
**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    | 10 139,0   | +1,20% | FTSE 100   | 5 105,5    | +1,81% | Miedź (LME)  | 6 615,0    | -0,45% |
| S&P 500 | 1 070,3    | +0,94% | WIG20      | 2 329,2    | -0,10% | Ropa (Brent) | 74,7       | +1,54% |
| NASDAQ  | 2 175,4    | +0,74% | BUX        | 22 654,2   | +4,58% | USD/PLN      | 3,21       | -0,70% |
| DAX     | 6 035,7    | +0,71% | PX         | 1 140,8    | +2,09% | EUR/PLN      | 4,08       | -0,28% |
| CAC 40  | 3 538,3    | +1,57% | PLBonds 10 | 5,81       | +0,24% | EUR/USD      | 1,27       | +0,47% |

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Stress testy – PKO BP objęty badaniem

W Europie kończą się testy warunków skrajnych dla banków. Testy zostały skoordynowane na poziomie europejskim, wykonywane były przez godną zaufania instytucję, wg wspólnych dla wszystkich kryteriów. Zostaną opublikowane 23 lipca zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami. Testami objętych zostało 91 instytucji finansowych, wśród nich PKO BP. Instytucje te reprezentują 65% aktywów bankowych UE. Pozostałe duże polskie banki zostaną objęte testami w ramach swoich międzynarodowych grup kapitałowych. CEBS nie ujawnił szczegółów testów, ale wiadomo, że badana jest odporność banków na załamanie gospodarcze, czyli co się stanie, jeśli w UE w 2010 i 2011 r. wzrost gospodarczy byłby o 3 pp. wolniejszy od zakładanego przez KE. Testy mają zbadać, czy bankom wystarczy kapitałów. **Naszym zdaniem PKO BP powinno bez problemu przejść przez tego rodzaju testy. Współczynnik wypłacalności po 1Q10 wynosił 15,2%. Naszym zdaniem, skoro zdecydowano się na publikację tych testów, nie mogą one stanowić dużego zaskoczenia dla rynku. Najprawdopodobniej gorsze wyniki zostaną wykazane w przypadku tych instytucji, które od dawna mają problemy. Kolejnym ruchem nadzorców jest praca nad rozwiązaniami regulacyjnymi (Bazylea III). Wytyczne mają zostać przygotowane przed końcem 2010 roku, a wdrożone w bankach przed końcem 2012 roku. W ostatnim czasie, pojawia się coraz więcej głosów, że ich implementacji zostanie przesunięta w czasie.** (M. Jeżewska)

#### Wartość kredytów w programie "Rodzina na swoim" w VI '10 wyniosła 664 mln PLN

W czerwcu 2010 roku, w ramach programu "Rodzina na swoim", udzielono ponad 3,5 tys. kredytów za prawie 664 mln PLN. W ciągu sześciu miesięcy 2010 roku udzielono ponad 17,7 tys. kredytów o łącznej kwocie 3,2 mld PLN. Najwięcej kredytów udzielono w czerwcu i w marcu. **W maju sprzedaż wyniosła 571 mln PLN (3 tys. kredytów). Widać postępujące ożywienie i wzrost sprzedaży kredytów. Zwykle dobre dane o sprzedaży kredytów w programie „rodzina na swoim” implikują dobre wyniki sprzedaży na całym rynku. Uważamy jednak, że to jedyny segment rynku kredytowego gdzie obserwowany jest wzrost aktywności.** (M. Jeżewska)

### Sygnity

Kupuj - z dn. 02.03.10  
Cena docelowa: 18,20 PLN

#### Kontrakt od MON

Departament Zaopatrywania Sił Zbrojnych MON rozstrzygnął przetarg na dostawę sprzętu informatycznego i oprogramowania. Sygnity zwyciężyło w dwóch częściach przetargu. Spółka dostarczy urządzenia i oprogramowanie do ochrony antywirusowej oraz dostarczy system zarządzania płatnościami. Łączna wartość tych kontraktów to 2,3 mln zł brutto. **Kontrakt stanowi marginalną część portfela zamówień spółki. Informacja o ograniczonym wpływie na Kus.** (P.Grzybowski)

### Cersanit

Trzymaj – z dn.04.06.10  
Cena docelowa: 13,43 PLN

#### Planowana emisja akcji

Spółka poinformowała o zwołaniu Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy w dniu 3 sierpnia 2010 roku, na którym planowane jest głosowanie w sprawie podjęcia uchwały o emisji od 10 do 72 128 020 akcji serii G. Emisja przeprowadzona ma być z prawem poboru (na dwie obecne akcje przysługiwać będzie jedno prawo poboru). Zarząd zostanie upoważniony do wyznaczenia ceny emisyjnej oferowanych akcji. Dzień prawa poboru nowej emisji ustalono na 17 sierpnia bieżącego roku. **Obecna liczba akcji wynosi 144 256 023, co oznacza, że emisja sięgnąć by mogła 50% znajdujących się obecnie akcji w obrocie. Zarząd nie podał celu emisji, ani wielkości środków, jakie chciałby pozyskać. Naszym zdaniem celem mogą być plany inwestycyjne dotyczące rozbudowy mocy produkcyjnych w Rosji i w Rumuni i częściowe zmniejszenie zadłużenia. Wcześniej, na podstawie uchwały NWZA z dnia 17 września 2009 roku Zarząd zobowiązany był do przeprowadzenia emisji do 28 851 200 akcji (do 20%**

obecnej ilości akcji). Akcje nowej emisji, naszym zdaniem, z dużym prawdopodobieństwem będą oferowane z dyskontem, co wpłynie na spadek notowań w krótkim okresie. Podtrzymujemy naszą rekomendację dla akcji Cersanitu. (J. Szkopek)

**Famur**

Trzymaj – z dn. 28.05.10  
Cena docelowa: 2,03 PLN

**Kopex**

Trzymaj – z dn. 28.05.10  
Cena docelowa: 18,46 PLN

**Kopalnie nie zdążą wydać dotacji?**

Gazeta Rzeczpospolita podaje, że istnieje ryzyko nie wykorzystania środków dotyczących dofinansowania inwestycji górniczych w kwocie 400 mln PLN ze względu na długie procedury i konieczność wykorzystania dotacji w 2010 roku. **Wcześniej zarządy kopalni wypowiadały się, że znacząca ilość projektów już rozpoczętych w 2010 roku kwalifikuje się do programu pomocowego. Naszym zdaniem ryzyko jest wyolbrzymione, tym bardziej, że resort gospodarki w tej sprawie działa bardzo dynamicznie (decyzja Komisji Uni Europejskiej została wydana 6 maja bieżącego roku a 6 lipca weszło już w życie rozporządzenie ministra gospodarki w sprawie dotacji na inwestycje w górnictwie). Podtrzymujemy naszą rekomendację dla Famuru i Kopexu. (J. Szkopek)**

**Pozostałe wiadomości ze spółek**

|                         |  |
|-------------------------|--|
| <b>BMP</b>              | BMP nie planuje skupu akcji własnych.  |
| <b>BMP, K2 Internet</b> | Firma zarządzająca aktywami bmp AG negocjuje sprzedaż dwóch spółek portfelowych w trybie "trade sales", poinformował prezes Oliver Borrmann w czwartek. Tryb "trade sales" oznacza, że bmp zamierza w każdym przypadku sprzedać pakiety 100% akcji i nie dotyczy to spółek notowanych na giełdzie (takich jak K2 Internet).<br>Firma zarządzająca aktywami bmp AG jest gotowa do negocjacji nt. sprzedaży części swojego pakietu akcji w K2 Internet, ale nie zamierza sprzedawać go obecnie po aktualnej wycenie. |
| <b>CP ENERGIA</b>       | ZAO Kriogaz, spółka zależna CP Energii, zbuduje w Obwodzie Kaliningradzkim fabrykę LNG wraz ze stacją tankowania CNG za 432 mln rubli, czyli 45,5 mln PLN. Moce produkcyjne fabryki wyniosą 3 tony LNG na godzinę, czyli 21 tys. ton LNG rocznie.  |
| <b>DGA</b>              | DGA chce kupić Poznańskie Zakłady Sprzętu Ortopedycznego. Drugim podmiotem dopuszczonym do aukcji jest Poznańska Wyższa Szkoła Biznesu.  |
| <b>Fast Finance</b>     | Fast Finance zakupiła pakiet wierzytelności konsumenckich o wartości nominalnej 7,2 mln PLN. Pakiet był oferowany przez „wiodący bank” a oferta Fast Finance została wybrana w drodze przetargu.   |
| <b>Integer.PI</b>       | Integer.pl podpisała umowę inwestycyjną z Viren Bhandari (osoba fizyczna) dotyczącą utworzenia projektu podmiotu świadczącego „innovacyjną usługę o charakterze mobilnego e-commerce”, który ma umożliwić klientom w łatwy sposób dokonywać zakupów przez Internet.  |
| <b>Interbud-Lublin</b>  | Interbud-Lublin zawiesza ofertę publiczną z powodu niesprzyjającej sytuacji rynkowej   |
| <b>Kruszwica</b>        | Parkiet podaje, że Kruszwica po zrealizowanych przejęciach nie koncentruje się już na dalszych akwizycjach. Zamierza natomiast umacniać swoje marki. Najbardziej znaną jest Olej Kujawski.   |
| <b>Media</b>            | Pierwsze "wyspy cyfrowe, czyli obszary, na których będzie można odbierać naziemną telewizję cyfrową, mogą powstać w Polsce już we wrześniu tego roku - powiedziała prezes Anna Streżyńska.   |
| <b>Petrolinvest</b>     | Bertrand Le Guern, były prezes Canal + Cyfrowy będzie nadzorował współpracę Petrolinvestu z Grupą Total m.in. w obszarze koncepcji OTG w Kazachstanie. Do czasowego pełnienia funkcji prezesa spółki, po rezygnacji Pawła Gricuka, oddelegowany został natomiast Roman Niewiadomski.   |
| <b>PGNiG</b>            | Polskie LNG podniesie kapitał o ponad 0,5 mld PLN na finansowanie budowy terminalu.  |
| <b>Protector</b>        | Prezes powiedział, że wyniki tak za drugi kwartał jak i pierwsze półrocze, będą lepsze r/r.  |
| <b>Qumak-Sekom</b>      | Qumak-Sekom pozyskał też zlecenie z Małopolskiego Oddziału Wojewódzkiego NFZ na dostawę i rozbudowę infrastruktury serwerowej wraz z rozbudową sieci. Wartość kontraktu to 2,71 mln PLN brutto.  |

**Rank Progress**

Rank Progress planuje po wakacjach podwyższyć prognozy na 2010. Obecnie spółka prognozuje na '10 r. 157 mln PLN zysku netto. Prezes podał, że spółka negocjuje w tej chwili kilka nowych projektów, z których jeden ma być „bardzo duży” W związku z nowymi inwestycjami zwiększony może zostać plan inwestycyjny, który obecnie zakłada wydanie do 2012 roku 500 mln PLN. Rank Progress do końca roku sfinalizuje sprzedaż galerii w Kłodzku.

