mBank Dom Maklerski

wtorek, 27 listopada 2018 | opracowanie cykliczne

Komentarz Poranny

Rynek akcji, Polska

DJIA	24 640,2	+1,46%	FTSE 100	7 036,0	+1,20%	Miedź (LME)	6 189,0	-0,29%
S&P 500	2 673,5	+1,55%	WIG20	2 213,6	-0,53%	Ropa (Brent)	60,00	+2,44%
NASDAQ	7 081,9	+2,06%	BUX	39 598,3	+0,55%	USD/PLN	3,7922	+0,15%
DAX	11 354,7	+1,45%	PX	1 065,2	+0,26%	EUR/PLN	4,2954	+0,05%
CAC 40	4 995,0	+0,97%	PLBonds10	3,186	+0,010	EUR/USD	1,1328	-0,08%

Informacje ze spółek i sektorów

Alior Bank

4 nowych członków zarządu i jedna rezygnacja

Filip Gorczyca zrezygnował z funkcji członka zarządu Alior Banku z dniem 31 stycznia 2019 r. Jednocześnie rada nadzorcza banku powołała w skład zarządu na stanowiska wiceprezesów Tomasza Biłousa, Seweryna Kowalczyka, Dariusza Szweda i Marka Rafała Szcześniaka. Kowalczyk i Szcześniak zostali wiceprezesami Alior Banku z dniem 27 listopada tego roku, Szwed z dniem 1 stycznia, a Biłous z dniem 1 lutego 2019 r. Marek Szcześniak przez ostatnie lata związany był z grupą PKO BP, gdzie jako wiceprezes nadzorował funkcje zarządzania ryzykiem w Kredobanku, a następnie w PKO Banku Hipotecznym. Seweryn Kowalczyk to dotychczasowy dyrektor zarządzający w pionie bezpieczeństwa w Alior Banku. Dariusz Szwed zajmie się obszarem private banking. Na miejsce Filipa Gorczycy rada nadzorcza powołała Tomasza Biłousa, który do zarządu banku dołączy 1 lutego 2019 roku.

Grupa Azoty

Grupa Azoty sfinalizowała zakup spółki Goat TopCo za 226,6 mln euro

Grupa Azoty nabyła 25.000 udziałów, stanowiących 100% kapitału zakładowego niemieckiej spółki Goat TopCo za 226,6 mln euro. Na początku września Grupa Azoty poinformowała o popisaniu warunkowej umowy nabycia 100% udziałów w spółce celowej Goat TopCo będącej spółką holdingową dla 22 innych spółek, w tym głównej spółki operacyjnej Compo Expert, producenta nawozów specjalistycznych. Warunkiem zamknięcia transakcji było uzyskanie zgody walnego zgromadzenia Grupy Azoty oraz uzyskanie zgód organów antymonopolowych.

Orbis

Accor wezwał do sprzedaży 21.800.593 akcji Orbisu po 87 zł za sztukę

Accor wezwał do sprzedaży 21.800.593 akcji Orbisu, stanowiących 47,31 proc. akcji i głosów, po 87 zł za sztukę. Accor w wyniku bezwarunkowego wezwania chce mieć 100 proc. akcji Orbisu i wycofać spółkę z GPW. Przyjmowanie zapisów rozpocznie się 17 grudnia 2018 roku i potrwa do 18 stycznia 2019 roku. Planowana data transakcji nabycia akcji na GPW to 23 stycznia, rozliczenie transakcji ma nastąpić 28 stycznia 2019 r. Jeśli po przeprowadzeniu wezwania Accor będzie posiadał akcje uprawniające do co najmniej 90 proc. ogólnej liczby głosów w Orbisie, Accor zamierza przeprowadzić przymusowy wykup pozostałych akcji od akcjonariuszy mniejszościowych Orbisu

PKP Cargo

Strategia PKP Cargo zakłada od '19 zysk netto grupy w wys. min. 5 proc. przychodów

Rada nadzorcza PKP Cargo zatwierdziła strategię grupy na lata 2019-2023 - podała spółka w komunikacie. Strategia zakłada, że od 2019 roku coroczny zysk netto grupy będzie na poziomie minimum 5 proc. przychodów, a od 2023 roku - minimum 8 proc. przychodów. Głównym celem strategicznym jest uzyskanie pozycji nr 1 w obszarze Trójmorza i na trasach Nowego Jedwabnego Szlaku na obszarze Unii Europejskiej pod względem pracy przewozowej oraz przewiezionej masy do 2023 r. i wzmacnianie pozycji w latach 2023-2038 oraz 65-proc. udział w polskim rynku towarowych przewozów kolejowych do 2023 roku mierzony pracą przewozową.
Osiągniecie celów strategicznych ma być oparte na realizacji 13 inicjatyw strategicznych zawartych w trzech filarach: wzrostu efektywności operacyjnej i efektywności organizacyjnej.

Ciech

Rezygnacja członka zarządu

Ciech poinformował w komunikacie o rezygnacji Pana Krzysztofa Szlagi (członka Zarządu) ze stanowiska w Zarządzie Spółki ze skutkiem natychmiastowym. Jako przyczynę rezygnacji podano powody osobiste.

Pozostałe wiadomości ze spółek

PGNiG	PGNiG rozpoczęło projekt badawczo-rozwojowy ELIZA. Spółka chce wytwarzać wodór z odnawialnych źródeł energii metodą elektrolizy, a następnie zatłaczać go do magazynów gazu - poinformowała spółka na stronie internetowej.
Ci Games	CI Games planuje wydać około 30,6 mln zł na produkcję gier i działalność wydawniczą do końca trzeciego kwartału 2019 roku - podała spółka w komunikacie. Firma oczekuje, że do tego czasu jej środki finansowe zmniejszą się do 7,4 mln zł z 39,1 mln zł obecnie, a dalsza działalności będzie finansowana z wpływów z nowej części gry "Sniper".
Sygnity	Sygnity, w ramach przeprowadzonej subskrypcji prywatnej, zawarło z ośmioma akcjonariuszami umowy objęcia łącznie 7,5 mln akcji serii AA, po cenie 2,30 zł za akcję - podała spółka w komunikacie. Łączna cena emisyjna wyniosła 17,25 mln zł.
Alior Bank	Akcjonariusze Alior Banku na poniedziałkowym NWZ zdecydowali o zmianach w statucie banku oraz możliwości nabywania i zbywania udziałów lub akcji innej spółki o wartości powyżej 100 mln zł - poinformował bank w uchwałach po walnym.
Plastbox	Plast-Box zawarł warunkową umowę nabycia 100 proc. udziałów spółki Stark Partner oraz Stark Partner Nieruchomości za 22,5 mln zł - poinformował Plast-Box w komunikacie.
EuRoPol Gaz	Oferta konsorcjum w składzie z Techmadex o wartości 35,37 mln zł netto została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na serwis systemów pomocniczych na tłoczniach gazu, ogłoszonym przez EuRoPol Gaz - podała spółka w komunikacie. Na Techmadex przypada kwota 18,12 mln zł.
Quercus	Marcin Petelski na początku 2019 roku uruchomi autorski fundusz Alphaset FIZ w Quercus TFI, fundusz, który będzie prowadził politykę absolutnej stopy zwrotu - poinformowała spółka w komunikacie prasowym.
Alchemia	Akcjonariusze Alchemii złożyli, w ramach realizowanego przez spółkę skupu akcji własnych, osiemnaście ofert sprzedaży obejmujących łącznie 6.670.500 akcji - podała spółka w komunikacie. Łączna cena za akcje wyniosła 32 mln zł. Planowanym dniem rozliczenia transakcji jest 30 listopada 2018 r.
Braster	Akcjonariusze Brastera podczas poniedziałkowego NWZ nie głosowali uchwały o emisji ponad 23 mln akcji serii K z powodu braku kworum - podała spółka w uchwałach po NWZ.
GetBack	Nadzorca sądowy GetBacku w sporządzonych w porozumieniu z radą wierzycieli i kuratorem dla obligatariuszy propozycjach układowych zakłada spłacenie głównych wierzycieli, w tym obligatariuszy oraz kredytodawców w 33 proc., a jeżeli dojdzie do porozumienia z inwestorem poziom spłaty wyniesie 24 proc. - poinformował w poniedziałek kurator.
Atal	Atal wprowadził do sprzedaży drugi etap poznańskiej inwestycji Apartamenty Milczańska, w ramach którego powstanie budynek z 138 mieszkaniami oraz 7 lokalami usługowymi - poinformował deweloper w komunikacie prasowym.
Aviva, Braster	Aviva Otwarty Fundusz Emerytalny Aviva Santander sprzedał wszystkie posiadane dotąd akcje Brastera - podała spółka w komunikacie.

