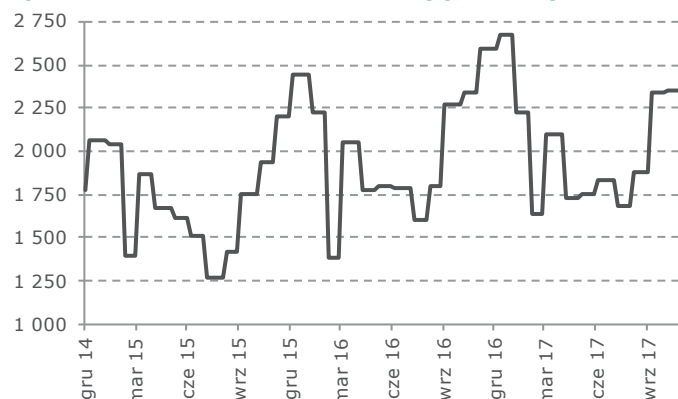
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

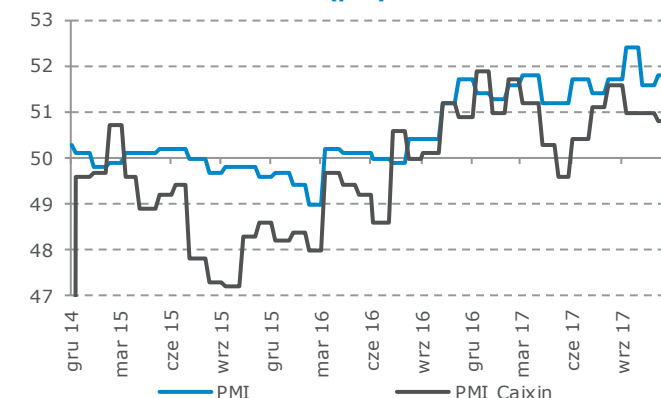
Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld CNY)



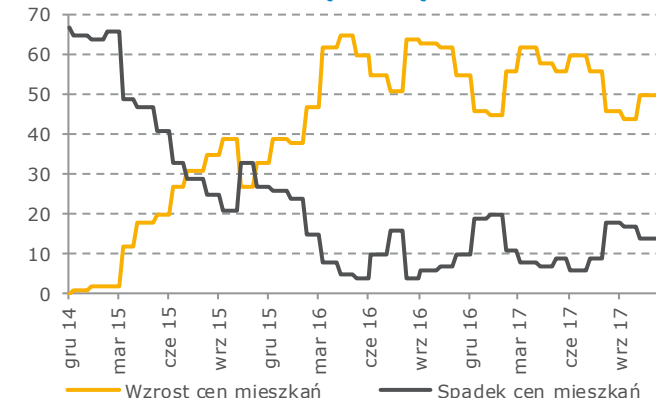
Sprzedaż samochodów w Chinach (tys. sztuk)



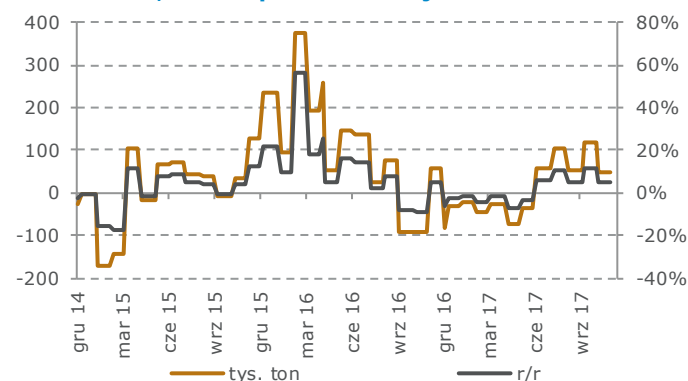
Wskaźniki PMI w Chinach (pkt)



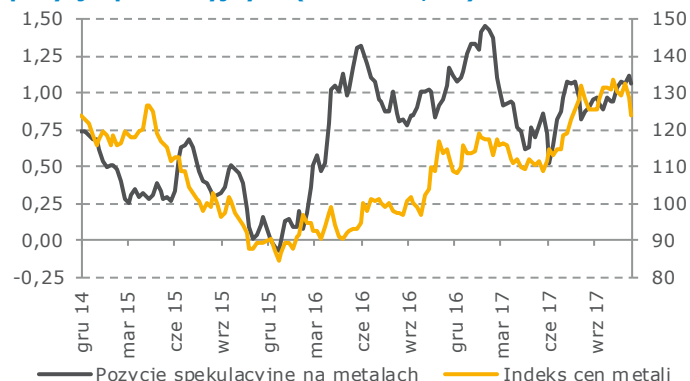
Liczba miast z zanotowaną zmianą cen mieszkań



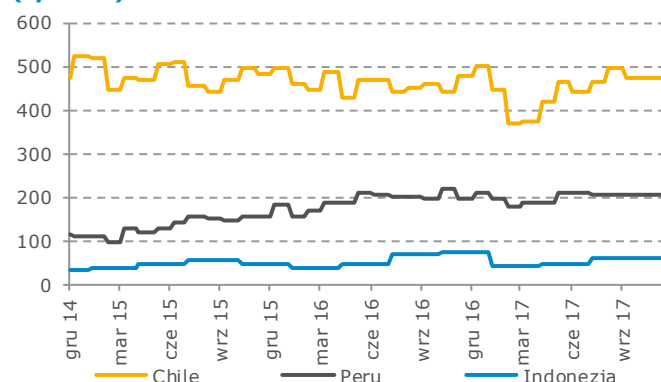
Zmiana importu netto miedzi do Chin z uwzględnieniem koncentratu, miedzi przetworzonej i złomów



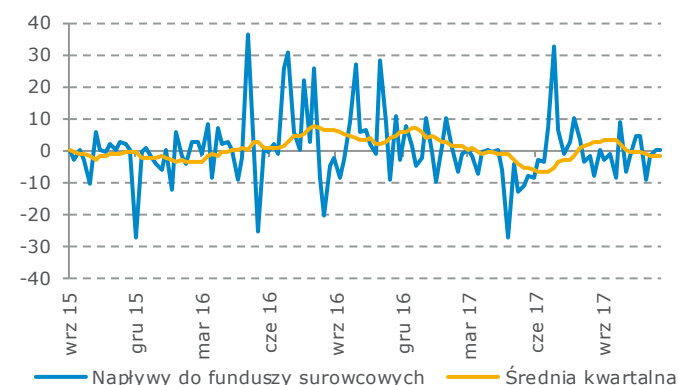
Indeks cen metali (pkt, PS) oraz liczba otwartych pozycji spekulacyjnych (mln sztuk, LS)



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



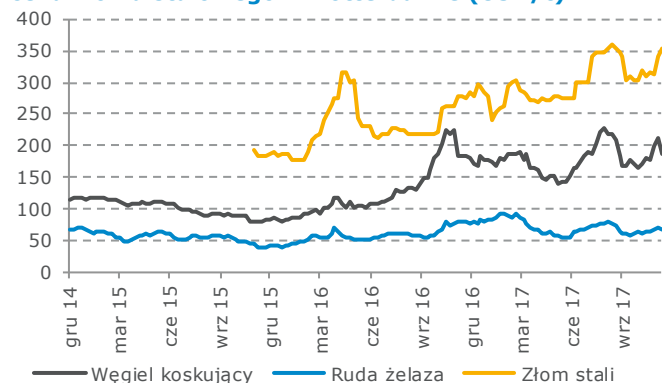
Napływy do funduszy surowcowych (mln USD)



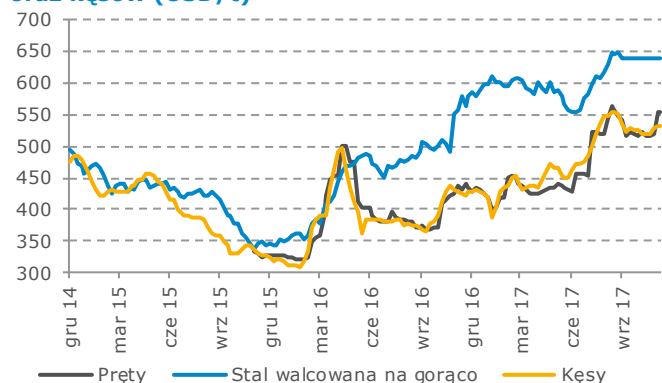
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Surowce

