
**Rynek akcji**  
Polska

# Komentarz poranny

Departament Analiz:

M. Marczak (22 6974738); I. Rokicka (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	10 040,5	-1,32%	FTSE 100	5 156,0	-1,51%	Miedź (LME)	7 137,0	-1,63%
S&P 500	1 051,9	-1,45%	WIG20	2 410,2	-2,25%	Ropa (Brent)	71,5	-1,81%
NASDAQ	2 123,8	-1,66%	BUX	21 598,0	-1,46%	USD/PLN	3,17	-0,08%
DAX	5 935,4	-1,26%	PX	1 152,3	-2,36%	EUR/PLN	4,01	-0,25%
CAC 40	3 553,2	+0,77%	PLBonds 10	5,38	-1,16%	EUR/USD	1,26	-0,24%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Zysk netto sektora wyniósł w 2Q 2010 2,9 mld PLN, +14% Q/Q i 24% R/R

KNF opublikował wyniki sektora bankowego za 1H 2010. Zgodnie z tymi danymi zysk netto sektora wyniósł 5,4 mld PLN i wzrósł o 22% R/R. Implikowany wynik sektora za 2Q 2010 wyniósł 2,9 mld PLN wzrósł o 14% Q/Q i o 24% R/R. (I. Rokicka)

### BZ WBK

Trzymaj – z dn. 07.04.2010  
Cena docelowa: 200,5 PLN  
**PKO BP**  
Trzymaj – z dn. 17.03.2010  
Cena docelowa: 40,10 PLN

#### Transakcja sprzedaży BZ WBK może się w ciągu tygodnia; trzy podmioty złożyły oferty kupna

Dzisiejsza *Rzeczpospolita* donosi, że transakcja sprzedaży BZ WBK przez AIB może się rozstrzygnąć w ciągu tygodnia. Według dziennika trzy grupy bankowe (PKO BP, BNP Paribas i Santander) złożyły ofertę kupna 66% akcji BZ WBK, mimo że na sprzedaż jest wystawione 70% akcji spółki. Ich celem jest uniknięcia wezwania na 100% akcji BZ WBK. Co więcej, zgodnie z informacjami *Rzeczpospolita* tylko PKO BP złożyło ofertę, która zawiera opcję „wykupu” akcjonariuszy mniejszościowych. Po transakcji zamierza zaoferować im akcję PKO BP po cenie równej cenie zakupu pakietu 66%. **Uważamy, że cena jest kluczowym czynnikiem wyboru nowego akcjonariusza dla BZ WBK. Z drugiej strony, nie wykluczamy, że jeżeli oferty będą zbliżone AIB może zdecydować się na PKO BP jako, że ta oferta zapewnia AIB docelowo zbycie całego pakietu 70,5% akcji BZ WBK. W takim scenariuszu zakładamy, że akcje PKO BP jakie posiadałoby AIB zostałyby sprzedane na rynku.**

Zakładając, że transakcja zakupu BZ WBK (66% minus 1 akcja) jak i późniejsza zamiana akcji BZ WBK na akcje PKO BP miałyby się dokonać po obecnych cenach rynkowych, PKO BP musiałoby wyemitować 126,8 mln nowych akcji rozładniając dotychczasowych akcjonariuszy o 10,1% (całkowita liczba akcji zwiększyłaby się do 1 377 mln). Współczynnik konwersji wyniósłby 4,91 akcji PKO BP za 1 akcją BZ WBK. Co więcej, AIB stałoby się posiadaczem pakietu 1,53% akcji PKO BP wartego ok. 800 mln PLN. (I. Rokicka)

### Ciech

Rekomendacja utajniona  
do dnia 27.08.10 \*\*\*

#### Chętni na Fosfory

Według prasowych doniesień oprócz ZA Tarnów złożenie oferty na zakup udziałów w Fosforach Gdańskich od Ciechu poważnie analizują ZA Puławy oraz Luvena (dawniej Zakłady Chemiczne Luboń- polski prywatny producent nawozów fosforowych pod względem wolumenów porównywalny do Fosforów). Wcześniej Zarząd informował również, że pojawiło się zainteresowanie firm zagranicznych. **ZA Tarnów zapowiedziały złożenie oferty do 15 września. W najbliższym czasie w związku z zainteresowaniem innych podmiotów można zapewne spodziewać się dopuszczenie do due diligence innych spółek. Wydaje się, że otoczenie zewnętrzne dla tej transakcji (batalia o Potash Corp, wysokie ceny zbóż, poprawa sytuacji na rynku nawozowym) jest sprzyjające. (K. Kliszcz)**

