

środa, 10 października 2018 | opracowanie cykliczne

Komentarz Poranny

Rynek akcji, Polska

DJIA	26 430,6	-0,21%	FTSE 100	7 237,6	+0,06%	Miedź (LME)	6 292,0	+1,85%
S&P 500	2 880,3	-0,14%	WIG20	2 251,3	+1,22%	Ropa (Brent)	85,01	+1,44%
NASDAQ	7 738,0	+0,03%	BUX	37 109,2	+0,93%	USD/PLN	3,7465	-0,26%
DAX	11 977,2	+0,25%	PX	1 095,8	+0,03%	EUR/PLN	4,3048	-0,28%
CAC 40	5 318,6	+0,35%	PLBonds10	3,296	-0,019	EUR/USD	1,1491	-0,01%

Informacje ze spółek i sektorów

Kruk

Wydatki i spłaty z portfela wierzytelności w 3Q18

3Q18 Kruk wydał w na zakup portfeli wierzytelności 647 mln zł wobec 261 mln zł przed rokiem, co oznacza wzrost o 148%. Nominalna wartość wierzytelności nabytych przez grupę w 3Q18 wzrosła o 42% r/r i wyniosła 3.742 mln zł wobec 2.638 mln zł rok wcześniej. Wartość spłat z tytułu obsługi nabytych portfeli wyniosła 381 mln zł, co oznacza wzrost r/r o 10%. Narastająco od początku roku nakłady na wierzytelności wyniosły 1.054 mln zł, 37% r/r. Spłaty w tym okresie wzrosły o 15% do 1.144 mln zł, a wartość nominalna nabytych wierzytelności spadła r/r o 38% . do 6.241 mln zł.

Tauron

CEO o aktualizacji strategii i projekcie RES

Filip Grzegorzczak, CEO Tauron, poinformował, że spółka zamierza zaktualizować strategię ogłoszoną w 2016 roku. Powodem są zmiany w otoczeniu makro (CO2, ceny energii) i regulacjach (rynek mocy, rozwój OZE). Tauron nie chce budować nowych elektrowni węglowych, ale planuje rozbudować i zwiększyć moc o 700 MW, głównie w zakresie odnawialnych źródeł energii. Obecnie firma negocjuje zakup farm wiatrowych należących do in.ventus (200 MW). Ma także portfel projektów fotowoltaicznych (74-150 MW), a pierwsza farma słoneczna mogłaby zostać uruchomiona w 2021 roku. Tauron rozważa także udział w projekcie budowy morskich farm wiatrowych, ale czeka na regulacje w tym zakresie.

Cyfrowy Polsat

Cyfrowy Polsat zwiększył swój udział w Premium Mobile

Cyfrowy Polsat zwiększył udział w akcjonariacie operatora komórkowego Premium Mobile do 25%, w zamian za co do PM zostanie przeniesiona marka a2mobile wraz z klientami. Po dołączeniu klientów a2mobile do Premium Mobile, na rynku będzie działał operator świadczący usługi prawie 200 tysiącom klientów.

Miedź

Jedna z największych kopalni wyprzedana pod wpływem popytu z Chin

Codelco, jeden z największych producentów miedzi na świecie prawie wyprzedał swoje zapasy na cały przyszły rok. Wyprzedaż miedzi jest spowodowana wielkością popytu, przede wszystkim w Chinach, ale też na całym świecie. Kopalnie miedzi coraz bardziej optymistycznie postrzegają rynek ze względu na mniejszą obecną podaż oraz zmniejszające się światowe zapasy surowca.

Węgiel koksowy

Zakłócenia spowodowane modernizacją sieci kolejowej

Aurizon, operator kolei w stanie Queensland potwierdził rozpoczęcie prac modernizacyjnych przy sieci tras kolejowych, przez które transportowany jest węgiel koksowy. Informacja została odebrana negatywnie przez konsumentów, którzy obawiają się zakłóceń w dostawach pod koniec tego roku.

Pozostałe wiadomości ze spółek

PKL, PFL	Polski Fundusz Rozwoju (PFR), który zawarł umowę kupna od Mid Europa Partners 99,77 proc. akcji Polskich Kolei Linowych, widzi potencjał rozwoju spółki, także w ramach działalności okołoprzewozowej, myśli o nowych inwestycjach. Docelowo może zejść z udziałami w PKL do pakietu mniejszościowego, rozważy możliwość wprowadzenia spółki na giełdę.
GetBack	Nowa propozycja układowa GetBacku oparta jest na założeniu uzyskania potencjalnych przychodów z procesów cywilnych, jakie spółka zamierza prowadzić, by odzyskać część środków, a także z uwzględnienia redukcji zadłużenia przez część wierzycieli zabezpieczonych oraz z lepszych szacunków dotyczących możliwości windykacyjnych spółki. Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej odroczył bezterminowo zgromadzenie wierzycieli spółki GetBack, które we wtorek zebrało się w celu zawarcia układu. Termin wznowienia zgromadzenia zostanie podany po 6 listopada.
Getin Noble Bank	Getin Noble Bank w III kwartale pozyskał 36 tys. aktywnych kont osobistych.
Monnari Trade	Skonsolidowane przychody ze sprzedaży Monnari Trade we wrześniu 2018 roku wyniosły ok. 14,7 mln zł i były niższe r/r o około 14 proc. W całym 3Q wyniosły 49,9 mln złotych, co oznacza spadek o 6,6% r/r.
Wielton	Wielton w okresie styczeń-wrzesień 2018 roku zarejestrował 3.007 nowych przyczep i naczep, o 3,5% więcej r/r. W tym samym czasie udział rynkowy Wielton spadł do 14,89%, wobec 16,24% rok wcześniej.
Ursus	Ursus zarejestrował w okresie styczeń-wrzesień 276 nowych ciągników rolniczych, o 53% mniej r/r. Udział rynkowy spadł do poziomu 4,47% wobec 8,66% rok wcześniej.
Sygnity	Największy akcjonariusz Sygnity, firma Cron chce, by ze statutu giełdowej spółki usunięto ograniczenie prawa do głosu akcjonariuszy, które wynosi obecnie 20 proc. Cron zgłosił w tej sprawie projekt uchwały, który ma być głosowany na walnym zgromadzeniu spółki zwołanym na 30 października.
Budimex Nieruchomości	Budimex Nieruchomości przedsprzedał 301 mieszkań w III kwartale vs 334 w roku ubiegłym, narastająco od początku roku liczba wyniosła 810 vs 1120 rok temu. Liczba podpisanych aktów notarialnych spadła do 228 w trzecim kwartale wobec 596 przed rokiem, podczas gdy w Q1-Q3 spadła do 1,335 wobec 1,488 w poprzednim roku
Torpol	Oferta konsorcjum Torpolu i Przedsiębiorstwa Usług Technicznych Intercor okazała się najtańsza zarówno w zakresie zamówienia podstawowego, jak i opcji nr 1 i nr 2 w przetargu PKP PLK na roboty budowlane na odcinku Czyżew – Białystok. Podstawowa oferta wyniosła 1,44 mld, co przekroczyło zakładany budżet inwestycji. Torpol posiada 70% w konsorcjum.
Ceramika Nowa Gala	Ceramika Nowa Gala sprzedała nieruchomość zlokalizowaną na terenie Specjalnej Strefy Ekonomicznej Starachowice za 5,95 mln zł. Wycena bilansowa nieruchomości wynosiła 7,55 mln zł, więc spółka odnotuje na transakcji 1,6 mln zł straty, która zostanie wykazana w sprawozdaniu za trzeci kwartał.
Mennica Polska	9 października Mennica Polska uruchomiła nowy system zakupu biletów w pojazdach komunikacji miejskiej w Bydgoszczy. W I półroczu 2018 r. spółka osiągnęła 165,5 mln zł przychodów z tytułu płatności elektronicznych.
PGNiG	Agencja Fitch potwierdziła długoterminowy rating PGNiG w walucie krajowej i walucie obcej na poziomie BBB- ze stabilną perspektywą.
Altus TFI	Altus TFI zmienił tymczasowo statuty 11 swoich zamkniętych funduszy inwestycyjnych w zakresie zasad wykupu certyfikatów. Zgodnie z przyjętymi zmianami, Altus TFI nie będzie wykupywać do 28 lutego 2019 roku certyfikatów inwestycyjnych w tych funduszach.



Makroekonomia

Ceny producentów i ceny energii elektrycznej

Wpływ zmian cen energii elektrycznej na ceny producentów i konsumentów interesujący jest tylko w formie efektów drugiego rzędu (efektów wtórnych). Efekt bezpośredni w postaci wpływu na ceny energii – o ile nie przełoży się na oczekiwania płacowe, cenowe, czy inflacyjne – po roku zginie w efektach bazowych. Ciekawe jest więc, jaka część zmiany cen energii elektrycznej prowadzi do wtórnych ruchów cenowych, zmieniających ceny pozostałych dóbr i usług.

Z uwagi na dostępność szeregów czasowych ich częstotliwość i jakość, zdecydowaliśmy skorzystać z cen kategorii „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę” (dalej wytwarzanie energii) jako kategorii będącej nośnikiem informacji o cenach energii elektrycznej dla przedsiębiorstw. Korelacja – na danych rocznych – z cenami energii elektrycznej w taryfie B jest znacząca, choć oczywiście z uwagi na obecność w kategorii innych nośników energii dynamika roczna jest bardziej „płaska”.

Za obiekt badania wybraliśmy ceny producentów w przetwórstwie przemysłowym po wyłączeniu cen w sekcji „produkty koksu i rafinacji ropy naftowej” (ceny stricte egzogeniczne w tej sekcji). Tę kategorię będziemy dalej nazywać cenami producentów w ujęciu bazowym. Zdajemy sobie sprawę, że ceny energii są częściowo skorelowane z cenami surowców (zdarzają się okresy silniejszej korelacji, ale średnio rzecz ujmując nie jest ona przesadnie silna). Z tego względu warto – na wszelki wypadek – poszukać sytuacji, w których ceny surowców spadały, a ceny energii elektrycznej rosły. Doskonale nadaje się do tego przełom roku 2008 i 2009.