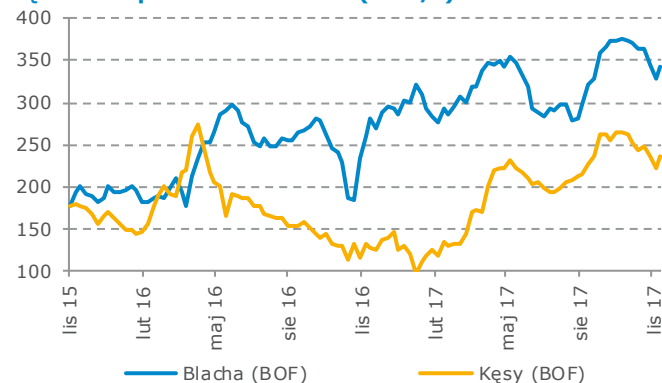
Ceny węgla koksującego i rudy żelaza w Chinach oraz cena złomu stalowego w Rotterdamie (USD/t)



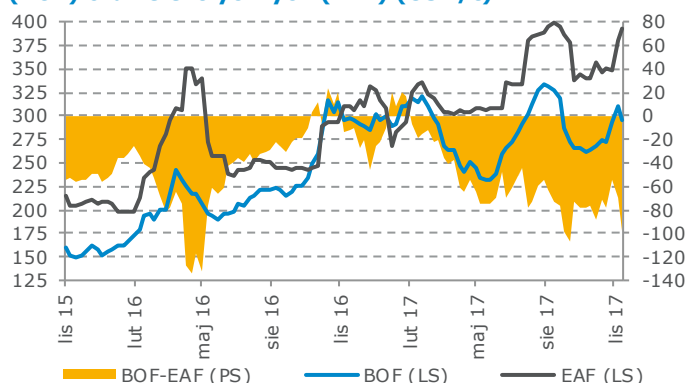
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



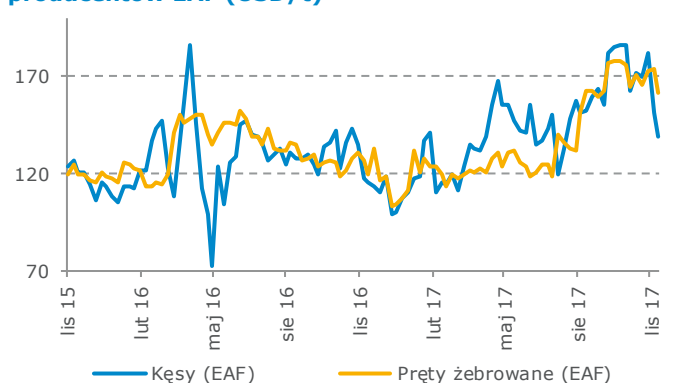
Marże na produkcji blachy walcowanej na gorąco oraz kęsów dla producentów BOF (USD/t)



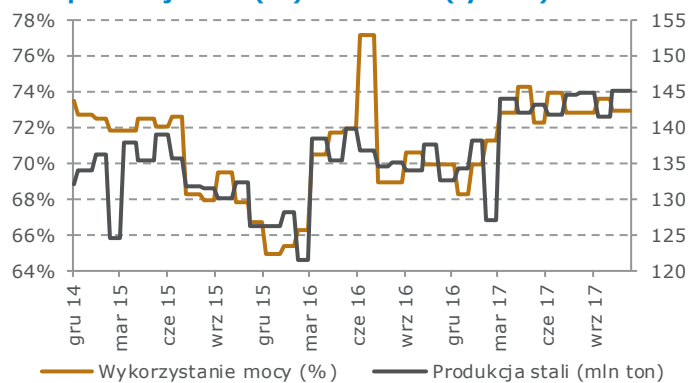
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



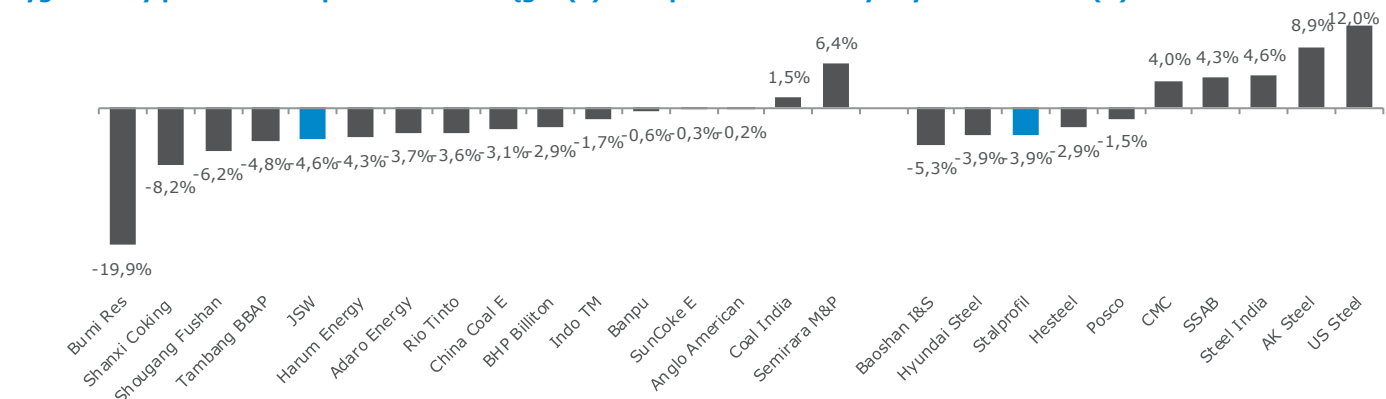
Marże na produkcji prętów żebrowanych oraz kęsów dla producentów EAF (USD/t)



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



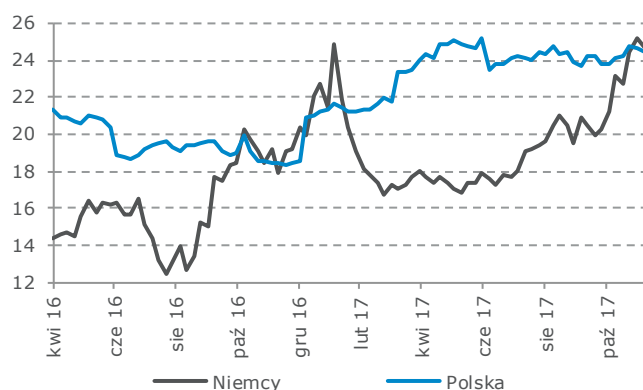
Tygodniowy performance producentów węgla (L) oraz producentów i dystrybutorów stali (P)



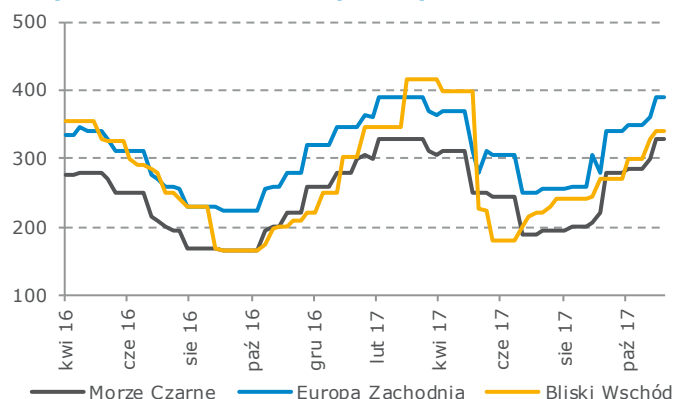
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

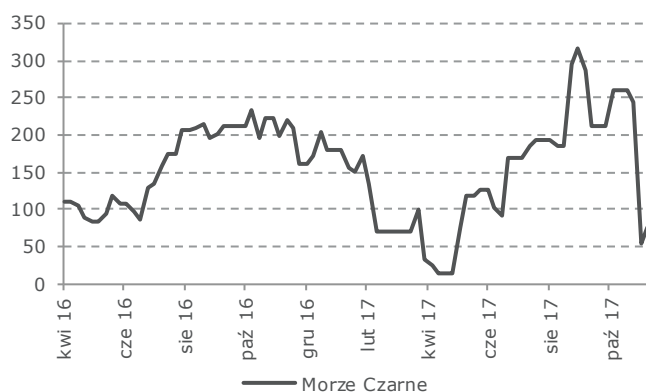
Ceny gazu ziemnego w Europie (USD/MWh)