mBank Dom Maklerski

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2018	2019	2018	2019
Finanse						**+22,1%**	**11,6**	**10,6**		
Alior Bank	kupuj	2018-10-04	62,90	96,00	50,00	+92,0%	8,0	6,5		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-10-04	0,53	1,00	0,34	+194,1%	-	2,3		
Handlowy	kupuj	2018-10-04	76,90	90,00	69,40	+29,7%	13,6	13,1		
ING BSK	kupuj	2018-11-05	166,00	200,00	179,80	+11,2%	15,4	14,1		
Millennium	akumuluj	2018-11-14	9,49	10,10	9,15	+10,4%	15,1	15,0		
Pekao	kupuj	2018-10-04	107,20	138,70	105,50	+31,5%	13,3	11,0		
PKO BP	kupuj	2018-11-05	40,39	47,00	39,72	+18,3%	13,3	12,4		
Santander Bank Polska	kupuj	2018-11-05	353,80	400,00	351,00	+14,0%	15,5	13,8		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	900,00	+23,4%	11,5	9,8		
Erste Bank	kupuj	2018-08-02	37,14	43,00 EUR	34,55	+24,5%	9,9	9,9		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	11 450	+5,6%	11,6	10,7		
PZU	kupuj	2018-11-05	40,60	47,50	41,40	+14,7%	11,6	10,5		
Kruk	kupuj	2018-09-17	187,80	292,77	169,00	+73,2%	9,0	7,6		
Prime Car Management	zawieszona	2018-08-23	7,96	-	12,60	-	-	-		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-11-05	21,70	31,02	23,20	+33,7%	7,2	6,9		
Chemia						**+50,3%**	**49,7**	**14,8**	**5,7**	**5,6**
Ciech	kupuj	2018-11-05	42,58	77,05	40,88	+88,5%	7,5	6,2	5,1	4,4
Grupa Azoty	trzymaj	2018-11-23	32,36	33,00	32,06	+2,9%	92,0	23,3	6,2	6,7
Polwax	zawieszona	2018-09-14	7,70	-	6,92	-	-	-	-	-
Paliwa						**+1,8%**	**8,2**	**12,4**	**4,6**	**5,7**
Lotos	sprzedaj	2018-11-15	73,50	59,84	76,00	-21,3%	7,7	13,6	4,7	6,8
MOL	akumuluj	2018-11-15	3 088	3 280 HUF	3 172	+3,4%	8,7	11,2	4,1	4,6
PGNiG	kupuj	2018-11-05	6,35	7,72	6,28	+22,9%	9,5	7,6	4,4	3,6
PKN Orlen	sprzedaj	2018-11-15	97,80	81,52	101,20	-19,4%	7,6	15,4	4,8	7,6
Energetyka						**+8,0%**	**5,1**	**4,8**	**4,1**	**4,0**
CEZ	trzymaj	2018-11-05	549,00	518,72 CZK	551,00	-5,9%	21,3	19,0	8,4	8,2
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	10,54	+19,7%	5,1	3,9	4,1	3,6
Energa	kupuj	2018-09-03	8,40	15,27	9,32	+63,8%	4,7	4,8	3,6	3,4
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	12,02	+13,1%	7,4	7,2	4,2	4,0
Tauron	kupuj	2018-09-03	2,00	2,77	2,20	+25,9%	4,2	3,5	3,9	4,3
Telekomunikacja, media, IT						**+18,0%**	**19,6**	**17,3**	**6,9**	**5,9**
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,70	+0,0%	23,8	31,6	4,9	5,4
Orange Polska	kupuj	2018-11-26	4,91	6,40	4,89	+30,9%	-	61,4	4,7	4,4
Play	kupuj	2018-11-26	16,54	21,30	15,60	+36,5%	5,0	5,5	4,9	4,8
Agora	kupuj	2018-09-14	8,48	15,40	9,50	+62,1%	47,7	59,5	5,8	4,9
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-11-26	22,50	23,20	22,60	+2,7%	14,7	13,0	6,9	6,3
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-09-03	57,00	60,00	50,00	+20,0%	19,6	16,8	10,7	9,0
Asseco Poland	akumuluj	2018-09-03	45,90	49,00	47,28	+3,6%	13,9	15,3	8,2	8,0
CD Projekt	kupuj	2018-11-23	139,00	170,40	138,90	+22,7%	-	-	87,8	-
Comarch	akumuluj	2018-10-01	167,00	180,50	159,50	+13,2%	24,0	17,9	8,0	7,3
Przemysł, surowce						**+1,2%**	**13,4**	**11,8**	**6,7**	**6,2**
Famur	kupuj	2018-08-02	5,20	6,56	5,50	+19,3%	17,3	13,7	7,5	6,7
Grupa Kęty	sprzedaj	2018-10-29	365,50	309,30	331,50	-6,7%	12,1	13,4	8,6	9,1
JSW	sprzedaj	2018-11-26	72,56	59,14	67,30	-12,1%	4,3	10,2	1,7	3,2
Kernel	kupuj	2018-11-05	52,10	60,85	52,80	+15,2%	22,1	7,1	8,0	5,7
KGHM	trzymaj	2018-10-15	85,40	87,99	88,10	-0,1%	8,3	6,9	4,8	3,7
Stelmet	trzymaj	2018-11-05	7,50	7,72	7,50	+2,9%	14,6	25,2	5,8	6,7
Budownictwo						**+20,4%**	**8,8**	**9,6**	**3,9**	**4,3**
Budimex	trzymaj	2018-08-02	122,60	125,00	116,20	+7,6%	12,0	13,6	4,2	5,2
Elektrobudowa	kupuj	2018-09-26	32,80	45,00	32,10	+40,2%	-	8,5	-	4,1
Erbud	kupuj	2018-09-03	9,60	14,40	9,80	+46,9%	-	10,7	-	4,5
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	4,80	+110,4%	5,5	4,7	3,6	2,8
Deweloperzy						**+30,5%**	**6,7**	**7,0**	**7,4**	**7,3**
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	30,90	+38,7%	6,3	6,6	5,8	6,3
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	4,86	+71,8%	9,7	8,1	17,1	16,5
Dom Development	kupuj	2018-08-02	72,80	87,80	67,00	+31,0%	7,0	7,3	5,7	6,2
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,00	+40,8%	5,5	5,0	6,7	6,9
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	8,50	+12,9%	10,2	8,9	14,6	13,8
LC Corp	kupuj	2018-06-22	2,39	3,58	2,71	+32,1%	6,5	6,0	8,2	7,8
Handel						**+36,1%**	**24,5**	**18,1**	**12,6**	**10,2**
AmRest	akumuluj	2018-11-05	40,00	41,20	37,15	+10,9%	40,5	31,8	13,6	10,9
CCC	kupuj	2018-11-05	173,60	272,00	194,00	+40,2%	46,1	18,5	19,0	11,5
Dino	kupuj	2018-11-05	84,70	103,50	83,50	+24,0%	25,6	19,2	16,1	12,4
Eurocash	kupuj	2018-10-01	18,08	26,40	17,30	+52,6%	23,4	17,4	7,5	6,1
Jeronimo Martins	kupuj	2018-08-02	12,65	15,20 EUR	10,60	+43,4%	16,7	13,9	7,2	6,2
LPP	kupuj	2018-10-01	8 625	10 200	7 650	+33,3%	21,5	17,6	11,6	9,6
TXM	zawieszona	2018-10-16	0,59	-	0,29	-	-	-	-	-
Inne						**+13,7%**	**11,4**	**10,8**	**8,3**	**7,5**
PBKM	kupuj	2018-10-01	57,80	66,40	58,40	+13,7%	11,4	10,8	8,3	7,5

mBank Dom Maklerski

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						**11,0**	**8,8**	**5,3**	**4,3**
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	10,55	-34,9%	12,6	10,9	5,5	4,3
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	23,60	-15,7%	13,7	12,5	9,2	8,4
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	11,20	-4,3%	8,9	8,8	4,2	3,8
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,65	-14,1%	8,5	7,7	5,3	5,1
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,30	-22,6%	11,0	7,2	4,1	3,5
Spółki przemysłowe						**8,5**	**7,9**	**6,3**	**5,9**
Alumetal	równoważ	2018-08-23	51,00	43,90	-13,9%	7,8	8,5	6,4	6,7
Amica	przeważaj	2018-09-13	112,80	110,20	-2,3%	7,7	7,3	5,4	4,9
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	23,70	-1,3%	13,1	13,7	7,6	7,7
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	4,70	-24,8%	8,3	6,6	6,2	5,6
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,11	+1,8%	4,5	3,9	4,6	4,1
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	2,89	-28,8%	6,5	6,1	5,4	5,0
Forte	równoważ	2018-10-31	40,60	20,80	-48,8%	17,9	6,7	9,0	6,7
Kruszwica	równoważ	2018-10-16	43,90	42,30	-3,6%	15,4	18,4	8,4	9,1
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	68,40	+4,6%	8,7	10,5	6,4	6,7
Pfleiderer Group	równoważ	2018-09-28	36,45	31,80	-12,8%	13,7	15,9	5,9	5,9
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,44	-31,7%	4,6	2,5	4,4	1,5
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	17,70	+22,1%	10,0	9,5	6,3	5,9
Budownictwo						**26,8**	**8,6**	**5,2**	**4,4**
Elektrotim	równoważ	2018-09-27	4,20	3,97	-5,5%	42,5	11,4	5,5	4,8
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	2,74	-25,3%	8,6	6,0	4,8	3,9
Torpol	równoważ	2018-09-27	5,18	3,85	-25,7%	41,8	8,5	4,8	4,1
Trakcja	niedoważaj	2018-09-27	3,47	3,28	-5,5%	73,9	35,0	6,8	7,2
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	72,00	-1,4%	8,9	8,6	3,6	3,4
ZUE	równoważ	2018-09-27	5,56	4,96	-10,8%	11,8	8,5	5,7	5,2
Deweloperzy						**5,8**	**6,1**	**8,0**	**5,5**
Archicom	przeważaj	2018-06-22	15,00	12,30	-18,0%	5,7	4,0	5,7	4,6
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	11,30	-26,6%	3,4	3,9	6,7	5,5
JWC	równoważ	2018-06-22	3,48	2,45	-29,6%	6,6	2,7	8,0	3,6
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-06-22	18,80	17,40	-7,4%	5,8	6,7	4,4	5,2
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	16,50	-26,0%	5,4	6,2	9,6	10,6
Polnord	niedoważaj	2018-06-22	9,04	9,81	+8,5%	-	-	-	-
Ronson	równoważ	2018-06-22	1,09	0,85	-22,0%	9,2	6,1	11,1	9,8
Handel						**13,2**	**9,1**	**8,7**	**6,3**
Bytom	przeważaj	2018-11-08	2,68	2,70	+0,7%	17,2	13,8	9,2	8,0
Monnari	równoważ	2018-07-13	6,60	4,98	-24,5%	7,6	7,1	2,6	2,2
Vistula	przeważaj	2018-11-08	4,06	3,87	-4,7%	13,2	9,1	8,7	6,3