Jak wielokrotnie jednak stwierdzaliśmy, bazowe ceny producentów są silnie skorelowane z poziomem kursu walutowego. Z tego względu, zdecydowaliśmy się je wyczyścić z tego efektu. Przy okazji pozbyliśmy się także efektów zmian cen ropy naftowej i miedzi. Skutkiem tych operacji pozostały tylko uśrednione reszty z równań regresji zawierających wspomniane zmienne. Z założenia powinny one zawierać wszystkie pozostałe czynniki, w tym ceny energii.

mBank Research

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek, Piotr Bartkiewicz, Karol Klimas)

research@mBank.pl

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2018	P/E 2019	EV/EBITDA 2018	EV/EBITDA 2019
Finanse						+19,7%	11,6	10,2		
Alior Bank	kupuj	2018-10-04	62,90	96,00	61,20	+56,9%	9,8	7,9		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-10-04	0,53	1,00	0,53	+88,7%	-	3,6		
Handlowy	kupuj	2018-10-04	76,90	90,00	73,40	+22,6%	14,4	13,9		
ING BSK	akumuluj	2018-10-04	181,00	200,00	174,00	+14,9%	14,9	13,6		
Millennium	redukuj	2018-10-04	9,27	8,40	8,91	-5,7%	14,7	13,3		
Pekao	kupuj	2018-10-04	107,20	138,70	105,30	+31,7%	13,2	11,0		
PKO BP	akumuluj	2018-10-04	42,55	47,00	42,15	+11,5%	14,1	13,2		
Santander Bank Polska	akumuluj	2018-10-04	367,00	400,00	356,40	+12,2%	15,8	14,0		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	902,50	+23,1%	11,6	9,8		
Erste Bank	kupuj	2018-08-02	37,14	43,00 EUR	36,09	+19,1%	10,3	10,3		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	10 190	+18,6%	10,3	9,5		
PZU	akumuluj	2018-08-02	42,00	47,50	40,00	+18,8%	11,2	10,1		
Kruk	kupuj	2018-09-17	187,80	292,77	194,50	+50,5%	10,4	8,8		
Prime Car Management	zawieszona	2018-08-23	7,96	-	9,00	-	-	-		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-08-31	25,30	36,86	27,00	+36,5%	8,4	8,0		
Chemia						+61,1%	9,9	9,1	4,9	4,8
Ciech	kupuj	2018-08-02	56,95	82,52	47,18	+74,9%	7,4	7,0	5,1	4,7
Grupa Azoty	trzymaj	2018-09-03	38,00	41,13	28,10	+46,4%	12,4	11,2	4,8	4,8
Polwax	zawieszona	2018-09-14	7,70	-	7,10	-	-	-	-	-
Paliwa						+2,2%	9,0	12,6	4,9	5,7
Lotos	sprzedaj	2018-09-03	69,90	57,21	75,96	-24,7%	10,6	15,0	5,7	7,1
MOL	kupuj	2018-09-03	2 870	3 296 HUF	3 040	+8,4%	8,6	10,7	3,9	4,3
PGNiG	kupuj	2018-09-03	5,82	7,86	6,62	+18,7%	9,2	7,7	4,3	3,6
PKN Orlen	sprzedaj	2018-09-03	98,24	81,38	97,84	-16,8%	8,7	14,5	5,5	7,7
Energetyka						+13,3%	4,1	4,2	3,8	3,5
CEZ	sprzedaj	2018-07-04	550,00	440,96 CZK	566,50	-22,2%	21,4	19,9	8,5	8,4
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	8,24	+53,2%	4,0	3,1	3,8	3,3
Energa	kupuj	2018-09-03	8,40	15,27	8,23	+85,5%	4,1	4,2	3,4	3,2
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	10,10	+34,7%	6,2	6,1	3,8	3,5
Tauron	kupuj	2018-09-03	2,00	2,77	1,84	+50,5%	3,5	2,9	3,7	4,1
Telekomunikacja, media, IT						+13,4%	19,7	16,9	7,1	6,3
Netia	trzymaj	2018-10-01	4,50	4,30	4,75	-9,5%	43,2	52,2	5,6	5,9
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	4,45	+70,8%	19,5	10,7	4,1	3,7
Play	trzymaj	2018-08-30	21,90	22,60	18,18	+24,3%	5,8	6,5	5,2	5,1
Agora	kupuj	2018-09-14	8,48	15,40	9,36	+64,5%	47,0	58,6	5,7	4,8
Cyfrowy Polsat	akumuluj	2018-06-15	22,76	24,90	23,34	+6,7%	13,6	11,6	7,1	6,3
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-09-03	57,00	60,00	50,20	+19,5%	19,7	16,9	10,8	9,0
Asseco Poland	akumuluj	2018-09-03	45,90	49,00	46,18	+6,1%	13,6	14,9	8,1	7,9
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	164,00	-44,6%	79,0	23,7	62,6	18,2
Comarch	akumuluj	2018-10-01	167,00	180,50	169,00	+6,8%	25,4	18,9	8,4	7,7
Przemysł, surowce						+26,5%	14,2	6,5	6,4	4,6
Famur	kupuj	2018-08-02	5,20	6,56	5,54	+18,4%	17,4	13,8	7,6	6,8
Grupa Kęty	trzymaj	2018-09-03	387,50	367,45	375,00	-2,0%	13,6	12,9	9,3	8,7
JSW	kupuj	2018-09-03	77,00	98,00	65,78	+49,0%	4,0	5,2	2,0	2,2
Kemel	kupuj	2018-07-23	50,50	59,18	52,00	+13,8%	15,7	7,2	6,9	5,3
KGHM	kupuj	2018-09-03	90,80	104,21	87,28	+19,4%	7,4	5,8	4,4	3,3
Stelmet	kupuj	2018-09-03	11,35	20,45	7,78	+162,9%	14,8	5,1	5,9	3,9
Budownictwo						+29,0%	8,2	11,1	3,5	4,5
Budimex	trzymaj	2018-08-02	122,60	125,00	102,60	+21,8%	10,6	12,0	3,3	4,2
Elektrobudowa	kupuj	2018-09-26	32,80	45,00	39,00	+15,4%	-	10,4	-	4,9
Erbud	kupuj	2018-09-03	9,60	14,40	10,80	+33,3%	-	11,7	-	4,8
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	5,06	+99,6%	5,8	5,0	3,8	2,9
Deweloperzy						+28,5%	6,7	7,0	7,4	7,2
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	31,20	+37,4%	6,4	6,7	5,8	6,3
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,75	+45,2%	11,4	9,6	18,0	17,2
Dom Development	kupuj	2018-08-02	72,80	87,80	67,80	+29,5%	7,0	7,4	5,8	6,3
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,24	+32,8%	5,8	5,3	6,9	7,1
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	8,46	+13,5%	10,1	8,8	14,6	13,7
LC Corp	kupuj	2018-06-22	2,39	3,58	2,47	+44,9%	5,9	5,5	7,8	7,4
Handel						+28,1%	25,7	17,1	12,2	7,0
AmRest	trzymaj	2018-09-03	40,60	42,60	43,10	-1,2%	4,5	3,6	3,7	3,0
CCC	kupuj	2018-06-06	242,80	295,00	221,20	+33,4%	28,9	17,1	16,4	11,4
Dino	trzymaj	2018-06-06	107,40	103,50	90,00	+15,0%	27,6	20,7	17,3	13,3
Eurocash	kupuj	2018-10-01	18,08	26,40	20,16	+31,0%	27,3	20,3	8,5	7,0
Jeronimo Martins	kupuj	2018-08-02	12,65	15,20 EUR	11,46	+32,7%	18,1	15,0	7,7	6,7
LPP	kupuj	2018-10-01	8 625	10 200	8 590	+18,7%	24,2	19,8	13,1	10,9
TXM	kupuj	2018-07-04	1,28	3,48	0,59	+489,8%	-	2,0	12,2	2,9
Inne						+10,7%	11,7	11,1	8,5	7,6
PBKM	kupuj	2018-10-01	57,80	66,40	60,00	+10,7%	11,7	11,1	8,5	7,6

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
Spółki IT						13,7	9,8	5,3	5,0
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	12,30	-24,1%	14,6	12,7	6,5	5,3
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	24,80	-11,4%	14,4	13,1	9,6	8,8
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	11,25	-3,8%	10,3	9,8	4,5	4,1
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,60	-15,3%	8,4	7,6	5,3	5,0
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,63	-3,0%	13,7	9,0	5,1	4,4
Spółki przemysłowe						8,5	8,5	6,2	5,8
Alumetal	równoważ	2018-08-23	51,00	45,00	-11,8%	8,0	8,8	6,5	6,8
Amica	przeważaj	2018-09-13	112,80	111,20	-1,4%	7,7	7,4	5,4	4,9
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	25,00	+4,2%	13,8	14,4	7,9	8,1
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	5,20	-16,8%	9,2	7,3	6,5	5,9
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,42	+30,3%	5,7	5,0	5,3	4,7
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,79	-6,7%	8,5	8,0	6,1	5,7
Forte	przeważaj	2018-07-27	40,60	38,25	-5,8%	14,3	10,2	10,2	8,4
Kruszwica	niedoważaj	2018-08-02	65,40	43,20	-33,9%	16,9	17,8	9,0	9,0
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	65,00	-0,6%	8,2	9,9	6,1	6,5
Pfleiderer Group	równoważ	2018-09-28	36,45	34,40	-5,6%	16,7	16,6	6,2	5,8
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,74	-23,2%	5,1	2,8	4,7	1,7
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	15,20	+4,8%	8,6	8,2	5,8	5,5
Budownictwo						28,3	10,2	5,8	4,9
Elektrotim	równoważ	2018-09-27	4,20	4,09	-2,6%	43,7	11,7	5,7	4,9
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	2,45	-33,2%	7,7	5,4	4,5	3,7
Torpol	równoważ	2018-09-27	5,18	5,00	-3,5%	54,3	11,0	5,9	4,9
Trakcja	niedoważaj	2018-09-27	3,47	3,14	-9,5%	70,7	33,5	6,6	7,0
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	69,50	-4,8%	8,6	8,3	3,4	3,3
ZUE	równoważ	2018-09-27	5,56	5,40	-2,9%	12,9	9,3	6,1	5,5
Deweloperzy						5,9	6,3	8,7	5,9
Archicom	przeważaj	2018-06-22	15,00	11,90	-20,7%	5,6	3,9	5,5	4,5
BBi Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,57	-13,6%	13,2	6,3	13,5	5,9
i2 Development	równoważ	2018-06-22	15,40	13,00	-15,6%	4,0	4,5	7,2	6,0
JWC	równoważ	2018-06-22	3,48	2,88	-17,2%	7,8	3,1	8,7	3,9
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-06-22	18,80	17,60	-6,4%	5,9	6,7	4,4	5,2
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	18,15	-18,6%	5,9	6,8	9,9	11,0
Polnord	niedoważaj	2018-06-22	9,04	8,90	-1,5%	-	-	-	-
Ronson	równoważ	2018-06-22	1,09	1,03	-5,5%	11,1	7,4	12,1	10,7
Handel						11,4	9,3	7,8	6,3
Bytom	przeważaj	2018-05-23	2,92	2,69	-7,9%	12,0	11,0	7,8	6,8
Monnari	równoważ	2018-07-13	6,60	5,88	-10,9%	8,9	8,3	3,5	3,1
Vistula	przeważaj	2018-05-23	4,79	3,98	-16,9%	11,4	9,3	7,8	6,3

