


**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	9 932,0	-3,15%	FTSE 100	5 126,0	-1,63%	Miedź (LME)	6 280,0	-3,75%
S&P 500	1 064,9	-3,44%	WIG20	2 354,9	-2,10%	Ropa (Brent)	71,2	-4,81%
NASDAQ	2 219,2	-3,64%	BUX	21 288,9	-3,34%	USD/PLN	3,49	+3,09%
DAX	5 938,9	-1,91%	PX	1 135,3	-4,03%	EUR/PLN	4,18	+1,42%
CAC 40	3 455,6	-2,86%	PLBonds 10	5,86	+1,07%	EUR/USD	1,20	-1,61%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Ciech

Rekomendacja utajniona  
do dnia 09.06.10 \*\*\*

#### W dwa lata zatrudnienie mniejsze o 2,5 tysiąca osób

Gazeta Giełdy Parkiet podała, że liczba pracowników Grupy może jeszcze w bieżącym roku zmniejszyć się o tysiąc (około 7 tys obecnie). Redukcja zatrudnienia, to nie tylko efekt restrukturyzacji, ale również sprzedaży części spółek zależnych (m in. Polfa, Cheman, Transdean, Transoda, Ciech Serwis oraz niektórych spółki dywizji agro, krzemian i szkło). Gazeta podaje, że do 2012 roku liczba pracowników w grupie może spaść o około 2,5 tys osób.

### TVN

Trzymaj - z dn. 22.02.10  
Cena docelowa: 16,0 PLN

#### Rządowy projekt ustawy o telewizji cyfrowej

Rząd przyjął założenia do projektu ustawy o wdrożeniu naziemnej telewizji cyfrowej. W ustawie zostaną określone warunki do przeprowadzenia konkursu na operatora pierwszego multipleksu naziemnej telewizji cyfrowej. Jednym z warunków przystąpienia do konkursu będzie obowiązek rozpowszechniania 3 programów telewizji publicznej, tj. TVP 1, TVP 2, TVP Info (do 31 lipca 2013 r. – termin wyłączenia sygnału analogowego) oraz uprawnienie do rozpowszechniania 4 programów wybranych przez operatora tego multipleksu spośród programów koncesjonowanych lub emisji programów w standardzie HD. Drugi multipleks zostanie przeznaczony do rozpowszechniania innych programów analogowych: Polsat, TVN, TV4, TV Puls. **Projekt jest umiarkowanie pozytywny dla nadawców prywatnych. Dopuszcza on co prawda nowych graczy do multipleksu (3 kanały na pierwszym multipleksie), choć niektóre wersje robocze zakładały nawet rozdział częstotliwości tylko przez obecnych na rynku nadawców ogólnopolskich, ale za to daje do dyspozycji dla TVN, Polsatu i Pulsu cały multipleks, co stwarza ple do wprowadzenia do powszechnego nadawania po dwa własne kanały, bądź też nadawanie swojego głównego kanału w technologii HD.** (P. Grzybowski)

### IT

#### Przetarg na OCSLR już w czerwcu?

Według odniesień *Rzeczpospolitej* już w czerwcu ma zostać uruchomiony przetarg na budowę wartego 0,5 mld PLN Ogólnokrajowy Cyfrowego Systemu Łączności Radiowej. **Naszym zdaniem czerwcowe uruchomienie przetargu może być trudne do realizacji. Do tej chwili według doniesień *Rzeczpospolitej* nie zostały jeszcze zatwierdzone procedury przetargowe, brak jest umowy z MRR na dofinansowanie projektu. Oczekujemy, że przetarg będzie rozpisany najwcześniej w 3-4Q2010.** (P. Grzybowski)

### Asseco Poland

Kupuj - z dn. 06.04.10  
Cena docelowa: 72,10 PLN

#### Przedłużenie umów na informatyzację ZUS

Asseco przedłużyło umowę na informatyzację zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Na mocy nowej umowy rzeszowska spółka miałaby m.in. dokończyć budowę systemu wypłacania emerytur i zasiłków, dokończyć budowę systemu odpowiedzialnego za przechowywanie danych o 1,3 bln zł odkładanych przez Polaków na emeryturę oraz przygotować KSI do przyjęcia danych 7 mln emerytów i rencistów (dziś są tam tylko emerytury osób, które objęła reforma z 1999 r.). **Spora część inwestorów obawiała się, że ze względu na medialną presję ZUS zdecyduje się wycofać z umowy, bądź też rozpiąć przetarg. Podpisanie umowy na kolejne trzy lata powinno rozwiązać te obawy. Zwracamy jednocześnie uwagę, że wieloletnia współpraca z twórcą i głównym wykonawcą systemu jest rzeczą naturalną w krajach rozwiniętych.** (P. Grzybowski)

### Budownictwo

#### Odcinek A1 ma powstać w systemie PPP

Szef GDDKiA zakłada, że odcinek autostrady A1 Tuszyn – Częstochowa o długości 82 km ma powstać z prywatnych środków. Nie wykluczone, że w systemie PPP powstanie również odcinek Częstochowa – Pyrzowice o długości 57 km. Oba odcinki wchodzi w skład 180-km odcinka

Stryków – Pyrzowice (Łódź – Kraków). Pierwotnie, w systemie koncesyjnym, oba odcinki miało budować konsorcjum Autostrada Południe (z udziałem Budimexu). Przyczyny decyzji są dwie: brak środków na finansowanie inwestycji i niechęć do ingerowania w trasę szybkiego ruchu Warszawa – Katowice (ingerencja byłaby konieczna przy okazji budowy). Do lipca zostanie jedynie ogłoszony przetarg na zaprojektowanie odcinka o długości 82 km, GDDKiA wstrzyma się jednak z wyborem wykonawcy. **Wiadomość negatywna dla sektora, gdyż oznacza niższą podaż kontraktów na rynku. Wartość prac na odcinku o długości 82 km można szacować na blisko 3 mld PLN. Wartość prac na odcinku o długości 57 km można szacować na 2 mld PLN. Nie można wykluczyć, że wybrane spółki budowlane zainteresują się możliwością pozyskania koncesji. Jako potencjalnych zainteresowanych można wymienić Accionę, głównego akcjonariusza Mostostalu Warszawa, Skanską, Strabag. Nie oczekujemy, aby Ferrovial, akcjonariusz Budimexu, był zainteresowany możliwością pozyskania koncesji. (M. Stokłosa)**

### Polimex Mostostal

Rekomendacja utajniona  
do dnia 09.06.10 \*\*\*

### Plan wypłaty dywidendy

Na 30 czerwca zostało zwołane WZA, które m.in. zdecyduje o wypłacie 18,6 mln PLN w formie dywidendy (yield = 0,9%). Dzień dywidendy ma zostać ustalony na 1 września. Wypłata ma zostać wypłacona 16 września. **Wiadomość neutralna, mała dywidenda. (M. Stokłosa)**