**Symbio**

Spółka podpisała aneks do umowy z Bankiem BGŻ zwiększający kwotę finansowania do 675 tys. euro. Kredyt przeznaczony jest za zakup płodów rolnych.

**Transakcje osób powiązanych oraz funduszy**

|                  |   |
|------------------|---|
| <b>Bioton</b>    | Firma Prokom Investment zmniejszyła udział w kapitale zakładowym do 19,17 proc. z 20,34 proc. przed zmianą.   |
| <b>Ipopema</b>   | Fundusze Allianz FIO i Allianz Platinum FIZ zwiększyły zaangażowanie w kapitale zakładowym do 5,9071 proc. z 3,66 proc. przed dokonaniem zmiany.<br>Pioneer Pekao IM zwiększył zaangażowanie w kapitale zakładowym do 5,53 proc. z 2,24 proc. przed zmianą. |
| <b>KOV</b>       | Bank HSBC stabilizował kurs KOV. Transakcje miały miejsce od 25 do 28 maja. Łączna liczba akcji nabytych przez spółkę to ponad 1,2 mln sztuk (0,33 proc. kapitału). Średnia jednostkowa cena kupna wyniosła 1,83 PLN za akcję.                              |
| <b>Stąporków</b> | Członek RN nabył 2 lipca łącznie 725 akcji po 9 PLN za akcję.   |

**Kalendarium spółek****Piątek /09.07.10/**

INTERBUD - LUBLIN Przydział akcji serii E spółki.

**Poniedziałek /12.07.10/**

KĘTY Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 4,00 zł na akcję.  
PÓLNORD Ciąg dalszy WZA spółki rozpoczętego 30 czerwca.

**Wtorek /13.07.10/**

AGORA Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 0,50 zł na akcję.  
ERBUD Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 0,48 zł na akcję.

**Środa /14.07.10/**

KĘTY Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 4,00 zł na akcję.

**Czwartek /15.07.10/**

AGORA Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,50 zł na akcję.  
CYFROWY POLSAT Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 0,57 zł na akcję.  
ERBUD Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,48 zł na akcję.

## Kalendarium makro

### 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. |       |          |                    |

### Wtorek /13.07.10/

| Czas  | Region | Dane  | Okres    | Prognoza | Poprzednia wartość |
|-------|--------|---|----------|----------|--------------------|
| 11:00 | UE     | ZEW Bieżąca sytuacja                              | Lipiec   |          | 40,80              |
| 11:00 | UE     | ZEW Sentyment ekonomiczny                         | Lipiec   |          | 18,80              |
| 14:00 | Polska | Bilans obrotów kapitałowych                       | Maj      |          | 601 mln            |
| 14:00 | Polska | Inflacja CPI                                      | Czerwiec |          | 0,3% m/m; 2,2% r/r |
| 14:00 | Polska | Bilans obrotów bieżących                          | Maj      |          | -0,42 mld          |
| 14:00 | Polska | Bilans obrotów finansowych                        | Maj      |          | 3,54 mld           |
| 14:30 | USA    | Eksport   | Maj      |          | 148,81 mld         |
| 14:30 | USA    | Import  | Maj      |          | 189,09 mld         |
| 14:30 | USA    | Bilans handlu zagranicznego                       | Maj      |          | -40,28 mld         |
| 20:00 | USA    | Budżet rządowy                                    | Maj      |          | -135,93 mld        |
|       |        | Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Intel. |          |          |                    |

### Środa /14.07.10/

| Czas  | Region | Dane  | Okres    | Prognoza | Poprzednia wartość  |
|-------|--------|---|----------|----------|---------------------|
| 11:00 | UE     | Bazowa inflacja CPI                                 | Czerwiec |          | 0,8% r/r            |
| 11:00 | UE     | Inflacja CPI  | Czerwiec |          | 0,1% m/m; 1,6% r/r  |
| 11:00 | UE     | Produkcja przemysłowa                               | Maj      |          | 0,8% m/m; 9,5% r/r  |
| 14:00 | Polska | Podaż pieniądza M3                                  | Czerwiec |          | 2,3% m/m            |
| 14:30 | USA    | Eksport   | Czerwiec |          | 0,7% m/m; 5,8% r/r  |
| 14:30 | USA    | Indeks cen importu                                  | Czerwiec |          | -0,6% m/m; 8,6% r/r |
| 14:30 | USA    | Sprzedaż detaliczna                                 | Czerwiec |          | -1,2% m/m; 6,9% r/r |
| 14:30 | USA    | Sprzedaż detaliczna bez samochodów                  | Czerwiec |          | 6,9% m/m; 6,1% r/r  |
| 16:00 | USA    | Zapasy niesprzedanych towarów                       | Maj      |          | 0,4% m/m            |
|       |        | Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Asml. |          |          |                     |


### Czwartek /15.07.10/

| Czas  | Region | Dane  | Okres    | Prognoza | Poprzednia wartość   |
|-------|--------|---|----------|----------|----------------------|
| 14:30 | USA    | Indeks Produkcyjny Empire State   | Lipiec   |          | 19,6                 |
| 14:30 | USA    | Bazowa inflacja PPI   | Czerwiec |          | 0,2% m/m             |
| 14:30 | USA    | Inflacja PPI  | Czerwiec |          | -0,3% m/m; 5,3% r/r  |
| 15:15 | USA    | Wykorzystania mocy produkcyjnych  | Czerwiec |          | 74,7% m/m; -1,3% r/r |
| 15:15 | USA    | Produkcja przemysłowa   | Czerwiec |          | 1,2% m/m; 7,6% r/r   |
| 16:00 | USA    | Indeks Fed z Filadelfii   | Lipiec   |          | 8,0                  |
|       |        | Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: JP Morgan Chase, Fairchild, Novartis. |          |          |                      |
|       |        | Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: AMD, Google.                             |          |          |                      |


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

| <b>Spółka</b>            | <b>Rekomendacja</b> | <b>Cena docelowa</b> | <b>Cena bieżąca</b> | <b>Data wydania</b> | <b>Cena w dniu wydania</b> | <b>P/E 2010</b> |
|--------------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|----------------------------|-----------------|
| AB                       | Akumuluj            | 18,80                | 16,48               | 2010-05-06          | 16,90                      | 9,6             |
| ACTION                   | Utajniona do dnia   |                      |                     | 2010-07-09          |                            |                 |
| AGORA                    | Trzymaj             | 25,20                | 23,40               | 2010-05-27          | 24,76                      | 20,0            |
| ASBIS                    | Trzymaj             | 4,69                 | 4,48                | 2010-05-10          | 4,65                       | 10,2            |
| ASSECO POLAND            | Kupuj               | 70,60                | 57,50               | 2010-04-06          | 57,60                      | 13,2            |
| ASTARTA                  | Sprzedaj            | 45,83                | 59,50               | 2010-05-11          | 57,50                      | 4,8             |
| BUDIMEX                  | Utajniona do dnia   |                      |                     | 2010-07-09          |                            |                 |
| BZWBK                    | Trzymaj             | 200,50               | 191,50              | 2010-04-07          | 216,50                     | 14,1            |
| CENTRUM KLIMA            | Kupuj               | 14,65                | 12,50               | 2010-05-06          | 12,00                      | 13,3            |
| CERSANIT                 | Trzymaj             | 13,43                | 13,46               | 2010-06-04          | 14,00                      | 15,9            |
| CEZ                      | Trzymaj             | 140,30               | 140,70              | 2010-03-03          | 133,90                     | 10,0            |
| CIECH                    | Kupuj               | 39,20                | 23,50               | 2010-06-02          | 27,00                      | 9,2             |
| COMARCH                  | Utajniona do dnia   |                      |                     | 2010-07-09          |                            |                 |
| CYFROWY POLSAT           | Akumuluj            | 16,60                | 14,48               | 2010-03-25          | 15,79                      | 12,8            |
| DOM DEVELOPMENT          | Utajniona do dnia   |                      |                     | 2010-07-09          |                            |                 |
| ELEKTROBUDOWA            | Trzymaj             | 169,20               | 171,00              | 2010-03-12          | 171,00                     | 16,5            |
| EMPERIA HOLDING          | Trzymaj             | 81,60                | 83,10               | 2010-03-09          | 77,50                      | 16,3            |
| ENEA                     | Kupuj               | 21,24                | 18,49               | 2010-06-02          | 18,17                      | 12,5            |
| ERBUD                    | Utajniona do dnia   |                      |                     | 2010-07-09          |                            |                 |
| EUROCASH                 | Redukuj             | 18,60                | 22,89               | 2010-05-06          | 20,61                      | 24,6            |
| FAMUR                    | Trzymaj             | 2,03                 | 1,81                | 2010-05-28          | 2,00                       | 15,2            |
| GETIN                    | Trzymaj             | 10,34                | 9,40                | 2010-05-06          | 10,19                      | 12,3            |
| GTC                      | Trzymaj             | 23,90                | 22,80               | 2010-05-28          | 23,80                      | 6,7             |
| HANDLOWY                 | Kupuj               | 87,10                | 72,20               | 2010-06-02          | 75,00                      | 14,9            |
| ING BSK                  | Trzymaj             | 749,00               | 779,00              | 2010-04-07          | 766,00                     | 15,0            |
| J.W. CONSTRUCTION        | Trzymaj             | 15,10                | 16,10               | 2010-04-13          | 15,65                      | 7,6             |
| KĘTY                     | Utajniona do dnia   |                      |                     | 2010-07-12          |                            |                 |
| KGHM                     | Trzymaj             | 96,10                | 93,00               | 2010-05-27          | 93,70                      | 5,6             |
| KOMPUTRONIK              | Trzymaj             | 11,56                | 11,40               | 2009-12-08          | 11,39                      | 12,4            |
| KOPEX                    | Trzymaj             | 18,46                | 17,10               | 2010-05-28          | 18,90                      | 15,8            |
| KREDYT BANK              | Trzymaj             | 15,30                | 15,64               | 2010-04-07          | 14,60                      | 33,0            |
| LOTOS                    | Redukuj             | 26,50                | 29,35               | 2010-04-07          | 31,40                      | 9,7             |
| LW BOGDANKA              | Kupuj               | 80,70                | 75,65               | 2010-05-19          | 72,45                      | 13,8            |
| MILLENNIUM               | Akumuluj            | 5,31                 | 4,69                | 2010-04-27          | 4,84                       | 19,3            |
| MONDI                    | Trzymaj             | 67,30                | 71,90               | 2010-06-02          | 67,90                      | 18,4            |
| MOSTOSTAL WARSZAWA       | Akumuluj            | 76,80                | 65,85               | 2010-05-06          | 68,30                      | 12,3            |
| NETIA                    | Trzymaj             | 4,30                 | 4,90                | 2009-11-06          | 4,36                       | 51,0            |
| PBG                      | Redukuj             | 194,00               | 210,00              | 2010-06-02          | 213,40                     | 14,0            |
| PEKAO                    | Trzymaj             | 172,80               | 156,00              | 2010-03-05          | 165,50                     | 15,4            |
| PGE                      | Kupuj               | 27,90                | 21,30               | 2010-03-30          | 23,00                      | 11,7            |
| PGNiG                    | Kupuj               | 4,32                 | 3,42                | 2010-06-14          | 3,45                       | 12,0            |
| PKN ORLEN                | Trzymaj             | 40,20                | 37,20               | 2010-04-08          | 39,40                      | 10,2            |
| PKO BP                   | Trzymaj             | 40,10                | 37,39               | 2010-03-17          | 39,07                      | 15,1            |
| POLICE                   | Trzymaj             | 5,50                 | 4,87                | 2010-06-02          | 5,39                       |                 |
| POLIMEX MOSTOSTAL        | Kupuj               | 5,16                 | 4,58                | 2010-06-02          | 4,44                       | 13,6            |
| POLNORD                  | Kupuj               | 51,60                | 32,80               | 2010-06-02          | 37,70                      | 21,2            |
| PZU                      | Trzymaj             | 358,80               | 358,90              | 2010-05-11          | 312,50                     | 13,7            |
| RAFAKO                   | Utajniona do dnia   |                      |                     | 2010-07-09          |                            |                 |
| SYGNITY                  | Kupuj               | 18,20                | 13,90               | 2010-03-02          | 12,57                      |                 |
| TELEKOMUNIKACJA POLSKA   | Akumuluj            | 16,10                | 15,00               | 2010-04-23          | 16,35                      | 17,4            |
| TRAKCJA POLSKA           | Trzymaj             | 4,16                 | 4,15                | 2010-05-06          | 4,14                       | 15,9            |
| TVN                      | Trzymaj             | 16,69                | 16,01               | 2010-05-19          | 18,00                      | 19,0            |
| ULMA CONSTRUCCION POLSKA | Utajniona do dnia   |                      |                     | 2010-07-09          |                            |                 |
| UNIBEP                   | Akumuluj            | 9,00                 | 8,30                | 2010-05-14          | 7,90                       | 14,4            |
| ZAPUŁAWY                 | Trzymaj             | 72,05                | 67,50               | 2010-01-06          | 80,90                      | 15,6            |

