



MINISTERSTWO  
AKTYWÓW  
PAŃSTWOWYCH



# Wyniki Spółek Skarbu Państwa w III kwartale 2021 r.

Departament Analiz i Sprawozdawczości

Grudzień 2021

Niniejszy raport przedstawia sytuację ekonomiczno-finansową spółek giełdowych z udziałem Skarbu Państwa, w których prawa z akcji Skarbu Państwa wykonuje Minister Aktywów Państwowych, wg stanu na dzień 30.09.2021 r. Analizę objęto 17 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W Informacji porównano wyniki finansowe oraz wybrane wskaźniki osiągnięte przez analizowane spółki w III kwartale 2021 oraz pozostałych kwartałach roku 2021 i 2020. Wyniki za III kwartał roku 2021 zestawione zostały również z konsensusem rynkowym PAP.

Do analizy wykorzystano skonsolidowane dane finansowe opublikowane przez spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, dane z systemu informacyjno-analitycznego *S&P Capital IQ* oraz serwisu ekonomicznego *PAP Biznes*.

Spółki z udziałem Skarbu Państwa, notowane na Giełdzie Papierów wartościowych w Warszawie, w których prawa z akcji Skarbu Państwa wykonuje Minister Aktywów Państwowych osiągnęły dobre wyniki ekonomiczno-finansowe za okres III kwartałów 2021 r. Spośród analizowanych podmiotów większość odnotowała (r/r) wzrost przychodów ze sprzedaży i zysku netto. Wzrosła również w tym okresie wartość rynkowa akcji większości analizowanych spółek.

## Kluczowe liczby

---

**9,6 mld zł**

---

tyle „na czysto” zarobiły w III kwartale 2021 r. spółki z udziałem Skarbu Państwa objęte raportem.

---

**+133%**

---

o tyle poprawił się łączny zysk badanych spółek za III kwartał 2021 r. w porównaniu z analogicznym kwartałem 2020 roku.

---

**13**

---

tyle spółek, spośród 17 analizowanych podmiotów, poprawiło swój wynik netto w III kwartale 2021 r. rok do roku.

		III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]
<b>Alior</b>	Wynik odsetkowy netto	704	683	3,0%
	Wynik z opłat i prowizji	190	169	12,4%
	Wynik netto*	150	82	82,9%
<b>Pekao</b>	Wynik odsetkowy netto	1 387	1 203	15,3%
	Wynik z opłat i prowizji	704	595	18,3%
	Wynik netto*	631	371	70,1%
<b>PKO</b>	Wynik odsetkowy netto	2 496	2 446	2,0%
	Wynik z opłat i prowizji	1 137	990	14,8%
	Wynik netto*	1 258	712	76,7%

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez banki (PKO, Pekao, Alior)

\*dla akcjonariuszy jednostki dominującej

Wszystkie banki z udziałem Skarbu Państwa lub będące spółkami zależnymi spółek z udziałem Skarbu Państwa poprawiły swoje wyniki w trzecim kwartale 2021 r. w porównaniu z trzecim kwartałem 2020 r. Wrosły zarówno wyniki odsetkowe jak i wyniki z opłat i prowizji. Wynik netto był wyższy rok do roku od 70% do 84%.

Lepsze wyniki banków odzwierciedlają poprawiające się otoczenie makroekonomiczne. W kryzysowym 2020 r. w związku z niepewnością okresu kryzysu banki zmuszone zostały do dokonywania odpisów aktualizujących wartość aktywów, co negatywnie odbijało się na wyniku netto. Środowisko niskich stóp procentowych negatywnie wpływało zaś na wyniki odsetkowe.

		III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]
<b>Enea</b>	Przychody ze sprzedaży	5 465	4 512	21,1%
	EBIT	727	394	84,5%
	Wynik netto*	570	37	1440,5%
<b>Energa</b>	Przychody ze sprzedaży	3 317	3 030	9,5%
	EBIT	430	236	82,2%
	Wynik netto*	300	86	248,8%
<b>GPW</b>	Przychody ze sprzedaży	91	89	1,8%
	EBIT	40	38	4,2%
	Wynik netto*	36	32	12,8%
<b>Grupa Azoty</b>	Przychody ze sprzedaży	3 882	2 416	60,7%
	EBIT	107	62	72,6%
	Wynik netto *	12	31	-61,3%
<b>JSW</b>	Przychody ze sprzedaży	2 579	1 728	49,30%
	EBIT	358	-112	-
	Wynik netto*	253	-116	-
<b>KGHM</b>	Przychody z umów z klientami	7 229	5 632	28,4%
	EBIT	1 065	966	10,2%
	Wynik netto*	1 037	472	119,7%
<b>Lotos</b>	Przychody ze sprzedaży	9 201	5 364	71,5%
	EBIT	1 177	194	506,5%
	Wynik netto*	810	249	224,9%
<b>Orlen</b>	Przychody ze sprzedaży	36 442	23 918	52,4%
	EBIT	3 825	1 057	261,9%
	Wynik netto*	2 909	651	346,9%
<b>PGE</b>	Przychody ze sprzedaży	10 942	10 320	6,0%
	EBIT	972	469	107,2%
	Wynik netto*	561	273	105,5%
<b>PGNIG</b>	Przychody ze sprzedaży	12 509	6 392	95,7%
	EBIT	1 399	588	137,9%
	Wynik netto*	666	116	474,1%
<b>PHN</b>	Przychody operacyjne	108	116	-7,6%
	EBIT	52	40	29,5%
	Wynik netto*	12	13	7,9%
<b>PKP Cargo</b>	Przychody z umów z klientami	1 100	1 010	8,90%
	EBIT	-10	37	-
	Wynik netto*	-24	16	-
<b>PZU</b>	Składka przypisana brutto	5 908	5 600	5,5%
	Odszkodowania netto	-3 894	-4 061	-4,1%
	Wynik netto*	759	890	-14,7%
<b>Tauron</b>	Przychody ze sprzedaży	5 997	5 034	19,1%
	EBIT	294	509	-42,2%
	Wynik netto*	101	368	-72,6%

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez SSP

\*dla akcjonariuszy jednostki dominującej

Łączny wynik netto za III kwartał 2021 r. spółek Skarbu Państwa objętych raportem wyniósł około 9,6 mld zł, co oznacza wzrost w porównaniu z analogicznym kwartałem 2020 roku o 133%.

Trzynaście spośród siedemnastu analizowanych spółek poprawiło swój wynik netto rok do roku. W niektórych przypadkach wzrosty te były bardzo wysokie, sięgające więcej niż 100%. Wynika to między innymi z niskiej bazy III kw. 2020 r., czyli okresu pandemicznego kryzysu gospodarczego, do którego wyniki te są porównywane. Wynik netto Enei wzrósł o 1471%, PGNiG o 474%, Orlenu o 333%, Energii o 249%, Grupy Lotos o 225%.

## Alior Bank

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Wynik odsetkowy netto	704	683	3,0%	681	3,4%
Wynik z opłat i prowizji	190	169	12,4%	188	1,1%
Wynik netto*	150	82	82,9%	132	13,6%
ROA	0,8%	0,4%			
ROE	9,1%	5,1%			
C/I	42,9%	45,7%			
CoR	1,6%	1,9%			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Alior Bank

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki Alior Banku w trzecim kwartale 2021 r. poprawiły się w stosunku do trzeciego kwartału 2020 r. Wynik odsetkowy netto wzrósł o 3%, natomiast wynik z opłat i prowizji poprawił się rok do roku o 12,4%.

Wyniki okazały się od kilku do kilkunastu procent wyższe od konsensusu rynkowego PAP. Widoczna jest duża poprawa poziomu wskaźników rentowności (ROA, ROE, C/I) jak też wskaźnika kosztów ryzyka (CoR).