Wycena banków z Europy Środkowej i Wschodniej

	Cena	2018	P/E 2019	2020	2018	ROE 2019	2020	2018	P/BV 2019	2020	2018	DY 2019	2020
POLSKIE BANKI													
Alior Bank	61,20	9,8	7,9	6,6	11%	12%	13%	1,0	0,9	0,8	0,0%	0,0%	0,0%
Getin Noble Bank	0,53	-	3,6	1,8	-1%	3%	6%	0,1	0,1	0,1	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	73,40	14,4	13,9	11,4	9%	10%	12%	1,4	1,4	1,3	5,6%	6,9%	7,2%
ING BSK	174,00	14,9	13,6	11,6	13%	13%	14%	1,8	1,7	1,5	1,8%	2,0%	2,2%
Millennium	8,91	14,7	13,3	11,9	9%	9%	10%	1,3	1,2	1,1	0,0%	1,4%	1,5%
Pekao	105,30	13,2	11,0	9,4	9%	11%	12%	1,2	1,1	1,1	7,5%	5,7%	6,8%
PKO BP	42,15	14,1	13,2	10,8	10%	10%	11%	1,3	1,3	1,2	1,3%	3,5%	3,8%
Santander Bank Polska	356,40	15,8	14,0	11,4	10%	10%	12%	1,4	1,4	1,3	1,9%	7,2%	3,6%
Mediana		14,4	13,2	11,1	10%	10%	12%	1,3	1,2	1,1	1,6%	2,8%	2,9%
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
BCP	0,227	9,8	6,9	6,5	6%	8%	8%	0,6	0,5	0,5	1,3%	3,1%	6,2%
Citigroup	71,890	11,0	9,6	8,3	9%	10%	11%	1,0	0,9	0,8	2,1%	2,7%	3,1%
Commerzbank	8,648	11,7	9,8	7,3	3%	4%	5%	0,4	0,4	0,4	2,4%	3,7%	5,3%
ING	10,846	8,1	7,9	7,5	10%	10%	10%	0,8	0,8	0,7	6,4%	6,6%	6,9%
KBC	66,620	10,9	11,1	10,7	14%	13%	13%	1,6	1,5	1,4	5,4%	5,9%	6,2%
UCI	12,114	7,7	6,2	5,5	6%	8%	8%	0,5	0,5	0,4	3,0%	5,2%	7,9%
Mediana		10,4	8,7	7,4	8%	9%	9%	0,7	0,7	0,6	2,7%	4,5%	6,2%
ZAGRANICZNE BANKI													
Erste Bank*	36,09	10,3	10,3	9,6	11%	10%	10%	1,1	1,0	1,0	3,3%	4,1%	4,1%
Komerční Banka*	902,50	11,6	9,8	-	14%	14%	-	1,5	1,3	-	5,2%	4,8%	-
OTP*	10 190	10,3	9,5	-	15%	15%	-	1,5	1,4	-	2,5%	2,6%	-
Banco Santander	4,38	9,0	8,1	7,4	8%	9%	9%	0,7	0,7	0,7	5,1%	5,4%	6,1%
Deutsche Bank	9,60	20,9	10,8	7,9	1%	3%	4%	0,3	0,3	0,3	1,5%	2,9%	4,5%
Sberbank	191,25	5,0	4,7	4,2	23%	21%	21%	1,1	1,0	0,9	9,3%	10,7%	12,3%
VTB Bank	0,04	3,8	3,2	3,0	12%	12%	12%	0,4	0,4	0,4	10,4%	10,4%	10,4%
Piraeus Bank	1,13	31,3	3,7	1,9	0%	2%	4%	0,1	0,1	0,1	0,0%	0,0%	4,3%
Alpha Bank	1,17	8,8	5,5	4,3	2%	3%	4%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	1,4%
National Bank of Greece	1,54	118,3	66,9	45,2	2%	3%	5%	2,7	2,6	2,4	0,0%	0,0%	0,1%
Eurobank Ergasias	0,50	6,4	4,3	3,4	3%	5%	6%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	2,2%
Akbank	6,43	4,1	3,6	3,2	15%	15%	15%	0,6	0,5	0,5	6,9%	8,0%	8,2%
Türkiye Garanti Bank	7,23	4,4	3,8	3,2	15%	16%	17%	0,7	0,6	0,5	6,2%	6,9%	5,4%
Türkiye Halk Bank	6,58	2,3	1,9	1,6	13%	14%	-	0,3	0,3	0,2	3,3%	5,0%	-
Türkiye Vakıflar Bankası	3,58	2,4	2,9	2,8	15%	12%	-	0,3	0,3	0,3	1,8%	1,8%	1,0%
Yapi ve Kredi Bankası	1,70	3,6	3,0	2,4	10%	10%	12%	0,4	0,3	0,3	0,0%	2,9%	1,9%
Mediana		7,6	4,5	3,3	11%	11%	10%	0,5	0,4	0,4	2,9%	3,5%	4,3%

Wycena spółek ubezpieczeniowych

	Cena	2018	P/E 2019	2020	2018	ROE 2019	2020	2018	P/BV 2019	2020	2018	DY 2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI													
PZU	40,00	11,2	10,1	9,5	20%	21%	21%	2,2	2,1	1,9	6,7%	6,7%	7,4%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI													
Vienna Insurance G.	25,00	11,1	10,7	9,5	6%	6%	6%	0,7	0,6	0,6	3,8%	4,0%	4,3%
Uniq	8,40	12,0	11,3	10,4	7%	7%	8%	0,8	0,9	0,9	6,2%	6,7%	6,9%
Aegon	5,66	8,6	8,0	7,6	7%	7%	7%	0,5	0,5	0,5	5,0%	5,2%	5,5%
Allianz	191,46	11,0	10,3	9,8	11%	12%	12%	1,2	1,2	1,1	4,6%	4,9%	5,1%
Aviva	4,63	8,2	7,6	7,1	12%	11%	-	1,1	1,0	1,0	6,5%	7,2%	8,2%
AXA	23,51	9,5	8,7	8,3	9%	9%	9%	0,8	0,8	0,7	5,6%	6,0%	6,3%
Baloise	149,90	12,4	11,7	11,0	9%	9%	9%	1,1	1,0	1,0	3,9%	4,1%	4,4%
Assicurazioni Generali	14,43	9,2	8,9	8,6	10%	10%	10%	0,9	0,9	0,8	6,3%	6,6%	7,0%
Helvetia	587,50	11,7	11,3	11,0	10%	10%	10%	1,1	1,1	1,0	4,2%	4,3%	4,5%
Mapfre	2,69	10,2	9,2	8,5	9%	10%	12%	1,0	0,9	0,9	5,7%	6,2%	6,7%
RSA Insurance	5,63	11,7	10,5	10,1	13%	14%	14%	1,5	1,4	1,3	4,2%	5,3%	5,6%
Zurich Financial	314,00	12,9	11,1	10,5	11%	13%	14%	1,5	1,4	1,4	6,1%	6,5%	6,8%
Mediana		11,0	10,4	9,6	10%	10%	10%	1,0	1,0	0,9	5,3%	5,6%	6,0%