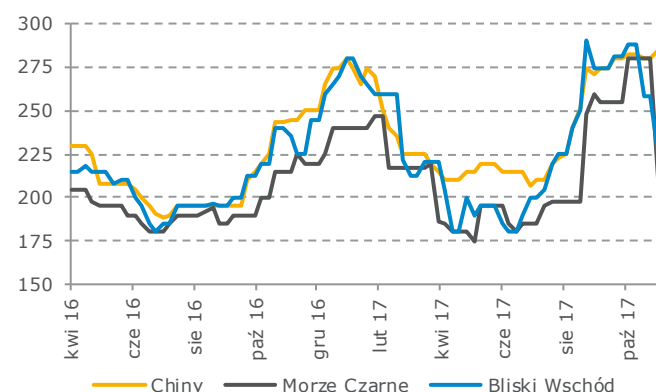
Ceny amoniaku na świecie (USD/t)



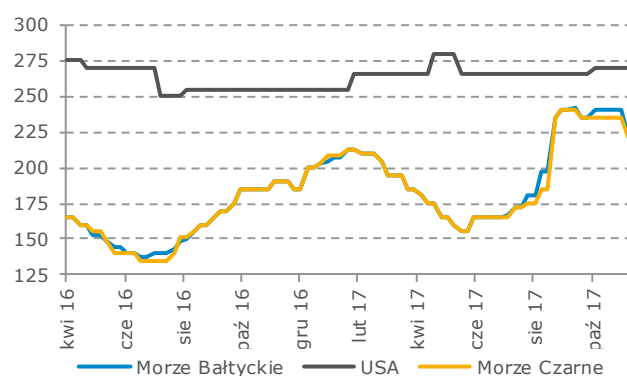
Różnica cen mocznika do amoniaku (z uwagi na N)



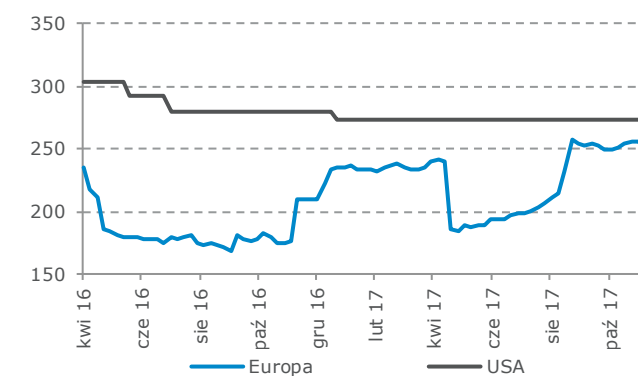
Ceny mocznika (UREA) na świecie (USD/t)



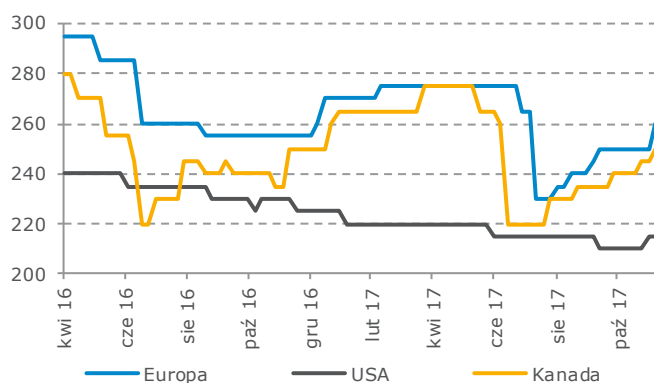
Ceny azotanu amonu (AN) na świecie (USD/t)



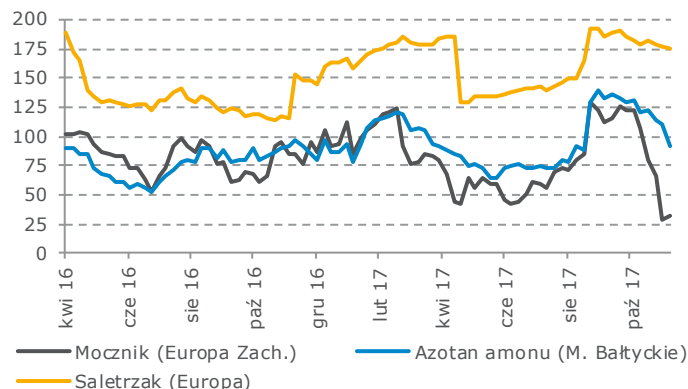
Ceny saletrzaka (CAN) na świecie (USD/t)



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



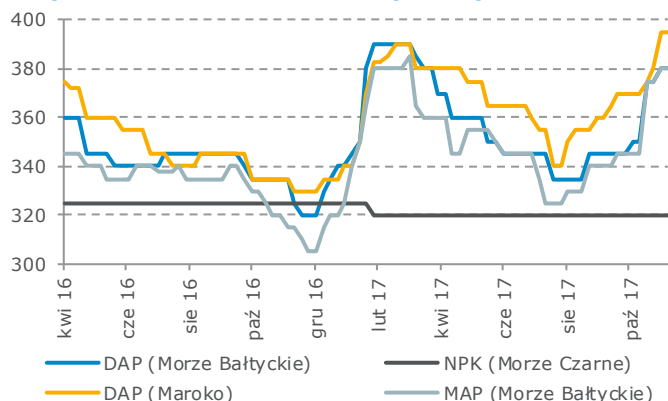
Marże na produkcji nawozów azotowych (USD/t)



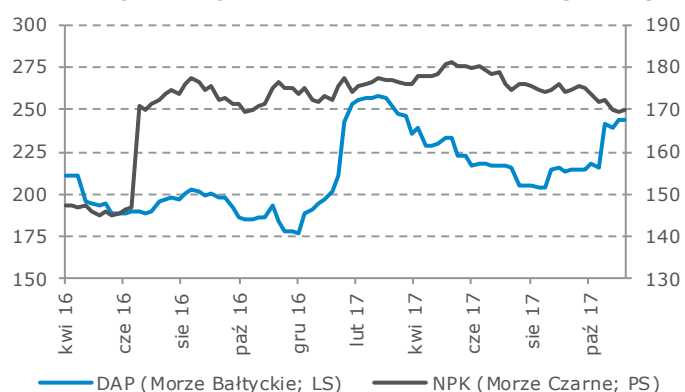
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nawozy

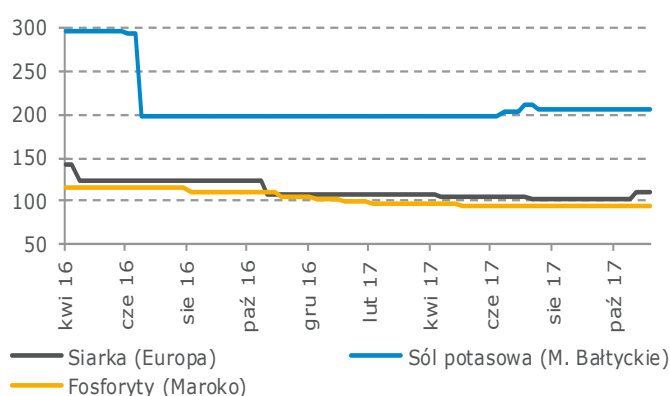
Ceny nawozów z udziałem P i K (USD/t)



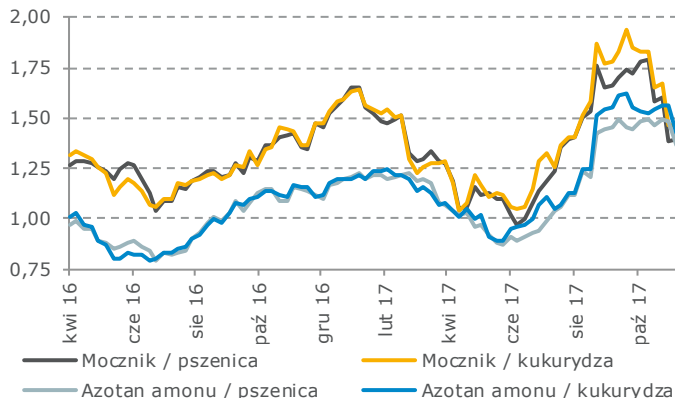
Marże na produkcji nawozów z udziałem P i K (USD/t)



