

Rynek akcji
Polska

Komentarz poranny

Departament Analiz:

M. Marczak (22 6974738);

P. Janik (22 6974740);

M. Jeżewska (22 6974737);

K. Kliszcz (22 697 47 06);

K. Żak (226974741);

S. Masri (22 6974736)

P. Grzybowski (22 6974717)

Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana
DJIA	13 314.6	-0.43%	FTSE 100	6 386.6	-0.71%	Miedź (LME)	6 800.0	-2.86%
S&P 500	1 472.4	-0.59%	WIG20	3 516.0	-0.84%	Ropa (Brent)	90.6	+0.63%
NASDAQ	2 637.1	-0.90%	BUX	25 323.3	-1.69%	PLN/USD	2.46	+0.04%
DAX	7 837.3	-0.42%	PX	1 766.9	-0.41%	PLN/EUR	3.60	-0.23%
CAC 40	5 629.5	-0.72%	PLBonds 10	5.8	+1.23%	EUR/USD	1.47	-0.25%

Kalendarium

04.12.07	Elektrim	NWZA
04.12.07	Makarony	WZA
04.12.07	Żurawie Wieżowe	NWZA
04.12.07	Śrubex	zakończenie przyjmowania zapisów na sprzedaż akcji w wezwaniu ogłoszonym przez Koelner
05.12.07	Action	NWZA
05.12.07	Ambra	ZWZA

Makroekonomia /04.12.07

UE	10:00 Inflacja w cenach produkcji	poprzednia wartość: 0,4% m/m i 2,7% r/r prognoza 0,4% m/m i 3,1% r/r
----	-----------------------------------	--

Informacje ze spółek i sektorów

Sektor bankowy

Wyniki sektora bankowego po trzech kwartałach – GUS

Wynik finansowy brutto po trzech kwartałach 2007 wzrósł o 27,5% R/R, a netto o 25% R/R. Wynik na działalności operacyjnej był o 29% wyższy niż rok wcześniej. Wartość kredytów udzielonych sektorowi niefinansowemu była o 33,4% wyższa niż na koniec września 2006. Banki giełdowe uwzględnione w statystykach wypracowały zysk netto na poziomie 7986,1 mln PLN, o 23,6% wyższy niż przed rokiem oraz zysk brutto na poziomie 9766,7 mln PLN (wzrost o 26,2% R/R). Wynik na działalności bankowej był o 17% wyższy niż rok wcześniej, a wynik na działalności operacyjnej o 28,2% wyższy niż przed rokiem. Banki giełdowe wypracowały ponad 76% wyniku netto całego sektora bankowego po pierwszych trzech kwartałach 2007 roku. **Wcześniej wstępne dane o poziomie wyników sektora bankowego podał GINB. Dynamiki były bardzo zbliżone do danych podanych dzisiaj przez GUS. Dynamiki są również zbieżne z naszymi prognozami. Nasza prognoza na cały 2007 rok zakłada wzrost zysków netto w całym 2007 roku o niecałe 21% R/R. (M. Jeżewska)**

BPH

Trzymaj - z dn. 7.11.07

Cena docelowa: 986,1 PLN

Zysk brutto za 2007 rok przekroczy 2 mld PLN

Prezes BPH powiedział, że mimo podziału zysk brutto BPH powinien przekroczyć 2 mld PLN. Do wyniku BPH za 2007 roku zostanie odniesiony rezultat za 11 miesięcy 2007 roku oraz za grudniowe wyniki mini – BPH. Zysk brutto po trzech kwartałach Banku BPH wynosił 1,65 mld PLN. **Średni kwartalny zysk brutto wyniósł w 2007 roku 550 mln PLN. W 3Q'07 zysk brutto wyniósł 546 mln PLN. Uważamy, że mogło być to oczekiwane przez rynek. Od dłuższego czasu znany był mniej więcej horyzont czasowy finalizacji podziału BPH i znane były wyniki banku. Uważamy, że osiągnięcie zysku brutto na poziomie lekko przekraczającym 2 mld PLN jest w pełni osiągalne. Nie ma to jednak wpływu na wycenę rynkową BPH. Do końca dzisiejszej sesji wycena rynkowa oparta jest o parytet wymiany akcji BPH na akcje Pekao (3,3) oraz wycenę mini – BPH. Według wczorajszych cen zamknięcia majątek przekazywany na rzecz Pekao rynek wycenił na 799 PLN/akcję, a mini – BPH na 119 PLN/akcję. Nasza cena docelowa uwzględnia te dwa parametry, w tym wycenę mini – BPH opartą na parametrach transakcji między UniCredit i GE Money na poziomie 117 PLN/akcję. (M. Jeżewska)**

Pekao

Trzymaj - z dn. 3.10.07

Cena docelowa: 263,5 PLN

Od początku stycznia migracja oddziałów do systemu IT Pekao

Pekao, do którego przyłączono 285 placówek BPH, rozpocznie proces migracji nowych placówek do swojego systemu informatycznego w styczniu. Będzie to następowało podczas kolejnych week-

endów. Zgodnie z wcześniejszymi informacjami fuzja operacyjna pomiędzy Pekao, a częścią BPH zakończyć się ma w maju-czerwcu 2008 roku. Luigi Lovaglio, wiceprezes banku przyznał, że w ostatnich tygodniach przed fuzją prawną uległ zdynamizowaniu proces przechodzenia klientów pomiędzy różnymi częściami BPH. W ostatnich czterech tygodniach przeszło około 6 tys. klientów z oddziałów przypisanych do Pekao do oddziałów pozostających w BPH, a w drugą 1,5 tys. Fuzja dodała do Pekao 1,5 klientów indywidualnych oraz 15 tys. klientów korporacyjnych. Po fuzji Pekao ma 5 mln klientów, aktywa na poziomie około 120 mld PLN i jest liderem w sektorze bankowym. **Naszym zdaniem proces rebrandingu, który miał miejsce w weekend powiódł się. Nie oznacza to jeszcze, że cała fuzja operacyjna pójdzie gładko. Z pewnością pojawią się problemy operacyjne w trakcie fuzji. Migracja klientów na kilak tygodni przed fuzją mogła w odczuciu zarządu zwiększyć swoją intensywność, jednak utrata netto 4,5 tys. klientów nie ma istotnego wpływu na wyniki banku dysponującego bazą klientów na poziomie 5 mln. Naszym zdaniem od powodzenia fuzji operacyjnej i minimalizacji problemów klientów zależeć będzie powodzenie całego procesu. Pekao z pewnością nie zmieni w początkowym okresie parametrów oferty skierowanej do klientów BPH. Można wręcz oczekiwać, że będzie starał się zaofiarować im promocyjne rozwiązania, aby zachęcić i związać klienta z nowym bankiem. W horyzoncie roku nie spodziewamy się istotnych zmian w cennikach i ofercie. W dłuższym okresie trudno przewidzieć również jak będą kształtowały się opłaty za usługi w innych bankach. Jednocześnie dla klientów BPH zachęta jest dużo większa sieć dostępu do usług (bankomaty i placówki).** (M. Jeżewska)

PKN Orlen

Redukuj - z dn. 19.10.07

Cena docelowa: 53,40 PLN

Resort skarbu zamierza zmienić Zarząd

Minister Skarbu zapowiedział, że zamierza odpolitycznić Zarząd Orlenu a nowe kierownictwo zostanie wyłonione w drodze konkursu. **Ta wypowiedź nie jest niespodzianką, a reakcja rynku będzie oczywiście zależała od ostatecznego rozstrzygnięcia w tej sprawie. Również wczoraj na wniosek ministra zostało zwołane posiedzenie Rady Nadzorczej koncernu, na którym Zarząd ma wyjaśnić postęp prac w kwestii inwestycji wydobywczych w Kazachstanie, o których informował wczoraj prezes Filipowicz. Kierownictwo Orlenu zaznacza jednak, że projekt jest we wstępnej fazie realizacji i nie zapadły jeszcze decyzje w sprawie due dilligence.** (K. Kliszcz)

