
**Rynek akcji**  
Polska

# Komentarz poranny

Departament Analiz:

M. Marczak (22 6974738); M. Jeżewska (22 6974737)  
P. Grzybowski (22 6974717); M. Stokłosa (22 697 47 41)

K. Kliszcz (22 697 47 06)  
J. Szkopek (22 697 47 40)

Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana
DJIA	9 686,5	+0,00%	FTSE 100	4 823,5	-0,30%	Miedź (LME)	6 469,0	+0,92%
S&P 500	1 022,6	+0,00%	WIG20	2 290,9	-0,42%	Ropa (Brent)	71,2	+0,04%
NASDAQ	2 091,8	+0,00%	BUX	21 085,0	-0,22%	USD/PLN	3,28	-0,69%
DAX	5 816,2	-0,31%	PX	1 119,0	+0,00%	EUR/PLN	4,12	-0,90%
CAC 40	3 332,5	-0,48%	PLBonds 10	5,88	-0,64%	EUR/USD	1,25	-0,22%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Sprzedż kredytów hipotecznych w '10 w granicach 40-50 mld PLN - IBnGR, REAS

Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową oraz firma REAS oceniają, że w 2010 roku marże kredytów hipotecznych będą spadały. Pomimo okresowych perturbacji, które miały miejsce w 2008 i 2009 i będą miały miejsce również w roku 2010, trend wzrostowy rynku kredytów hipotecznych utrzyma się co najmniej w najbliższych kilku latach. Czynnikiem stymulującym rozwój polskiego rynku kredytów hipotecznych w najbliższych 2-3 latach, będzie złagodzenie polityki kredytowej banków. **Zgadamy się oczekiwaniemi IBnGR i oczekujemy sprzedaży kredytów hipotecznych na poziomie 45 – 48 mld PLN w 2010 roku. (M. Jeżewska)**

#### Pocztowy otwiera nowe placówki

W tym miesiącu Bank Poczty w ramach rozbudowy sieci sprzedaży zaczyna uruchamiać pierwsze mikrooddziały – wydzielone strefy bankowe na poczcie, w których będą sprzedawane produkty finansowe banku. W wakacje powstanie ich ok. 20. Poczty ma obecnie 57 własnych placówek, podczas gdy poczta dysponuje siecią 2100 placówek. Mikrooddziały powstawać będą w miejscowościach zamieszkiwanych przez 5 – 50 tys. mieszkańców. Do 2013 roku ma powstać 200 takich punktów. Rozwój sieci to element strategii rozwoju przyjętej niedawno przez bank, która zakłada m.in. pozyskanie około 250 – 300 mln PLN z giełdy. Program emisji został już formalnie przyjęty przez WZA. Prospekt emisyjny ma być przygotowany najpóźniej latem 2011. **Bank działający na niewielką skalę, chociaż potencjał sieci Poczty Polskiej mógłby istotnie wpłynąć na skalę jego działania. Uważamy jednak, że nie będzie to bank konkurujący z głównymi graczami rynkowymi. (M. Jeżewska)**

### BZ WBK

Trzymaj - z dn. 07.04.10

Cena docelowa 200,5 PLN

#### Krótką listą chętnych na BZ WBK w tym tygodniu

Do końca tego tygodnia AIB powinno wybrać krótką listę oferentów. Następnie zacznie się due diligence. Wg informacji *Rzeczpospolitej* wstępną ofertę złożył PKO BP, który będzie konkurował przede wszystkim z brytyjskim HSBC oraz francuskim BNP Paribas. Wśród oferentów mogą być jeszcze: UniCredit (główny inwestor Pekao), Nordea, a także fundusz private equity Apax Partners. Żaden z inwestorów nie potwierdza tego oficjalnie. **Gazeta podaje, że główną walkę stoczą: PKO BP, HSBC i BNP Paribas. Determinacja w wejściu na polski rynek zdecyduje o ofercie jaką złoży HSBC. BNP Paribas ma już w Polsce Frotis, ale kupno BZ WBK pozwoliłoby mu stać się liczącym się graczem na rynku polskim. (M. Jeżewska)**

### PKO BP

Trzymaj - z dn. 17.03.10

Cena docelowa: 40,1 PLN

#### Fitch podtrzymał rating wsparcia dla PKO BP na poziomie "2"

Fitch podtrzymał rating wsparcia dla banku PKO BP na poziomie "2". Rating wsparcia odzwierciedla wysokie prawdopodobieństwo wsparcia, jakie bank mógłby otrzymać od Skarbu Państwa, z uwagi na istotne znaczenie PKO BP dla krajowego sektora bankowego odzwierciedlone poprzez wysoki udział w rynku depozytów oraz bezpośredni (41%) i pośredni (10%) udział Skarbu Państwa w akcjonariacie banku. **Informacja techniczna. (M. Jeżewska)**

### Police

Trzymaj – z dn. 02.06.10

Cena docelowa: 5,50 PLN

#### Wypowiedzenie umów ze spółkami zależnymi

Spółka poinformowała o wypowiedzeniu umów ze spółkami zależnymi (w których ma 100% udziałów). Powodem tego są nierynkowe stawki w obrocie pomiędzy Spółką matką i spółkami zależnymi. Wypowiedzenie zapada 3 czerwca 2011 roku.

**Police**

Trzymaj – z dn. 02.06.10  
Cena docelowa: 5,50 PLN

**Puławy**

Trzymaj – z dn. 06.01.10  
Cena docelowa: 72,05 PLN

**Lotos**

Redukuj – z dn. 07.04.10  
Cena docelowa: 26,50 PLN

**TPSA**

Akumuluj – z dn. 23.04.10  
Cena docelowa: 16,10 PLN

**Agora**

Trzymaj – z dn. 27.05.10  
Cena docelowa: 25,20 PLN

**Budownictwo****Energomontaż  
Południe  
PBG**

Redukuj – z dn. 02.06.10  
Cena docelowa: 194,0 PLN

**Konsolidacja w branży?**

Do 23 lipca resort czeka na oferty inwestorów zainteresowanych zakupem Puław, a także Polic. Gazeta Puls Biznesu spekuluje, że resort skarbu chciałby, aby Zakłady Azotowe Puławy przejęły Zakłady Chemiczne Police. Puławy odebrały już memorandum Polic.

**MSP nie sprzedaje akcji na giełdzie**

Gazeta Puls Biznesu poinformowała, że resort podtrzymał, że po upływie lock-upu w połowie lipca ten nie sprzeda kolejnej puli akcji Lotosu na giełdzie. Jest natomiast dalej zainteresowany pozyskaniem inwestora strategicznego.

**Wniosek o dopłatę**

TPSA wystąpiła z wnioskiem o przyznanie dopłaty w wysokości 236,17 mln PLN do kosztu netto świadczenia usługi powszechnej w 2009 r. Obecnie przed Prezesem UKE toczą się cztery postępowania o przyznanie dopłaty do kosztu netto za lata 2006 - 2009. Postępowanie jest na etapie wyboru biegłego rewidenta, który przeprowadzi analizę całej dokumentacji. Kolejnym krokiem jest wydanie decyzji przez Prezesa UKE. Streżyńska dokonała już wstępnej weryfikacji kosztu za lata 2006-2008 oraz prowadzi analizę wniosku TP o przyznanie dopłaty do kosztu netto za 2009 r. Decyzje w przedmiotowych postępowaniach mają zostać wydane "niezwłocznie". **Naszym zdaniem, zgodnie z obowiązującym prawem telekomunikacyjnym, TPSA należy się dopłata do usługi powszechnej. Jedyną niewiadomą jest jej wysokość. Łącznie kwota jaką TP chciałaby otrzymać z tego tytułu (w latach 2006-2009) to już 0,8 mld PLN. Jakakolwiek kwota zasądzona przez UKE będzie pozytywnie wpływać na wycenę spółki (analitycy nie uwzględniają dopłaty w bilansie) w związku z pojawieniem się ekstra gotówki w spółce, ale również cash flow w przyszłości. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji operatora. (M. Marczak)**

