

czwartek, 28 kwietnia 2022 | opracowanie cykliczne

## Komentarz poranny

Rynek akcji, Polska

Opracowali: Krzysztof Pakulski ([krzysztof.pakulski@mbank.pl](mailto:krzysztof.pakulski@mbank.pl)), Remigiusz Lemke ([remigiusz.lemke@mbank.pl](mailto:remigiusz.lemke@mbank.pl))

| WIG              | WIG20          | mWIG40           | sWIG80           | PLBonds10     | Oil \$/b      | USD/PLN       | EUR/PLN    |
|------------------|----------------|------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|------------|
| 58139,06         | 1883,09        | 4321,17          | 18524,83         | 6,12          | 102,02        | 4,4602        | 4,7086     |
| -696,97 (-1,18%) | -13,37 (-0,7%) | -122,92 (-2,77%) | -256,33 (-1,36%) | 0,052 (0,85%) | -1,5 (-1,47%) | 0,02 (-0,44%) | 0 (-0,03%) |

## Informacje ze spółek i sektorów

### PKN Orlen

#### Zysk netto PKN Orlen w pierwszym kwartale wyniósł 2,85 mld zł

Zysk netto PKN Orlen wyniósł 2,85 mld zł i jest to wynik wyraźnie lepszy od konsensusu rynkowego, który zakładał 1,7 mld zł. Z kolei przychody ze sprzedaży okazały się nieznacznie słabsze od założeń rynkowych i wyniosły 45,4 mld zł. Płocki koncern oczekuje, że w bieżącym roku średnia cena ropy może wynieść \$120 za baryłkę. Kurs kontraktów terminowych wynosi dziś \$103. Orlen zakłada również dwukrotny wzrost cen gazu w ujęciu rok do roku. Spółka oczekuje również poprawy wykorzystania mocy produkcyjnych oraz poprawy marż rafineryjnych, co ma być efektem wyeliminowania importu paliw z Rosji. W pierwszym kwartale PKN odnotowała największy w historii wolumen wyprodukowanej zielonej energii elektrycznej, na poziomie 0,6 TWh (+46% r/r). **Komentarz analityków Bm mBanku: Skor. EBITDA była zgodna z oczekiwaniami i jest dobrym przybliżeniem na kolejne kwartały. Wyniki 3M stanowią do 25% naszych niedawno zaktualizowanych szacunków rocznych. Ze względu na silne otoczenie makro widzimy potencjał dalszych rewizji w górę. Słabe przepływy pieniężne są przejściowym zjawiskiem związanym ze zmianami kapitału obrotowego i nie powinny martwić inwestorów. Utrzymujemy naszą pozytywną ocenę.**

### Pekao

#### Pekao przebija oczekiwania rynkowe

Zysk banku Pekao w pierwszym kwartale okazał się niemal czterokrotnie wyższy niż przed rokiem i wyniósł 907,2 mln zł. Jednocześnie jest to rezultat wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego, który zakładał 806,9 mln zł. Solidnie wypadł wynik odsetkowy, który był o 3% wyższy od szacunków rynkowych. Jednak największą różnicę widzimy w odpisach, które wyniosły 134 mln zł. Tymczasem rynek oczekiwał 170,7 mln zł. W związku ze zmianami otoczenia gospodarczego oraz wzrostu stóp procentowych bank planuje zaktualizować swoje cele finansowe ze strategii na lata 2021-2024. Wskaźnik ROE w 1kw. 2022 r. Pekao zwiększył się do 15,3% wobec zapisanego w strategii celu 10% ROE w 2024 roku i wobec 3,9% w 1kw. 2021 roku. **Komentarz analityków Bm mBanku: W sumie wyniki odczytujemy jako pozytywne, biorąc pod uwagę silniejszy od oczekiwanego wzrost wyniku odsetkowego. Ponadto pozytywnie patrzymy na stabilny koszt ryzyka, który był znacznie poniżej oczekiwań. Uważamy, że niedawna wyprzedaż może być okazją do zakupu.**

### Grupa Azoty

#### Zysk netto Grupy Azoty wzrósł do 634 mln zł

Wyniki Grupy Azoty za 2021 r. okazały się zgodne z wcześniejszymi szacunkami. Grupa odnotowała wzrost przychodów do poziomu 15,9 mld zł (+5,38 mld). Zysk EBITDA wzrósł o 624 mln do pułapu 1,95 mld, z kolei zysk netto wyniósł 634 mln zł. Głównymi czynnikami wpływającymi na wyniki spółki były wzrost cen produktów oraz wysokie koszty surowców do produkcji nawozów, tworzyw sztucznych i chemikaliów, w tym głównie gazu ziemnego, a także uprawnień CO2. Osobna spółka poinformowała, że mimo zaprzestania dostaw gazu przez Gazprom, zakłady otrzymują surowiec w normalnej wysokości.

### Tauron

#### Tauron chce wydobyć do 2030 r. o 6,5 mln ton węgla więcej

Z uwagi na wzrost zapotrzebowania spółka Tauron Wydobycie zamierza do 2030 wyprodukować łącznie o 6,5 mln ton węgla więcej, niż zakładał wcześniejszy plan. Produkcja zaplanowana na ten rok wynosi 5,1 mln ton. Oddzielnie Tauron Wydobycie poinformował, że chce wznowić drążenie szybu Grzegorz pod koniec pierwszego półrocza 2022 r. Spółka ma nowy projekt, który zakłada, że szyb będzie krótszy niż wcześniej planowano, dodatkowo skrócić ma się też czas wydobycia

### Alior

#### Alior spodziewa się wzrostu presji na oprocentowanie depozytów

W środę przedstawiciele Aliora poinformowali, że spodziewają się wzrostu presji na oprocentowanie depozytów. Jednocześnie uważają, że podwyżki stóp procentowych wpłyną na wynik odsetkowy później niż w sektorze, co ma być związane ze strukturą udzielonych kredytów przez bank. Alior zakłada, że kolejne kwartały mogą przynieść wyższe koszty ryzyka, mimo to bank chce utrzymać dwucyfrowy poziom rentowności na kapitale własnym (ROE). Aktualnie ROE Alior Banku wynosi 11,9%.

### Cognor

#### Cognor przygląda się blokom SMR

Podczas panelu na Europejskim Kongresie Gospodarczym w Katowicach prezes Cognor Przemysław Sztuczowski powiedział, że spółka przygląda się technologii małych reaktorów jądrowych (SMR). Zdaniem prezesa reaktory o mocy 50 do 300 MW jest to idealne rozwiązanie dla takiej spółki jak Cognor. Aby pokryć połowę zapotrzebowania firmy na energię elektryczną potrzeba by ok. 130 hektarów ziemi pod elektrownię fotowoltaiczną. Prezes zaznaczył, że obecnie spółka nie odczuwa



wysokich cen prądu, ponieważ jest zabezpieczona. Ceny energii elektrycznej w Cognor to 150-200 mln zł.

## Pozostałe wiadomości ze spółek

|                           |                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>PZU</b>                | Piotr Nowak, były minister rozwoju, został członkiem zarządu PZU                                                                                                                                                                                                          |
| <b>STS Holding</b>        | Grupa STS wypracowała w 2021 roku skorygowaną EBITDA na rekordowym poziomie 216 mln zł (+43%r/r). W 2022 roku marża EBITDA grupa ma wynieść ponad 40%.                                                                                                                    |
| <b>Kernel</b>             | Kernel Holding, z powodu blokady ukraińskich portów Morza Czarnego w wyniku rosyjskiej agresji na Ukrainę, zdecydował o zbyciu części aktywów. Transakcja ma mieć wartość ok. \$210 mln.                                                                                  |
| <b>Santander</b>          | Akcjonariusze Santander Bank Polska zdecydowali o wypłacie dywidendy w wysokości 2,68 zł na akcję.                                                                                                                                                                        |
| <b>MOL</b>                | MOL Group, we współpracy z Plug Power, wybuduje jeden z największych w Europie zakładów produkcji zielonego wodoru na terenie należącej do MOL rafinerii Danube w węgierskim mieście Százhalombatta. Uruchomienie wartej 22 mln euro instalacji zaplanowano na 2023 rok.  |
| <b>Quercus</b>            | Akcjonariusze Quercus TFI zdecydowali, by zysk netto za 2021 rok w kwocie 22,3 mln zł został przeznaczony na kapitał rezerwowo utworzony w celu sfinansowania nabycia akcji własnych.                                                                                     |
| <b>Dębica</b>             | Firma Oponiarska Dębica odnotowała w czwartym kwartale 2021 roku 650,3 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 28,1% r/r. Zysk operacyjny wyniósł w tym czasie 0,6 mln zł i był niższy o 95,7% w stosunku do roku ubiegłego, a zysk netto spadł rdr o 75,9% do 3,4 mln zł. |
| <b>All in! Games</b>      | All in! Games oraz OML zrzekły się wszelkich praw w stosunku do gry Ghostrunner, w szczególności do tantiem należnych z tytułu komercjalizacji tej gry, w zamian za jednorazowe wynagrodzenie, które dla All in! Games wynosi 1,56 mln euro.                              |
| <b>Columbus Energy</b>    | Columbus Energy ma term-sheet w sprawie 200 mln zł zaangażowania funduszu z USA                                                                                                                                                                                           |
| <b>Toya</b>               | Toya ocenia, że zmienna sytuacja epidemiologiczna na terenie Chińskiej Republiki Ludowej może utrudnić terminową realizację budowanego centralnego magazynu grupy na terenie Chin                                                                                         |
| <b>Izostal</b>            | Walne zgromadzenie Izostalu zdecydowało o przeznaczeniu na dywidendę 3,9 mln zł, co oznacza wypłatę 0,12 zł dywidendy na akcję.                                                                                                                                           |
| <b>Krynicki Recykling</b> | Krynicki Recykling chce przeznaczyć na wypłatę dywidendy 8,68 mln zł, czyli 0,5 zł na akcję. Kwota ta jest równa wypłaconej akcjonariuszom w grudniu zaliczce na poczet dywidendy.                                                                                        |
| <b>XTB</b>                | Obecnie priorytetem dla XTB jest rozwój produktowo-technologiczny. Grupa wróci do tematu ekspansji zagranicznej po ukończeniu realizowanych trzech projektów rozwojowych.                                                                                                 |
| <b>ING BS</b>             | Bankowy Fundusz Gwarancyjny wyznaczył dla ING Banku Śląskiego wymóg MREL na poziomie 16,24% łącznej ekspozycji na ryzyko. Bank ma spełnić wymogi do 2023 r.                                                                                                               |

**Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku**

| Spółka                | Rekomendacja | Data wydania | Cena w dniu wydania | Cena docelowa | Cena bieżąca | Potencjał zmiany | P/E  |      | EV/EBITDA |      |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------------|---------------|--------------|------------------|------|------|-----------|------|
|                       |              |              |                     |               |              |                  | 2022 | 2023 | 2022      | 2023 |
| Finanse               |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| Alior Bank            | kupuj        | 2022-01-13   | 61,90               | 75,00         | 40,72        | +54,1%           | 8,2  | 7,4  | -         | -    |
| BNP Paribas Polska    | kupuj        | 2022-03-03   | 75,20               | 105,00        | 69,40        | +84,2%           | 4,9  | 4,0  | -         | -    |
| Handlowy              | kupuj        | 2022-01-13   | 63,50               | 75,00         | 57,60        | +51,3%           | 7,3  | 6,6  | -         | -    |
| ING BSK               | kupuj        | 2022-03-03   | 239,00              | 305,00        | 206,00       | +30,2%           | 7,6  | 6,7  | -         | -    |
| Millennium            | kupuj        | 2022-03-03   | 6,15                | 8,40          | 5,57         | +48,1%           | 9,3  | 9,1  | -         | -    |
| Pekao                 | kupuj        | 2022-01-13   | 135,95              | 155,55        | 102,25       | +50,8%           | 21,4 | 7,4  | -         | -    |
| PKO BP                | kupuj        | 2022-01-13   | 49,53               | 59,19         | 35,26        | +52,1%           | 8,5  | 7,4  | -         | -    |
| Santander Bank Polska | kupuj        | 2022-03-03   | 306,10              | 399,35        | 271,40       | +67,9%           | 6,7  | 6,1  | -         | -    |
| Komercni Banka        | kupuj        | 2022-03-03   | 842,00              | 1 034,47 CZK  | 845,00       | +47,1%           | 17,7 | 7,5  | -         | -    |
| Moneta Money Bank     | kupuj        | 2022-01-13   | 93,50               | 110,00 CZK    | 93,70        | +22,4%           | 9,3  | 10,2 | -         | -    |
| Erste Group           | kupuj        | 2022-01-13   | 43,77               | 52,78 EUR     | 30,93        | +17,4%           | 8,8  | 9,2  | -         | -    |
| RBI                   | kupuj        | 2022-04-07   | 11,64               | 16,09 EUR     | 10,61        | +70,6%           | 5,5  | 5,9  | -         | -    |
| OTP Bank              | kupuj        | 2022-04-07   | 10 700              | 16 310 HUF    | 10 590       | +51,6%           | 7,7  | 5,4  | -         | -    |
| PZU                   | kupuj        | 2022-01-17   | 37,44               | 45,00         | 31,80        | +54,0%           | 7,4  | 5,4  | -         | -    |
| Kruk                  | kupuj        | 2022-01-17   | 342,00              | 435,55        | 275,00       | +41,5%           | 8,0  | 7,7  | -         | -    |
| GPW                   | akumuluj     | 2022-04-07   | 39,92               | 44,55         | 37,38        | +58,4%           | 8,4  | 7,8  | -         | -    |
|                       |              |              |                     |               |              | +19,2%           | 11,1 | 10,5 | -         | -    |
| Chemia                |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| Ciech                 | kupuj        | 2022-04-07   | 44,20               | 49,64         | 40,50        | +22,6%           | 9,2  | 13,1 | 3,0       | 3,4  |
| Grupa Azoty           | zawieszona   | 2021-11-05   | 31,74               | -             | 43,20        | +22,6%           | 9,2  | 13,1 | 3,0       | 3,4  |
|                       |              |              |                     |               |              | -                | -    | -    | -         | -    |
| Surowce               |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| JSW                   | kupuj        | 2022-04-07   | 67,96               | 82,00         | 63,86        | +26,5%           | 4,5  | 6,6  | 2,0       | 2,3  |
| KGHM                  | trzymaj      | 2022-04-07   | 170,45              | 177,22        | 140,60       | +26,0%           | 6,2  | 6,6  | 3,3       | 3,0  |
| Paliwa                |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| Lotos                 | kupuj        | 2022-04-07   | 60,84               | 90,36         | 68,22        | +38,4%           | 3,0  | 6,7  | 1,8       | 2,5  |
| MOL                   | kupuj        | 2022-04-07   | 2 744               | 4 241 HUF     | 3 010        | +32,5%           | 2,7  | 7,4  | 1,4       | 2,4  |
| PGNiG                 | kupuj        | 2022-04-07   | 6,48                | 9,53          | 6,32         | +40,9%           | 2,7  | 6,1  | 1,8       | 2,5  |
| PKN Orlen             | akumuluj     | 2022-04-07   | 77,00               | 87,69         | 72,92        | +50,8%           | 4,6  | 4,4  | 1,8       | 1,6  |
|                       |              |              |                     |               |              | +20,3%           | 3,2  | 9,4  | 2,7       | 4,6  |
| Energetyka            |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| CEZ                   | akumuluj     | 2022-04-07   | 952,50              | 1 050,30 CZK  | 971,00       | +9,5%            | 6,9  | 5,3  | 3,8       | 2,9  |
| Enea                  | zawieszona   | 2022-04-07   | 8,80                | -             | 9,35         | +8,2%            | 13,5 | 10,1 | 6,8       | 5,6  |
| PGE                   | zawieszona   | 2022-04-07   | 9,20                | -             | 9,60         | -                | 1,8  | 2,2  | 0,9       | 0,4  |
| Polenergia            | kupuj        | 2022-01-17   | 74,20               | 91,40         | 68,50        | -                | 6,9  | 5,3  | 1,9       | 1,2  |
| Tauron                | zawieszona   | 2022-04-07   | 2,85                | -             | 3,17         | +33,4%           | 29,7 | 15,3 | 13,5      | 8,7  |
|                       |              |              |                     |               |              | -                | 4,0  | 3,0  | 3,8       | 2,9  |
| Telekomunikacja       |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| Cyfrowy Polsat        | trzymaj      | 2021-10-06   | 35,62               | 36,20         | 25,80        | +37,7%           | 14,6 | 12,4 | 5,4       | 5,1  |
| Orange Polska         | kupuj        | 2021-12-15   | 7,64                | 9,50          | 7,15         | +40,3%           | 10,7 | 10,1 | 6,1       | 5,8  |
|                       |              |              |                     |               |              | +32,9%           | 18,6 | 14,7 | 4,7       | 4,4  |
| Media                 |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| Wirtualna Polska      | kupuj        | 2022-04-07   | 117,20              | 133,10        | 103,20       | +29,0%           | 16,2 | 14,5 | 9,3       | 8,3  |
| IT                    |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| Asseco BS             | równoważ     | 2022-01-17   | 42,80               | -             | 41,70        | +23,4%           | 14,0 | 13,6 | 6,5       | 6,2  |
| Asseco Poland         | akumuluj     | 2022-01-17   | 81,45               | 90,10         | 77,95        | -                | 16,2 | 15,4 | 10,8      | 10,2 |
| Asseco SEE            | przeważaj    | 2022-01-17   | 54,00               | -             | 46,80        | +15,6%           | 14,0 | 13,6 | 4,3       | 4,0  |
| Comarch               | kupuj        | 2022-01-17   | 206,00              | 263,70        | 171,00       | -                | 15,6 | 14,7 | 7,9       | 7,1  |
| Sygnity               | redukuj      | 2022-04-07   | 11,80               | 10,70         | 11,75        | +54,2%           | 12,9 | 12,7 | 4,5       | 4,3  |
|                       |              |              |                     |               |              | -8,9%            | 11,4 | 11,8 | 6,5       | 6,2  |
| Gaming                |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| 11 bit studios        | zawieszona   | 2021-05-07   | 501,00              | -             | 529,00       | +82,4%           | 12,1 | 9,9  | 8,0       | 7,2  |
| CD Projekt            | kupuj        | 2022-04-07   | 175,10              | 239,00        | 130,72       | -                | -    | -    | -         | -    |
| PlayWay               | zawieszona   | 2021-05-07   | 430,20              | -             | 264,00       | +82,8%           | 32,8 | 36,9 | 21,1      | 24,2 |
| STS Holding           | kupuj        | 2022-01-12   | 23,10               | 30,30         | 16,00        | -                | -    | -    | -         | -    |
| Ten Square Games      | kupuj        | 2022-04-07   | 186,10              | 265,00        | 165,70       | +89,4%           | 12,1 | 9,8  | 8,0       | 6,4  |
|                       |              |              |                     |               |              | +59,9%           | 8,9  | 9,9  | 6,5       | 7,2  |
| Przemysł              |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| Cognor                | kupuj        | 2022-04-07   | 5,85                | 6,75          | 5,96         | +10,0%           | 7,7  | 8,6  | 5,9       | 6,6  |
| Compreum              | kupuj        | 2022-04-07   | 3,20                | 4,87          | 3,00         | +13,3%           | 2,5  | 6,4  | 2,4       | 5,5  |
| Grupa Kęty            | trzymaj      | 2022-04-07   | 622,00              | 656,64        | 638,00       | +62,3%           | 4,6  | 4,5  | 3,7       | 4,2  |
| Mo-BRUK               | kupuj        | 2022-04-07   | 390,00              | 504,53        | 398,50       | +2,9%            | 10,9 | 13,7 | 8,1       | 9,6  |
|                       |              |              |                     |               |              | +26,6%           | 11,4 | 10,9 | 8,1       | 7,8  |
| E-commerce/Internet   |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| Allegro               | kupuj        | 2022-04-07   | 30,16               | 39,40         | 27,06        | +44,4%           | 23,6 | 19,0 | 15,0      | 11,8 |
| Answear               | kupuj        | 2022-04-07   | 25,85               | 39,60         | 25,10        | +45,6%           | 23,1 | 19,2 | 13,8      | 11,6 |
| Grupa Pracuj          | kupuj        | 2022-04-07   | 66,00               | 83,30         | 63,00        | +57,8%           | 23,8 | 16,3 | 11,8      | 9,3  |
| Shoper                | kupuj        | 2022-03-03   | 47,00               | 71,50         | 44,90        | +32,2%           | 20,3 | 17,6 | 16,7      | 14,5 |
| Vercom                | akumuluj     | 2022-01-17   | 48,80               | 56,20         | 44,70        | +59,2%           | 37,5 | 27,7 | 26,5      | 19,6 |
|                       |              |              |                     |               |              | +25,7%           | 23,6 | 19,0 | 15,0      | 11,8 |
| Handel                |              |              |                     |               |              |                  |      |      |           |      |
| AmRest                | zawieszona   | 2020-12-08   | 25,80               | -             | 18,96        | +9,9%            | 20,8 | 18,1 | 9,1       | 7,8  |
| CCC                   | zawieszona   | 2021-05-07   | 111,80              | -             | 52,60        | -                | -    | -    | -         | -    |
| Dino                  | redukuj      | 2022-04-07   | 341,20              | 313,00        | 315,60       | -                | -    | -    | -         | -    |
| Eurocash              | zawieszona   | 2021-05-07   | 14,32               | -             | 12,58        | -0,8%            | 31,5 | 25,2 | 20,2      | 16,2 |
| Jeronimo Martins      | akumuluj     | 2022-04-07   | 21,48               | 23,30 EUR     | 20,30        | -                | -    | -    | -         | -    |
| LPP                   | zawieszona   | 2021-05-07   | 10 640,00           | -             | 9 990,00     | +14,8%           | 20,8 | 18,1 | 9,1       | 7,8  |
| TIM                   | przeważaj    | 2022-01-17   | 39,15               | -             | 37,55        | -                | -    | -    | -         | -    |
| VRG                   | zawieszona   | 2021-07-06   | 3,64                | -             | 3,83         | -                | 8,8  | 7,8  | 5,9       | 5,2  |
|                       |              |              |                     |               |              | -                | -    | -    | -         | -    |



Wycena banków z Europy Środkowej i Wschodniej

|                            | Cena   | P/E  |      |      | ROE  |      |      | P/BV |      |      | DY    |       |       |
|----------------------------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                            |        | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022  | 2023  | 2024  |
| Polskie banki              |        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
| Alior Bank                 | 40,72  | 4,9  | 4,0  | -    | 14%  | 15%  | -    | 0,6  | 0,5  | -    | 0,0%  | 0,0%  | -     |
| BNP Paribas BP             | 69,40  | 7,3  | 6,6  | -    | 11%  | 11%  | -    | 0,8  | 0,7  | -    | 0,5%  | 4,5%  | -     |
| Handlowy                   | 57,60  | 7,6  | 6,7  | -    | 12%  | 13%  | -    | 0,9  | 0,9  | -    | 9,8%  | 13,0% | -     |
| ING BSK                    | 206,00 | 9,3  | 9,1  | -    | 14%  | 13%  | -    | 1,2  | 1,1  | -    | 4,0%  | 5,4%  | -     |
| Millennium                 | 5,57   | 21,4 | 7,4  | -    | 4%   | 11%  | -    | 0,8  | 0,7  | -    | 0,0%  | 0,0%  | -     |
| Pekao                      | 102,25 | 8,5  | 7,4  | -    | 11%  | 12%  | -    | 0,9  | 0,9  | -    | 4,7%  | 8,8%  | -     |
| PKO BP                     | 35,26  | 6,7  | 6,1  | -    | 14%  | 14%  | -    | 0,9  | 0,8  | -    | 5,5%  | 7,4%  | -     |
| Santander BP               | 271,40 | 17,7 | 7,5  | -    | 6%   | 12%  | -    | 1,0  | 0,8  | -    | 1,0%  | 1,7%  | -     |
| mediana                    |        | 8,1  | 7,0  | -    | 12%  | 13%  | -    | 0,9  | 0,8  | -    | 2,5%  | 5,0%  | -     |
| Inwestorzy polskich banków |        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
| BCP                        | 0,16   | 9,4  | 5,5  | 4,7  | 4%   | 6%   | 8%   | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,0%  | 3,1%  | 5,6%  |
| Citigroup                  | 51,13  | 7,2  | 6,6  | 6,1  | 8%   | 8%   | 8%   | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 4,1%  | 4,3%  | 4,7%  |
| Commerzbank                | 6,46   | 9,3  | 6,4  | 4,8  | 3%   | 5%   | 6%   | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 3,0%  | 6,0%  | 8,9%  |
| ING                        | 9,37   | 8,4  | 7,1  | 6,1  | 8%   | 9%   | 8%   | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 6,9%  | 7,4%  | 8,5%  |
| UCI                        | 9,14   | 5,6  | 4,9  | 3,9  | 5%   | 6%   | 7%   | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 6,1%  | 7,6%  | 10,0% |
| mediana                    |        | 8,4  | 6,4  | 4,8  | 5%   | 6%   | 8%   | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 4,1%  | 6,0%  | 8,5%  |
| Zagraniczne banki          |        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
| Erste Group                | 30,93  | 5,5  | 5,9  | -    | 12%  | 10%  | -    | 0,6  | 0,6  | -    | 5,2%  | 7,4%  | -     |
| Komerční Banka             | 845,00 | 9,3  | 10,2 | -    | 14%  | 12%  | -    | 1,2  | 1,2  | -    | 5,0%  | 7,0%  | -     |
| Moneta Money               | 93,70  | 8,8  | 9,2  | -    | 18%  | 16%  | -    | 1,5  | 1,5  | -    | 6,1%  | 9,1%  | -     |
| OTP Bank                   | 10 590 | 7,4  | 5,4  | 5,3  | 12%  | 14%  | 12%  | 0,8  | 0,7  | 0,6  | 2,7%  | 2,8%  | 3,0%  |
| RBI                        | 10,61  | 7,7  | 5,4  | 4,6  | 3%   | 4%   | 5%   | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0%  | 3,9%  | 5,6%  |
| Akbank                     | 9,36   | 2,8  | 3,1  | 2,6  | 23%  | 16%  | 16%  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 6,7%  | 6,7%  | 9,6%  |
| Alpha Bank                 | 1,18   | 8,4  | 6,0  | 4,9  | 5%   | 7%   | 8%   | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,0%  | 0,5%  | 2,4%  |
| Banco Santander            | 3,05   | 6,3  | 6,0  | 5,6  | 9%   | 9%   | 9%   | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 5,3%  | 6,2%  | 6,5%  |
| Deutsche Bank              | 10,66  | 7,2  | 6,3  | 5,6  | 5%   | 6%   | 7%   | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 2,9%  | 3,9%  | 5,1%  |
| NB of Greece               | 4,06   | 7,8  | 7,2  | 6,2  | 8%   | 8%   | 9%   | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 0,2%  | 1,5%  | 2,0%  |
| Sberbank                   | 111,90 | 2,0  | 1,9  | 1,6  | 21%  | 20%  | 20%  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 26,5% | 28,2% | 31,1% |
| Türkiye Garanti B          | 14,97  | 3,2  | 3,5  | 3,0  | 23%  | 19%  | 18%  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 9,4%  | 8,7%  | 10,1% |
| Türkiye Halk Bank          | 5,79   | 2,5  | 2,7  | 2,4  | 16%  | 6%   | 10%  | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 2,9%  | 1,2%  | 2,1%  |
| Türkiye Vakıflar B         | 4,67   | 1,6  | 2,7  | 2,3  | 20%  | 10%  | 11%  | 0,3  | 0,3  | 0,2  | -     | -     | -     |
| VTB Bank                   | 0,02   | 1,2  | 1,0  | 1,8  | 14%  | 13%  | 14%  | -    | -    | -    | 49,6% | 49,6% | 44,1% |
| Yapi ve Kredi B            | 5,13   | 2,2  | 3,2  | 2,9  | 26%  | 19%  | 15%  | 0,5  | 0,4  | 0,4  | 0,0%  | -     | -     |
| mediana                    |        | 5,9  | 5,4  | 3,0  | 14%  | 11%  | 11%  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 5,0%  | 6,4%  | 5,6%  |

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek ubezpieczeniowych

|                        | Cena   | P/E  |      |      | ROE  |      |      | P/BV |      |      | DY   |      |      |
|------------------------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                        |        | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Ubezpieczyciele        |        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| PZU                    | 31,80  | 8,0  | 7,7  | -    | 19%  | 18%  | -    | 1,4  | 1,4  | -    | 7,2% | 9,9% | -    |
| Aegon                  | 5,01   | 7,4  | 7,0  | 6,5  | 6%   | 5%   | 6%   | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 4,3% | 5,2% | 5,8% |
| Allianz                | 215,30 | 9,9  | 8,7  | 8,4  | 11%  | 12%  | 12%  | 1,1  | 1,0  | 1,0  | 5,3% | 5,7% | 6,1% |
| Assicurazioni Generali | 18,12  | 9,6  | 9,0  | 8,3  | 10%  | 11%  | 11%  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 6,2% | 6,5% | 6,9% |
| Aviva                  | 4,29   | 9,8  | 7,9  | 6,7  | 7%   | 8%   | 9%   | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 7,4% | 7,4% | 8,0% |
| AXA                    | 25,78  | 8,6  | 8,0  | 7,7  | 10%  | 10%  | 11%  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 6,3% | 6,8% | 7,2% |
| Baloise                | 168,10 | 12,7 | 12,2 | 11,9 | 8%   | 8%   | 8%   | 1,0  | 0,9  | 0,9  | 4,4% | 4,6% | 4,9% |
| Helvetia               | 124,60 | 13,0 | 12,3 | 12,2 | 9%   | 9%   | 8%   | 1,1  | 1,0  | 1,0  | 4,5% | 4,7% | 4,9% |
| Mapfre                 | 1,87   | 8,2  | 7,7  | 7,5  | 8%   | 8%   | 9%   | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 7,5% | 7,9% | 8,0% |
| Uniqa                  | 7,28   | 8,2  | 7,4  | 6,9  | 9%   | 10%  | 10%  | -    | -    | -    | 7,6% | 7,8% | 8,2% |
| Vienna Insurance G.    | 23,25  | 7,7  | 7,1  | -    | 7%   | 7%   | -    | 0,5  | 0,5  | -    | 5,4% | 5,9% | -    |
| Zurich Financial       | 436,70 | 12,2 | 11,3 | 10,7 | 14%  | 14%  | 15%  | 1,7  | 1,6  | 1,5  | 5,8% | 6,2% | 6,6% |
| mediana                |        | 9,1  | 7,9  | 8,0  | 9%   | 9%   | 10%  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 6,0% | 6,3% | 6,7% |