Coraz mniejsze poparcie dla alternatywy dla Przyjaźni

Jak donosi WSJ budowa nitki rurociągu BTS-2 z Uniechy do Primorska, który miał stać się alternatywą dla rurociągu Przyjaźń stoi pod znakiem zapytania. Sprzeciw wpływowych producentów ropy, którzy uważają iż ta inwestycja spowoduje wzrost opłat za przesył, wstrzymuje podpisanie decyzji w tej sprawie przez premiera Rosji. **Te informacje zdają się potwierdzać naszą tezę, iż ten nowy rurociąg bałtycki wcale nie jest dla Rosji takim korzystnym rozwiązaniem i rezygnacja z Przyjaźni również dla strony rosyjskiej oznaczałaby wyraźny wzrost kosztów (abstrahując już od potencjalnego wejście na europejski rynek kaspijskich eksporterów ropy). Taki komunikat może zmniejszyć obawy o wstrzymanie dostaw rurociągowych do polskich rafinerii.** (K. Kliszcz)

TPSA

Redukuj - z dn. 06.05.07

Cena docelowa: 20,20 PLN

Kolejna umowa MVNO

Centertel podpisał umowę (czwartą) o świadczeniu usług wirtualnego operatora z Aster Sp. z o.o. Wcześniej Centertel podpisał umowę MVNO z Avon Cosmetics, MNI i Wirtualną Polską. **Aster, jeden z największych operatorów sieci kablowych w Polsce to chyba najlepszy jak dotychczas (trudno tu liczyć Wirtualną Polskę – spółka zależna TP) MVNO pozyskany przez TP. Operacyjny start możliwy będzie zapewne dopiero w nowym roku, wtedy też wpływ na wyniki operatora. Redukuj akcje TP.** (M. Marczak)

Netia

Sprzedaj - z dn. 16.09.06

Cena docelowa: 3,80 PLN

Wzrost liczby abonentów

Jak poinformowała rzeczniczka operatora z usług szerokopasmowego dostępu do internetu na dzień 1 grudnia 2007 r. korzystało 194,3 tys. użytkowników. Dynamika pozyskiwania klientów oraz zbliżający się okres świąteczny wskazują na to, że spółka osiągnie zakładany na koniec 2007 r. poziom – a nawet przekroczy go - 210 tys. użytkowników sieci szerokopasmowej. **90 tys. z tej liczby to użytkownicy pozyskani w ramach BSA. Oznacza to przyrost w stosunku do końca września o 20 tys. To bardzo dobre dane jednak jak na razie ich wzrost w niewielkim stopniu przekłada się na wzrost przychodów, a EBITDA obciążają wysokie koszty pozyskania klienta. Spółka zaczyna robić PR przed możliwą ofertą nowych akcji (raport za 3Q2007). Sprzedaj akcje Netii.** (M. Marczak)

Telekomunikacja

Nowa oferta Tele2

Szybki Internet wraz z laptopem przez rok za 59 PLN miesięcznie. Nowa promocja TELE2 to wynik współpracy firmy z największym krajowym producentem komputerów - NTT System. Laptop jest sprzedawany w 36 ratach po 59 PLN miesięcznie. Oferta kredytowa została przygotowana specjalnie dla klientów TELE2 przez firmę Żagiel. Przez pierwsze 12 miesięcy korzystania z Internetu klienci TELE2 zapłacą tylko 1 gr. miesięcznie. Przez kolejne dwa lata abonament za Internet wyniesie 59 PLN za 1 Mb/s i 99 PLN za 2 Mb/s. **Jak na razie oferta a przede wszystkim sposób jej**

prowadzenia przez Tele2 rozczarowują, stąd m.in. niski przyrost liczby użytkowników. Nowa oferta wydaje się atrakcyjna i może zmienić dotychczasowe osiągnięcie operatora.
(M. Marczak)

Comarch

Kupuj - z dn. 26.11.07
Cena docelowa: 174,3 PLN

Umowa sprzedaży akcji Interia.pl

Comarch Management i Comarch Corporate Finance FIZ, spółki zależne Comarch S.A. zawarły porozumienie z Bauer Media Invest, na podstawie którego zobowiązują się do sprzedaży akcji Interia.pl, reprezentujących około 36,08% kapitału zakładowego Interia.pl, na które przypada około 48,48% głosów na WZA Spółki. Cena sprzedaży akcji Interia.pl zgodnie z ogłaszanym przez Bauer Media Invest wezwaniem na akcje Interia.pl, wynosi 80,00 PLN za jedną akcję Interia.pl uprzywilejowaną co do liczby głosów i 66,62 PLN za jedną akcję zwykłą Interia.pl. Przedmiotem sprzedaży będzie 2,27 mln akcji uprzywilejowanych Interia.pl oraz 0,27 akcji zwykłych. **Comarch otrzyma 199,4 mln PLN, podczas gdy przy cenie rynkowej 55,90 PLN za jedną akcję Interia.pl wartość pakietu akcji INT, będącego w posiadaniu Comarch wynosi 141,89 mln PLN.** (P. Janik)

Macrologic

Akumuluj - z dn. 08.10.07
Cena docelowa: 155,5 PLN

Wniosek o upadłość spółki zależnej

Zarząd Spółki złożył wniosek o upadłość spółki Macrosoft Szczecin, ze względu na trwające do momentu fuzji postępowanie układowe z ZUS. **Zysk netto likwidowanej spółki obniży zysk netto Macrologic o około 0,2 mln PLN. Obecnie trwają rozmowy nad kontynuowaniem współpracy z klientami Macrosoft Szczecin przez Macrologic.** (P. Janik)

Erbud

Akumuluj - z dn. 30.11.07
Cena docelowa: 95,00 PLN

Prognoza wybranych danych finansowych na rok 2008

Prognoza skonsolidowanych wyników finansowych grupy Erbud w 2008 r.: przychody ze sprzedaży – 932,5 mln PLN; zysk operacyjny – 62,5 PLN (rentowność: 6,7%); zysk netto – 51,55 mln PLN (rentowność: 5,53%); zysk netto przypadający na jedną akcję – 4,10 PLN. Wyżej prezentowana prognoza nie obejmuje danych finansowych pochodzących z akwizycji planowanych w 2008 r. **W związku z przejęciem spółki Budlex, Erbud skorygował (w dniu 29 października br.) prognozy skonsolidowanego zysku netto na 2007 r. z 24,2 mln PLN do 31,3 mln PLN (skonsolidowany zysk netto za 1-3Q'07 wyniósł 25,8 mln PLN). Jednak w 3Q'07 zaksięgowano jedynie 6 mln PLN przychodów z tytułu konsolidacji spółki Budlex. Przychody Budleksu będą w pełni widoczne dopiero w sprawozdaniu finansowym Grupy za 2008 r. (ponad 20 mln PLN zysku netto). W listopadzie br., Spółka podpisała przedwstępłą umowę zakupu 75% udziałów w spółce robót inżynierskich Rembet Plus (Toruń) za 6 mln PLN. W 2008 r. zysk netto Grupy zwiększy się dzięki realizacjom Rembetu o prawie 4 mln PLN. Ponadto, Erbud ma w planach kolejne przejęcie - spółki budownictwa drogowego. Podane przez Spółkę prognozy nie uwzględniają jednak planowanego przejęcia.** (S.Masri)