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /08.07.2010/**

|  | 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  | 191,5  | 15,8        | 14,1        | 11,0        | 16%        | 16%        | 18%        | 2,3        | 2,1        | 1,8        | 0,0%        | 2,1%        | 2,3%        |
| Getin   | 9,4    | 24,3        | 12,3        | 9,9         | 7%         | 13%        | 14%        | 1,7        | 1,5        | 1,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Handlowy  | 72,2   | 18,7        | 14,9        | 10,9        | 9%         | 10%        | 13%        | 1,5        | 1,5        | 1,4        | 0,0%        | 5,2%        | 5,4%        |
| ING BSK   | 779,0  | 17,0        | 15,0        | 11,0        | 13%        | 13%        | 15%        | 2,1        | 1,8        | 1,6        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Kredyt Bank   | 15,6   | 122,9       | 33,0        | 9,6         | 1%         | 5%         | 15%        | 1,6        | 1,6        | 1,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Millennium  | 4,7    | 2662,2      | 19,3        | 10,9        | 0%         | 9%         | 12%        | 1,4        | 1,4        | 1,2        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Pekao   | 156,0  | 17,0        | 15,4        | 13,0        | 14%        | 14%        | 16%        | 2,2        | 2,2        | 2,0        | 0,0%        | 1,9%        | 5,2%        |
| PKO BP  | 37,4   | 20,3        | 15,1        | 10,8        | 13%        | 15%        | 18%        | 2,3        | 2,1        | 1,9        | 2,7%        | 2,1%        | 3,3%        |
| <b>Mediana</b>  |        | <b>19,5</b> | <b>15,0</b> | <b>10,9</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>1,2%</b> |
| <b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>   |        |             |             |             |            |            |            |            |            |            |             |             |             |
| AIB   | 1,0    | -           | -           | -           | -          | -          | -          | 0,2        | 0,3        | 0,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| BCP   | 0,7    | 17,1        | 10,0        | 7,4         | 4%         | 6%         | 8%         | 0,5        | 0,6        | 0,6        | 3,4%        | 4,3%        | 6,0%        |
| Citigroup   | 4,0    | -           | 12,8        | 9,1         | -          | 6%         | 8%         | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 0,3%        | 0,1%        | 0,6%        |
| Commerzbank   | 6,3    | -           | -           | 12,6        | -          | -          | 6%         | 0,5        | 0,7        | 0,7        | 0,0%        | 0,0%        | 0,2%        |
| ING   | 6,8    | 25,5        | 7,2         | 5,5         | 1%         | 10%        | 11%        | 0,8        | 0,6        | 0,6        | 0,1%        | 0,3%        | 2,2%        |
| KBC   | 34,1   | -           | 8,5         | 7,2         | -          | 15%        | 15%        | 1,1        | 0,9        | 0,8        | 0,0%        | 2,2%        | 3,3%        |
| UCI   | 2,0    | 20,3        | 17,0        | 8,5         | 3%         | 4%         | 7%         | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 1,3%        | 2,3%        | 4,5%        |
| <b>Mediana</b>  |        | <b>20,3</b> | <b>10,0</b> | <b>8,0</b>  | <b>3%</b>  | <b>6%</b>  | <b>8%</b>  | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>0,1%</b> | <b>0,3%</b> | <b>2,2%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE BANKI</b>  |        |             |             |             |            |            |            |            |            |            |             |             |             |
| BEP   | 4,8    | 8,5         | 10,7        | 8,3         | 10%        | 7%         | 9%         | 0,8        | 0,8        | 0,7        | 5,8%        | 4,7%        | 6,0%        |
| Deutsche Bank   | 49,0   | 7,2         | 7,2         | 6,2         | 13%        | 12%        | 12%        | 0,9        | 0,8        | 0,7        | 1,8%        | 2,1%        | 3,4%        |
| Erste Bank  | 28,3   | 11,1        | 11,9        | 8,0         | 9%         | 8%         | 10%        | 1,0        | 0,9        | 0,8        | 1,7%        | 2,1%        | 2,7%        |
| Komercni B.   | 3510,0 | 12,3        | 11,4        | 10,2        | 17%        | 17%        | 18%        | 2,1        | 1,9        | 1,7        | 4,6%        | 5,3%        | 6,1%        |
| OTP   | 5178,0 | 9,7         | 9,1         | 6,5         | 13%        | 12%        | 15%        | 1,2        | 1,1        | 0,9        | 0,9%        | 2,9%        | 4,9%        |
| Santander   | 10,0   | 9,4         | 9,2         | 7,9         | 14%        | 13%        | 15%        | 1,2        | 1,1        | 1,0        | 5,6%        | 5,8%        | 6,5%        |
| Turkiye Garanti B.  | 7,4    | 11,2        | 9,4         | 8,3         | 24%        | 23%        | 21%        | 2,5        | 2,0        | 1,7        | 1,3%        | 2,0%        | 2,6%        |
| Turkiye Halk B.   | 11,7   | 9,3         | 8,4         | 7,5         | 31%        | 28%        | 25%        | 2,7        | 2,1        | 1,7        | 3,5%        | 3,6%        | 4,3%        |
| Sberbank  | 2,5    | 92,5        | 12,2        | 7,5         | 2%         | 16%        | 23%        | 2,2        | 1,9        | 1,5        | 0,2%        | 0,9%        | 1,8%        |
| VTB Bank  | 5,0    | -           | 39,0        | 12,2        | -          | 2%         | 12%        | 1,5        | 1,5        | 1,4        | 0,3%        | 0,4%        | 1,4%        |
| <b>Mediana</b>  |        | <b>9,7</b>  | <b>10,0</b> | <b>7,9</b>  | <b>13%</b> | <b>13%</b> | <b>15%</b> | <b>1,4</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>1,8%</b> | <b>2,5%</b> | <b>3,9%</b> |

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /08.07.2010/**

|  | 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   | 358,9 | 8,2        | 13,7       | 11,5       | 25%        | 20%        | 21%        | 2,8        | 2,5        | 2,2        | -           | 3,0%        | 3,3%        |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>   |       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |             |             |
| Vienna Insurance G.   | 34,8  | 12,7       | 11,4       | 9,9        | 9%         | 9%         | 10%        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 3,2%        | 3,0%        | 3,4%        |
| Uniq  | 14,3  | 31,0       | 13,5       | 10,9       | 4%         | 7%         | 9%         | 1,5        | 1,4        | 1,3        | 2,0%        | 2,5%        | 2,9%        |
| Aegon   | 4,6   | -          | 9,6        | 6,6        | 0%         | 8%         | 9%         | 0,7        | 0,6        | 0,6        | 0,1%        | 0,8%        | 3,4%        |
| Allianz   | 83,1  | 8,3        | 7,6        | 7,0        | 12%        | 12%        | 12%        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 4,7%        | 5,4%        | 5,8%        |
| Aviva   | 3,4   | 5,9        | 5,9        | 5,0        | 13%        | 15%        | 17%        | 0,8        | 1,0        | 0,8        | 7,2%        | 7,7%        | 8,3%        |
| AXA   | 13,3  | 9,0        | 7,2        | 6,3        | 9%         | 10%        | 10%        | 0,7        | 0,6        | 0,6        | 3,8%        | 5,6%        | 6,6%        |
| Baloise   | 77,7  | 8,4        | 7,8        | 7,1        | 12%        | 11%        | 11%        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 5,8%        | 6,0%        | 6,3%        |
| Generali  | 93,9  | 16,9       | 13,7       | 12,3       | 8%         | 8%         | 9%         | 1,3        | 1,3        | 1,1        | 2,8%        | 2,8%        | 3,0%        |
| Helvetia  | 296,8 | 8,6        | 7,3        | 6,8        | 11%        | 12%        | 12%        | 0,9        | 0,8        | 0,7        | 4,6%        | 5,1%        | 5,4%        |
| Mapfre  | 2,4   | 7,5        | 7,9        | 7,5        | 17%        | 14%        | 14%        | 1,2        | 1,0        | 0,9        | 6,2%        | 6,2%        | 6,5%        |
| RSA Insurance   | 1,2   | 9,6        | 9,4        | 8,7        | 12%        | 14%        | 14%        | 1,2        | 1,2        | 1,1        | 6,5%        | 6,9%        | 7,3%        |
| Zurich Financial  | 243,7 | 10,5       | 8,7        | 8,0        | 13%        | 14%        | 14%        | 1,3        | 1,2        | 1,1        | 4,9%        | 6,3%        | 6,6%        |
| <b>Mediana</b>  |       | <b>9,0</b> | <b>8,3</b> | <b>7,3</b> | <b>12%</b> | <b>11%</b> | <b>12%</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>4,7%</b> | <b>5,5%</b> | <b>6,1%</b> |