### ENEA

Kupuj - z dn. 02.06.10  
Cena docelowa: 21,24 PLN

#### 5 podmiotów w kolejnym etapie prywatyzacji

MSP dopuściło do dalszego etapu prywatyzacji Enei pięć podmiotów z sześciu jakie złożyły wstępne oferty. Wcześniej prasa donosiła, że najlepsze propozycje złożyły EdF i GdF. **Informacja techniczna. (K. Kliszcz)**

### Comarch

Redukuj - z dn. 03.08.10  
Cena docelowa: 79,50 PLN

#### Wyniki SoftM za drugi kwartał

SoftM opublikował sprawozdanie za pierwsze półrocze 2010. Przychody spółki spadły o 5,0% do 9,4 mln EUR. Strata operacyjna drugiego kwartału wyniosła 1,4 mln EUR. Również 1,4 mln EUR wyniosła strata netto niemieckiej spółki zależnej. Opublikowane wyniki okazały się słabsze niż oczekiwaliśmy. **W swoich prognozach kwartalnych dla Comarchu przyjęliśmy 1,0 mln EUR straty operacyjnej oraz 1 mln EUR straty netto. Wobec strat poniesionych przez SoftM**

**Comarch ma naszym zdaniem czysto iluzoryczne szanse na osiągnięcie rentowności operacyjnej w 2Q2010 nawet jeśli oczekiwane przez nas odpisy wartości aktywów nie będą miały miejsca. (P. Grzybowski)**

## Pozostałe wiadomości ze spółek

<b>ABM Solid</b>	ABM Solid podpisał w konsorcjum umowę na budowę kanalizacji sanitarnej za 9,9 mln PLN netto w Markach. Termin realizacji zadania ustalono na 18 miesięcy od dnia podpisania umowy. Kontrakt będzie realizowany w konsorcjum ze spółką Resbud S.A.
<b>Amrest</b>	Zysk netto grupy AmRest wyniósł w II kwartale 2010 roku 12,4 mln PLN. Zysk okazał się wyższy od konsensusu rynkowego na poziomie 11 mln PLN. AmRest chce w kolejnych latach w Europie Środkowo-Wschodniej kontynuować około 20-proc. roczny wzrost przychodów ze sprzedaży i obecnie nie planuje kolejnych przejęć w 2010 roku.
<b>Anti</b>	Spółka wygrała przetarg na przebudowę terenu zieleńca przy pl. Strzeleckim we Wrocławiu za prawie 2 mln PLN. Umowa obowiązuje do 30 listopada 2014 i będzie realizowana w konsorcjum. Udział przypadający na Anti to 1,85 mln PLN brutto.
<b>Comp</b>	Comp wygrał przetarg organizowany przez ZUS na świadczenie przez 36 miesięcy usług serwisu pogwarancyjnego serwerów Sun oraz oprogramowania systemowego. Wartość oferty złożonej przez Comp to 1,65 mln PLN brutto.
<b>Hydrotor</b>	Spółka przeznaczy 3 mln PLN na wypłatę dywidendy, co daje 1,25 PLN na akcję. Prawo do dywidendy ustala się według stanu posiadania akcji na dzień 30.08.2010 r., termin wypłaty dywidendy ustala się na dzień 15.09.2010 r.
<b>Ipopema</b>	Spółka miała w I poł. 2010 9 mln PLN zysku netto przy 50 mln PLN przychodów. W I półroczu 2009 spółka odnotowała 4,33 mln PLN przy przychodach rzędu 24 mln PLN.
<b>MCI</b>	Spółka miała w I poł. 2010 21,2 mln PLN zysku netto przy 5,4 mln PLN przychodów. W I półroczu 2009 spółka odnotowała 11,34 mln PLN przy przychodach rzędu 4,8 mln PLN. Do końca trzeciego kwartału MCI może poinformować o inwestycji w trzy nowe projekty. MCI Management może utworzyć trzy nowe fundusze. Spółka podtrzymuje prognozę wyniku netto na 2010 r.
<b>Polimex-Mostostal</b>	Polimex Mostostal złożył najkorzystniejszą ofertę w wysokości 128 mln PLN netto (157 mln PLN brutto) na budowę Europejskiego Centrum Solidarności w Gdańsku.
<b>Telforceone</b>	W drugiej poł. roku spółka planuje wprowadzić na rynek 11 nowych modeli telefonów myPhone. Na IV kwartał planuje kampanię reklamową tej marki. Spółka zakończyła działania restrukturyzacyjne i liczy na dalszą poprawę efektywności w drugim półroczu.
<b>Teta</b>	Giełda Papierów Wartościowych zdecydowała o wykluczeniu z dniem 26 sierpnia z obrotu giełdowego akcji Tety.
<b>TPSA</b>	Telekomunikacja Polska podtrzymuje plan wspólnego z P4 startu w przetargu na częstotliwości, które umożliwiają zaoferowanie usług szybkiego internetu w technologii LTE.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>Anti</b>	Marcin Bużantowicz nabył 17 sierpnia od Arkadiusza Rzepy 375 375 akcji.
<b>MW Trade</b>	Podmiot blisko związany z prezesem zarządu nabył 23 sierpnia 21 801 akcji po średniej cenie 11,58 PLN za akcję.