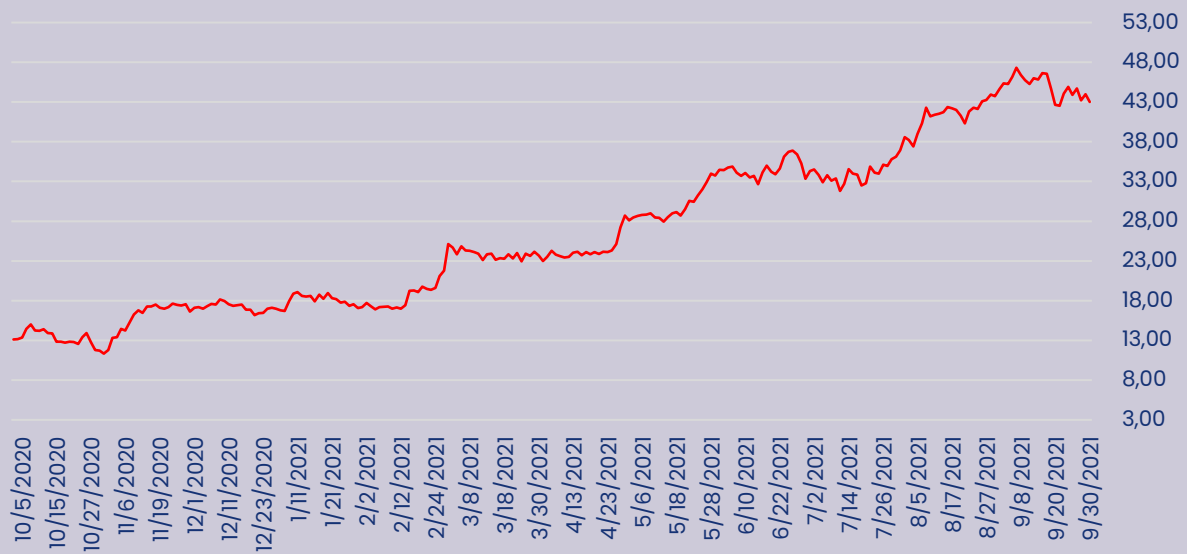
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Wynik odsetkowy netto	704	667	670	667	683	722	777
Wynik z opłat i prowizji	190	183	178	177	169	155	135
Wynik netto	150	124	108	120	82	-585	72
ROA	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,4%	-3,1%	0,4%
ROE	9,1%	7,6%	6,7%	7,4%	5,1%	-35,8%	4,3%
C/I	42,9%	42,5%	46,9%	41,7%	45,7%	49,9%	50,7%
CoR	1,6%	1,7%	1,6%	1,5%	1,9%	5,9%	1,9%

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Alior Bank

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Widoczna jest wyraźna poprawa w porównaniu z kwartałami kryzysowego 2020 r. Wzrosły poziomy wskaźników rentowności oraz zmniejszył się poziom wskaźnika kosztów ryzyka (CoR). Wyniki świadczą o stopniowej poprawie jakości portfela kredytowego banku, a tym samym o zmniejszaniu się ryzyka (wrażliwości) Alior Banku na wystąpienie sytuacji kryzysowej w przyszłości.

## Notowania Alior



## S&amp;P Capital IQ

W ciągu ostatniego roku (01.10.2020 – 30.09.2021) notowania spółki wzrosły o 227%. Wynikało to wszystkim.in. z bardzo niskich ubiegłorocznych wycen rynkowych podmiotów należących do sektora bankowego, spowodowanych niepewnością związaną m.in. z możliwością wystąpienia głębokiego kryzysu gospodarczego. Wraz z poprawiającą się sytuacją gospodarczą i oczekiwaniami wzrostu stóp procentowych, nastawienie inwestorów do sektora bankowego stawało się coraz bardziej pozytywne.

## Enea

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży netto	5 465	4 512	21,1%	5 111	6,9%
EBIT	727	394	84,5%	555	30,9%
Wynik netto*	570	37	1 440,5%	400	
EBIT %	13,3%	8,7%			
Dług netto/EBITDA	0,3	1,4			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK Enea S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Spółka poprawiła swoją rentowność oraz obniżyła poziom zadłużenia mierzonego wskaźnikiem długu netto do EBITDA.

	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży netto	5 465	4 775	5 041	4 723	4 512	4 355	4 587
EBIT	727	351	548	-2 630	394	-106	634,5
Wynik netto*	570	314	386	-2 206	37	-544	445
EBIT %	13,3%	7,4%	10,9%	-55,6%	8,7%	-2,4%	13,8%
Dług netto/EBITDA	0,3	1,1	1,7	2,0	1,4	1,6	2,1

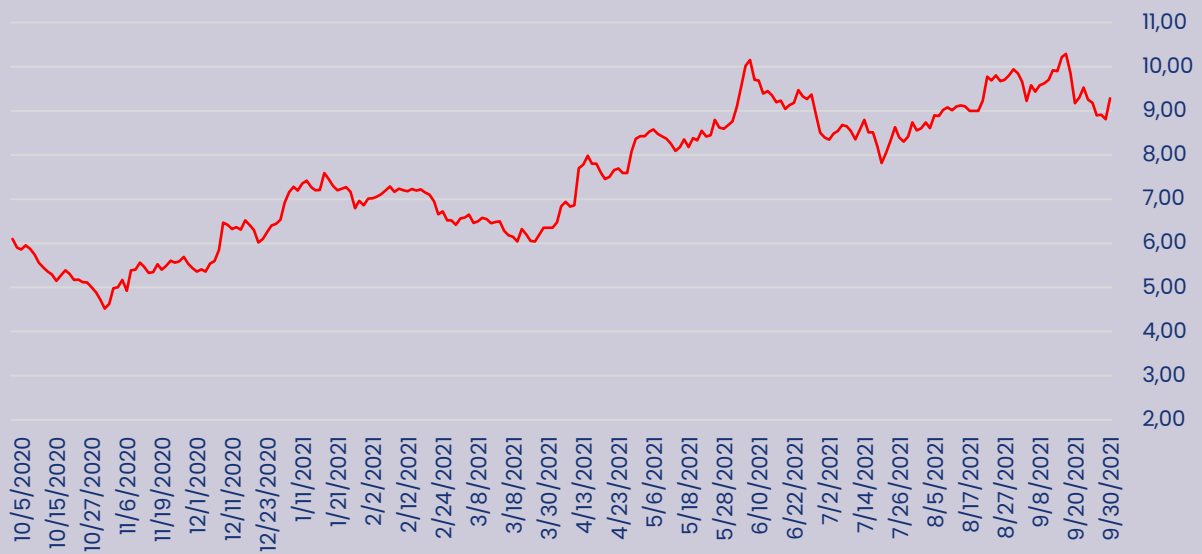
Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK Enea S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Trzeci kwartał 2021 r. był rekordowym kwartałem, licząc od początku 2020 r., zarówno pod względem przychodów jak i pod względem wyniku operacyjnego. Widoczny jest wzrost rentowności działalności oraz spadek poziomu zadłużenia mierzonego wskaźnikiem długu netto do EBITDA.



## Notowania Enea



S&amp;P Capital IQ

Notowania Enea znajdują się, w ciągu ostatniego roku, w trendzie wzrostowym. W ciągu ostatniego roku (01.10.2020 – 30.09.2021) wzrosły o 52%.

## Energa

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży	3 317	3 030	9,5%	ND	ND
EBIT	430	236	82,2%	ND	ND
Wynik netto*	300	86	248,8%	ND	ND
EBIT %	13,0%	7,8%			
Dług netto/EBITDA	1,5	2,7			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Grupę Energa S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki Grupy Energa, w trzecim kwartale 2021 r., poprawiły się istotnie w porównaniu z trzecim kwartałem 2020 r. Przychody wzrosły o 10%, a wynik netto o blisko 250%. Wzrosła rentowność działalności na poziomie operacyjnym i obniżył się znacząco wskaźnik długu netto do EBITDA.

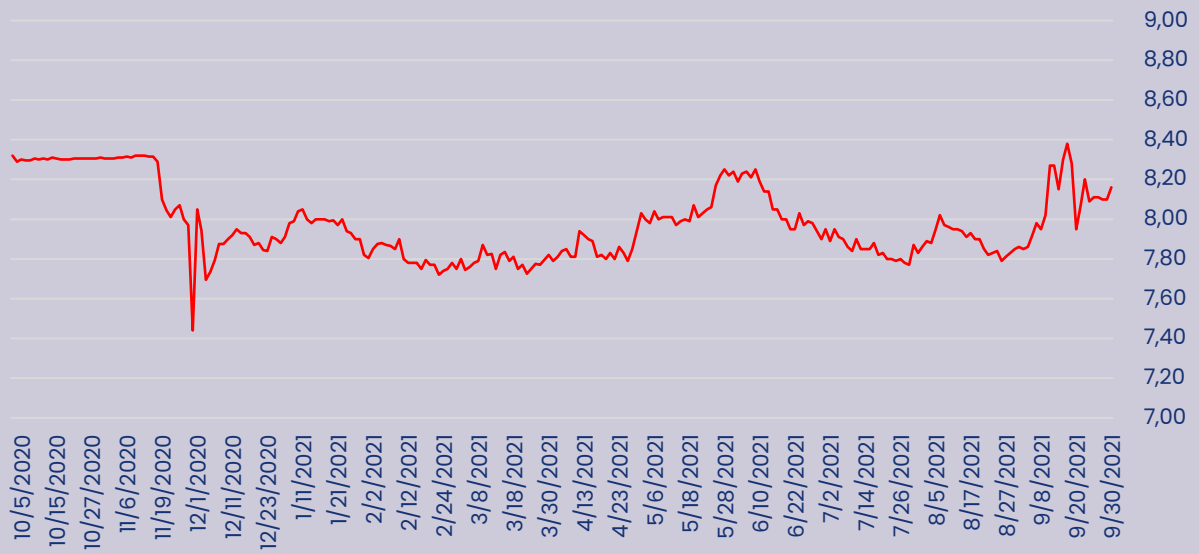
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży	3 317	3 228	3 441	3 324	3 030	2 856	3 286
EBIT	430	323	484	365	236	- 244	307
Wynik netto*	300	294	382	235	86	-827	113
EBIT %	13,0%	10,0%	14,1%	11,0%	7,8%	-8,5%	9,3%
Dług netto/EBITDA	1,5	1,7	2,0	2,3	2,7	2,7	2,7

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Grupę Energa S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Trzeci kwartał 2021 r. był jednym z lepszych pod względem osiągniętych wyników w ostatnich latach. Grupa Energa utrzymuje stosunkowo wysoki poziom rentowności operacyjnej, a wskaźnik długu netto do EBITDA maleje z każdym kolejnym kwartałem.