### Trakcja Polska

Trzymaj - z dn. 06.05.10  
Cena docelowa: 4,16 PLN

### Trakcja zapowiada ponad 20 mln PLN zysku z działalności deweloperskiej

Prezes Radziwiłł przyznaje, że spółka coraz większy nacisk będzie kładła na rozwój działalności deweloperskiej w zakresie obiektów mieszkaniowych i elektrowni wiatrowych (spółka zależna Eco – Wind Construction). W przyszłym roku w obu segmentach spółka powinna na czysto zarobić ponad 20 mln PLN. Wpływy z inwestycji mieszkaniowej przy ul. Oliwskiej, szacowane na 30 mln PLN (4600 PUM), wykazane już zostały w większości w roku 2009. W roku 2011 mogą się pojawić wpływy z realizacji osiedla przy ul. Pełczyńskiego w Warszawie (etap 1, w budowie: 12 tys. m<sup>2</sup>; całość: 17,3 tys. m<sup>2</sup>). Działki znajdują się w PRK – 7. W najbliższym czasie spółka będzie chciała zabudować grunty w Markach i Skierdach, łącznie o powierzchni 7 ha. Z kolei spółka Eco-Wind Construction będzie starała się w ciągu 5 lat, poczynając od roku 2011, wybudować farmy wiatrowe o mocy 700 MW. Ze sprzedaży 1 MW firma może uzyskać 200-300 tys. EUR marży. **Łącznie przychody na realizacji 17 tys. PUM przy ul. Pełczyńskiego szacujemy na 108,7 mln PLN, marżę brutto zaś na 25,6 mln PLN. Projekt ten uwzględniamy w wynikach 2011 roku (41,6 mln PLN przychodów, 9,8 mln PLN wyniku brutto), roku 2012 (54,3 mln PLN przychodów, 12,8 mln PLN wyniku brutto), 2013 roku (12,7 mln PLN przychodów, 3 mln PLN wyniku brutto). Działki w Skierdach (4 ha) i Markach (4 ha) prawdopodobnie zostały przeszacowane do fair value w 2007 roku, przy przejęciu PRK-7. W efekcie, projekty domów prawdopodobnie nie zaferowałyby wysokiej rentowności brutto ze sprzedaży. Alternatywą pozostaje sprzedaż działek klientom. Trakcja posiada też mniejszą działkę w koło Łomianek (Łosia Wólka). Trakcja posiada również 13,5 ha we Wrocławiu przy ul. Lotniczej. Obecnie na gruncie znajduje się baza sprzętowa PRK-7. W przyszłości nie można wykluczyć przeniesienia bazy i wykorzystania gruntu w działalności deweloperskiej. Wartość księgową gruntu jest bardzo niska (5 mln PLN). W zakresie energetyki wiatrowej Eco-Wind ma prawda do przyłączy dla 810 MW. Projekt budowy elektrowni wiatrowych można sprzedać na różnym etapie zaawansowania – marża rośnie stosownie do postępu prac. (M. Stokłosa)**

## Pozostałe wiadomości ze spółek

<b>Alchemia</b>	ZWZ Alchemii w dniu 30 czerwca będzie decydować o wydaniu zarządowi spółki zgody na dokonywanie transakcji w zakresie inwestycji w branży stalowej do kwoty 200 mln PLN. ZWZ Alchemii zdecyduje 30 czerwca o niewypłacie dywidendy.
<b>AS Silvano</b>	AS Silvano planuje 0,05 euro dywidendy na akcję. Planowanym dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 15 lipca, a wypłata ma nastąpić 21 września.
<b>Duda</b>	PKM Duda chce pozyskać z emisji akcji do 107 mln PLN. Polski Koncern Mięśny Duda chce z emisji 97,3 mln akcji serii H pozyskać do 107 mln PLN, a środki przeznaczone zostaną na zasilenie kapitału obrotowego, realizację porozumienia podpisanego z bankami i na realizację programu restrukturyzacji grupy kapitałowej.
<b>Ecard</b>	Po sprzedaży bankomatów eCard skoncentruje się na obsłudze e-płatności i mikropłatności. Zarząd liczy, że już przyszły rok spółka zakończy zyskiem.
<b>Ergis-Eurofilms</b>	Spółka otrzymała zamówienie od ExxonMobile Chemical na dostawę surowca LLDPE. Łączna wartość dostaw i zamówień na surowiec w 2010 r. ma wynieść 16,9 mln PLN.
<b>Farmaceutyki</b>	Najwięksi dystrybutorzy leków, którzy organizują własne sieci aptek, coraz wyraźniej skłaniają się ku modelowi franszysowemu.
<b>Groclin</b>	Prezes przewiduje, że przychody spółki znacząco wzrosną dopiero w 2011 r.

<b>Kernel</b>	Kernel Holding podwyższył kapitał zakładowy o 117,5 tys. dolarów do 1,93 mln dolarów przez emisję 4,45 mln akcji. Zdecydowaną większość akcji objął główny akcjonariusz Namsen Limited.
<b>Kolastyna</b>	Ze skorygowanej wersji raportu wynika, że strata spółki przekroczyła 69,5 mln PLN a nie 64 mln PLN jak podano wcześniej. Głównym czynnikiem wpływającym na korektę były wyższe koszty operacyjne związane z restrukturyzacją (odprawy dla zwalnianych pracowników) oraz koszty finansowe.
<b>KPPD-Szczecinek</b>	Spółka posiada kontrakty terminowe typu forward na kwotę 1,082 mln EUR. Termin ich rozliczenia przypada na okres od 16 grudnia 2010 r. do 25 maja 2011 r.
<b>Lotos</b>	ZWZ Grupy Lotos zadecyduje 28 czerwca o niewypłaceniu dywidendy za 2008 r.
<b>Lubawa</b>	RN powołała Annę Zarzycką-Rzepecką na funkcję wiceprezesa.
<b>Multimedia Polska</b>	Rzeczpospolita: Multimedia Polska wkrótce może kupić jednego z konkurentów. Z informacji "Rzeczpospolitej" wynika, że w ubiegłym roku spółka rozważała przejęcie firmy Stream Communications (siódma pod względem liczby klientów w kraju), którą kontroluje fundusz inwestycyjny Penta.
<b>PGNiG</b>	PGNiG oraz Gaz-System chcą wprowadzenia nowej opłaty, pobieranej od wszystkich odbiorców gazu, która pokryje koszty inwestycji w Świnoujściu.
<b>SSI</b>	Spółka podpisała umowę na 306 tys. PLN na wykonanie prac elektrycznych i instalacyjnych w Sanatorium Jagusia w Kudawie Zdroju.
<b>Synthos</b>	Należąca do grupy chemicznej Synthos czeska spółka Synthos PBR zaciągnęła 57,525 euro kredytu na finansowanie oraz refinansowanie realizacji budowy linii produkcyjnej do wytwarzania kauczuku polibutadienowego.
<b>Vedia</b>	Spółka Vedia (NewConnect) podpisała umowę o wartości 10 mln USD z firmą Spellmark na dostarczenie produktów elektronicznych wraz z akcesoriami do Rosji.
<b>Veno</b>	Zarząd odwołał WZA zwołane na 25 czerwca 2010 r. Zarząd podał, że uczestnictwo akcjonariuszy nie byłoby możliwe ze względu na przypadający dzień wcześniej dzień rejestracji podwyższenia kapitału. Zgromadzenie zostało zwołane na 30 czerwca 2010 r.
<b>Wojas</b>	Przychody grupy Wojas wzrosły o 28,7% r/r do 8,55 mln PLN w maju. ZWZ Wojasa zdecyduje 29 czerwca o niewypłaceniu dywidendy.

## **Transakcje osób powiązanych oraz funduszy**

<b>Arctic Paper</b>	Członek zarządu sprzedał łącznie 4,2 tys. akcji za ponad 55 tys. PLN.
<b>BRE</b>	Osoba z kierownictwa spółki nabyła 26 maja 333 prawa do akcji nowej emisji za łączną cenę 53,28 tys. PLN.
<b>Oponeo.PI</b>	Prezes zarządu sprzedał łącznie 100 tys. akcji po łącznie 615 tys. PLN.
<b>TVN</b>	Osoba mająca dostęp do informacji poufnych nabyła 31 maja 4 tys. akcji po cenie 10,58 PLN za akcję, natomiast 3 czerwca osoba ta zbyła 2 tys. akcji po cenie 17,6 PLN za akcję.

## Kalendarium spółek

### Poniedziałek /07.06.10/

BUDIMEX Dzień ustalenia prawa do dywidendy 6,80 zł na akcję.

### Wtorek /08.06.10/

COMARCH Wprowadzenie do obrotu na rynku GPW 91.041 akcji zwykłych na okaziciela serii J2 spółki.