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

Wycena spółek rafineryjnych i gazowych

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	75,96	5,7	7,1	5,8	0,6	0,6	0,6	10,6	15,0	13,2	11%	8%	10%	1,3%	2,8%	2,0%
MOL	3040,00	3,9	4,3	4,2	0,6	0,5	0,5	8,6	10,7	10,0	14%	12%	13%	4,2%	3,7%	3,9%
PKN Orlen	97,84	5,5	7,7	6,7	0,4	0,4	0,4	8,7	14,5	13,0	8%	5%	6%	3,1%	4,0%	2,4%
HollyFrontier	68,64	7,2	6,0	6,6	0,8	0,8	0,8	13,1	9,4	10,1	12%	14%	13%	1,9%	2,0%	2,1%
Andeavor	153,50	9,6	8,0	7,0	0,7	0,7	0,7	17,5	12,5	10,3	7%	8%	10%	1,6%	1,7%	1,9%
Valero Energy	115,66	9,0	6,8	5,4	0,5	0,5	0,4	17,8	11,4	8,5	5%	7%	8%	2,8%	3,0%	3,2%
Marathon Petroleum	83,76	8,8	7,3	6,0	0,7	0,6	0,6	17,1	11,9	9,3	8%	9%	10%	2,2%	2,4%	2,6%
Phillips 66	117,68	9,4	8,3	7,3	0,6	0,5	0,7	15,4	12,2	9,9	6%	7%	9%	2,6%	2,9%	3,1%
Tupras	142,90	8,1	7,5	6,6	0,6	0,6	0,6	10,7	9,4	8,1	8%	7%	8%	7,0%	8,0%	9,8%
OMV	50,20	4,1	3,8	3,9	0,9	0,9	0,9	9,8	9,1	9,1	22%	23%	23%	3,3%	3,6%	3,9%
Neste Oil	72,76	11,7	11,0	10,7	1,3	1,3	1,2	18,6	17,6	17,0	11%	11%	12%	2,7%	2,9%	3,0%
Hellenic Petroleum	7,04	5,4	5,6	5,5	0,4	0,4	0,4	7,3	8,0	7,8	8%	8%	8%	5,4%	5,7%	6,4%
Saras SpA	1,71	4,1	3,6	2,9	0,2	0,2	0,2	13,6	9,5	6,9	4%	5%	6%	4,6%	5,5%	7,1%
Motor Oil	21,40	5,1	5,1	4,5	0,3	0,3	0,3	9,7	10,0	8,8	6%	6%	7%	5,8%	6,1%	6,8%
Mediana		6,5	6,9	5,9	0,6	0,6	0,6	11,9	11,0	9,6	8%	8%	9%	2,9%	3,3%	3,1%
SPÓŁKI GAZOWE																
A2A SpA	1,52	6,7	6,6	6,4	1,4	1,3	1,3	11,8	12,5	11,7	20%	20%	21%	4,4%	4,8%	5,1%
Centrica	151,95	5,0	5,0	5,0	0,4	0,4	0,4	11,6	11,8	11,4	9%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Enagas	23,93	10,2	10,4	10,2	7,9	8,1	8,1	13,0	13,4	12,4	78%	78%	79%	6,4%	6,7%	7,0%
Endesa	18,96	7,4	7,3	7,2	1,3	1,3	1,3	14,0	13,6	13,4	17%	17%	18%	7,2%	7,4%	7,6%
Engie	12,81	6,1	5,8	5,5	0,9	0,9	0,9	12,9	11,6	10,8	15%	15%	16%	5,9%	6,2%	6,6%
Gas Natural SDG	23,82	9,4	8,9	8,6	1,7	1,6	1,6	25,3	17,0	16,0	18%	19%	19%	5,1%	5,5%	5,7%
Hera SpA	2,56	6,4	6,5	6,3	1,1	1,1	1,1	14,3	14,5	14,0	18%	17%	18%	3,9%	4,0%	4,1%
Snam SpA	3,66	11,7	11,7	11,5	9,5	9,4	9,3	12,7	12,5	12,1	81%	81%	81%	6,0%	6,3%	6,3%
PGNiG	6,62	4,3	3,6	3,3	0,9	0,8	0,7	9,2	7,7	7,9	21%	22%	23%	0,0%	3,2%	3,9%
BP	579,00	5,3	4,9	4,8	0,7	0,7	0,6	13,8	12,6	11,9	12%	13%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
Eni	16,26	3,6	3,4	3,4	0,9	0,9	0,9	13,8	12,0	12,0	25%	26%	27%	5,1%	5,2%	5,4%
Equinor	231,30	3,8	3,5	3,3	1,4	1,4	1,3	14,3	13,2	12,8	38%	39%	39%	0,0%	0,0%	0,1%
Gazprom	172,11	3,2	3,1	3,0	0,8	0,8	0,8	3,8	3,8	3,8	27%	27%	27%	5,2%	5,9%	6,3%
NovaTek	1145,00	14,1	13,8	13,2	5,0	4,9	4,6	16,8	15,1	14,8	36%	35%	35%	1%	2%	2%
ROMGAZ	34,45	4,8	4,5	4,1	2,8	2,6	2,3	8,2	7,6	7,0	58%	57%	55%	11,1%	11,7%	12,4%
Shell	29,62	3,6	3,3	3,3	0,6	0,6	0,6	12,6	10,8	10,4	16%	17%	17%	7,3%	7,4%	7,5%
Total	54,83	6,5	6,0	5,9	1,1	1,1	1,1	13,7	12,4	12,2	18%	19%	19%	5,4%	5,6%	5,8%
Mediana		6,1	5,8	5,5	1,1	1,1	1,1	13,0	12,5	12,0	20%	20%	21%	5,1%	5,5%	5,7%

Wycena spółek energetycznych

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
EDF	15,28	6,0	5,6	5,3	1,3	1,3	1,2	24,5	20,1	17,1	21%	22%	23%	2,0%	2,3%	2,9%
EDP	3,15	8,8	8,3	8,1	2,2	2,1	2,0	14,5	13,5	12,9	25%	26%	25%	6,1%	6,1%	6,1%
Endesa	18,96	7,4	7,3	7,2	1,3	1,3	1,3	14,0	13,6	13,4	17%	17%	18%	7,2%	7,4%	7,6%
Enel	4,41	6,3	6,0	5,8	1,3	1,3	1,3	10,9	9,8	9,2	21%	22%	22%	6,4%	7,2%	7,7%
EON	8,58	7,3	6,8	5,9	0,9	0,8	0,7	13,1	12,2	11,3	12%	12%	11%	5,0%	5,6%	6,1%
Fortum	21,05	14,6	14,8	13,6	4,7	4,6	4,5	22,3	17,4	15,2	32%	31%	33%	5,2%	5,2%	5,2%
Iberdola	6,38	8,9	8,4	7,9	2,2	2,1	2,1	13,6	12,7	12,0	25%	26%	26%	5,2%	5,5%	5,8%
National Grid	785,10	10,0	10,2	9,5	3,4	3,2	3,1	13,4	13,7	13,0	34%	32%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
Red Electrica	18,82	9,7	9,4	9,6	7,5	7,3	7,4	14,4	13,9	14,3	77%	77%	77%	5,2%	5,6%	5,7%
RWE	17,65	7,0	6,8	9,2	0,8	0,8	1,3	11,9	10,4	9,1	12%	12%	14%	4,0%	4,6%	5,5%
SSE	1134,00	8,2	8,3	8,2	0,7	0,7	0,7	9,7	9,6	9,7	9%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbund	41,82	10,6	9,2	8,3	3,4	3,1	2,9	39,5	30,8	25,8	32%	33%	35%	1,1%	1,5%	1,8%
CEZ	566,50	8,5	8,4	7,8	2,2	2,1	2,0	21,4	19,9	17,7	26%	25%	26%	5,8%	4,7%	5,0%
PGE	10,10	3,8	3,5	3,4	1,1	0,9	0,8	6,2	6,1	6,7	29%	25%	24%	0,0%	0,0%	4,1%
Tauron	1,84	3,7	4,1	3,8	0,8	0,7	0,7	3,5	2,9	3,0	20%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Enea	8,24	3,8	3,3	3,7	0,9	0,8	0,8	4,0	3,1	3,9	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energia	8,23	3,4	3,2	3,4	0,7	0,7	0,7	4,1	4,2	4,5	22%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		7,4	7,3	7,8	1,3	1,3	1,3	13,4	12,7	12,0	23%	23%	23%	4,0%	4,6%	5,0%

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

Wycena spółek nawozowych i chemicznych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	4629,00	7,8	7,2	6,8	2,5	2,3	2,2	11,3	10,2	9,5	32%	32%	32%	6,6%	7,0%	7,1%
Uralkali	80,60	4,7	4,7	-	2,5	2,5	-	3,6	3,8	-	53%	53%	-	0,0%	0,0%	
Phosagro	2555,00	6,4	6,3	5,7	2,0	2,0	1,8	11,2	11,0	8,2	31%	31%	32%	4,8%	5,6%	6,2%
K+S	18,20	7,9	7,0	6,3	1,6	1,5	1,5	13,8	10,1	8,8	20%	22%	23%	3,1%	4,2%	4,5%
Yara International	390,70	-	55,8	45,6	8,8	8,4	7,6	-	-	-	12%	15%	17%	0,2%	0,4%	0,5%
The Mosaic Company	33,10	9,0	8,2	7,7	1,8	1,7	1,7	21,8	17,1	14,3	20%	21%	22%	0,3%	0,3%	0,7%
CF Industries	54,81	14,1	11,9	11,1	4,5	4,1	4,0	47,1	27,6	22,0	32%	35%	36%	2,3%	2,3%	2,4%
Israel Chemicals	2300,00	8,2	9,0	8,5	1,9	1,8	1,7	17,4	15,9	14,6	23%	20%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
Grupa Azoty	28,10	4,8	4,8	5,4	0,5	0,5	0,6	12,4	11,2	10,5	10%	10%	11%	4,3%	2,4%	2,7%
ZA Police*	16,45	8,5	6,4	5,1	0,7	0,6	0,6	25,3	13,4	9,0	8%	10%	12%	3,2%	3,0%	3,0%
ZCh Puławy*	87,00	3,0	2,3	2,1	0,3	0,3	0,3	9,7	7,0	6,3	11%	14%	15%	6,8%	9,2%	9,2%
Mediana		7,9	7,0	6,6	1,9	1,8	1,7	13,1	11,1	9,5	20%	21%	21%	3,1%	2,4%	2,9%
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	47,18	5,1	4,7	4,2	1,0	1,0	0,9	7,4	7,0	6,2	20%	21%	21%	15,9%	7,5%	9,3%
Akzo Nobel	76,78	17,7	14,9	13,1	2,2	2,1	2,0	27,1	22,5	18,9	13%	14%	16%	2,9%	2,9%	3,1%
BASF	73,29	6,8	6,5	6,2	1,3	1,2	1,2	11,2	10,4	9,7	19%	19%	19%	4,4%	4,6%	4,8%
Croda	4867,00	16,6	15,4	14,5	4,8	4,6	4,4	25,5	23,6	22,0	29%	30%	30%	0,0%	0,0%	0,0%
Sisecam	5,68	5,2	4,2	3,3	1,1	1,0	0,8	9,4	8,2	6,6	22%	23%	24%	3,3%	4,1%	4,5%
Soda Sanayii	6,91	8,0	6,6	5,2	2,1	1,7	1,6	7,7	6,9	5,6	26%	26%	31%	4,5%	5,9%	7,5%
Solvay	115,15	6,4	6,1	5,7	1,4	1,3	1,3	13,9	13,1	11,5	21%	22%	22%	3,3%	3,3%	3,3%
Tata Chemicals	635,75	7,8	7,2	6,8	1,5	1,5	1,4	13,6	14,1	12,9	19%	21%	21%	2,0%	1,9%	2,0%
Tessenderlo Chemie	31,15	7,5	6,1	5,7	0,9	0,8	0,8	15,3	11,6	10,0	12%	14%	14%	0,0%	-	-
Wacker Chemie	103,30	5,7	5,5	5,3	1,2	1,2	1,1	14,8	13,4	12,3	21%	21%	21%	3,8%	4,2%	4,6%
Mediana		7,2	6,3	5,7	1,3	1,3	1,2	13,8	12,3	10,8	21%	21%	21%	3,3%	4,1%	4,5%