## Notowania Energa



S&amp;P Capital IQ

W ciągu ostatniego roku notowania spółki obniżyły się o 1,9% i charakteryzowały się niewielkimi wahaniami.

## GPW

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży	91	89	1,8%	90	0,7%
EBIT	40	38	4,2%	39	1,1%
Wynik netto*	36	32	12,8%	35	3,2%
EBIT %	44,1%	43,1%			
Dług netto/EBITDA	- 0,3	- 1,6			

Źródło: Dane finansowe publikowane przez GPW S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki GPW w trzecim kwartale 2021 r. były nieznacznie lepsze od osiągniętych w trzecim kwartale 2020 r. Wynik netto spółki w trzecim kwartale 2021 r. był blisko 13% wyższy. Spółka utrzymuje wysoki poziom rentowności wyniku operacyjnego oraz ujemny wskaźnik długu netto w stosunku do EBITDA.

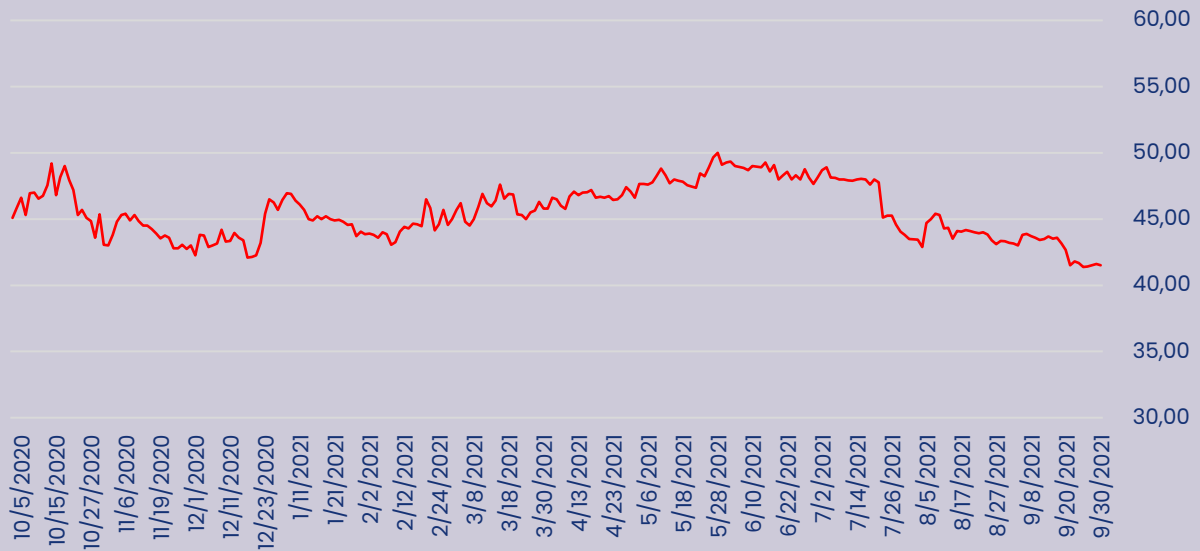
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży	91	98	111	116	89	101	97
EBIT	40	49	45	57	38	54	40
Wynik netto*	36	45	39	48	32	43	29
EBIT %	44,1%	50,1%	40,3%	48,6%	43,1%	53,4%	41,5%
Dług netto/EBITDA	-0,3	-1,7	-2,0	-1,6	-1,6	-1,8	-1,5

Źródło: Dane finansowe publikowane przez GPW S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

W trzecim kwartale 2021 r. wyniki GPW mieściły się w dolnej części wyników osiąganych kwartalnie w ostatnich dwóch latach. Spółka utrzymała wysoki poziom rentowności. Jednocześnie widać iż rośnie poziom zadłużenia netto względem EBITDA, choć osiąga on wciąż wartości ujemne, co oznacza, że posiadane przez spółkę zasoby gotówki i jej ekwiwalentów przewyższają jej zobowiązania oprocentowane.

## Notowania GPW



S&amp;P Capital IQ

W ciągu ostatniego roku (01.10.2020 – 30.09.2021) notowania spółki obniżyły się o 8%.

## Grupa Azoty

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży	3 882	2 416	60,7%	3 762	3,2%
EBIT	107	62	72,5%	-27	-
Wynik netto *	12	31	-61,3%	-30	-
EBIT %	2,8%	2,5%			
Dług netto/EBITDA	2,8	N/A			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Grupę Azoty S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Skonsolidowane wyniki Grupy Azoty poprawiły się rok do roku, w porównaniu z trzecim kwartałem 2020 r. na poziomie przychodów oraz wyniku operacyjnego (EBIT).

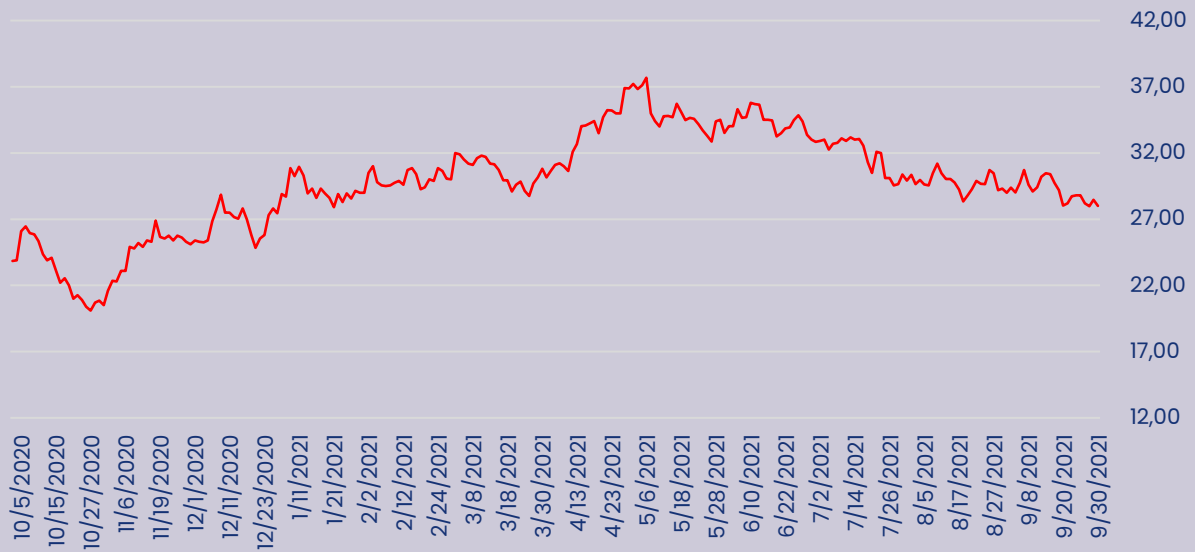
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży	3 882	3 173	3 362	2 736	2 416	2 269	3 104
EBIT	107	169	213	122	62	124	248
Wynik netto	12	143	88	85	31	44	151
EBIT %	2,8%	5,3%	6,3%	4,5%	2,5%	5,5%	8,0%
Dług netto/EBITDA	2,8	2,3	N/A	2,1	N/A	1,94	N/A

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Grupę Azoty S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Widoczny jest wzrost przychodów Grupy Azoty w kwartałach 2021 r. w porównaniu z kryzysowym 2020 r. Wyniki w tym okresie były pod wpływem wyższych cen surowców.

## Notowania Grupa Azoty



S&amp;P Capital IQ

Notowania Grupy Azoty wyraźnie poprawiły się w ciągu ostatnich 12 miesięcy, odnotowując około 17% wzrost (01.10.2020 – 30.09.2021).

## JSW

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży	2 579	1 728	49,3%	2 553	1,0%
EBIT	358	-112		364	-1,6%
Wynik netto*	253	-116		286	-11,6%
EBIT %	13,9%	-6,5%			
Dług netto/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK JSW.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki JSW w trzecim kwartale 2021 r. poprawiły się wyraźnie w porównaniu z analogicznym okresem 2020 roku. Przychody wzrosły o blisko 50%, a wynik netto osiągnął dodatni poziom wobec straty 116 mln zł w trzecim kwartale 2020 r. Wyniki trzeciego kwartału 2021 r. okazały się być bliskie, ale nieco niższe od prognoz analityków rynkowych.