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

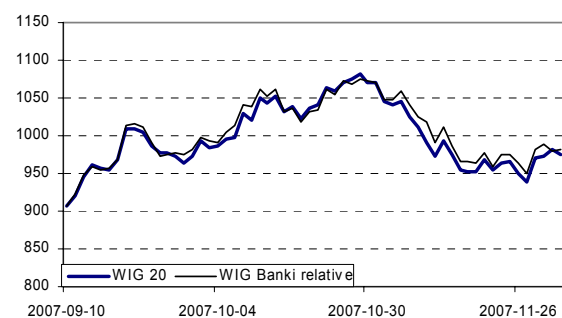
Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ABG SPIN	Kupuj	7,50	2007-11-07
AGORA	Trzymaj	53,00	2007-11-09
ASSECO POLAND	Akumuluj	85,45	2007-11-07
BPH	Trzymaj	986,10	2007-11-07
BUDIMEX	Kupuj	98,40	2007-10-30
BZWBK	Akumuluj	295,40	2007-10-03
COMARCH	Kupuj	174,30	2007-11-26
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	149,90	2007-11-07
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	221,50	2007-11-07
EMPERIA HOLDING	Redukuj	134,17	2007-11-07
ERBUD	Utajniona do dnia		2007-12-06
EUROCASH	Sprzedaj	7,38	2007-02-05
FARMACOL	Zawieszona		2007-10-16
HANDLOWY	Akumuluj	127,10	2007-09-04
ING BSK	Akumuluj	921,50	2007-11-07
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	56,90	2007-11-07
KĘTY	Trzymaj	187,50	2007-10-25
KGHM	Redukuj	118,00	2007-10-30
KOELNER	Akumuluj	38,70	2007-11-26
KOGENERACJA	w trakcie aktualizacji		2007-06-06
KREDYT BANK	Akumuluj	27,40	2007-11-07
LOTOS	Redukuj	42,10	2007-10-09
MACROLOGIC	Trzymaj	58,43	2007-11-07
MILLENNIUM	Trzymaj	13,60	2007-11-07
MONDI	Trzymaj	76,40	2007-11-06
NETIA	Sprzedaj	3,80	2006-09-06
NOBLE BANK	Akumuluj	15,46	2007-10-10
PEKAO	Trzymaj	263,50	2007-10-03
PGF	Zawieszona		2007-10-16
PGNiG	Redukuj	5,14	2007-11-07
PKN ORLEN	Redukuj	53,40	2007-10-19
PKO BP	Trzymaj	55,50	2007-09-04
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	9,10	2007-11-12
POLNORD	Kupuj	229,20	2007-10-29
PROKOM SOFTWARE	Akumuluj	155,50	2007-10-08
PROSPER	Zawieszona		2007-10-16
RAFAKO	Sprzedaj	11,40	2007-11-07
SYGNITY	Kupuj	81,60	2007-08-28
TECHMEX	w trakcie aktualizacji		2007-03-07
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Redukuj	20,20	2007-07-05
TORFARM	Zawieszona		2007-10-16
TVN	Sprzedaj	20,10	2007-11-26
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	322,90	2007-11-07
WSiP	Kupuj	18,10	2007-07-13
ZAPUŁAWY	Akumuluj	139,20	2007-10-12

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /03.12.2007/

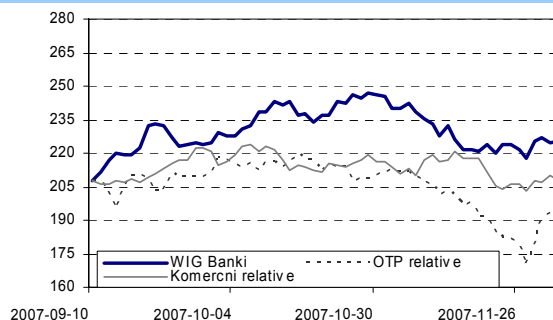
	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
POLSKIE BANKI													
BZ WBK	240.2	23.1	16.4	14.0	21%	25%	26%	4.4	3.8	3.4	2.5%	2.5%	3.7%
Handlowy	108.0	21.5	16.8	15.8	12%	15%	15%	2.6	2.5	2.4	3.3%	3.8%	4.9%
ING BSK	828.0	18.2	15.7	14.8	16%	17%	17%	2.9	2.6	2.5	3.3%	3.4%	3.9%
Kredyt Bank	23.5	13.6	17.8	16.5	25%	16%	16%	3.1	2.7	2.4	0.9%	1.6%	2.0%
Millennium	12.7	35.7	22.8	17.4	13%	20%	22%	4.8	4.2	3.6	4.3%	1.3%	1.5%
Noble Bank	12.7	48.2	19.9	15.2	24%	34%	28%	10.2	4.9	3.8	0.0%	0.0%	0.0%
PKO BP	51.0	23.7	19.5	16.7	23%	24%	24%	5.1	4.4	3.8	1.6%	1.9%	2.6%
PEKAO	242.2	22.6	19.4	16.7	21%	23%	25%	4.5	4.3	4.0	3.1%	3.7%	4.3%
BPH	918.0	20.8	17.6	17.7	19%	21%	20%	3.8	3.6	3.5	3.3%	3.9%	4.6%
Maksimum		48.2	22.8	17.7	24.8%	33.8%	28.5%	10.2	4.9	4.0	4.3%	3.9%	4.9%
Minimum		13.6	15.7	14.0	12.3%	15.1%	15.4%	2.6	2.5	2.4	0.0%	0.0%	0.0%
Mediana		22.6	17.8	16.5	20.7%	21.1%	22.3%	4.4	3.8	3.5	3.1%	2.5%	3.7%
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
UCI	5.8	12.2	9.9	8.5	14%	17%	17%	1.6	1.5	1.3	4.3%	4.8%	5.6%
BA CA	142.0	17.0	16.5	14.7	20%	16%	16%	2.5	2.3	2.1	2.1%	2.3%	2.7%
KBC	95.0	12.6	11.6	10.3	20%	17%	17%	2.0	1.8	1.7	3.2%	3.7%	4.0%
AIB	15.2	8.3	7.4	6.8	21%	19%	19%	1.6	1.4	1.3	4.8%	5.2%	5.7%
BCP	3.0	13.0	12.8	11.3	17%	19%	19%	2.3	2.2	2.1	3.2%	3.1%	3.5%
ING	26.3	7.9	7.6	7.0	19%	18%	18%	1.5	1.4	1.3	4.9%	5.4%	5.9%
Commerzbank	26.9	11.1	9.5	8.8	12%	12%	12%	1.3	1.1	1.0	2.6%	3.5%	4.1%
Maksimum		17.0	16.5	14.7	21%	19%	19%	2.5	2.3	2.1	4.9%	5.4%	5.9%
Minimum		7.9	7.4	6.8	12%	12%	12%	1.3	1.1	1.0	2.1%	2.3%	2.7%
Mediana		12.2	9.9	8.8	19%	17%	17%	1.6	1.5	1.3	3.2%	3.7%	4.1%
ZAGRANICZNE BANKI													
Komercni B.	3997.0	16.8	15.1	13.5	18%	19%	19%	3.1	2.8	2.6	2.8%	3.7%	4.1%
OTP	8282.0	11.8	10.7	9.3	30%	24%	24%	3.2	2.4	2.0	2.7%	2.5%	3.0%
Erste Bank	49.8	16.9	13.0	10.8	15%	15%	15%	2.1	1.8	1.6	1.3%	1.7%	2.1%
Santander	14.6	11.9	11.8	10.1	18%	19%	19%	2.1	2.0	1.9	4.1%	4.1%	4.8%
BEP	12.2	11.8	11.8	10.1	21%	22%	22%	2.4	2.4	2.2	4.1%	4.1%	4.7%
ABN AMRO	36.0	16.2	15.5	14.3	19%	18%	18%	2.8	2.6	2.4	3.2%	3.3%	3.5%
Deutsche Bank	89.4	8.9	7.5	7.3	17%	16%	16%	1.4	1.2	1.1	3.8%	5.0%	5.6%
Maksimum		16.9	15.5	14.3	30%	24%	24%	3.2	2.8	2.6	4.1%	5.0%	5.6%
Minimum		8.9	7.5	7.3	15%	15%	15%	1.4	1.2	1.1	1.3%	1.7%	2.1%
Mediana		11.9	11.8	10.1	18%	19%	19%	2.4	2.4	2.0	3.2%	3.7%	4.1%