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

**Wycena spółek paliwowych /08.07.2010/**

|                           | 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                     | 29,4    | 12,7       | 12,5       | 7,9        | 0,6        | 0,6        | 0,5        | 4,3         | 9,7         | 6,6        | 5%           | 5%         | 6%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| PKN Orlen                 | 37,2    | 7,9        | 7,3        | 6,5        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 12,2        | 10,2        | 10,6       | 5%           | 5%         | 6%         | 0,0%        | 0,0%        | 2,0%        |
| MOL                       | 20840,0 | 9,8        | 7,1        | 6,1        | 1,3        | 0,9        | 0,8        | 24,1        | 11,8        | 8,8        | 13%          | 13%        | 14%        | 1,5%        | 2,2%        | 3,2%        |
| OMV                       | 25,1    | 4,5        | 3,3        | 2,9        | 0,6        | 0,6        | 0,5        | 10,4        | 6,8         | 5,5        | 14%          | 17%        | 17%        | 3,5%        | 4,0%        | 4,4%        |
| Hellenic Petroleum        | 5,9     | 7,4        | 7,3        | 6,4        | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 8,9         | 9,8         | 7,8        | 7%           | 6%         | 6%         | 7,5%        | 7,5%        | 7,9%        |
| Tupras                    | 30,8    | 6,5        | 5,8        | 5,2        | 0,3        | 0,3        | 0,2        | 10,0        | 8,9         | 8,2        | 5%           | 5%         | 5%         | 8,2%        | 9,2%        | 9,5%        |
| Unipetrol                 | 191,5   | 12,5       | 7,7        | 6,1        | 0,6        | 0,5        | 0,4        | -           | 47,5        | 19,3       | 5%           | 6%         | 7%         | 0,1%        | 3,7%        | 5,1%        |
| <b>Mediana</b>            |         | <b>7,9</b> | <b>7,3</b> | <b>6,1</b> | <b>0,6</b> | <b>0,5</b> | <b>0,4</b> | <b>10,2</b> | <b>9,8</b>  | <b>8,2</b> | <b>5%</b>    | <b>6%</b>  | <b>6%</b>  | <b>1,5%</b> | <b>3,7%</b> | <b>4,4%</b> |
| <b>SPÓŁKI GAZOWE</b>      |         |            |            |            |            |            |            |             |             |            |              |            |            |             |             |             |
| PGNiG                     | 3,4     | 7,4        | 6,3        | 6,2        | 1,1        | 1,1        | 1,1        | 16,8        | 12,0        | 12,6       | 15%          | 18%        | 18%        | 0,7%        | 2,3%        | 3,3%        |
| Gazprom                   | 151,8   | 4,5        | 3,6        | 3,1        | 1,6        | 1,4        | 1,2        | 5,3         | 4,3         | 3,7        | 34%          | 39%        | 38%        | 1,5%        | 1,8%        | 2,1%        |
| GDF Suez                  | 24,9    | 6,5        | 6,3        | 5,8        | 1,1        | 1,1        | 1,1        | 12,4        | 12,3        | 11,0       | 17%          | 18%        | 19%        | 6,1%        | 6,2%        | 6,5%        |
| Gas Natural SDG           | 12,4    | 8,0        | 7,1        | 6,8        | 1,9        | 1,8        | 1,7        | 8,7         | 8,5         | 8,1        | 24%          | 25%        | 25%        | 6,2%        | 6,8%        | 7,3%        |
| <b>Mediana</b>            |         | <b>7,0</b> | <b>6,3</b> | <b>6,0</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>10,6</b> | <b>10,2</b> | <b>9,5</b> | <b>21%</b>   | <b>21%</b> | <b>22%</b> | <b>3,8%</b> | <b>4,3%</b> | <b>4,9%</b> |

**Wycena spółek energetycznych /08.07.2010/**

|                            | 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                        | 140,7 | 6,7        | 7,2        | 7,5        | 3,1        | 3,3        | 3,4        | 9,2        | 10,0        | 10,1       | 46%          | 46%        | 45%        | 5,6%        | 6,2%        | 5,7%        |
| ENEA                       | 18,5  | 6,4        | 4,3        | 5,0        | 1,0        | 0,8        | 0,9        | 15,9       | 12,5        | 12,5       | 16%          | 18%        | 18%        | 2,5%        | 3,1%        | 4,0%        |
| PGE                        | 21,3  | 5,7        | 5,8        | 6,0        | 2,1        | 2,0        | 2,1        | 10,9       | 11,7        | 11,1       | 37%          | 35%        | 36%        | 3,3%        | 3,6%        | 4,3%        |
| E.ON                       | 22,8  | 6,2        | 6,1        | 5,9        | 1,0        | 1,0        | 1,0        | 7,8        | 8,3         | 8,0        | 16%          | 16%        | 16%        | 6,6%        | 6,7%        | 6,8%        |
| EDF                        | 31,3  | 6,3        | 5,9        | 5,5        | 1,6        | 1,5        | 1,5        | 15,4       | 14,6        | 12,6       | 25%          | 26%        | 27%        | 3,8%        | 3,8%        | 4,1%        |
| 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                   | 3,6   | 6,3        | 6,1        | 6,0        | 1,6        | 1,5        | 1,5        | 7,2        | 8,1         | 8,0        | 25%          | 25%        | 24%        | 7,5%        | 7,3%        | 7,5%        |
| Fortum                     | 18,5  | 9,6        | 9,3        | 9,4        | 4,1        | 3,9        | 3,8        | 12,6       | 12,3        | 12,7       | 43%          | 42%        | 41%        | 5,0%        | 5,3%        | 5,3%        |
| Iberdrola                  | 5,1   | 8,4        | 7,9        | 7,4        | 2,2        | 2,2        | 2,1        | 9,9        | 10,0        | 9,4        | 27%          | 28%        | 29%        | 6,3%        | 6,4%        | 6,5%        |
| RWE AG                     | 55,1  | 5,0        | 4,5        | 4,3        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 8,7        | 7,8         | 7,8        | 18%          | 19%        | 19%        | 6,4%        | 6,7%        | 6,9%        |
| <b>Mediana</b>             |       | <b>6,3</b> | <b>6,0</b> | <b>6,0</b> | <b>1,7</b> | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>9,5</b> | <b>10,0</b> | <b>9,7</b> | <b>26%</b>   | <b>27%</b> | <b>28%</b> | <b>6,0%</b> | <b>6,2%</b> | <b>5,9%</b> |

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

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /08.07.2010/**

|                         | EV/EBITDA |            |            | EV/S       |            |            | P/E        |             | marża EBITDA |             |            | D/Y        |            |             |             |             |
|-------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                         | Cena      | 2009       | 2010       | 2011       | 2009       | 2010       | 2011       | 2009        | 2010         | 2011        | 2009       | 2010       | 2011       | 2009        | 2010        | 2011        |
| <b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>  |           |            |            |            |            |            |            |             |              |             |            |            |            |             |             |             |
| POLICE                  | 4,9       | -          | 10,3       | 5,8        | 0,3        | 0,4        | 0,3        | -           | -            | 14,1        | -          | 4%         | 6%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| ZA Pulawy               | 67,5      | 8,1        | 6,5        | 2,9        | 0,6        | 0,5        | 0,4        | 19,0        | 15,6         | 5,7         | 7%         | 8%         | 14%        | 15,1%       | 1,3%        | 1,6%        |
| Acron                   | 25,0      | 7,6        | 5,7        | 5,2        | 1,7        | 1,4        | 1,2        | 8,6         | 6,8          | 6,7         | 22%        | 24%        | 23%        | 2,0%        | 3,1%        | 4,4%        |
| Agrium                  | 42,6      | 9,5        | 6,1        | 5,1        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 17,4        | 9,2          | 7,4         | 9%         | 14%        | 15%        | 0,3%        | 0,3%        | 0,3%        |
| DSM                     | 33,1      | 3,6        | 3,4        | 3,4        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 36,2        | 29,4         | 27,8        | 38%        | 40%        | 40%        | 2,1%        | 2,4%        | 2,6%        |
| K+S                     | 38,3      | 19,6       | 8,9        | 6,9        | 2,3        | 1,7        | 1,6        | 66,1        | 16,9         | 11,6        | 12%        | 19%        | 23%        | 0,7%        | 2,4%        | 3,6%        |
| Silvinit                | 17940,6   | 6,8        | 6,6        | 4,9        | 4,6        | 4,0        | 3,2        | 10,4        | 10,1         | 7,2         | 68%        | 61%        | 64%        | 1,8%        | 1,3%        | 2,4%        |
| Uralkali                | 3,8       | 14,3       | 9,8        | 7,3        | 7,5        | 5,3        | 4,3        | 23,4        | 6,6          | 4,7         | 53%        | 55%        | 59%        | 1,4%        | 3,1%        | 5,9%        |
| Yara                    | 207,9     | 14,8       | 7,6        | 7,5        | 1,2        | 1,1        | 1,0        | 25,2        | 11,5         | 10,1        | 8%         | 15%        | 14%        | 2,1%        | 2,5%        | 2,8%        |
| <b>Mediana</b>          |           | <b>8,8</b> | <b>6,6</b> | <b>5,2</b> | <b>1,4</b> | <b>1,4</b> | <b>1,2</b> | <b>21,2</b> | <b>10,8</b>  | <b>7,4</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                   | 23,5      | 5,6        | 4,8        | 4,3        | 0,6        | 0,6        | 0,5        | -           | 9,2          | 5,8         | 11%        | 12%        | 12%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Akzo Nobel              | 42,9      | 7,1        | 6,5        | 6,0        | 0,9        | 0,9        | 0,9        | 16,7        | 13,8         | 11,9        | 13%        | 14%        | 14%        | 3,1%        | 3,5%        | 3,9%        |
| BASF                    | 45,0      | 7,6        | 5,7        | 5,3        | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 21,6        | 12,4         | 11,1        | 14%        | 17%        | 17%        | 3,4%        | 4,3%        | 4,5%        |
| Croda                   | 10,9      | 11,9       | 9,6        | 9,0        | 2,0        | 1,9        | 1,8        | 21,6        | 15,3         | 14,0        | 17%        | 20%        | 20%        | 1,9%        | 2,3%        | 2,5%        |
| Dow Chemical            | 25,0      | 9,6        | 7,0        | 6,1        | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 48,5        | 14,9         | 9,6         | 12%        | 14%        | 15%        | 3,5%        | 3,1%        | 3,1%        |
| Rhodia                  | 14,9      | 6,2        | 4,0        | 3,7        | 0,7        | 0,6        | 0,6        | -           | 9,1          | 7,1         | 11%        | 15%        | 15%        | 0,1%        | 1,9%        | 2,5%        |
| Sisecam                 | 1,8       | 5,8        | 4,9        | 4,2        | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 15,4        | 10,0         | 6,8         | 19%        | 21%        | 22%        | 0,0%        | 1,2%        | 2,2%        |
| Soda Sanayii            | 1,6       | 5,3        | 5,9        | 4,2        | 1,1        | 1,0        | 0,8        | 8,0         | 6,7          | 3,9         | 20%        | 16%        | 18%        | -           | 6,1%        | 8,1%        |
| Solvay                  | 71,4      | 6,7        | 9,8        | 8,9        | 1,0        | 1,2        | 1,2        | 12,1        | 23,2         | 17,8        | 14%        | 13%        | 14%        | 3,7%        | 3,6%        | 3,8%        |
| Tata Chemicals          | 325,2     | 6,1        | 7,1        | 6,8        | 1,0        | 1,4        | 1,3        | 10,5        | 11,5         | 10,2        | 16%        | 19%        | 19%        | 2,7%        | 2,6%        | 2,6%        |
| Tessenderlo Chemie      | 22,3      | 15,5       | 5,7        | 4,5        | 0,5        | 0,4        | 0,4        | -           | 25,7         | 10,8        | 3%         | 7%         | 9%         | 5,4%        | 5,6%        | 5,8%        |
| Wacker Chemie           | 125,8     | 10,9       | 6,7        | 5,9        | 1,8        | 1,6        | 1,5        | 36,8        | 16,5         | 13,7        | 17%        | 24%        | 25%        | 0,9%        | 1,5%        | 1,8%        |
| <b>Mediana</b>          |           | <b>6,9</b> | <b>6,2</b> | <b>5,6</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>16,7</b> | <b>13,1</b>  | <b>10,5</b> | <b>14%</b> | <b>16%</b> | <b>16%</b> | <b>2,7%</b> | <b>2,8%</b> | <b>2,9%</b> |