	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży	2 579	2 179	1 998	1 783	1 728	1 460	1 965
EBIT	358	-151	-194	-528	-112	-907	-234
Wynik netto*	253	-169	-188	-449	-116	-765	-212
EBIT %	13,9%	-6,9%	-9,7%	-29,6%	-6,5%	-62,1%	-11,9%
Dług netto/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

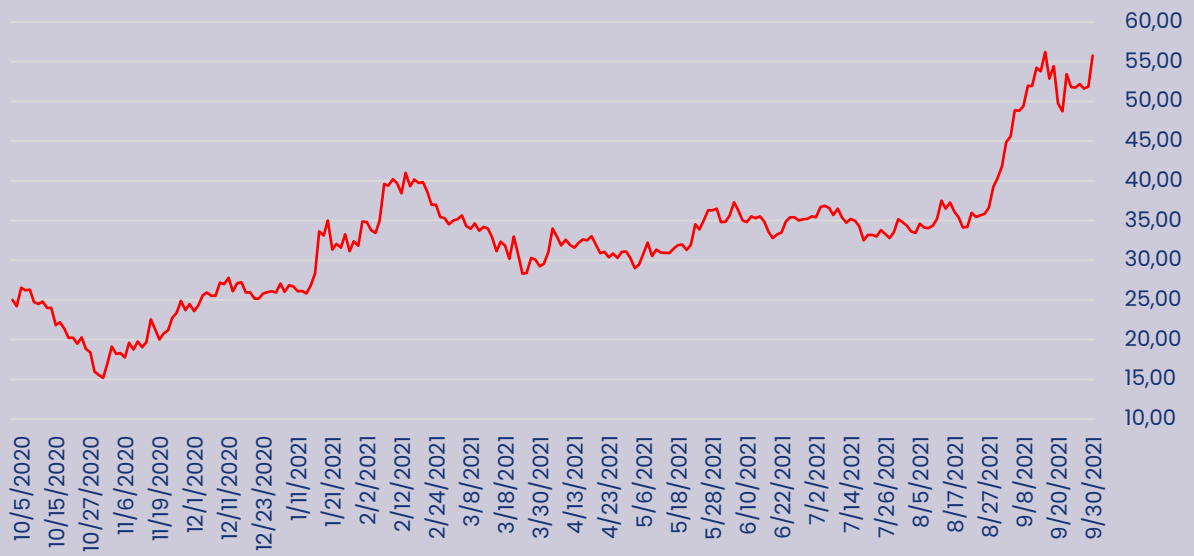
Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK JSW.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Trzeci kwartał 2021 r. był najlepszym pod względem wyników kwartałem licząc od początku 2020 r. Spółka odzyskała rentowność na poziomie wyniku operacyjnego i na poziomie netto.



## Notowania JSW



S&amp;P Capital IQ

Notowania JSW wzrosły o 123% w ostatnim roku (01.10.2020 – 30.09.2021). Najwyższy wzrost odnotowano w trzecim kwartale 2021 r.

## KGHM

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody z umów z klientami	7 229	5 632	28,4%	7 349	-1,6%
EBIT	1 065	966	10,2%	1 165	-8,6%
Wynik netto*	1 037	472	119,7%	814	27,4%
EBIT %	14,7%	17,2%			
Dług netto/EBITDA	0,8	1,4			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK KGHM S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

W efekcie lepszych parametrów i wyników operacyjnych oraz korzystnych warunków makroekonomicznych, widoczna jest poprawa poziomu przychodów oraz wyniku netto Grupy KGHM, w kwartałach 2021 r. w porównaniu z wynikami kwartalnymi w 2020 r.

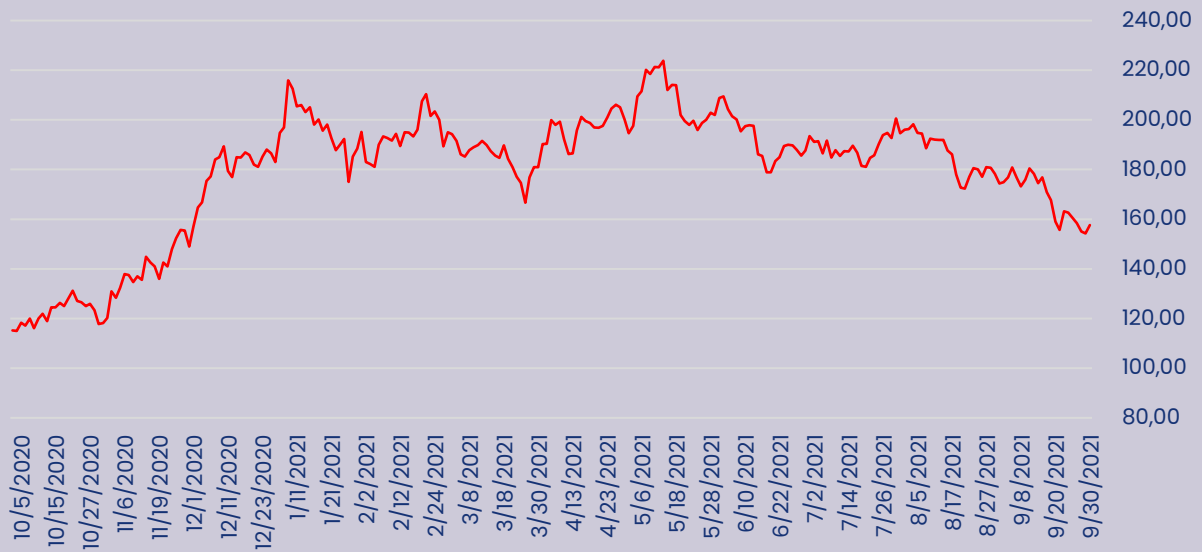
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody z umów z klientami	7 229	7 761	6 745	7 052	5 632	5 649	5 299
EBIT	1 065	1 364	1 442	1 055	966	645	495
Wynik netto*	1 037	2 359	1 366	626	472	10	692
EBIT %	14,7%	17,6%	21,4%	15,0%	17,2%	11,4%	9,3%
Dług netto/EBITDA	0,8	0,7	0,8	0,9	1,4	1,6	1,7

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK KGHM S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Z każdym kwartałem, licząc od początku 2020 r., obniżeniu ulega poziom wskaźnika długu netto do EBITDA. Widać duży wzrost poziomu przychodów w kwartałach 2021 r. w porównaniu z 2020 r.

## Notowania KGHM



S&amp;P Capital IQ

Notowania KGHM wzrosły o blisko 37% w ciągu ostatniego roku (01.10.2020 – 30.09.2021). Wahania kursu akcji KGHM w ciągu roku były silnie skorelowane z indeksem WIG oraz warunkami zmienności w otoczeniu finansowym i surowcowym.

## Grupa LOTOS

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży	9 201	5 364	71,5%	9 201	0,0%
EBIT	1 177	194	506,5%	1 013	16,2%
Wynik netto*	810	249	224,9%	810	0,0%
EBIT %	12,8%	3,6%			
Dług netto/EBITDA LIFO	0,5	1,4			

Źródło: Dane finansowe publikowane przez Grupę Lotos

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

W trzecim kwartale 2021 roku skonsolidowane wyniki Grupy LOTOS były znacznie wyższe niż analogicznym okresie 2020 roku – przychody ze sprzedaży zwiększyły się o 71,5% r/r, wynik operacyjny o 506,5% r/r, a wynik netto o 224,9% r/r.

Jednocześnie, z jednej strony dzięki obniżeniu wartości zadłużenia netto, a z drugiej strony ze względu na wzrost wyniku EBITDA LIFO, istotnie poprawił się wskaźnik długu netto do EBITDA LIFO Grupy LOTOS, który na koniec trzeciego kwartału 2021 roku wyniósł 0,5x.

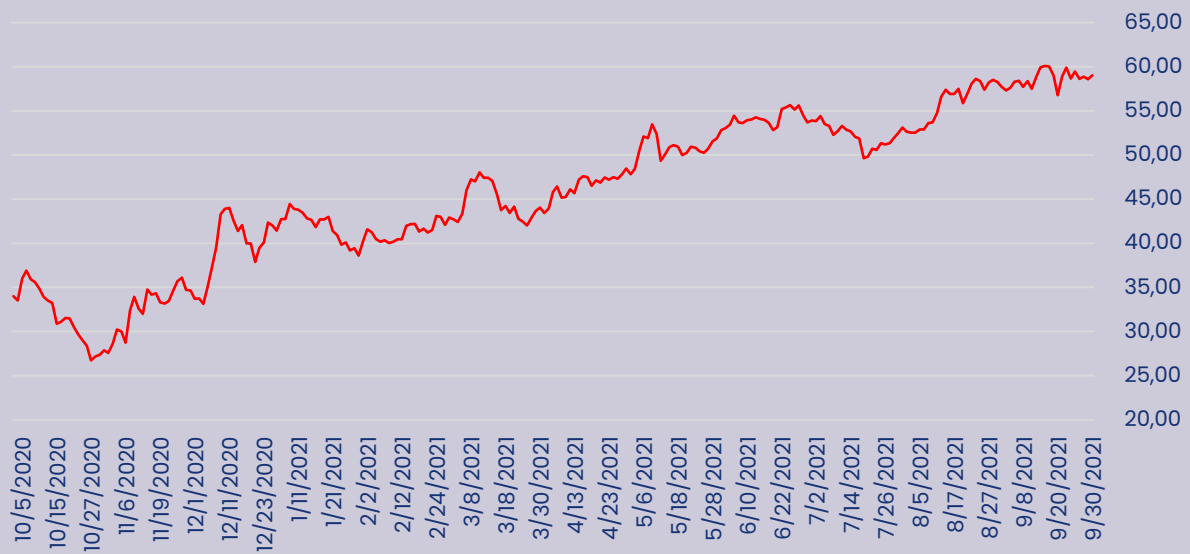
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży	9 201	7 415	5 863	5 204	5 364	4 246	6 096
EBIT	1 177	1 242	664	17	194	-249	-1 359
Wynik netto*	810	1 058	353	-8	249	-76	-1 312
EBIT %	12,8%	16,7%	11,3%	0,3%	3,6%	-5,9%	-22,3%
Dług netto/EBITDA LIFO	0,5	0,8	2,7	1,4	1,4	0,9	1,1

Źródło: Dane finansowe publikowane przez Grupę Lotos

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Trzeci kwartał 2021 r. był pod wieloma względami jednym z najlepszych kwartałów w historii Spółki. Spółka odnotowała bardzo wysoki poziom przychodów. W porównaniu z kwartałami 2020 r. widać wysoką poprawę rentowności.