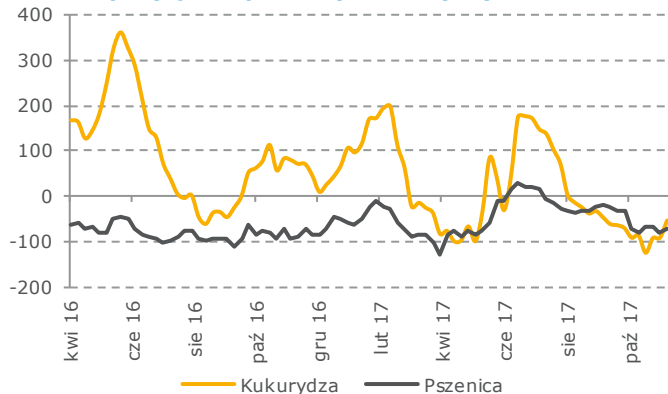
Ceny siarki, soli potasowej i fosforów (USD/t)



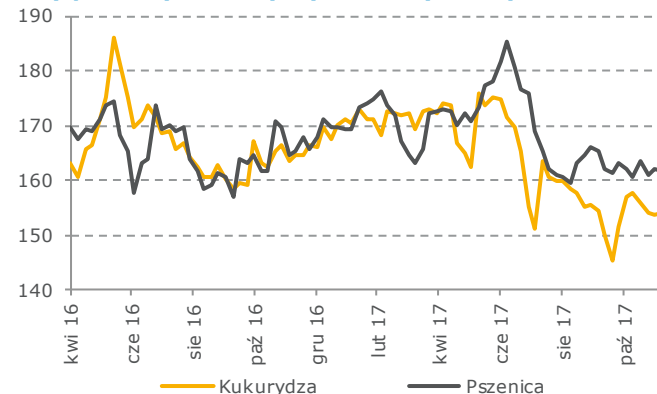
Relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy



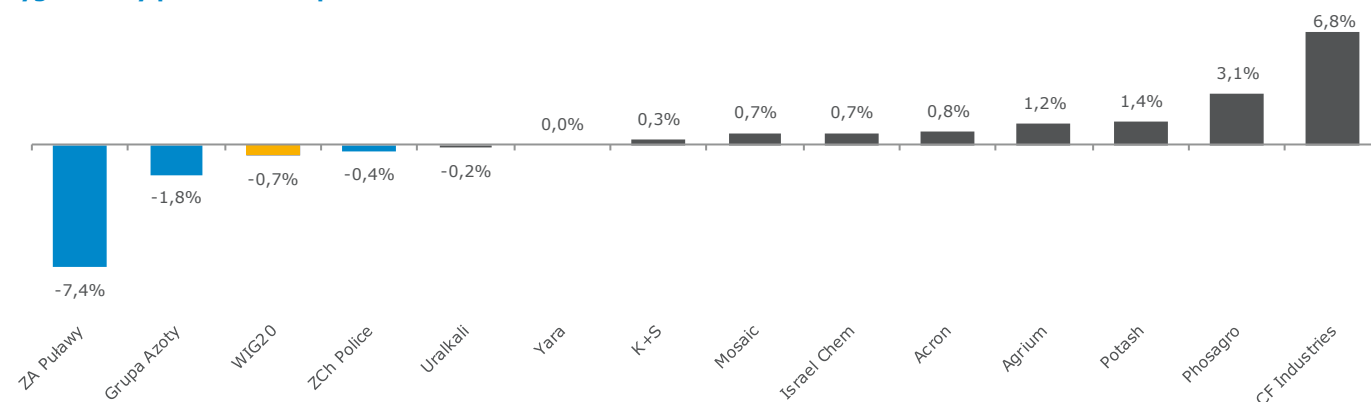
Otwarte pozycje na pszenicy i kukurydzy na CBT



Ceny pszenicy i kukurydzy na CBT (USD/t)



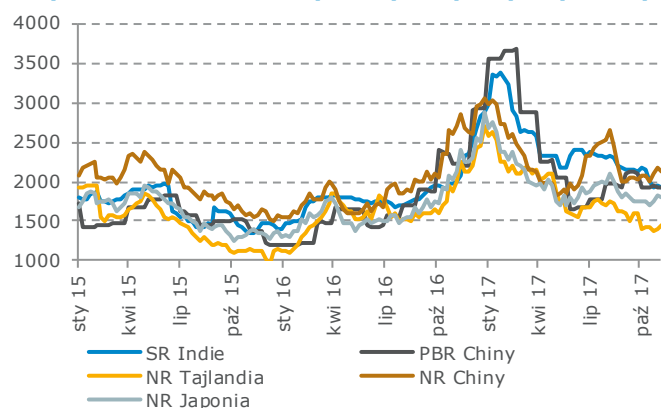
Tygodniowy performance producentów nawozów



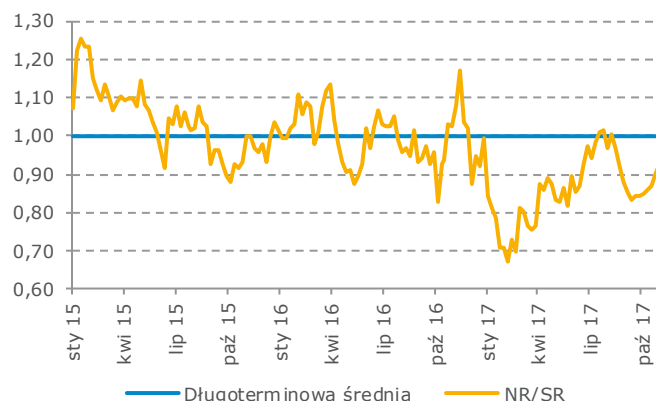
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kauczuki syntetyczne

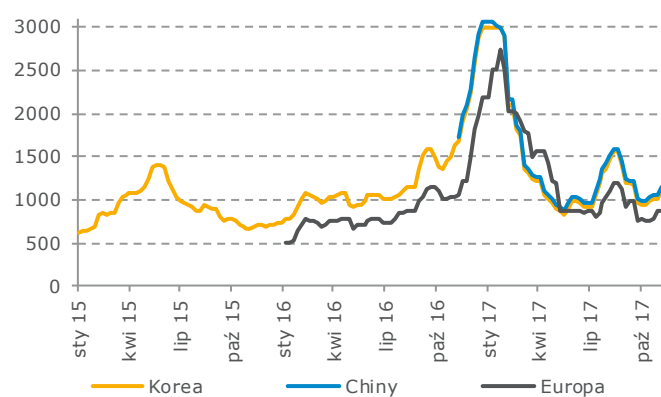
Ceny kauczków naturalnych i syntetycznych (USD/t)



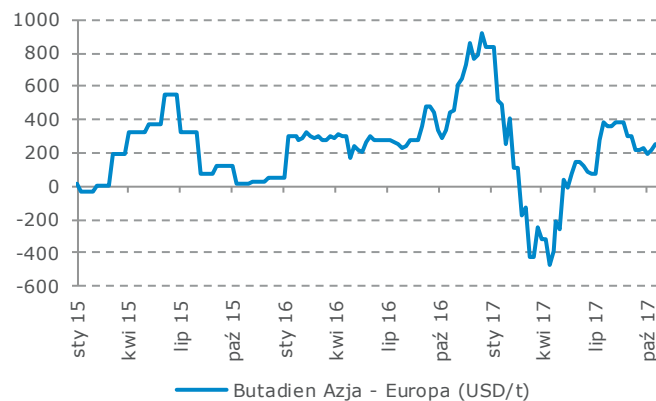
Relacja cen kauczków syntetycznych i naturalnych



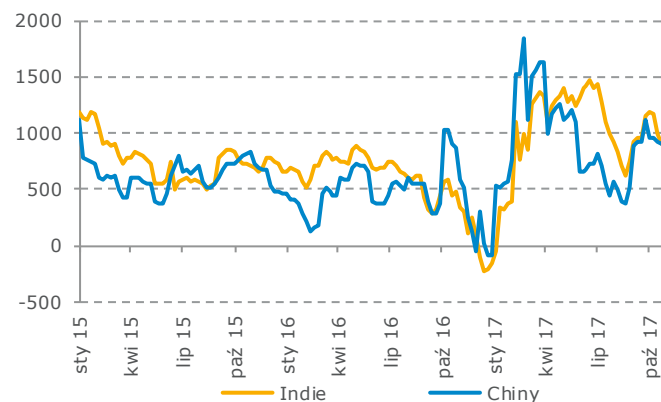
Ceny butadienu (USD/t)