**Wyniki sprzedaży dzienników w maju**

Sprzedaż *Gazety Wyborczej* spadła w porównaniu do ubiegłego roku o 8,7%. W tym samym czasie sprzedaż *Rzeczpospolitej* spadła o 4,3%, *Super Expressu* wzrosła o 0,7%, a *Fakt* zanotował wzrost sprzedaży o 1,1%. **Sama sprzedaż kioskowa *Gazety* spadła o 3,9%. Wyniki sprzedaży *Gazety* są zatem dużo lepsze niż to miało miejsce w pierwszym kwartale jednak należy zwrócić uwagę, że maj 2009 stanowił bardzo niską bazę do porównań i to mimo dużego udziału innych form rozpowszechniania (akcja kolportażu gazet przeprowadzona we współpracy z McDonald's). Pod względem sprzedaży kioskowej maj był najgorszym miesiącem ubiegłego roku (-23,8% r/r). Obniżenie negatywnych dynamik trzeba zatem w pewnym stopniu zrzucić na karb dużego spadku zanotowanego roku ubiegłym. Oczekujemy, że czerwiec powinien być dzięki kampanii wyborczej bardzo dobrym miesiącem jeżeli chodzi o sprzedaż dzienników. Świadczy o tym wystrzał oglądalności stacji informacyjnych w czerwcu (bardzo wysokie wyniki TVN24, TVP Info), co znajduje naszym zdaniem odzwierciedlenie również w konsumpcji innych mediów informacyjnych. (P. Grzybowski)**

**Rząd chce przejąć PKP PLK**

Rząd ma jeszcze w tym roku rozpocząć przejmowanie PKP PLK. Do 2014 roku na konto PKP, które są większościowym akcjonariuszem PKP PLK, wpłynąć ma 2,35 mld PLN. Pieniądze mają pochodzić z funduszu kolejowego, zasilanego z akcyzy paliwowej. Według ekspertów operacja ta odbędzie się kosztem inwestycji. Prezes PKP PLK ma inny pomysł – proponuje podział PKP PLK na 2 spółki, z których jedna posiadałaby akcje PKP PLK, druga zaś majątek, co pozwoliłoby po likwidacji jednej ze spółek na przejęcie kontroli przez Skarb Państwa nad PKP PLK. Resort finansów nie akceptuje takiego rozwiązania, wykup akcji PKP PLK minimalizuje ryzyka Skarbu związane z udzielonymi PKP gwarancjami na zaciągnięte kredyty (5,7 mld PLN). **Wiadomość neutralna. W 2008 roku Fundusz Kolejowy sfinansował 9,2% nakładów inwestycyjnych PKP PLK, w 2007 roku zaś 7,3%. Dotacje z Funduszu Kolejowego do inwestycji w 2008 roku wyniosły 291,3 mln PLN. Plany modernizacji kolei zakładają, że inwestycje kolejowe mają w około 60% być finansowane ze środków UE (historycznie: 35-45%). Pozostałą część wydatków inwestycyjnych mają zapewnić środki własne PKP PLK, budżet państwa oraz zobowiązania dłużne. Nie można wykluczyć, że jeśli zabraknie części środków z Funduszu Kolejowego, PKP PLK będzie mogła finansować inwestycje o mniejszej wartości. Tak będzie, o ile ubytek w Funduszu Kolejowym nie zostanie uzupełniony przez środki budżetowe. Czy tak będzie – trudno na razie powiedzieć. Nie widzimy powodów, do rewizji prognoz wydatków kapitałowych PKP PLK. W dłuższym horyzoncie czasowym (3-5 lat) przejęcie PKP PLK przez Skarb Państwa może być korzystne. (M. Stokłosa)**

**Energomontaż Południe osobno stara się o kontrakt w Koziencach?**

Z wiadomości prasowych wynika, że Energomontaż Południe stara się o kontrakt w Koziencach razem z chińskim producentem generatorów i firmą budującą elektrownie China Dongfang Electric Corporation. Wcześniej chęć udziału w przetargu deklarowało konsorcjum PBG i Alstomu. PBG tłumaczy, że rozważało zwiększenie udziału w kapitale Energomontażu, pod warunkiem pozyskania

dużego zlecenia energetycznego. Obecnie PBG traktuje Energomontaż jako autonomiczny podmiot, którego zarząd podejmuje samodzielne decyzje operacyjne. W Q2 2010 spółka spodziewa się poprawy wyników r/r na poziomie jednostkowym, zaś pogorszenia na poziomie skonsolidowanym. Spółka nadal jest zainteresowana przejęciem dwóch firm z branży, na co może wydać 50 mln PLN. Decyzje podejmie jednak dopiero po rozstrzygnięciu dużych przetargów energetycznych. **Uważamy, że nieporozumienia, które występują między PBG a pozostałymi istotnymi akcjonariuszami spółki mogą być paradoksalnie korzystne dla Energomontażu, zaś niekorzystne dla PBG. Uważamy, że w latach 2012-2012+ podwykonawcy w segmencie energetycznym będą w bardzo korzystnej sytuacji (dużo zamówień, mała podaż usług), co pozwoli im na generowanie bardzo dobrych wyników finansowych. Sądzymy, że słabe wyniki skonsolidowane Energomontażu mogą wynikać z kosztów ponoszonych w związku z budową projektu deweloperskiego w Katowicach oraz z problemów Amontexu (deficyt zleceń, duże koszty stałe).** (M. Stokłosa)

### Hydrobudowa Polska **Najniższa oferta za 144,8 mln PLN**

#### PBG

Redukuj - z dn. 02.06.10

Cena docelowa: 194,0 PLN

Z informacji prasowych wynika, że konsorcjum Hydrobudowa Polska, Hydrobudowa 9, Infra i PRG Metro złożyło najniższą ofertę na budowę II etapu układu przesyłowego ścieków z Warszawy lewobrzeżnej do oczyszczalni Czajka. Wartość oferty to 144,8 mln PLN (około 4,5% prognozowanych przychodów Grupy PBG w 2010 roku). Konkurencyjną ofertę złożyło konsorcjum Mostostalu Warszawa, Acciony i PeBeKa (205,5 mln PLN). **Wiadomość lekko pozytywna, niemniej dziwi tak duża różnica w wartości ofert. Mimo to sądzymy, że Grupa PBG ma duże doświadczenie w tego rodzaju pracach i potrafi dobrze skalkulować ich koszty.** (M. Stokłosa)

### Gant Development

#### Wyniki sprzedaży mieszkań w czerwcu

Gant Development sprzedał brutto w czerwcu 132 mieszkania, zaś uwzględniając 7 rezygnacji: 125 lokali netto. Sprzedawały się głównie mieszkania w Warszawie i Wrocławiu. Zarząd spółki wzrost popytu tłumaczy przesunięciem transakcji z kwietnia i maja oraz wzrostem oferty dewelopera. W maju Gant sprzedał 52 lokale, zaś w całym Q2 2010: 230 mieszkań. W całym 2010 roku deweloper pragnie sprzedać 994 lokale. **Naszym zdaniem za wzrost sprzedaży odpowiada niemal wyłącznie poszerzenie oferty dewelopera. Na koniec marca 2010 w ofercie Ganta znajdowało się 600 lokali, w Q2 2010 deweloper wprowadził do sprzedaży kolejne 800 mieszkań. Podobny efekt wzrostu oferty na wzrost sprzedaży powinniśmy w okresie wakacyjnym zaobserwować w Polnordzie i w Q4 2010 w przypadku Dom Development.** (M. Stokłosa)

### Polnord

Kupuj - z dn. 02.06.10

Cena docelowa: 51,6 PLN

#### Prezes zapowiada kompromis w sprawie dywidendy

Prezes Ciurzyński zapowiada kompromis w sprawie dywidendy – dywidenda ma być bliższa propozycji zarządu (0,43 PLN na akcję) niż propozycji Prokomu (2,05 na akcję). **Redukcja dywidendy byłaby wiadomością pozytywną i sądzymy, że pozwoliłaby na wzrost kursu dewelopera.** (M. Stokłosa)

#### Nowe planowane projekty

Prezes Polnordu zapowiada kolejne inwestycje komercyjne. Spółka ma w planach budowę trzech hoteli – na Wyspie Spichrzów w Gdańsku, w Sopocie i na Wilanowie (3,5 – gwiazdkowy, na 160-180 pokoi). Spółka pracuje też nad projektem budowy biurowca o powierzchni 20 tys. m<sup>2</sup> w Gdańsku-Oliwie. Są szanse na uruchomienie projektu jeszcze w tym roku. Udział dewelopera w przedsięwzięciu wynieść ma 50%. **Mamy wątpliwości, czy Wilanów to dobra lokalizacja dla hotelu. Naturalnie, ostatecznie zdecydować może koszt budowy oraz standard i jego relacja do oferty konkurencji. Trudno nam ocenić projekt budowy biurowca w Gdańsku, nie znając parametrów inwestycji. Deweloper będący partnerem Polnordu prawdopodobnie jedynie wniesie działkę, zaś Polnord zapewni kapitał na uruchomienie projektu.** (M. Stokłosa)

## Pozostałe wiadomości ze spółek

### Centrum Klima

Sprzedaż wyrobów własnych Centrum Klima wzrosła o 39% w II kw. 2010 r. Sprzedaż wyrobów własnych Centrum Klima wzrosła w II kw. br. o 39% w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. Wyroby własne spółki, które charakteryzują się najwyższą marżą, stanowią ok. 23% sprzedaży ogółem.