## Notowania Grupy LOTOS



S&amp;P Capital IQ

Notowania spółki wzrosły o blisko 74% rok do roku (01.10.2020 – 30.09.2021).

## Orlen

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży	36 442	23 918	52,4%	32 585	11,8%
EBIT	3 825	1 057	261,9%	3 412	12,1%
Wynik netto	2 909	651	346,9%	2 342	24,2%
EBIT %	10,5%	4,4%			
Dług netto/EBITDA LIFO	N/A	N/A			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK Orlen.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki Grupy ORLEN w trzecim kwartale 2021 r. były znacznie wyższe niż w kryzysowym 2020 r. Wynik netto koncernu w trzecim kwartale 2021 r. był prawie 4,5x wyższy niż w analogicznym kwartale 2020 r. Wzrosła rentowność wyniku operacyjnego (EBIT).

	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży	36 442	29 423	24 562	23 175	23 918	17 010	22 077
EBIT	3 825	2 771	2 232	420	1 057	4 335	- 1 904
Wynik netto*	2 909	2 226	1 846	-2	651	4 350	- 2 244
EBIT %	10,5%	9,4%	9,1%	1,8%	4,4%	25,5%	-8,6%
Dług netto/EBITDA LIFO	N/A	1,1	N/A	1,0	N/A	0,8	N/A

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK Orlen.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Trzeci kwartał 2021 r. był najlepszym kwartałem licząc od początku 2020 r. (wynik za drugi kwartał 2020 r. zawiera zysk na okazyjnym nabyciu akcji ENERGA w wysokości 4 062 mln zł). Koncern odnotował wysokie wyniki finansowe. Widoczny jest stopniowy spadek zadłużenia w relacji do EBITDA.

## Notowania Orlen



## S&amp;P Capital IQ

W ciągu ostatniego roku (01.10.2020 – 30.09.2021) notowania spółki wzrosły o 82,8 %. Wraz z odbudową gospodarek po kryzysie i wraz z rosnącym popytem na produkty rafineryjne, petrochemiczne i energię elektryczną, wzrastało zainteresowanie inwestorów spółkami z sektora ropy i gazu oraz energii elektrycznej.

## Pekao SA

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Wynik odsetkowy netto	1 387	1 203	15,3%	1 366	1,5%
Wynik z opłat i prowizji	704	595	18,2%	687	2,4%
Wynik netto*	631	371	70,1%	619	1,9%
ROA	1,0%	0,6%			
ROE	9,9%	6,0%			
C/I	42,2%	44,2%			
CoR	0,4%	0,7%			

Źródło: Dane finansowe publikowane przez Bank Pekao S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki Pekao w trzecim kwartale 2021 r. poprawiły się w stosunku do trzeciego kwartału 2020 r. Wynik odsetkowy netto wzrósł o 15,3%, natomiast wynik z opłat i prowizji poprawił się rok do roku aż o 18,2%. Zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej wzrósł o 70,1% r/r. Wyniki okazały się o kilka procent wyższe od konsensusu rynkowego PAP. Istotnie poprawiły się wskaźniki rentowności (ROA, ROE oraz C/I). Spadł również poziom kosztów ryzyka (CoR).

	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Wynik odsetkowy netto	1 387	1 339	1 334	1 205	1 203	1 366	1 428
Wynik z opłat i prowizji	704	673	616	656	595	568	614
Wynik netto*	631	605	246	185	371	359	187
ROA	1,0%	1,0%	0,4%	0,3%	0,6%	0,6%	0,4%
ROE	9,9%	9,5%	3,9%	2,9%	6,0%	5,9%	3,2%
C/I	42,2%	44,0%	52,2%	43,9%	44,2%	41,1%	48,3%
CoR	0,4%	0,4%	0,4%	1,3%	0,7%	1,2%	0,8%

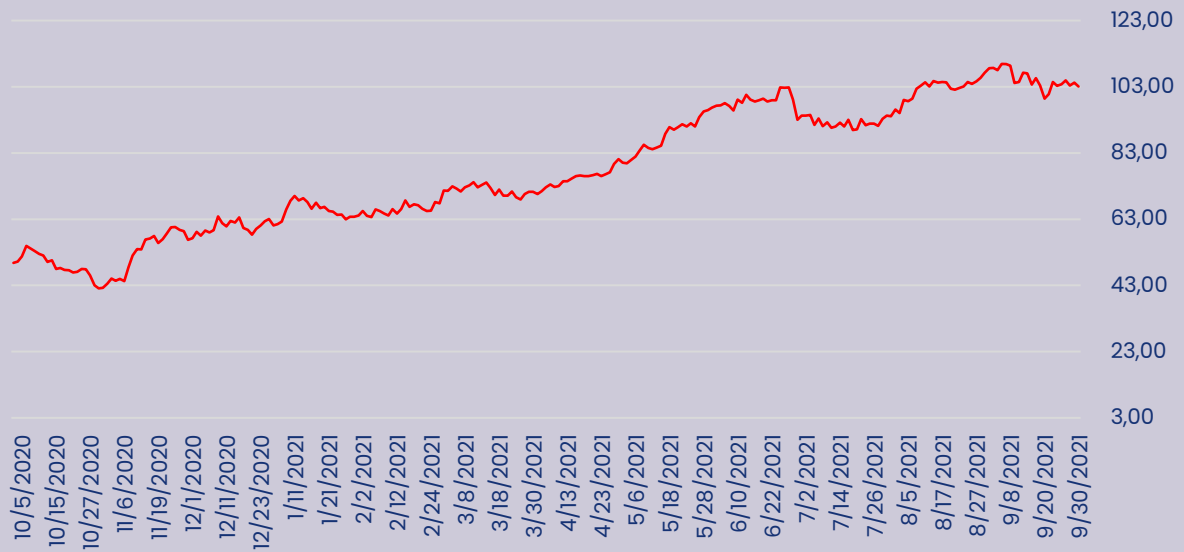
Źródło: Dane finansowe publikowane przez Bank Pekao S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Widoczna jest poprawa wskaźników rentowności w porównaniu z kwartałami kryzysowego 2020 r., jak również spadek poziomu kosztów ryzyka.



## Notowania Pekao



## S&amp;P Capital IQ

W ciągu ostatniego roku (01.10.2020 – 30.09.2021) notowania spółki wzrosły o 107% co było związane przede wszystkim z bardzo niskimi ubiegłorocznymi wycenami banków, spowodowanymi niepewnością okresu kryzysu gospodarczego. Wraz z poprawiającą się sytuacją gospodarczą i oczekiwaniami wzrostu stóp procentowych nastawienie inwestorów do sektora stawało się coraz bardziej pozytywne.

## PGE

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży	10 942	10 320	6,0%	10 526	3,9%
EBIT	972	469	107,2%	922	5,4%
Wynik netto*	561	273	105,5%	691	-18,8%
EBIT %	8,9%	4,5%			
Dług netto/EBITDA	0,3	1,5			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK PGE S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki PGE w trzecim kwartale 2021 r. poprawiły się względem analogicznego okresu 2020 r. Wynik netto wzrósł o ponad 100% r/r. Pod względem przychodów i wyniku operacyjnego wyniki były lepsze od konsensusu rynkowego, zaś na poziomie wyniku netto o 19% słabsze niż prognozy. Wzrosła rentowność na poziomie EBIT i obniżył się wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA.