DOM DEVELOPMENT Dzień ustalenia prawa do 0,80 zł dywidendy na akcję

### Środa /09.06.10/

EUROTEL Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 1,20 zł na akcję.

RADPOL Dzień wypłaty dywidendy 0,15 zł na akcję.

### Czwartek /10.06.10/

ENEA Dzień wypłaty dywidendy 0,38 zł na akcję.

### Piątek /11.06.10/

EUROCASH Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 0,37 zł na akcję.

## Kalendarium makro

### Poniedziałek /07.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:30	UE	Indeks Sentix	Czerwiec		-6,4

### Środa /09.06.10/

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

### Czwartek /10.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
13:45	UE	Decyzja EBC w sprawie stóp procentowych.			
14:30	USA	Bilans handlu zagranicznego	Kwiecień	42,5 mld USD	40,4 mld USD
14:30	USA	Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	Tydzień		


### Piątek /11.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Dynamika sprzedaży detalicznej			0,4% m/m
15:55	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	Czerwiec	75	73,6
16:00	USA	Dynamika niesprzedanych zapasów	Kwiecień	0,4% m/m	0,4% m/m


**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	16,30	2010-05-06	16,90	9,5
ACTION	Trzymaj	18,49	19,50	2010-04-07	22,00	12,5
AGORA	Trzymaj	25,20	25,45	2010-05-27	24,76	21,8
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,47	2010-05-10	4,65	9,7
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	55,90	2010-04-06	57,60	12,9
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	58,90	2010-05-11	57,50	4,5
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	95,50	2010-03-29	96,60	13,2
BZWBK	Trzymaj	200,50	202,80	2010-04-07	216,50	14,9
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,45	2010-05-06	12,00	13,3
CERSANIT	Utajniona do dnia			2010-06-10		
CEZ	Trzymaj	140,30	142,30	2010-03-03	133,90	10,2
CIECH	Utajniona do dnia			2010-06-09		
COMARCH	Redukuj	93,10	88,00	2010-02-15	102,90	17,9
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,98	2010-03-25	15,79	13,2
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,90	49,90	2010-05-07	55,40	45,8
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	170,00	2010-03-12	171,00	16,4
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	88,80	2010-03-09	77,50	17,4
ENEA	Utajniona do dnia			2010-06-09		
ERBUD	Trzymaj	54,60	51,45	2010-03-11	53,30	12,6
EUROCASH	Redukuj	18,60	19,95	2010-05-06	20,61	21,4
FAMUR	Trzymaj	2,03	2,09	2010-05-28	2,00	17,6
GETIN	Trzymaj	10,34	9,90	2010-05-06	10,19	13,0
GTC	Trzymaj	23,90	23,80	2010-05-28	23,80	
HANDLOWY	Utajniona do dnia			2010-06-09		
ING BSK	Trzymaj	749,00	744,00	2010-04-07	766,00	14,3
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,60	2010-04-13	15,65	7,9
KĘTY	Trzymaj	120,36	107,10	2010-02-24	115,00	11,2
KGHM	Trzymaj	99,10	93,50	2010-05-27	93,70	5,6
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	8,40	2009-12-08	11,39	9,2
KOPEX	Trzymaj	18,46	18,22	2010-05-28	18,90	16,8
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,69	2010-04-07	14,60	33,1
LOTOS	Redukuj	26,50	31,40	2010-04-07	31,40	10,4
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	75,40	2010-05-19	72,45	13,8
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,44	2010-04-27	4,84	18,2
MONDI	Utajniona do dnia			2010-06-09		
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	78,20	72,55	2010-05-06	68,30	13,5
NETIA	Trzymaj	4,30	4,77	2009-11-06	4,36	49,6
PBG	Utajniona do dnia			2010-06-09		
PEKAO	Trzymaj	172,80	160,00	2010-03-05	165,50	15,8
PGE	Kupuj	27,90	20,58	2010-03-30	23,00	11,3
PGNiG	Kupuj	4,32	3,43	2010-03-24	3,70	10,0
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,50	2010-04-08	39,40	10,3
PKO BP	Trzymaj	40,10	38,01	2010-03-17	39,07	15,3
POLICE	Utajniona do dnia			2010-06-09		
POLIMEX MOSTOSTAL	Utajniona do dnia			2010-06-09		
POLNORD	Utajniona do dnia			2010-06-09		
PZU	Trzymaj	358,80	342,00	2010-05-11	312,50	13,1
RAFAKO	Utajniona do dnia			2010-06-09		
SYGNITY	Kupuj	18,20	14,79	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,64	2010-04-23	16,35	18,2
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,18	2010-05-06	4,14	16,8
TVN	Trzymaj	17,00	17,28	2010-05-19	18,00	20,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	78,15	2010-01-06	84,50	16,5
UNIBEP	Akumuluj	9,10	8,35	2010-05-14	7,90	14,5
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	61,10	2010-01-06	80,90	14,1


**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /04.06.2010/**

	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	202,8	16,7	14,9	11,6	16%	16%	18%	2,5	2,2	1,9	0,0%	2,0%	2,2%
Getin	9,9	25,6	13,0	10,4	7%	13%	14%	1,8	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	75,2	19,5	15,5	11,3	9%	10%	13%	1,6	1,5	1,5	0,0%	5,0%	5,2%
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	15,7	123,3	33,1	9,6	1%	5%	15%	1,6	1,6	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,4	2520,3	18,2	10,3	0%	9%	12%	1,4	1,3	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	160,0	17,4	15,8	13,3	14%	14%	16%	2,3	2,2	2,1	0,0%	1,8%	5,1%
PKO BP	38,0	20,6	15,3	11,0	13%	15%	18%	2,3	2,1	1,9	2,6%	2,1%	3,3%
<b>Mediana</b>		<b>20,0</b>	<b>15,4</b>	<b>10,7</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,1%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	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	5,6	-	-	11,1	-	-	6%	0,5	0,6	0,6	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,3	23,4	6,6	5,0	1%	10%	11%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,4%	2,4%
KBC	29,9	-	7,5	6,3	-	15%	15%	0,9	0,8	0,7	0,0%	2,5%	3,7%
UCI	1,6	15,9	13,3	6,7	3%	4%	7%	0,5	0,5	0,5	1,6%	2,9%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>15,9</b>	<b>9,1</b>	<b>6,7</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>2,4%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	4,0	7,1	8,9	6,9	10%	7%	9%	0,7	0,6	0,6	6,9%	5,7%	7,2%
Deutsche Bank	46,7	6,9	6,9	5,9	13%	12%	12%	0,8	0,7	0,7	1,9%	2,2%	3,6%
Erste Bank	26,0	10,2	11,0	7,4	9%	8%	10%	0,9	0,8	0,7	1,9%	2,3%	2,9%
Komercni B.	3660,0	12,8	11,9	10,6	17%	17%	18%	2,2	2,0	1,8	4,4%	5,0%	5,8%
OTP	4840,0	9,1	8,5	6,1	13%	12%	15%	1,1	1,0	0,9	1,0%	3,1%	5,3%
Santander	7,6	7,1	7,0	6,0	14%	13%	15%	0,9	0,9	0,8	7,4%	7,6%	8,5%
Turkiye Garanti B.	6,5	9,9	8,3	7,4	24%	23%	21%	2,2	1,7	1,5	1,4%	2,3%	3,0%
Turkiye Halk B.	10,7	8,5	7,7	6,9	31%	28%	25%	2,4	1,9	1,6	3,9%	3,9%	4,7%
Sberbank	2,3	85,1	11,2	6,9	2%	16%	23%	2,0	1,7	1,4	0,2%	0,9%	1,9%
VTB Bank	4,8	-	37,9	11,9	-	2%	12%	1,5	1,5	1,3	0,3%	0,4%	1,4%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>8,7</b>	<b>6,9</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 /04.06.2010/**