## Makroekonomia

### Śładko-gorzkie dane o sprzedaży detalicznej w lipcu

Sprzedaż detaliczna w lipcu wzrosła o 3,9% w ujęciu rocznym, poniżej 6,4% dynamiki odnotowanej w czerwcu. Spadek dynamiki sprzedaży wynika w głównej mierze z obniżenia dynamiki sprzedaży żywności (powrót na terytoria ujemne) oraz kategorii pozostałe. W ujęciu bazowym (po wyłączeniu żywności i paliw) tempo wzrostu sprzedaży powróciło do majowego – wyłączając silnie zmienną kategorię „pozostałe” dynamika sprzedaży pozostaje od trzech miesięcy względnie płaska. Trudno tym samym mówić o pogorszeniu konsumpcji prywatnej.



Poprawę odnotowujemy w kategoriach dóbr trwałych. W szczególności przy ujemnej dynamice żywności i kategorii „pozostałe” wyjątkowa wysoka okazała się sprzedaż samochodów (ponownie okolice 7% - zupełnie w inną stronę niż sugerują dane SAMAR i PZPM; faktem jest, że za utrzymanie dynamiki sprzedaży nie jest odpowiedzialna polityka cenowa salonów, gdyż sprzedaż w ujęciu realnym również utrzymuje się na zbliżonych poziomach) oraz oczekiwana przez nas poprawa w kategorii meble, RTV, AGD (27,2% wobec 19,7% przed miesiącem – łączymy to z odbudową popowodziową, która może okazać się względnie silnym zjawiskiem). Biorąc pod uwagę optymizm konsumentów (ostatnie tąpnięcie zostało z nawiązką zniwelowane w kolejnej odsłonie badania GUS) oraz wyraźną poprawę na rynku pracy nie widzimy w bieżącym momencie istotnych czynników, które mogłyby w kolejnych miesiącach hamować wzrosty sprzedaży detalicznej. Dane pozostały neutralne dla rynku, który znajduje się pod wpływem nastrojów globalnych (przecena na krótkim końcu po wczorajszej decyzji Banku Węgier się zakończyła, na długim końcu realizacja zysków po ostatnim rally. Inwestorzy, również krajowi, coraz uważniej patrzą jednak na korelację z niemieckim bundem, który ustanawia kolejne rekordy cenowe.). Patrząc pod kątem nadchodzącej decyzji RPP, status quo na sprzedaży detalicznej nie zmienia obrazu gospodarki, a RPP nie jest jeszcze gotowa reagować na zagrożenia inflacyjne rysujące się w 2011 roku. Szansę na nieco bardziej ostry ton komunikatu upatrujemy w polityce fiskalnej, choć z uwagi na kompozycję RPP (oraz rzekomo funkcjonujące w niej frakcje) cierpliwość w stosunku do programów rządowych będzie znacznie większa niż na Węgrzech.