Źródło: Bloomberg, mBank



Wycena spółek energetycznych

|                     |         | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |       |       |
|---------------------|---------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|-------|-------|
|                     | Cena    | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022 | 2023  | 2024  |
| Spółki energetyczne |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |
| CEZ                 | 971,00  | 6,8       | 5,6  | 5,4  | 2,2  | 1,9  | 1,8  | 13,5 | 10,1 | 9,8  | 32%          | 34%  | 33%  | 4,5% | 5,9%  | 7,9%  |
| Enea                | 9,35    | 0,9       | 0,4  | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 1,8  | 2,2  | 2,2  | 16%          | 12%  | 12%  | 0,0% | 11,4% | 9,3%  |
| PGE                 | 9,60    | 1,9       | 1,2  | 1,0  | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 6,9  | 5,3  | 3,7  | 13%          | 10%  | 12%  | 0,0% | 7,3%  | 11,3% |
| Tauron              | 3,17    | 3,8       | 2,9  | 2,7  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 4,0  | 3,0  | 2,9  | 15%          | 14%  | 15%  | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  |
| mediana             |         | 2,8       | 2,0  | 1,8  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 5,4  | 4,1  | 3,3  | 16%          | 13%  | 13%  | 0,0% | 6,6%  | 8,6%  |
| Zintegrowane        |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |
| EDF                 | 9,03    | 7,9       | 4,9  | 4,3  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | -    | 8,8  | 6,6  | 15%          | 24%  | 26%  | 2,3% | 4,9%  | 7,0%  |
| EDP                 | 4,68    | 9,4       | 8,7  | 8,4  | 2,5  | 2,4  | 2,3  | 20,8 | 18,2 | 17,5 | 27%          | 27%  | 27%  | 4,1% | 4,4%  | 4,5%  |
| Endesa              | 20,02   | 7,6       | 7,1  | 6,8  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 12,2 | 11,3 | 10,9 | 20%          | 21%  | 23%  | 5,7% | 6,3%  | 6,4%  |
| Enel                | 6,10    | 6,9       | 6,5  | 6,2  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 10,9 | 10,0 | 9,4  | 24%          | 25%  | 25%  | 6,6% | 7,0%  | 7,3%  |
| Engie               | 11,56   | 5,2       | 5,2  | 4,9  | 0,9  | 1,0  | 0,9  | 8,4  | 8,5  | 8,0  | 18%          | 18%  | 18%  | 7,8% | 8,1%  | 8,7%  |
| Fortum              | 16,08   | 6,1       | 6,4  | 6,6  | 0,3  | 0,3  | 0,2  | 9,4  | 10,7 | 10,2 | 5%           | 4%   | 4%   | 7,2% | 7,3%  | 7,8%  |
| mediana             |         | 7,2       | 6,5  | 6,4  | 1,4  | 1,3  | 1,3  | 10,9 | 10,3 | 9,8  | 19%          | 22%  | 24%  | 6,1% | 6,7%  | 7,1%  |
| Sieci przesyłowe    |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |
| EON                 | 10,32   | 8,9       | 9,1  | 9,1  | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 11,4 | 11,6 | 11,7 | 12%          | 11%  | 11%  | 4,9% | 5,1%  | 5,3%  |
| Elia Group          | 149,00  | 16,5      | 15,5 | -    | 6,6  | 6,4  | -    | 36,3 | 34,9 | -    | 40%          | 41%  | -    | 1,2% | 1,2%  | -     |
| EVN                 | 23,70   | -         | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -            | -    | -    | -    | -     | -     |
| IREN                | 2,43    | 6,6       | 6,2  | 5,8  | 1,6  | 1,6  | 1,5  | 10,9 | 10,4 | 10,1 | 24%          | 25%  | 25%  | 4,5% | 4,9%  | 5,4%  |
| National Grid       | 1181,00 | 14,9      | 13,6 | 13,1 | 5,4  | 5,3  | 5,1  | 18,7 | 17,3 | 16,7 | 37%          | 39%  | 39%  | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  |
| Red Electrica       | 18,71   | 10,4      | 10,3 | 11,7 | 7,9  | 7,8  | 8,7  | 15,2 | 15,4 | 19,7 | 76%          | 75%  | 74%  | 5,3% | 4,6%  | 4,4%  |
| Redes Energeticas   | 2,87    | 9,6       | 9,5  | 9,5  | 5,6  | 5,6  | 5,6  | 16,8 | 15,9 | 16,1 | 58%          | 59%  | 58%  | 5,9% | 5,2%  | 5,2%  |
| SSE                 | 1828    | 13,5      | 12,1 | 11,5 | 3,6  | 3,3  | 3,0  | 20,8 | 17,3 | 17,5 | 27%          | 28%  | 26%  | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  |
| Terna               | 7,77    | 14,1      | 13,6 | 12,9 | 10,0 | 9,6  | 9,2  | 20,3 | 19,4 | 18,3 | 71%          | 71%  | 71%  | 4,0% | 4,3%  | 4,4%  |
| mediana             |         | 11,9      | 11,2 | 11,5 | 5,5  | 5,4  | 5,1  | 17,8 | 16,6 | 16,7 | 38%          | 40%  | 39%  | 4,3% | 4,5%  | 4,4%  |

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek energetycznych ze źródeł odnawialnych

|                      |          | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|----------------------|----------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                      | Cena     | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Spółki odnawialne    |          |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Polenergia           | 68,50    | 13,5      | 8,7  | 8,1  | 1,5  | 1,2  | 1,2  | 29,7 | 15,3 | 14,6 | 11%          | 13%  | 14%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Witrowe              |          |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Abo Wind             | 63,20    | 16,7      | 13,3 | 14,1 | 3,1  | 2,7  | 2,5  | 40,0 | 27,5 | 28,9 | 18%          | 20%  | 18%  | 0,8% | 0,8% | 0,9% |
| Avangrid             | 46,99    | 11,8      | 10,9 | 9,0  | 3,8  | 3,6  | 3,3  | 20,5 | 21,8 | 20,2 | 32%          | 33%  | 37%  | 3,8% | 3,8% | 3,9% |
| Boralex              | 38,99    | 13,5      | 12,9 | 11,9 | 9,9  | 9,4  | 8,3  | 54,1 | 41,5 | 30,4 | 73%          | 73%  | 70%  | 1,7% | 1,7% | 1,7% |
| Edp Renovaveis       | 23,00    | 15,5      | 14,1 | 13,0 | 13,5 | 12,1 | 10,9 | 37,5 | 34,0 | 31,3 | 87%          | 86%  | 83%  | 0,5% | 0,5% | 0,6% |
| Eolus Vind           | 111,05   | 9,2       | 5,4  | 6,0  | 0,6  | 0,4  | 0,5  | 15,1 | 8,7  | 9,7  | 7%           | 7%   | 8%   | 0,7% | 0,7% | 0,8% |
| Falck Renewables     | 8,82     | 16,7      | 15,6 | 14,4 | 8,0  | 7,4  | 7,0  | 47,6 | 41,2 | 36,7 | 48%          | 47%  | 49%  | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| Iberdrola            | 10,59    | 10,7      | 9,8  | 9,1  | 3,0  | 2,9  | 2,8  | 16,2 | 14,7 | 13,9 | 28%          | 29%  | 31%  | 4,4% | 4,8% | 5,0% |
| Orsted               | 836,60   | 14,0      | 16,0 | 14,8 | 5,8  | 5,8  | 5,4  | 29,0 | 39,4 | 35,7 | 41%          | 36%  | 36%  | 1,6% | 1,7% | 1,9% |
| PNE                  | 12,00    | 36,1      | 22,1 | 14,4 | 11,1 | 7,4  | 7,3  | -    | -    | 40,0 | 31%          | 34%  | 51%  | 0,4% | 0,4% | -    |
| Terna Energy         | 17,80    | 17,6      | 12,4 | 12,2 | 10,3 | 7,8  | 7,5  | 32,5 | 19,2 | 19,8 | 58%          | 63%  | 62%  | 1,8% | 2,2% | 2,5% |
| Transalta Renewables | 18,14    | 12,0      | 11,4 | 11,3 | 12,7 | 12,0 | 11,0 | 24,8 | 22,4 | 20,5 | 106%         | 106% | 97%  | 5,2% | 5,2% | 5,2% |
| Xcel Energy          | 73,70    | 13,5      | 12,5 | 11,7 | 5,0  | 4,8  | 4,7  | 23,2 | 21,7 | 20,4 | 37%          | 38%  | 40%  | 2,6% | 2,8% | 3,0% |
| mediana              |          | 13,7      | 12,7 | 12,1 | 6,9  | 6,6  | 6,2  | 29,0 | 22,4 | 24,7 | 39%          | 37%  | 44%  | 1,7% | 1,7% | 1,9% |
| Solar                |          |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Azure Power          | 14,66    | 10,3      | 8,8  | 6,9  | 8,6  | 7,3  | 5,8  | -    | 21,0 | 11,5 | 83%          | 83%  | 85%  | -    | -    | -    |
| Clearway Energy      | 31,62    | 8,3       | 8,6  | 8,6  | 7,0  | 7,3  | 7,8  | 27,1 | 27,3 | 28,4 | 85%          | 86%  | 90%  | 4,5% | 4,8% | 5,2% |
| Encavis              | 20,66    | 18,7      | 17,9 | 15,8 | 14,2 | 13,5 | 11,9 | 44,7 | 40,8 | 36,7 | 76%          | 75%  | 75%  | 1,5% | 1,6% | 1,6% |
| Grenergy             | 33,04    | 19,8      | 11,7 | 9,1  | 7,5  | 5,4  | 4,4  | 28,3 | 18,1 | 14,9 | 38%          | 46%  | 48%  | -    | -    | -    |
| Neoen                | 38,30    | 18,7      | 15,6 | 14,4 | 16,2 | 13,4 | 10,9 | -    | 56,7 | 63,0 | 87%          | 86%  | 76%  | 0,2% | 0,7% | 1,3% |
| Renova               | 1 508,00 | 28,1      | 21,2 | 10,3 | 10,6 | 8,9  | 4,1  | -    | 59,0 | 16,8 | 38%          | 42%  | 40%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Scatec Solar         | 119,40   | 12,6      | 10,3 | 7,3  | 9,7  | 8,0  | 5,6  | 34,8 | 27,6 | 23,9 | 76%          | 77%  | 78%  | 1,7% | 1,9% | 2,6% |
| Solaria Energia      | 20,99    | 22,8      | 17,2 | 13,8 | 18,9 | 14,0 | 11,3 | 35,8 | 26,9 | 21,8 | 83%          | 81%  | 82%  | 0,0% | 0,0% | -    |
| mediana              |          | 18,7      | 13,7 | 9,7  | 10,1 | 8,5  | 6,8  | 34,8 | 27,4 | 22,9 | 80%          | 79%  | 77%  | 0,9% | 1,1% | 1,6% |
| Mix                  |          |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Acciona Energias     | 34,60    | 11,5      | 11,1 | 10,2 | 5,6  | 5,4  | 4,9  | 23,3 | 23,9 | 23,4 | 48%          | 48%  | 48%  | 1,3% | 1,4% | 1,6% |
| Erg                  | 32,48    | 13,6      | 13,2 | 11,8 | 7,7  | 7,7  | 7,8  | 40,8 | 38,3 | 32,4 | 57%          | 59%  | 66%  | 2,6% | 2,6% | 2,7% |
| Innergex             | 18,39    | 14,2      | 13,2 | 12,5 | 11,2 | 10,5 | 10,4 | 65,7 | 43,0 | 31,7 | 79%          | 80%  | 83%  | 3,9% | 3,9% | 4,0% |
| Nextera              | 67,81    | 10,9      | 10,0 | 9,9  | 13,2 | 11,3 | 10,2 | 28,8 | 37,7 | 44,7 | 120%         | 112% | 103% | 4,4% | 5,0% | 5,8% |
| Northland Power      | 39,80    | 13,0      | 12,6 | 11,9 | 7,4  | 7,1  | 6,8  | 27,8 | 26,2 | 24,2 | 56%          | 57%  | 57%  | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| Brookfield Renewable | 36,36    | 20,8      | 19,3 | 17,7 | 11,1 | 9,9  | 11,2 | -    | -    | -    | 53%          | 51%  | 63%  | 3,5% | 3,7% | 3,8% |
| Meridian Energy      | 4,83     | 18,1      | 18,3 | 17,3 | 3,6  | 3,8  | 3,8  | 50,8 | 43,5 | 39,0 | 20%          | 21%  | 22%  | 3,5% | 3,8% | 3,8% |
| Verbund              | 98,65    | 8,0       | 7,7  | 7,7  | 3,9  | 3,8  | 4,0  | 26,1 | 25,2 | 25,3 | 48%          | 50%  | 52%  | 1,8% | 1,9% | 1,9% |
| mediana              |          | 13,3      | 12,9 | 11,8 | 7,5  | 7,4  | 7,3  | 28,8 | 37,7 | 31,7 | 55%          | 54%  | 60%  | 3,3% | 3,4% | 3,4% |