Źródło: DI BRE Banku dla banków polskich, IBES/Bloomberg dla banków zagranicznych

Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



Relatywne zmiany OTP i Komercni wobec indeksu WIG Banki (EUR)

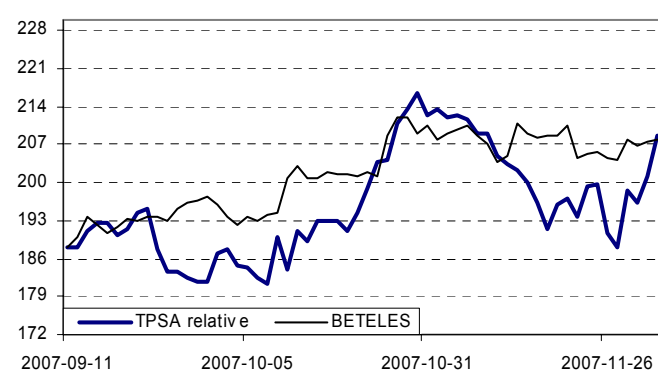
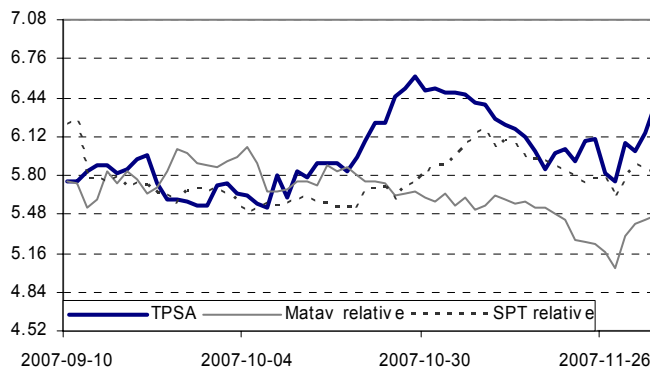


Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich operatorów narodowych /03.12.2007/

	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y			
	Cena	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
	POLSKIE SPÓŁKI															
Netia	4.0	-	10.8	5.7	1.6	2.1	1.4	-	-	-	-	19%	25%	3.1%	1.9%	1.9%
TPSA	23.0	5.0	5.1	5.0	2.1	2.1	2.1	15.4	16.2	14.8	42%	42%	41%	4.3%	8.3%	7.4%
Maksimum		5.0	10.8	5.7	2.1	2.1	2.1	15.4	16.2	14.8	42%	42%	41%	4%	8%	7%
Minimum		5.0	5.1	5.0	1.6	2.1	1.4	15.4	16.2	14.8	42%	19%	25%	3%	2%	2%
Mediana		5.0	7.9	5.3	1.9	2.1	1.7	15.4	16.2	14.8	42%	30%	33%	4%	5%	5%
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Belgacom	35.8	6.2	6.7	6.9	2.5	2.3	2.3	12.9	13.8	14.1	40%	34%	34%	4.4%	4.7%	4.8%
Cesky Telecom	538.7	6.5	6.3	6.2	2.9	2.8	2.8	27.8	17.8	16.4	45%	46%	45%	4.5%	8.0%	7.3%
Hellenic Telekom	24.5	14.8	6.6	6.3	2.8	2.4	2.3	-	19.7	16.6	19%	37%	37%	0.6%	2.6%	3.1%
Matav	908.0	5.0	4.8	4.7	2.0	1.9	1.8	11.8	12.0	11.1	40%	39%	39%	8.5%	8.7%	9.4%
Portugal Telecom	9.3	6.0	6.9	6.8	2.4	2.5	2.5	17.2	16.7	16.4	40%	36%	37%	4.2%	5.7%	6.0%
TDC	270.5	9.1	8.1	7.8	2.3	2.3	2.2	7.1	11.8	11.3	26%	28%	28%	4.8%	5.2%	5.4%
Telecom Austria	20.0	7.0	6.7	6.7	2.8	2.6	2.6	23.5	16.9	15.7	41%	39%	38%	2.6%	3.8%	4.2%
Maksimum		14.8	8.1	7.8	2.9	2.8	2.8	27.8	19.7	16.6	45%	46%	45%	8.5%	8.7%	9.4%
Minimum		5.0	4.8	4.7	2.0	1.9	1.8	7.1	11.8	11.1	19%	28%	28%	0.6%	2.6%	3.1%
Mediana		6.5	6.7	6.7	2.5	2.4	2.3	15.0	16.7	15.7	40%	37%	37%	4.4%	5.2%	5.4%
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	288.3	4.1	4.1	4.0	1.3	1.1	1.1	13.7	12.3	11.8	31%	31%	28%	3.6%	0.1%	0.1%
DT	15.1	5.4	5.9	5.9	1.9	1.8	1.8	11.5	20.8	18.3	35%	30%	30%	4.8%	4.8%	5.0%
FT	26.2	5.9	5.8	5.8	2.2	2.1	2.0	11.5	15.1	14.2	38%	35%	35%	3.8%	4.7%	4.9%
KPN	12.5	7.0	6.6	6.5	2.7	2.7	2.6	19.0	15.8	14.2	39%	40%	41%	3.5%	4.3%	4.6%
Sw isscom	431.5	7.3	7.2	6.7	3.1	2.8	2.6	12.8	12.6	12.3	43%	40%	40%	3.7%	4.1%	4.3%
TELEFONICA	22.9	10.9	7.7	7.4	4.4	2.9	2.8	25.4	18.3	15.5	40%	38%	38%	2.4%	3.1%	3.7%
TeliaSonera	60.5	10.2	9.6	9.1	3.4	3.1	3.0	23.6	16.3	15.5	33%	32%	33%	3.6%	6.2%	6.1%
TI	2.2	6.3	6.4	6.3	2.7	2.5	2.5	12.0	15.5	14.7	43%	39%	39%	6.5%	5.3%	5.3%
Maksimum		10.9	9.6	9.1	4.4	3.1	3.0	25.4	20.8	18.3	43%	40%	41%	6.5%	6.2%	6.1%
Minimum		4.1	4.1	4.0	1.3	1.1	1.1	11.5	12.3	11.8	31%	30%	28%	2.4%	0.1%	0.1%
Mediana		6.6	6.5	6.4	2.7	2.6	2.6	13.3	15.6	14.5	38%	37%	37%	3.7%	4.5%	4.7%

Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)

Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)