**Wycena europejskich operatorów narodowych /08.07.2010/**

|   | EV/EBITDA |            |            | EV/S       |            |            | P/E        |             | marża EBITDA |             |            | D/Y        |            |             |             |             |
|---|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|   | Cena      | 2009       | 2010       | 2011       | 2009       | 2010       | 2011       | 2009        | 2010         | 2011        | 2009       | 2010       | 2011       | 2009        | 2010        | 2011        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>                         |           |            |            |            |            |            |            |             |              |             |            |            |            |             |             |             |
| Netia   | 4,9       | 6,1        | 5,0        | 4,3        | 1,1        | 1,1        | 1,0        | 21,5        | 51,0         | 24,4        | 19%        | 21%        | 22%        | -           | 2,0%        | 4,1%        |
| TPSA  | 15,0      | 3,9        | 4,4        | 4,4        | 1,5        | 1,6        | 1,6        | 15,7        | 17,4         | 16,6        | 38%        | 36%        | 37%        | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       |
| <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>34,2</b>  | <b>20,5</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                                      | 26,4      | 5,5        | 5,1        | 5,6        | 1,8        | 1,7        | 1,7        | 10,2        | 10,3         | 10,7        | 32%        | 32%        | 30%        | 7,9%        | 8,3%        | 8,3%        |
| Cesky Telecom                                 | 422,9     | 5,0        | 5,4        | 5,3        | 2,2        | 2,3        | 2,3        | 12,1        | 12,5         | 12,0        | 44%        | 43%        | 43%        | 10,9%       | 9,3%        | 9,2%        |
| 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   | 679,0     | 4,3        | 4,5        | 4,6        | 1,7        | 1,8        | 1,8        | 8,8         | 9,5          | 9,7         | 39%        | 39%        | 39%        | 10,9%       | 10,9%       | 11,0%       |
| Portugal Telecom                              | 8,6       | 5,9        | 5,6        | 5,4        | 2,1        | 2,0        | 1,9        | 14,1        | 13,9         | 12,2        | 36%        | 35%        | 36%        | 6,7%        | 6,8%        | 6,8%        |
| Telecom Austria                               | 9,1       | 4,2        | 4,6        | 4,7        | 1,6        | 1,6        | 1,7        | 11,3        | 13,5         | 11,9        | 37%        | 35%        | 35%        | 8,3%        | 8,3%        | 8,3%        |
| <b>Mediana</b>                                |           | <b>4,6</b> | <b>4,9</b> | <b>5,0</b> | <b>1,7</b> | <b>1,7</b> | <b>1,7</b> | <b>10,8</b> | <b>11,4</b>  | <b>11,3</b> | <b>36%</b> | <b>35%</b> | <b>36%</b> | <b>9,5%</b> | <b>8,4%</b> | <b>8,7%</b> |
| <b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b> |           |            |            |            |            |            |            |             |              |             |            |            |            |             |             |             |
| BT  | 1,4       | 4,5        | 3,9        | 3,9        | 1,0        | 1,0        | 1,1        | 9,7         | 9,2          | 8,6         | 22%        | 27%        | 27%        | 6,0%        | 5,1%        | 5,5%        |
| DT  | 9,9       | 4,4        | 4,5        | 4,6        | 1,4        | 1,4        | 1,5        | 14,9        | 13,8         | 13,3        | 32%        | 32%        | 32%        | 7,8%        | 7,2%        | 7,3%        |
| FT  | 15,0      | 4,5        | 4,8        | 4,9        | 1,5        | 1,7        | 1,7        | 8,9         | 8,6          | 8,4         | 33%        | 35%        | 35%        | 9,4%        | 9,3%        | 9,3%        |
| 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%        | 8,1%        |
| Sw isscom                                     | 381,6     | 6,2        | 6,4        | 6,3        | 2,4        | 2,4        | 2,4        | 10,1        | 10,6         | 10,4        | 40%        | 38%        | 39%        | 5,9%        | 6,1%        | 6,3%        |
| TELEFONICA                                    | 16,2      | 5,3        | 5,4        | 5,3        | 2,1        | 2,1        | 2,1        | 9,4         | 9,0          | 8,6         | 40%        | 39%        | 39%        | 7,1%        | 8,7%        | 9,6%        |
| TeliaSonera                                   | 52,0      | 8,0        | 7,6        | 7,4        | 2,6        | 2,7        | 2,6        | 12,0        | 11,2         | 10,6        | 33%        | 35%        | 35%        | 4,1%        | 4,9%        | 5,3%        |
| TI  | 0,9       | 4,8        | 4,8        | 4,8        | 2,0        | 2,0        | 2,0        | 9,2         | 8,3          | 7,8         | 41%        | 41%        | 42%        | 5,5%        | 5,9%        | 6,6%        |
| <b>Mediana</b>                                |           | <b>5,1</b> | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> | <b>2,0</b> | <b>2,0</b> | <b>2,0</b> | <b>9,9</b>  | <b>9,3</b>   | <b>8,8</b>  | <b>36%</b> | <b>37%</b> | <b>37%</b> | <b>6,2%</b> | <b>6,6%</b> | <b>6,9%</b> |

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

**Wycena spółek IT /08.07.2010/**

|                           | 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>     |       |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| AB                        | 16,5  | 7,7        | 6,9        | 6,3        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 9,9         | 9,6         | 8,7          | 2%         | 2%         | 2%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| ACTION                    | 18,0  | 6,7        | 8,3        | 7,1        | 0,1        | 0,2        | 0,2        | 9,9         | 11,5        | 9,3          | 2%         | 2%         | 2%         | 7,6%        | 2,0%        | 1,7%        |
| ASBIS                     | 4,5   | 15,4       | 5,6        | 4,5        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | -           | 10,2        | 6,8          | 0%         | 1%         | 1%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| ASSECO POLAND             | 57,5  | 7,6        | 7,6        | 7,0        | 1,6        | 1,5        | 1,4        | 11,9        | 13,2        | 12,5         | 21%        | 20%        | 20%        | 2,5%        | 2,3%        | 2,4%        |
| COMARCH                   | 80,0  | 9,5        | 8,5        | 6,2        | 0,7        | 0,8        | 0,7        | 19,1        | 16,2        | 12,5         | 8%         | 9%         | 11%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| KOMPUTRONIK               | 11,4  | 13,1       | 8,4        | 5,8        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 43,3        | 12,4        | 8,1          | 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>8,6</b> | <b>8,3</b> | <b>6,2</b> | <b>0,1</b> | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>11,9</b> | <b>12,0</b> | <b>9,0</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                 | 39,3  | 7,5        | 7,4        | 6,9        | 1,2        | 1,1        | 1,1        | 14,8        | 14,9        | 13,1         | 15%        | 15%        | 15%        | 1,3%        | 2,5%        | 2,1%        |
| Atos Origin               | 33,2  | 5,4        | 5,0        | 4,5        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 15,2        | 12,6        | 10,2         | 9%         | 10%        | 11%        | 0,2%        | 0,5%        | 0,8%        |
| CapGemini                 | 36,1  | 6,6        | 6,9        | 5,7        | 0,6        | 0,6        | 0,5        | 18,3        | 19,5        | 14,2         | 8%         | 8%         | 10%        | 2,2%        | 2,3%        | 2,8%        |
| IBM                       | 128,0 | 7,8        | 7,4        | 6,9        | 1,9        | 1,8        | 1,7        | 13,0        | 11,3        | 10,4         | 24%        | 24%        | 25%        | 1,6%        | 1,8%        | 1,9%        |
| Indra Sistemas            | 13,0  | 7,1        | 7,0        | 6,6        | 0,9        | 0,9        | 0,9        | 10,8        | 10,6        | 9,9          | 13%        | 13%        | 14%        | 5,0%        | 5,2%        | 5,6%        |
| LogicaCMG                 | 1,1   | 7,2        | 6,2        | 5,9        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 10,0        | 8,9         | 8,2          | 8%         | 9%         | 9%         | 2,8%        | 3,2%        | 3,5%        |
| Microsoft                 | 24,4  | 7,9        | 7,2        | 6,5        | 3,1        | 3,0        | 2,7        | 14,5        | 11,8        | 10,5         | 39%        | 42%        | 42%        | 2,0%        | 2,2%        | 1,8%        |
| Oracle                    | 23,2  | 10,2       | 8,7        | 7,7        | 4,9        | 4,2        | 3,3        | 16,3        | 14,4        | 12,2         | 48%        | 48%        | 43%        | 0,1%        | 0,9%        | 1,0%        |
| SAP                       | 36,8  | 13,7       | 11,8       | 10,6       | 4,2        | 3,9        | 3,6        | 21,6        | 18,2        | 16,2         | 30%        | 33%        | 34%        | 1,3%        | 1,6%        | 1,8%        |
| TietoEnator               | 13,5  | 6,5        | 5,6        | 5,0        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 12,7        | 10,8        | 9,2          | 9%         | 11%        | 12%        | 3,2%        | 4,4%        | 5,2%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>7,3</b> | <b>7,1</b> | <b>6,5</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>14,6</b> | <b>12,2</b> | <b>10,4</b>  | <b>14%</b> | <b>14%</b> | <b>15%</b> | <b>1,8%</b> | <b>2,2%</b> | <b>2,0%</b> |