Wycena spółek sektora elektromaszynowego

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Atlas Copco	247,70	8,3	7,9	7,7	2,2	2,1	2,0	19,4	18,1	17,1	27%	26%	26%	2,8%	3,0%	3,2%
Caterpillar	149,46	10,5	9,6	8,8	2,1	2,0	1,9	12,9	11,8	10,8	20%	21%	21%	2,2%	2,3%	2,4%
Duro Felguera	0,01	-	-	-	0,7	0,7	-	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	-
Famur	5,54	7,6	6,8	6,5	1,6	1,6	1,5	17,4	13,8	12,0	21%	23%	23%	7,9%	8,2%	5,1%
Komatsu	3390,00	10,5	7,8	7,3	1,6	1,5	1,4	16,8	12,7	11,4	15%	19%	19%	2,2%	3,0%	3,4%
Sandvig AG	154,00	8,5	8,4	8,0	2,0	2,0	1,9	14,9	14,0	13,1	24%	23%	24%	2,7%	2,9%	3,2%
Mediana		9,5	8,1	7,7	1,6	1,6	1,7	15,9	13,3	11,7	21%	22%	22%	2,2%	2,9%	3,3%

Wycena spółek górniczych

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
JSW	65,78	2,0	2,2	2,9	0,7	0,7	0,7	4,0	5,2	8,3	33%	30%	25%	0,0%	7,6%	9,6%
KGHM	87,28	4,4	3,3	3,0	1,1	0,9	0,8	7,4	5,8	5,7	25%	26%	26%	0,0%	3,4%	6,1%
LW Bogdanka*	59,80	3,2	2,8	2,8	1,0	1,0	0,9	14,0	9,5	8,9	32%	34%	34%	2,0%	3,1%	4,3%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo American	1692,40	4,3	4,6	4,9	1,4	1,4	1,4	9,3	10,0	11,0	32%	31%	28%	0,0%	0,0%	0,0%
Antofagasta	825,20	5,1	4,5	4,2	2,6	2,4	2,3	13,5	11,5	11,2	51%	54%	55%	0,0%	0,0%	0,0%
BHP Billiton	34,63	4,0	4,1	4,3	2,1	2,2	2,3	14,1	14,3	15,9	54%	54%	52%	2,4%	2,6%	2,2%
Boliden	252,30	4,8	5,1	5,2	1,3	1,3	1,3	9,3	10,4	10,9	28%	26%	26%	6,7%	6,3%	6,5%
First Quantum	14,47	7,8	5,5	4,2	3,6	2,8	2,3	14,1	8,6	6,1	46%	51%	54%	0,1%	0,1%	0,2%
Freeport-McMoRan	13,18	3,8	5,5	4,4	1,5	1,8	1,6	7,0	11,5	8,3	39%	33%	37%	1,4%	2,1%	3,8%
Hudbay Min	6,23	2,7	2,6	2,5	1,2	1,2	1,2	8,7	7,9	6,8	44%	45%	46%	0,2%	0,2%	0,2%
Lundin Min	6,27	4,0	3,6	2,8	1,7	1,6	1,4	12,6	11,3	8,1	42%	45%	48%	1,5%	1,3%	1,3%
MMC Norilsk Nickel	17,18	5,8	5,6	5,5	3,0	2,9	2,8	7,7	7,6	8,0	51%	51%	51%	9,2%	11,1%	10,9%
OZ Minerals	9,05	5,1	5,2	4,3	2,4	2,4	2,0	14,7	15,9	11,2	47%	46%	47%	2,2%	1,8%	2,5%
Rio Tinto	3793,50	4,2	4,6	4,6	1,9	2,0	2,0	10,5	11,5	11,6	46%	44%	43%	0,0%	0,0%	0,0%
Sandfire Resources	7,11	2,9	2,7	2,1	1,5	1,4	1,2	8,7	7,2	5,2	52%	52%	55%	3,9%	4,4%	6,1%
Southern CC	42,22	9,6	8,5	8,2	4,9	4,4	4,3	17,1	15,2	14,6	51%	52%	53%	4,1%	3,3%	3,4%
Vedanta Resources	832,60	4,7	3,9	3,5	1,2	1,3	1,0	12,2	6,9	5,0	26%	33%	28%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		4,5	4,6	4,3	1,8	1,9	1,8	11,3	10,9	9,6	46%	46%	47%	1,4%	1,5%	1,8%

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

Wycena europejskich operatorów narodowych

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
Netia	4,75	5,6	5,9	6,0	1,4	1,5	1,5	43,2	52,2	45,7	25%	25%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Orange Polska	4,45	4,1	3,7	3,3	1,1	1,1	1,0	19,5	10,7	7,4	27%	28%	29%	0,0%	0,0%	5,6%
Play	18,18	5,2	5,1	4,8	1,6	1,6	1,5	5,8	6,5	6,4	32%	31%	31%	14,3%	7,2%	7,2%
Mediana		5,2	5,1	4,8	1,4	1,5	1,5	19,5	10,7	7,4	27%	28%	29%	0%	0,0%	5,6%
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Proximus	21,29	5,2	5,1	5,0	1,6	1,6	1,6	12,3	12,1	12,0	32%	32%	32%	7,0%	7,0%	7,1%
Telefonica CP	257,00	8,5	8,4	8,4	2,3	2,3	2,3	14,8	14,1	13,7	27%	27%	27%	7,9%	7,9%	7,9%
Hellenic Telekom	9,69	4,3	4,2	4,2	1,5	1,5	1,4	17,1	14,4	12,9	34%	34%	35%	4,8%	6,0%	6,7%
Matav	400,00	3,9	3,9	3,9	1,2	1,2	1,2	9,4	9,7	9,2	31%	31%	31%	6,3%	6,7%	7,2%
Telecom Austria	6,29	4,9	4,8	4,7	1,6	1,5	1,5	12,8	10,4	9,2	32%	32%	32%	3,2%	3,8%	4,2%
Mediana		4,9	4,8	4,7	1,6	1,5	1,5	12,8	12,1	12,0	32%	32%	32%	6,3%	6,7%	7,1%
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	228,70	4,3	4,4	4,4	1,4	1,4	1,4	8,4	8,7	8,7	32%	31%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
DT	13,89	5,8	5,5	5,2	1,7	1,7	1,6	14,5	12,8	11,8	30%	31%	31%	5,1%	5,5%	5,9%
KPN	2,26	6,9	6,8	6,7	2,7	2,7	2,7	20,0	17,9	15,7	39%	40%	40%	5,7%	8,1%	9,3%
Orange France	13,60	4,9	4,8	4,7	1,5	1,5	1,5	12,4	11,5	10,4	31%	32%	32%	5,1%	5,4%	5,7%
Swisscom	431,80	7,2	7,2	7,2	2,6	2,6	2,6	14,9	14,9	15,1	36%	36%	36%	5,1%	5,1%	5,1%
Telefonica S.A.	7,01	5,7	5,6	5,6	1,8	1,8	1,8	10,0	9,1	8,6	32%	32%	33%	5,8%	5,8%	6,0%
Telia Company	41,23	8,4	8,1	8,1	2,7	2,7	2,7	15,5	14,7	14,2	33%	33%	33%	5,7%	5,9%	6,0%
TI	0,50	4,2	4,1	4,1	1,8	1,8	1,8	7,1	6,6	6,3	43%	44%	44%	0,8%	1,6%	2,8%
Mediana		5,7	5,6	5,4	1,8	1,8	1,8	13,5	12,2	11,1	32%	33%	33%	5,1%	5,5%	5,8%