Źródło: Bloomberg

Wycena spółek informatycznych /03.12.2007/

	EV/EBITDA				EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
	Cena	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
	POLSKIE SPÓŁKI															
ABG SPIN*	6.6	13.3	12.7	9.4	1.1	1.0	0.8	22.5	18.2	13.7	9%	8%	9%	0.6%	2.2%	2.7%
Asseco Poland **	77.4	32.9	16.7	13.5	3.8	2.8	2.2	27.6	28.4	22.8	12%	17%	17%	0.8%	1.0%	1.8%
ComArch***	146.5	16.6	16.7	12.2	2.0	1.8	1.4	18.2	24.8	16.4	12%	11%	11%	0.0%	0.0%	0.0%
Macrologic	50.6	10.3	8.4	7.1	2.4	2.0	1.7	21.1	16.9	14.0	23%	24%	24%	0.0%	3.0%	3.6%
Prokom Software****	133.6	10.7	8.6	6.1	1.1	0.7	0.4	20.2	18.3	14.8	10%	8%	7%	1.1%	0.8%	1.4%
Sygnity*****	34.2	8.4	-	4.4	0.6	0.4	0.3	-	-	8.9	7%	-	7%	1.5%	0.0%	0.0%
Techmex*****	36.0	12.1	9.6	8.6	1.1	1.0	0.9	37.5	25.1	23.0	9%	10%	10%	0.0%	0.0%	0.9%
Maksimum		32.9	16.7	13.5	3.8	2.8	2.2	37.5	28.4	23.0	23%	24%	24%	1.5%	3.0%	3.6%
Minimum		8.4	8.4	4.4	0.6	0.4	0.3	18.2	16.9	8.9	7%	8%	7%	0.0%	0.0%	0.0%
Mediana		12.1	11.1	8.6	1.1	1.0	0.9	21.8	21.5	14.8	10%	10%	10%	0.6%	0.8%	1.4%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atos Origin	38.0	6.2	7.0	5.5	0.6	0.5	0.5	10.2	16.9	11.3	9%	8%	10%	0.0%	0.0%	0.0%
CapGemini	38.7	10.1	4.7	4.0	0.6	0.4	0.4	50.7	13.8	11.0	6%	9%	11%	0.2%	2.0%	2.7%
EDB	42.0	7.0	5.8	5.5	1.1	0.8	0.8	17.3	11.0	10.1	16%	14%	15%	1.5%	2.6%	3.1%
Getronics	6.3	6.5	7.3	6.5	0.4	0.4	0.4	14.3	27.7	15.4	6%	6%	6%	1.1%	0.3%	0.7%
IDS Scheer	15.3	11.4	9.6	7.9	1.4	1.1	1.0	23.9	20.3	15.8	12%	12%	13%	1.1%	1.5%	1.7%
LogicaCMG	1.2	16.1	7.9	7.0	1.3	0.8	0.8	20.7	11.0	9.2	8%	17%	11%	4.6%	4.8%	4.9%
TietoEnator	14.4	4.9	6.6	5.6	0.7	0.7	0.6	9.3	12.8	9.9	14%	10%	12%	5.5%	4.3%	4.9%
Maksimum		16.1	9.6	7.9	1.4	1.1	1.0	50.7	27.7	15.8	16%	17%	15%	5.5%	4.8%	4.9%
Minimum		4.9	4.7	4.0	0.4	0.4	0.4	9.3	11.0	9.2	6%	6%	6%	0.0%	0.0%	0.0%
Mediana		7.0	7.0	5.6	0.7	0.7	0.6	17.3	13.8	11.0	9%	10%	11%	1.1%	2.0%	2.7%

* - wyniki ABG Spin skorygowane w 2006 r. o zysk ze sprzedaży nieruchomości (8 mln PLN) i rozwiązanie rezerwy z tytułu zobowiązania podatkowego (6 mln PLN), wskaźniki za 2007-2008 r. obliczone na podstawie wyników pro-forma połączonych spółek Spin i ABG Ster-Projekt

** - wskaźniki za 2006 r. obliczone na podstawie wyników skorygowanych o rozliczenie opcji na zakup akcji Asseco Poland (3,9 mln PLN), zysk ze sprzedaży Mediabanku (4,1 mln PLN), odpis wartości firmy S2Koma (4,8 mln PLN) oraz zysk netto "starego" Asseco Poland konsolidowanego metodą praw własności (12 mln PLN), wskaźniki za 2007-2008 r. obliczone na podstawie skonsolidowanych wyników pro-forma "nowego" Asseco Poland; wskaźniki obliczone na podstawie proporcjonalnej konsolidacji wyników spółek zależnych

*** - wskaźniki obliczone na podstawie wyników skorygowanych o aktywo z tytułu odroczonego podatku dochodowego, zysk ze sprzedaży akcji Interii oraz zysk spółek zależnych konsolidowanych metodą praw własności (Interia)

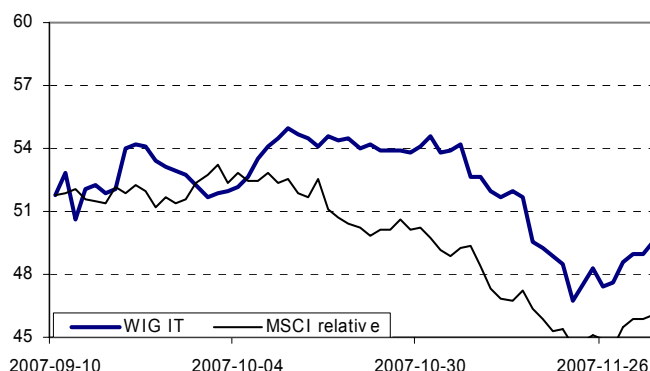
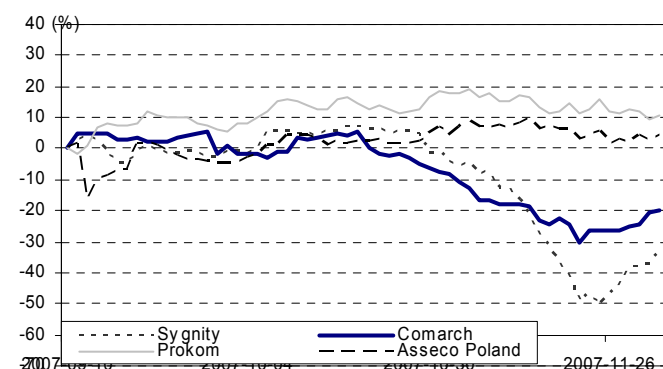
**** - wskaźniki obliczone na podstawie proporcjonalnej konsolidacji wyników spółek zależnych (Asseco Poland, ABG Ster-Projekt, Spin)

***** - wskaźniki za 2007-2008 obliczone na podstawie wyników pro-forma połączonych spółek ComputerLand i Emax

***** - wskaźniki obliczone na podstawie proporcjonalnej konsolidacji wyników spółki zależnej Karen Notebook

Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Relatywne zmiany kursu polskich spółek informatycznych (EUR) Indeks branżowy Morgan Stanley wobec indeksu WIG IT (EUR)