### Ciech

Parkiet podaje, że Ciech może mieć problem z karą dla oczyszczalni. Kara 190 mln zł, nałożona na bydgoską oczyszczalnię ścieków może uderzyć także w finanse Zachemu, który jest jej akcjonariuszem.

### Chemoservis

Chemoservis Dwory ma wyłączność do negocjacji kupna czeskiej spółki. Chemoservis Dwory podpisał list intencyjny dający wyłączność w prowadzeniu negocjacji na temat kupna pakietu akcji spółki K-Protos w Kralupach. Zgodnie z zapisami przedmiotowej umowy, okres wyłączności został określony na czas 90 dni tj. do 3 października 2010 roku.

### Fasing

Spółka podpisała umowę o wartości 5 mln EUR. Przedmiotem umowy jest dostawa do Rosji łańcuchów górniczych. Termin realizacji zamówienia to 30 czerwca 2012 r.

<b>Górnictwo</b>	Rzeczpospolita podaje, że kontrolowany przez Skarb Państwa Węglokoks, być może będzie uczestniczył w prywatyzacji Katowickiego Holdingu Węglowego i Jastrzębskiej Spółki Węglowej. Sama spółka jest na razie ostrożna w komentarzach, ale nie wyklucza takich zakupów.
<b>Harper Hygienics (IPO)</b>	Przedział cenowy akcji w ofercie Harper Hygienics ustalony na 3,75-4,30 zł.
<b>Hawe</b>	Spółka zależna Hawe ma zlecenie o wartości 7,36 mln zł. PBT Hawe, spółka zależna Hawe SA, podpisała z Gminą Dobroszyce umowę na prace budowlane przy budowie systemu kanalizacji sanitarnej. Przychody PBT Hawe z tytułu wykonania robót budowlanych wyniosą łącznie ok. 7,36 mln zł netto. Spółka podała, że okres obowiązywania umowy to 6 lipca 2010 r. - 31 października 2011 r.
<b>Mediatel</b>	ASTER kupił od Grupy Mediatela spółkę Mediatel 4B. Dzięki zrealizowanej akwizycji, przychody ASTER Biznes, departamentu zajmującego się klientami biznesowymi w ASTER, wzrosną w stosunku do zakładanego planu z początku tego roku i wyniosą 6 mln złotych. Do 2015 roku departament usług dla biznesu zamierza osiągnąć przychody na poziomie 180 mln złotych.
<b>MOL</b>	MOL ma licencję na poszukiwanie ropy i gazu w Rumunii. MOL razem z Expert Petroleum zdobyły od Rumuńskiej Agencji Zasobów Naturalnych licencję na poszukiwanie ropy i gazu na obszarze 3.434 km kw. w zachodniej Rumunii. MOL ma 70 proc. udziałów w przedsięwzięciu.
<b>Mostostal Zabrze</b>	Spółka pozyskała umowę o wartości 2 mln PLN na przebudowę drogi w Kędzierzynie-Koźlu.
<b>PA Nova</b>	PA Nova ma umowy ze spółką zależną Park Handlowy Chorzów na ok. 17,5 mln zł. Firma deweloperska PA Nova zawarła ze swoją spółką Park Handlowy Chorzów Sp. z o.o. jako pożyczkobiorcą umowę pożyczki, a łączna wartość umów pomiędzy tymi podmiotami, zawartych w ciągu ostatnich 12 miesięcy, wynosi 17.494 tys. zł.
<b>PGE</b>	Fitch ocenia, że przejście Energi przez PGE nie wpłynie na jej ratingi.
<b>Sanwil</b>	Ujemna wycena niezamkniętych transakcji opcji walutowych na koniec czerwca wyniosła ponad 219 tys. PLN. Ujemne różnice kursowe z tytułu zrealizowanych transakcji opcji za czerwiec przekroczyły 194 tys. PLN.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>Muza</b>	Małgorzata Czarzasty zwiększyła udział w kapitale zakładowym do 15,51 proc. z 12,74 proc. przed dokonaniem zmiany. Przewodniczący RN zwiększył udział w kapitale zakładowym do 15,35 proc. z 13,39 proc. przed dokonaniem zmiany.
-------------	--

## Kalendarium spółek

<b>Wtorek /06.07.10/</b>	
ARCTIC PAPER	Dzień wypłaty 0,89 zł dywidendy na akcję.
<b>Środa /07.07.10/</b>	
INTERBUD - LUBLIN	Koniec przyjmowania zapisów na akcje serii E spółki w transzy inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych.
INSTAL KRAKÓW	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,30 zł na akcję.
<b>Czwartek /08.07.10/</b>	
KGHM	Dzień wypłaty dywidendy 3,00 zł na akcję.
<b>Piątek /09.07.10/</b>	
INTERBUD - LUBLIN	Przydział akcji serii E spółki.
<b>Poniedziałek /12.07.10/</b>	
KĘTY	Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 4,00 zł na akcję.
POLNORD	ciąg dalszy WZA spółki rozpoczętego 30 czerwca.

## Kalendarium makro

### Wtorek /06.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
16:00	USA	Indeks ISM dla usług	Czerwiec	55,4	55,4

### Środa /07.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
	Polska	Pieniądz rezerwowo	Czerwiec		
	Polska	Aktywa rezerwowe	Czerwiec		
	UE	Dynamika PKB fin	1 kw.	0,2% k/k	0,1% k/k

### Czwartek /08.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
13:45	UE	Decyzja ECB ws. stóp procentowych		1%	1%
14:30	USA	Nowe wnioski o zasiłki dla bezrobotnych	Tydzień	460 tys.	472 tys.
17:00	USA	Zmiana zapasów paliw	Tydzień		
21:00	USA	Kredyt konsumencki	Maj	-3 mld USD	0,96 mld USD

### Piątek /09.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
16:00	USA	Dynamika zapasów hurtowników	Maj	0,5% m/m	0,4% m/m


### Poniedziałek /12.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
		Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Alcoa.			


**Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.**

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Akumuluj	18,80	16,00	2010-05-06	16,90	9,3
ACTION	Utajniona do dnia			2010-07-09		
AGORA	Trzymaj	25,20	24,00	2010-05-27	24,76	20,6
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,36	2010-05-10	4,65	9,7
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	53,70	2010-04-06	57,60	12,4
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	58,00	2010-05-11	57,50	4,5
BUDIMEX	Utajniona do dnia			2010-07-09		
BZWBK	Trzymaj	200,50	186,70	2010-04-07	216,50	13,7
CENTRUM KLIMA	Kupuj	14,65	12,12	2010-05-06	12,00	12,9
CERSANIT	Trzymaj	13,43	13,63	2010-06-04	14,00	16,1
CEZ	Trzymaj	140,30	141,30	2010-03-03	133,90	10,0
CIECH	Kupuj	39,20	24,80	2010-06-02	27,00	9,8
COMARCH	Utajniona do dnia			2010-07-09		
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,40	2010-03-25	15,79	12,7
DOM DEVELOPMENT	Utajniona do dnia			2010-07-09		
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	161,00	2010-03-12	171,00	15,6
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	84,30	2010-03-09	77,50	16,5
ENEA	Kupuj	21,24	17,72	2010-06-02	18,17	12,0
ERBUD	Utajniona do dnia			2010-07-09		
EUROCASH	Redukuj	18,60	21,42	2010-05-06	20,61	23,0
FAMUR	Trzymaj	2,03	1,78	2010-05-28	2,00	15,0
GETIN	Trzymaj	10,34	9,35	2010-05-06	10,19	12,3
GTC	Trzymaj	23,90	22,49	2010-05-28	23,80	6,4
HANDLOWY	Kupuj	87,10	70,80	2010-06-02	75,00	14,6
ING BSK	Trzymaj	749,00	744,00	2010-04-07	766,00	14,3
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,20	2010-04-13	15,65	7,7
KĘTY	Trzymaj	120,36	103,00	2010-02-24	115,00	10,7
KGHM	Trzymaj	96,10	91,65	2010-05-27	93,70	5,5
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	11,15	2009-12-08	11,39	12,2
KOPEX	Trzymaj	18,46	17,15	2010-05-28	18,90	15,8
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,43	2010-04-07	14,60	32,5
LOTOS	Redukuj	26,50	28,90	2010-04-07	31,40	9,6
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	75,20	2010-05-19	72,45	13,7
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,33	2010-04-27	4,84	17,8
MONDI	Trzymaj	67,30	70,00	2010-06-02	67,90	17,9
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	76,80	66,80	2010-05-06	68,30	12,4
NETIA	Trzymaj	4,30	4,88	2009-11-06	4,36	50,7
PBG	Redukuj	194,00	207,90	2010-06-02	213,40	13,8
PEKAO	Trzymaj	172,80	156,60	2010-03-05	165,50	15,4
PGE	Kupuj	27,90	20,66	2010-03-30	23,00	11,4
PGNiG	Kupuj	4,32	3,39	2010-06-14	3,45	11,9
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	36,80	2010-04-08	39,40	10,1
PKO BP	Trzymaj	40,10	36,67	2010-03-17	39,07	14,8
POLICE	Trzymaj	5,50	4,69	2010-06-02	5,39	
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	5,16	4,40	2010-06-02	4,44	13,0
POLNORD	Kupuj	51,60	33,60	2010-06-02	37,70	21,7
PZU	Trzymaj	358,80	352,10	2010-05-11	312,50	13,4
RAFAKO	Utajniona do dnia			2010-07-09		
SYGNITY	Kupuj	18,20	13,89	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	16,10	14,58	2010-04-23	16,35	16,9
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,20	2010-05-06	4,14	16,9
TVN	Trzymaj	16,69	16,10	2010-05-19	18,00	19,1
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Utajniona do dnia			2010-07-09		
UNIBEP	Akumuluj	9,00	8,09	2010-05-14	7,90	14,0
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	65,50	2010-01-06	80,90	15,2