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

**Wycena spółek mediowych /08.07.2010/**

| 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                 | 23,4      | 7,5         | 6,4        | 6,0        | 0,9        | 0,9        | 0,8        | 31,1        | 20,0         | 19,3        | 12%        | 14%        | 13%        | 1,6%        | 2,5%        | 2,6%        |
| CYFROWY POLSAT        | 14,5      | 11,6        | 8,6        | 7,3        | 3,0        | 2,6        | 2,4        | 16,3        | 12,8         | 11,4        | 26%        | 30%        | 33%        | 5,2%        | 4,0%        | 5,2%        |
| TVN                   | 16,0      | 9,2         | 11,5       | 9,4        | 3,5        | 3,1        | 2,7        | 12,9        | 19,0         | 15,1        | 37%        | 27%        | 29%        | 4,8%        | 1,9%        | 1,6%        |
| <b>DZIENNIKI</b>      |           |             |            |            |            |            |            |             |              |             |            |            |            |             |             |             |
| Arnolgo Mondadori     | 2,5       | 10,1        | 7,2        | 6,2        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 15,1        | 10,8         | 8,4         | 7%         | 10%        | 11%        | 2,1%        | 7,0%        | 8,4%        |
| Axel Springer         | 85,5      | 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%        | 5,7%        |
| Daily Mail            | 4,6       | 9,0         | 8,0        | 7,4        | 1,3        | 1,4        | 1,4        | 12,7        | 11,2         | 9,6         | 15%        | 18%        | 19%        | 3,2%        | 3,3%        | 3,5%        |
| Gruppo Editorial      | 1,5       | 9,6         | 5,6        | 4,8        | 1,0        | 1,0        | 1,0        | 47,4        | 11,4         | 8,7         | 10%        | 18%        | 20%        | 0,0%        | 4,0%        | 5,9%        |
| Mcclatchy             | 3,4       | 6,2         | 5,7        | 5,8        | 1,5        | 1,6        | 1,6        | 10,8        | 5,7          | 6,1         | 24%        | 28%        | 27%        | 2,6%        | -           | -           |
| Naspers               | 274,0     | 18,6        | 16,9       | 13,7       | 4,4        | 4,1        | 3,5        | 25,9        | 19,6         | 14,8        | 24%        | 24%        | 26%        | 0,8%        | 0,9%        | 1,2%        |
| New York Times        | 8,9       | 4,1         | 3,3        | 3,4        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 42,0        | 12,5         | 12,2        | 13%        | 16%        | 16%        | 0,0%        | -           | -           |
| Promotora de Inform   | 2,2       | 8,0         | 7,6        | 6,9        | 1,5        | 1,5        | 1,5        | 7,0         | 5,4          | 4,1         | 19%        | 20%        | 22%        | 0,6%        | 0,6%        | 0,6%        |
| SPIR Comm             | 17,4      | 21,6        | 10,0       | 6,8        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | -           | -            | 38,2        | 2%         | 4%         | 6%         | 20,7%       | -           | -           |
| Trinity Mirror        | 0,8       | 4,0         | 3,6        | 3,4        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 4,4         | 3,2          | 2,9         | 18%        | 19%        | 20%        | 0,0%        | 0,7%        | 3,1%        |
| <b>Mediana</b>        |           | <b>8,9</b>  | <b>7,4</b> | <b>6,4</b> | <b>1,1</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>12,7</b> | <b>11,2</b>  | <b>9,1</b>  | <b>14%</b> | <b>18%</b> | <b>19%</b> | <b>1,5%</b> | <b>3,3%</b> | <b>3,5%</b> |
| <b>TV</b>             |           |             |            |            |            |            |            |             |              |             |            |            |            |             |             |             |
| Antena 3 Televis      | 5,3       | 19,1        | 9,0        | 7,4        | 1,9        | 1,7        | 1,6        | 25,9        | 10,9         | 8,7         | 10%        | 19%        | 22%        | 3,3%        | 6,8%        | 8,2%        |
| CETV                  | 435,1     | 33,4        | 13,1       | 9,2        | 3,1        | 2,7        | 2,4        | -           | -            | 25,5        | 9%         | 21%        | 26%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Gestevisión Telecinco | 8,0       | 18,5        | 11,2       | 7,0        | 3,2        | 2,4        | 2,0        | 28,4        | 16,2         | 10,8        | 17%        | 21%        | 28%        | 3,6%        | 4,8%        | 7,6%        |
| ITV PLC               | 0,5       | 12,8        | 8,1        | 6,4        | 1,4        | 1,4        | 1,3        | 39,1        | 14,9         | 10,0        | 11%        | 17%        | 20%        | 0,0%        | 0,2%        | 1,2%        |
| M6-Metropole Tel      | 16,8      | 8,0         | 7,4        | 6,9        | 1,6        | 1,5        | 1,4        | 16,6        | 15,6         | 14,2        | 20%        | 20%        | 21%        | 5,6%        | 5,1%        | 5,3%        |
| Mediaset SPA          | 4,7       | 6,0         | 5,4        | 4,9        | 1,9        | 1,7        | 1,6        | 18,6        | 13,7         | 11,5        | 32%        | 32%        | 32%        | 5,2%        | 6,1%        | 7,0%        |
| RTL Group             | 62,0      | 11,7        | 10,0       | 9,1        | 1,8        | 1,7        | 1,7        | 23,4        | 17,0         | 15,2        | 15%        | 17%        | 19%        | 3,6%        | 4,7%        | 5,4%        |
| TF1-TV Francaise      | 11,3      | 13,3        | 12,1       | 8,3        | 1,1        | 1,1        | 1,0        | 31,9        | 25,1         | 14,3        | 9%         | 9%         | 12%        | 2,4%        | 3,5%        | 4,5%        |
| <b>Mediana</b>        |           | <b>13,0</b> | <b>9,5</b> | <b>7,2</b> | <b>1,8</b> | <b>1,7</b> | <b>1,6</b> | <b>25,9</b> | <b>15,6</b>  | <b>12,9</b> | <b>13%</b> | <b>19%</b> | <b>21%</b> | <b>3,4%</b> | <b>4,7%</b> | <b>5,4%</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            | 5,5       | 5,4         | 5,3        | 5,1        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 15,0        | 15,7         | 15,3        | 5%         | 5%         | 4%         | 4,6%        | 4,8%        | 4,9%        |
| Cogeco                | 34,2      | 5,5         | 5,4        | 5,0        | 2,3        | 2,1        | 2,0        | 15,8        | 14,7         | 12,5        | 41%        | 39%        | 40%        | 1,3%        | 1,6%        | 1,7%        |
| Comcast               | 17,8      | 5,7         | 5,5        | 5,3        | 2,2        | 2,1        | 2,1        | 15,1        | 14,4         | 12,7        | 39%        | 39%        | 39%        | 1,5%        | 2,1%        | 2,3%        |
| Liberty Global        | 27,3      | 6,1         | 6,9        | 6,7        | 2,6        | 3,0        | 3,0        | -           | -            | 34,1        | 43%        | 43%        | 45%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Multimedia            | 9,6       | 6,5         | 6,0        | 5,6        | 3,2        | 3,0        | 2,8        | 22,7        | 18,0         | 14,9        | 49%        | 50%        | 50%        | 0,0%        | 3,0%        | 4,2%        |
| Shaw Communications   | 19,2      | 7,4         | 6,7        | 6,2        | 3,4        | 3,1        | 2,7        | 15,5        | 14,8         | 13,1        | 46%        | 46%        | 44%        | 4,3%        | 4,5%        | 4,7%        |
| <b>Mediana</b>        |           | <b>6,1</b>  | <b>6,0</b> | <b>5,6</b> | <b>2,6</b> | <b>2,4</b> | <b>2,2</b> | <b>15,6</b> | <b>15,2</b>  | <b>14,9</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 /08.07.2010/**

|                           | 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                   | 90,0  | 7,1        | 9,9        | 9,9        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 13,2        | 12,4        | 14,2        | 7%           | 5%        | 5%        | 6,5%        | 7,6%        | 4,9%        |
| Elektrobudowa             | 171,0 | 8,9        | 10,9       | 9,8        | 1,0        | 1,0        | 0,9        | 14,9        | 16,5        | 14,9        | 11%          | 9%        | 9%        | 1,8%        | 2,0%        | 2,2%        |
| Erbud                     | 50,9  | 7,4        | 8,8        | 8,3        | 0,5        | 0,5        | 0,4        | 15,4        | 12,5        | 12,8        | 7%           | 5%        | 5%        | 0,2%        | 1,0%        | 1,2%        |
| Mostostal Wa-w a          | 65,9  | 5,0        | 6,7        | 7,0        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 10,9        | 12,3        | 13,9        | 8%           | 6%        | 5%        | 0,0%        | 4,6%        | 4,1%        |
| PBG                       | 210,0 | 10,9       | 9,8        | 9,7        | 1,4        | 1,0        | 0,8        | 14,3        | 14,0        | 13,6        | 13%          | 10%       | 8%        | 0,0%        | 1,4%        | 1,5%        |
| Polimex Mostostal         | 4,6   | 7,5        | 8,5        | 7,8        | 0,5        | 0,6        | 0,5        | 13,6        | 13,6        | 12,4        | 7%           | 7%        | 7%        | 0,2%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Rafako                    | 11,7  | 8,5        | 8,3        | 6,4        | 0,6        | 0,5        | 0,3        | 21,5        | 15,8        | 13,5        | 7%           | 7%        | 5%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Trakcja Polska            | 4,2   | 6,1        | 8,5        | 8,2        | 0,7        | 0,7        | 0,5        | 9,3         | 15,9        | 16,5        | 12%          | 8%        | 6%        | 2,4%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Ulma Construcccion        | 72,7  | 8,3        | 4,8        | 4,1        | 3,4        | 2,4        | 2,1        | -           | 15,3        | 11,6        | 41%          | 51%       | 51%       | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Unibep                    | 8,3   | 9,1        | 10,8       | 10,9       | 0,7        | 0,5        | 0,4        | 15,8        | 14,4        | 14,8        | 8%           | 4%        | 4%        | 1,2%        | 0,0%        | 0,7%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>7,9</b> | <b>8,7</b> | <b>8,3</b> | <b>0,7</b> | <b>0,6</b> | <b>0,5</b> | <b>14,3</b> | <b>14,2</b> | <b>13,7</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                      | 8,6   | 9,2        | 8,2        | 7,4        | 0,8        | 0,8        | 0,7        | 18,2        | 16,4        | 14,4        | 9%           | 9%        | 10%       | 2,0%        | 2,2%        | 2,4%        |
| BILFINGER                 | 42,3  | 7,3        | 5,1        | 5,1        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 13,3        | 8,9         | 8,2         | 4%           | 6%        | 6%        | 4,3%        | 5,6%        | 5,6%        |
| EIFFAGE                   | 38,5  | 8,6        | 8,6        | 8,1        | 1,2        | 1,2        | 1,2        | 12,6        | 14,2        | 11,7        | 14%          | 14%       | 15%       | 3,0%        | 3,0%        | 3,3%        |
| HOCHTIEF                  | 47,5  | 5,5        | 4,7        | 4,4        | 0,3        | 0,3        | 0,2        | 18,1        | 14,4        | 12,5        | 5%           | 5%        | 6%        | 3,1%        | 3,5%        | 3,9%        |
| NCC                       | 123,9 | 6,8        | 7,8        | 7,1        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 12,5        | 12,9        | 11,6        | 5%           | 4%        | 5%        | 3,2%        | 4,5%        | 4,8%        |
| SKANSKA                   | 112,8 | 6,1        | 6,8        | 6,7        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 13,4        | 15,0        | 14,8        | 5%           | 5%        | 5%        | 4,9%        | 5,0%        | 5,2%        |
| STRABAG                   | 16,7  | 3,8        | 3,7        | 3,7        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 12,1        | 11,5        | 11,4        | 5%           | 5%        | 5%        | 3,1%        | 2,9%        | 3,1%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>6,8</b> | <b>6,8</b> | <b>6,7</b> | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> | <b>13,3</b> | <b>14,2</b> | <b>11,7</b> | <b>5%</b>    | <b>5%</b> | <b>6%</b> | <b>3,1%</b> | <b>3,5%</b> | <b>3,9%</b> |