Wycena banków z Europy Środkowej i Wschodniej

	Cena	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020	ROE 2018	ROE 2019	ROE 2020	P/BV 2018	P/BV 2019	P/BV 2020	DY 2018	DY 2019	DY 2020
POLSKIE BANKI													
Alior Bank	50,00	8,0	6,5	5,4	11%	12%	13%	0,9	0,8	0,7	0,0%	0,0%	0,0%
Getin Noble Bank	0,34	-	2,3	1,2	-1%	3%	6%	0,1	0,1	0,1	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	69,40	13,6	13,1	10,8	9%	10%	12%	1,3	1,3	1,3	5,9%	7,3%	7,6%
ING BSK	179,80	15,4	14,1	12,0	13%	13%	14%	1,9	1,7	1,6	1,8%	2,0%	2,1%
Millennium	9,15	15,1	15,0	10,8	9%	9%	11%	1,3	1,2	1,1	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	105,50	13,3	11,0	9,4	9%	11%	12%	1,2	1,1	1,1	7,5%	5,7%	6,8%
PKO BP	39,72	13,3	12,4	10,2	10%	10%	11%	1,3	1,2	1,1	1,4%	3,8%	4,0%
Santander Bank Polska	351,00	15,5	13,8	11,2	10%	10%	12%	1,4	1,4	1,3	1,9%	7,3%	3,6%
Mediana		**13,6**	**12,8**	**10,5**	**10%**	**10%**	**12%**	**1,3**	**1,2**	**1,1**	**1,6%**	**2,9%**	**2,9%**
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
BCP	0,242	11,0	7,8	6,9	6%	7%	8%	0,6	0,6	0,5	1,2%	3,3%	5,8%
Citigroup	63,730	9,6	8,4	7,3	9%	10%	10%	0,9	0,8	0,7	2,4%	3,1%	3,7%
Commerzbank	8,050	11,0	9,7	7,2	3%	4%	5%	0,4	0,3	0,3	2,5%	3,7%	5,2%
ING	10,918	8,2	8,1	7,7	10%	10%	10%	0,8	0,8	0,8	6,3%	6,5%	6,7%
KBC	62,840	10,3	10,7	10,2	14%	14%	14%	1,5	1,4	1,4	5,7%	6,1%	6,5%
UCI	11,464	7,5	6,1	5,4	6%	8%	8%	0,5	0,4	0,4	3,0%	5,2%	7,8%
Mediana		**10,0**	**8,3**	**7,3**	**8%**	**9%**	**9%**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**2,8%**	**4,4%**	**6,1%**
ZAGRANICZNE BANKI													
Erste Bank*	34,55	9,9	9,9	9,2	11%	10%	10%	1,0	1,0	0,9	3,5%	4,2%	4,3%
Komercni Banka*	900,00	11,5	9,8	-	14%	14%	-	1,5	1,3	-	5,2%	4,8%	-
OTP*	11 450	11,6	10,7	-	15%	15%	-	1,7	1,5	-	2,2%	2,3%	-
Banco Santander	4,21	8,7	7,9	7,3	8%	9%	9%	0,7	0,7	0,6	5,3%	5,5%	6,1%
Deutsche Bank	8,59	24,2	11,0	7,7	1%	2%	4%	0,3	0,3	0,3	1,6%	3,0%	4,1%
Sberbank	188,50	5,0	4,6	4,1	23%	22%	22%	1,1	1,0	0,9	9,3%	10,9%	12,6%
VTB Bank	0,04	3,7	3,3	3,3	12%	12%	12%	0,5	0,4	0,4	10,9%	10,9%	10,9%
Piraeus Bank	0,98	-	3,9	2,0	-1%	2%	4%	0,1	0,1	0,1	0,0%	0,0%	3,9%
Alpha Bank	1,12	14,0	6,8	4,4	1%	3%	4%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,9%
National Bank of Greece	1,02	8,9	5,6	4,1	1%	2%	4%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	1,2%
Eurobank Ergasias	0,49	6,5	4,6	3,4	3%	4%	5%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	1,8%
Akbank	7,58	5,5	5,3	4,5	13%	12%	13%	0,7	0,6	0,6	4,3%	3,9%	4,9%
Turkiye Garanti Bank	8,08	5,4	5,2	3,8	14%	13%	16%	0,7	0,7	0,6	4,7%	4,3%	5,8%
Turkiye Halk Bank	7,27	3,3	2,8	2,0	9%	7%	10%	0,3	0,3	0,3	1,7%	1,1%	1,9%
Turkiye Vakiflar Bankasi	3,77	2,8	3,3	2,6	12%	9%	11%	0,3	0,3	0,3	1,5%	1,4%	1,6%
Yapi ve Kredi Bankasi	1,68	3,8	3,8	2,8	12%	6%	9%	0,4	0,3	0,3	0,0%	0,0%	-
Mediana		**6,5**	**5,3**	**3,9**	**11%**	**9%**	**10%**	**0,4**	**0,4**	**0,3**	**2,0%**	**2,6%**	**4,1%**

Wycena spółek ubezpieczeniowych

	Cena	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020	ROE 2018	ROE 2019	ROE 2020	P/BV 2018	P/BV 2019	P/BV 2020	DY 2018	DY 2019	DY 2020
POLSKIE SPÓŁKI													
PZU	41,40	11,6	10,5	9,8	20%	21%	21%	2,3	2,1	2,0	6,5%	6,5%	7,2%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI													
Vienna Insurance G.	23,66	10,4	9,7	9,0	6%	6%	6%	0,6	0,6	0,6	4,0%	4,3%	4,7%
Uniqa	8,40	11,6	11,1	10,4	7%	7%	8%	0,8	0,9	0,9	6,3%	6,6%	6,9%
Aegon	5,03	7,7	6,9	6,8	6%	8%	7%	0,5	0,5	0,5	5,7%	5,9%	6,2%
Allianz	189,70	10,6	10,0	9,5	12%	12%	12%	1,2	1,2	1,1	4,7%	5,0%	5,3%
Aviva	4,15	7,2	6,8	6,3	14%	15%	16%	1,0	0,9	0,9	7,3%	8,1%	9,1%
AXA	21,22	8,3	7,6	7,5	9%	9%	10%	0,7	0,7	0,7	6,3%	6,7%	7,0%
Baloise	146,20	12,3	11,2	10,5	9%	9%	9%	1,1	1,0	1,0	4,0%	4,2%	4,5%
Assicurazioni Generali	14,62	9,2	9,0	8,8	10%	10%	10%	0,9	0,9	0,8	6,2%	6,5%	6,9%
Helvetia	620,50	12,6	12,0	11,7	9%	9%	9%	1,2	1,1	1,1	3,9%	4,1%	4,2%
Mapfre	2,54	9,5	8,6	7,8	10%	11%	12%	0,9	0,9	0,8	5,9%	6,5%	7,1%
RSA Insurance	5,47	13,5	10,9	10,3	11%	13%	13%	1,5	1,4	1,3	4,3%	5,7%	6,1%
Zurich Financial	310,90	12,6	11,0	10,4	11%	13%	14%	1,5	1,4	1,3	6,2%	6,5%	6,9%
Mediana		**10,5**	**9,8**	**9,3**	**9%**	**10%**	**10%**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**5,8%**	**6,2%**	**6,6%**

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

mBank Dom Maklerski

Wycena spółek rafineryjnych i gazowych

		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 RAFINERYJNE																
Lotos	76,00	4,7	6,8	5,5	0,6	0,6	0,6	7,7	13,6	12,0	12%	8%	10%	1,3%	3,9%	2,2%
MOL	3172,00	4,1	4,6	4,3	0,6	0,6	0,6	8,7	11,2	9,9	14%	12%	13%	4,0%	3,2%	3,4%
PKN Orlen	101,20	4,8	7,6	6,3	0,4	0,4	0,4	7,6	15,4	13,4	9%	6%	7%	3,0%	3,0%	3,0%
HollyFrontier	60,44	6,0	5,3	5,7	0,7	0,7	0,7	10,6	8,0	8,7	11%	13%	13%	2,2%	2,2%	2,3%
Andeavor	153,50	9,7	8,0	6,9	0,7	0,7	0,7	17,6	12,3	9,6	8%	9%	10%	1,6%	1,7%	1,8%
Valero Energy	78,78	6,5	5,1	4,1	0,3	0,3	0,3	12,4	7,9	5,8	5%	6%	8%	4,1%	4,4%	4,7%
Marathon Petroleum	64,18	9,0	5,7	5,0	0,8	0,5	0,5	12,3	8,4	6,5	8%	10%	11%	2,9%	3,1%	3,4%
Phillips 66	92,07	7,0	6,6	5,7	0,5	0,5	0,5	10,7	9,3	7,6	7%	7%	8%	3,4%	3,7%	4,0%
Tupras	122,20	6,0	5,1	4,7	0,5	0,4	0,4	8,9	6,5	5,3	8%	7%	8%	8,2%	12,0%	15,4%
OMV	43,99	3,7	3,3	3,3	0,8	0,7	0,7	8,9	7,5	7,3	21%	22%	22%	3,8%	4,2%	4,6%
Neste Oil	67,72	10,5	9,6	9,2	1,2	1,1	1,1	16,6	15,0	14,2	11%	12%	12%	3,0%	3,4%	3,6%
Hellenic Petroleum	7,00	5,1	5,5	5,4	0,4	0,4	0,4	7,2	8,1	7,6	8%	7%	7%	5,6%	5,7%	6,6%
Saras SpA	1,79	4,4	3,6	3,0	0,2	0,2	0,2	16,0	9,6	7,3	4%	5%	6%	4,0%	5,5%	6,9%
Motor Oil	20,00	4,4	4,7	3,9	0,3	0,3	0,3	8,0	8,4	7,1	6%	6%	7%	6,8%	6,9%	7,7%
Mediana		**5,6**	**5,4**	**5,2**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**9,8**	**8,8**	**7,6**	**8%**	**8%**	**9%**	**3,6%**	**3,8%**	**3,8%**
SPÓŁKI GAZOWE																
A2A SpA	1,53	6,7	6,5	6,2	1,3	1,3	1,2	12,2	12,6	11,5	20%	20%	20%	4,4%	4,8%	5,2%
Centrica	132,80	4,5	4,4	4,3	0,4	0,4	0,4	10,4	10,1	9,4	9%	9%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Enagas	24,55	10,2	10,5	10,1	8,0	8,1	8,1	13,3	13,8	12,7	78%	77%	80%	6,2%	6,5%	6,8%
Endesa	19,96	7,8	7,6	7,4	1,3	1,3	1,3	14,8	14,3	13,9	17%	17%	18%	6,8%	7,0%	7,1%
Engie	12,44	6,1	5,8	5,4	0,9	0,9	0,8	12,7	11,5	10,3	15%	15%	15%	6,0%	6,3%	6,9%
Gas Natural SDG	22,03	9,1	8,6	8,2	1,6	1,6	1,6	29,7	15,4	14,4	18%	19%	19%	5,8%	6,0%	6,5%
Hera SpA	2,49	6,3	6,4	6,2	1,1	1,1	1,1	13,9	14,1	13,5	18%	17%	18%	4,0%	4,1%	4,3%
Snam SpA	3,88	12,1	11,9	11,7	9,8	9,6	9,5	13,4	13,0	12,6	81%	81%	81%	5,7%	5,9%	6,0%
PGNiG	6,28	4,4	3,6	3,2	0,8	0,7	0,7	9,5	7,6	7,3	19%	20%	21%	1,1%	2,0%	3,9%
BP	524,80	4,7	4,2	4,2	0,6	0,5	0,6	11,7	10,4	10,0	12%	13%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
Eni	14,30	3,2	2,9	2,9	0,8	0,7	0,8	11,4	9,6	9,7	25%	25%	26%	5,8%	5,9%	6,1%
Equinor	199,20	3,1	2,8	2,6	1,2	1,1	1,1	11,2	9,6	9,3	37%	39%	40%	0,1%	0,1%	0,1%
Gazprom	149,53	2,6	2,6	2,5	0,7	0,7	0,7	2,7	2,7	2,8	28%	27%	28%	5,9%	6,6%	8,4%
NovaTek	1096,00	11,8	12,2	11,0	4,3	4,2	3,9	14,2	12,2	11,7	37%	34%	35%	2%	2%	3%
ROMGAZ	35,35	5,3	4,9	4,5	2,6	2,4	2,2	9,0	8,6	8,1	49%	50%	49%	13,0%	10,7%	11,5%
Shell	26,70	3,3	3,0	3,0	0,5	0,5	0,5	11,2	9,3	8,9	16%	16%	17%	8,0%	8,0%	8,2%
Total	48,30	5,6	4,9	4,9	0,9	0,9	0,9	11,5	10,1	9,9	17%	18%	19%	6,1%	6,3%	6,5%
Mediana		**5,6**	**4,9**	**4,9**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**11,7**	**10,4**	**10,0**	**19%**	**20%**	**20%**	**5,8%**	**5,9%**	**6,1%**