Wycena spółek mediowych

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
Agora	9,36	5,7	4,8	4,2	0,4	0,4	0,4	47,0	58,6	18,7	7%	8%	10%	5,3%	5,3%	5,3%
Cyfrowy Polsat	23,34	7,1	6,3	5,8	2,4	2,1	2,0	13,6	11,6	10,4	34%	34%	34%	0,0%	1,4%	2,2%
Mediana		6,4	5,5	5,0	1,4	1,3	1,2	30,3	35,1	14,5	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
DZIENNIKI																
Amolgo Mondadori	1,44	6,2	5,4	5,4	0,5	0,5	0,5	12,4	9,4	9,2	7%	9%	9%	0,7%	1,7%	2,5%
Axel Springer	56,10	10,3	9,4	8,7	2,4	2,3	2,2	19,6	17,5	15,7	23%	24%	25%	3,7%	3,9%	4,1%
Daily Mail	686,50	10,9	10,6	10,3	1,6	1,6	1,6	17,0	16,9	15,5	15%	15%	16%	0,0%	0,0%	0,0%
Gruppo Editorial	0,37	6,2	6,3	6,1	0,5	0,5	0,5	11,9	10,9	11,2	7%	8%	8%	1,4%	3,2%	4,3%
New York Times	25,53	14,5	12,7	10,9	2,4	2,3	2,2	29,3	23,4	17,5	17%	18%	21%	0,6%	0,6%	0,6%
Promotora de Inform	1,74	8,1	7,8	7,0	1,6	1,6	1,6	11,1	15,9	14,8	20%	21%	23%	0,5%	0,5%	0,7%
Reach	67,30	1,7	1,7	1,7	0,4	0,4	0,4	1,9	1,8	1,8	23%	24%	25%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		8,1	7,8	7,0	1,6	1,6	1,6	12,4	15,9	14,8	17%	18%	21%	0,6%	0,6%	0,7%
TV																
Atresmedia Corp	5,58	7,3	6,9	6,7	1,4	1,4	1,3	8,8	8,2	8,0	19%	20%	20%	9,6%	10,3%	10,6%
Gestelevision Telecinco	6,22	7,3	7,0	6,6	1,9	1,9	1,8	10,6	10,2	10,0	26%	27%	28%	9,6%	9,7%	9,8%
ITV PLC	159,05	8,5	8,4	7,9	2,3	2,2	2,1	10,3	10,3	9,5	27%	26%	27%	0,0%	0,0%	0,0%
M6-Metropole Tel	17,56	5,3	5,1	5,1	1,5	1,4	1,4	12,8	12,3	11,9	28%	28%	28%	5,6%	6,0%	6,2%
Mediaset SPA	2,69	3,6	3,8	3,8	1,4	1,5	1,5	17,1	11,4	9,6	39%	40%	40%	4,2%	5,8%	6,6%
Modern Times	329,00	12,1	11,3	10,1	1,2	1,2	1,1	21,0	19,7	17,3	10%	10%	11%	3,9%	4,1%	4,2%
Prosieben	22,26	6,6	6,2	5,9	1,7	1,6	1,5	9,6	9,1	8,6	25%	26%	26%	8,7%	9,1%	9,5%
RTL Group	61,20	7,6	7,4	7,1	1,6	1,5	1,5	13,1	11,9	11,9	21%	21%	21%	6,6%	6,6%	6,7%
TF1-TV Francaise	9,04	4,8	4,1	3,9	0,8	0,8	0,8	15,3	10,9	9,9	17%	19%	20%	4,1%	5,0%	5,5%
Mediana		7,3	6,9	6,6	1,5	1,5	1,5	12,8	10,9	9,9	25%	26%	26%	5,6%	6,0%	6,6%
PAY TV																
Sky PLC	1726,50	15,4	14,4	12,9	2,6	2,5	2,4	26,5	24,6	21,4	17%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Cogeco	65,30	5,4	5,0	4,9	2,4	2,3	2,2	10,5	10,4	10,7	45%	46%	46%	2,9%	3,2%	3,2%
Comcast	35,44	7,7	7,4	7,0	2,5	2,4	2,3	14,0	12,7	11,0	32%	33%	33%	2,1%	2,4%	2,7%
Dish Network	34,17	8,2	9,3	10,7	1,6	1,7	1,8	12,6	15,1	21,1	20%	18%	16%	0,0%	0,0%	0,0%
Liberty Global	26,37	5,8	5,7	5,5	2,7	2,7	2,7	-	48,7	31,8	47%	48%	48%	0,0%	0,0%	0,0%
Shaw Communications	19,43	8,1	7,5	6,9	3,1	3,0	2,9	22,9	18,3	15,5	39%	40%	42%	7,9%	8,0%	8,1%
Mediana		7,9	7,4	6,9	2,6	2,5	2,4	14,0	16,7	18,3	36%	37%	37%	1,1%	1,2%	1,3%

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

Wycena spółek IT

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
AB*	19,60	5,7	5,6	5,4	0,1	0,1	0,1	5,2	4,9	4,6	1%	1%	1%	0,0%	2,6%	4,7%
Asseco Poland	46,18	8,1	7,9	7,9	1,0	1,0	1,0	13,6	14,9	14,8	13%	13%	13%	6,5%	4,3%	4,3%
Comarch	169,00	8,4	7,7	7,2	1,1	1,0	0,9	25,4	18,9	16,2	12%	13%	13%	0,9%	0,9%	5,9%
Mediana		8,1	7,7	7,2	1,0	1,0	0,9	13,6	14,9	14,8	12%	13%	13%	0,9%	2,6%	4,7%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atos Origin	99,06	6,2	5,6	5,3	0,8	0,8	0,8	11,4	10,2	9,7	14%	14%	15%	1,8%	2,0%	2,2%
CapGemini	110,90	10,7	10,0	9,4	1,5	1,4	1,4	18,6	16,6	15,3	14%	14%	15%	1,6%	1,8%	2,0%
IBM	147,24	8,5	8,2	8,6	2,1	2,1	2,1	10,7	10,5	10,1	24%	25%	24%	4,2%	4,4%	4,6%
Indra Sistemas	9,23	7,2	6,6	6,2	0,7	0,7	0,7	13,4	11,3	10,1	10%	10%	11%	0,7%	2,0%	2,6%
Microsoft	112,26	17,9	15,4	13,7	7,3	6,5	5,9	29,3	26,4	23,1	41%	42%	43%	1,5%	1,6%	1,7%
Oracle	48,87	10,0	9,7	9,3	4,7	4,6	4,4	15,8	14,5	13,5	47%	47%	48%	1,5%	1,6%	1,7%
SAP	103,96	16,5	14,6	13,2	5,2	4,9	4,5	23,7	21,2	19,0	32%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,7%
TietoEnator	25,62	9,6	9,2	8,9	1,3	1,2	1,2	14,5	13,9	13,4	13%	13%	13%	5,6%	5,7%	5,9%
Mediana		9,8	9,5	9,1	1,8	1,8	1,7	15,2	14,2	13,4	19%	20%	19%	1,6%	1,9%	2,1%

Wycena spółek budowlanych

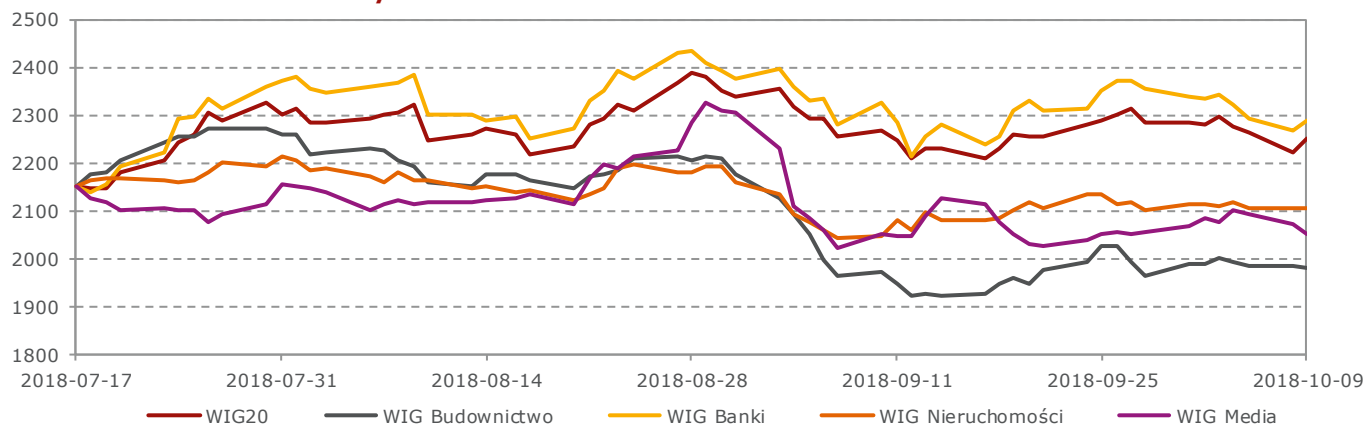
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	102,60	3,3	4,2	4,6	0,2	0,2	0,2	10,6	12,0	11,4	5%	4%	5%	17,2%	8,9%	7,9%
Elektrobudowa	39,00	-	4,9	4,4	0,2	0,3	0,2	-	10,4	10,2	-	5%	6%	26,9%	0,0%	7,7%
Elektrotim	4,09	5,7	4,9	3,4	0,1	0,1	0,1	43,7	11,7	7,0	2%	3%	4%	0,0%	4,9%	7,3%
Erbud	10,80	-	4,8	3,7	0,1	0,1	0,1	-	11,7	6,9	-	2%	2%	10,2%	0,0%	5,1%
Herkules	2,45	4,5	3,7	3,5	1,2	0,8	0,8	7,7	5,4	5,4	26%	23%	23%	2,9%	7,3%	8,2%
Torpol	5,00	5,9	4,9	4,3	0,1	0,1	0,1	54,3	11,0	10,7	2%	2%	3%	0,0%	0,0%	4,0%
Trakcja	3,14	6,6	7,0	5,4	0,2	0,2	0,2	-	33,5	18,0	3%	3%	3%	3,2%	0,0%	6,4%
Ulma Construcion	69,50	3,4	3,3	3,2	1,4	1,4	1,3	8,6	8,3	9,1	40%	41%	41%	5,5%	5,8%	5,8%
Unibep	5,06	3,8	2,9	2,7	0,1	0,1	0,1	5,8	5,0	5,5	3%	4%	3%	3,0%	6,0%	8,1%
ZUE	5,40	6,1	5,5	3,9	0,2	0,2	0,1	12,9	9,3	7,3	3%	3%	4%	0,0%	0,0%	5,6%
Mediana		5,1	4,9	3,8	0,2	0,2	0,2	10,6	10,7	8,2	3%	3%	4%	3,1%	2,4%	6,9%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Acciona	79,00	7,8	7,7	7,5	1,4	1,4	1,4	18,4	17,3	15,5	18%	18%	18%	3,9%	4,1%	4,3%
Astaldi	0,85	4,4	4,4	4,3	0,5	0,5	0,4	1,5	1,5	1,3	10%	10%	10%	0,0%	0,0%	-
Ferrovial	18,04	28,3	20,1	18,3	1,5	1,5	1,4	61,1	31,9	27,6	5%	7%	8%	4,1%	4,1%	4,2%
Hochtief	140,00	6,2	5,9	5,4	0,4	0,4	0,3	17,6	15,3	14,3	6%	6%	6%	3,3%	3,8%	4,1%
Mota Engil	1,89	3,8	3,5	3,3	0,6	0,6	0,5	11,8	6,2	4,9	16%	16%	16%	2,4%	4,5%	8,4%
NCC	152,95	7,2	5,2	4,9	0,3	0,2	0,2	14,9	10,6	9,6	3%	5%	5%	5,8%	6,3%	6,9%
Skanska	175,00	10,6	9,1	8,6	0,4	0,4	0,4	15,7	13,6	12,6	4%	5%	5%	4,7%	5,0%	5,1%
Strabag	33,25	3,3	3,2	3,1	0,2	0,2	0,2	11,5	11,2	10,6	6%	6%	6%	4,0%	4,2%	4,5%
Mediana		6,7	5,6	5,1	0,4	0,4	0,4	15,3	12,4	11,6	6%	7%	7%	3,9%	4,2%	4,5%