Źródło: Bloomberg, mBank



Wycena spółek rafineryjnych i gazowych

|                    |        | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY    |       |       |
|--------------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|-------|-------|-------|
|                    | Cena   | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022  | 2023  | 2024  |
| Spółki rafineryjne |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |       |       |
| Lotos              | 68,22  | 1,4       | 2,4  | 3,7  | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 2,7  | 7,4  | 12,6 | 17%          | 10%  | 8%   | 4,4%  | 4,4%  | 10,2% |
| MOL                | 3 010  | 1,8       | 2,5  | 2,5  | 0,4  | 0,4  | 0,3  | 2,7  | 6,1  | 7,6  | 21%          | 15%  | 14%  | 10,0% | 3,4%  | 3,4%  |
| PKN Orlen          | 72,92  | 2,7       | 4,6  | 5,6  | 0,3  | 0,4  | 0,5  | 3,2  | 9,4  | 18,3 | 12%          | 9%   | 8%   | 4,8%  | 4,8%  | 4,8%  |
| Hellenic Petrol    | 7,38   | 6,4       | 5,4  | 5,1  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 10,5 | 8,2  | 7,6  | 6%           | 7%   | 8%   | 5,3%  | 5,7%  | 7,1%  |
| HollyFrontier      | 36,39  | 4,8       | 4,2  | 4,0  | 0,4  | 0,3  | 0,2  | 8,9  | 8,2  | 8,1  | 8%           | 8%   | 6%   | 2,7%  | 3,7%  | 3,9%  |
| Marathon Petrol    | 84,26  | 7,9       | 8,1  | 7,9  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 15,1 | 15,2 | 14,5 | 8%           | 8%   | 7%   | 2,8%  | 3,0%  | 3,0%  |
| Motor Oil          | 14,80  | 5,4       | 5,0  | 4,9  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 6,9  | 5,9  | 6,2  | 6%           | 6%   | 6%   | 6,5%  | 7,2%  | 7,4%  |
| Neste Oil          | 42,63  | 15,3      | 11,9 | 10,8 | 1,8  | 1,7  | 1,5  | 25,4 | 19,0 | 17,1 | 12%          | 14%  | 14%  | 2,1%  | 2,7%  | 3,1%  |
| OMV                | 44,02  | 2,5       | 2,8  | 3,1  | 0,6  | 0,7  | 0,7  | 4,4  | 5,3  | 6,0  | 26%          | 24%  | 24%  | 5,5%  | 5,9%  | 6,3%  |
| Phillips 66        | 81,02  | 6,9       | 6,9  | 6,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 10,4 | 10,3 | 10,0 | 5%           | 5%   | 6%   | 4,6%  | 4,7%  | 4,9%  |
| Saras SpA          | 0,85   | 6,6       | 5,0  | 5,4  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | -    | 15,1 | 17,7 | 2%           | 3%   | 3%   | 1,1%  | 3,1%  | 3,4%  |
| Tupras             | 259,40 | 5,3       | 5,6  | 5,3  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 11,9 | 9,1  | 5,9  | 6%           | 5%   | 5%   | 2,3%  | 13,3% | 12,6% |
| Valero Energy      | 100,88 | 7,0       | 6,8  | 6,8  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 12,9 | 13,5 | 13,7 | 6%           | 6%   | 6%   | 3,9%  | 4,0%  | 4,0%  |
| mediana            |        | 5,4       | 5,0  | 5,3  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 9,7  | 9,1  | 10,0 | 8%           | 8%   | 7%   | 4,4%  | 4,4%  | 4,8%  |
| Spółki gazowe      |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |       |       |
| PGNiG              | 6,32   | 1,8       | 1,6  | 1,0  | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 4,6  | 4,4  | 2,9  | 19%          | 23%  | 37%  | 4,9%  | 6,5%  | 11,2% |
| A2A SpA            | 1,63   | 7,3       | 6,8  | 6,4  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 13,9 | 13,1 | 11,6 | 16%          | 18%  | 16%  | 5,2%  | 5,5%  | 5,5%  |
| BP                 | 368,85 | 3,2       | 3,5  | 3,8  | 0,6  | 0,7  | 0,7  | 5,6  | 6,0  | 6,6  | 19%          | 20%  | 17%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Centrica           | 79,76  | 2,9       | 3,0  | 3,7  | 0,3  | 0,2  | 0,3  | 9,8  | 7,5  | 9,8  | 9%           | 8%   | 7%   | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Enagas             | 20,52  | 11,1      | 11,3 | 12,1 | 9,9  | 10,4 | 11,2 | 13,5 | 14,5 | 15,9 | 89%          | 92%  | 93%  | 8,4%  | 8,5%  | 7,6%  |
| Endesa             | 20,02  | 7,6       | 7,1  | 6,8  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 12,2 | 11,3 | 10,9 | 20%          | 21%  | 23%  | 5,7%  | 6,3%  | 6,4%  |
| Engie              | 11,56  | 5,2       | 5,2  | 4,9  | 0,9  | 1,0  | 0,9  | 8,4  | 8,5  | 8,0  | 18%          | 18%  | 18%  | 7,8%  | 8,1%  | 8,7%  |
| Eni                | 12,93  | 2,5       | 2,8  | 3,1  | 0,5  | 0,7  | 0,7  | 5,9  | 6,6  | 7,9  | 21%          | 24%  | 22%  | 6,8%  | 6,7%  | 6,5%  |
| Equinor            | 313,80 | 1,9       | 2,3  | 2,9  | 0,9  | 1,1  | 1,1  | 7,7  | 10,2 | 12,2 | 49%          | 47%  | 40%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Gas Natural SDG    | 29,04  | 11,0      | 10,8 | 10,5 | 2,1  | 2,2  | 2,0  | 21,6 | 21,4 | 20,6 | 19%          | 20%  | 19%  | 4,1%  | 4,1%  | 4,3%  |
| Gazprom            | 206,35 | 1,4       | 1,9  | 2,6  | 0,6  | 0,6  | 0,7  | 1,5  | 1,8  | 3,0  | 39%          | 33%  | 29%  | 34,9% | 29,7% | 16,0% |
| Hera SpA           | 3,59   | 7,2       | 6,8  | 6,8  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 15,2 | 14,9 | 13,9 | 13%          | 13%  | 12%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,8%  |
| NovaTek            | 967    | 5,8       | 5,5  | 5,8  | 2,1  | 2,2  | 2,3  | 5,6  | 5,5  | 6,2  | 36%          | 39%  | 39%  | 8,8%  | 8,7%  | 7,9%  |
| ROMGAZ             | 44,95  | 3,9       | 3,9  | 3,3  | 2,0  | 1,9  | 1,4  | 7,5  | 7,7  | 7,8  | 50%          | 49%  | 43%  | 10,3% | 10,1% | 7,0%  |
| Shell              | 24,61  | 3,5       | 3,7  | 4,1  | 0,7  | 0,7  | 0,8  | 6,1  | 6,2  | 7,1  | 19%          | 19%  | 19%  | 4,4%  | 5,0%  | 4,8%  |
| Snam SpA           | 5,20   | 14,7      | 14,1 | 13,5 | 10,7 | 10,2 | 9,5  | 15,5 | 15,2 | 14,8 | 73%          | 73%  | 70%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,6%  |
| mediana            |        | 4,5       | 4,5  | 4,5  | 0,9  | 1,0  | 1,0  | 8,1  | 8,1  | 8,9  | 20%          | 22%  | 22%  | 5,3%  | 5,9%  | 6,0%  |

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek nawozowych i chemicznych

|                    |        | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY    |      |      |
|--------------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|-------|------|------|
|                    | Cena   | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022  | 2023 | 2024 |
| Spółki nawozowe    |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |      |      |
| Grupa Azoty        | 43,20  | 7,1       | 6,8  | 6,0  | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 8,5  | 13,9 | -    | 11%          | 12%  | 12%  | -     | 2,9% | -    |
| Acron              | 16 376 | 6,4       | 8,6  | 12,0 | 3,2  | 3,7  | 3,9  | 8,3  | 11,3 | 20,6 | 51%          | 43%  | 33%  | 3,8%  | 3,8% | 3,6% |
| CF Industries      | 94,45  | 4,2       | 6,3  | 9,2  | 2,2  | 2,9  | 3,7  | 6,4  | 9,8  | 15,9 | 54%          | 46%  | 40%  | 1,3%  | 1,3% | 1,3% |
| K+S                | 30,54  | 3,4       | 4,9  | 6,9  | 1,4  | 1,6  | 1,8  | 5,5  | 8,9  | 16,4 | 40%          | 32%  | 26%  | 2,7%  | 2,5% | 1,0% |
| Phosagro           | 6 859  | 5,2       | 7,0  | 8,8  | 2,3  | 2,8  | 3,3  | 9,4  | 17,5 | 18,0 | 45%          | 40%  | 37%  | 12,6% | 6,5% | 1,4% |
| The Mosaic Company | 63,61  | 3,9       | 5,1  | 7,4  | 1,4  | 1,6  | 1,9  | 5,8  | 7,8  | 12,0 | 35%          | 32%  | 26%  | 0,8%  | 0,9% | 0,9% |
| Yara International | 462,50 | 4,9       | 5,4  | 5,7  | 0,8  | 0,9  | 1,0  | 8,2  | 10,1 | 10,7 | 17%          | 17%  | 17%  | 0,1%  | 0,1% | 0,1% |
| mediana            |        | 4,9       | 6,3  | 7,4  | 1,4  | 1,6  | 1,9  | 8,2  | 10,1 | 16,2 | 40%          | 32%  | 26%  | 2,0%  | 2,5% | 1,1% |
| Spółki chemiczne   |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |      |      |
| Ciech              | 40,50  | 3,0       | 3,4  | 3,2  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 9,2  | 13,1 | 10,8 | 17%          | 15%  | 16%  | 7,6%  | 5,7% | 5,7% |
| Akzo Nobel         | 82,60  | 10,9      | 9,5  | 9,0  | 1,7  | 1,6  | 1,6  | 16,4 | 13,6 | 12,4 | 16%          | 17%  | 17%  | 2,5%  | 2,7% | 2,9% |
| BASF               | 51,73  | 6,1       | 5,9  | 5,6  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 9,1  | 8,5  | 7,9  | 13%          | 14%  | 14%  | 6,7%  | 6,8% | 7,0% |
| Croda              | 7 560  | 19,6      | 19,2 | 18,3 | 6,0  | 6,0  | 5,7  | 30,6 | 29,8 | 28,1 | 31%          | 31%  | 31%  | 0,0%  | 0,0% | 0,0% |
| Sisecam            | 17,93  | 5,8       | 4,6  | 3,9  | 1,4  | 1,2  | 0,9  | 5,8  | 5,1  | 5,9  | 23%          | 25%  | 23%  | 2,4%  | 3,1% | 2,9% |
| Solvay             | 88,62  | 5,1       | 4,8  | 4,5  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 9,4  | 8,6  | 7,7  | 22%          | 22%  | 22%  | 4,4%  | 4,5% | 4,8% |
| Tata Chemicals     | 936,45 | 12,7      | 10,1 | 9,2  | 2,3  | 2,0  | 1,9  | 22,9 | 17,9 | 16,1 | 18%          | 20%  | 20%  | 1,5%  | 1,8% | 2,0% |
| Tessenderlo Chemie | 32,65  | 3,9       | 3,8  | 3,7  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 8,5  | 7,9  | 7,1  | 18%          | 18%  | 18%  | 0,0%  | 0,0% | 0,0% |
| Wacker Chemie      | 165,65 | 5,5       | 6,4  | 6,3  | 1,1  | 1,2  | 1,2  | 11,5 | 14,6 | 14,7 | 20%          | 18%  | 18%  | 3,7%  | 2,9% | 2,9% |
| mediana            |        | 5,8       | 5,9  | 5,6  | 1,1  | 1,2  | 1,0  | 9,4  | 13,1 | 10,8 | 18%          | 18%  | 18%  | 2,5%  | 2,9% | 2,9% |

Źródło: Bloomberg, mBank



Wycena spółek sektora elektromaszynowego

|             | EV/EBITDA |      |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|-------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|             | Cena      | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Przemysłowe |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Famur       | 2,75      | 3,2  | 3,1  | 3,0  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 9,1  | 8,8  | 8,1  | 27%          | 26%  | 26%  | -    | 2,7% | 9,1% |
| Caterpillar | 216,70    | 11,3 | 9,8  | 9,7  | 2,1  | 1,9  | 1,8  | 17,8 | 14,9 | 13,3 | 18%          | 20%  | 19%  | 2,1% | 2,3% | 2,5% |
| Epiroc      | 198,65    | 12,3 | 11,4 | 10,8 | 3,4  | 3,1  | 3,0  | 29,0 | 26,6 | 24,8 | 27%          | 27%  | 27%  | 1,7% | 1,9% | 2,0% |
| Komatsu     | 2 920     | 8,3  | 7,3  | 7,0  | 1,3  | 1,2  | 1,2  | 13,6 | 11,7 | 10,8 | 16%          | 17%  | 17%  | 2,9% | 3,5% | 3,8% |
| Sandvig AG  | 194,55    | 9,1  | 8,4  | 8,0  | 2,2  | 2,1  | 2,0  | 14,6 | 13,2 | 12,3 | 24%          | 25%  | 25%  | 2,9% | 3,1% | 3,3% |
| mediana     |           | 9,1  | 8,4  | 8,0  | 2,1  | 1,9  | 1,8  | 14,6 | 13,2 | 12,3 | 24%          | 25%  | 25%  | 2,5% | 2,7% | 3,3% |

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek górniczych

|                    | EV/EBITDA |      |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY     |        |        |
|--------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|--------|--------|--------|
|                    | Cena      | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022   | 2023   | 2024   |
| Metale             |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |        |        |        |
| KGHM               | 140,60    | 3,3  | 3,0  | 3,2  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 6,2  | 6,6  | 7,9  | 26%          | 26%  | 24%  | 4,6%   | 3,2%   | 3,0%   |
| Anglo American     | 3 224     | 3,2  | 3,9  | 4,4  | 1,5  | 1,7  | 1,9  | 6,1  | 7,8  | 9,6  | 48%          | 43%  | 42%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Antofagasta        | 1 445     | 5,1  | 4,8  | 4,9  | 3,1  | 3,0  | 3,2  | 15,1 | 14,2 | 14,1 | 60%          | 63%  | 64%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| BHP Group LTD      | 48,49     | 4,4  | 5,2  | 6,4  | 2,8  | 3,2  | 3,6  | 8,5  | 10,8 | 13,6 | 64%          | 61%  | 56%  | 4,7%   | 3,6%   | 2,7%   |
| Boliden            | 430,00    | 5,5  | 6,3  | 6,5  | 1,5  | 1,6  | 1,6  | 9,9  | 12,0 | 12,6 | 27%          | 25%  | 25%  | 6,0%   | 4,8%   | 4,7%   |
| First Quantum      | 35,37     | 5,1  | 5,3  | 5,1  | 2,8  | 2,9  | 2,9  | 11,1 | 11,6 | 10,2 | 55%          | 55%  | 56%  | 0,5%   | 0,9%   | 1,1%   |
| F-McMoRan          | 41,65     | 5,4  | 5,3  | 5,8  | 2,6  | 2,7  | 2,8  | 10,9 | 12,5 | 13,0 | 48%          | 50%  | 49%  | 1,3%   | 1,5%   | 1,5%   |
| Fresnillo          | 747,40    | 5,7  | 5,1  | 5,5  | 2,6  | 2,4  | 2,5  | 17,4 | 14,8 | 15,9 | 45%          | 47%  | 46%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Gold Fields        | 20 605    | 4,9  | 4,9  | 4,8  | 2,7  | 2,7  | 2,5  | 11,9 | 11,3 | 11,7 | 56%          | 55%  | 53%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Hudbay Min         | 7,92      | 2,9  | 2,4  | 2,5  | 1,4  | 1,3  | 1,4  | 7,6  | 5,6  | 5,9  | 48%          | 55%  | 55%  | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   |
| Lundin Min         | 12,01     | 3,3  | 3,6  | 3,8  | 1,9  | 2,0  | 2,1  | 8,0  | 9,1  | 10,9 | 57%          | 56%  | 55%  | 2,4%   | 2,1%   | 2,0%   |
| MMC Norilsk Nickel | 1,89      | 1,0  | 1,1  | 1,1  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 60%          | 57%  | 56%  | 140,4% | 125,9% | 115,1% |
| OZ Minerals        | 24,55     | 7,0  | 7,5  | 8,3  | 3,8  | 4,0  | 4,1  | 13,5 | 14,7 | 16,5 | 54%          | 53%  | 49%  | 1,3%   | 1,3%   | 1,3%   |
| Polymetal Intl     | 264       | 1,7  | 1,7  | 1,5  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 1,5  | 1,5  | 1,3  | 56%          | 54%  | 57%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Polys              | 12 789    | 5,4  | 5,6  | 5,4  | 3,8  | 3,9  | 3,7  | 7,5  | 7,8  | 7,7  | 71%          | 70%  | 68%  | 5,4%   | 5,5%   | 5,8%   |
| Sandfire Res       | 5,40      | 3,8  | 4,1  | 4,8  | 2,2  | 2,2  | 2,2  | 7,3  | 8,4  | 10,4 | 57%          | 52%  | 46%  | 2,9%   | 2,8%   | 2,5%   |
| Southern CC        | 64,29     | 8,2  | 8,6  | 8,8  | 5,0  | 5,3  | 5,0  | 16,0 | 17,4 | 17,3 | 60%          | 61%  | 57%  | 5,1%   | 3,8%   | 3,8%   |
| mediana            |           | 4,9  | 4,9  | 4,9  | 2,6  | 2,4  | 2,5  | 8,5  | 10,8 | 10,9 | 56%          | 55%  | 55%  | 1,3%   | 1,5%   | 1,5%   |