Wycena spółek energetycznych

		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 ENERGETYCZNE																
EDF	13,99	6,2	5,7	5,3	1,3	1,3	1,2	21,9	16,9	13,5	22%	23%	24%	2,3%	2,9%	3,8%
EDP	3,08	8,9	8,3	8,1	2,1	2,0	2,0	15,0	13,1	12,6	23%	24%	24%	6,2%	6,2%	6,2%
Endesa	19,96	7,8	7,6	7,4	1,3	1,3	1,3	14,8	14,3	13,9	17%	17%	18%	6,8%	7,0%	7,1%
Enel	4,76	6,5	6,2	6,0	1,4	1,4	1,3	11,7	10,3	9,8	21%	22%	22%	6,0%	6,7%	7,2%
EON	9,10	7,7	7,5	6,2	0,9	0,9	0,7	13,8	13,3	12,1	12%	12%	11%	4,7%	5,2%	5,7%
Fortum	18,76	13,6	12,7	11,5	4,3	4,1	4,0	21,2	14,9	12,6	31%	32%	35%	5,9%	5,9%	5,9%
Iberdola	6,70	9,1	8,6	8,1	2,3	2,2	2,1	14,3	13,4	12,6	26%	26%	26%	5,0%	5,3%	5,6%
National Grid	826,30	10,4	10,4	9,8	3,5	3,4	3,2	14,1	14,4	13,9	34%	32%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
Red Electrica	18,91	9,8	9,6	9,8	7,6	7,5	7,5	14,5	14,0	14,6	77%	78%	77%	5,2%	5,5%	5,6%
RWE	19,44	8,8	8,2	7,1	0,9	0,8	0,8	14,9	14,0	10,5	10%	10%	12%	3,6%	4,3%	4,9%
SSE	1120,00	8,2	9,5	8,4	0,7	0,7	0,7	9,5	12,5	10,6	9%	7%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbund	36,62	9,5	7,9	6,9	3,1	2,7	2,5	34,2	24,9	19,9	33%	35%	37%	1,3%	1,9%	2,4%
CEZ	551,00	8,4	8,2	7,4	2,2	2,1	1,9	21,3	19,0	15,9	26%	25%	25%	6,0%	4,7%	5,3%
PGE	12,02	4,2	4,0	3,8	1,2	1,0	0,9	7,4	7,2	8,0	29%	25%	24%	0,0%	0,0%	3,5%
Tauron	2,20	3,9	4,3	4,0	0,8	0,8	0,7	4,2	3,5	3,6	20%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Enea	10,54	4,1	3,6	4,1	1,0	0,8	0,9	5,1	3,9	5,0	23%	23%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	9,32	3,6	3,4	3,6	0,8	0,7	0,8	4,7	4,8	5,1	22%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**8,2**	**7,9**	**7,1**	**1,3**	**1,3**	**1,3**	**14,3**	**13,4**	**12,6**	**23%**	**23%**	**24%**	**3,6%**	**4,3%**	**4,9%**

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

mBank Dom Maklerski

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	4676,00	7,5	6,7	6,5	2,5	2,3	2,1	11,3	9,4	9,0	33%	34%	33%	6,7%	6,9%	7,3%
Uralkali	85,00	4,8	4,8	-	2,5	2,5	-	3,7	4,0	-	53%	53%	-	-	-	-
Phosagro	2487,00	5,9	5,8	5,6	1,9	1,8	1,7	8,8	8,9	8,6	32%	32%	31%	5,0%	5,4%	5,4%
K+S	15,21	9,4	6,5	5,8	1,5	1,4	1,4	29,2	10,0	7,6	16%	22%	23%	2,3%	4,3%	5,6%
Yara International	351,50	67,8	47,4	40,6	7,7	6,9	6,6	-	-	-	11%	15%	16%	0,2%	0,4%	0,5%
The Mosaic Company	35,77	9,1	8,0	7,7	1,9	1,8	1,7	20,2	15,4	13,4	20%	22%	23%	0,3%	0,3%	0,7%
CF Industries	44,06	11,1	9,0	8,3	3,7	3,4	3,3	28,3	17,0	14,1	34%	38%	40%	2,7%	2,7%	2,7%
Israel Chemicals	2214,00	8,8	8,3	7,7	1,8	1,7	1,6	15,9	14,4	13,1	20%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Grupa Azoty	32,06	6,2	6,7	7,1	0,5	0,6	0,7	-	23,3	20,8	7%	9%	9%	3,7%	0,2%	0,9%
ZA Police*	13,50	9,1	6,9	5,5	0,6	0,5	0,5	-	18,2	10,3	6%	7%	9%	3,9%	3,7%	3,7%
ZCh Puławy*	76,00	2,8	2,4	2,0	0,2	0,2	0,2	12,0	10,2	6,9	9%	9%	11%	7,8%	6,6%	6,6%
Mediana		**8,8**	**6,7**	**6,8**	**1,9**	**1,8**	**1,7**	**14,0**	**12,3**	**10,3**	**20%**	**22%**	**22%**	**3,2%**	**3,2%**	**3,2%**
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	40,88	5,1	4,4	3,9	1,0	0,9	0,8	7,5	6,2	5,4	19%	20%	21%	18,3%	7,4%	10,5%
Akzo Nobel	72,66	14,8	11,8	10,3	1,6	1,6	1,5	25,9	25,0	20,0	11%	13%	15%	3,0%	3,3%	2,8%
BASF	66,15	7,2	6,7	6,4	1,2	1,2	1,1	10,6	9,9	9,2	17%	17%	18%	4,9%	5,1%	5,2%
Croda	4805,00	16,4	15,2	14,3	4,8	4,5	4,3	25,2	23,2	21,6	29%	30%	30%	0,0%	0,0%	0,0%
Sisecam	4,94	4,2	3,2	2,9	0,9	0,7	0,6	6,3	5,9	5,4	22%	22%	22%	5,0%	5,0%	5,3%
Soda Sanayii	6,93	6,7	4,6	4,3	1,8	1,3	1,2	5,9	5,9	5,0	27%	27%	28%	3,2%	7,2%	12,1%
Solvay	95,80	5,5	5,3	5,0	1,2	1,2	1,1	12,2	11,2	10,0	22%	22%	22%	3,9%	3,8%	4,0%
Tata Chemicals	699,20	8,5	8,0	7,3	1,6	1,7	1,6	15,0	14,8	13,1	19%	21%	21%	1,8%	1,6%	1,7%
Tessenderlo Chemie	30,75	7,1	5,7	5,2	0,8	0,8	0,7	15,6	11,9	10,2	12%	14%	14%	0,0%	-	-
Wacker Chemie	83,74	4,6	4,6	4,5	1,0	1,0	0,9	12,5	12,2	11,3	21%	21%	20%	4,5%	4,9%	5,2%
Mediana		**6,9**	**5,5**	**5,1**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**12,3**	**11,5**	**10,1**	**20%**	**21%**	**21%**	**3,6%**	**4,9%**	**5,2%**

Wycena spółek sektora elektromaszynowego

		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
Atlas Copco	216,00	7,6	7,5	7,2	2,0	1,9	1,9	17,1	16,6	15,8	26%	26%	26%	3,2%	3,3%	3,5%
Caterpillar	124,80	8,8	8,1	7,6	1,8	1,7	1,6	10,7	9,7	8,8	21%	21%	22%	2,6%	2,8%	2,9%
Duro Felguera	0,01	-	-	-	1,0	0,9	-	-	3,6	-	-	-	-	0,0%	0,0%	-
Famur	5,50	7,5	6,7	6,4	1,6	1,6	1,5	17,3	13,7	11,9	21%	23%	23%	8,0%	8,2%	5,1%
Komatsu	2903,00	9,3	6,8	6,3	1,4	1,3	1,2	14,4	10,7	9,8	15%	19%	20%	2,6%	3,6%	4,0%
Sandvig AG	133,65	7,6	7,3	7,1	1,8	1,7	1,7	12,8	12,1	11,5	24%	24%	23%	3,1%	3,4%	3,7%
Mediana		**8,2**	**7,0**	**6,8**	**1,6**	**1,6**	**1,5**	**13,6**	**10,7**	**10,7**	**21%**	**22%**	**22%**	**2,6%**	**3,4%**	**3,9%**