**BRE Bank S.A.**

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)  
[research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

## Kalendarium spółek

### Środa /25.08.10/

BPH	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
EMPERIA	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,92 zł na akcję.
PBG	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

### Czwartek /26.08.10/

CYFROWY POLSAT	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
GETIN	Wprowadzenie do obrotu na rynku GPW 1.369.338 akcji zwykłych na okaziciela serii N spółki.
J.W.CONSTRUCTION	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
LOTOS	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
PZU	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

### Piątek /27.08.10/

ASSECO POLAND	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
ASTARTA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
ENEA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
EUROCASH	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
GANT	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
HANDLOWY	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
TRAKCJA POLSKA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

### Poniedziałek /30.08.10/

ABPL	Publikacja skonsolidowanego raportu za IV kwartał roku obrotowego 2009/2010.
HANDLOWY	Dzień wypłaty dywidendy 3,77 zł na akcję.
KERNEL	Publikacja skonsolidowanego raportu za IV kwartał 2009/2010 roku.
TAURON	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

### Wtorek /31.08.10/

ACTION	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
BUDIMEX	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
CENTRUM KLIMA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
CERSANIT	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
CEZ	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
CIECH	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
COMARCH	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
ELEKTROBUDOWA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
EMPERIA HOLDING	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
ERBUD	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
FAMUR	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
GETIN	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
KGHM	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
KOPEX	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
LW BOGDANKA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
Mostostal Warszawa	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
PGE	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
PGNiG	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
PKN ORLEN	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
POLIMEX MOSTOSTAL	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
POLNORD	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
RAFAKO	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
SYGNITY	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
ULMA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
UNIBEP	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

**Kalendarium makro**
**Środa /25.08.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku bez środków transportu	Lipiec		-0,6% m/m
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku	Lipiec		-1% m/m
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	Lipiec		330 tys.
16:00	USA	Indeks cen nieruchomości	Czerwiec		0,5% m/m

Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: JDS Uniphase.

**Czwartek /26.08.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:00	UE	Podaż pieniądza M3	Lipiec		0,2% r/r

Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Novell.

**Piątek /27.08.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	PKB deflator	II kw.		1,1% k/k
14:30	USA	PKB	II kw.		2,7% k/k; 2,4% r/r
14:30	USA	PCE	II kw.		3,0% k/k; 1,6% r/r
14:30	USA	Bazowy PCE	II kw.		1,4% r/r

**Poniedziałek /30.08.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Wskaźnik zaufania w biznesie	Sierpień		0,66
11:00	UE	Indeks zaufania konsumentów	Sierpień		-14
11:00	UE	Indeks zaufania w gospodarce	Sierpień		101,30
11:00	UE	Indeks zaufania w przemyśle	Sierpień		-4
11:00	UE	Indeks zaufania w usługach	Sierpień		6
14:30	USA	Bazowy PCE Deflator	Lipiec		0,0% m/m; 1,4% r/r
14:30	USA	PCE Deflator	Lipiec		-0,1% m/m; 1,4% r/r
14:30	USA	Dochody Amerykanów	Lipiec		0,0% m/m
14:30	USA	Wydatki Amerykanów	Lipiec		0,0% m/m


**Wtorek /31.08.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
15:00	USA	Indeks S&P/Case-Shiller Composite 20	Czerwiec		4,6% r/r
15:45	USA	Indeks Chicago PMI	Sierpień		62,3
16:00	USA	Indeks zaufania konsumentów	Sierpień		50,4