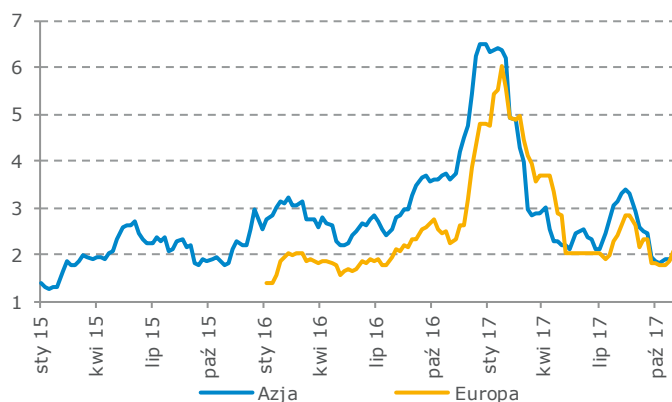
Różnica między ceną butadienu w Azji i Europie



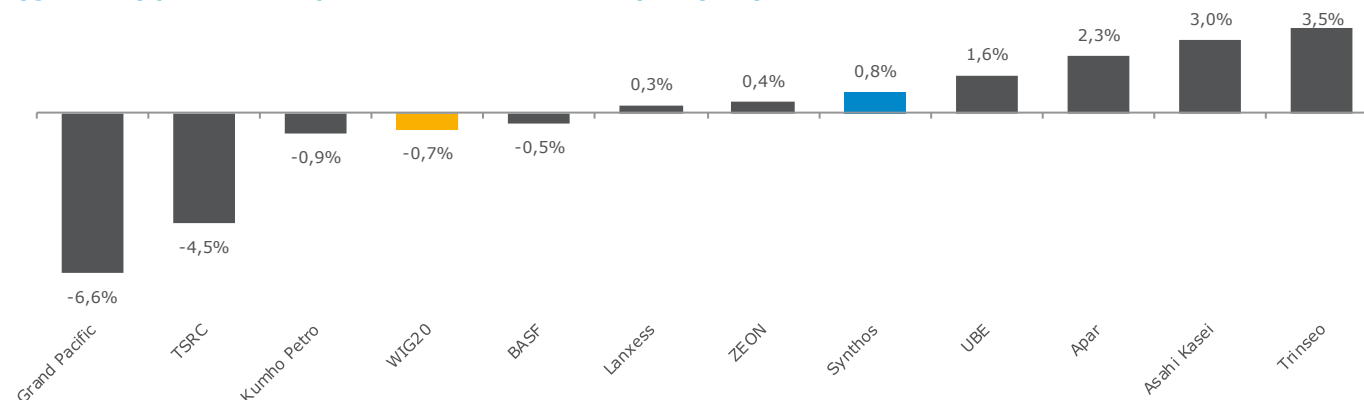
Różnica cen kauczków i butadienu w Azji (USD/t)



Relacja cen butadienu do ropy naftowej



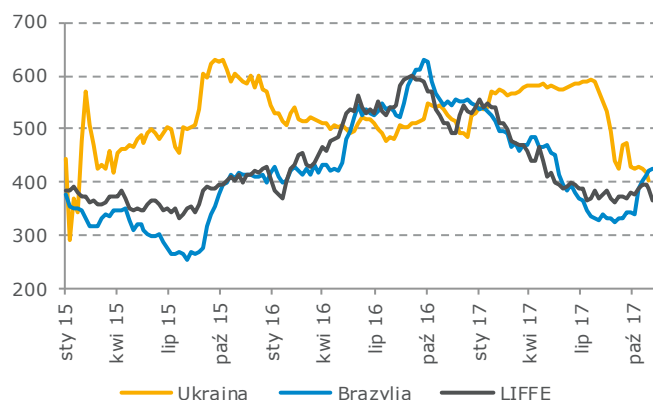
Tygodniowy performance producentów kauczków syntetycznych



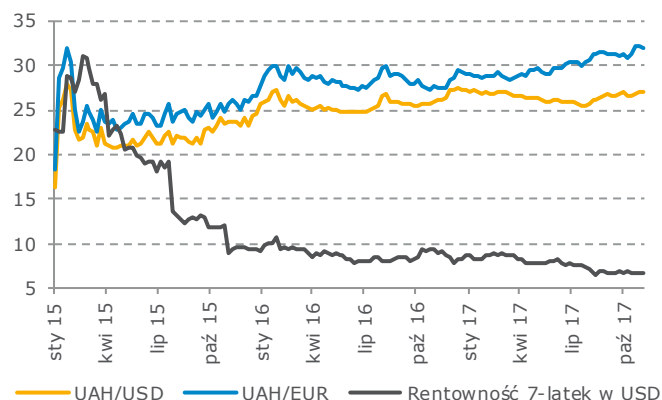
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rynek spożywczy

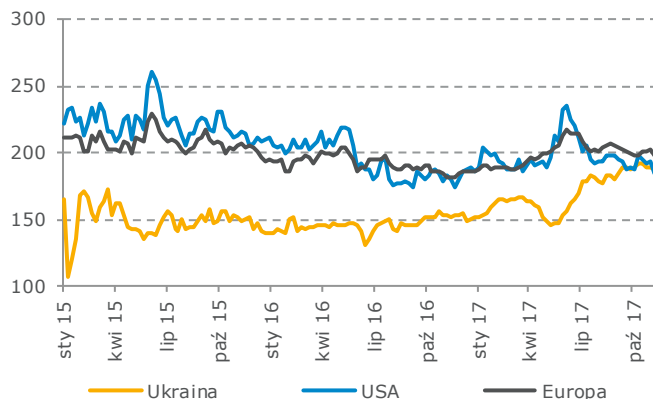
Cena cukru (USD/Mt)



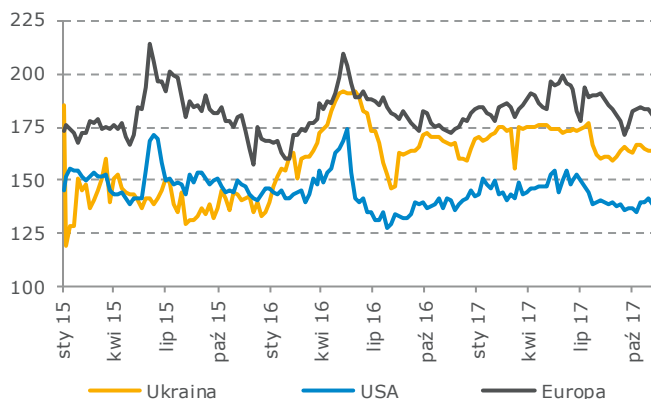
Kursy walut i rentowność ukr. obligacji 7-letnich



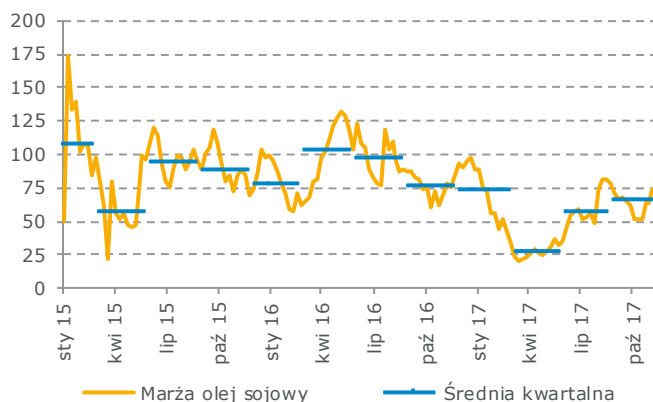
Cena pszenicy (USD/Mt)



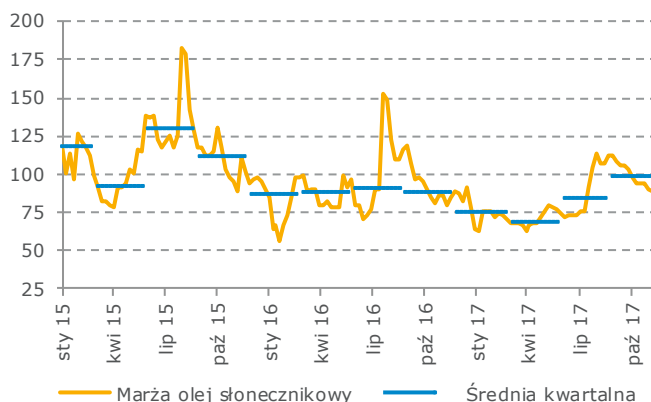
Cena kukurydzy (USD/Mt)