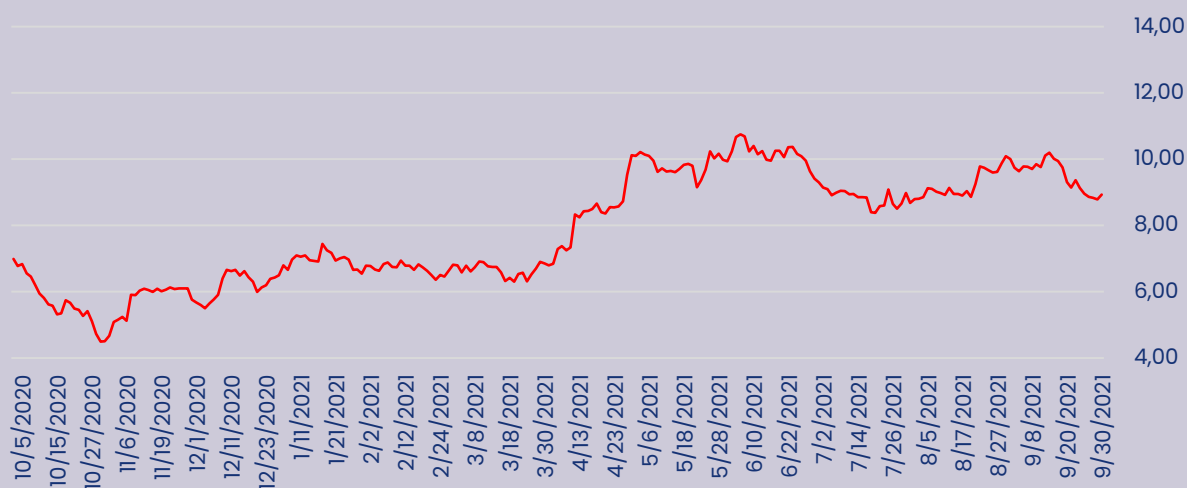
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży	10 942	10 008	11 900	12 670	10 320	10 185	12 591
EBIT	972	1 994	1 164	668	469	-502	773
Wynik netto*	561	1 882	808	525	273	-1 120	432
EBIT %	8,9%	19,9%	9,8%	5,3%	4,5%	-4,9%	6,1%
Dług netto/EBITDA	0,3	0,7	1,4	1,4	1,5	1,7	2,0

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK PGE S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki PGE w trzech kwartałach 2021 r. były lepsze od odpowiadających im kwartałów 2020 r. pod względem rentowności działalności. Widoczny jest też spadek zadłużenia mierzonego wskaźnikiem długu netto do EBITDA.

## Notowania PGE



S&amp;P Capital IQ

Notowania akcji PGE w ostatnich 12 miesiącach (do końca trzeciego kwartału 2021 r.), wzrosły o ok 28%.

## PGNiG

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży	12 509	6 392	95,7%	13 600	-8,0%
EBIT	1 399	588	137,9%	936	49,4%
Wynik netto*	666	116	474,2%	583	14,3%
EBIT %	11,2%	9,2%			
Dług netto/EBITDA	0,3	-3,0			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK PGNiG

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki EBIT oraz wynik netto trzeciego kwartału 2021 r. okazały się lepsze od konsensusu i znacznie lepsze niż w kryzysowym 2020 r. (w tym drugim przypadku również pod względem przychodów ogółem). Wynik operacyjny był blisko 50% wyższy od oczekiwań analityków, a wynik netto ponad 14%. W porównaniu z analogicznym kwartałem 2020 r. przychody wzrosły o ponad 95%, a wynik netto o prawie 475%. Poprawiła się rentowność na poziomie wyniku EBIT.

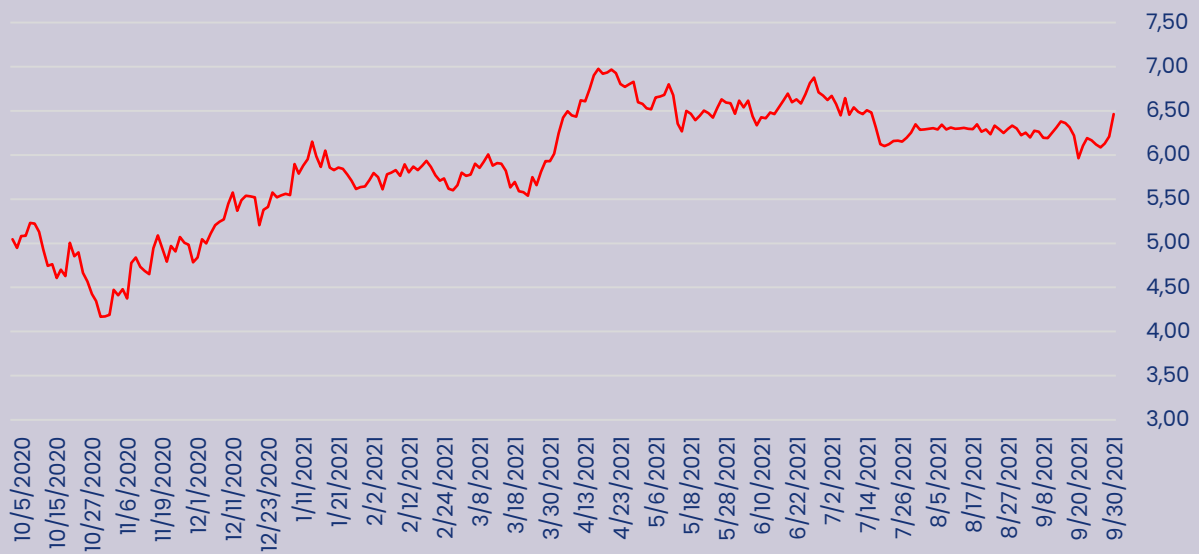
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży	12 509	10 432	14 553	11 767	6 392	7 282	13 756
EBIT	1 399	841	2 437	1 341	588	6 449	1 207
Wynik netto*	666	575	1 747	1 304	116	5141	779
EBIT %	11,2%	8,1%	16,7%	11,4%	9,2%	88,6%	8,8%
Dług netto/EBITDA	0,3	-4,8	-5,2	-2,9	-3,0	0,4	1,0

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez GK PGNiG

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Widzimy duże zróżnicowanie wyników kwartał do kwartału, wynikające z sezonowości prowadzonej działalności i znaczących zmian cen węglowodorów na międzynarodowych rynkach energii. Spółka utrzymuje poziom rentowności na poziomie wyniku operacyjnego w pobliżu 10%, poza II kw. 2020 r. gdy na bardzo wysoką rentowność wpłynęło zdarzenie jednorazowe. PGNiG posiada bardzo niski poziom zadłużenia mierzonego wskaźnikiem długu netto do EBITDA, na koniec III kwartału w okolicy zera.

## Notowania PGNiG



S&amp;P Capital IQ

Notowania spółki wzrosły w okresie od 01.10.2020 do 30.09.2021 o 28%.

## PHN

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody operacyjne	108	116	-7,6%	102	5,0%
EBIT	52	40	29,5%	29	76,8%
Wynik netto*	12	13	-7,9%	15	-21,5%
EBIT %	48,2%	34,4%			
LTV (%)	37,5%	28,6%			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez PHN S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Przychody PHN (Polski Holding Nieruchomości) spadły w trzecim kwartale 2021 r. rok do roku o 6,9%, wynik operacyjny wzrósł o 30%, a wynik netto był niższy o 7,9%. Zarówno przychody jak i wynik operacyjny okazały się być wyższe od prognoz analityków, natomiast wynik netto był ponad 21% niższy od oczekiwań. Wzrost poziom wskaźnika rentowności na poziomie wyniku operacyjnego oraz wskaźnik zadłużenia LTV (Loan to Value) wyrażający wysokość zadłużenia względem wartości nieruchomości.

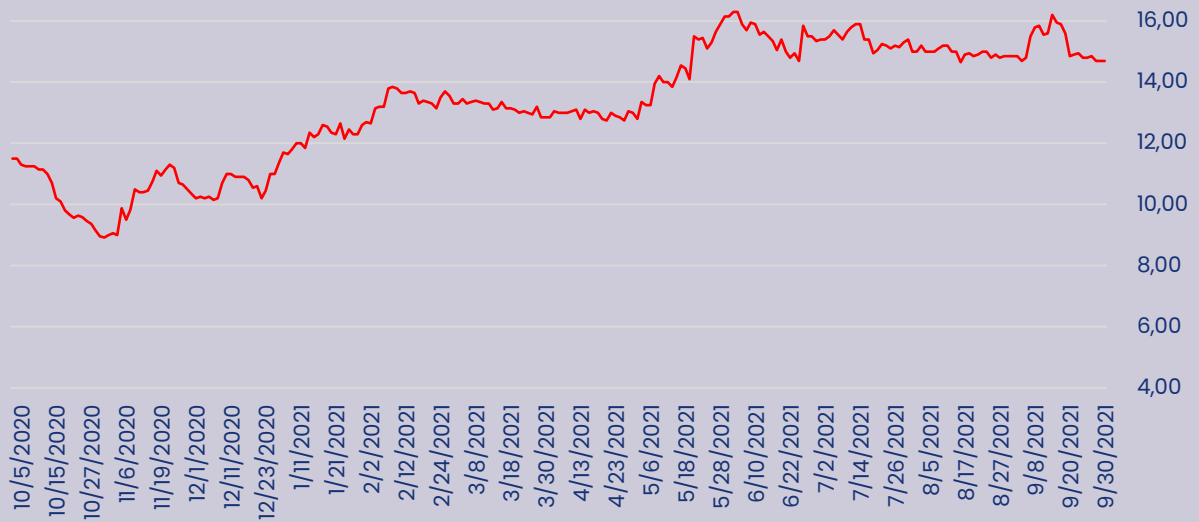
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody operacyjne	108	98	165	352	116	101	165
EBIT	52	4	46	34	40	-50	36
Wynik netto*	12	6	33	45	13	-43	29
EBIT %	48,2%	3,9%	27,9%	9,7%	34,4%	-49,3%	22,1%
LTV (%)	37,5%	37,4%	38,6%	39,5%	28,6%	25,9%	26,1%

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez PHN S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Trzeci kwartał 2021 r. był kwartałem o relatywnie stabilnym poziomie przychodów ogółem w porównaniu z poprzednim kwartałem, oraz o wysokim poziomie rentowności wyniku EBIT, co widać w porównaniu ze wszystkimi kwartałami od początku 2020 r.