**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /05.07.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE BANKI</b>													
BZ WBK	186,7	15,4	13,7	10,7	16%	16%	18%	2,3	2,0	1,8	0,0%	2,1%	2,4%
Getin	9,4	24,1	12,3	9,8	7%	13%	14%	1,7	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	70,8	18,3	14,6	10,7	9%	10%	13%	1,5	1,4	1,4	0,0%	5,3%	5,5%
ING BSK	744,0	16,3	14,3	10,5	13%	13%	15%	2,0	1,7	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,4	121,3	32,5	9,5	1%	5%	15%	1,6	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,3	2457,9	17,8	10,0	0%	9%	12%	1,3	1,3	1,1	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	156,6	17,0	15,4	13,0	14%	14%	16%	2,2	2,2	2,0	0,0%	1,9%	5,2%
PKO BP	36,7	19,9	14,8	10,6	13%	15%	18%	2,2	2,1	1,8	2,7%	2,2%	3,4%
<b>Mediana</b>		<b>19,1</b>	<b>14,7</b>	<b>10,6</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	0,9	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	15,6	9,1	6,8	4%	6%	8%	0,5	0,5	0,5	3,8%	4,8%	6,6%
Citigroup	3,8	-	12,3	8,7	-	6%	8%	0,7	0,7	0,6	0,3%	0,1%	0,6%
Commerzbank	5,9	-	-	11,7	-	-	6%	0,5	0,6	0,6	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,0	22,3	6,3	4,8	1%	10%	11%	0,7	0,6	0,5	0,1%	0,4%	2,5%
KBC	30,5	-	7,6	6,4	-	15%	15%	1,0	0,8	0,7	0,0%	2,5%	3,7%
UCI	1,8	18,3	15,3	7,7	3%	4%	7%	0,5	0,5	0,5	1,4%	2,6%	5,0%
<b>Mediana</b>		<b>18,3</b>	<b>9,1</b>	<b>7,2</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>2,5%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	4,2	7,5	9,5	7,3	10%	7%	9%	0,7	0,7	0,6	6,5%	5,3%	6,8%
Deutsche Bank	45,0	6,6	6,7	5,7	13%	12%	12%	0,8	0,7	0,6	2,0%	2,3%	3,8%
Erste Bank	26,0	10,2	10,9	7,4	9%	8%	10%	0,9	0,8	0,7	1,9%	2,3%	2,9%
Komercni B.	3402,0	11,9	11,1	9,9	17%	17%	18%	2,0	1,8	1,7	4,8%	5,4%	6,3%
OTP	4785,0	9,0	8,4	6,1	13%	12%	15%	1,1	1,0	0,9	1,0%	3,1%	5,3%
Santander	8,7	8,2	8,0	6,9	14%	13%	15%	1,0	1,0	0,9	6,4%	6,6%	7,4%
Turkiye Garanti B.	7,0	10,7	8,9	7,9	24%	23%	21%	2,4	1,9	1,6	1,3%	2,1%	2,7%
Turkiye Halk B.	11,4	9,1	8,2	7,4	31%	28%	25%	2,6	2,1	1,7	3,6%	3,7%	4,4%
Sberbank	2,4	87,4	11,5	7,0	2%	16%	23%	2,1	1,8	1,4	0,2%	0,9%	1,9%
VTB Bank	4,8	-	37,5	11,7	-	2%	12%	1,5	1,5	1,3	0,3%	0,4%	1,4%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>7,3</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,7%</b>	<b>4,1%</b>


**Wycena spółek ubezpieczeniowych /05.07.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>													
PZU	352,1	8,1	13,4	11,3	25%	20%	21%	2,7	2,4	2,1	-	3,1%	3,3%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	33,1	12,1	10,9	9,4	9%	9%	10%	1,0	1,0	0,9	3,4%	3,2%	3,5%
Uniq	14,2	30,9	13,5	10,9	4%	7%	9%	1,5	1,4	1,3	2,0%	2,6%	2,9%
Aegon	4,3	-	9,0	6,2	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,5	0,1%	0,9%	3,6%
Allianz	79,7	8,0	7,3	6,7	12%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,9%	5,6%	6,1%
Aviva	3,2	5,6	5,6	4,7	13%	15%	17%	0,8	0,9	0,8	7,6%	8,2%	8,8%
AXA	12,2	8,2	6,6	5,7	9%	10%	10%	0,7	0,6	0,5	4,1%	6,1%	7,1%
Baloise	74,2	8,0	7,4	6,8	12%	11%	11%	0,9	0,8	0,7	6,0%	6,3%	6,6%
Generali	93,5	16,8	13,6	12,2	8%	8%	9%	1,3	1,3	1,1	2,8%	2,9%	3,0%
Helvetia	289,0	8,4	7,2	6,6	11%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	4,8%	5,2%	5,5%
Mapfre	2,3	7,1	7,5	7,1	17%	14%	14%	1,1	1,0	0,9	6,5%	6,5%	6,8%
RSA Insurance	1,2	9,2	9,0	8,3	12%	14%	14%	1,2	1,2	1,1	6,8%	7,3%	7,6%
Zurich Financial	235,4	10,2	8,4	7,7	13%	14%	14%	1,2	1,1	1,1	5,1%	6,5%	6,8%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,3%</b>

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

**Wycena spółek paliwowych /05.07.2010/**


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	28,9	12,6	12,5	7,8	0,6	0,6	0,5	4,2	9,6	6,5	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	36,8	7,8	7,2	6,4	0,4	0,4	0,4	12,0	10,1	10,5	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
MOL	19300,0	9,4	6,8	5,8	1,2	0,9	0,8	22,3	10,9	8,2	13%	13%	14%	1,7%	2,4%	3,5%
OMV	24,2	4,4	3,2	2,8	0,6	0,5	0,5	10,0	6,6	5,3	14%	17%	17%	3,6%	4,1%	4,5%
Hellenic Petroleum	5,9	7,4	7,2	6,4	0,5	0,4	0,4	8,8	9,7	7,7	7%	6%	6%	7,6%	7,6%	8,0%
Tupras	30,0	6,3	5,7	5,0	0,3	0,3	0,2	9,7	8,6	8,0	5%	5%	5%	8,4%	9,4%	9,7%
Unipetrol	190,0	12,4	7,6	6,1	0,6	0,5	0,4	-	47,1	19,1	5%	6%	7%	0,1%	3,7%	5,1%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>7,2</b>	<b>6,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>9,9</b>	<b>9,7</b>	<b>8,0</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,5%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,4	7,4	6,2	6,2	1,1	1,1	1,1	16,6	11,9	12,5	15%	18%	18%	0,7%	2,4%	3,4%
Gazprom	150,4	4,5	3,5	3,1	1,5	1,4	1,2	5,3	4,3	3,7	34%	39%	38%	1,5%	1,8%	2,1%
GDF Suez	23,1	6,3	6,0	5,5	1,1	1,1	1,0	11,5	11,4	10,2	17%	18%	19%	6,6%	6,7%	7,0%
Gas Natural SDG	11,6	7,8	6,9	6,7	1,9	1,7	1,7	8,2	8,0	7,5	24%	25%	25%	6,7%	7,2%	7,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,2%</b>