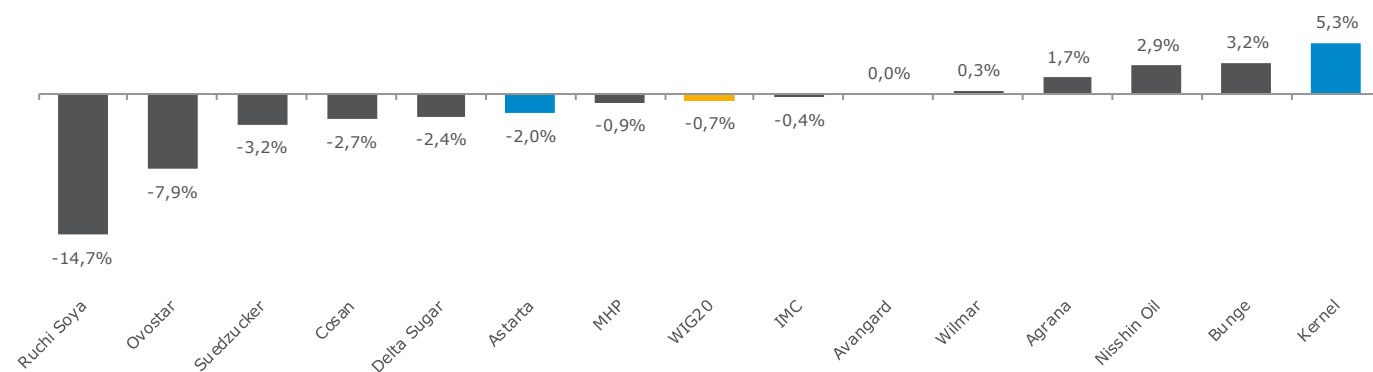
Marża modelowa na soi (USD/Mt)



Marża modelowa na słoneczniku (USD/Mt)



Tygodniowy performance spółek spożywczych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena spółek energetycznych (2017-12-11)

	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	490,0	7,0	7,6	7,1	2,0	2,0	2,0	18,5	14,4	14,9	29%	27%	28%	8,1%	6,7%	6,2%
Enea	12,7	4,6	4,8	4,4	1,0	1,1	1,0	7,1	5,6	6,0	21%	23%	24%	0,0%	2,0%	2,7%
Energa	13,1	5,0	4,9	4,5	1,0	0,9	0,9	35,9	7,3	6,8	20%	19%	20%	3,7%	1,5%	2,1%
PGE	12,8	3,9	4,3	4,6	1,0	1,5	1,4	9,3	6,0	7,0	26%	35%	30%	2,0%	0,0%	0,0%
Tauron	3,2	4,3	4,3	4,9	0,8	0,9	0,9	15,4	4,0	4,8	19%	21%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
ZE PAK *	14,8	1,9	2,2	2,5	0,4	0,4	0,5	3,0	3,9	4,5	21%	19%	19%	8,7%	8,8%	7,5%
EDF	11,0	3,9	4,9	4,5	1,0	1,0	1,0	10,3	19,2	16,9	24%	20%	22%	7,6%	3,2%	2,9%
EDP	2,9	8,0	8,5	8,6	2,1	2,1	2,1	11,3	12,6	12,6	26%	24%	24%	6,4%	6,4%	6,5%
Endesa	18,9	7,3	7,4	7,3	1,3	1,3	1,3	14,2	14,8	14,2	18%	17%	17%	7,1%	7,1%	7,1%
Enel	5,5	7,6	7,5	7,2	1,7	1,6	1,6	21,2	15,4	13,6	22%	21%	22%	3,3%	4,1%	5,1%
EON	9,7	9,6	5,9	5,9	0,8	0,7	0,7	-	15,4	15,2	8%	12%	12%	2,2%	3,1%	4,5%
Fortum	17,0	15,8	12,0	10,6	4,4	3,7	3,3	27,2	23,9	19,7	28%	31%	31%	4,4%	6,0%	5,6%
Iberdola	6,7	10,4	10,3	9,2	2,8	2,7	2,4	15,8	15,7	14,5	27%	26%	26%	4,3%	4,9%	5,0%
National Grid	8,8	11,7	8,5	10,5	3,5	3,2	3,5	12,8	12,8	14,8	30%	38%	33%	4,9%	5,0%	5,2%
Red Electrica	19,1	10,0	9,9	9,7	7,8	7,6	7,4	16,1	15,4	14,6	78%	77%	77%	4,2%	4,8%	5,1%
RWE	20,3	10,1	4,5	4,8	0,6	0,6	0,6	-	10,1	12,8	6%	12%	12%	-	3,5%	2,9%
SSE	13,2	18,2	9,5	9,3	0,8	0,8	0,8	28,6	10,7	11,4	4%	8%	8%	6,8%	6,9%	7,2%
Verbund	20,1	9,5	11,9	13,0	3,6	3,6	3,6	16,5	23,1	26,5	37%	30%	27%	1,4%	1,7%	1,7%
Mediana		7.8	7.5	7.1	1.2	1.4	1.3	15.6	13.6	13.9	23%	22%	23%	4.3%	4.5%	5.1%

Wycena spółek rafineryjnych (2017-12-11)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	56,15	5,2	4,5	6,2	0,7	0,6	0,5	10,2	6,3	13,6	14%	13%	9%	0,0%	1,8%	2,8%
MOL	2925,00	5,0	4,2	4,8	0,9	0,7	0,6	8,3	7,2	10,9	18%	17%	13%	2,4%	2,7%	2,8%
PKN Orlen	102,40	5,2	4,3	7,7	0,6	0,5	0,5	8,3	6,6	16,1	12%	12%	6%	2,1%	2,9%	3,3%
Hellenic Petroleum	7,20	4,9	5,1	5,7	0,6	0,5	0,5	6,7	5,7	7,7	12%	10%	9%	2,8%	4,4%	4,9%
HollyFrontier	46,61	39,8	8,7	7,6	1,0	0,8	0,8	-	19,3	16,3	2%	9%	10%	2,8%	2,9%	2,9%
Marathon Petroleum	64,46	11,0	8,4	7,6	0,8	0,7	0,7	29,0	16,6	15,3	7%	8%	9%	2,1%	2,4%	2,6%
Motor Oil	19,28	3,8	4,0	4,5	0,4	0,3	0,3	7,2	6,5	8,3	10%	8%	7%	4,7%	5,9%	6,1%
Neste Oil	51,90	9,3	9,6	10,0	1,2	1,1	1,2	14,1	16,6	16,2	13%	12%	12%	2,5%	3,0%	3,2%
OMV	53,75	4,6	4,9	5,0	1,2	1,0	1,0	-	10,9	12,9	26%	21%	20%	2,2%	2,5%	2,6%
Phillips 66	99,72	27,6	10,8	8,9	0,7	0,6	0,5	33,9	21,7	15,8	3%	6%	6%	2,5%	2,7%	3,0%
Saras	2,00	2,8	3,3	3,7	0,3	0,2	0,2	9,5	10,0	12,1	9%	7%	6%	5,0%	6,0%	5,1%
Tesoro	110,96	12,0	9,0	7,2	1,1	0,8	0,7	17,9	15,5	13,0	9%	9%	9%	1,9%	2,0%	2,2%
Tupras	117,60	10,1	5,9	6,2	1,0	0,7	0,6	16,4	7,3	7,8	10%	11%	10%	4,2%	10,5%	10,0%
Valero Energy	87,20	7,7	7,5	6,5	0,6	0,5	0,5	17,7	17,3	13,6	7%	6%	7%	2,8%	3,2%	3,5%
Mediana		6,5	5,5	6,4	0,8	0,6	0,6	12,2	10,4	13,3	10%	9%	9%	2,5%	2,9%	3,1%

Wycena spółek petrochemicznych (2017-12-11)