Źródło: Bloomberg

Wycena spółek mediowych /03.12.2007/

	EV/EBITDA				EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
	Cena	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
	POLSKIE SPÓŁKI															
AGORA	54.5	23.2	14.6	12.8	2.4	2.2	2.0	-	29.1	24.4	10%	15%	16%	0.9%	2.5%	3.4%
TVN	25.1	6.2	17.5	15.2	2.1	6.2	5.4	9.3	27.6	23.0	34%	35%	36%	0.0%	1.1%	1.8%
RMF	141.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DZIENNIKI																
Class Editori	1.5	18.4	-	-	1.7	-	-	-	-	-	9%	-	-	0.9%	-	-
Daily Mail	546.0	5.8	5.2	4.7	1.0	1.0	0.9	21.8	11.2	9.7	17%	19%	20%	2.2%	2.6%	2.8%
Gruppo Editorial	3.1	6.7	7.7	7.3	1.5	1.5	1.4	11.6	15.6	14.9	22%	19%	19%	4.8%	5.1%	5.2%
Indep New s & M.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SPIR Comm	76.3	5.1	6.8	6.4	0.9	0.8	0.7	9.6	14.1	13.9	18%	12%	11%	6.7%	6.0%	5.5%
Trinity Mirror	340.3	3.4	4.1	4.2	0.9	1.0	1.1	6.8	8.1	7.8	26%	24%	25%	6.4%	0.1%	0.1%
Knight Rider	60.0	10.4	10.6	-	2.0	2.1	-	16.9	17.8	-	20%	20%	-	2.4%	2.4%	-
Mcclatchy	13.6	13.0	7.5	8.0	3.7	1.9	2.0	4.0	8.4	8.1	28%	25%	25%	4.9%	5.3%	5.3%
New York Times	16.5	6.4	6.7	6.4	0.9	1.0	1.0	9.0	15.9	14.0	15%	15%	16%	4.0%	5.3%	5.8%
Tribune	30.5	6.1	7.5	7.5	1.5	1.6	1.6	18.2	17.7	18.7	25%	22%	22%	2.4%	2.4%	2.4%
Washington Post	801.9	10.8	10.8	9.9	2.2	1.8	1.7	24.6	26.5	23.3	20%	17%	17%	0.9%	1.0%	1.1%
Maksimum		18.4	10.8	9.9	3.7	2.1	2.0	24.6	26.5	23.3	28%	25%	25%	6.7%	6.0%	5.8%
Minimum		3.4	4.1	4.2	0.9	0.8	0.7	4.0	8.1	7.8	9%	12%	11%	0.9%	0.1%	0.1%
Mediana		6.6	7.5	6.9	1.5	1.5	1.2	11.6	15.6	13.9	20%	19%	20%	3.2%	2.6%	4.0%
TV																
Antena 3 Televis	10.4	6.1	7.0	6.8	2.4	2.3	2.2	10.1	10.0	9.6	40%	34%	34%	7.1%	8.2%	8.7%
BSkyB PLC	610.0	13.7	10.6	8.7	2.7	2.2	2.0	27.7	21.9	16.4	20%	21%	23%	1.7%	0.0%	0.0%
Canal Plus	7.9	13.4	12.9	12.5	0.6	0.2	0.2	28.1	25.4	23.8	5%	2%	2%	2.9%	3.3%	3.4%
ITV PLC	85.0	6.7	10.0	9.3	1.5	1.6	1.5	17.0	18.0	16.3	23%	16%	17%	3.7%	3.7%	3.9%
M6-Metropole Tel	18.5	7.4	7.1	6.9	1.8	1.6	1.5	6.2	14.1	13.7	24%	23%	22%	4.8%	5.7%	5.9%
Mediaset SPA	6.6	4.2	5.4	5.2	2.4	2.2	2.1	10.4	14.2	13.6	55%	41%	41%	6.5%	6.6%	6.7%
TF1-TV Francaise	18.9	9.9	9.6	8.4	1.6	1.6	1.5	17.2	16.8	14.2	16%	17%	18%	3.4%	4.5%	4.9%
Maksimum		13.7	12.9	12.5	2.7	2.3	2.2	28.1	25.4	23.8	55%	41%	41%	7.1%	8.2%	8.7%
Minimum		4.2	5.4	5.2	0.6	0.2	0.2	6.2	10.0	9.6	5%	2%	2%	1.7%	0.0%	0.0%
Mediana		7.4	9.6	8.4	1.8	1.6	1.5	17.0	16.8	14.2	23%	21%	22%	3.7%	4.5%	4.9%
RADIO																
P4 Radio	28.0	11.6	13.9	10.1	3.3	3.5	3.2	17.3	23.3	15.6	29%	25%	32%	4.9%	4.6%	5.4%
Scottish Radio	1095.0	11.6	-	-	3.9	-	-	24.9	-	-	33%	-	-	2.1%	-	-
Beasley Broad	6.8	10.2	10.2	10.0	2.5	2.3	2.3	15.4	21.0	18.3	24%	22%	23%	0.9%	3.7%	3.7%
Cumulus Media	8.0	13.4	11.3	11.1	3.3	3.3	3.2	-	63.9	32.5	25%	29%	29%	0.0%	0.0%	0.0%
Radio One	2.0	6.9	8.8	8.8	3.0	3.1	3.1	4.3	7.9	7.6	43%	36%	35%	0.0%	0.0%	0.0%
Maksimum		13.4	13.9	11.1	3.9	3.5	3.2	24.9	63.9	32.5	43%	36%	35%	4.9%	4.6%	5.4%
Minimum		6.9	8.8	8.8	2.5	2.3	2.3	4.3	7.9	7.6	24%	22%	23%	0.0%	0.0%	0.0%
Mediana		11.6	10.8	10.1	3.3	3.2	3.2	16.3	22.2	16.9	29%	27%	30%	0.9%	1.8%	1.8%

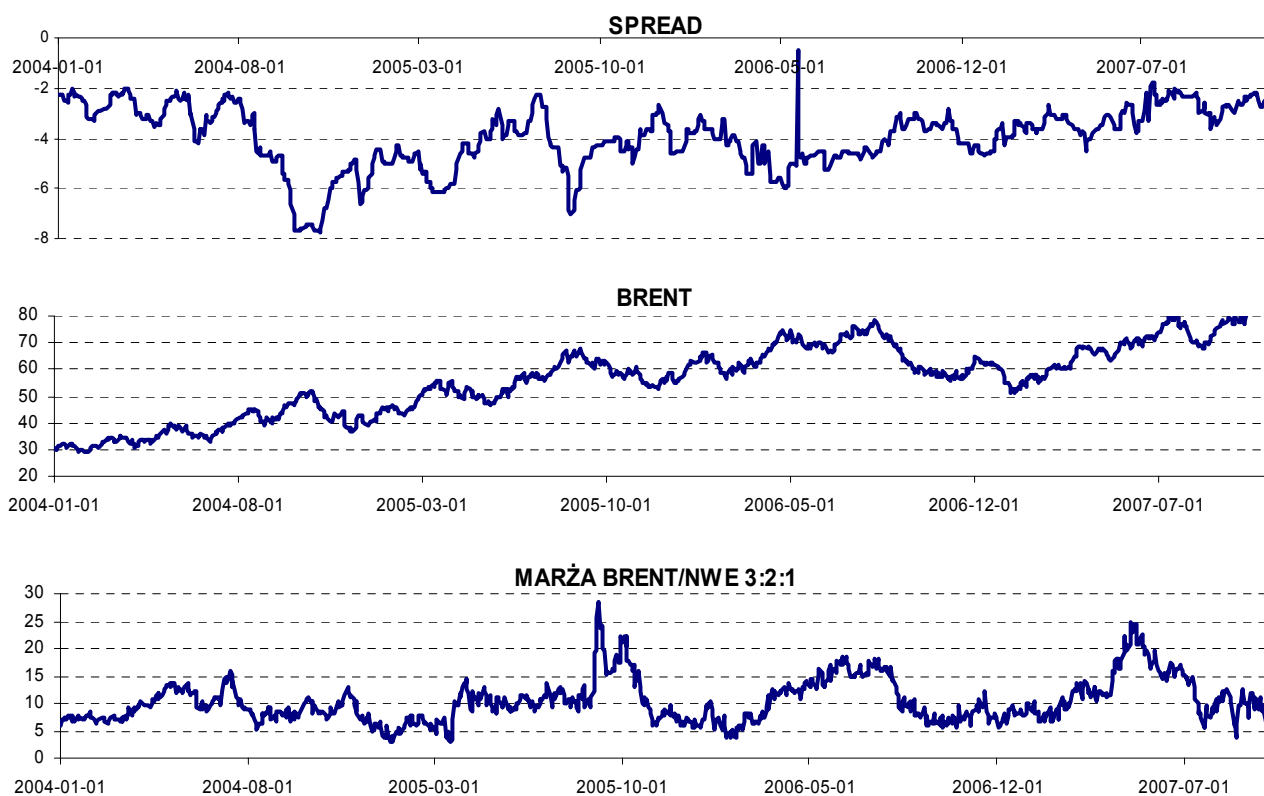
Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Wycena spółek rafineryjno-gazowych /03.12.2007/