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek węglowych

|                   | Cena  | EV/EBITDA |      |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |       | DY    |      |  |
|-------------------|-------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|-------|-------|------|--|
|                   |       | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023         | 2024 | 2022  | 2023  | 2024 |  |
| Węgiel            |       |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |       |       |      |  |
| JSW               | 63,86 | 0,7       | 1,5  | 2,2  | 0,3  | 0,5  | 0,6  | 2,8  | -    | -    | 51%  | 33%          | 26%  | 0,0%  | 15,0% | 5,2% |  |
| Alliance Res Par  | 15,20 | 3,0       | 3,5  | 4,2  | 1,0  | 1,1  | 1,2  | 5,5  | 7,6  | 13,1 | 32%  | 31%          | 29%  | -     | -     | -    |  |
| Banpu             | 11,60 | 3,3       | 3,6  | 3,2  | 1,3  | 1,5  | 1,4  | 4,3  | 5,8  | 5,6  | 41%  | 41%          | 44%  | 8,7%  | 6,2%  | 8,3% |  |
| BHP Group         | 66,06 | 4,2       | 4,9  | 6,1  | 2,7  | 3,0  | 3,4  | 8,1  | 10,2 | 12,9 | 64%  | 61%          | 56%  | 9,6%  | 7,3%  | 5,6% |  |
| China Coal Energy | 6,12  | 1,4       | 1,4  | 1,3  | 0,3  | 0,3  | 0,2  | 4,5  | 4,6  | 4,0  | 19%  | 19%          | 18%  | 4,3%  | 4,1%  | 4,6% |  |
| LW Bogdanka       | 51,70 | 1,7       | 1,7  | 1,5  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 8,1  | 7,7  | -    | 29%  | 27%          | 30%  | -     | 3,9%  | -    |  |
| Peabody Energy C  | 24,24 | 2,2       | 3,1  | 4,1  | 0,8  | 0,9  | 1,0  | 3,5  | 7,5  | 35,9 | 35%  | 27%          | 24%  | 0,0%  | -     | -    |  |
| PT Bukit Asam T   | 3 700 | 3,2       | 4,4  | 4,5  | 1,1  | 1,2  | 1,2  | 5,8  | 7,5  | 8,0  | 34%  | 27%          | 26%  | 10,7% | 10,3% | 9,1% |  |
| Rio Tinto         | 5 372 | 2,8       | 3,5  | 4,0  | 1,6  | 1,8  | 2,0  | 6,4  | 8,6  | 10,1 | 58%  | 52%          | 49%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0% |  |
| Semirara Min&Po   | 28,90 | 4,7       | 5,5  | 5,7  | 2,2  | 2,5  | 2,5  | 6,9  | 9,2  | 8,8  | 46%  | 45%          | 44%  | 7,2%  | 5,6%  | 5,0% |  |
| Shougang Fush R   | 2,85  | 3,9       | 4,6  | -    | 2,6  | 2,7  | -    | 7,4  | 8,5  | -    | 65%  | 60%          | -    | 10,1% | 6,5%  | -    |  |
| Teck Resources    | 35,88 | 2,9       | 3,5  | 4,0  | 1,6  | 1,7  | 1,8  | 5,0  | 7,0  | 9,0  | 54%  | 48%          | 45%  | 3,6%  | 4,2%  | 2,9% |  |
| Warrior Met Coal  | 32,03 | 1,3       | 2,3  | 2,9  | 0,7  | 0,8  | 0,9  | 3,4  | 7,4  | 11,1 | 53%  | 36%          | 30%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,7% |  |
| Yanzhou Coal Min  | 21,00 | 3,3       | 3,8  | -    | 1,1  | 1,2  | 1,3  | 5,2  | 6,1  | 5,6  | 33%  | 32%          | -    | 6,8%  | 5,7%  | 6,6% |  |
| mediana           |       | 3,0       | 3,5  | 4,0  | 1,1  | 1,2  | 1,2  | 5,3  | 7,5  | 9,0  | 43%  | 34%          | 30%  | 5,6%  | 5,7%  | 5,1% |  |

Źródło: Bloomberg, mBank



Wycena spółek budowlanych

|             | Cena   | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|-------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|             |        | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Budownictwo |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Acciona     | 190,70 | 10,9      | 10,0 | 9,3  | 2,1  | 2,0  | 1,9  | 22,3 | 20,8 | 22,1 | 19%          | 20%  | 20%  | 2,2% | 2,4% | 2,5% |
| Budimex     | 214,50 | 4,6       | 4,5  | 4,3  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 14,7 | 14,4 | -    | 8%           | 8%   | 8%   | 6,6% | 6,4% | -    |
| Ferrovial   | 24,31  | 33,2      | 27,1 | 23,6 | 3,4  | 3,3  | 3,2  | -    | 46,5 | 29,7 | 10%          | 12%  | 14%  | 2,8% | 3,1% | 3,3% |
| Hochtief    | 59,08  | 3,3       | 3,1  | 2,8  | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 8,0  | 7,8  | 6,7  | 5%           | 5%   | 5%   | 7,6% | 8,0% | 9,3% |
| Mota Engil  | 1,29   | 4,7       | 4,3  | 4,2  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 12,1 | 10,0 | 6,2  | 15%          | 15%  | 15%  | 3,8% | 5,0% | 7,0% |
| NCC         | 119,10 | 3,9       | 3,8  | 3,7  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 8,0  | 7,6  | 7,2  | 6%           | 6%   | 6%   | 5,8% | 6,4% | 7,1% |
| Skanska     | 192,50 | 5,8       | 5,0  | 4,8  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 11,4 | 10,6 | 9,9  | 7%           | 7%   | 8%   | 5,0% | 5,4% | 5,5% |
| Strabag     | 36,50  | 2,2       | 2,2  | 2,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 9,4  | 9,2  | 9,2  | 8%           | 8%   | 7%   | 4,8% | 4,9% | 5,2% |
| mediana     |        | 4,7       | 4,4  | 4,2  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 11,4 | 10,3 | 9,2  | 8%           | 8%   | 8%   | 4,9% | 5,2% | 5,5% |

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek deweloperskich

|                       |          | EV/EBITDA |      |      | P/BV |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |       |       |
|-----------------------|----------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|-------|-------|
|                       | Cena     | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022 | 2023  | 2024  |
| Deweloperzy           |          |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |
| Develia               | 3,33     | 6,7       | 7,1  | 7,5  | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 8,5  | 8,2  | 9,3  | 25%          | 23%  | 20%  | 8,7% | 10,7% | 9,0%  |
| Echo Investment       | 3,47     | 10,5      | 10,6 | -    | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 4,7  | 3,8  | 2,7  | 23%          | 17%  | -    | 7,3% | 14,3% | 22,8% |
| GTC                   | 6,26     | 21,7      | 15,3 | 14,9 | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 27,0 | 8,4  | 11,2 | 49%          | 68%  | 76%  | 0,2% | 0,3%  | 0,7%  |
| CA Immobilien Anlagen | 27,70    | 27,8      | 25,8 | 23,5 | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 19,6 | 16,7 | 19,2 | 65%          | 64%  | -    | 8,3% | 3,9%  | 4,1%  |
| Deutsche Euroshop AG  | 15,83    | 13,3      | 13,7 | 13,7 | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 7,9  | 7,8  | 7,3  | 82%          | 81%  | 81%  | 6,2% | 6,9%  | 7,5%  |
| Immofinanz AG         | 23,00    | 26,1      | 23,8 | 22,7 | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 17,7 | 15,8 | 14,5 | 57%          | 58%  | 51%  | 3,4% | 3,9%  | 3,9%  |
| Klepierre             | 22,94    | 19,4      | 18,2 | 18,5 | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 9,7  | 9,4  | 9,2  | 86%          | 89%  | 83%  | 7,6% | 8,2%  | 8,4%  |
| Segro                 | 1 362,50 | 44,0      | 38,3 | 35,5 | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 42,3 | 36,5 | 36,4 | 78%          | 76%  | 81%  | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  |
| mediana               |          | 20,5      | 16,7 | 18,5 | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 13,7 | 8,9  | 10,2 | 61%          | 66%  | 79%  | 6,8% | 5,4%  | 5,8%  |

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena europejskich operatorów narodowych

|                                        |        | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|----------------------------------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                                        | Cena   | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Polskie spółki                         |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Cyfrowy Polsat                         | 25,80  | 6,1       | 5,8  | 5,5  | 1,9  | 1,8  | 1,7  | 10,7 | 10,1 | 9,5  | 30%          | 31%  | 31%  | 5,1% | 5,4% | 5,5% |
| Orange Polska                          | 7,15   | 4,7       | 4,4  | 4,2  | 1,4  | 1,4  | 1,3  | 18,6 | 14,7 | 12,1 | 30%          | 31%  | 31%  | 3,5% | 7,0% | 7,0% |
| mediana                                |        | 5,4       | 5,1  | 4,8  | 1,6  | 1,6  | 1,5  | 14,6 | 12,4 | 10,8 | 30%          | 31%  | 31%  | 4,3% | 6,2% | 6,3% |
| Operatorzy o średniej kapitalizacji    |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Proximus                               | 16,97  | 4,8       | 4,8  | 4,8  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 11,4 | 11,4 | 13,1 | 32%          | 32%  | 31%  | 7,1% | 7,3% | 7,1% |
| Telefonica CP                          | 269,50 | 5,6       | -    | -    | 1,9  | -    | -    | -    | -    | -    | 34%          | -    | -    | -    | -    | -    |
| Hellenic Telekom                       | 18,04  | 6,3       | 6,1  | 5,9  | 2,6  | 2,6  | 2,5  | 15,2 | 13,7 | 12,1 | 41%          | 42%  | 42%  | 3,8% | 4,1% | 3,9% |
| Matav                                  | 391,50 | 3,7       | 3,7  | 3,7  | 1,3  | 1,3  | 1,3  | 7,5  | 6,6  | 5,8  | 35%          | 35%  | 35%  | 5,7% | 5,5% | 5,9% |
| Telecom Austria                        | 6,92   | 4,0       | 3,9  | 3,8  | 1,5  | 1,5  | 1,4  | 8,5  | 7,8  | 6,7  | 37%          | 37%  | 38%  | 4,4% | 4,6% | 4,2% |
| mediana                                |        | 4,8       | 4,4  | 4,3  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 10,0 | 9,6  | 9,4  | 35%          | 36%  | 36%  | 5,1% | 5,1% | 5,1% |
| Operatorzy o największej kapitalizacji |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| BT                                     | 188,20 | 4,7       | 4,5  | 4,4  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 9,4  | 8,9  | 9,4  | 36%          | 37%  | 38%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| DT                                     | 17,26  | 6,7       | 6,1  | 5,7  | 2,3  | 2,2  | 2,2  | 13,6 | 11,8 | 10,0 | 34%          | 37%  | 38%  | 3,9% | 4,3% | 4,9% |
| KPN                                    | 3,26   | 7,8       | 7,7  | 7,5  | 3,7  | 3,7  | 3,6  | 20,6 | 18,4 | 16,6 | 47%          | 48%  | 49%  | 4,3% | 4,6% | 4,8% |
| Orange France                          | 11,14  | 4,5       | 4,4  | 4,3  | 1,3  | 1,3  | 1,3  | 10,2 | 9,2  | 8,5  | 30%          | 30%  | 30%  | 6,3% | 6,7% | 7,2% |
| Swisscom                               | 561,00 | 8,2       | 8,2  | 8,1  | 3,2  | 3,2  | 3,2  | 19,3 | 18,9 | 18,5 | 39%          | 40%  | 40%  | 3,9% | 3,9% | 3,8% |
| Telefonica S.A.                        | 4,80   | 5,5       | 5,4  | 5,4  | 1,8  | 1,8  | 1,8  | 13,9 | 12,9 | 11,3 | 32%          | 33%  | 33%  | 6,3% | 6,3% | 6,4% |
| Telia Company                          | 38,92  | 7,4       | 7,2  | 7,1  | 2,5  | 2,5  | 2,5  | 23,0 | 20,3 | 18,6 | 34%          | 34%  | 35%  | 5,4% | 5,7% | 5,8% |
| TI                                     | 0,28   | 5,3       | 5,1  | 5,1  | 2,0  | 2,0  | 2,0  | 31,1 | 15,6 | 17,5 | 38%          | 39%  | 39%  | 2,1% | 2,1% | 2,9% |
| mediana                                |        | 6,1       | 5,8  | 5,5  | 2,2  | 2,1  | 2,1  | 16,6 | 14,2 | 14,0 | 35%          | 37%  | 38%  | 4,1% | 4,4% | 4,9% |

Źródło: Bloomberg, mBank



Wycena spółek mediowych

|                       |        | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY    |       |       |
|-----------------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|-------|-------|-------|
|                       | Cena   | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022  | 2023  | 2024  |
| Polskie spółki        |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |       |       |
| Agora                 | 6,30   | 3,2       | 2,9  | -    | 0,4  | 0,4  | -    | 28,6 | 13,4 | -    | 12%          | 13%  | -    | -     | 7,9%  | -     |
| Wirtualna Polska      | 103,20 | 9,3       | 8,3  | 7,3  | 3,2  | 2,8  | 2,5  | 16,2 | 14,5 | 13,1 | 34%          | 34%  | 34%  | 1,8%  | 1,9%  | 2,8%  |
| mediana               |        | 6,3       | 5,6  | 7,3  | 1,8  | 1,6  | 2,5  | 22,4 | 14,0 | 13,1 | 23%          | 23%  | 34%  | 1,8%  | 4,9%  | 2,8%  |
| Dzienniki             |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |       |       |
| Arnolgo Mondadori     | 1,96   | 4,3       | 4,1  | 4,2  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 9,9  | 9,1  | 8,5  | 15%          | 15%  | 15%  | 4,9%  | 4,8%  | 4,8%  |
| Daily Mail            | 270,00 | -         | -    | -    | -    | -    | -    | 7,6  | 10,2 | 14,0 | -            | -    | -    | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| New York Times        | 40,19  | 20,9      | 18,0 | 14,8 | 2,8  | 2,6  | 2,5  | 34,8 | 29,4 | 23,1 | 13%          | 15%  | 17%  | 0,8%  | 0,9%  | 0,9%  |
| Promotora de Inform   | 0,63   | 10,3      | 8,4  | 7,2  | 1,7  | 1,6  | 1,5  | -    | 22,5 | 12,6 | 16%          | 19%  | 21%  | -     | -     | -     |
| mediana               |        | 10,3      | 8,4  | 7,2  | 1,7  | 1,6  | 1,5  | 9,9  | 16,3 | 13,3 | 15%          | 15%  | 17%  | 0,8%  | 0,9%  | 0,9%  |
| TV                    |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |       |       |
| Atresmedia Corp       | 3,74   | 4,9       | 4,8  | 4,9  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 7,0  | 6,7  | 7,0  | 18%          | 18%  | 18%  | 11,3% | 12,0% | 12,3% |
| Gestevision Telecinco | 4,24   | 3,9       | 3,9  | 4,1  | 1,1  | 1,1  | 1,1  | 6,6  | 6,4  | 6,3  | 29%          | 29%  | 27%  | 4,2%  | 6,0%  | 4,7%  |
| ITV PLC               | 74,94  | 4,0       | 4,4  | 4,1  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 5,3  | 6,4  | 5,8  | 23%          | 20%  | 21%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| M6-Metropole Tel      | 18,25  | 4,9       | 4,9  | 5,0  | 1,4  | 1,4  | 1,4  | 10,0 | 9,6  | 8,8  | 29%          | 29%  | 28%  | 6,9%  | 7,0%  | 7,4%  |
| Prosieben             | 11,21  | 5,7       | 5,5  | 5,4  | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 6,9  | 6,4  | 6,0  | 18%          | 18%  | 18%  | 7,2%  | 7,6%  | 8,3%  |
| TF1-TV Francaise      | 8,49   | 2,1       | 2,4  | 2,4  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 8,6  | 7,6  | 7,2  | 29%          | 25%  | 25%  | 5,7%  | 6,7%  | 6,9%  |
| mediana               |        | 4,5       | 4,6  | 4,5  | 1,0  | 0,9  | 0,9  | 6,9  | 6,6  | 6,7  | 26%          | 23%  | 23%  | 6,3%  | 6,8%  | 7,1%  |
| Pay TV                |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |       |       |
| Cogeco                | 110,90 | 5,9       | 5,6  | 5,6  | 2,9  | 2,7  | 2,7  | 12,0 | 11,6 | 11,4 | 48%          | 48%  | 48%  | 2,5%  | 2,7%  | 2,8%  |
| Comcast               | 45,71  | 7,9       | 7,6  | 7,1  | 2,4  | 2,4  | 2,3  | 13,0 | 11,6 | 9,8  | 30%          | 31%  | 32%  | 2,4%  | 2,6%  | 2,8%  |
| Dish Network          | 31,49  | 9,1       | 9,7  | 9,2  | 1,7  | 1,6  | 1,6  | 12,4 | 20,0 | 22,0 | 18%          | 17%  | 17%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Liberty Global        | 23,98  | 5,4       | 5,3  | 5,0  | 2,0  | 2,1  | 2,0  | -    | 36,2 | 14,4 | 38%          | 39%  | 41%  | 0,0%  | -     | -     |
| Shaw Communications   | 30,52  | 9,4       | 9,3  | 9,2  | 4,3  | 4,2  | 4,1  | 24,8 | 24,4 | 23,5 | 45%          | 45%  | 44%  | 5,0%  | 5,1%  | 5,3%  |
| mediana               |        | 7,9       | 7,6  | 7,1  | 2,4  | 2,4  | 2,3  | 12,7 | 20,0 | 14,4 | 38%          | 39%  | 41%  | 2,4%  | 2,6%  | 2,8%  |