	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	102,40	5,2	4,3	7,7	0,6	0,5	0,5	8,3	6,6	16,1	12%	12%	6%	2,1%	2,9%	3,3%
Axiall	100,64	16,8	8,8	8,0	3,2	2,0	1,9	32,8	18,1	15,3	19%	23%	24%	0,7%	0,8%	0,8%
Braskem	44,10	5,7	4,1	4,6	1,0	1,0	1,0	-	7,8	12,5	18%	25%	22%	5,7%	3,4%	3,5%
Eastman Chemical	92,80	10,1	9,4	8,6	2,2	2,1	2,0	16,0	13,2	11,4	22%	22%	24%	2,0%	2,2%	2,4%
Huntsman Corp	31,07	9,1	7,0	7,6	1,0	1,1	1,2	22,5	11,5	13,0	11%	15%	15%	1,6%	1,7%	1,7%
LyondellBasell	107,51	8,0	6,9	7,4	1,7	1,4	1,5	11,7	10,8	11,3	21%	21%	20%	3,1%	3,3%	3,4%
Mitsubishi Chemical	1253,50	8,3	7,9	6,5	0,9	1,1	1,0	35,8	11,8	9,5	11%	14%	15%	1,2%	1,4%	2,4%
Mitsui Chemicals	3620,00	9,6	7,9	7,3	0,9	1,0	0,9	31,5	12,5	9,7	9%	12%	12%	1,1%	1,6%	2,5%
Westlake Chemical	100,64	16,8	8,8	8,0	3,2	2,0	1,9	32,8	18,1	15,3	19%	23%	24%	0,7%	0,8%	0,8%
Mediana		9.1	7.9	7.6	1.0	1.1	1.2	27.0	11.8	12.5	18%	21%	20%	1.6%	1.7%	2.4%

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

Wycena spółek gazowych (2017-12-11)

		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	5,93	5,8	4,6	4,0	1,0	1,0	0,9	14,6	9,5	8,2	18%	21%	22%	3,1%	3,4%	5,2%
AZA	1,62	9,6	7,1	7,2	1,7	1,5	1,5	22,3	14,4	13,8	17%	22%	21%	3,0%	3,6%	4,3%
BG Group	23,86	12,3	6,9	6,3	1,4	1,2	1,1	60,6	18,7	16,6	12%	17%	17%	5,9%	5,9%	5,9%
BP	4,99	14,9	6,5	5,8	0,9	0,8	0,7	100+	24,6	18,6	6%	12%	12%	6,0%	6,0%	6,0%
Centrica	1,42	3,3	5,2	5,1	0,4	0,4	0,4	4,5	10,9	9,9	13%	8%	8%	8,5%	8,5%	8,1%
Enagas	25,01	13,2	10,8	11,1	9,5	8,6	8,7	14,3	12,8	14,0	72%	79%	78%	5,4%	5,8%	6,1%
Endesa	18,88	7,3	7,4	7,3	1,3	1,3	1,3	14,2	14,8	14,2	18%	17%	17%	7,1%	7,1%	7,1%
Engie	14,76	8,5	6,8	6,6	1,0	1,0	1,0	-	14,6	14,3	11%	15%	15%	6,8%	4,7%	4,8%
Eni	13,97	6,8	4,8	4,3	1,2	1,0	1,0	-	25,1	19,7	17%	21%	22%	5,7%	5,7%	5,7%
Gas Natural SDG	19,49	8,1	8,5	8,1	1,7	1,7	1,6	14,5	16,0	14,4	21%	20%	20%	6,8%	5,2%	5,3%
Gazprom	134,65	4,6	4,0	3,6	1,0	0,9	0,9	3,2	4,3	4,2	21%	23%	24%	5,9%	6,1%	5,7%
Hera	3,09	9,4	7,8	7,7	1,6	1,5	1,5	21,9	19,2	19,0	17%	19%	19%	2,9%	3,1%	3,1%
NovaTek	116,20	8,4	11,1	10,6	4,1	3,9	3,7	10,1	15,5	13,4	48%	35%	35%	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	27,11	12,3	6,9	6,3	1,4	1,2	1,1	50,8	15,6	13,9	12%	17%	17%	5,9%	5,9%	5,8%
Snam	4,25	12,3	13,1	12,7	10,3	10,3	10,1	17,0	15,5	14,9	84%	79%	80%	4,9%	5,2%	5,2%
Statoil	168,70	7,5	3,4	3,3	1,7	1,3	1,2	-	15,1	15,6	22%	37%	37%	4,4%	4,3%	4,4%
Total	47,09	8,8	6,2	5,5	1,2	1,0	1,0	20,0	13,3	12,7	14%	17%	18%	5,2%	5,1%	5,2%
Mediana		8,5	6,8	6,3	1,4	1,2	1,2	14,5	14,9	14,1	18%	21%	20%	5,8%	5,5%	5,5%

Wycena spółek wydobywczych (2017-12-11)

		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	2925,00	5,3	4,8	4,9	0,9	0,8	0,7	8,1	8,3	8,1	18%	17%	15%	3,1%	3,0%	3,0%
Bashneft	2282,00	3,8	3,3	2,6	0,8	0,8	0,7	7,4	6,0	5,2	22%	23%	27%	-	3,6%	5,3%
BP	4,99	14,9	6,5	5,8	0,9	0,8	0,7	100+	24,6	18,6	6%	12%	12%	6,0%	6,0%	6,0%
Dana Gas	0,72	9,5	8,1	8,4	6,2	4,6	4,4	-	31,3	55,4	65%	57%	52%	-	-	-
Eni	13,97	6,8	4,8	4,3	1,2	1,0	1,0	-	25,1	19,7	17%	21%	22%	5,7%	5,7%	5,7%
Gazprom Neft	251,45	5,0	4,6	4,0	1,1	1,0	0,9	5,9	5,2	4,8	22%	22%	23%	5,2%	5,1%	5,9%
Gulf Keystone	0,93	-	3,4	3,1	1,4	1,9	1,5	-	45,7	19,0	-	55%	50%	-	-	-
Lukoil	3432,50	4,5	4,2	3,8	0,6	0,6	0,6	11,8	6,9	6,4	14%	14%	15%	2,2%	5,9%	6,5%
Occidental Petroleum	69,50	23,5	11,9	8,7	6,1	4,9	4,2	-	82,6	42,9	26%	41%	48%	4,3%	4,4%	4,5%
Repsol	15,37	7,3	5,3	5,2	0,9	0,8	0,7	13,3	10,6	10,7	12%	14%	14%	4,8%	5,2%	5,3%
Rosneft Oil	297,55	6,0	5,4	4,6	1,4	1,2	1,1	17,4	10,8	7,2	23%	22%	23%	3,0%	3,3%	5,7%
Shell	27,11	12,3	6,9	6,3	1,4	1,2	1,1	50,8	15,6	13,9	12%	17%	17%	5,9%	5,9%	5,8%
Statoil	168,70	7,5	3,4	3,3	1,7	1,3	1,2	-	15,1	15,6	22%	37%	37%	4,4%	4,3%	4,4%
Surgutneftegas	29,99	-	-	-	-	-	-	-	5,7	4,8	-	-	-	2,0%	4,1%	4,9%
Total	47,09	8,8	6,2	5,5	1,2	1,0	1,0	20,0	13,3	12,7	14%	17%	18%	5,2%	5,1%	5,2%
Tullow Oil	1,90	-	6,8	6,5	5,4	4,5	4,4	-	-	21,1	-	66%	68%	-	-	-
Mediana		7,3	5,3	4,9	1,2	1,0	1,0	12,5	13,3	13,3	18%	22%	23%	4,6%	5,1%	5,3%

Wycena spółek surowcowych (2017-12-11)