**Wycena spółek deweloperskich /08.07.2010/**


|                           | 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           | 45,1  | 12,3        | 30,3        | 10,6        | 1,6        | 1,5        | 1,4        | 13,8        | 41,4        | 13,2        | 16%          | 9%         | 18%        | 1,8%        | 0,6%        | 1,9%        |
| GTC                       | 22,8  | -           | 9,1         | 8,4         | 4,6        | 5,2        | 4,4        | -           | 6,7         | 7,0         | -            | 142%       | 166%       | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| J.W. Construction         | 16,1  | 9,5         | 8,4         | 11,2        | 2,7        | 2,1        | 1,5        | 8,7         | 7,6         | 8,6         | 21%          | 23%        | 19%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Polnord                   | 32,8  | 12,9        | 19,1        | 13,7        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 11,4        | 21,2        | 10,7        | 48%          | 15%        | 32%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>12,3</b> | <b>14,1</b> | <b>10,9</b> | <b>2,2</b> | <b>1,8</b> | <b>1,5</b> | <b>11,4</b> | <b>14,4</b> | <b>9,6</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   | 18,6        | 16,8        | 15,7        | 0,6        | 0,7        | 0,7        | 14,2        | 11,5        | 10,9        | 56%          | 58%        | 59%        | 5,4%        | 5,5%        | 5,8%        |
| CORIO                     | 41,3  | 25,0        | 17,5        | 15,5        | 0,8        | 0,9        | 0,9        | 13,6        | 14,0        | 13,6        | 64%          | 83%        | 87%        | 6,4%        | 6,5%        | 6,7%        |
| DEUTSCHE EUROSHOP         | 22,6  | 18,4        | 16,7        | 16,0        | 0,8        | 0,9        | 0,9        | 19,6        | 15,9        | 14,3        | 87%          | 86%        | 86%        | 4,7%        | 4,8%        | 5,2%        |
| ECHO INVESTMENT           | 4,3   | 14,0        | 14,6        | 11,2        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 19,8        | 15,6        | 11,3        | 58%          | 61%        | 71%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| HAMMERSON                 | 3,6   | 18,5        | 19,0        | 18,4        | 0,5        | 0,9        | 0,8        | 17,5        | 16,6        | 17,3        | 77%          | 78%        | 79%        | 4,2%        | 4,4%        | 4,6%        |
| KLEPIERRE                 | 23,6  | 21,2        | 17,3        | 16,5        | 0,8        | 1,1        | 1,0        | 15,8        | 16,3        | 15,6        | 71%          | 85%        | 86%        | 5,3%        | 5,3%        | 5,4%        |
| SPARKASSEN IMMO           | 5,0   | 24,4        | 17,2        | 15,2        | 0,6        | 0,7        | 0,6        | -           | 12,2        | 7,5         | 53%          | 50%        | 50%        | 0,0%        | 1,6%        | 5,3%        |
| UNIBAIL-RODAMCO           | 134,9 | 17,8        | 17,7        | 16,6        | 0,8        | 1,0        | 1,0        | 14,4        | 14,5        | 13,9        | 86%          | 82%        | 81%        | 5,9%        | 6,1%        | 6,4%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>18,6</b> | <b>17,3</b> | <b>15,7</b> | <b>0,8</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>15,8</b> | <b>15,0</b> | <b>13,7</b> | <b>66%</b>   | <b>78%</b> | <b>79%</b> | <b>4,7%</b> | <b>4,8%</b> | <b>5,3%</b> |

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


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /08.07.2010/**

|  | 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>   |       |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| FAMUR   | 1,8   | 7,2        | 8,5        | 4,9        | 1,4        | 1,4        | 1,3        | 15,0        | 15,2        | 9,0          | 19%        | 16%        | 26%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| KOPEX   | 17,1  | 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>7,5</b> | <b>7,8</b> | <b>5,4</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>14,8</b> | <b>15,5</b> | <b>10,1</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   | 115,5 | 13,6       | 11,5       | 9,8        | 2,5        | 2,4        | 2,1        | 21,9        | 17,3        | 14,4         | 18%        | 21%        | 22%        | 2,5%        | 2,8%        | 3,2%        |
| Bucyrus   | 52,6  | 8,1        | 6,6        | 5,4        | 1,7        | 1,2        | 1,0        | 13,3        | 13,8        | 10,3         | 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   | 5,0        | 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  | 52,4  | 7,4        | 9,7        | 7,9        | 1,6        | 1,8        | 1,6        | 12,4        | 16,8        | 13,4         | 21%        | 19%        | 20%        | 1,4%        | 1,3%        | 1,3%        |
| Sandvik   | 94,2  | 36,9       | 10,6       | 8,2        | 2,0        | 1,8        | 1,6        | -           | 20,9        | 13,7         | 5%         | 17%        | 20%        | 1,7%        | 2,3%        | 3,4%        |
| <b>Mediana</b>  |       | <b>7,8</b> | <b>8,1</b> | <b>6,7</b> | <b>1,7</b> | <b>1,7</b> | <b>1,5</b> | <b>12,4</b> | <b>15,3</b> | <b>11,9</b>  | <b>21%</b> | <b>20%</b> | <b>21%</b> | <b>1,8%</b> | <b>2,6%</b> | <b>3,3%</b> |

**Wycena spółek sektora papierniczego /08.07.2010/**

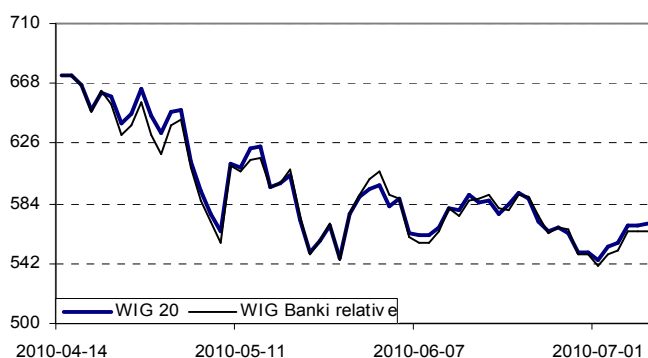
|  | Cena  | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             | marża EBITDA |            |            | D/Y        |             |             |             |
|---|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|   |       | 2009       | 2010       | 2011       | 2009       | 2010       | 2011       | 2009        | 2010        | 2009         | 2010       | 2011       | 2009       | 2010        | 2011        |             |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>   |       |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| MONDI   | 71,9  | 19,6       | 10,2       | 8,5        | 3,1        | 2,4        | 2,1        | 50,3        | 18,4        | 12,9         | 16%        | 23%        | 25%        | 0,0%        | 0,0%        | 7,1%        |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>   |       |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| Billerund   | 45,7  | 7,1        | 4,2        | 4,7        | 0,8        | 0,7        | 0,7        | 29,5        | 7,9         | 9,4          | 11%        | 17%        | 15%        | 1,2%        | 4,2%        | 5,4%        |
| Holmen  | 192,8 | 7,9        | 10,0       | 8,0        | 1,3        | 1,3        | 1,2        | 16,1        | 28,2        | 17,3         | 16%        | 13%        | 15%        | 4,7%        | 3,6%        | 3,7%        |
| INTL Paper  | 23,2  | 6,1        | 5,8        | 5,1        | 0,8        | 0,7        | 0,7        | 26,4        | 13,0        | 9,3          | 13%        | 13%        | 14%        | 1,4%        | 1,6%        | 2,0%        |
| M-Real  | 3,0   | 68,5       | 6,9        | 6,5        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | -           | 27,9        | 14,7         | 1%         | 11%        | 12%        | 0,0%        | 0,4%        | 0,6%        |
| Norske Skog   | 7,4   | 5,2        | 10,6       | 6,5        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | -           | -           | -            | 11%        | 6%         | 10%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Portucel EMP.   | 2,1   | 11,3       | 8,1        | 6,9        | 2,3        | 1,9        | 1,7        | 17,8        | 13,7        | 10,7         | 20%        | 23%        | 25%        | 3,6%        | 4,4%        | 5,1%        |
| 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   | 90,7  | 6,7        | 6,9        | 6,0        | 1,0        | 1,0        | 0,9        | 11,3        | 11,0        | 9,2          | 14%        | 14%        | 15%        | 4,1%        | 4,4%        | 4,8%        |
| UPM-Kymmene   | 10,6  | 9,2        | 7,8        | 6,7        | 1,2        | 1,1        | 1,1        | -           | 23,8        | 14,7         | 13%        | 14%        | 16%        | 3,6%        | 4,3%        | 4,6%        |
| <b>Mediana</b>  |       | <b>7,9</b> | <b>7,8</b> | <b>6,5</b> | <b>0,9</b> | <b>0,8</b> | <b>0,8</b> | <b>22,1</b> | <b>14,4</b> | <b>11,4</b>  | <b>13%</b> | <b>13%</b> | <b>15%</b> | <b>2,9%</b> | <b>3,6%</b> | <b>3,7%</b> |