## Notowania PHN



S&amp;P Capital IQ

Notowania PHN wzrosły w okresie od 01.10.2020 do 30.09.2021 o 27,8%.

## PKO BP

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Wynik odsetkowy netto	2 496	2 446	2,0%	2 472	1,0%
Wynik z opłat i prowizji	1 137	990	14,8%	1 111	2,3%
Wynik netto*	1 258	712	76,7%	1 226	2,6%
ROA	1,3%	0,8%			
ROE	12,1%	6,3%			
C/I	39,0%	38,6%			
CoR	0,6%	0,5%			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez PKO BP S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki PKO BP w trzecim kwartale 2021 r. poprawiły się w stosunku do trzeciego kwartału 2020 r. Wynik odsetkowy netto wzrósł o 2%, natomiast wynik z opłat i prowizji poprawił się rok do roku o blisko 15%. Wskaźnik kosztów do dochodów osiągnął zbliżony poziom rok do roku, minimalnie wzrósł wskaźnik kosztów ryzyka przy wzroście pokrycia rezerwami kredytów z rozpoznaną utratą wartości z 82% do 86%.

	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Wynik odsetkowy netto	2 496	2 405	2 312	2 653	2 446	2 539	2 708
Wynik z opłat i prowizji	1 137	1 055	1 044	1 029	990	917	984
Wynik netto*	1258	1236	1177	-4575	712	803	503
ROA	1,3%	1,3%	1,3%	-4,8%	0,8%	0,9%	0,6%
ROE	12,1%	12,1%	11,9%	-45,6%	6,3%	7,3%	4,8%
C/I	39,0%	38,1%	45,9%	36,4%	38,6%	39,6%	49,6%
CoR	0,6%	0,5%	0,4%	1,2%	0,5%	0,6%	0,8%

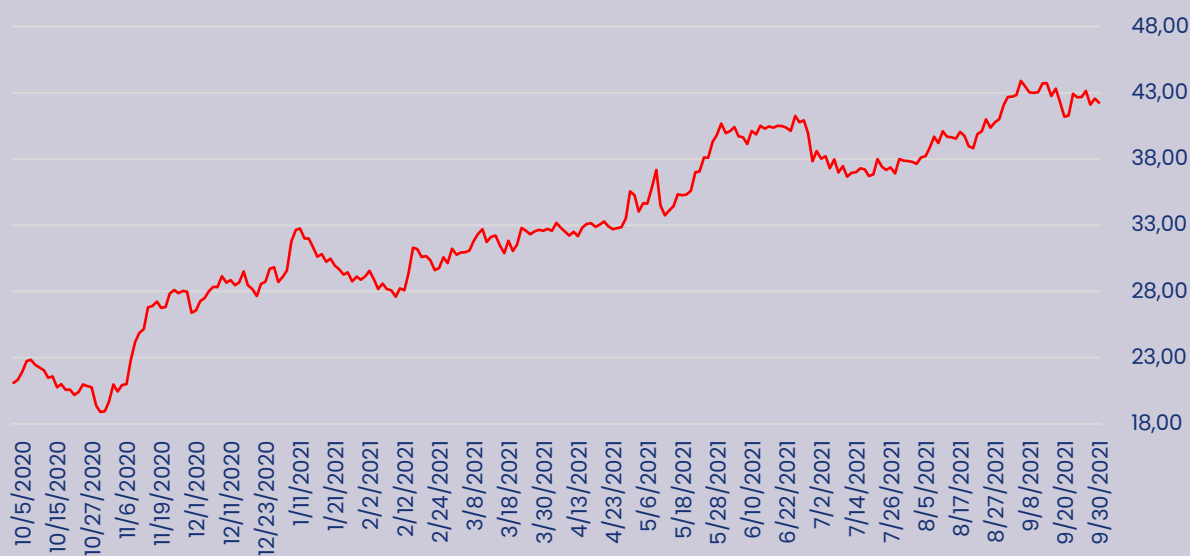
Źródło: Dane finansowe opublikowane przez PKO BP S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wynik odsetkowy netto w ciągu ostatnich dwóch lat utrzymywał się w przedziale pomiędzy 2 312 mln zł a 2 708 mln zł w efekcie głównie wpływu spadku stóp procentowych. Wynik z opłat i prowizji osiągnięty w trzecim kwartale 2021 r. był najwyższym wynikiem kwartalnym ostatnich dwóch lat. Widoczna jest istotna poprawa wskaźników rentowności w porównaniu z kryzysowym 2020 rokiem.



## Notowania PKO



## S&amp;P Capital IQ

W ciągu ostatniego roku (01.10.2020 – 30.09.2021) notowania spółki wzrosły o 100% co jest związane przede wszystkim z bardzo niskimi ubiegłorocznymi wycenami spółek z sektora banków, spowodowanymi wpływem obniżenia stóp procentowych oraz niepewnością okresu kryzysu gospodarczego. Wraz z poprawiającą się sytuacją gospodarczą i oczekiwaniami wzrostu stóp procentowych nastawienie inwestorów do sektora stawało się coraz bardziej pozytywne.

## PKP Cargo

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody z umów z klientami	1 100	1 010	8,9%	1 077	2,1%
EBIT	-10	37	-	-20	-
Wynik netto*	-24	16	-	-29	-
EBIT %	-0,9%	3,6%			
Dług netto/EBITDA	N/A	N/A			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez PKP Cargo S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki trzeciego kwartału 2021 r. okazały się lepsze od konsensusu PAP. Poziom przychodów był o blisko 9% wyższy, strata EBIT wyniosła 10 mln zł, a strata netto wyniosła 24 mln zł. Na poziomie rentowności wyniki były słabsze niż w analogicznym kwartale ubiegłego roku.

	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody z umów z klientami	1 100	1 050	996	1 101	1 010	929	1 036
EBIT	-10	-57	-71	-41	37	-76	-106
Wynik netto*	- 24	-59	-71	-48	16	-78	-114
EBIT %	-0,9%	-5,5%	-7,1%	-3,7%	3,6%	-8,2%	-10,2%
Dług netto/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez PKP Cargo S.A.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

PKP Cargo od wielu miesięcy ma problem z utrzymaniem rentowności swojej działalności. Trzeci kwartał 2021 r. charakteryzował się niższą stratą na poziomie wyniku operacyjnego i wyniku netto niż poprzednie dwa kwartały 2021r. Od początku 2020 r., poza trzecim kwartałem 2020 r., każdy kwartał charakteryzował się ujemną rentownością.

## Notowania PKP Cargo



S&amp;P Capital IQ

Notowania PKP Cargo poprawiły się rok do roku o 59,3% (01.10.2020 - 30.09.2021), jednak od szczytu w czerwcu 2021 r. straciły do końca trzeciego kwartału około 22%.

## PZU

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Składka przypisana brutto	5 908	5 600	+5,5%	5 908	0,0%
Odszkodowania netto	-3 894	-4 061	-4,1%	-4 042	-3,7%
Wynik netto*	759	890	-14,7%	749	1,3%
Marża netto (%)	12,8%	15,9%			
ROE (%)	17,7%	20,4%			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Grupę PZU.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki PZU były w trzecim kwartale 2021 r. wyższe pod względem przypisu składki ubezpieczeniowej ale słabsze rok do roku pod względem wyniku netto. Były to wyniki zbieżne z prognozami analityków. Z uwagi na jednoczesny wzrost składki i spadek wyniku netto obniżyła się rentowność działalności na poziomie netto (o 3,1 p.p. r/r). Wskaźnik zwrotu z kapitału własnego (ROE) spadł o 2,7 p.p. r/r, jednakże jest to ponadprzeciętny wynik na tle innych grup ubezpieczeniowych w Europie.