Wycena spółek deweloperskich

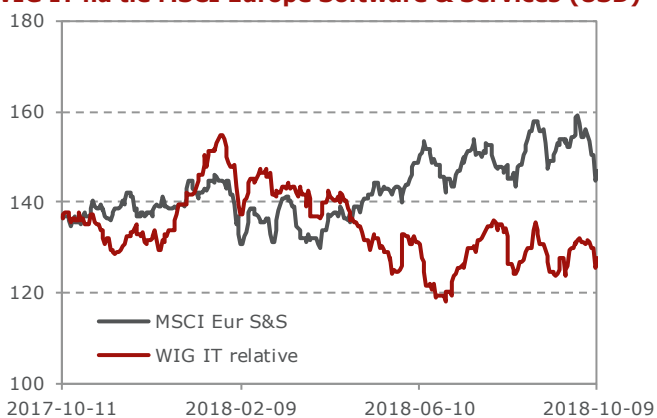
	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			DY		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
BBi Development	0,57	13,5	5,9	12,5	0,3	0,3	0,3	13,2	6,3	10,9	16%	52%	41%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	67,80	5,8	6,3	6,0	1,6	1,6	1,6	7,0	7,4	6,6	18%	17%	18%	11,2%	14,0%	13,5%
Echo Investment	4,24	6,9	7,1	8,6	1,0	1,0	1,0	5,8	5,3	6,6	77%	53%	39%	12%	12%	13,1%
GTC	8,46	14,6	13,7	12,4	0,9	0,9	0,8	10,1	8,8	7,6	88%	91%	94%	0,2%	0,2%	0,3%
i2 Development	13,00	7,2	6,0	2,1	0,5	0,5	0,4	4,0	4,5	2,9	17%	11%	20%	8,2%	12,6%	11,2%
J.W. Construction	2,88	8,7	3,9	4,4	0,4	0,3	0,3	7,8	3,1	3,9	13%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	18,15	9,9	11,0	10,4	0,5	0,5	0,4	5,9	6,8	6,6	24%	20%	21%	0,0%	4,1%	5,5%
Polnord	8,90	-	-	17,3	0,4	0,4	0,4	-	-	17,4	2%	1%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ronson	1,03	12,1	10,7	6,0	0,5	0,5	0,4	11,1	7,4	4,4	9%	12%	13%	5,8%	5,8%	6,8%
Mediana		9,3	6,7	8,6	0,5	0,5	0,4	7,4	6,6	6,6	17%	18%	20%	0%	4%	6%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atrium European RE	3,75	14,7	14,5	14,3	0,8	0,7	0,7	12,2	12,0	11,4	86%	84%	82%	9,1%	7,4%	7,6%
CA Immobilien Anlagen	30,64	26,6	23,3	20,1	1,1	1,1	1,0	25,3	23,0	20,8	76%	82%	66%	2,8%	3,1%	3,4%
Deutsche Euroshop AG	27,18	16,1	16,1	16,0	0,7	0,7	0,7	12,2	12,2	12,3	89%	89%	89%	5,5%	5,7%	5,8%
Immofinanz AG	21,68	31,1	27,2	25,8	0,8	0,8	0,8	23,1	20,6	17,7	56%	62%	64%	3,5%	3,7%	3,8%
Klepierre	29,77	19,8	19,2	18,6	0,8	0,8	0,7	11,6	11,1	10,8	84%	84%	84%	7,1%	7,4%	7,6%
Segro	623,00	32,4	29,4	26,9	1,0	0,9	0,8	28,3	25,6	23,8	75%	75%	78%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibail Rodamco SE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mediana		23,2	21,3	19,4	0,8	0,8	0,8	17,7	16,4	15,0	80%	83%	80%	4,5%	4,7%	4,8%

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

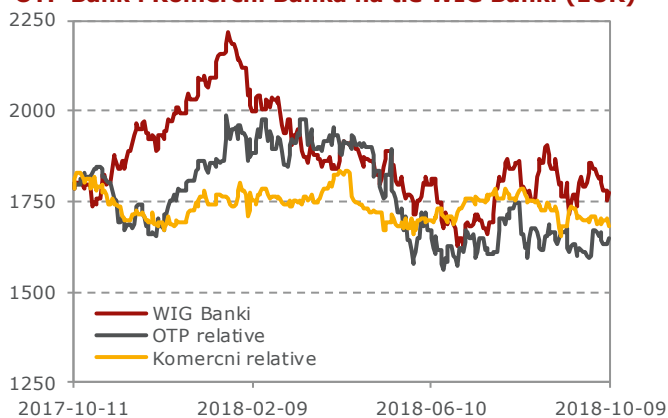
Notowania indeksów sektorowych na tle WIG20



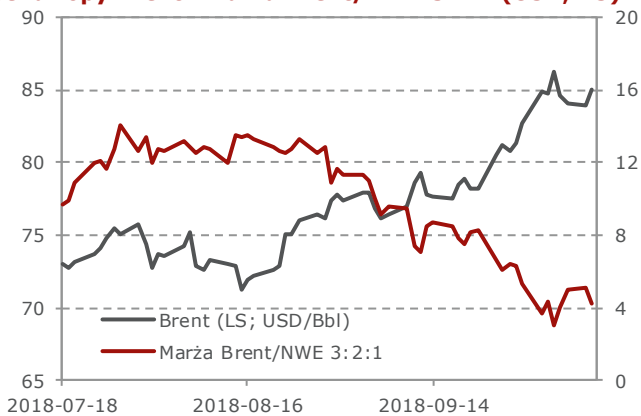
WIG IT na tle MSCI Europe Software & Services (USD)



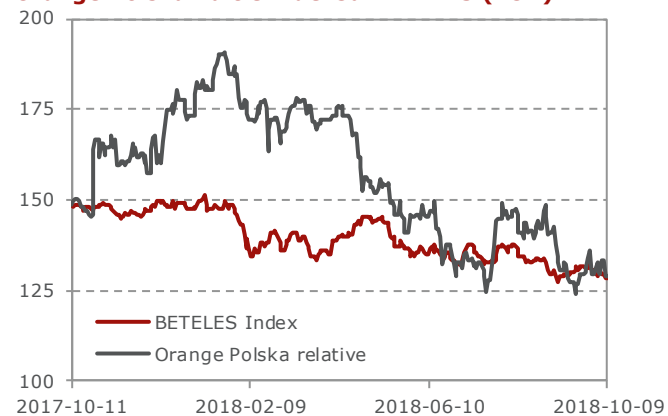
OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



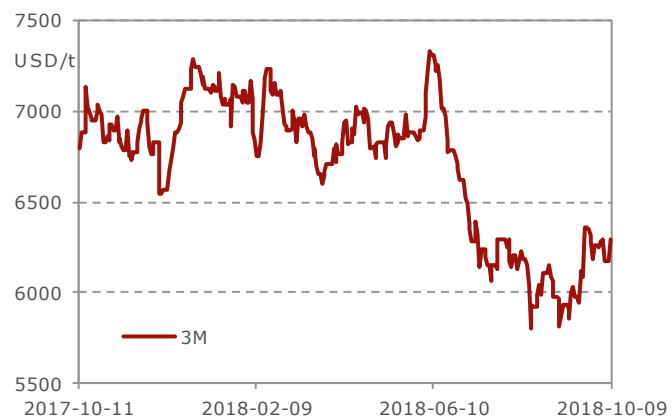
Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