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	67,30	1,7	3,2	4,6	0,6	0,7	0,8	4,3	10,2	25,2	32%	20%	17%	0,0%	7,1%	3,9%
KGHM	88,10	4,8	3,7	3,6	1,1	0,9	0,8	8,3	6,9	7,3	24%	24%	23%	0,0%	1,8%	3,6%
LW Bogdanka*	54,90	3,1	2,4	2,3	1,0	0,8	0,8	15,9	7,6	6,9	31%	35%	36%	2,0%	3,6%	5,1%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo American	1562,80	4,0	4,1	4,4	1,3	1,3	1,3	8,4	8,4	9,3	32%	32%	30%	0,0%	0,0%	0,0%
Antofagasta	805,80	5,6	4,8	4,6	2,6	2,5	2,4	16,4	13,0	12,2	47%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
BHP Billiton	30,43	3,6	3,9	4,1	1,9	2,0	2,1	12,9	12,1	12,9	54%	52%	51%	2,8%	3,7%	2,6%
Boliden	198,08	4,0	4,3	4,3	1,1	1,1	1,1	7,8	8,8	8,9	26%	25%	24%	7,0%	5,9%	6,3%
First Quantum	11,84	7,6	5,8	4,3	3,4	2,7	2,1	13,5	9,5	5,7	44%	47%	50%	0,1%	0,1%	0,1%
Freeport-McMoRan	11,09	3,7	5,7	4,3	1,4	1,7	1,6	6,7	12,7	8,3	37%	30%	36%	1,6%	2,2%	4,0%
Hudbay Min	6,35	3,2	3,3	2,9	1,3	1,3	1,3	15,7	13,2	8,4	41%	41%	43%	0,2%	0,2%	0,2%
Lundin Min	5,30	3,8	3,4	2,5	1,4	1,4	1,1	14,2	12,1	7,2	38%	40%	45%	1,7%	1,7%	1,9%
MMC Norilsk Nickel	18,00	6,2	6,1	5,8	3,2	3,1	3,0	8,5	8,5	8,4	51%	51%	51%	9,5%	10,6%	11,2%
OZ Minerals	8,49	4,7	5,1	4,0	2,2	2,2	1,8	13,5	16,0	10,9	46%	43%	45%	2,3%	2,0%	3,1%
Rio Tinto	3629,00	4,0	4,3	4,4	1,8	1,9	1,9	9,5	10,4	11,0	45%	43%	42%	0,0%	0,0%	0,0%
Sandfire Resources	6,29	2,5	2,6	1,9	1,3	1,3	1,0	7,7	8,5	5,1	51%	49%	54%	4,4%	4,0%	6,4%
Southern CC	31,94	7,9	7,1	6,7	4,0	3,6	3,5	14,3	12,4	11,7	50%	51%	52%	3,8%	3,7%	4,5%
Vedanta Resources	832,60	4,8	3,5	3,3	1,2	1,2	1,0	11,9	4,4	3,3	26%	35%	30%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**4,0**	**4,3**	**4,3**	**1,6**	**1,8**	**1,7**	**12,4**	**11,2**	**8,7**	**44%**	**43%**	**45%**	**1,6%**	**1,8%**	**2,2%**

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

Wycena europejskich operatorów narodowych

		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																
Netia	4,70	4,9	5,4	5,4	1,3	1,4	1,4	23,8	31,6	26,2	27%	26%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Orange Polska	4,89	4,7	4,4	4,0	1,2	1,1	1,1	-	61,4	22,5	25%	26%	27%	0,0%	0,0%	5,1%
Play	15,60	4,9	4,8	4,6	1,6	1,5	1,4	5,0	5,5	5,4	32%	31%	31%	16,4%	8,2%	8,3%
Mediana		**4,9**	**4,8**	**4,6**	**1,3**	**1,4**	**1,4**	**14,4**	**31,6**	**22,5**	**27%**	**26%**	**27%**	**0%**	**0,0%**	**5,1%**
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Proximus	23,81	5,6	5,5	5,5	1,8	1,8	1,8	14,2	13,8	13,7	32%	32%	32%	6,3%	6,3%	6,3%
Telefonica CP	226,00	7,4	7,4	7,4	2,1	2,1	2,0	12,6	12,7	13,1	28%	28%	28%	8,9%	9,1%	9,0%
Hellenic Telekom	9,90	4,5	4,4	4,3	1,5	1,5	1,5	18,1	15,0	13,1	34%	34%	34%	4,4%	5,5%	6,1%
Matav	445,00	4,1	4,1	4,0	1,3	1,2	1,2	10,1	10,0	10,0	31%	31%	30%	5,6%	5,9%	6,1%
Telecom Austria	6,45	5,0	4,9	4,8	1,6	1,6	1,6	14,2	10,8	9,8	32%	32%	32%	3,1%	3,6%	3,9%
Mediana		**5,0**	**4,9**	**4,8**	**1,6**	**1,6**	**1,6**	**14,2**	**12,7**	**13,1**	**32%**	**32%**	**32%**	**5,6%**	**5,9%**	**6,1%**
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	260,00	4,7	4,9	4,9	1,5	1,5	1,5	9,5	9,9	9,9	32%	31%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
DT	15,32	6,1	5,8	5,4	1,8	1,8	1,7	16,3	14,3	13,1	30%	31%	32%	4,6%	5,0%	5,3%
KPN	2,52	7,5	7,4	7,2	2,9	3,0	2,9	23,1	20,3	18,1	39%	40%	41%	5,2%	7,1%	8,0%
Orange France	14,89	5,2	5,1	5,0	1,6	1,6	1,6	14,1	12,9	11,8	31%	32%	32%	4,7%	5,0%	5,2%
Swisscom	473,80	7,6	7,7	7,6	2,7	2,8	2,8	16,2	16,3	16,2	36%	36%	36%	4,6%	4,6%	4,6%
Telefonica S.A.	7,66	5,9	6,0	5,9	1,9	1,9	1,9	11,0	10,5	10,0	32%	32%	32%	5,3%	5,3%	5,4%
Telia Company	41,45	8,9	8,4	8,3	2,9	2,8	2,7	16,8	14,9	14,0	32%	33%	33%	5,6%	5,8%	5,9%
TI	0,57	4,3	4,3	4,2	1,9	1,9	1,9	8,2	7,7	7,3	43%	44%	44%	0,5%	1,4%	1,7%
Mediana		**6,0**	**5,9**	**5,6**	**1,9**	**1,9**	**1,9**	**15,1**	**13,6**	**12,5**	**32%**	**33%**	**33%**	**4,7%**	**5,0%**	**5,3%**

Wycena spółek mediowych

		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																
Agora	9,50	5,8	4,9	4,2	0,4	0,4	0,4	47,7	59,5	19,0	7%	8%	10%	5,3%	5,3%	5,3%
Cyfrowy Polsat	22,60	6,9	6,3	5,8	2,4	2,1	2,0	14,7	13,0	10,8	34%	33%	34%	0,0%	1,4%	1,9%
Mediana		**6,3**	**5,6**	**5,0**	**1,4**	**1,3**	**1,2**	**31,2**	**36,3**	**14,9**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	1,37	5,9	5,2	5,1	0,4	0,5	0,5	12,8	9,1	8,8	8%	9%	9%	0,7%	1,7%	2,6%
Axel Springer	57,25	10,5	9,5	8,8	2,4	2,3	2,3	20,1	17,8	16,1	23%	24%	26%	3,6%	3,8%	4,1%
Daily Mail	697,50	10,2	10,1	10,0	1,5	1,5	1,5	17,6	18,6	16,9	15%	15%	15%	0,0%	0,0%	0,0%
Gruppo Editorial	0,38	6,8	7,0	6,7	0,5	0,5	0,5	17,2	16,5	18,9	7%	7%	7%	1,3%	4,0%	6,1%
New York Times	26,29	16,3	14,6	12,8	2,5	2,4	2,3	33,1	26,9	21,9	15%	16%	18%	0,6%	0,6%	0,6%
Promotora de Inform	1,70	9,3	7,8	7,1	1,6	1,6	1,6	32,1	15,1	13,1	17%	21%	22%	0,4%	0,5%	0,8%
Reach	62,90	1,2	1,1	1,1	0,3	0,3	0,3	1,7	1,6	1,6	23%	24%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**9,3**	**7,8**	**7,1**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**17,6**	**16,5**	**16,1**	**15%**	**16%**	**18%**	**0,6%**	**0,6%**	**0,8%**
TV																
Atresmedia Corp	5,11	7,3	7,1	7,0	1,3	1,3	1,3	8,7	8,5	8,4	18%	18%	18%	9,6%	9,8%	10,0%
Gestevision Telecinco	6,42	7,8	7,7	7,7	2,0	2,0	2,0	10,8	10,9	10,9	25%	26%	26%	9,2%	9,1%	9,0%
ITV PLC	153,40	8,4	8,5	7,9	2,2	2,1	2,1	10,0	10,2	9,4	26%	25%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
M6-Metropole Tel	15,81	4,7	4,8	4,8	1,3	1,3	1,3	11,5	11,1	10,8	28%	27%	27%	6,2%	6,6%	6,8%
Mediaset SPA	2,67	3,6	3,8	3,7	1,4	1,5	1,5	17,2	12,0	10,2	39%	39%	40%	4,0%	5,5%	6,5%
Modern Times	302,00	11,4	10,3	9,2	1,2	1,1	1,1	19,3	17,3	15,1	10%	11%	12%	4,2%	4,4%	4,5%
Prosieben	18,42	5,8	5,4	5,1	1,5	1,4	1,3	8,0	7,6	7,2	25%	26%	26%	10,5%	11,0%	11,5%
RTL Group	53,55	6,8	6,6	6,4	1,4	1,4	1,3	11,5	10,5	10,6	21%	21%	21%	7,6%	7,5%	7,6%
TF1-TV Francaise	8,59	4,6	4,0	3,7	0,8	0,7	0,7	13,8	10,1	9,5	17%	19%	20%	4,4%	5,1%	5,5%
Mediana		**6,8**	**6,6**	**6,4**	**1,4**	**1,4**	**1,3**	**11,5**	**10,5**	**10,2**	**25%**	**25%**	**26%**	**6,2%**	**6,6%**	**6,8%**
PAY TV																
Sky PLC	1727,50	15,6	14,5	12,9	2,7	2,5	2,4	26,7	23,7	21,2	17%	17%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Cogeco	63,39	5,6	5,2	5,1	2,5	2,4	2,3	10,5	10,4	9,8	45%	45%	46%	3,0%	3,3%	3,5%
Comcast	37,77	8,2	7,7	7,2	2,7	2,5	2,3	14,8	13,5	11,8	32%	32%	32%	2,0%	2,2%	2,5%
Dish Network	32,11	8,0	9,0	10,3	1,6	1,6	1,7	11,5	13,6	17,6	20%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
Liberty Global	25,32	5,9	5,9	5,9	2,7	2,7	2,7	-	54,6	27,3	45%	46%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Shaw Communications	18,87	7,9	7,4	7,0	3,1	3,0	2,9	22,5	18,1	16,6	40%	40%	41%	8,4%	8,4%	8,5%
Mediana		**7,9**	**7,6**	**7,1**	**2,7**	**2,5**	**2,4**	**14,8**	**15,9**	**17,1**	**36%**	**36%**	**37%**	**1,0%**	**1,1%**	**1,2%**