	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	342,0	7,8	13,1	11,0	25%	20%	21%	2,6	2,3	2,1	-	3,2%	3,4%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	31,2	11,4	10,3	8,9	9%	9%	10%	0,9	0,9	0,9	3,6%	3,4%	3,8%
Uniq	14,4	31,3	13,7	11,0	4%	7%	9%	1,5	1,4	1,3	1,9%	2,5%	2,9%
Aegon	4,5	-	9,3	6,5	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,9%	3,4%
Allianz	79,3	8,0	7,3	6,6	12%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,9%	5,6%	6,1%
Aviva	3,3	5,8	5,8	4,9	13%	15%	17%	0,8	0,9	0,8	7,4%	8,0%	8,5%
AXA	12,5	8,4	6,7	5,9	9%	10%	10%	0,7	0,6	0,6	4,0%	5,9%	7,0%
Baloise	81,3	8,8	8,1	7,4	12%	11%	11%	0,9	0,9	0,8	5,5%	5,7%	6,0%
Generali	92,8	16,7	13,5	12,1	8%	8%	9%	1,3	1,2	1,1	2,8%	2,9%	3,0%
Helvetia	300,0	8,7	7,4	6,9	11%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	4,6%	5,0%	5,3%
Mapfre	2,1	6,6	6,9	6,6	17%	14%	14%	1,0	0,9	0,8	7,0%	7,0%	7,4%
RSA Insurance	1,2	9,1	8,9	8,3	12%	14%	14%	1,2	1,2	1,1	6,9%	7,3%	7,6%
Zurich Financial	236,7	10,2	8,4	7,8	13%	14%	14%	1,2	1,1	1,1	5,1%	6,5%	6,8%
<b>Mediana</b>		<b>8,8</b>	<b>8,3</b>	<b>7,1</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,1%</b>

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

**Wycena spółek paliwowych /04.06.2010/**


	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	31,4	13,1	12,9	8,1	0,7	0,6	0,5	4,6	10,4	7,1	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	37,5	7,9	7,3	6,5	0,4	0,4	0,4	12,3	10,3	10,7	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
MOL	18000,0	9,0	6,5	5,6	1,2	0,9	0,8	20,8	10,2	7,6	13%	13%	14%	1,8%	2,6%	3,7%
OMV	25,3	4,5	3,3	2,9	0,6	0,6	0,5	10,5	6,9	5,5	14%	17%	17%	3,4%	4,0%	4,3%
Hellenic Petroleum	5,5	7,2	7,0	6,2	0,5	0,4	0,4	8,2	9,1	7,2	7%	6%	6%	8,1%	8,1%	8,5%
Tupras	31,3	6,6	5,9	5,2	0,4	0,3	0,2	10,1	9,0	8,3	5%	5%	5%	8,1%	9,0%	9,3%
Unipetrol	192,0	12,5	7,7	6,1	0,6	0,5	0,4	-	47,6	19,3	5%	6%	7%	0,1%	3,7%	5,1%
<b>Mediana</b>		<b>7,9</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>	<b>7,6</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,3%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,4	7,4	5,4	5,9	1,1	1,1	1,1	16,8	10,0	11,9	15%	20%	19%	0,7%	2,3%	4,0%
Gazprom	166,0	4,8	3,8	3,3	1,7	1,5	1,3	5,8	4,8	4,0	34%	39%	38%	1,4%	1,6%	1,9%
GDF Suez	25,1	6,6	6,3	5,8	1,1	1,1	1,1	12,5	12,4	11,1	17%	18%	19%	6,1%	6,2%	6,5%
Gas Natural SDG	11,9	7,9	7,0	6,7	1,9	1,8	1,7	8,4	8,2	7,7	24%	25%	25%	6,5%	7,0%	7,6%
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>10,4</b>	<b>9,1</b>	<b>9,4</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,2%</b>

**Wycena spółek energetycznych /04.06.2010/**


	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	142,3	6,7	7,3	7,6	3,1	3,3	3,4	9,3	10,2	10,3	46%	46%	45%	5,6%	6,2%	5,6%
ENEA	18,0	6,2	4,2	4,9	1,0	0,8	0,9	15,4	12,1	12,1	16%	18%	18%	2,6%	3,2%	4,1%
PGE	20,6	5,1	5,7	5,8	1,9	2,0	2,1	10,6	11,3	10,8	37%	35%	36%	3,4%	3,7%	4,4%
E.ON	24,5	6,4	6,3	6,2	1,0	1,0	1,0	8,4	8,9	8,6	16%	16%	16%	6,1%	6,2%	6,4%
EDF	35,3	6,8	6,3	5,9	1,7	1,6	1,6	17,3	16,5	14,2	25%	26%	27%	3,3%	3,3%	3,7%
Endesa	18,4	5,7	5,9	5,9	1,9	1,7	1,7	7,5	8,6	8,7	32%	30%	29%	7,5%	6,1%	6,1%
ENEL SpA	3,7	6,3	6,1	6,0	1,6	1,5	1,5	7,3	8,2	8,1	25%	25%	24%	7,4%	7,2%	7,4%
Fortum	18,2	9,4	9,2	9,3	4,1	3,9	3,8	12,4	12,1	12,5	43%	42%	41%	5,1%	5,4%	5,4%
Iberdrola	5,1	8,4	7,9	7,4	2,2	2,2	2,1	10,0	10,0	9,4	27%	28%	29%	6,3%	6,3%	6,4%
RWE AG	58,3	5,2	4,6	4,5	0,9	0,9	0,8	9,2	8,3	8,3	18%	19%	19%	6,1%	6,3%	6,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>9,6</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,9%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /04.06.2010/**

	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 NAWOZOWE</b>																
POLICE	5,5	-	10,9	6,1	0,3	0,4	0,3	-	-	15,8	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	61,1	7,3	5,9	2,6	0,5	0,5	0,4	17,2	14,1	5,1	7%	8%	14%	16,7%	1,5%	1,8%
Acron	26,0	7,9	5,9	5,4	1,7	1,4	1,2	9,1	7,2	7,1	22%	24%	23%	1,9%	2,9%	4,1%
Agrium	43,6	9,7	6,2	5,2	0,9	0,8	0,8	17,8	9,4	7,6	9%	14%	15%	0,3%	0,3%	0,3%
DSM	32,8	3,6	3,4	3,4	1,4	1,4	1,4	35,9	29,2	27,6	38%	40%	40%	2,1%	2,4%	2,6%
K+S	37,0	19,0	8,7	6,7	2,2	1,7	1,5	64,0	16,4	11,2	12%	19%	23%	0,8%	2,5%	3,8%
Silvinit	17999,0	6,8	6,6	4,9	4,7	4,0	3,2	10,4	10,2	7,2	68%	61%	64%	1,8%	1,3%	2,4%
Uralkali	4,2	15,8	10,8	8,1	8,3	5,9	4,7	25,8	7,2	5,2	53%	55%	59%	1,3%	2,8%	5,4%
Yara	182,2	13,3	6,8	6,8	1,1	1,0	0,9	22,1	10,1	8,9	8%	15%	14%	2,4%	2,9%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>8,8</b>	<b>6,6</b>	<b>5,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>19,9</b>	<b>10,1</b>	<b>7,6</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,6%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	26,9	5,8	5,1	4,5	0,6	0,6	0,5	-	10,6	6,7	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	42,6	7,0	6,5	6,0	0,9	0,9	0,9	16,5	13,7	11,8	13%	14%	14%	3,1%	3,5%	3,9%
BASF	42,7	7,3	5,4	5,1	1,0	0,9	0,9	20,5	11,8	10,5	14%	17%	17%	3,6%	4,5%	4,8%
Croda	10,2	11,3	9,1	8,5	1,9	1,8	1,7	20,2	14,3	13,1	17%	20%	20%	2,0%	2,5%	2,7%
Dow Chemical	24,8	9,5	7,0	6,1	1,1	1,0	0,9	48,2	14,8	9,6	12%	14%	15%	3,6%	3,1%	3,1%
Rhodia	13,4	5,9	3,7	3,5	0,6	0,6	0,5	-	8,2	6,4	11%	15%	15%	0,2%	2,2%	2,7%
Sisecam	1,8	5,8	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	15,0	9,7	6,6	19%	21%	22%	0,0%	1,2%	2,3%
Soda Sanayii	1,7	5,6	6,2	4,4	1,1	1,0	0,8	8,7	7,2	4,2	20%	16%	18%	-	5,6%	7,5%
Solvay	70,9	6,7	9,8	8,8	1,0	1,2	1,2	12,1	23,1	17,7	14%	13%	14%	3,7%	3,6%	3,9%
Tata Chemicals	319,6	6,1	7,1	6,7	1,0	1,3	1,3	10,4	11,3	10,1	16%	19%	19%	2,8%	2,6%	2,6%
Tessenderlo Chemie	22,0	15,4	5,6	4,5	0,5	0,4	0,4	-	25,4	10,7	3%	7%	9%	5,5%	5,7%	5,9%
Wacker Chemie	105,4	9,2	5,7	5,0	1,6	1,4	1,2	30,9	13,9	11,4	17%	24%	25%	1,1%	1,8%	2,2%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>16,5</b>	<b>12,8</b>	<b>10,3</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,9%</b>