Cena miedzi na LME



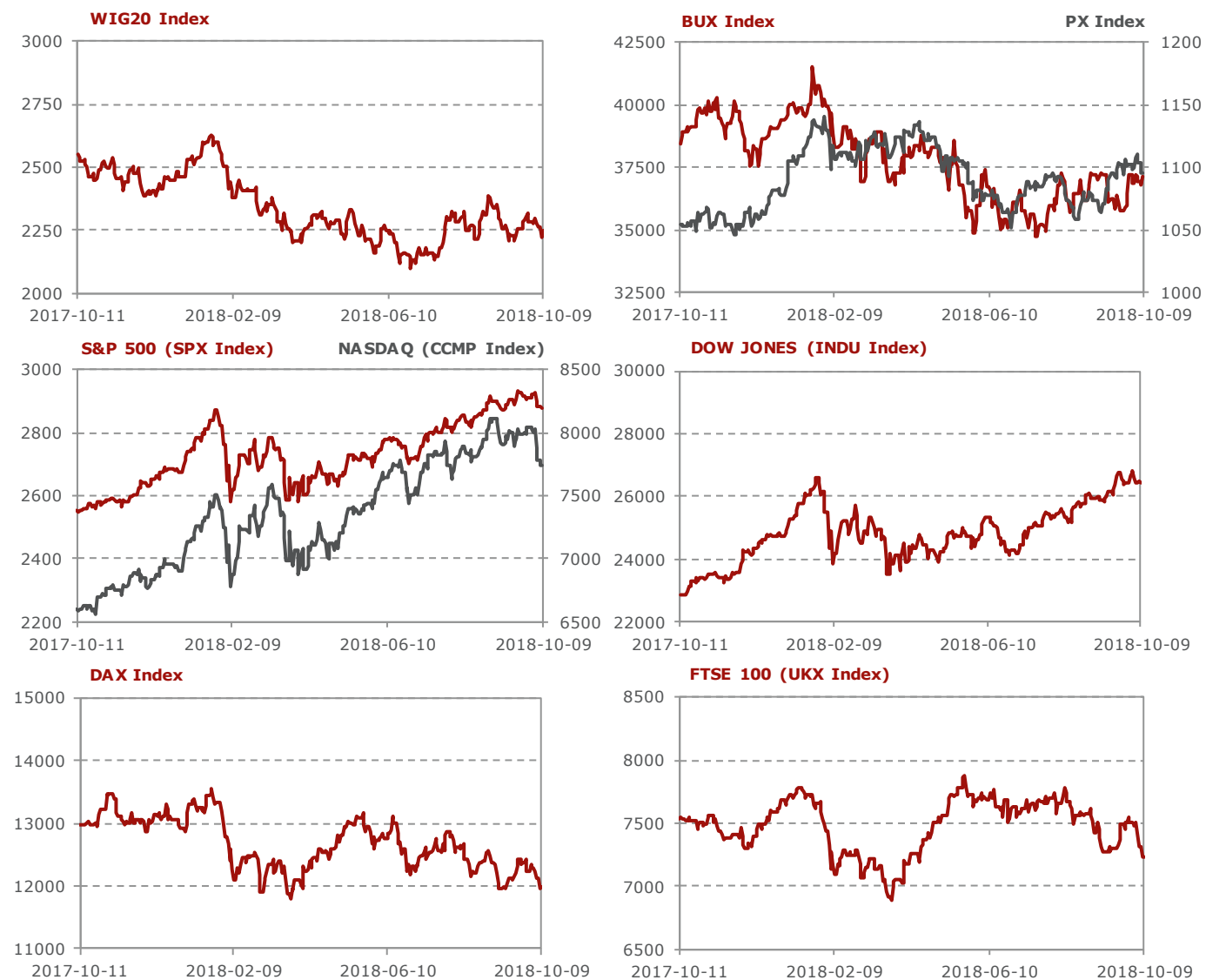
KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



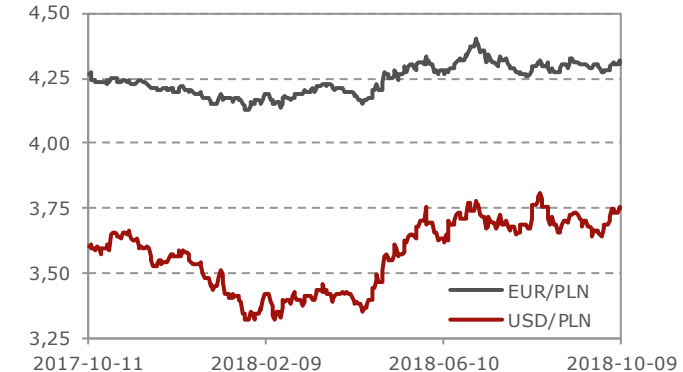
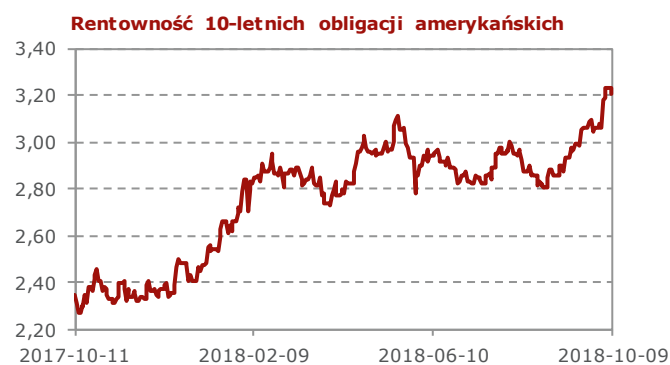
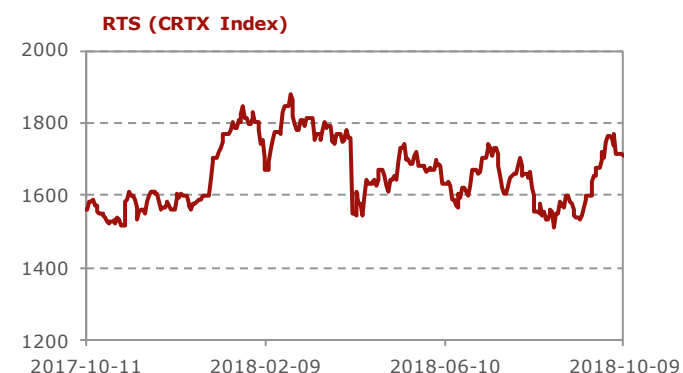
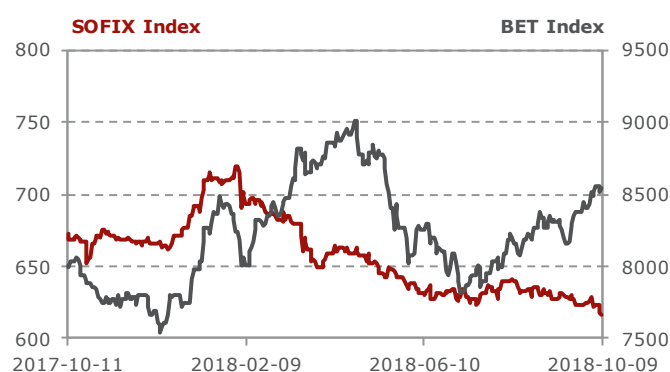
Źródło: Bloomberg

Przegląd rynków zagranicznych

Indeks	Sesja z dnia	Otwarcie	Maksimum	Minimum	Zamknięcie	Zmiana %
DJIA	2018-10-09	26 469,19	26 539,94	26 324,16	26 430,57	-0,21%
S&P 500	2018-10-09	2 882,51	2 894,83	2 874,27	2 880,34	-0,14%
NASDAQ	2018-10-09	7 728,51	7 799,75	7 718,95	7 738,02	+0,03%
DAX	2018-10-09	11 963,63	11 998,64	11 803,19	11 977,22	+0,25%
CAC 40	2018-10-09	5 304,11	5 328,37	5 260,53	5 318,55	+0,35%
FTSE 100	2018-10-09	7 233,33	7 247,64	7 184,28	7 237,59	+0,06%
WIG20	2018-10-09	2 221,83	2 257,31	2 220,12	2 251,32	+1,22%
BUX	2018-10-09	36 774,12	37 109,24	36 680,79	37 109,24	+0,93%
PX	2018-10-09	1 096,35	1 098,91	1 092,75	1 095,78	+0,03%
RTS	2018-10-09	1 718,54	1 741,93	1 706,92	1 706,92	-0,42%
SOFIX	2018-10-09	618,55	619,24	615,91	617,13	-0,23%
BET	2018-10-09	8 521,11	8 548,99	8 513,52	8 545,34	+0,28%
XU100	2018-10-09	96 451,28	97 100,26	95 536,85	96 731,76	+0,67%
BETELES	2018-10-09	128,65	128,78	127,38	128,49	-0,01%
NIKKEI	2018-10-09	23 550,47	23 587,05	23 442,46	23 469,39	-1,32%
SHCOMP	2018-10-09	2 713,73	2 734,31	2 711,20	2 721,01	+0,17%
Miedź	2018-10-09	6 202,00	6 303,50	6 163,00	6 292,00	+1,85%
Ropa	2018-10-09	83,95	85,67	83,82	85,01	+1,44%
USD/PLN	2018-10-09	3,7562	3,7779	3,7395	3,7465	-0,26%
EUR/PLN	2018-10-09	4,3167	4,3214	4,3008	4,3048	-0,28%
EUR/USD	2018-10-09	1,1491	1,1503	1,1432	1,1491	-0,01%
USBonds10	2018-10-09	3,2290	3,2594	3,2006	3,2063	-0,0265
GRBonds10	2018-10-09	0,5520	0,5700	0,5320	0,5490	+0,0200
PLBonds10	2018-10-09	3,3250	3,3450	3,2910	3,2960	-0,0190



Źródło: Bloomberg



Dom Maklerski mBanku

ul. Wspólna 47/49
00-684 Warszawa
www.mbank.pl/mDM

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański, CFA, dyrektor
tel. +48 22 697 4706
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
tel. +48 22 697 4870
jaroslaw.banasiak@mbank.pl

Joanna Gębal
tel. +48 22 697 4762
joanna.gebal@mbank.pl

Rafał Włoka
tel. +48 22 697 4809
rafal.wloka@mbank.pl

Marcin Bieguński
tel. +48 22 697 4984
marcin.biegunski@mbank.pl

Paweł Rudowski
tel. +48 22 697 4852
marcin.biegunski@mbank.pl

Zespół Wsparcia

Daniel Cegielka
tel. +48 22 697 4914
daniel.cegielka@mbank.pl

Remigiusz Lemke
tel. +48 22 697 4848
remigiusz.lemke@mbank.pl

Piotr Neidek, analiza techniczna
tel. +48 22 697 4766
piotr.neidek@mbank.pl

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Piotr Gawron, dyrektor
tel. +48 22 697 4895
piotr.gawron@mbank.pl

Departament Analiz

Kamil Kliszcz, dyrektor
tel. +48 22 438 2402
kamil.kluszcz@mbank.pl

Dokument sporządzony został w Departamencie Rynków Regulowanych mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 9 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. z 2015 r. poz. 878 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszej publikacji oparte są na danych uzyskanych ze źródeł, które Dom Maklerski mBanku działając w dobrej wierze, uważa za wiarygodne. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednak dokładności, kompletności ani trafności tych informacji. 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. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.