**Wycena spółek górniczych /08.07.2010/**

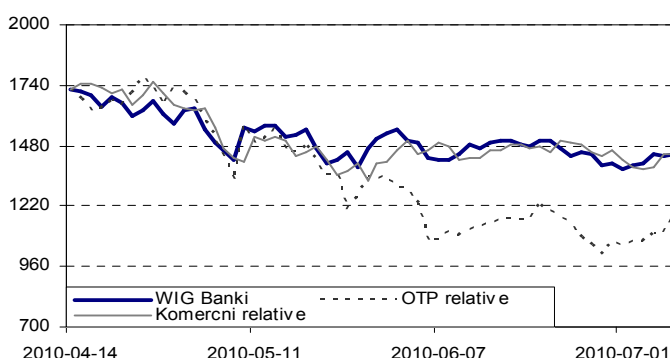
|  | Cena | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |            | marża EBITDA |            |            | D/Y        |             |             |             |
|---|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|   |      | 2009       | 2010       | 2011       | 2009       | 2010       | 2011       | 2009        | 2010       | 2009         | 2010       | 2011       | 2009       | 2010        | 2011        |             |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>   |      |            |            |            |            |            |            |             |            |              |            |            |            |             |             |             |
| KGHM  | 93,0 | 4,8        | 4,5        | 5,5        | 1,6        | 1,5        | 1,5        | 7,3         | 5,6        | 9,4          | 33%        | 34%        | 27%        | 12,6%       | 3,2%        | 5,4%        |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>   |      |            |            |            |            |            |            |             |            |              |            |            |            |             |             |             |
| Anglo Amer.   | 24,1 | 6,8        | 3,9        | 3,2        | 2,0        | 1,5        | 1,4        | 11,1        | 5,8        | 4,4          | 29%        | 40%        | 43%        | 0,3%        | 1,7%        | 4,1%        |
| BHP Billiton  | 18,2 | 4,9        | 4,3        | 2,9        | 2,2        | 2,1        | 1,6        | 10,2        | 7,5        | 4,8          | 44%        | 48%        | 55%        | 4,3%        | 4,7%        | 5,3%        |
| Freeport-MCMOR  | 63,2 | 4,6        | 3,5        | 3,3        | 2,2        | 1,8        | 1,7        | 11,7        | 7,8        | 7,0          | 48%        | 52%        | 52%        | 0,2%        | 1,6%        | 2,3%        |
| Rio Tinto   | 30,7 | 6,7        | 3,7        | 3,2        | 2,1        | 1,6        | 1,5        | 9,4         | 4,7        | 4,0          | 31%        | 44%        | 47%        | 1,8%        | 3,2%        | 3,5%        |
| Southern Peru   | 29,5 | 13,9       | 8,1        | 6,3        | 6,8        | 4,8        | 3,8        | 27,6        | 13,7       | 10,3         | 49%        | 59%        | 60%        | 1,6%        | 5,2%        | 6,4%        |
| <b>Mediana</b>  |      | <b>6,7</b> | <b>3,9</b> | <b>3,2</b> | <b>2,2</b> | <b>1,8</b> | <b>1,6</b> | <b>11,1</b> | <b>7,5</b> | <b>4,8</b>   | <b>44%</b> | <b>48%</b> | <b>52%</b> | <b>1,6%</b> | <b>3,2%</b> | <b>4,1%</b> |

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

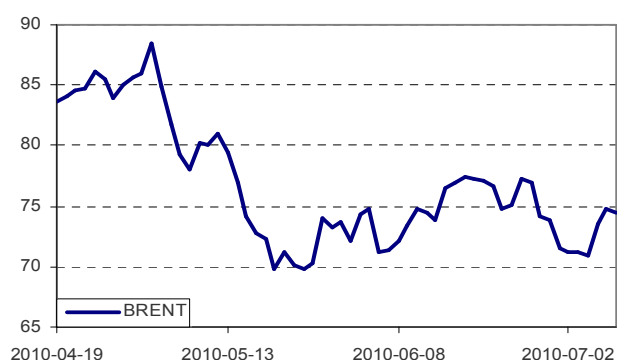
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



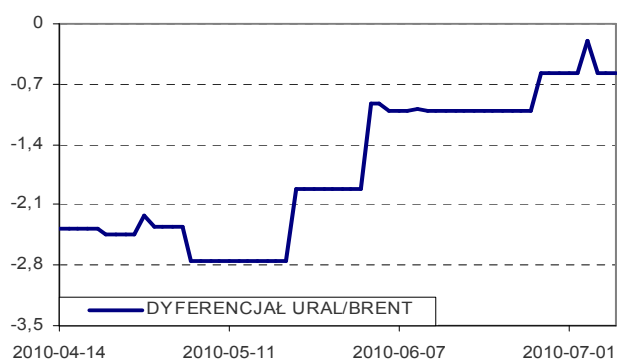
**Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



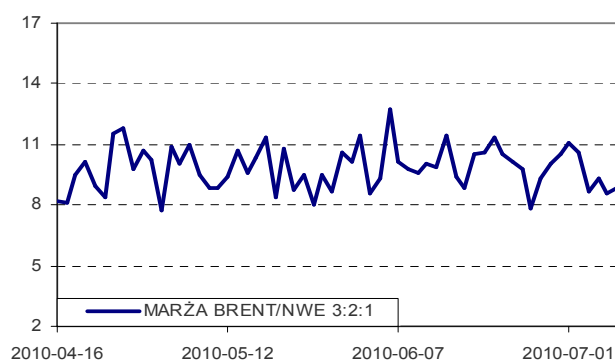
**BRENT (USD/brk)**



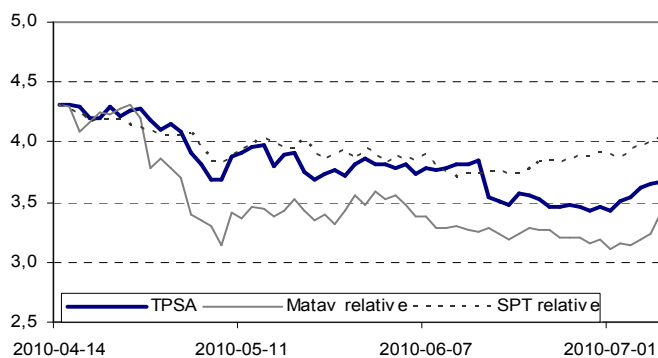
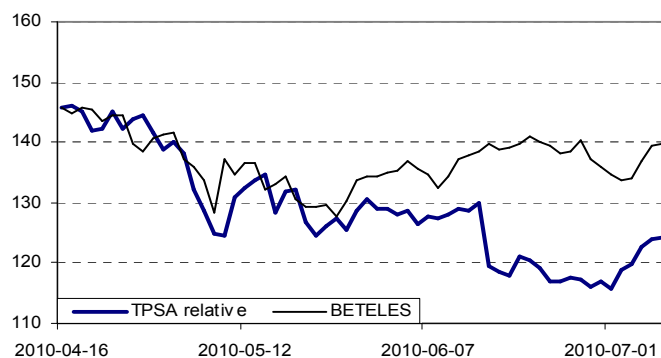
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

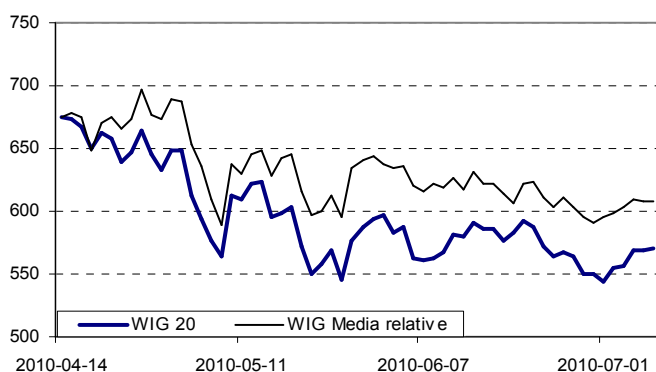


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

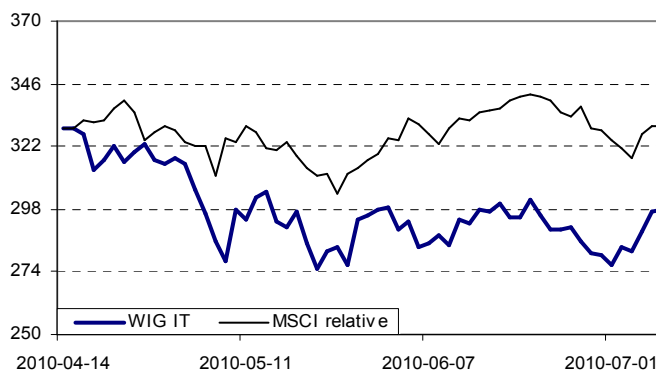


Źródło: Bloomberg

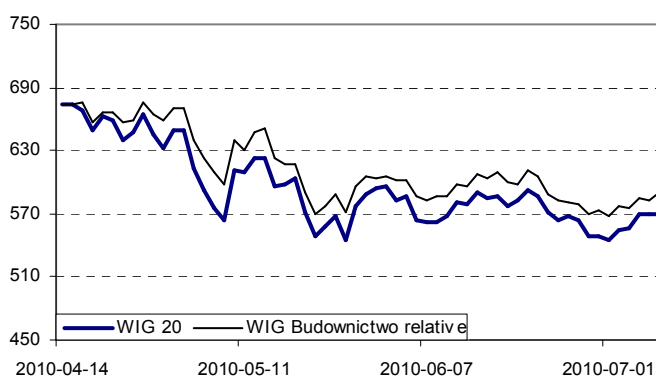
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



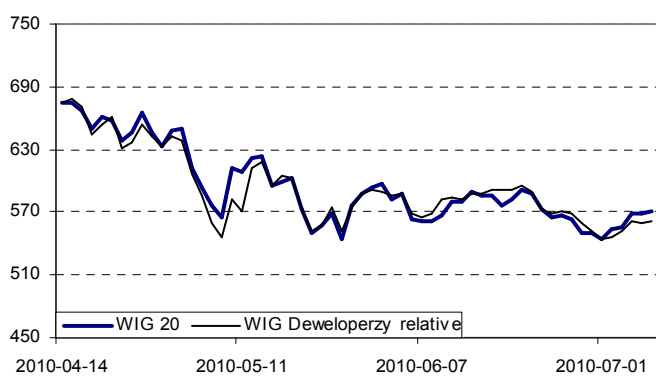
Indeks WIG IT na tle MSCI



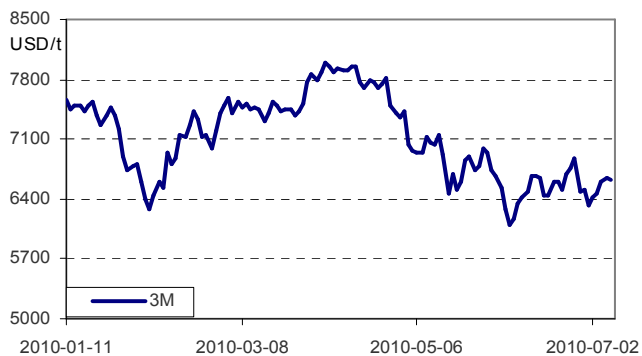
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



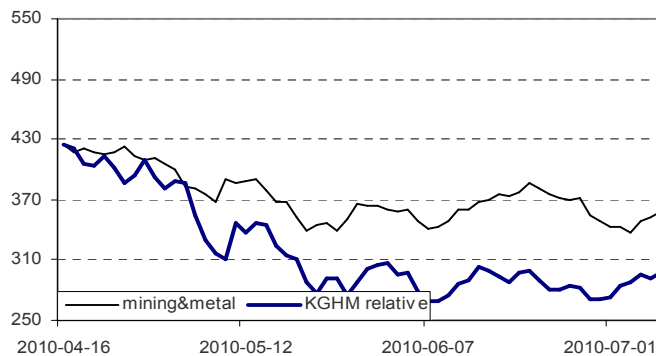
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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.szczepaniak@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepaniak@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.