		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
PKN Orlen	50.8	7.0	5.7	5.2	0.6	0.5	0.5	10.9	9.8	8.8	9%	9%	9%	0.0%	0.0%	2.3%
Lotos	45.5	4.6	5.3	6.8	0.4	0.4	0.5	7.6	8.2	15.1	9%	8%	8%	0.0%	0.8%	0.0%
MOL med.	24790.0	6.4	6.4	6.6	1.1	1.0	1.1	10.3	10.9	11.4	17%	17%	16%	0.7%	2.1%	2.6%
OMV med.	49.6	5.9	5.7	5.3	1.2	0.9	0.9	11.8	10.4	9.9	21%	16%	18%	1.5%	2.2%	2.5%
Tupras*	31.5	8.3	6.9	6.3	0.6	0.4	0.4	12.3	9.3	8.6	7%	6%	7%	4.6%	8.4%	9.2%
Hellenic Petroleum*	10.5	6.7	8.3	8.2	0.6	0.6	0.6	9.6	12.6	12.8	10%	7%	7%	3.1%	3.9%	3.9%
Unipetrol*	322.0	7.2	6.8	6.4	0.6	0.7	0.7	16.9	12.6	11.2	8%	11%	12%	0.0%	1.7%	2.0%
Maksimum		7.0	6.4	6.8	1.2	1.0	1.1	11.8	10.9	15.1	21%	17%	18%	1%	2%	3%
Minimum		4.6	5.3	5.2	0.4	0.4	0.5	7.6	8.2	8.8	9%	8%	8%	0%	0%	0%
Mediana		6.1	5.7	6.0	0.9	0.7	0.7	10.6	10.1	10.6	13%	13%	12%	0%	1%	2%
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	5.4	11.2	9.0	9.3	2.0	1.8	1.8	24.2	18.1	18.8	18%	20%	19%	0.6%	0.5%	5.0%
Gazprom	322.8	432.8	9.9	8.9	80.3	4.3	3.9	16.9	13.7	1.8	19%	43%	44%	0.0%	0.2%	0.8%
Gaz de France	38.6	10.1	7.9	7.3	1.9	1.5	1.4	20.8	16.0	14.6	19%	19%	20%	1.5%	3.3%	3.8%
Gas Natural SDG	43.2	14.7	10.1	9.2	3.1	2.1	1.9	25.8	21.0	19.0	21%	21%	21%	1.9%	2.5%	2.9%
Maksimum		432.8	10.1	9.3	80.3	4.3	3.9	25.8	21.0	19.0	21%	43%	44%	1.9%	3.3%	5.0%
Minimum		10.1	7.9	7.3	1.9	1.5	1.4	16.9	13.7	1.8	18%	19%	19%	0.0%	0.2%	0.8%
Mediana		13.0	9.5	9.1	2.6	2.0	1.9	22.5	17.0	16.7	19%	20%	20%	1.1%	1.5%	3.3%

* spółki nie uwzględnione w maksimum, minimum i medianie

Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

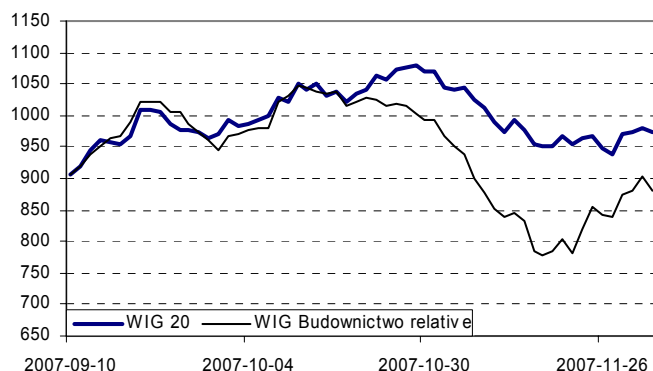
Sektor paliwowy


Źródło: Bloomberg

Wycena spółek budowlanych /03.12.2007/


	EV/EBITDA				EV/S				P/E		marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	77.0	52.6	63.0	17.6	0.5	0.6	0.4	504.8	614.3	36.3	1%	1%	2%	0.0%	0.0%	0.4%
Erbud	91.0	33.3	24.4	15.0	2.1	1.5	1.1	45.4	37.8	22.2	6%	6%	8%	0.1%	0.0%	0.0%
Rafako	10.8	16.6	10.8	6.5	0.7	0.4	0.4	59.0	37.9	20.4	4%	3%	6%	0.0%	0.0%	0.0%
Elektrobudowa	181.0	26.4	19.0	14.5	1.6	1.4	1.2	46.1	32.8	23.9	6%	7%	8%	0.7%	1.3%	1.8%
Polimex Mostostal	9.1	34.7	22.0	14.8	1.8	1.3	1.1	68.0	41.8	30.6	5%	6%	7%	0.2%	0.4%	0.5%
Ulma Construcccion	290.0	20.4	14.5	11.3	9.9	7.2	6.1	43.1	29.6	23.4	48%	50%	54%	0.0%	0.0%	0.0%
Maksimum		52.6	63.0	17.6	9.9	7.2	6.1	504.8	614.3	36.3	48%	50%	54%	0.7%	1.3%	1.8%
Minimum		16.6	10.8	6.5	0.5	0.4	0.4	43.1	29.6	20.4	1%	1%	2%	0.0%	0.0%	0.0%
Mediana		29.8	20.5	14.6	1.7	1.3	1.1	52.5	37.8	23.7	6%	6%	7%	0%	0%	0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Vinci	54.9	19.5	9.5	8.8	2.0	1.5	1.4	19.6	18.0	16.3	10%	16%	16%	3.5%	2.6%	2.9%
Skanska	124.3	7.9	7.3	6.9	0.4	0.3	0.3	13.4	13.8	13.1	5%	5%	5%	3.9%	5.8%	6.1%
NCC	135.0	7.1	5.4	5.4	0.3	0.3	0.3	12.2	8.7	8.6	5%	5%	5%	3.8%	7.6%	6.7%
Ferrovial	58.2	36.9	13.7	12.9	5.2	3.0	2.8	19.7	23.2	21.9	14%	22%	22%	1.4%	1.9%	2.1%
Acciona	234.5	35.0	21.4	18.1	5.2	3.5	3.2	46.0	32.6	28.2	15%	16%	18%	0.9%	1.4%	1.6%
Bilfinger	53.9	8.8	7.0	6.4	0.4	0.3	0.3	30.4	16.3	14.2	4%	4%	4%	2.1%	2.6%	2.9%
Hochtief	86.5	12.4	8.5	7.9	0.4	0.3	0.3	87.4	53.8	41.6	3%	4%	4%	0.9%	1.3%	1.5%
AMEC	7.5	12.7	17.9	14.1	0.5	0.9	0.9	52.2	34.2	23.9	4%	5%	6%	1.6%	0.0%	0.0%
Maksimum		36.9	21.4	18.1	5.2	3.5	3.2	87.4	53.8	41.6	14.8%	21.8%	21.8%	3.9%	7.6%	6.7%
Minimum		7.1	5.4	5.4	0.3	0.3	0.3	12.2	8.7	8.6	3.4%	3.8%	4.0%	0.9%	0.0%	0.0%
Mediana		12.6	9.0	8.4	0.4	0.6	0.6	25.0	20.6	19.1	4.7%	5.1%	5.7%	1.8%	2.3%	2.5%

Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)