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

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Akumuluj	18,80	17,80	2010-05-06	16,90	10,4
ACTION	Trzymaj	18,49	16,10	2010-08-04	18,47	10,3
AGORA	Trzymaj	24,70	24,20	2010-05-27	24,76	20,7
ASBIS	Trzymaj	4,69	3,94	2010-05-10	4,65	9,1
ASSECO POLAND	Kupuj	70,60	54,70	2010-04-06	57,60	12,6
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	64,80	2010-05-11	57,50	5,2
BUDIMEX	Sprzedaj	78,30	91,10	2010-08-04	98,20	12,5
BZWBK	Trzymaj	200,50	186,40	2010-04-07	216,50	13,7
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	14,65	15,18	2010-08-04	13,58	16,2
CERSANIT	Trzymaj	13,43	14,54	2010-06-04	14,00	17,1
CEZ	Trzymaj	131,87	132,00	2010-03-03	133,90	9,4
CIECH	Utajniona do dnia			2010-08-27		
CINEMA CITY	Trzymaj	39,90	41,70	2010-07-16	39,00	18,6
COMARCH	Redukuj	79,50	79,90	2010-08-03	86,35	30,8
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	16,03	13,80	2010-08-04	14,94	12,2
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	47,95	2010-07-05	44,80	44,0
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	178,00	2010-03-12	171,00	17,2
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	82,45	2010-03-09	77,50	16,2
ENEA	Kupuj	21,24	19,80	2010-06-02	18,17	13,4
ERBUD	Akumuluj	54,60	47,00	2010-07-05	50,00	11,5
EUROCASH	Redukuj	18,60	22,31	2010-05-06	20,61	24,0
FAMUR	Trzymaj	2,03	2,03	2010-05-28	2,00	17,1
GETIN	Trzymaj	10,34	9,88	2010-05-06	10,19	12,9
GTC	Trzymaj	23,90	22,20	2010-05-28	23,80	6,6
HANDLOWY	Kupuj	87,10	77,00	2010-06-02	75,00	15,9
ING BSK	Zawieszona			2010-08-04		
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	16,40	2010-07-09	16,10	5,4
KERNEL	Utajniona do dnia			2010-08-25		
KĘTY	Utajniona do dnia			2010-08-27		
KGHM	Trzymaj	96,10	103,40	2010-05-27	93,70	6,0
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	10,80	2009-12-08	11,39	11,8
KOPEX	Trzymaj	18,46	17,95	2010-05-28	18,90	16,6
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	14,95	2010-04-07	14,60	31,5
LOTOS	Sprzedaj	26,50	29,67	2010-08-04	33,15	9,8
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,70	78,50	2010-08-04	79,15	14,3
MILLENNIUM	Zawieszona			2010-08-04		
MONDI	Trzymaj	71,10	75,15	2010-08-13	73,70	17,6
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	68,60	64,70	2010-08-02	67,50	16,3
NETIA	Akumuluj	5,30	4,75	2010-08-10	4,86	24,6
PBG	Redukuj	194,00	222,00	2010-06-02	213,40	14,8
PEKAO	Trzymaj	172,80	154,90	2010-03-05	165,50	15,3
PGE	Kupuj	27,90	22,30	2010-03-30	23,00	12,3
PGNiG	Kupuj	4,24	3,47	2010-06-14	3,45	12,1
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,95	2010-04-08	39,40	10,5
PKO BP	Trzymaj	40,10	38,00	2010-03-17	39,07	15,3
POLICE	Trzymaj	5,50	5,81	2010-06-02	5,39	12,3
POLIMEX MOSTOSTAL	Redukuj	4,27	4,60	2010-07-30	4,74	15,5
POLNORD	Kupuj	51,60	35,00	2010-06-02	37,70	22,6
PZU	Zawieszona			2010-08-04		
RAFAKO	Trzymaj	14,00	12,90	2010-08-04	13,85	17,5
SYGNITY	Kupuj	18,20	13,26	2010-03-02	12,57	
TAURON	Kupuj	8,42	5,32	2010-08-16	5,10	11,7
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	18,20	16,79	2010-07-29	15,55	17,1
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,39	2010-05-06	4,14	16,8
TVN	Redukuj	16,69	16,81	2010-08-04	18,70	19,9
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	82,20	71,40	2010-07-05	73,00	15,1
UNIBEP	Akumuluj	9,00	8,58	2010-05-14	7,90	14,9
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	76,10	2010-01-06	80,90	