**Wycena spółek energetycznych /05.07.2010/**


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	141,3	6,7	7,2	7,5	3,1	3,3	3,4	9,1	10,0	10,1	46%	46%	45%	5,6%	6,2%	5,7%
ENEA	17,7	6,1	4,1	4,8	1,0	0,7	0,9	15,2	12,0	11,9	16%	18%	18%	2,6%	3,3%	4,2%
PGE	20,7	5,5	5,7	5,8	2,0	2,0	2,1	10,6	11,4	10,8	37%	35%	36%	3,4%	3,7%	4,4%
E.ON	22,1	6,0	6,0	5,8	1,0	1,0	0,9	7,6	8,0	7,7	16%	16%	16%	6,8%	6,9%	7,1%
EDF	30,3	6,2	5,8	5,4	1,6	1,5	1,5	14,9	14,2	12,2	25%	26%	27%	3,9%	3,9%	4,3%
Endesa	17,1	5,5	5,7	5,7	1,8	1,7	1,6	7,0	8,0	8,0	32%	30%	29%	8,0%	6,6%	6,6%
ENEL SpA	3,4	6,2	6,0	5,9	1,6	1,5	1,4	6,8	7,7	7,6	25%	25%	24%	7,9%	7,7%	7,9%
Fortum	17,9	9,3	9,1	9,2	4,0	3,8	3,7	12,2	11,9	12,2	43%	42%	41%	5,2%	5,5%	5,5%
Iberdrola	4,7	8,1	7,6	7,2	2,1	2,2	2,1	9,2	9,2	8,7	27%	28%	29%	6,8%	6,9%	7,0%
RWE AG	53,4	4,9	4,4	4,2	0,9	0,8	0,8	8,4	7,6	7,6	18%	19%	19%	6,6%	6,9%	7,1%
<b>Mediana</b>		<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,1%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /05.07.2010/**


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
POLICE	4,7	-	10,1	5,7	0,3	0,4	0,3	-	-	13,6	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	65,5	7,9	6,3	2,8	0,5	0,5	0,4	18,5	15,2	5,5	7%	8%	14%	15,5%	1,4%	1,6%
Acron	25,0	7,7	5,7	5,2	1,7	1,4	1,2	8,7	6,9	6,8	22%	24%	23%	2,0%	3,0%	4,3%
Agrium	38,9	8,8	5,6	4,7	0,8	0,8	0,7	15,9	8,4	6,8	9%	14%	15%	0,3%	0,3%	0,3%
DSM	32,2	3,5	3,4	3,4	1,4	1,4	1,4	35,3	28,7	27,1	38%	40%	40%	2,1%	2,5%	2,7%
K+S	36,9	19,0	8,6	6,6	2,2	1,7	1,5	63,8	16,3	11,2	12%	19%	23%	0,8%	2,5%	3,8%
Silvinit	17850,0	6,8	6,6	4,9	4,6	4,0	3,1	10,3	10,1	7,1	68%	61%	64%	1,8%	1,3%	2,4%
Uralkali	3,8	14,4	9,9	7,4	7,6	5,4	4,3	23,6	6,6	4,8	53%	55%	59%	1,4%	3,1%	5,9%
Yara	187,4	13,6	7,0	6,9	1,1	1,0	1,0	22,7	10,4	9,1	8%	15%	14%	2,4%	2,8%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>8,3</b>	<b>6,6</b>	<b>5,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>20,6</b>	<b>10,2</b>	<b>7,1</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,7%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	24,8	5,7	4,9	4,4	0,6	0,6	0,5	-	9,8	6,2	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	42,2	7,0	6,4	5,9	0,9	0,9	0,8	16,4	13,6	11,7	13%	14%	14%	3,2%	3,5%	4,0%
BASF	43,3	7,4	5,5	5,1	1,0	0,9	0,9	20,8	12,0	10,7	14%	17%	17%	3,6%	4,4%	4,7%
Croda	10,3	11,4	9,2	8,6	1,9	1,8	1,7	20,4	14,4	13,2	17%	20%	20%	2,0%	2,4%	2,7%
Dow Chemical	23,0	9,1	6,7	5,8	1,1	0,9	0,9	44,6	13,7	8,9	12%	14%	15%	3,9%	3,4%	3,4%
Rhodia	13,5	5,9	3,7	3,5	0,6	0,6	0,5	-	8,3	6,4	11%	15%	15%	0,2%	2,1%	2,7%
Sisecam	1,8	5,8	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	15,1	9,8	6,6	19%	21%	22%	0,0%	1,2%	2,2%
Soda Sanayii	1,6	5,3	5,8	4,1	1,0	0,9	0,8	7,8	6,5	3,8	20%	16%	18%	-	6,2%	8,3%
Solvay	68,8	6,6	9,6	8,6	0,9	1,2	1,2	11,7	22,4	17,2	14%	13%	14%	3,8%	3,8%	4,0%
Tata Chemicals	324,0	6,1	7,1	6,7	1,0	1,4	1,3	10,5	11,5	10,2	16%	19%	19%	2,7%	2,6%	2,6%
Tessenderlo Chemie	21,0	14,9	5,5	4,3	0,4	0,4	0,4	-	24,2	10,2	3%	7%	9%	5,8%	6,0%	6,2%
Wacker Chemie	119,5	10,4	6,4	5,6	1,8	1,5	1,4	35,0	15,7	13,0	17%	24%	25%	1,0%	1,6%	1,9%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>16,4</b>	<b>12,8</b>	<b>10,2</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>

**Wycena europejskich operatorów narodowych /05.07.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Netia	4,9	6,0	5,0	4,3	1,1	1,1	0,9	21,4	50,7	24,3	19%	21%	22%	-	2,0%	4,1%
TPSA	14,6	3,8	4,3	4,3	1,4	1,6	1,6	15,2	16,9	16,2	38%	36%	37%	10,3%	10,3%	10,3%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>18,3</b>	<b>33,8</b>	<b>20,2</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>10%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>
<b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>																
Belgacom	25,7	5,4	5,0	5,4	1,7	1,6	1,6	10,0	10,0	10,4	32%	32%	30%	8,1%	8,5%	8,5%
Cesky Telecom	421,0	5,0	5,3	5,3	2,2	2,3	2,3	12,1	12,4	11,9	44%	43%	43%	10,9%	9,4%	9,3%
Hellenic Telekom	6,3	3,8	4,1	4,1	1,4	1,4	1,4	6,2	7,1	6,5	36%	35%	35%	11,1%	8,7%	9,4%
Matav	636,0	4,1	4,3	4,4	1,6	1,7	1,7	8,2	8,9	9,1	39%	39%	39%	11,7%	11,7%	11,7%
Portugal Telecom	8,5	5,9	5,5	5,4	2,1	2,0	1,9	13,9	13,7	12,0	36%	35%	36%	6,7%	6,8%	6,9%
Telecom Austria	9,0	4,2	4,6	4,6	1,5	1,6	1,6	11,3	13,4	11,8	37%	35%	35%	8,3%	8,3%	8,3%
<b>Mediana</b>		<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>10,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,1</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,9%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,3	4,3	3,7	3,7	1,0	1,0	1,0	9,0	8,5	7,9	22%	27%	27%	6,4%	5,5%	5,9%
DT	9,6	4,4	4,5	4,5	1,4	1,4	1,4	14,5	13,3	12,9	32%	32%	32%	8,1%	7,5%	7,5%
FT	14,4	4,4	4,7	4,8	1,5	1,6	1,6	8,5	8,2	8,0	33%	35%	35%	9,8%	9,7%	9,7%
KPN	10,3	5,3	5,1	5,1	2,0	2,1	2,1	11,3	9,1	8,6	38%	40%	40%	6,7%	7,8%	8,3%
Sw isscom	373,0	6,1	6,3	6,2	2,4	2,4	2,4	9,9	10,4	10,1	40%	38%	39%	6,0%	6,2%	6,5%
TELEFONICA	15,1	5,1	5,2	5,1	2,0	2,0	2,0	8,8	8,4	8,1	40%	39%	39%	7,6%	9,3%	10,3%
TeliaSonera	50,7	7,9	7,4	7,3	2,6	2,6	2,5	11,7	11,0	10,4	33%	35%	35%	4,2%	5,0%	5,4%
TI	0,9	4,7	4,7	4,7	1,9	2,0	2,0	8,7	7,8	7,4	41%	41%	42%	5,9%	6,3%	7,0%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,3%</b>