Źródło: Bloomberg

Wycena hurtowni farmaceutycznych /03.12.2007/

	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y			
	Cena	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
	POLSKIE SPÓŁKI															
Farmacol	40.1	11.0	9.1	7.3	0.3	0.2	0.2	14.6	13.3	10.8	3%	3%	3%	0.0%	0.0%	0.0%
PGF	89.3	13.1	13.1	11.6	0.4	0.3	0.3	18.0	16.0	14.0	3%	2%	3%	2.7%	2.7%	3.1%
Prosper	18.5	7.4	6.3	5.8	0.1	0.1	0.1	10.7	9.2	8.6	1%	1%	1%	2.7%	3.0%	3.3%
Torfarm	75.0	14.8	8.9	6.2	0.2	0.1	0.1	18.1	12.8	7.8	1%	1%	2%	1.3%	1.3%	1.3%
Maksimum		14.8	13.1	11.6	0.4	0.3	0.3	18.1	16.0	14.0	2.7%	2.6%	2.8%	2.7%	3.0%	3.3%
Minimum		7.4	6.3	5.8	0.1	0.1	0.1	10.7	9.2	7.8	1.1%	1.2%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Mediana		12.0	9.0	6.8	0.2	0.2	0.2	16.3	13.0	9.7	1.9%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.2%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Andreae Noris	35.7	9.7	10.7	10.6	0.2	0.2	0.2	14.9	17.1	10.5	2%	2%	1%	4.2%	4.1%	4.1%
Celesio	39.2	9.3	7.6	6.9	0.3	0.3	0.3	7.9	14.3	12.6	4%	4%	4%	3.4%	2.1%	2.4%
Galenica	589.5	29.6	22.8	19.9	1.7	1.7	1.6	49.0	33.2	27.9	6%	7%	8%	0.7%	0.9%	1.0%
OPG Groep	21.3	10.9	9.2	8.4	0.6	0.6	0.6	3.8	13.0	11.8	6%	6%	7%	7.9%	2.6%	2.9%
United Drug	3.7	18.4	12.3	11.1	0.6	0.6	0.5	19.3	16.5	14.5	3%	5%	5%	1.7%	1.9%	2.2%
Maksimum		29.6	22.8	19.9	1.7	1.7	1.6	49.0	33.2	27.9	5.8%	7.3%	7.9%	7.9%	4.1%	4.1%
Minimum		9.3	7.6	6.9	0.2	0.2	0.2	3.8	13.0	10.5	1.7%	1.6%	1.5%	0.7%	0.9%	1.0%
Mediana		10.9	10.7	10.6	0.6	0.6	0.5	14.9	16.5	12.6	3.6%	4.5%	4.7%	3.4%	2.1%	2.4%

Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Wycena spółek sektora papierniczego /03.12.2007/

	EV/EBITDA				EV/S				P/E		marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
	POLSKIE SPÓŁKI															
MONDI	60.7	7.0	7.1	8.2	2.1	2.0	2.0	11.2	11.5	14.4	30%	28%	24%	8.1%	8.9%	6.9%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Billerund	74.3	10.7	5.6	5.1	0.9	0.8	0.8	11.1	9.9	8.1	9%	16%	16%	3.9%	5.2%	6.0%
Holmen	293.5	9.8	7.2	7.6	1.8	1.5	1.5	19.8	14.4	14.0	18%	21%	20%	3.7%	4.1%	4.2%
M-Real	3.5	8.7	7.2	6.3	0.7	0.7	0.6	24.4	3.1	11.0	8%	9%	10%	3.5%	1.9%	2.5%
Norske Skog	38.5	6.8	5.7	5.0	1.0	0.9	0.9	-	12.1	8.0	14%	16%	18%	12.9%	14.2%	14.2%
Portucel EMP.	2.5	9.8	6.9	6.7	2.3	2.1	2.0	30.6	11.4	10.6	24%	30%	30%	1.5%	4.0%	4.0%
Stora Enso	11.1	9.0	6.4	6.1	1.0	0.9	0.9	18.6	14.0	11.1	11%	14%	14%	4.0%	4.2%	4.5%
Svenska	113.0	14.2	7.3	6.8	1.2	1.1	1.1	15.0	12.6	11.4	9%	15%	16%	9.4%	3.7%	4.0%
UPM-Kymmene	14.6	3.2	3.9	3.5	0.1	0.1	0.1	18.2	13.4	11.0	2%	2%	2%	5.2%	5.3%	5.6%
INTL Paper	33.8	7.4	7.1	6.6	0.8	1.0	0.9	19.1	14.8	12.6	11%	14%	14%	3.0%	3.0%	3.2%
Maksimum		14.2	7.3	7.6	2.3	2.1	2.0	30.6	14.8	14.0	24%	30%	30%	12.9%	14.2%	14.2%
Minimum		3.2	3.9	3.5	0.1	0.1	0.1	11.1	3.1	8.0	2%	2%	2%	1.5%	1.9%	2.5%
Mediana		9.0	6.9	6.3	1.0	0.9	0.9	18.8	12.6	11.0	11%	15%	16%	3.9%	4.1%	4.2%

Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Wycena spółek górniczych /03.12.2007/

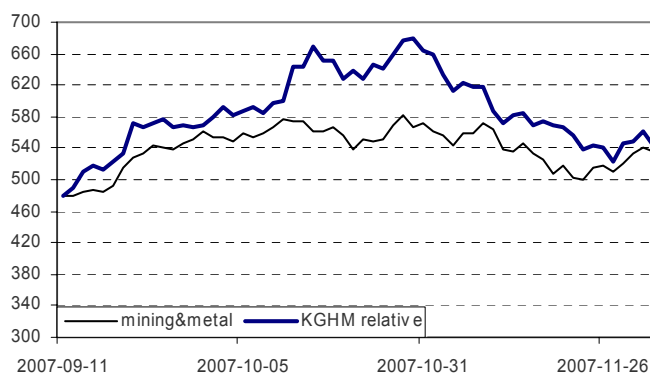
	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y			
	Cena	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
	POLSKIE SPÓŁKI															
KGHM	109.1	4.3	4.3	4.3	1.7	1.7	1.7	6.4	5.6	6.1	39%	39%	40%	9.2%	15.6%	9.2%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo Amer.	31.9	6.3	3.8	3.8	1.5	1.4	1.5	13.1	6.6	6.4	24%	41%	36%	1.9%	0.0%	0.0%
BHP Billiton	15.8	4.4	4.1	3.7	1.5	2.1	2.0	15.2	13.7	12.2	35%	50%	53%	1.8%	1.3%	1.5%
Freeport-MCMOR	96.9	15.2	4.3	3.3	9.0	2.1	1.7	18.7	10.4	9.3	59%	49%	53%	2.6%	1.4%	1.4%
Phelps Dodge	129.5	8.5	1.1	1.4	2.7	0.6	0.5	16.1	2.1	10.5	31%	53%	38%	4.8%	3.3%	2.8%
Rio Tinto	54.4	7.3	4.3	3.9	3.0	2.2	2.1	14.2	8.9	8.0	41%	50%	52%	1.6%	0.0%	0.0%
Southern Peru	109.3	13.7	7.6	7.8	8.3	5.0	5.0	11.5	12.1	12.4	61%	65%	65%	5.3%	5.8%	5.9%
Maksimum		15.2	7.6	7.8	9.0	5.0	5.0	18.7	13.7	12.4	61%	65%	65%	5.3%	5.8%	5.9%
Minimum		4.4	1.1	1.4	1.5	0.6	0.5	11.5	2.1	6.4	24%	41%	36%	1.6%	0.0%	0.0%
Mediana		7.9	4.2	3.8	2.8	2.1	1.8	14.7	9.7	9.9	38%	50%	52%	2.3%	1.3%	1.4%

Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Handel, surowce, inne

Piotr Janik tel. (+48 22) 697 47 40
piotr.janik@dibre.com.pl
IT, inne

Kacper Żak tel. (+48 22) 697 47 41
kacper.zak@dibre.com.pl
Deweloperzy, inne

Samer Masri tel. (+48 22) 697 47 36
samer.masri@dibre.com.pl
Budownictwo

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
Inne

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor
grzegorz.domagala@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondi, Opera za 3 Grosze FIZ, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm, Ulma Construcción Polska, certyfikaty skarbiec nieruchomości.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABG Spin, Ambra, Amerbank, Agora, Bakalland, BRE Bank, CSS Suport, Elektrobudowa, Enap, Erbud, Elzab, ES –System, Huta Ferrum, Inter Groclin, Koelner, Mennica Polska, Mieszko, Mondi, Neonet, Odratrans, Paged, Pemug, Polnord, PGNiG, Polimex - Mostostal Siedlce, Prochem, Prokom Software, Provimi - Rolimpex, Sanwil, Skarbiec Lokacyjny, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Techmex, Torfarm, Zelmer.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: ATM, Erbud, Es-System, Fortis Bank Polska, Komputronik, MNI, Polimex-Mostostal, Seco Warwick, Torfarm, Ulma Construcción Polska.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.