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena spółek IT

|                    | EV/EBITDA |      |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|--------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                    | Cena      | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Polskie spółki     |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Asseco BS          | 41,70     | 10,8 | 10,2 | 9,7  | 4,3  | 4,1  | 3,9  | 16,2 | 15,4 | 14,7 | 40%          | 40%  | 40%  | 5,3% | 5,9% | 6,2% |
| Asseco Poland      | 77,95     | 4,3  | 4,0  | 3,9  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 14,0 | 13,6 | 13,2 | 15%          | 15%  | 15%  | 4,3% | 4,3% | 4,3% |
| Asseco SEE         | 46,80     | 7,9  | 7,1  | 6,5  | 1,8  | 1,6  | 1,4  | 15,6 | 14,7 | 13,9 | 22%          | 22%  | 22%  | 2,8% | 3,2% | 3,4% |
| Comarch            | 171,00    | 4,5  | 4,3  | 4,0  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 12,9 | 12,7 | 12,5 | 15%          | 14%  | 14%  | 1,8% | 2,3% | 2,9% |
| Sygnity            | 11,75     | 6,5  | 6,2  | 5,8  | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 11,4 | 11,8 | 12,1 | 21%          | 20%  | 19%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| mediana            |           | 6,5  | 6,2  | 5,8  | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 14,0 | 13,6 | 13,2 | 21%          | 20%  | 19%  | 3%   | 3%   | 3%   |
| Zagraniczne spółki |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Atos Origin        | 22,64     | 3,8  | 3,3  | 3,0  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 9,6  | 6,5  | 5,3  | 9%           | 10%  | 12%  | 2,0% | 2,8% | 3,8% |
| CapGemini          | 188,00    | 10,9 | 10,0 | 9,2  | 1,7  | 1,6  | 1,5  | 19,1 | 16,9 | 14,8 | 16%          | 16%  | 16%  | 1,4% | 1,6% | 1,7% |
| IBM                | 139,10    | 9,8  | 9,4  | 9,7  | 2,7  | 2,6  | 2,5  | 14,0 | 13,1 | 12,7 | 28%          | 27%  | 25%  | 4,9% | 5,1% | 5,0% |
| Indra Sistemas     | 9,20      | 4,8  | 4,4  | 4,2  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 9,8  | 8,8  | 7,5  | 11%          | 11%  | 11%  | 2,0% | 2,5% | 2,3% |
| Microsoft          | 280,72    | 20,4 | 17,7 | 15,1 | 10,2 | 8,9  | 7,8  | 29,7 | 26,1 | 22,5 | 50%          | 50%  | 52%  | 0,9% | 0,9% | 1,0% |
| Oracle             | 76,98     | 11,7 | 11,0 | 10,3 | 6,0  | 5,7  | 5,4  | 16,2 | 14,6 | 13,4 | 52%          | 52%  | 52%  | 1,6% | 1,7% | 1,7% |
| SAP                | 96,47     | 14,1 | 12,5 | 11,1 | 4,2  | 3,9  | 3,7  | 18,5 | 16,9 | 15,1 | 30%          | 32%  | 33%  | 2,0% | 2,1% | 2,2% |
| TietoEVRY          | 23,78     | 6,9  | 6,2  | 6,0  | 1,2  | 1,1  | 1,1  | 10,5 | 9,5  | 8,9  | 17%          | 18%  | 18%  | 6,1% | 6,4% | 6,7% |
| mediana            |           | 10,4 | 9,7  | 9,5  | 2,2  | 2,1  | 2,0  | 15,1 | 13,9 | 13,0 | 22%          | 23%  | 22%  | 2,0% | 2,3% | 2,2% |

Źródło: Bloomberg, mBank



Wycena producentów gier

|                     | Cena      | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY    |       |       |
|---------------------|-----------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|-------|-------|-------|
|                     |           | 2022      | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022         | 2023 | 2024 | 2022  | 2023  | 2024  |
| Gaming              |           |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |       |       |
| 11 bit studios      | 529,00    | -         | 14,4 | 17,8 | 44,8 | 9,9  | 11,1 | -    | 21,7 | 28,3 | 37%          | 69%  | 62%  | -     | 1,7%  | -     |
| CD Projekt          | 130,72    | 21,1      | 24,2 | 51,1 | 11,7 | 12,7 | 20,7 | 32,8 | 36,9 | -    | 56%          | 53%  | 41%  | 0,8%  | 1,5%  | 1,4%  |
| PlayWay             | 264,00    | 8,2       | 7,2  | 6,1  | 5,5  | 4,8  | 3,9  | 12,4 | 10,3 | 8,9  | 67%          | 67%  | 63%  | 5,7%  | 6,2%  | 9,7%  |
| Activision Blizzard | 78,05     | 14,2      | 11,6 | 10,8 | 6,0  | 5,1  | 5,0  | 21,9 | 18,1 | 16,7 | 42%          | 44%  | 46%  | 0,6%  | 0,7%  | 0,6%  |
| Capcom              | 3 070,00  | 16,1      | 14,7 | 13,2 | 6,8  | 6,4  | 5,9  | 22,0 | 20,5 | 18,8 | 42%          | 43%  | 45%  | 1,3%  | 1,5%  | 1,6%  |
| Electronic Arts     | 128,15    | 12,4      | 12,0 | 11,0 | 4,6  | 4,3  | 4,1  | 18,3 | 17,0 | 15,6 | 37%          | 36%  | 37%  | 0,3%  | 0,4%  | 0,4%  |
| Konami              | 8 030,00  | 10,8      | 9,8  | 9,1  | 3,4  | 3,1  | 2,9  | 21,6 | 18,8 | 17,5 | 31%          | 32%  | 32%  | 1,4%  | 1,6%  | 1,7%  |
| Paradox Interactive | 171,05    | 14,2      | 11,8 | 10,5 | 9,1  | 7,3  | 6,9  | 31,7 | 26,2 | 23,1 | 64%          | 62%  | 65%  | 0,6%  | 0,7%  | 0,5%  |
| Square Enix         | 5 080,00  | 7,0       | 7,1  | 6,1  | 1,3  | 1,3  | 1,2  | 15,0 | 15,4 | 13,6 | 18%          | 18%  | 20%  | 1,9%  | 2,0%  | 2,2%  |
| Take Two            | 132,96    | 17,1      | 13,9 | 10,4 | 3,8  | 3,2  | 2,5  | 26,9 | 20,9 | 15,7 | 22%          | 23%  | 24%  | -     | -     | -     |
| Ubisoft             | 42,08     | 6,4       | 5,3  | 4,5  | 2,5  | 2,2  | 2,0  | 18,9 | 17,3 | 14,5 | 38%          | 41%  | 43%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| mediana             | .         | 13,3      | 11,8 | 10,5 | 5,5  | 4,8  | 4,1  | 21,7 | 18,8 | 16,2 | 38%          | 43%  | 43%  | 1%    | 1%    | 1%    |
| Mobilny             |           |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |       |       |
| Huuuge              | -         | -         | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -            | -    | -    | -     | -     | -     |
| Ten Square Games    | 165,70    | 6,5       | 7,2  | 5,9  | 1,8  | 1,8  | 1,4  | 8,9  | 9,9  | 8,3  | 27%          | 25%  | 24%  | 8,8%  | 8,4%  | 7,6%  |
| G5 Entertainment    | 202,80    | 3,7       | 3,4  | 3,2  | 1,1  | 1,0  | 1,0  | 7,3  | 6,6  | 6,1  | 29%          | 30%  | 31%  | 3,7%  | 3,9%  | 3,1%  |
| Gree                | 1 017,00  | 9,5       | 8,8  | 8,8  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 21,4 | 22,2 | 22,1 | 17%          | 18%  | 18%  | 1,2%  | 1,2%  | 1,2%  |
| Koei Tecmo          | 3 995,00  | 18,7      | 17,2 | 15,1 | 9,0  | 8,3  | 7,0  | 18,0 | 17,1 | 15,5 | 48%          | 48%  | 46%  | 2,6%  | 2,5%  | 3,2%  |
| NetEase             | 88,37     | 14,8      | 12,6 | 11,6 | 3,3  | 2,9  | 2,7  | 19,4 | 16,6 | 14,5 | 22%          | 23%  | 23%  | 45,2% | 49,6% | 55,9% |
| Netmarble           | 96 200,00 | 15,8      | 13,6 | 11,3 | 2,6  | 2,4  | 2,6  | 24,2 | 21,4 | 26,5 | 16%          | 17%  | 23%  | 0,8%  | 0,9%  | 0,6%  |
| NHN                 | 35 200,00 | 2,8       | 2,3  | 1,9  | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 13,9 | 11,6 | 10,3 | 10%          | 10%  | 11%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Playtika            | 17,92     | 8,5       | 7,6  | 7,2  | 3,0  | 2,8  | 2,6  | 18,8 | 15,6 | 13,8 | 35%          | 36%  | 36%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Rovio               | 7,31      | 9,7       | 8,1  | 7,6  | 1,5  | 1,4  | 1,4  | 20,5 | 15,1 | 13,8 | 15%          | 18%  | 18%  | 1,7%  | 1,8%  | 2,1%  |
| Sciplay             | 13,37     | 1,8       | 1,6  | 1,5  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 11,9 | 10,7 | 10,5 | 30%          | 30%  | 31%  | -     | -     | -     |
| Stillfront          | 21,59     | 5,4       | 4,9  | 4,5  | 2,0  | 1,9  | 1,7  | 6,6  | 6,0  | 5,5  | 38%          | 39%  | 39%  | -     | -     | -     |
| Tencent             | 327,40    | 13,5      | 11,5 | 9,9  | 4,3  | 3,7  | 3,3  | 20,1 | 16,8 | 14,1 | 32%          | 32%  | 33%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,5%  |
| Zynga               | 8,79      | 11,9      | 10,4 | 9,7  | 2,8  | 2,6  | 2,4  | 22,5 | 18,8 | 16,0 | 24%          | 25%  | 25%  | -     | -     | -     |
| mediana             |           | 9,5       | 8,1  | 7,6  | 2,0  | 1,9  | 1,7  | 18,8 | 15,6 | 13,8 | 27%          | 25%  | 25%  | 1%    | 1%    | 2%    |

Źródło: Bloomberg, mBank

Steam Global Top Sellers

| 2022-04-26            | Spółka            | Pozycja | zmiana d/d | zmiana t/t | średnia tyg. | Cena (PLN) | zmiana d/d | zmiana t/t | średnia tyg. |
|-----------------------|-------------------|---------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|
| Frostpunk             | T1 bit studios    | 908     | -38        | -37        | 955          | 110        | 0%         | 0%         | 110          |
| Frostpunk: SP         | T1 bit studios    | 1 291   | -78        | -91        | 1 427        | 88         | 0%         | 0%         | 88           |
| Frostpunk: GOTY       | T1 bit studios    | 830     | -263       | +440       | 836          | 165        | 0%         | 0%         | 165          |
| Cyberpunk 2077        | CD Projekt        | 5       | -3         | -2         | 3            | 100        | 0%         | 0%         | 100          |
| The Witcher 3         | CD Projekt        | 142     | +14        | -42        | 128          | 20         | 0%         | 0%         | 20           |
| The Witcher 3 (+DLCs) | CD Projekt        | 10      | -2         | -1         | 9            | 30         | 0%         | 0%         | 30           |
| Green Hell            | Creepy Jar        | 184     | -20        | +0         | 178          | 90         | 0%         | 0%         | 90           |
| CMS 2021              | PlayWay Group     | 399     | -197       | -141       | 272          | 90         | 0%         | 0%         | 90           |
| Cooking Simulator VR  | Big Cheese Studio | 1 495   | -462       | +220       | 1 120        | 90         | 0%         | 0%         | 90           |
| Dying Light EE        | Techland          | 460     | -58        | -36        | 430          | 90         | 0%         | 0%         | 90           |
| Dying Light 2         | Techland          | 37      | -10        | +2         | 36           | 200        | 0%         | 0%         | 200          |
| Chernobylite          | The Farm 51       | 133     | +52        | +1410      | 550          | 90         | 0%         | -25%       | 99           |

Źródło: Steam (Valve Corporation), mBank

Steam Wishlist

| 2022-04-26          | Spółka         | Pozycja | zmiana d/d | zmiana t/t | średnia tyg. | Data premiery |
|---------------------|----------------|---------|------------|------------|--------------|---------------|
| Frostpunk 2         | T1 bit studios | 7       | -          | -          | 7            | TBA           |
| Builder Simulator   | PlayWay Group  | 81      | -          | -2         | 80           | TBA           |
| Builders of Egypt   | PlayWay Group  | 45      | -          | -1         | 44           | Q1'22         |
| Contraband Police   | PlayWay Group  | 96      | -          | -          | 96           | Q2'22         |
| I Am Your President | PlayWay Group  | 143     | -1         | -1         | 141          | TBA           |
| Occupy Mars         | PlayWay Group  | 52      | -          | -2         | 52           | TBA           |