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

**Wycena spółek IT /05.07.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AB	16,0	7,5	6,8	6,1	0,1	0,1	0,1	9,6	9,3	8,5	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	17,7	6,6	8,2	7,0	0,1	0,2	0,2	9,7	11,3	9,1	2%	2%	2%	7,8%	2,1%	1,8%
ASBIS	4,4	14,6	5,4	4,3	0,1	0,1	0,1	-	9,7	6,5	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	53,7	7,1	7,1	6,6	1,5	1,4	1,3	11,2	12,4	11,6	21%	20%	20%	2,7%	2,4%	2,6%
COMARCH	79,0	9,3	8,4	6,1	0,7	0,8	0,7	18,9	16,0	12,3	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	11,2	12,9	8,3	5,7	0,1	0,1	0,1	42,4	12,2	7,9	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	13,9	-	9,3	5,1	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</b>	<b>8,2</b>	<b>6,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,7</b>	<b>8,8</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Accenture	37,9	7,2	7,1	6,7	1,1	1,1	1,0	14,3	14,3	12,6	15%	15%	15%	1,3%	2,5%	2,1%
Atos Origin	31,7	5,2	4,8	4,3	0,5	0,5	0,5	14,6	12,0	9,8	9%	10%	11%	0,3%	0,5%	0,9%
CapGemini	34,6	6,3	6,6	5,4	0,5	0,5	0,5	17,6	18,7	13,6	8%	8%	10%	2,3%	2,4%	2,9%
IBM	121,9	7,5	7,1	6,6	1,8	1,7	1,6	12,3	10,8	9,9	24%	24%	25%	1,7%	1,9%	2,0%
Indra Sistemas	13,0	7,1	6,9	6,5	0,9	0,9	0,9	10,7	10,5	9,8	13%	13%	14%	5,0%	5,2%	5,6%
LogicaCMG	1,0	7,0	6,1	5,7	0,6	0,6	0,5	9,7	8,6	8,0	8%	9%	9%	2,9%	3,3%	3,6%
Microsoft	23,3	7,4	6,8	6,1	2,9	2,8	2,6	13,8	11,3	10,0	39%	42%	42%	2,1%	2,3%	1,9%
Oracle	21,8	9,6	8,2	7,2	4,6	3,9	3,1	15,4	13,5	11,5	48%	48%	43%	0,1%	0,9%	1,0%
SAP	35,7	13,3	11,4	10,3	4,0	3,8	3,5	21,0	17,7	15,7	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,8%
TietoEnator	13,1	6,4	5,5	4,9	0,6	0,6	0,6	12,4	10,5	8,9	9%	11%	12%	3,2%	4,5%	5,3%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>14,0</b>	<b>11,6</b>	<b>10,0</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,1%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /05.07.2010/**

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011		
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AGORA	24,0	7,7	6,6	6,2	0,9	0,9	0,8	31,9	20,6	19,8	12%	14%	13%	1,6%	2,4%	2,5%
CYFROWY POLSAT	14,4	11,6	8,5	7,3	3,0	2,6	2,4	16,2	12,7	11,3	26%	30%	33%	5,2%	4,1%	5,2%
TVN	16,1	9,3	11,5	9,4	3,5	3,1	2,7	13,0	19,1	15,2	37%	27%	29%	4,8%	1,9%	1,6%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,3	9,7	7,0	6,0	0,7	0,7	0,7	14,1	10,2	7,9	7%	10%	11%	2,3%	7,4%	8,9%
Axel Springer	85,8	8,9	7,7	6,6	1,2	1,1	1,1	10,5	12,4	10,4	14%	15%	16%	5,1%	5,3%	5,6%
Daily Mail	4,4	8,8	7,8	7,2	1,3	1,4	1,4	12,2	10,7	9,2	15%	18%	19%	3,4%	3,4%	3,6%
Gruppo Editorial	1,5	9,3	5,4	4,7	1,0	1,0	0,9	45,4	10,9	8,3	10%	18%	20%	0,0%	4,1%	6,1%
Mcclatchy	3,4	6,2	5,7	5,8	1,5	1,6	1,6	10,7	5,7	6,1	24%	28%	27%	2,6%	-	-
Naspers	263,4	17,9	16,3	13,2	4,3	3,9	3,4	24,9	18,8	14,2	24%	24%	26%	0,8%	0,9%	1,2%
New York Times	8,5	3,9	3,2	3,2	0,5	0,5	0,5	39,9	11,8	11,6	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,0	7,9	7,6	6,9	1,5	1,5	1,5	6,5	5,0	3,8	19%	20%	22%	0,7%	0,7%	0,6%
SPIR Comm	17,1	21,4	9,9	6,8	0,4	0,4	0,4	-	-	37,6	2%	4%	6%	21,1%	-	-
Trinity Mirror	0,7	3,8	3,4	3,2	0,7	0,7	0,6	3,8	2,8	2,5	18%	19%	20%	0,0%	0,8%	3,5%
<b>Mediana</b>		<b>8,8</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>12,2</b>	<b>10,7</b>	<b>8,8</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,6%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	4,7	17,5	8,3	6,8	1,7	1,6	1,5	23,2	9,8	7,8	10%	19%	22%	3,7%	7,5%	9,1%
CETV	419,9	32,2	12,6	8,9	3,0	2,6	2,3	-	-	24,1	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	7,1	16,6	10,1	6,3	2,9	2,1	1,8	25,4	14,5	9,7	17%	21%	28%	4,0%	5,4%	8,6%
ITV PLC	0,5	12,3	7,8	6,2	1,4	1,3	1,3	37,1	14,2	9,5	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,2%
M6-Metropole Tel	16,4	7,8	7,2	6,7	1,5	1,4	1,4	16,2	15,3	13,9	20%	20%	21%	5,7%	5,2%	5,4%
Mediaset SPA	4,4	5,7	5,1	4,7	1,8	1,6	1,5	17,6	13,0	10,8	32%	32%	32%	5,5%	6,4%	7,4%
RTL Group	60,6	11,4	9,8	8,9	1,8	1,7	1,6	22,9	16,6	14,9	15%	17%	19%	3,7%	4,8%	5,5%
TF1-TV Francaise	10,4	12,3	11,2	7,7	1,0	1,0	0,9	29,2	23,0	13,1	9%	9%	12%	2,6%	3,8%	4,9%
<b>Mediana</b>		<b>12,3</b>	<b>9,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>23,2</b>	<b>14,5</b>	<b>12,0</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,5%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	6,9	12,9	11,9	10,2	2,6	2,4	2,2	26,5	23,0	18,2	20%	20%	22%	2,5%	2,7%	2,9%
Canal Plus	5,3	5,1	5,0	4,9	0,2	0,2	0,2	14,5	15,1	14,7	5%	5%	4%	4,8%	5,0%	5,1%
Cogeco	34,2	5,5	5,4	5,1	2,3	2,1	2,0	15,8	14,7	12,6	41%	39%	40%	1,3%	1,6%	1,7%
Comcast	17,5	5,6	5,4	5,2	2,2	2,1	2,0	14,8	14,1	12,4	39%	39%	39%	1,5%	2,1%	2,4%
Liberty Global	26,0	6,1	6,8	6,6	2,6	3,0	3,0	-	-	32,5	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	9,1	6,3	5,8	5,4	3,1	2,9	2,7	21,6	17,2	14,2	49%	50%	50%	0,0%	3,2%	4,4%
Shaw Communications	18,4	7,2	6,5	6,0	3,3	3,0	2,7	14,9	14,1	12,6	46%	46%	44%	4,5%	4,7%	4,9%
<b>Mediana</b>		<b>6,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>15,3</b>	<b>14,9</b>	<b>14,2</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,9%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /05.07.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Budimex	91,0	7,3	10,0	10,0	0,5	0,5	0,5	13,4	12,5	14,4	7%	5%	5%	6,4%	7,5%	4,9%
Elektrobudowa	161,0	8,3	10,2	9,1	0,9	1,0	0,9	14,0	15,6	14,0	11%	9%	9%	1,9%	2,1%	2,3%
Erbud	48,8	7,0	8,4	7,9	0,5	0,5	0,4	14,7	11,9	12,3	7%	5%	5%	0,2%	1,1%	1,3%
Mostostal Wa-w a	66,8	5,1	6,8	7,2	0,4	0,4	0,4	11,1	12,4	14,1	8%	6%	5%	0,0%	4,5%	4,0%
PBG	207,9	12,6	9,8	9,6	1,4	1,0	0,8	14,1	13,8	13,4	11%	10%	8%	0,0%	1,4%	1,5%
Polimex Mostostal	4,4	7,3	8,2	7,6	0,5	0,6	0,5	13,0	13,0	11,9	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	11,8	8,6	8,4	6,5	0,6	0,6	0,3	21,7	15,9	13,6	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,2	6,2	9,1	8,4	0,8	0,7	0,5	9,4	16,9	16,7	12%	8%	6%	2,4%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	74,8	8,5	4,8	4,2	3,5	2,5	2,1	-	15,8	11,9	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,1	9,6	10,6	10,6	0,7	0,5	0,4	15,4	14,0	14,4	7%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,0</b>	<b>13,9</b>	<b>13,8</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	8,2	8,7	7,7	6,9	0,7	0,7	0,7	17,4	15,7	13,7	9%	9%	10%	2,1%	2,3%	2,5%
BILFINGER	42,7	7,4	5,2	5,2	0,3	0,3	0,3	13,4	9,0	8,3	4%	6%	6%	4,2%	5,6%	5,6%
EIFFAGE	36,0	8,5	8,5	8,0	1,2	1,2	1,2	11,7	13,3	10,9	14%	14%	15%	3,2%	3,2%	3,5%
HOCHTIEF	47,9	5,5	4,8	4,5	0,3	0,3	0,2	18,3	14,5	12,6	5%	5%	6%	3,0%	3,4%	3,8%
NCC	116,2	6,5	7,3	6,7	0,3	0,3	0,3	11,7	12,1	10,9	5%	4%	5%	3,4%	4,8%	5,2%
SKANSKA	111,2	6,0	6,6	6,6	0,3	0,3	0,3	13,2	14,8	14,5	5%	5%	5%	5,0%	5,0%	5,2%
STRABAG	17,1	3,9	3,8	3,7	0,2	0,2	0,2	12,4	11,7	11,6	5%	5%	5%	3,1%	2,9%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>13,2</b>	<b>13,3</b>	<b>11,6</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,8%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /05.07.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Dom Development	44,0	12,1	29,7	10,4	1,6	1,4	1,4	13,5	40,3	12,9	16%	9%	18%	1,8%	0,6%	1,9%
GTC	22,5	-	9,0	8,3	4,5	5,1	4,3	-	6,4	6,8	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,2	9,5	8,4	11,2	2,7	2,1	1,6	8,7	7,7	8,6	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	33,6	13,1	19,4	13,9	0,6	0,7	0,6	11,7	21,7	10,9	48%	15%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>12,1</b>	<b>14,2</b>	<b>10,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>11,7</b>	<b>14,7</b>	<b>9,8</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>25%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
CA IMMO INTERNATIONAL	6,5	21,3	17,6	14,3	0,5	0,6	0,6	-	-	-	66%	52%	55%	0,0%	0,0%	1,5%
CITYCON	2,4	18,3	16,5	15,4	0,6	0,7	0,7	13,4	10,8	10,2	56%	58%	59%	5,7%	5,8%	6,2%
CORIO	38,9	24,1	16,9	14,9	0,7	0,9	0,9	12,8	13,2	12,8	64%	83%	87%	6,8%	6,9%	7,1%
DEUTSCHE EUROSHOP	21,9	18,1	16,5	15,8	0,8	0,9	0,9	19,0	15,4	13,8	87%	86%	86%	4,8%	4,9%	5,4%
ECHO INVESTMENT	4,2	13,9	14,6	11,1	1,1	1,0	1,0	19,7	15,5	11,2	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,4	17,9	18,4	17,8	0,5	0,8	0,8	16,5	15,6	16,2	77%	78%	79%	4,5%	4,7%	4,9%
KLEPIERRE	21,9	20,6	16,8	16,1	0,7	1,1	1,0	14,6	15,1	14,5	71%	85%	86%	5,7%	5,7%	5,9%
SPARKASSEN IMMO	4,9	24,3	17,1	15,1	0,6	0,7	0,6	-	11,9	7,4	53%	50%	50%	0,0%	1,7%	5,4%
UNIBAIL-RODAMCO	127,2	17,2	17,1	16,1	0,8	0,9	0,9	13,6	13,6	13,1	86%	82%	81%	6,3%	6,5%	6,8%
<b>Mediana</b>		<b>18,3</b>	<b>16,9</b>	<b>15,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>14,6</b>	<b>14,4</b>	<b>13,0</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,4%</b>

Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych \* spółka polska


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /05.07.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	1,8	7,1	8,4	4,8	1,4	1,3	1,2	14,8	15,0	8,8	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	17,2	7,8	7,1	5,9	0,7	0,7	0,6	14,6	15,8	11,2	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,4</b>	<b>7,8</b>	<b>5,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>14,7</b>	<b>15,4</b>	<b>10,0</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Atlas Copco	111,5	13,2	11,1	9,5	2,4	2,3	2,1	21,1	16,7	13,9	18%	21%	22%	2,6%	2,9%	3,4%
Bucyrus	48,9	7,6	6,1	5,1	1,5	1,1	1,0	12,3	12,8	9,6	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,6	3,1	3,7	3,1	1,2	1,5	1,4	6,4	8,7	6,0	38%	41%	45%	5,9%	3,3%	7,4%
Industrea	0,3	5,1	4,4	3,9	1,7	1,5	1,3	7,0	7,1	5,6	34%	34%	34%	1,8%	3,6%	4,5%
Joy Global	50,8	7,1	9,4	7,7	1,5	1,8	1,6	12,0	16,3	13,0	21%	19%	20%	1,4%	1,4%	1,4%
Sandvik	92,4	36,4	10,5	8,1	2,0	1,8	1,6	-	20,5	13,4	5%	17%	20%	1,7%	2,4%	3,5%
<b>Mediana</b>		<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>6,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>12,0</b>	<b>14,6</b>	<b>11,3</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,4%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /05.07.2010/**

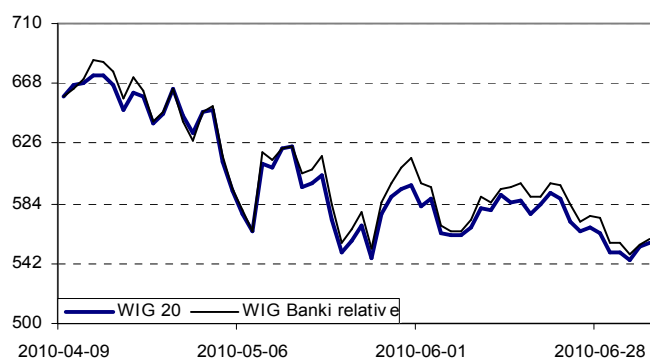
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	70,0	19,2	10,0	8,3	3,1	2,3	2,1	49,0	17,9	12,5	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,3%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	45,0	7,0	4,1	4,6	0,8	0,7	0,7	29,0	7,8	9,2	11%	17%	15%	1,2%	4,3%	5,5%
Holmen	185,5	7,7	9,8	7,8	1,2	1,3	1,2	15,5	27,1	16,7	16%	13%	15%	4,9%	3,8%	3,8%
INTL Paper	22,6	6,0	5,7	5,1	0,8	0,7	0,7	25,8	12,7	9,1	13%	13%	14%	1,5%	1,6%	2,0%
M-Real	2,7	65,9	6,7	6,3	0,8	0,8	0,7	-	25,8	13,6	1%	11%	12%	0,0%	0,5%	0,7%
Norske Skog	7,1	5,2	10,5	6,4	0,6	0,6	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,1	11,0	7,9	6,8	2,2	1,8	1,7	17,2	13,2	10,3	20%	23%	25%	3,7%	4,6%	5,3%
Stora Enso	6,1	10,5	8,0	6,9	0,9	0,8	0,8	37,7	15,1	12,0	9%	11%	12%	2,9%	3,3%	3,4%
Svenska	89,6	6,7	6,8	6,0	1,0	1,0	0,9	11,2	10,9	9,0	14%	14%	15%	4,1%	4,5%	4,8%
UPM-Kymmene	10,2	9,0	7,7	6,5	1,2	1,1	1,0	-	22,9	14,1	13%	14%	16%	3,8%	4,5%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>6,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>21,5</b>	<b>14,1</b>	<b>11,2</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>

**Wycena spółek górniczych /05.07.2010/**

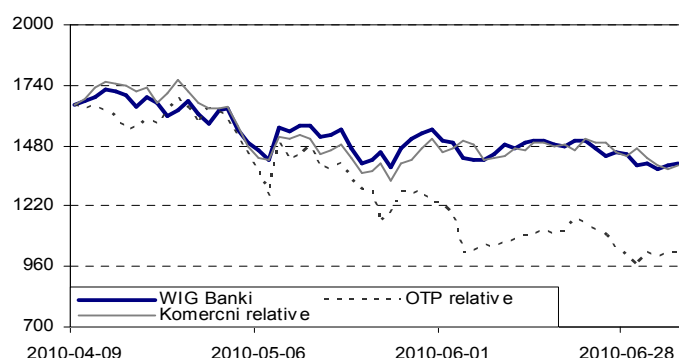
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	91,7	4,8	4,5	5,4	1,6	1,5	1,5	7,2	5,5	9,3	33%	34%	27%	12,7%	3,3%	5,5%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	22,6	6,5	3,7	3,0	1,9	1,5	1,3	10,4	5,4	4,1	29%	40%	43%	0,3%	1,8%	4,4%
BHP Billiton	16,8	4,6	4,0	2,7	2,0	1,9	1,5	9,5	6,9	4,5	44%	48%	55%	4,7%	5,1%	5,7%
Freeport-MCMOR	58,5	4,4	3,3	3,1	2,1	1,7	1,6	10,9	7,2	6,5	48%	52%	52%	0,2%	1,7%	2,5%
Rio Tinto	28,8	6,3	3,5	3,1	2,0	1,5	1,4	8,8	4,4	3,7	31%	44%	47%	1,9%	3,4%	3,7%
Southern Peru	26,4	12,4	7,3	5,7	6,1	4,3	3,4	24,7	12,3	9,2	49%	59%	60%	1,8%	5,8%	7,1%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>10,4</b>	<b>6,9</b>	<b>4,5</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,4%</b>