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /24.08.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE BANKI</b>													
BZ WBK	186,4	15,3	13,7	10,7	16%	16%	18%	2,3	2,0	1,8	0,0%	2,1%	2,4%
Getin	9,9	25,5	12,9	10,4	7%	13%	14%	1,8	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	77,0	19,9	15,9	11,6	9%	10%	13%	1,6	1,6	1,5	0,0%	4,9%	5,0%
ING BSK	785,0	17,2	15,1	11,1	13%	13%	15%	2,1	1,8	1,6	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,0	117,5	31,5	9,2	1%	5%	15%	1,6	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,4	2480,6	18,0	10,1	0%	9%	12%	1,3	1,3	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	154,9	16,8	15,3	12,9	14%	14%	16%	2,2	2,1	2,0	0,0%	1,9%	5,2%
PKO BP	38,0	20,6	15,3	11,0	13%	15%	18%	2,3	2,1	1,9	2,6%	2,1%	3,3%
<b>Mediana</b>		<b>20,3</b>	<b>15,3</b>	<b>10,9</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,0</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	0,8	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	15,7	9,1	6,8	4%	6%	8%	0,5	0,5	0,5	3,8%	4,7%	6,5%
Citigroup	3,7	-	12,0	8,5	-	6%	8%	0,7	0,7	0,6	0,3%	0,1%	0,6%
Commerzbank	6,5	-	-	13,1	-	-	6%	0,6	0,7	0,7	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,9	25,6	7,2	5,5	1%	10%	11%	0,8	0,6	0,6	0,1%	0,3%	2,2%
KBC	32,5	-	8,1	6,8	-	15%	15%	1,0	0,9	0,8	0,0%	2,3%	3,4%
UCI	1,9	19,4	16,3	8,1	3%	4%	7%	0,6	0,6	0,6	1,3%	2,4%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>19,4</b>	<b>9,1</b>	<b>7,5</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	4,7	8,4	10,5	8,1	10%	7%	9%	0,8	0,8	0,7	5,9%	4,8%	6,1%
Deutsche Bank	50,4	7,4	7,4	6,3	13%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	1,8%	2,0%	3,4%
Erste Bank	28,8	11,3	12,1	8,2	9%	8%	10%	1,0	0,9	0,8	1,7%	2,1%	2,6%
Komercni B.	3900,0	13,6	12,7	11,3	17%	17%	18%	2,3	2,1	1,9	4,2%	4,7%	5,5%
OTP	4665,0	8,7	8,2	5,9	13%	12%	15%	1,1	1,0	0,8	1,0%	3,2%	5,5%
Santander	9,2	8,6	8,5	7,3	14%	13%	15%	1,1	1,1	1,0	6,1%	6,3%	7,0%
Turkiye Garanti B.	7,3	11,1	9,3	8,3	24%	23%	21%	2,5	2,0	1,7	1,3%	2,0%	2,6%
Turkiye Halk B.	12,1	9,7	8,7	7,8	31%	28%	25%	2,8	2,2	1,8	3,4%	3,5%	4,1%
Sberbank	2,4	90,2	11,9	7,3	2%	16%	23%	2,2	1,8	1,5	0,2%	0,9%	1,8%
VTB Bank	5,1	-	39,9	12,5	-	2%	12%	1,6	1,5	1,4	0,3%	0,4%	1,3%
<b>Mediana</b>		<b>9,7</b>	<b>9,9</b>	<b>8,0</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,7%</b>

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /24.08.2010/**

	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	385,7	8,9	14,7	12,4	25%	20%	21%	3,0	2,6	2,3	-	2,8%	3,1%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	36,7	13,4	12,0	10,4	9%	9%	10%	1,1	1,1	1,0	3,0%	2,9%	3,2%
Uniq	13,4	29,0	12,7	10,2	4%	7%	9%	1,4	1,3	1,2	2,1%	2,7%	3,1%
Aegon	4,2	-	8,8	6,1	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,5	0,1%	0,9%	3,7%
Allianz	80,8	8,1	7,4	6,8	12%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,8%	5,5%	6,0%
Aviva	3,8	6,7	6,7	5,6	13%	15%	17%	1,0	1,1	1,0	6,4%	6,9%	7,4%
AXA	12,5	8,4	6,7	5,8	9%	10%	10%	0,7	0,6	0,6	4,0%	6,0%	7,0%
Baloise	81,9	8,8	8,2	7,5	12%	11%	11%	0,9	0,9	0,8	5,5%	5,7%	6,0%
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	322,0	9,3	8,0	7,4	11%	12%	12%	1,0	0,9	0,8	4,3%	4,7%	5,0%
Mapfre	2,3	7,0	7,4	7,0	17%	14%	14%	1,1	1,0	0,9	6,6%	6,6%	6,9%
RSA Insurance	1,2	9,6	9,3	8,7	12%	14%	14%	1,2	1,2	1,1	6,6%	7,0%	7,3%
Zurich Financial	224,8	9,7	8,0	7,4	13%	14%	14%	1,2	1,1	1,0	5,4%	6,8%	7,1%
<b>Mediana</b>		<b>9,3</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,0%</b>