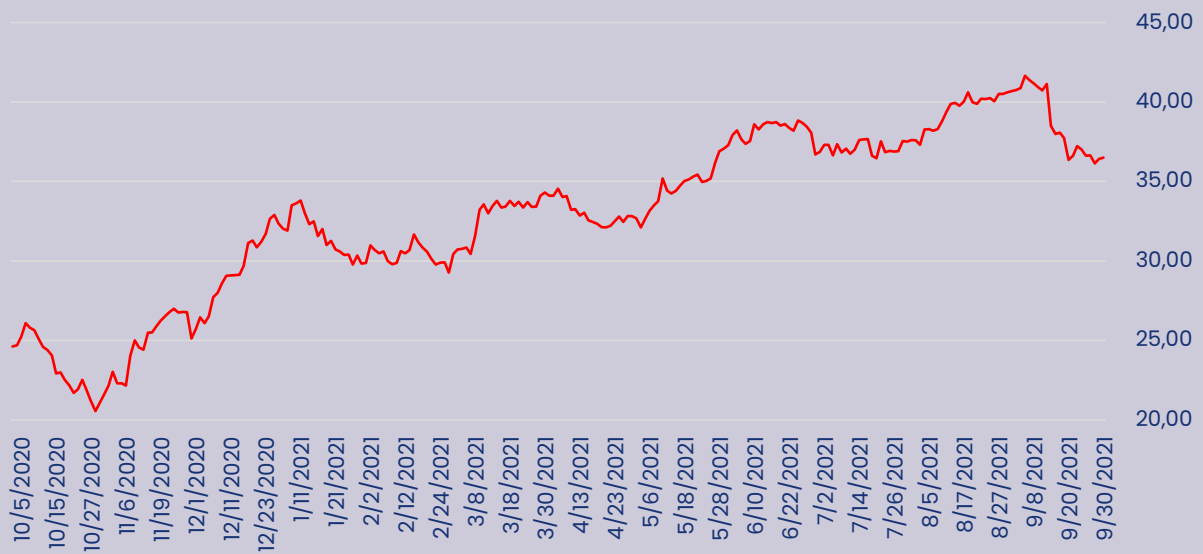
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Składka przypisana brutto	5 908	6 194	6 148	6 575	5 600	5 594	6 097
Odszkodowania netto	-3 894	-4 144	-3 926	-4 228	-4 061	-4 010	-3 281
Wynik netto*	759	774	897	721	890	185	116
Marża netto (%)	12,8%	12,5%	14,6%	11,0%	15,9%	3,3%	1,9%
ROE (%)	17,7%	17,1%	18,8%	15,7%	20,4%	4,5%	2,9%

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Grupę PZU.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

W kwartałach 2021 roku widać poprawę pod względem przypisu składki oraz rentowności w porównaniu z kryzysowym 2020 r., zwłaszcza w porównaniu z pierwszymi dwoma kwartałami ubiegłego roku.

## Notowania PZU



S&amp;P Capital IQ

Od listopada 2020 roku notowania akcji PZU znajdują się w trendzie rosnącym. Wartość akcji wzrosła rok do roku, licząc do końca trzeciego kwartału 2021 r., o 48,3%.

## TAURON

	III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2020 [mln PLN]	Zmiana r/r [%]	Konsensus PAP III kw. 2021 [mln PLN]	III kw. 2021 vs Konsensus [%]
Przychody ze sprzedaży	5 997	5 034	19,1%	5 613	6,8%
EBIT	294	509	-42,2%	201	46,5%
Wynik netto*	101	368	-72,6%	75	34,1%
EBIT %	4,9%	10,1%			
Dług netto/EBITDA	2,0	2,5			

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Grupę Tauron.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Wyniki Tauron w trzecim kwartale 2021 r. są słabsze niż w analogicznym kwartale 2020 r. Wynik operacyjny był niższy o 42,2%, a wynik netto o blisko 73%. Wyniki okazały się jednak lepsze od konsensusu rynkowego. Obniżył się wskaźnik długu netto do EBITDA.

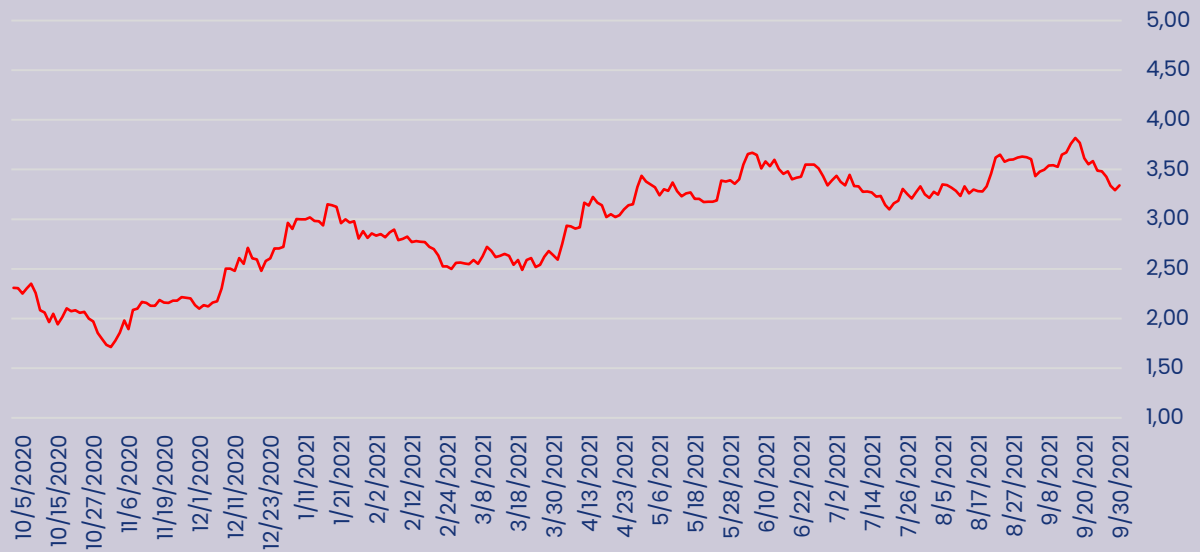
	III kw. 2021	II kw. 2021	I kw. 2021	IV kw. 2020	III kw. 2020	II kw. 2020	I kw. 2020
Przychody ze sprzedaży	5 997	5 422	6 445	5 491	5 034	4 719	5 468
EBIT	294	-482	1 212	-2 694	509	124	474
Wynik netto*	101	-483	839	-2 546	368	-134	162
EBIT %	4,9%	-8,9%	18,8%	-49,1%	10,1%	2,6%	8,7%
Dług netto/EBITDA	2,0	2,1	2,0	2,5	2,5	2,7	3,3

Źródło: Dane finansowe opublikowane przez Grupę Tauron.

\*przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

Przychody ogółem spółki w ciągu ostatnich dwóch lat kształtowały się na stabilnym poziomie, w przedziale od 4 719 mln zł do 6 445 mln zł. Od początku 2020 r. spada poziom zadłużenia mierzony wskaźnikiem długu netto do EBITDA.

## Notowania Tauron



S&amp;P Capital IQ

W ciągu ostatniego roku, licząc do końca trzeciego kwartału 2021 r., notowania spółki wzrosły o 44,6% i charakteryzowały znaczącymi wahaniami w tym okresie.

## Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejsza publikacja jest własnością Ministerstwa Aktywów Państwowych, ul. Krucza 36/Wspólna 6, 00-522 Warszawa (dalej: MAP lub autorzy) i korzysta z ochrony określonej przepisami prawa, w szczególności na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych, ustawy z dnia 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji, ustawy z dnia 30 czerwca 2000 r. prawo własności przemysłowej oraz ustawy z dnia 27 lipca 2001 r. o ochronie baz danych. Rozpowszechnianie, kopiowanie, utrwalanie, publiczne wykorzystywanie całości lub części dozwolone jest jedynie w celach niekomercyjnych, nieodpłatnie, za zgodą MAP, pod warunkiem podania informacji o pochodzeniu materiałów. Prezentowana publikacja ma charakter informacyjny i nie może być utożsamiana ze stanowiskami MAP, które dostępne są na stronie [www.gov.pl/web/aktywa-panstwowe](http://www.gov.pl/web/aktywa-panstwowe).

Niniejsza publikacja nie stanowi (a) oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego i nie jest podstawą do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania; bądź (b) badań inwestycyjnych w rozumieniu art. 36 ust. 1 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 (dalej: „Rozporządzenie 565”); bądź (c) publikacji handlowej w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia 565, bądź (d) doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi; bądź (e) usługi badawczej w rozumieniu § 2 pkt 22 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, bądź (f) zachęty do nabywania, zbywania, działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji; bądź (g) porady inwestycyjnej, podatkowej, prawnej, lub innego typu; bądź (h) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nią objęte.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na moment jej sporządzenia, które mogą ulegać zmianie. Autorzy nie uwzględniają w publikacji jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów publikacji. Zawarte w publikacji opinie autorów zostały sporządzone przez nich w sposób samodzielny. Publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w momencie jej sporządzenia lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla MAP, aktualnych na moment jej sporządzenia i nie będzie podlegać aktualizacji. MAP nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe. MAP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Publikacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jej podstawie lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Każdy, kto korzysta z niniejszego dokumentu zgadza się niniejszym na powyższe informacje i zastrzeżenia prawne.