Źródło: Steam (Valve Corporation), mBank

**Wycena spółek handlowych**

|                                 |        | EV/EBITDA   |             |             | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|---------------------------------|--------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                                 | Cena   | 2022        | 2023        | 2024        | 2022       | 2023       | 2024       | 2022        | 2023        | 2024        | 2022         | 2023       | 2024       | 2022        | 2023        | 2024        |
| <b>Segment dóbr luksusowych</b> |        |             |             |             |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Estee Lauder                    | 268,22 | 14,3        | 12,8        | 11,5        | 3,4        | 3,1        | 2,9        | 35,4        | 31,0        | 27,8        | 24%          | 25%        | 25%        | 0,9%        | 1,0%        | 1,1%        |
| Hermes Inter                    | 1 179  | 26,8        | 24,1        | 21,8        | 11,6       | 10,5       | 9,5        | 47,2        | 42,1        | 38,7        | 43%          | 43%        | 44%        | 0,7%        | 0,8%        | 0,9%        |
| Kering                          | 506,20 | 8,6         | 7,9         | 7,3         | 3,1        | 2,9        | 2,7        | 16,1        | 14,4        | 13,2        | 36%          | 36%        | 36%        | 2,7%        | 3,1%        | 3,3%        |
| LVMH                            | 615,60 | 13,2        | 12,0        | 11,0        | 4,4        | 4,1        | 3,8        | 23,5        | 21,3        | 19,5        | 33%          | 34%        | 34%        | 1,8%        | 2,0%        | 2,1%        |
| Moncler                         | 47,68  | 12,9        | 11,4        | 10,2        | 5,1        | 4,6        | 4,1        | 25,9        | 22,5        | 20,0        | 40%          | 40%        | 40%        | 1,5%        | 1,8%        | 2,1%        |
| <b>mediana</b>                  |        | <b>13,2</b> | <b>12,0</b> | <b>11,0</b> | <b>4,4</b> | <b>4,1</b> | <b>3,8</b> | <b>25,9</b> | <b>22,5</b> | <b>20,0</b> | <b>36%</b>   | <b>36%</b> | <b>36%</b> | <b>1,5%</b> | <b>1,8%</b> | <b>2,1%</b> |
| <b>E-commerce</b>               |        |             |             |             |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Allegro                         | 27,06  | 13,8        | 11,6        | 9,7         | 4,7        | 3,9        | 3,1        | 23,1        | 19,2        | 16,5        | 34%          | 33%        | 32%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Answear                         | 25,10  | 11,8        | 9,3         | 6,9         | 0,6        | 0,5        | 0,4        | 23,8        | 16,3        | 10,5        | 5%           | 5%         | 6%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Alibaba                         | 85,84  | 8,4         | 7,3         | 6,1         | 1,5        | 1,3        | 1,2        | 11,8        | 10,3        | 8,9         | 18%          | 18%        | 19%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Amazon                          | 2 921  | 19,0        | 14,8        | 11,2        | 2,8        | 2,4        | 2,1        | 43,1        | 31,3        | 21,9        | 15%          | 16%        | 19%        | 0,0%        | 0,0%        | -           |
| Asos                            | 1 400  | 4,8         | 3,8         | 3,2         | 0,3        | 0,3        | 0,2        | 17,4        | 12,7        | 10,0        | 6%           | 7%         | 7%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Boohoo                          | 87,68  | 8,5         | 7,7         | 5,3         | 0,5        | 0,5        | 0,4        | 19,5        | 16,9        | 11,5        | 6%           | 6%         | 8%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Ebay                            | 53,63  | 8,6         | 8,1         | 7,7         | 3,0        | 2,9        | 2,7        | 12,3        | 11,5        | 10,3        | 35%          | 36%        | 35%        | 1,6%        | 1,7%        | 1,7%        |
| Etsy                            | 102,06 | 17,0        | 13,7        | 10,7        | 4,8        | 4,0        | 3,3        | 25,8        | 20,3        | 17,3        | 28%          | 29%        | 31%        | -           | -           | -           |
| Jd.Com                          | 53,72  | 18,2        | 11,9        | 8,2         | 0,4        | 0,3        | 0,3        | 30,2        | 20,2        | 14,5        | 2%           | 3%         | 3%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Lojas Americanas                | 6,55   | 2,9         | 2,4         | -           | 0,4        | 0,3        | -          | -           | 33,6        | -           | 13%          | 14%        | -          | 1,0%        | 0,6%        | -           |
| Magazine Luiza                  | 5,44   | 18,4        | 12,8        | 10,8        | 0,9        | 0,8        | 0,7        | -           | 68,9        | 45,3        | 5%           | 6%         | 6%         | 0,6%        | 0,6%        | 0,8%        |
| Mercadolibre                    | 1 042  | 58,7        | 36,1        | 23,7        | 5,4        | 4,0        | 3,2        | -           | -           | 46,5        | 9%           | 11%        | 13%        | 0,0%        | 0,5%        | 0,8%        |
| Overstock.Com                   | 33,33  | 5,5         | 4,7         | 4,4         | 0,3        | 0,3        | 0,2        | 14,1        | 11,9        | 11,6        | 5%           | 6%         | 5%         | 0,0%        | 0,0%        | -           |
| Vipshop Holdings                | 6,98   | 1,3         | 1,2         | 1,1         | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 5,3         | 4,9         | 4,6         | 6%           | 6%         | 7%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Zalando                         | 40,14  | 13,8        | 10,8        | 8,4         | 0,8        | 0,7        | 0,6        | 41,1        | 29,4        | 21,5        | 6%           | 7%         | 7%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,2%        |
| Zozo                            | 3 165  | 17,6        | 15,9        | 14,3        | 5,6        | 5,2        | 4,7        | 27,1        | 24,6        | 22,3        | 32%          | 32%        | 33%        | 1,7%        | 2,0%        | 2,2%        |
| <b>mediana</b>                  |        | <b>12,8</b> | <b>10,0</b> | <b>8,2</b>  | <b>0,9</b> | <b>0,7</b> | <b>0,7</b> | <b>23,1</b> | <b>19,2</b> | <b>14,5</b> | <b>8%</b>    | <b>9%</b>  | <b>8%</b>  | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |
| <b>Handel spożywczy</b>         |        |             |             |             |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Dino                            | 315,60 | 20,2        | 16,2        | 12,8        | 1,8        | 1,5        | 1,2        | 31,5        | 25,2        | 20,0        | 9%           | 9%         | 10%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Eurocash                        | 12,58  | 5,4         | 5,1         | 5,1         | 0,2        | 0,2        | 0,1        | 40,6        | 29,1        | 33,1        | 3%           | 3%         | 3%         | 1,7%        | 2,4%        | 4,0%        |
| Jeronimo Martins                | 20,30  | 9,1         | 7,8         | 6,9         | 0,5        | 0,5        | 0,4        | 20,8        | 18,1        | 16,5        | 6%           | 6%         | 6%         | 3,9%        | 2,2%        | 2,4%        |
| Ahold                           | 28,11  | 6,8         | 6,6         | 6,5         | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 13,1        | 12,4        | 11,9        | 8%           | 8%         | 8%         | 3,6%        | 3,7%        | 3,9%        |
| AXFood                          | 287,10 | 12,6        | 11,6        | 11,2        | 1,0        | 1,0        | 0,9        | 28,5        | 26,7        | 26,1        | 8%           | 8%         | 8%         | 2,8%        | 2,8%        | 2,9%        |
| Carrefour                       | 19,80  | 4,7         | 4,4         | 4,1         | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 11,5        | 10,2        | 9,5         | 6%           | 6%         | 7%         | 3,2%        | 3,5%        | 3,8%        |
| Metro                           | 8,44   | 4,6         | 4,6         | 4,3         | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 28,8        | 24,6        | 19,2        | 5%           | 5%         | 5%         | 3,3%        | 3,6%        | 3,5%        |
| O'Key Group                     | 0,60   | 3,8         | 3,8         | -           | 0,3        | 0,3        | -          | 9,3         | 8,3         | -           | 9%           | 9%         | -          | 3,0%        | 3,7%        | -           |
| Sonae                           | 1,00   | 6,5         | 6,0         | 5,9         | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 12,0        | 10,7        | 10,2        | 9%           | 10%        | 10%        | 5,2%        | 5,5%        | 5,8%        |
| Tesco                           | 268,60 | 7,0         | 7,0         | 6,8         | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 12,5        | 12,3        | 11,6        | 7%           | 7%         | 7%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| X 5 Retail                      | 1 008  | 2,7         | 2,9         | -           | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 6,0         | 5,2         | 4,7         | 12%          | 10%        | -          | 21,7%       | 20,7%       | 22,1%       |
| <b>mediana</b>                  |        | <b>6,5</b>  | <b>6,0</b>  | <b>6,5</b>  | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>13,1</b> | <b>12,4</b> | <b>14,2</b> | <b>8%</b>    | <b>8%</b>  | <b>7%</b>  | <b>3,2%</b> | <b>3,5%</b> | <b>3,7%</b> |

Źródło: Bloomberg, mBank

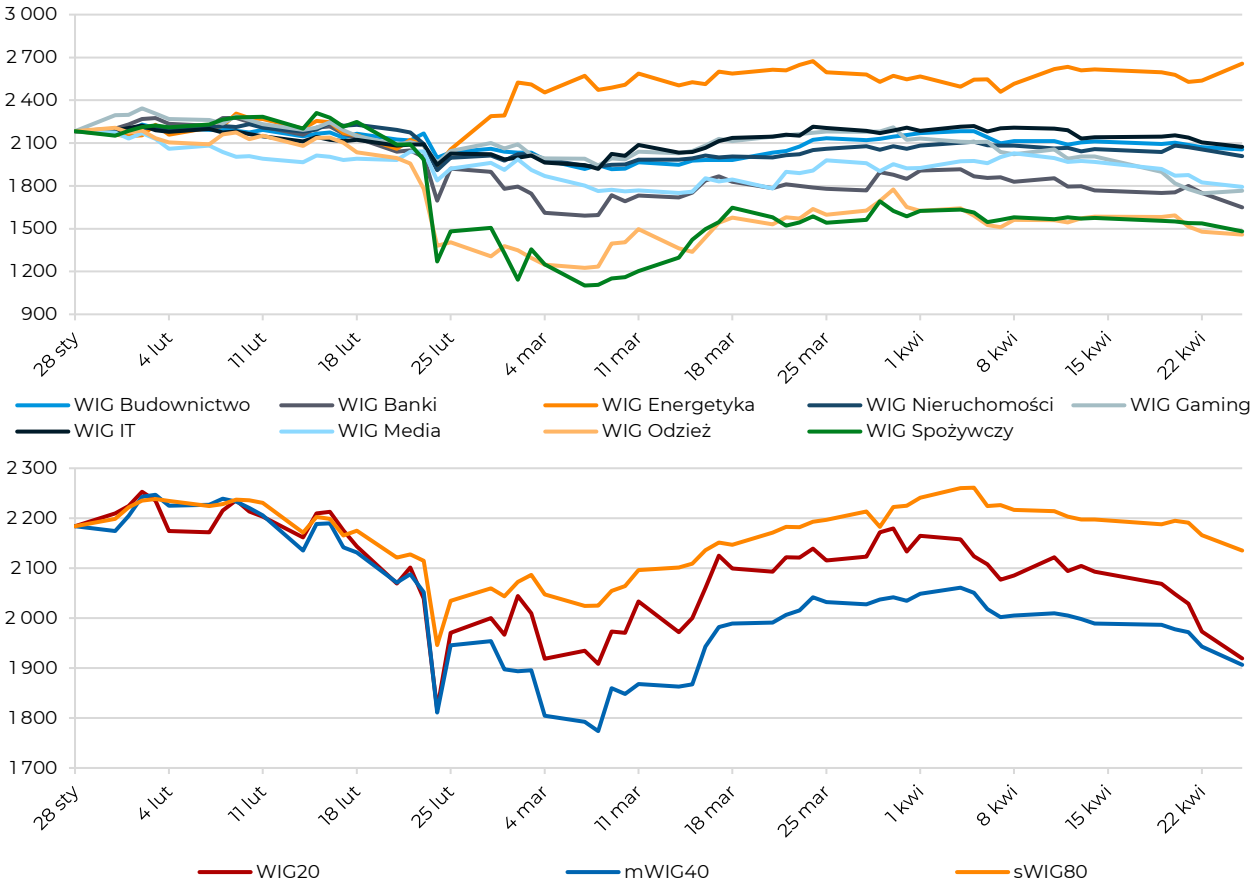


Przegląd rynków zagranicznych

| Indeks               | Sesja z dnia | Otwarcie  | Maksimum  | Minimum   | Zamknięcie | Zmiana % |
|----------------------|--------------|-----------|-----------|-----------|------------|----------|
| DJIA                 | 2022-04-25   | 33 731,65 | 34 106,01 | 33 323,37 | 34 049,46  | +0,70%   |
| S&P 500              | 2022-04-25   | 4 255,34  | 4 299,02  | 4 200,82  | 4 296,12   | +0,57%   |
| NASDAQ               | 2022-04-25   | 12 749,17 | 13 011,45 | 12 722,59 | 13 004,85  | +1,29%   |
| DAX                  | 2022-04-25   | 13 908,05 | 14 037,63 | 13 863,39 | 13 924,17  | -1,54%   |
| CAC 40               | 2022-04-25   | 6 450,90  | 6 512,26  | 6 408,71  | 6 449,38   | -2,01%   |
| FTSE 100             | 2022-04-25   | 7 521,68  | 7 521,68  | 7 339,53  | 7 380,54   | -1,88%   |
| WIG20                | 2022-04-25   | 1 951,03  | 1 966,80  | 1 909,93  | 1 919,55   | -2,72%   |
| BUX                  | 2022-04-25   | 42 899,67 | 42 899,67 | 42 011,30 | 42 280,37  | -2,08%   |
| PX                   | 2022-04-25   | 1 379,44  | 1 379,44  | 1 357,53  | 1 362,20   | -1,25%   |
| RTS                  | 2022-02-28   | 988,10    | 988,10    | 988,10    | 988,10     | -22,31%  |
| SOFIX                | 2022-04-21   | 636,79    | 637,82    | 633,08    | 635,25     | -0,24%   |
| BET                  | 2022-04-21   | 12 995,24 | 13 083,54 | 12 995,24 | 13 004,37  | +0,07%   |
| XUI100               | 2022-04-25   | 2 471,29  | 2 498,77  | 2 427,60  | 2 482,60   | +0,41%   |
| BETELES              | 2022-04-25   | 133,17    | 134,19    | 131,98    | 133,18     | -0,46%   |
| NIKKEI               | 2022-04-25   | 26 692,48 | 26 764,48 | 26 487,84 | 26 590,78  | -1,90%   |
| SHCOMP               | 2022-04-25   | 3 034,27  | 3 043,82  | 2 928,51  | 2 928,51   | -5,13%   |
| Miedź (LME)          | 2022-04-25   | 10 100,00 | 10 113,00 | 9 756,50  | 9 769,00   | -3,37%   |
| Ropa (Brent)         | 2022-04-25   | 103,84    | 104,14    | 98,77     | 101,40     | -3,72%   |
| USD/PLN              | 2022-04-25   | 4,301     | 4,357     | 4,295     | 4,334      | +0,55%   |
| EUR/PLN              | 2022-04-25   | 4,651     | 4,662     | 4,623     | 4,643      | -0,21%   |
| EUR/USD              | 2022-04-25   | 1,081     | 1,085     | 1,070     | 1,071      | -0,71%   |
| 10Y obligacje USA    | 2022-04-25   | 2,883     | 2,891     | 2,758     | 2,820      | -0,079   |
| 10Y obligacje Niemcy | 2022-04-25   | 0,951     | 0,955     | 0,822     | 0,837      | -0,135   |
| 10Y obligacje Polska | 2022-04-25   | 6,268     | 6,326     | 6,084     | 6,200      | -0,107   |