**Wycena europejskich operatorów narodowych /04.06.2010/**

	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>																
Netia	4,8	5,9	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	20,9	49,6	23,8	19%	21%	22%	-	2,0%	4,2%
TPSA	15,6	4,0	4,5	4,5	1,5	1,7	1,7	16,3	18,2	17,3	38%	36%	37%	9,6%	9,6%	9,6%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>18,6</b>	<b>33,9</b>	<b>20,6</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	24,9	5,3	4,9	5,3	1,7	1,6	1,6	9,7	9,7	10,1	32%	32%	30%	8,4%	8,8%	8,8%
Cesky Telecom	406,0	4,8	5,1	5,1	2,1	2,2	2,2	11,6	12,0	11,5	44%	43%	43%	11,3%	9,7%	9,6%
Hellenic Telekom	6,5	3,9	4,1	4,1	1,4	1,4	1,5	6,4	7,3	6,7	36%	35%	35%	10,8%	8,4%	9,1%
Matav	692,0	4,3	4,5	4,6	1,7	1,8	1,8	9,0	9,7	9,9	39%	39%	39%	10,7%	10,7%	10,8%
Portugal Telecom	8,5	5,9	5,5	5,4	2,1	2,0	1,9	13,9	13,8	12,1	36%	35%	36%	6,7%	6,8%	6,9%
Telecom Austria	9,3	4,3	4,7	4,7	1,6	1,7	1,7	11,6	13,8	12,2	37%	35%	35%	8,0%	8,0%	8,0%
<b>Mediana</b>		<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>10,6</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</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	4,4	3,8	3,8	1,0	1,0	1,0	9,3	8,8	8,2	22%	27%	27%	6,2%	5,3%	5,8%
DT	9,2	4,3	4,4	4,4	1,3	1,4	1,4	13,9	12,8	12,3	32%	32%	32%	8,4%	7,8%	7,8%
FT	15,4	4,6	4,9	4,9	1,5	1,7	1,7	9,1	8,8	8,6	33%	35%	35%	9,1%	9,1%	9,1%
KPN	10,6	5,4	5,2	5,2	2,1	2,1	2,1	11,6	9,4	8,9	38%	40%	40%	6,5%	7,5%	8,0%
Sw isscom	370,2	6,0	6,2	6,2	2,4	2,4	2,4	9,8	10,3	10,1	40%	38%	39%	6,1%	6,2%	6,5%
TELEFONICA	15,4	5,1	5,2	5,2	2,1	2,0	2,0	9,0	8,6	8,3	40%	39%	39%	7,5%	9,1%	10,1%
TeliaSonera	48,1	7,5	7,1	7,0	2,5	2,5	2,4	11,1	10,4	9,8	33%	35%	35%	4,4%	5,3%	5,7%
TI	0,9	4,8	4,8	4,8	2,0	2,0	2,0	9,1	8,2	7,7	41%	41%	42%	5,6%	6,0%	6,7%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>9,5</b>	<b>9,1</b>	<b>8,8</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,3%</b>

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

**Wycena spółek IT /04.06.2010/**

	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>																
AB	16,3	7,6	6,9	6,2	0,1	0,1	0,1	9,8	9,5	8,6	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	19,5	7,1	8,8	7,6	0,1	0,2	0,2	10,8	12,5	10,1	2%	2%	2%	7,1%	1,9%	1,6%
ASBIS	4,5	14,4	5,3	4,3	0,1	0,1	0,1	-	9,7	6,5	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	55,9	7,4	7,4	6,8	1,6	1,5	1,3	11,6	12,9	12,1	21%	20%	20%	2,6%	2,3%	2,5%
COMARCH	88,0	10,6	9,5	7,0	0,8	0,9	0,7	21,0	17,9	13,7	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	8,4	10,7	6,9	4,7	0,1	0,1	0,1	31,9	9,2	6,0	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	14,8	-	9,8	5,3	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,1</b>	<b>9,4</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	36,9	6,9	6,9	6,5	1,1	1,1	1,0	13,9	14,0	12,3	15%	15%	15%	1,3%	2,6%	2,2%
Atos Origin	36,8	6,0	5,5	4,9	0,5	0,6	0,5	16,9	13,9	11,3	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,7%
CapGemini	38,4	7,2	7,5	6,1	0,6	0,6	0,6	19,5	20,8	15,1	8%	8%	10%	2,0%	2,2%	2,6%
IBM	125,3	7,7	7,2	6,8	1,8	1,8	1,7	12,7	11,1	10,2	24%	24%	25%	1,7%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	14,0	7,6	7,4	7,0	1,0	1,0	1,0	11,6	11,3	10,6	13%	13%	14%	4,7%	4,8%	5,2%
LogicaCMG	1,2	8,2	7,1	6,7	0,7	0,6	0,6	11,7	10,4	9,6	8%	9%	9%	2,4%	2,7%	3,0%
Microsoft	25,8	8,4	7,6	6,9	3,3	3,2	2,9	15,3	12,5	11,1	39%	42%	42%	1,9%	2,0%	1,7%
Oracle	22,1	9,7	8,3	7,3	4,7	4,0	3,1	15,6	13,7	11,6	48%	48%	43%	0,1%	0,9%	1,0%
SAP	36,2	13,5	11,6	10,5	4,1	3,9	3,6	21,3	17,9	16,0	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,8%
TietoEnator	15,0	7,2	6,2	5,5	0,7	0,7	0,7	14,1	12,0	10,2	9%	11%	12%	2,8%	3,9%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,6</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>14,7</b>	<b>13,1</b>	<b>11,2</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,1%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /04.06.2010/**