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

mBank Dom Maklerski

Wycena spółek IT

		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																
AB*	17,80	5,1	5,2	5,1	0,1	0,1	0,1	4,5	4,9	4,8	1%	1%	1%	0,0%	2,0%	5,6%
Asseco Poland	47,28	8,2	8,0	8,0	1,0	1,0	1,0	13,9	15,3	15,2	13%	13%	13%	6,4%	4,2%	4,2%
Comarch	159,50	8,0	7,3	6,8	1,0	0,9	0,9	24,0	17,9	15,3	12%	13%	13%	0,9%	0,9%	6,3%
Mediana		**8,0**	**7,3**	**6,8**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**13,9**	**15,3**	**15,2**	**12%**	**13%**	**13%**	**0,9%**	**2,0%**	**5,6%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atos Origin	74,28	6,3	5,4	5,0	0,8	0,8	0,8	9,0	7,6	7,2	13%	14%	15%	2,4%	2,7%	2,8%
CapGemini	103,50	10,1	9,3	8,7	1,4	1,3	1,3	17,2	15,4	14,1	14%	14%	15%	1,8%	1,9%	2,1%
IBM	119,56	7,3	7,1	7,2	1,8	1,8	1,7	8,7	8,6	8,2	24%	25%	24%	5,2%	5,4%	5,6%
Indra Sistemas	8,75	7,0	6,4	5,9	0,7	0,7	0,6	12,9	10,9	9,7	10%	10%	11%	0,7%	1,9%	2,5%
Microsoft	106,47	17,0	14,4	12,6	7,0	6,2	5,6	27,8	24,0	21,2	41%	43%	44%	1,6%	1,7%	1,9%
Oracle	48,26	9,4	9,3	8,9	4,4	4,3	4,2	15,6	14,2	13,3	47%	47%	48%	1,6%	1,5%	1,7%
SAP	90,49	14,6	13,0	11,6	4,6	4,2	3,9	20,7	18,7	16,7	31%	32%	34%	1,6%	1,8%	1,9%
TietoEnator	25,70	9,6	9,4	9,1	1,3	1,2	1,2	14,5	13,9	13,4	13%	13%	13%	5,5%	5,8%	5,9%
Mediana		**9,5**	**9,3**	**8,8**	**1,6**	**1,6**	**1,5**	**15,1**	**14,1**	**13,3**	**19%**	**20%**	**20%**	**1,7%**	**1,9%**	**2,3%**

Wycena spółek budowlanych

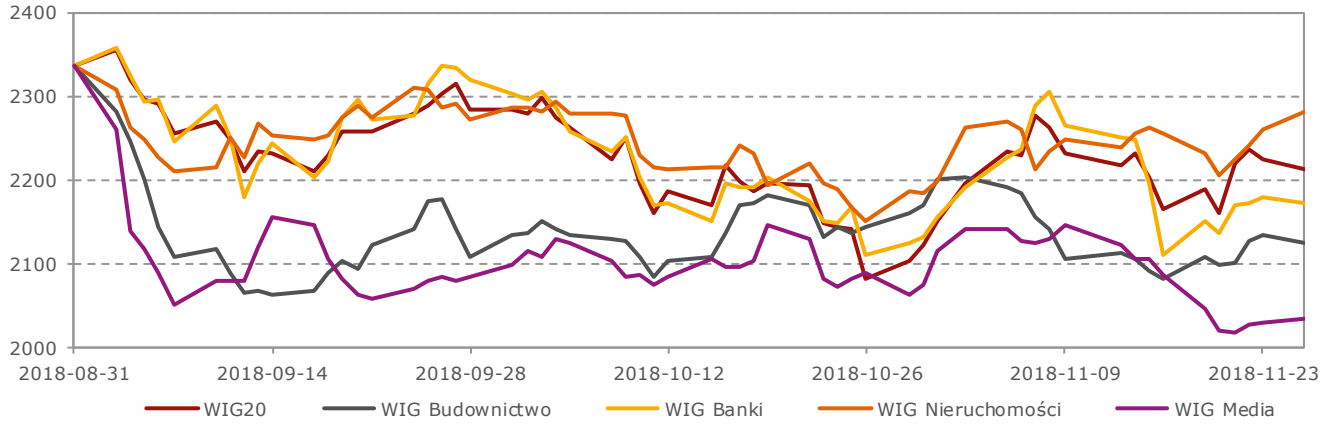
		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	116,20	4,2	5,2	5,6	0,2	0,2	0,3	12,0	13,6	12,9	5%	4%	5%	15,2%	7,9%	7,0%
Elektrobudowa	32,10	-	4,1	3,6	0,2	0,2	0,2	-	8,5	8,4	-	5%	6%	32,7%	0,0%	9,3%
Elektrotim	3,97	5,5	4,8	3,3	0,1	0,1	0,1	42,5	11,4	6,8	2%	3%	4%	0,0%	5,0%	7,6%
Erbud	9,80	-	4,5	3,5	0,1	0,1	0,1	-	10,7	6,2	-	2%	2%	11,2%	0,0%	5,6%
Herkules	2,74	4,8	3,9	3,7	1,2	0,9	0,9	8,6	6,0	6,0	26%	23%	23%	2,6%	6,6%	7,3%
Torpol	3,85	4,8	4,1	3,5	0,1	0,1	0,1	41,8	8,5	8,3	2%	2%	3%	0,0%	0,0%	5,2%
Trakcja	3,28	6,8	7,2	5,6	0,2	0,2	0,2	-	35,0	18,8	3%	3%	3%	3,0%	0,0%	6,1%
Ulma Construccion	72,00	3,6	3,4	3,3	1,4	1,4	1,4	8,9	8,6	9,4	40%	41%	41%	5,3%	5,6%	5,6%
Unibep	4,80	3,6	2,8	2,5	0,1	0,1	0,1	5,5	4,7	5,2	3%	4%	3%	3,1%	6,4%	8,5%
ZUE	4,96	5,7	5,2	3,6	0,2	0,2	0,1	11,8	8,5	6,7	3%	3%	4%	0,0%	0,0%	6,0%
Mediana		**4,8**	**4,3**	**3,5**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**11,8**	**8,6**	**7,5**	**3%**	**3%**	**4%**	**3,1%**	**2,5%**	**6,5%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Acciona	79,26	7,9	7,8	7,5	1,4	1,4	1,4	18,5	17,0	15,5	18%	18%	18%	3,9%	4,2%	4,3%
Astaldi	0,53	4,3	4,2	4,2	0,4	0,4	0,4	0,9	0,8	0,7	10%	10%	10%	0,0%	0,0%	-
Ferrovial	18,27	28,3	20,5	18,6	1,5	1,5	1,4	56,0	34,3	29,5	5%	7%	8%	4,0%	4,1%	4,2%
Hochtief	124,70	5,8	5,4	5,0	0,3	0,3	0,3	15,1	13,1	12,6	6%	6%	6%	3,9%	4,7%	4,9%
Mota Engil	1,63	3,3	3,1	3,0	0,5	0,5	0,5	-	-	-	16%	16%	16%	5,5%	5,5%	8,0%
NCC	137,30	62,2	5,9	4,8	0,2	0,2	0,2	-	11,5	9,0	0%	4%	5%	6,3%	6,3%	6,7%
Skanska	145,15	9,3	7,3	7,1	0,3	0,4	0,4	15,5	11,4	10,9	4%	5%	5%	5,7%	5,9%	6,1%
Strabag	30,10	2,8	2,7	2,7	0,2	0,2	0,2	10,3	9,9	9,6	6%	6%	6%	4,4%	4,6%	4,8%
Mediana		**6,8**	**5,6**	**4,9**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**15,3**	**11,5**	**10,9**	**6%**	**7%**	**7%**	**4,2%**	**4,7%**	**4,9%**

Wycena spółek deweloperskich

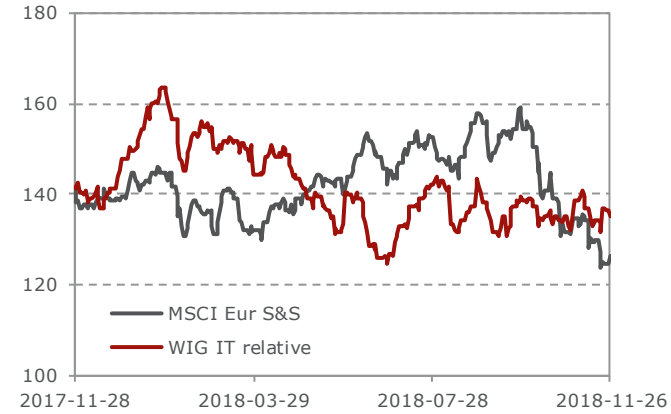
		EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
BBI Development	0,57	13,5	5,9	12,5	0,3	0,3	0,3	13,2	6,3	10,9	16%	52%	41%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	67,00	5,7	6,2	6,0	1,6	1,6	1,6	7,0	7,3	6,5	18%	17%	18%	11,3%	14,2%	13,7%
Echo Investment	4,00	6,7	6,9	8,3	1,0	0,9	0,9	5,5	5,0	6,2	77%	53%	39%	13%	13%	13,9%
GTC	8,50	14,6	13,8	12,5	0,9	0,9	0,8	10,2	8,9	7,7	88%	91%	94%	0,2%	0,2%	0,3%
i2 Development	11,30	6,7	5,5	1,8	0,4	0,4	0,4	3,4	3,9	2,5	17%	11%	20%	9,5%	14,5%	12,9%
J.W. Construction	2,45	8,0	3,6	4,1	0,3	0,3	0,3	6,6	2,7	3,3	13%	18%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	16,50	9,6	10,6	10,0	0,4	0,4	0,4	5,4	6,2	6,0	24%	20%	21%	0,0%	4,5%	6,1%
Polnord	9,81	-	-	18,3	0,5	0,5	0,4	-	-	19,1	2%	1%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ronson	0,85	11,1	9,8	5,5	0,4	0,4	0,4	9,2	6,1	3,6	9%	12%	13%	7,1%	7,1%	8,2%
Mediana		**8,8**	**6,5**	**8,3**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**6,8**	**6,2**	**6,2**	**17%**	**18%**	**20%**	**0%**	**5%**	**6%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atrium European RE	3,55	14,2	14,3	13,7	0,7	0,7	0,7	11,3	10,8	10,4	89%	85%	85%	7,9%	8,2%	8,5%
CA Immobilien Anlagen	28,28	25,0	21,4	19,4	1,0	1,0	0,9	22,9	20,4	18,2	72%	75%	77%	3,1%	3,4%	3,8%
Deutsche Euroshop AG	27,64	16,2	16,2	16,3	0,7	0,7	0,7	12,6	12,6	12,5	89%	88%	87%	5,4%	5,6%	5,7%
Immofinanz AG	20,50	24,3	23,2	22,9	0,3	0,3	0,3	7,3	7,4	8,1	57%	57%	60%	3,8%	4,0%	4,2%
Klepierre	29,56	19,8	19,2	18,6	0,8	0,8	0,8	11,4	10,9	10,6	84%	85%	84%	7,1%	7,4%	7,6%
Segro	615,60	31,9	29,1	26,8	1,0	0,9	0,8	27,7	25,4	23,5	75%	75%	76%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibail Rodamco SE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mediana		**22,1**	**20,3**	**19,0**	**0,7**	**0,7**	**0,7**	**12,0**	**11,8**	**11,5**	**80%**	**80%**	**81%**	**4,6%**	**4,8%**	**5,0%**