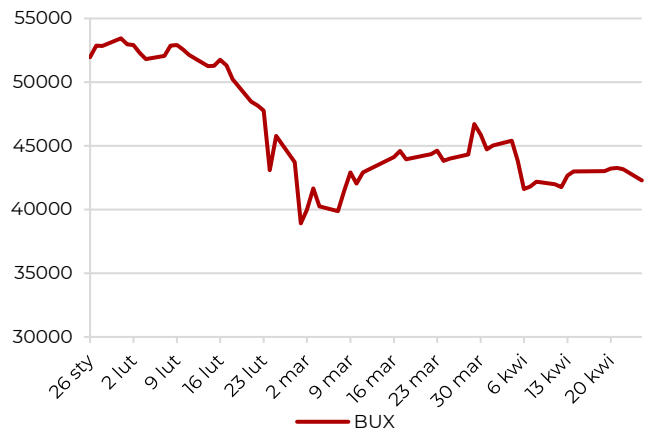
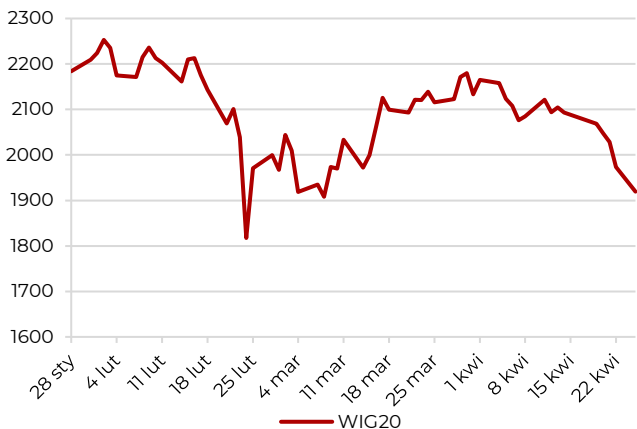
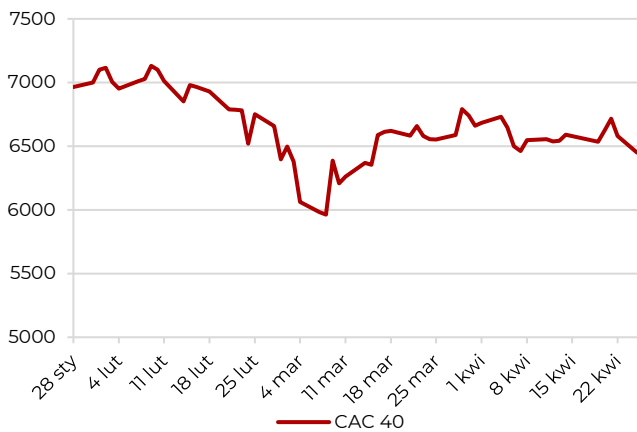
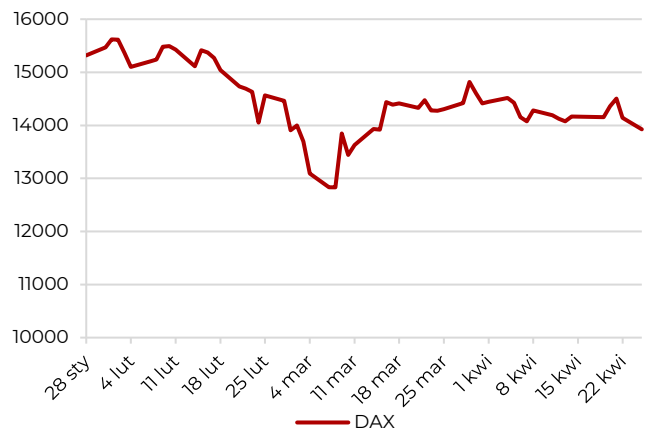
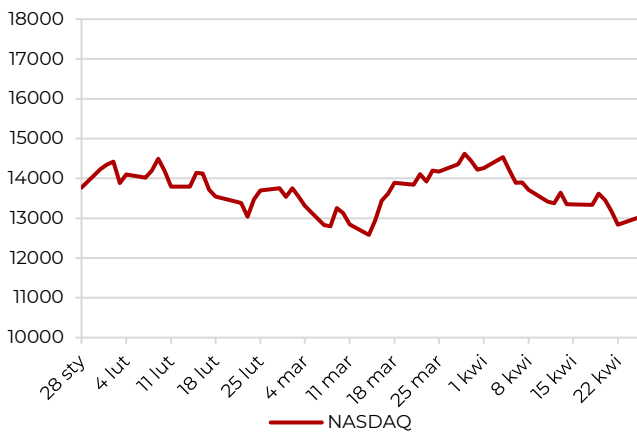
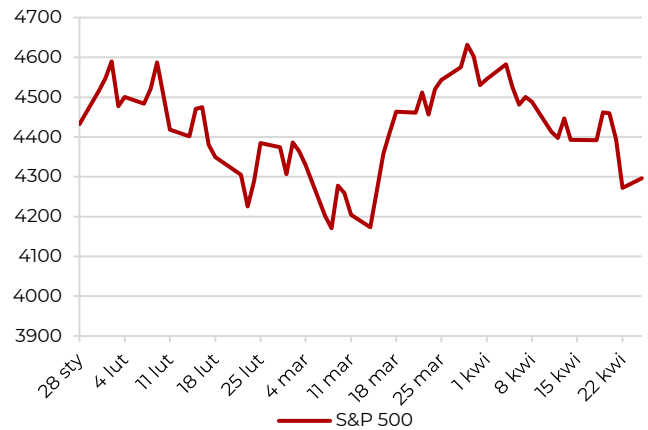
Źródło: Bloomberg, mBank

Notowania indeksów sektorowych na tle WIG20





## Notowania indeksów światowych

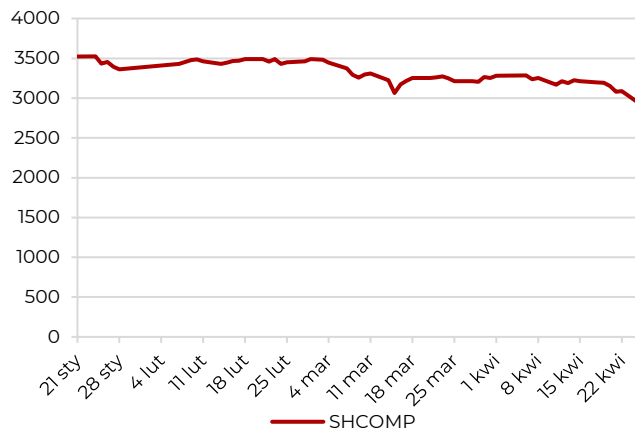
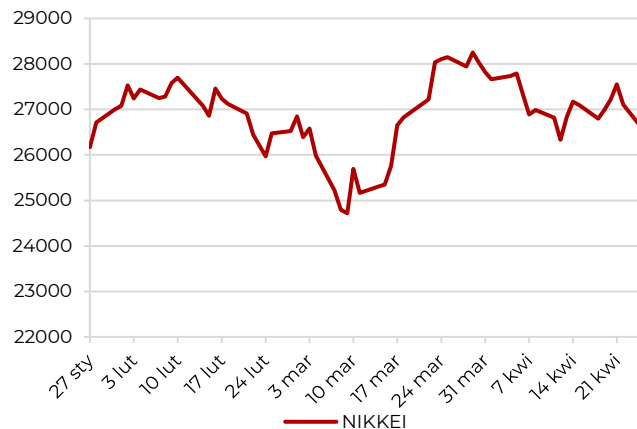
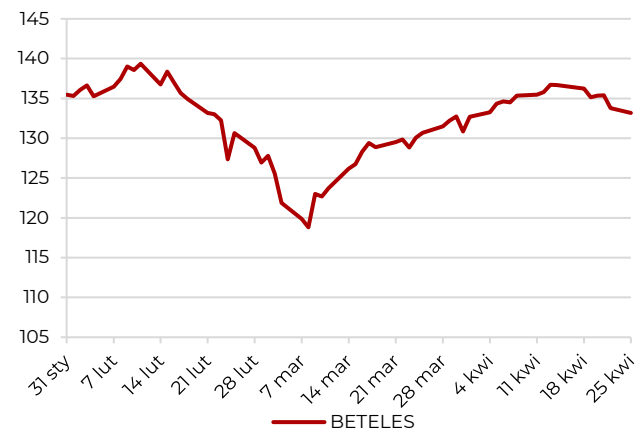
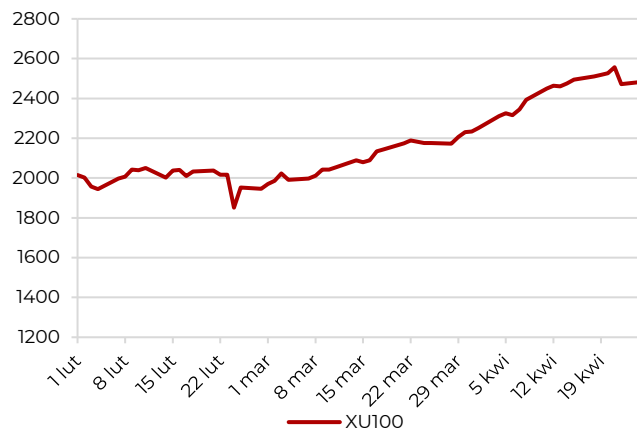
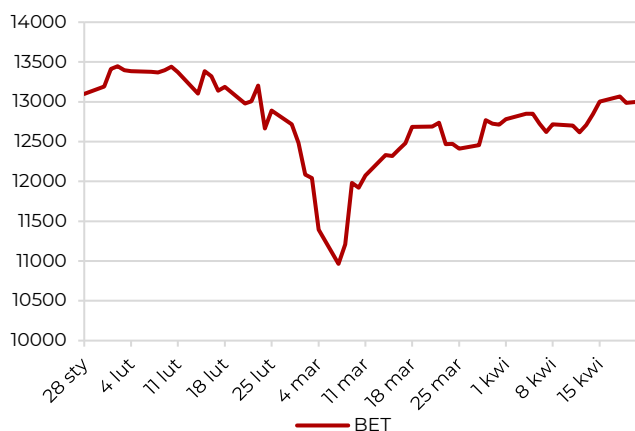
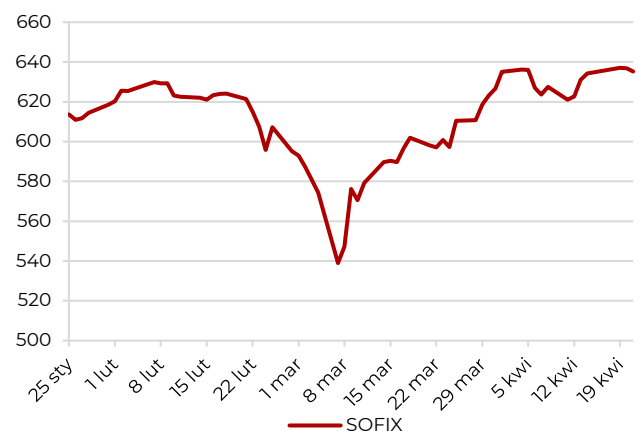
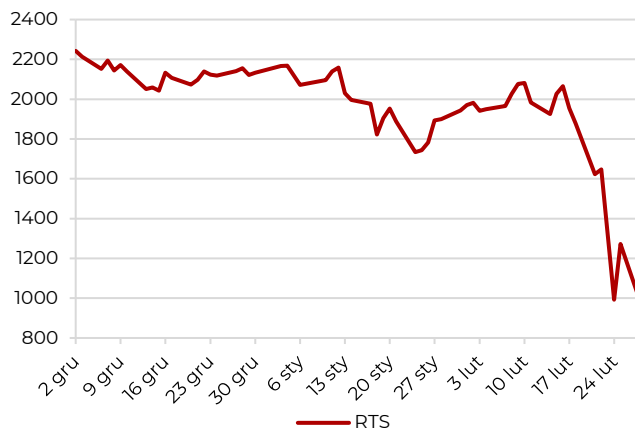
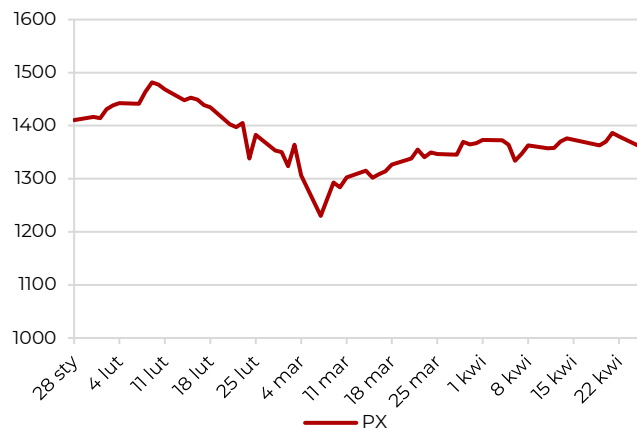


Źródło: Bloomberg

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected



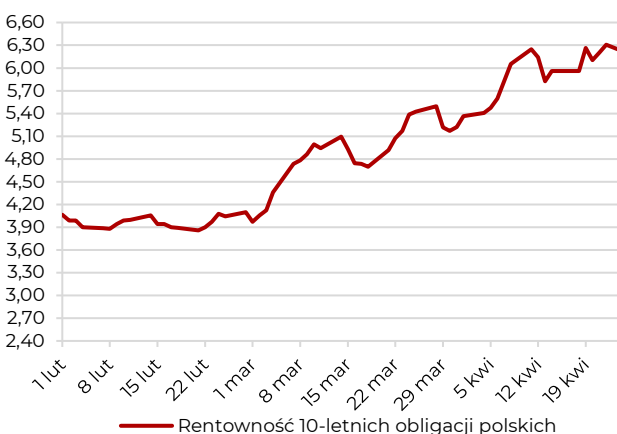
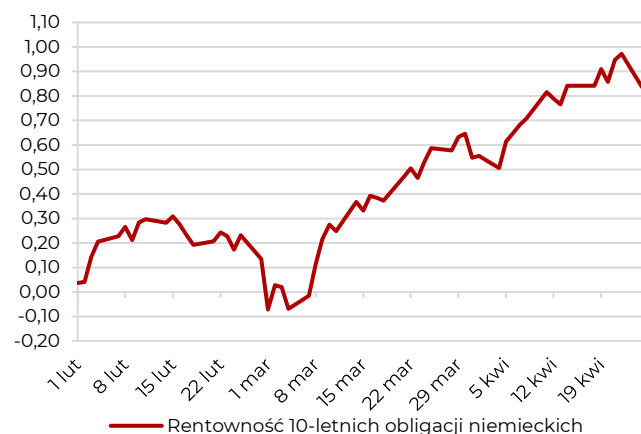
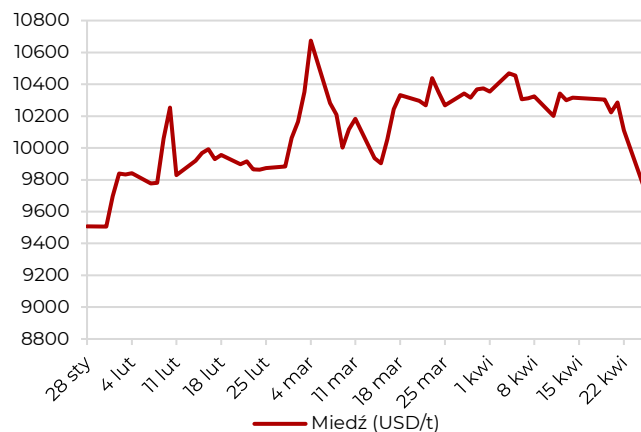
## Notowania indeksów światowych



Źródło: Bloomberg

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

## Surowce, kursy walut i rentowność 10-letnich obligacji skarbowych





## mBank S.A.

Prosta 18  
00-850 Warszawa  
[www.mbank.pl/mDM](http://www.mbank.pl/mDM)

### Zespół Prywatnego Maklera

Kamil Szymański, dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
tel. 22 697 4870  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)

Joanna Gębał  
tel. 22 697 4762  
[joanna.gebal@mbank.pl](mailto:joanna.gebal@mbank.pl)

Rafał Włoka  
tel. 22 697 4809  
[rafal.wloka@mbank.pl](mailto:rafal.wloka@mbank.pl)

Marcin Bieguński  
tel. 22 697 4984  
[marcin.biegunski@mbank.pl](mailto:marcin.biegunski@mbank.pl)

Paweł Rudowski  
tel. 22 697 4852  
[pawel.rudowski@mbank.pl](mailto:pawel.rudowski@mbank.pl)

### Zespół Wsparcia

Rafał Sadoch, koordynator  
[rafal.sadoch@mbank.pl](mailto:rafal.sadoch@mbank.pl)

Piotr Neidek, analiza techniczna  
[piotr.neidek@mbank.pl](mailto:piotr.neidek@mbank.pl)

Remigiusz Lemke, rynki zagraniczne  
[remigiusz.lemke@mbank.pl](mailto:remigiusz.lemke@mbank.pl)

Krzysztof Pakulski, rynki zagraniczne  
[krzysztof.pakulski@mbank.pl](mailto:krzysztof.pakulski@mbank.pl)

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Piotr Gawron, dyrektor  
tel. 22 697 4895  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

### Departament Analiz

Kamil Kliszczyk, dyrektor  
tel. 22 438 2402  
[kamil.kliszczyk@mbank.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mbank.pl)

Dokument sporządzony został w Departamencie Rynków Regulowanych mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 20 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 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. 2018 poz. 1112). 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 Biuro Maklerskie mBanku działając w dobrej wierze, uważa za wiarygodne. Biuro Maklerskie mBanku nie gwarantuje jednak dokładności, kompletności ani trafności tych informacji. Biuro Maklerskie mBanku nie jest zobowiązane 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.