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	25,5	8,3	7,1	6,7	1,0	1,0	0,9	33,8	21,8	20,9	12%	14%	13%	1,5%	2,3%	2,4%
CYFROWY POLSAT	15,0	12,0	8,9	7,6	3,1	2,7	2,5	16,9	13,2	11,8	26%	30%	33%	5,0%	3,9%	5,0%
TVN	17,3	9,8	12,1	10,0	3,7	3,2	2,9	14,0	20,5	16,3	37%	27%	29%	4,5%	1,8%	1,5%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,4	10,0	7,2	6,2	0,7	0,7	0,7	14,9	10,7	8,3	7%	10%	11%	2,2%	7,0%	8,5%
Axel Springer	80,8	8,4	7,3	6,3	1,2	1,1	1,0	9,9	11,7	9,8	14%	15%	16%	5,4%	5,6%	6,0%
Daily Mail	4,8	9,2	8,3	7,6	1,4	1,5	1,4	13,3	11,7	10,1	15%	18%	19%	3,1%	3,1%	3,3%
Gruppo Editorial	1,7	10,3	6,0	5,2	1,1	1,1	1,0	52,3	12,6	9,6	10%	18%	20%	0,0%	3,6%	5,3%
Mcclatchy	4,1	6,3	5,9	6,0	1,5	1,6	1,6	12,7	6,8	7,3	24%	28%	27%	2,2%	-	-
Naspers	287,0	19,5	17,7	14,3	4,6	4,3	3,7	27,1	20,5	15,5	24%	24%	26%	0,7%	0,9%	1,1%
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	1,9	7,9	7,5	6,9	1,5	1,5	1,5	6,2	4,8	3,6	19%	20%	22%	0,7%	0,7%	0,6%
SPIR Comm	16,7	21,2	9,8	6,7	0,4	0,4	0,4	-	-	36,7	2%	4%	6%	21,6%	-	-
Trinity Mirror	1,0	4,4	4,0	3,7	0,8	0,8	0,7	5,6	4,1	3,7	18%	19%	20%	0,0%	0,5%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>8,8</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>13,3</b>	<b>11,7</b>	<b>9,7</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,3%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	4,6	17,2	8,2	6,7	1,7	1,5	1,5	22,8	9,6	7,7	10%	19%	22%	3,7%	7,7%	9,2%
CETV	530,0	36,2	14,2	10,0	3,4	2,9	2,6	-	-	28,9	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	7,8	18,0	11,0	6,8	3,1	2,3	1,9	27,7	15,8	10,5	17%	21%	28%	3,6%	4,9%	7,8%
ITV PLC	0,6	13,5	8,6	6,8	1,5	1,4	1,4	42,4	16,2	10,8	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,1%
M6-Metropole Tel	16,5	7,9	7,2	6,8	1,5	1,4	1,4	16,4	15,4	14,0	20%	20%	21%	5,7%	5,1%	5,4%
Mediaset SPA	4,8	6,1	5,5	5,0	1,9	1,7	1,6	19,2	14,2	11,9	32%	32%	32%	5,0%	5,9%	6,8%
RTL Group	59,3	11,2	9,6	8,7	1,7	1,7	1,6	22,4	16,3	14,6	15%	17%	19%	3,8%	4,9%	5,6%
TF1-TV Francaise	11,5	13,5	12,3	8,4	1,2	1,1	1,0	32,4	25,5	14,5	9%	9%	12%	2,3%	3,4%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>13,5</b>	<b>9,1</b>	<b>6,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>22,8</b>	<b>15,8</b>	<b>12,9</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,5%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	5,8	10,9	10,1	8,7	2,2	2,0	1,9	22,0	19,1	15,1	20%	20%	22%	3,0%	3,3%	3,5%
Canal Plus	5,2	4,9	4,8	4,7	0,2	0,2	0,2	14,2	14,8	14,4	5%	5%	4%	4,9%	5,1%	5,2%
Cogeco	32,8	5,3	5,3	4,9	2,2	2,1	2,0	15,1	14,1	12,0	41%	39%	40%	1,4%	1,7%	1,8%
Comcast	17,8	5,7	5,5	5,3	2,2	2,1	2,0	15,1	14,3	12,6	39%	39%	39%	1,5%	2,1%	2,3%
Liberty Global	25,0	6,0	6,8	6,6	2,6	2,9	3,0	-	-	31,2	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	8,7	6,0	5,5	5,2	3,0	2,8	2,6	20,6	16,4	13,6	49%	50%	50%	0,0%	3,3%	4,6%
Shaw Communications	18,1	7,1	6,4	5,9	3,2	2,9	2,6	14,6	13,9	12,3	46%	46%	44%	4,6%	4,8%	5,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>15,1</b>	<b>14,5</b>	<b>13,6</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,5%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /04.06.2010/**

	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	95,5	7,8	10,5	10,5	0,5	0,6	0,5	14,0	13,2	15,1	7%	5%	5%	6,1%	7,1%	4,6%
Elektrobudowa	170,0	8,8	10,8	9,8	1,0	1,0	0,9	14,8	16,4	14,8	11%	9%	9%	1,8%	2,0%	2,2%
Erbud	51,5	7,5	8,9	8,4	0,5	0,5	0,4	15,5	12,6	12,9	7%	5%	5%	0,2%	1,0%	1,2%
Mostostal Wa-w a	72,6	5,6	7,5	7,9	0,4	0,5	0,4	12,1	13,5	15,3	8%	6%	5%	0,0%	4,1%	3,7%
PBG	211,0	12,7	9,9	9,7	1,4	1,0	0,8	14,3	14,0	13,6	11%	10%	8%	0,0%	1,4%	1,5%
Polimex Mostostal	4,5	7,3	8,3	7,6	0,5	0,6	0,5	13,2	13,2	12,0	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	13,1	10,0	9,8	7,8	0,7	0,6	0,4	24,2	17,8	15,2	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,2	6,1	9,0	8,3	0,7	0,7	0,5	9,4	16,8	16,6	12%	8%	6%	2,4%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	78,2	8,7	5,0	4,4	3,6	2,5	2,2	-	16,5	12,4	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,4	9,9	10,9	10,9	0,7	0,5	0,4	15,9	14,5	14,9	7%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,2</b>	<b>14,8</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,9%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	8,1	8,5	7,6	6,8	0,7	0,7	0,7	17,2	15,5	13,6	9%	9%	10%	2,1%	2,3%	2,5%
BILFINGER	46,1	7,8	5,5	5,5	0,3	0,3	0,3	14,5	9,8	9,0	4%	6%	6%	3,9%	5,2%	5,2%
EIFFAGE	34,4	8,4	8,4	7,9	1,2	1,2	1,2	11,2	12,7	10,4	14%	14%	15%	3,3%	3,3%	3,7%
HOCHTIEF	50,7	5,7	4,9	4,6	0,3	0,3	0,3	19,4	15,4	13,4	5%	5%	6%	2,9%	3,2%	3,6%
NCC	117,3	6,5	7,4	6,7	0,3	0,3	0,3	11,8	12,2	11,0	5%	4%	5%	3,3%	4,8%	5,1%
SKANSKA	114,2	6,2	6,9	6,8	0,3	0,3	0,3	13,6	15,2	14,9	5%	5%	5%	4,9%	4,9%	5,1%
STRABAG	19,0	4,2	4,1	4,1	0,2	0,2	0,2	13,8	13,0	13,0	5%	5%	5%	2,7%	2,6%	2,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,7%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /04.06.2010/**


	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	49,9	13,3	32,9	11,6	1,8	1,6	1,6	15,3	45,8	14,6	16%	9%	18%	1,6%	0,5%	1,7%
GTC	23,8	-	23,7	21,2	2,0	2,0	1,8	-	28,3	-	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,6	9,6	8,5	11,4	2,8	2,2	1,6	8,9	7,9	8,8	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	36,5	13,7	20,5	14,5	0,7	0,7	0,7	12,7	23,6	11,9	48%	15%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>13,3</b>	<b>22,1</b>	<b>13,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>12,7</b>	<b>26,0</b>	<b>11,9</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	2,5	18,5	16,7	15,6	0,6	0,7	0,7	13,9	11,3	10,6	56%	58%	59%	5,5%	5,6%	5,9%
CORIO	38,4	24,0	16,8	14,8	0,7	0,9	0,9	12,7	13,0	12,6	64%	83%	87%	6,9%	7,0%	7,2%
DEUTSCHE EUROSHOP	23,0	18,5	16,9	16,2	0,9	0,9	0,9	19,9	16,2	14,5	87%	86%	86%	4,6%	4,7%	5,1%
ECHO INVESTMENT	4,3	14,1	14,7	11,3	1,1	1,0	1,0	20,0	15,8	11,4	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,6	18,6	19,1	18,5	0,5	0,9	0,8	17,7	16,7	17,4	77%	78%	79%	4,2%	4,4%	4,6%
KLEPIERRE	21,8	20,6	16,8	16,0	0,7	1,1	0,9	14,5	15,0	14,4	71%	85%	86%	5,7%	5,8%	5,9%
SPARKASSEN IMMO	4,6	23,9	16,9	14,9	0,5	0,6	0,6	-	11,2	6,9	53%	50%	50%	0,0%	1,8%	5,8%
UNIBAIL-RODAMCO	126,8	17,2	17,1	16,0	0,8	0,9	0,9	13,5	13,6	13,1	86%	82%	81%	6,3%	6,5%	6,8%
<b>Mediana</b>		<b>18,6</b>	<b>16,9</b>	<b>15,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>14,5</b>	<b>14,3</b>	<b>12,8</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,8%</b>