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

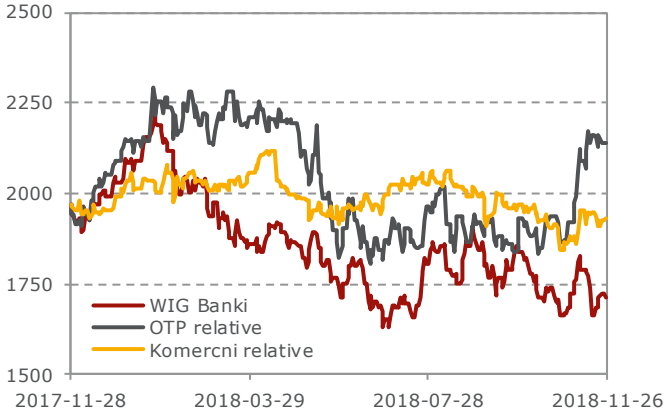
Notowania indeksów sektorowych na tle WIG20



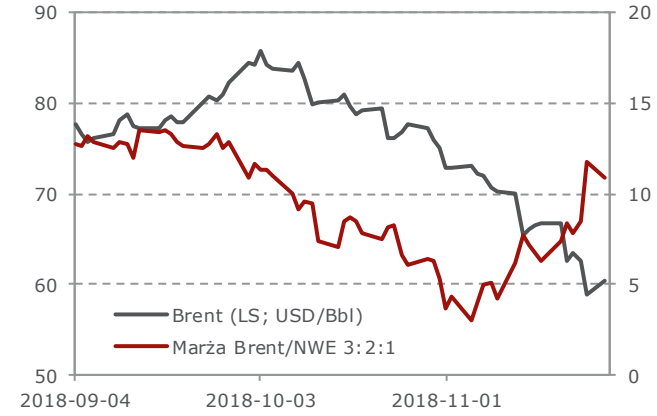
WIG IT na tle MSCI Europe Software & Services (USD)



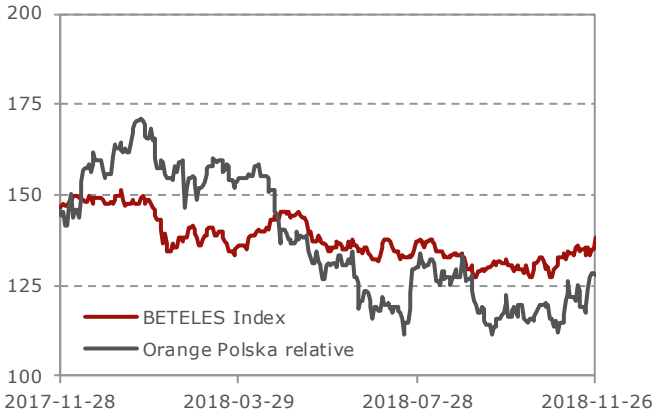
OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



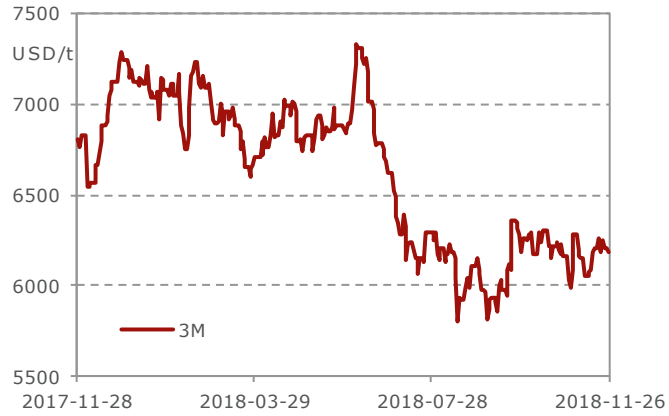
Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



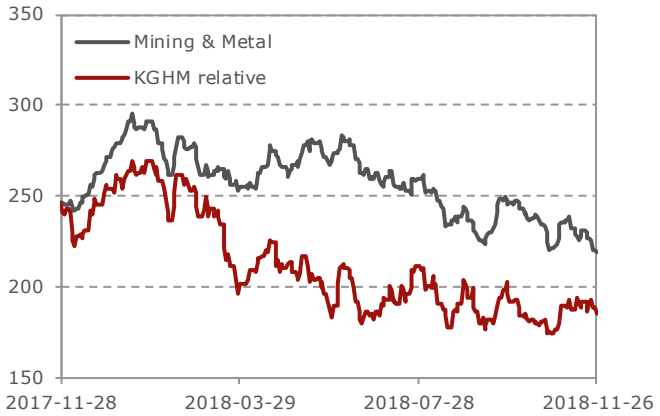
Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)