	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*	91,49	9,0	2,6	3,3	1,4	1,1	1,2	100+	4,5	7,0	16%	43%	36%	-	1,5%	1,8%
KGHM	102,95	6,0	5,1	5,9	1,5	1,4	1,3	13,2	7,0	10,1	24%	28%	21%	1,5%	1,0%	2,3%
LW Bogdanka*	67,88	3,9	3,7	3,5	1,3	1,3	1,3	12,7	10,8	8,7	34%	36%	36%	1,5%	1,8%	3,5%
Anglo American	13,83	9,2	4,2	4,4	1,6	1,4	1,5	16,4	8,3	9,8	18%	34%	33%	-	5,6%	4,5%
Antofagasta	9,14	14,1	6,2	6,2	4,1	3,3	3,2	84,1	19,0	19,1	29%	53%	51%	1,5%	2,3%	2,1%
BHP Billiton	13,72	29,0	6,1	5,9	4,1	3,3	3,1	-	14,8	14,0	14%	54%	52%	1,6%	4,4%	4,7%
Freeport-McMoRan	15,02	-	6,3	4,8	2,3	2,2	2,0	-	13,7	8,5	-	35%	41%	-	-	0,9%
Glencore	3,51	12,3	6,5	6,0	0,6	0,5	0,5	51,8	13,4	13,4	5%	7%	8%	1,5%	2,5%	4,0%
Grupo Mexico	58,94	8,7	7,3	6,2	3,9	3,3	2,9	25,3	15,7	12,6	44%	45%	47%	23,0%	2,3%	3,2%
Kazakhmys	7,67	23,4	7,4	5,8	9,2	4,0	3,2	28,3	10,8	8,3	39%	55%	56%	-	-	0,7%
Rio Tinto	35,38	8,6	5,4	6,0	3,0	2,5	2,7	20,3	11,1	12,5	34%	47%	45%	3,6%	5,6%	5,0%
Southern CC	42,33	17,1	11,9	9,9	7,0	5,8	5,2	42,3	22,8	18,0	41%	49%	52%	0,4%	1,3%	2,8%
Mediana		9,2	6,2	5,9	2,6	2,4	2,3	25,3	12,2	11,3	29%	44%	43%	1,5%	2,3%	3,0%
SPÓŁKI SUROWCOWE																
Grupa Kęty	383,85	10,3	9,5	8,4	1,8	1,7	1,5	13,1	14,5	12,6	17%	18%	18%	4,7%	7,8%	5,5%
Alcoa	42,24	14,6	4,4	4,3	1,1	0,9	0,9	-	12,9	11,4	8%	20%	20%	0,6%	-	0,0%
Constellium	10,20	7,8	7,4	6,8	0,7	0,6	0,6	-	17,0	10,7	8%	8%	8%	-	-	-
Kaiser Aluminum	100,46	8,4	9,1	8,4	1,4	1,3	1,2	19,5	19,6	17,7	16%	14%	15%	1,8%	2,0%	2,1%
Norsk Hydro	55,25	10,1	6,5	5,1	1,4	1,1	0,8	17,7	15,0	12,3	14%	17%	15%	2,3%	2,6%	2,9%
Rusal	4,88	11,2	8,4	7,6	2,1	1,8	1,7	8,1	7,2	5,6	19%	21%	23%	2,6%	3,5%	4,0%
Mediana		10.2	7.9	7.2	1.4	1.2	1.0	15.4	14.7	11.9	15%	17%	17%	2.3%	3.1%	2.9%

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

Wycena spółek nawozowych (2017-12-11)

	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	69,70	7,8	6,6	6,3	0,9	0,8	0,8	20,1	13,4	13,5	11%	13%	13%	1,2%	1,1%	1,5%
ZA Police*	21,00	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*	166,00	5,2	5,0	4,7	0,8	0,8	0,7	11,7	10,6	9,2	16%	15%	16%	5,2%	5,2%	7,6%
Acron	3869,00	7,7	7,5	6,7	2,6	2,4	2,4	5,9	9,8	8,3	33%	32%	35%	7,8%	8,3%	8,1%
Agrium	108,01	12,2	12,1	10,3	1,5	1,5	1,5	25,2	23,2	17,9	13%	13%	14%	3,2%	3,3%	3,3%
CF Industries	39,40	19,8	16,3	12,6	4,4	4,0	3,7	-	-	100+	22%	25%	29%	3,0%	3,0%	3,0%
Israel Chemicals	14,24	21,1	8,0	7,2	1,6	1,5	1,5	-	12,8	10,6	8%	19%	21%	4,2%	4,0%	4,5%
K+S	19,82	10,8	11,0	7,8	1,9	1,8	1,6	21,8	23,4	14,5	18%	16%	20%	1,5%	1,8%	2,8%
Phosagro	2546,00	6,0	7,2	6,4	2,3	2,4	2,2	5,5	14,4	11,6	39%	33%	34%	6,1%	4,3%	5,3%
Potash	19,27	16,1	14,8	12,5	5,3	5,2	4,8	49,4	33,9	27,0	33%	35%	38%	3,6%	2,1%	2,2%
The Mosaic Company	23,84	11,3	10,4	8,5	1,6	1,6	1,5	28,0	24,4	20,6	14%	16%	18%	4,6%	2,5%	0,6%
Uralkali	128,00	9,8	8,7	8,9	5,1	4,4	4,5	1,7	5,7	4,9	52%	51%	51%	-	-	-
Yara International	369,90	7,9	10,0	7,6	1,2	1,3	1,2	15,9	23,6	15,9	16%	13%	15%	2,7%	2,4%	3,0%
Mediana		10.3	8.7	7.6	1.6	1.6	1.5	17.9	13.9	12.5	16%	16%	20%	3.4%	2.8%	3.0%

Wycena producentów kauczuków syntetycznych (2017-12-11)

	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	4,80	11,6	9,8	11,2	1,6	1,2	1,3	24,8	15,3	18,6	14%	12%	11%	11,0%	10,4%	2,6%
Apar Industries	790,45	8,5	7,1	7,7	0,6	0,6	0,6	24,3	17,0	19,3	7%	9%	8%	1,3%	1,1%	1,2%
Asahi Kasei	1432,00	8,2	8,6	7,5	1,2	1,2	1,1	21,8	18,9	14,5	14%	14%	15%	1,4%	1,5%	1,9%
BASF	93,86	9,3	8,2	8,0	1,7	1,6	1,5	21,2	15,2	15,1	19%	19%	19%	3,2%	3,4%	3,5%
Grand Pacific Petro	27,75	6,5	6,3	5,7	1,3	1,1	1,1	10,5	9,4	8,9	20%	18%	20%	3,6%	4,2%	4,6%
Kumho Petrochem	90 200	11,7	9,7	8,7	1,1	0,8	0,8	34,5	14,4	13,0	9%	9%	9%	0,9%	1,0%	1,1%
Lanxess	63,44	9,8	7,2	8,8	1,2	1,0	1,3	30,2	16,5	14,8	12%	13%	15%	1,1%	1,3%	1,6%
Trinseo	71,70	6,8	6,5	6,1	1,1	0,9	0,9	10,5	9,4	8,6	16%	14%	15%	1,3%	1,8%	2,0%
TSRC Corp	35,75	12,7	15,6	11,4	1,3	1,1	1,1	29,8	32,6	19,6	11%	7%	10%	2,8%	2,7%	4,7%
Ube Industries	3270,00	7,0	7,7	6,6	0,8	0,9	0,8	18,1	16,9	11,4	12%	11%	12%	1,5%	1,8%	1,9%
ZEON Corp	1582,00	7,6	7,6	6,6	1,3	1,4	1,2	19,8	17,0	13,6	17%	18%	19%	0,9%	1,0%	1,1%
Mediana		8,5	7,7	7,7	1,2	1,1	1,1	21,8	16,5	14,5	14%	13%	15%	1,4%	1,8%	1,9%

Wycena spółek spożywczych (2017-12-11)

	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*	49,95	2,7	2,9	3,0	1,1	0,9	1,0	3,5	3,7	3,9	42%	31%	33%	-	-	-
IMC*	12,20	2,8	2,8	2,5	1,3	1,3	1,2	4,4	2,1	1,9	48%	45%	48%	-	1,9%	2,0%
Kernel	50,84	4,2	5,3	7,3	0,7	0,8	0,7	4,7	6,2	10,9	17%	15%	9%	1,9%	1,8%	1,8%
Ovostar*	105,00	7,6	9,8	7,6	2,3	2,1	1,9	7,3	10,7	11,5	31%	22%	25%	-	-	-
Agrana Beteiligungs	102,75	9,8	7,8	6,8	0,7	0,7	0,7	17,7	13,8	11,6	8%	9%	10%	3,9%	4,0%	4,2%
Bunge Limited	69,67	9,1	12,6	8,9	0,4	0,3	0,3	13,7	23,6	14,2	4%	3%	4%	2,3%	2,5%	2,6%
Cosan	35,22	11,6	4,5	4,3	0,5	0,4	0,4	13,8	13,3	12,3	4%	10%	9%	7,2%	4,9%	5,2%
Delta Sugar	27,20	23,6	-	-	3,3	-	-	27,1	-	-	14%	-	-	-	-	-
MHP	11,30	5,4	4,9	4,8	2,0	1,8	1,6	22,6	4,7	4,9	37%	36%	34%	6,7%	6,6%	6,7%
Nisshin Oillio	3490,00	12,5	9,9	9,5	0,5	0,5	0,5	23,1	16,9	16,6	4%	5%	5%	1,4%	1,4%	1,7%
Suedzucker	17,17	9,2	6,5	6,2	0,7	0,7	0,7	32,4	14,2	15,2	8%	11%	11%	1,7%	2,6%	2,8%
Wilmar Int.	3,15	13,3	13,6	12,6	0,7	0,7	0,7	14,4	13,0	11,6	6%	5%	5%	2,0%	2,4%	2,8%
Mediana		9,1	6,5	6,8	0,7	0,7	0,7	14,1	13,0	11,6	11%	11%	10%	2,2%	2,5%	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