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


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /04.06.2010/**

	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>																
FAMUR	2,1	8,2	9,9	5,7	1,6	1,6	1,5	17,3	17,6	10,3	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	18,2	8,2	7,5	6,2	0,8	0,7	0,6	15,5	16,8	11,9	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>5,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>16,4</b>	<b>17,2</b>	<b>11,1</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	113,2	13,4	11,3	9,6	2,4	2,3	2,1	21,4	17,0	14,1	18%	21%	22%	2,6%	2,9%	3,3%
Bucyrus	48,8	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	0,5	2,9	3,4	2,9	1,1	1,4	1,3	5,6	7,6	5,3	38%	41%	45%	6,7%	3,7%	8,4%
Industrea	0,3	5,0	4,3	3,8	1,7	1,5	1,3	6,9	7,0	5,5	34%	34%	34%	1,8%	3,6%	4,5%
Joy Global	50,7	7,1	9,3	7,6	1,5	1,8	1,6	12,0	16,3	13,0	21%	19%	20%	1,4%	1,4%	1,4%
Sandvik	93,6	36,7	10,6	8,2	2,0	1,8	1,6	-	20,8	13,6	5%	17%	20%	1,7%	2,3%	3,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>12,0</b>	<b>14,5</b>	<b>11,3</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,4%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /04.06.2010/**

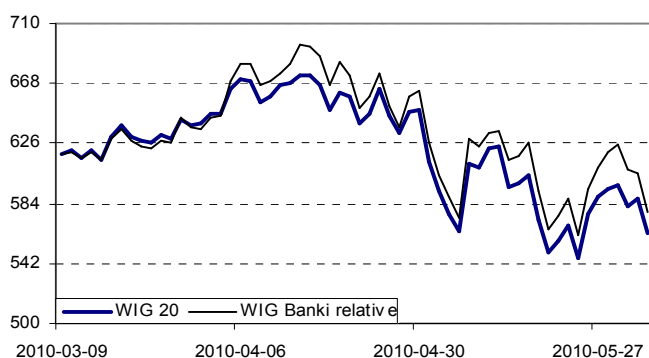
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	67,0	18,5	9,7	8,0	3,0	2,2	2,0	46,9	17,1	12,0	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,6%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	49,9	7,6	4,5	5,0	0,8	0,8	0,8	32,2	8,6	10,2	11%	17%	15%	1,1%	3,9%	5,0%
Holmen	190,0	7,8	9,9	7,9	1,3	1,3	1,2	15,9	27,8	17,1	16%	13%	15%	4,7%	3,7%	3,8%
INTL Paper	21,9	5,9	5,6	5,0	0,8	0,7	0,7	25,0	12,4	8,8	13%	13%	14%	1,5%	1,7%	2,1%
M-Real	2,5	63,3	6,4	6,0	0,7	0,7	0,7	-	23,7	12,4	1%	11%	12%	0,0%	0,5%	0,7%
Norske Skog	7,9	5,3	10,6	6,5	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,0	10,6	7,6	6,5	2,1	1,8	1,6	16,3	12,5	9,8	20%	23%	25%	3,9%	4,8%	5,6%
Stora Enso	6,2	10,6	8,1	7,0	0,9	0,8	0,8	38,3	15,3	12,2	9%	11%	12%	2,8%	3,2%	3,4%
Svenska	92,7	6,8	7,0	6,1	1,0	1,0	0,9	11,6	11,3	9,4	14%	14%	15%	4,0%	4,3%	4,7%
UPM-Kymmene	10,6	9,2	7,8	6,6	1,2	1,1	1,1	-	23,7	14,6	13%	14%	16%	3,6%	4,4%	4,6%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>20,6</b>	<b>13,9</b>	<b>11,2</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,8%</b>

**Wycena spółek górniczych /04.06.2010/**

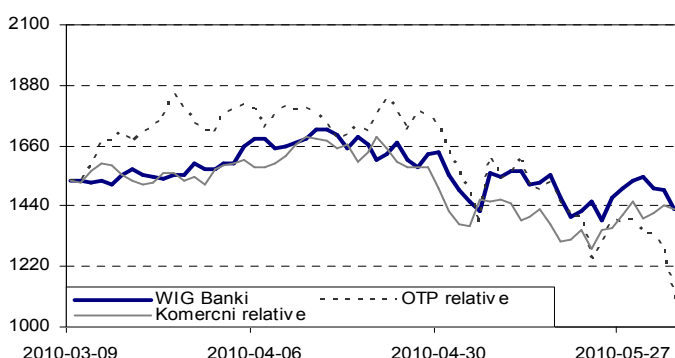
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	93,5	4,9	4,6	5,5	1,6	1,5	1,5	7,4	5,6	9,5	33%	34%	27%	12,5%	3,2%	5,3%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	25,2	7,0	4,0	3,3	2,0	1,6	1,4	11,6	6,0	4,6	29%	40%	43%	0,3%	1,6%	4,0%
BHP Billiton	17,7	4,8	4,2	2,8	2,1	2,0	1,6	9,9	7,3	4,7	44%	48%	55%	4,5%	4,9%	5,5%
Freeport-MCMOR	62,8	4,6	3,5	3,3	2,2	1,8	1,7	11,7	7,7	7,0	48%	52%	52%	0,2%	1,6%	2,3%
Rio Tinto	31,2	6,7	3,7	3,2	2,1	1,6	1,5	9,5	4,8	4,0	31%	44%	47%	1,7%	3,1%	3,4%
Southern Peru	27,3	12,8	7,5	5,8	6,3	4,5	3,5	25,5	12,7	9,5	49%	59%	60%	1,7%	5,6%	6,9%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>11,6</b>	<b>7,3</b>	<b>4,7</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,0%</b>

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

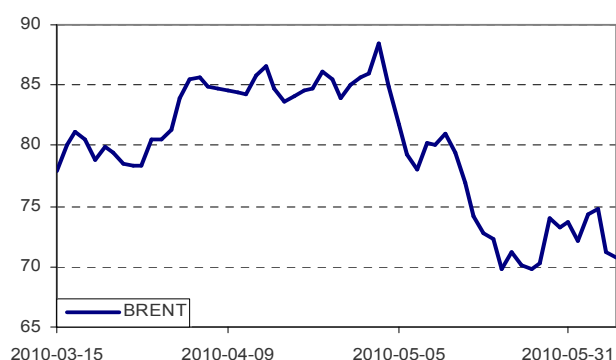
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