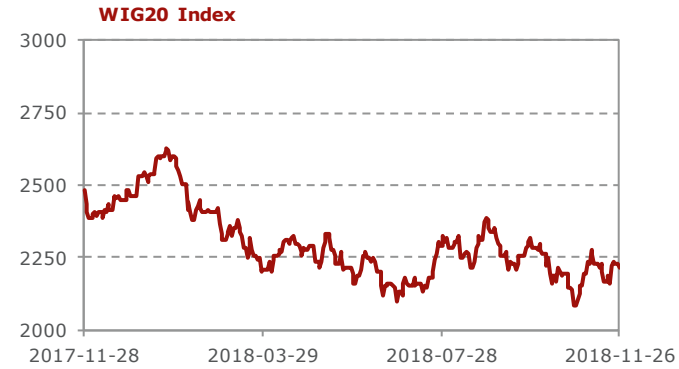


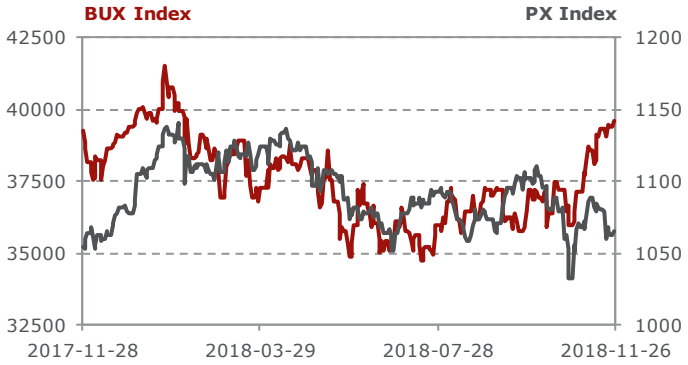
Źródło: Bloomberg

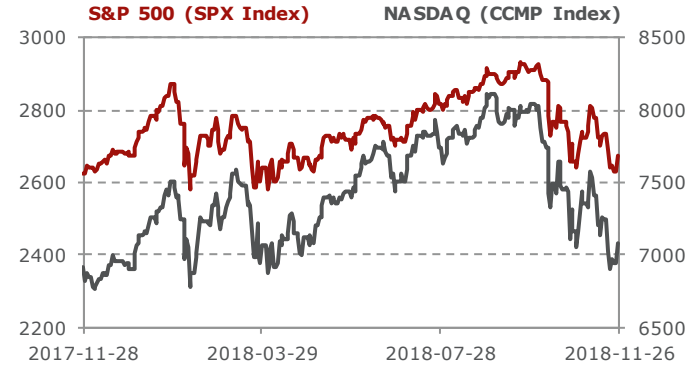
mBank Dom Maklerski

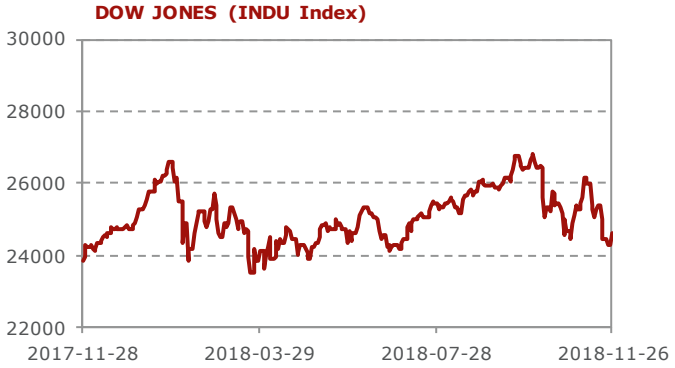
Przegląd rynków zagranicznych

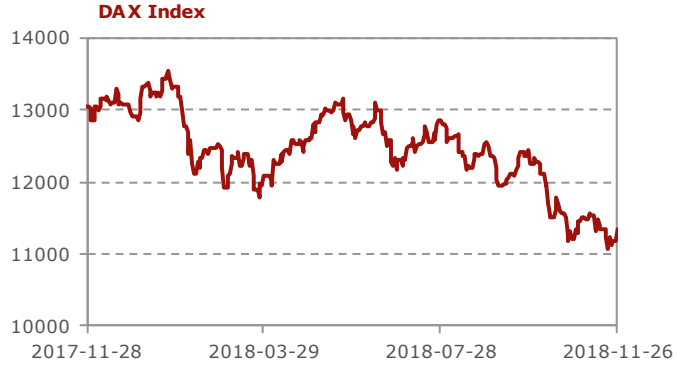
Indeks	Sesja z dnia	Otwarcie	Maksimum	Minimum	Zamknięcie	Zmiana %
DJIA	2018-11-26	24 364,13	24 673,29	24 364,13	24 640,24	+1,46%
S&P 500	2018-11-26	2 649,97	2 674,35	2 649,97	2 673,45	+1,55%
NASDAQ	2018-11-26	7 026,50	7 083,93	7 003,12	7 081,85	+2,06%
DAX	2018-11-26	11 315,90	11 390,93	11 301,82	11 354,72	+1,45%
CAC 40	2018-11-26	4 982,54	5 023,78	4 973,71	4 994,98	+0,97%
FTSE 100	2018-11-26	6 952,86	7 050,96	6 952,86	7 036,00	+1,20%
WIG20	2018-11-26	2 229,64	2 245,08	2 202,37	2 213,57	-0,53%
BUX	2018-11-26	39 379,78	39 598,29	39 253,08	39 598,29	+0,55%
PX	2018-11-26	1 062,09	1 066,14	1 062,09	1 065,16	+0,26%
RTS	2018-11-26	1 617,62	1 622,30	1 558,68	1 573,50	-2,97%
SOFIX	2018-11-26	588,93	589,20	584,43	584,90	-0,68%
BET	2018-11-26	8 522,78	8 524,75	8 477,40	8 515,53	-0,09%
XU100	2018-11-26	93 521,69	94 435,84	93 455,30	93 962,35	+1,03%
BETELES	2018-11-26	134,85	138,72	134,85	138,38	+2,70%
NIKKEI	2018-11-26	21 647,69	21 838,10	21 622,60	21 812,00	+0,76%
SHCOMP	2018-11-26	2 580,84	2 595,00	2 568,04	2 575,81	-0,14%
Miedź	2018-11-26	6 187,00	6 230,00	6 155,00	6 189,00	-0,29%
Ropa	2018-11-26	58,86	60,60	58,36	60,00	+2,44%
USD/PLN	2018-11-26	3,7849	3,8136	3,7670	3,7922	+0,15%
EUR/PLN	2018-11-26	4,2915	4,3210	4,2752	4,2954	+0,05%
EUR/USD	2018-11-26	1,1342	1,1384	1,1325	1,1328	-0,08%
USBonds10	2018-11-26	3,0390	3,0773	3,0390	3,0535	+0,0145
GRBonds10	2018-11-26	0,3490	0,3700	0,3460	0,3610	+0,0210
PLBonds10	2018-11-26	3,1880	3,1950	3,1630	3,1860	+0,0100

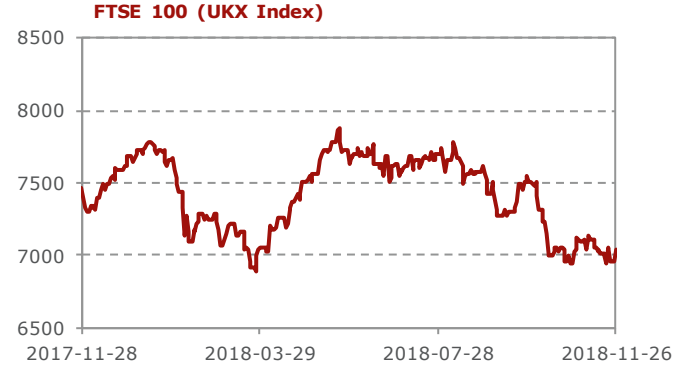






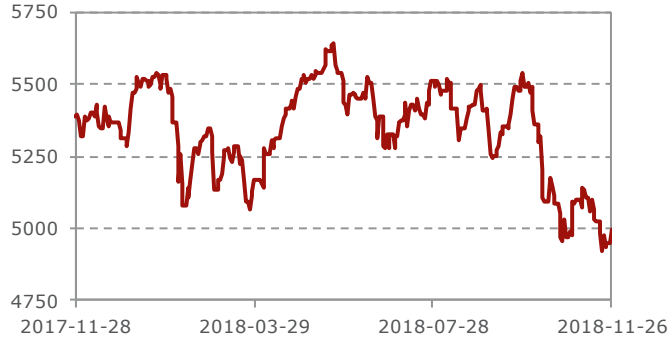




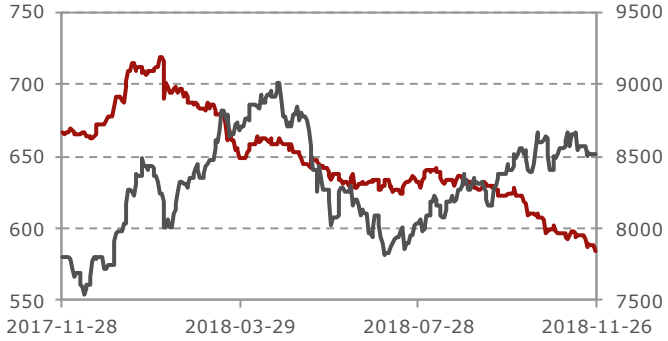


Źródło: Bloomberg

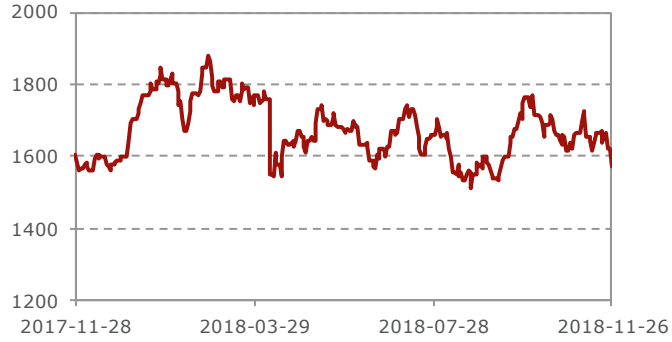
CAC 40 Index



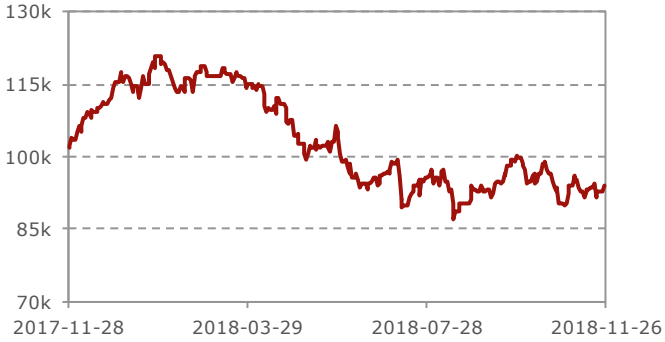
SOFIX Index BET Index



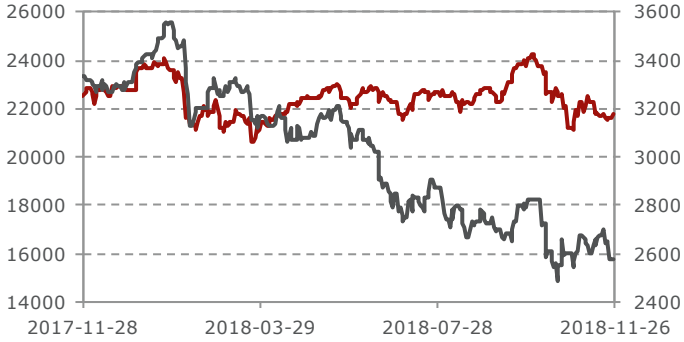
RTS (CRTX Index)



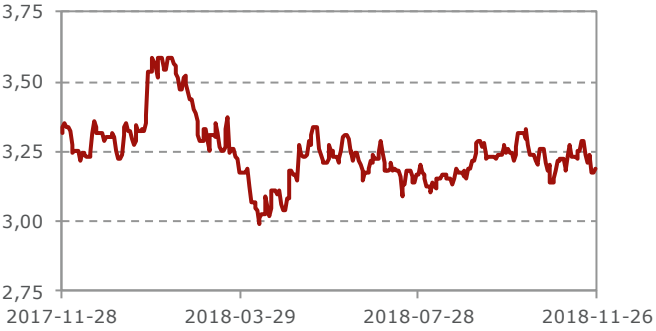
XU100 Index



NIKKEI (NKY Index) SHCOMP Index



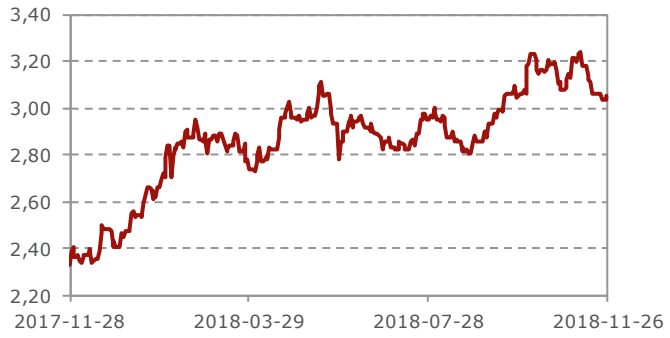
Rentowność 10-letnich obligacji polskich

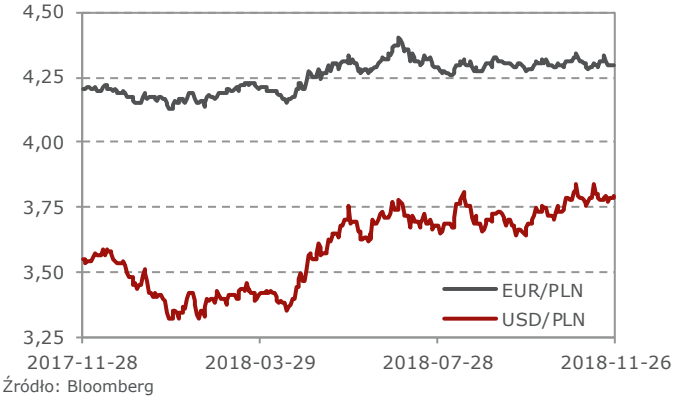


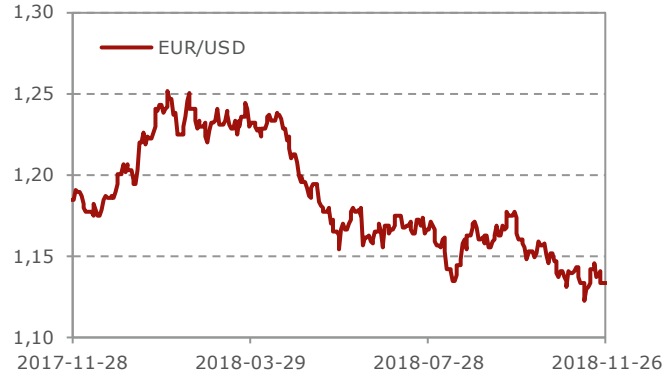
Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich



Rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich







Źródło: Bloomberg

mBank Dom Maklerski

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 Włóka
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

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.kliszcz@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 jakakolwiek 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.