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

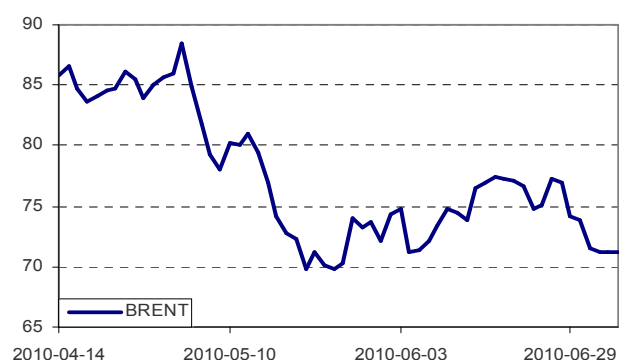
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



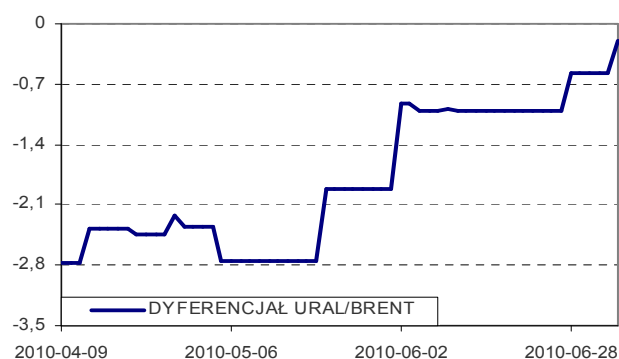
**Relatywne zmiany OTP i Komercni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



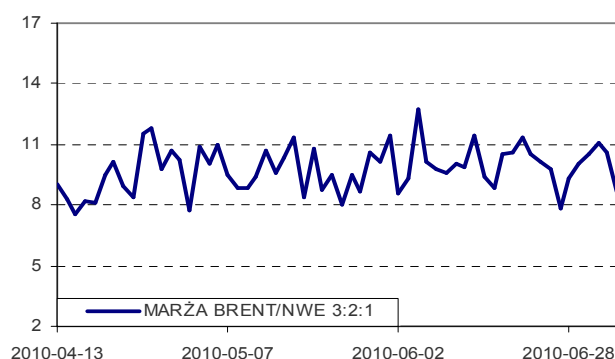
**BRENT (USD/brk)**



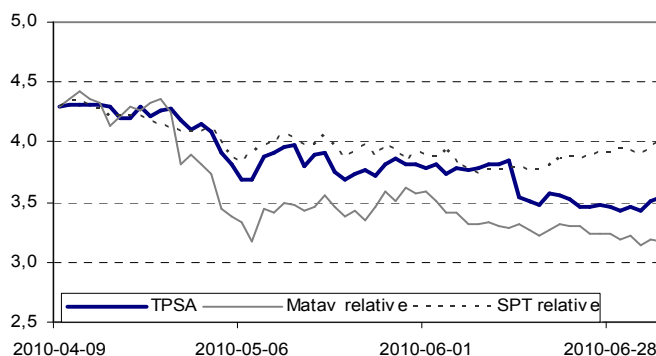
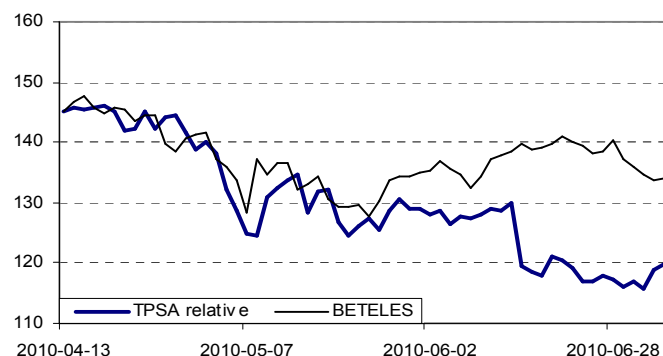
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

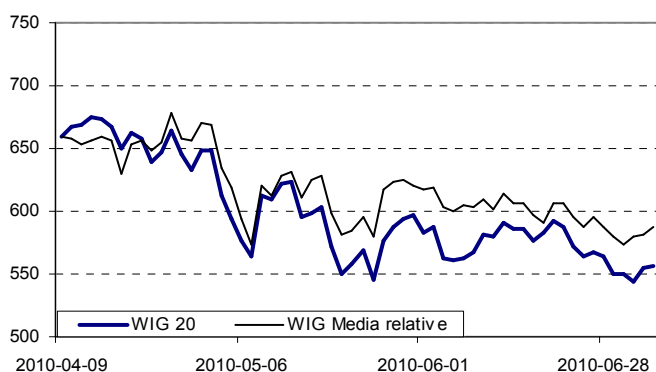


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)** - **Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

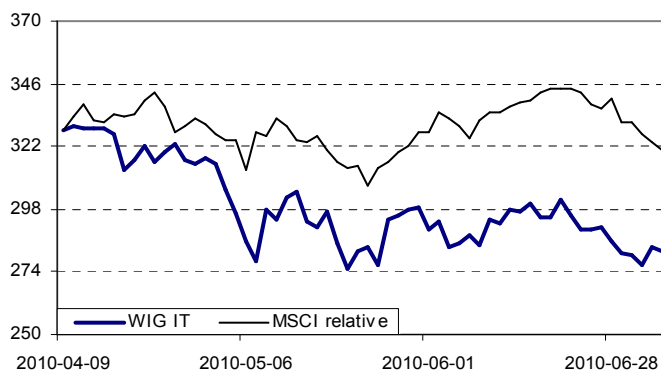


Źródło: Bloomberg

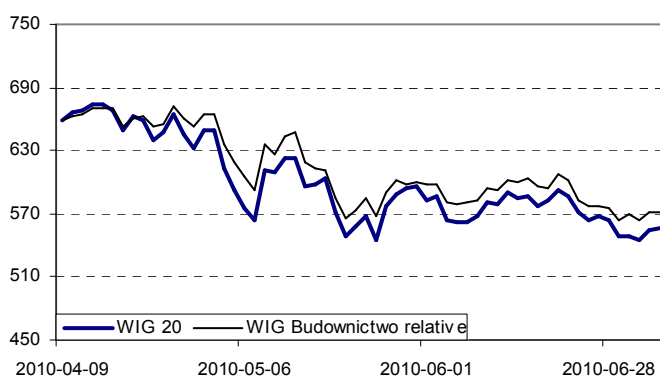
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



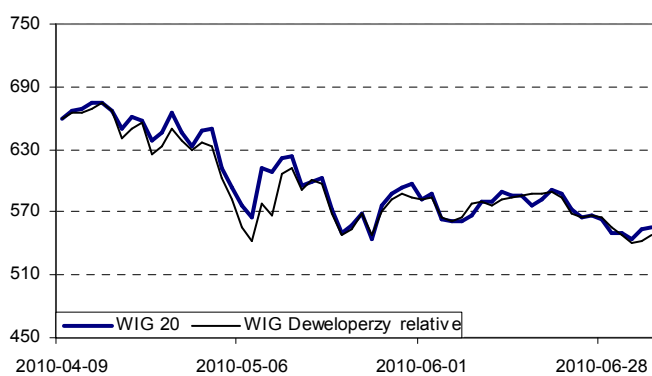
Indeks WIG IT na tle MSCI



Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



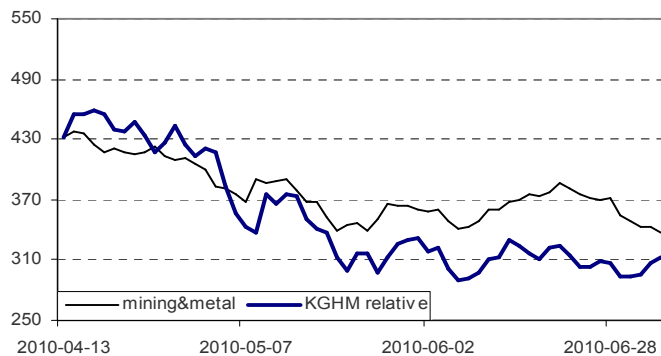
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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  
[micchal.marczak@dibre.com.pl](mailto:micchal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

**Departament Analiz:**

Marta Jezewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

**Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

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

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

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

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

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgową

**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 księgową) - 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 stanowić 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 SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.