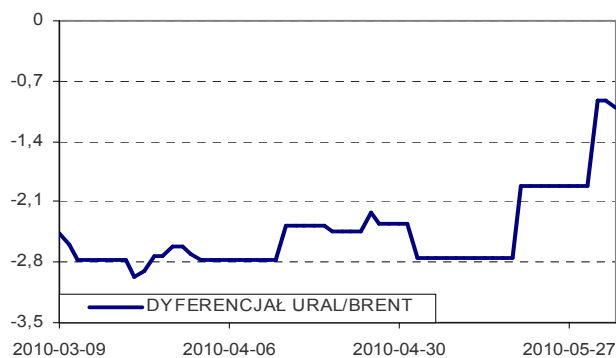
**Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



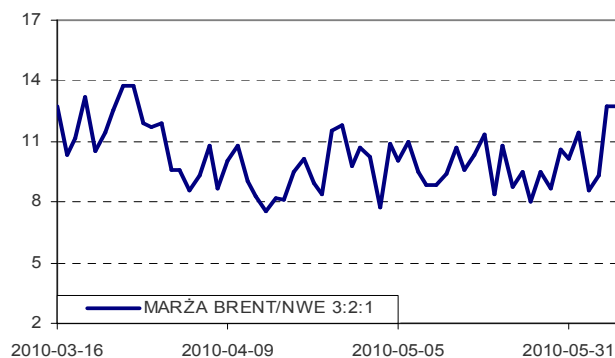
**BRENT (USD/brk)**



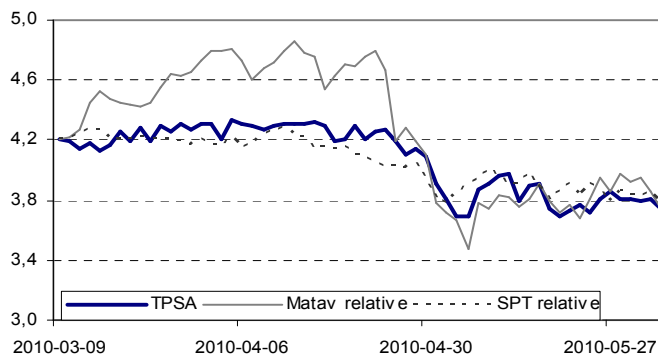
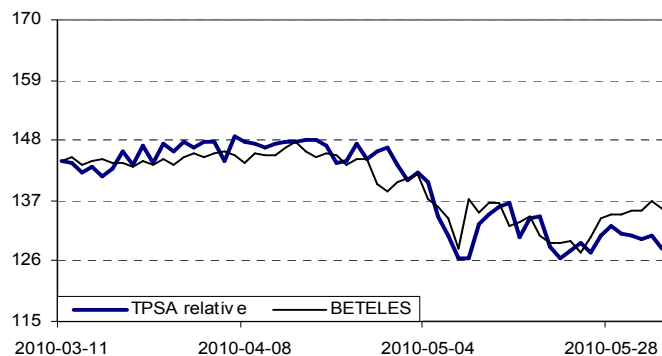
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

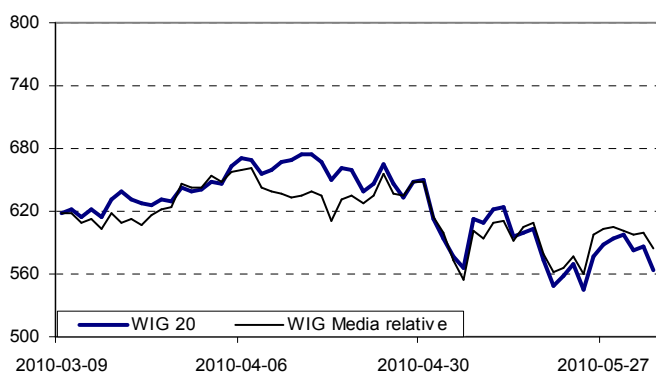


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)** - **Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

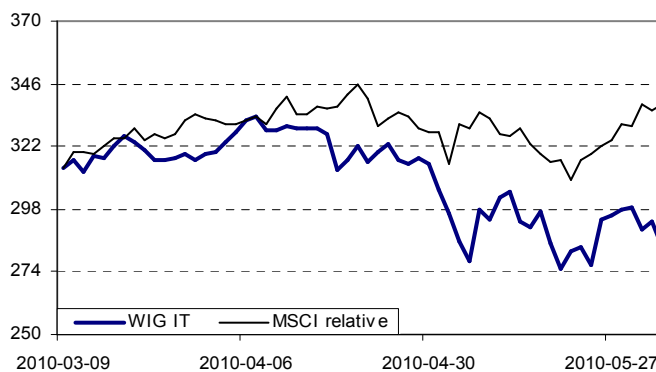


Źródło: Bloomberg

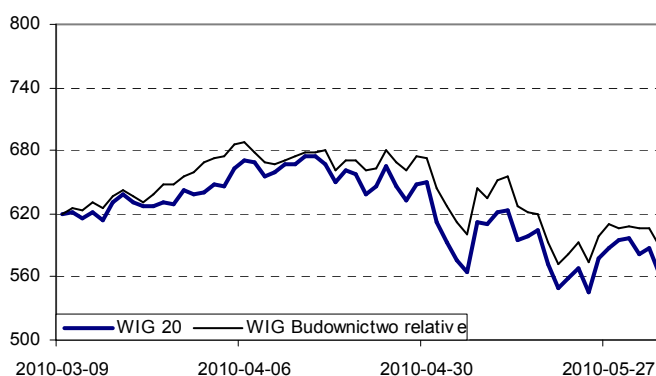
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



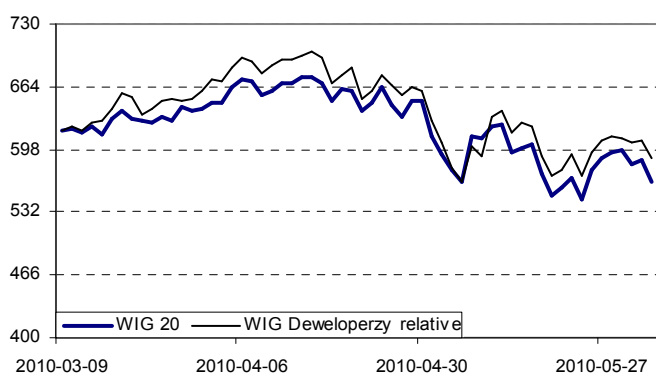
Indeks WIG IT na tle MSCI



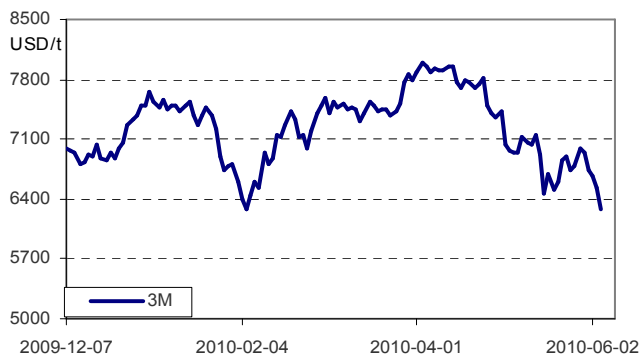
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



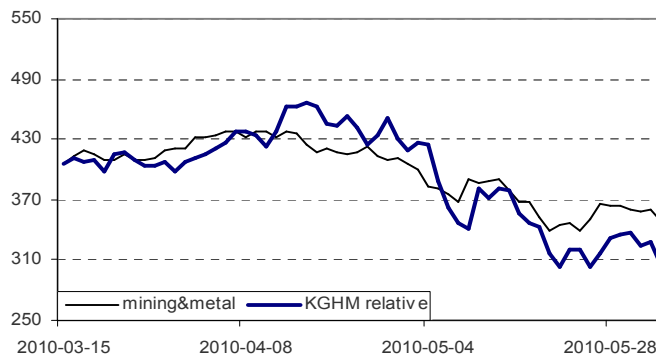
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@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 Szczepaniak 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. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Pólnoc, 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, 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 Klimy, LW Bogdanka.

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.