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

**Wycena spółek paliwowych /24.08.2010/**

	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	29,7	12,7	12,6	7,9	0,6	0,6	0,5	4,4	9,8	6,7	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	38,0	8,0	7,3	6,5	0,4	0,4	0,4	12,4	10,5	10,8	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
MOL	20200,0	9,6	7,0	6,0	1,2	0,9	0,8	23,3	11,4	8,5	13%	13%	14%	1,6%	2,3%	3,3%
OMV	25,9	4,6	3,4	3,0	0,7	0,6	0,5	10,7	7,1	5,7	14%	17%	17%	3,4%	3,9%	4,3%
Hellenic Petroleum	5,7	7,3	7,1	6,3	0,5	0,4	0,4	8,5	9,4	7,5	7%	6%	6%	7,8%	7,8%	8,2%
Tupras	33,0	7,0	6,3	5,6	0,4	0,3	0,3	10,7	9,5	8,8	5%	5%	5%	7,7%	8,5%	8,8%
Unipetrol	224,5	14,5	8,9	7,1	0,7	0,5	0,5	-	55,7	22,6	5%	6%	7%	0,0%	3,2%	4,3%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>10,7</b>	<b>9,8</b>	<b>8,5</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,3%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,5	7,5	6,3	6,3	1,1	1,1	1,2	17,0	12,1	12,8	15%	18%	18%	0,7%	2,3%	3,3%
Gazprom	157,5	4,7	3,7	3,2	1,6	1,4	1,2	5,5	4,5	3,8	34%	39%	38%	1,4%	1,7%	2,0%
GDF Suez	24,5	6,5	6,2	5,7	1,1	1,1	1,1	12,2	12,2	10,9	17%	18%	19%	6,2%	6,3%	6,6%
Gas Natural SDG	11,6	7,8	6,9	6,7	1,9	1,7	1,7	8,2	8,0	7,6	24%	25%	25%	6,7%	7,2%	7,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,1</b>	<b>9,2</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,0%</b>

**Wycena spółek energetycznych /24.08.2010/**

	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	132,0	6,3	6,9	7,2	2,9	3,2	3,2	8,6	9,4	9,5	46%	46%	45%	6,0%	6,7%	6,1%
ENEA	19,8	6,9	4,7	5,4	1,1	0,9	1,0	17,0	13,4	13,3	16%	18%	18%	2,3%	2,9%	3,7%
PGE	22,3	5,9	6,1	6,2	2,2	2,1	2,2	11,4	12,3	11,7	37%	35%	36%	3,2%	3,4%	4,1%
TAURON	5,3	4,4	4,4	4,3	0,8	0,8	0,8	11,3	11,7	11,3	19%	18%	19%	0,7%	0,0%	1,7%
E.ON	22,4	6,1	6,0	5,9	1,0	1,0	1,0	7,7	8,1	7,8	16%	16%	16%	6,7%	6,8%	7,0%
EDF	31,8	6,4	5,9	5,5	1,6	1,5	1,5	15,6	14,9	12,8	25%	26%	27%	3,7%	3,7%	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	3,7	6,3	6,2	6,1	1,6	1,5	1,5	7,4	8,3	8,1	25%	25%	24%	7,4%	7,2%	7,4%
Fortum	17,8	9,3	9,1	9,2	4,0	3,8	3,7	12,1	11,8	12,2	43%	42%	41%	5,2%	5,5%	5,6%
Iberdrola	5,4	8,6	8,1	7,6	2,3	2,3	2,2	10,4	10,5	9,9	27%	28%	29%	6,0%	6,1%	6,1%
RWE AG	52,9	4,9	4,3	4,2	0,9	0,8	0,8	8,3	7,5	7,5	18%	19%	19%	6,7%	7,0%	7,2%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,9</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,1%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /24.08.2010/**

	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	5,8	-	6,0	3,8	0,3	0,4	0,3	-	12,3	5,0	-	6%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	76,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acron	30,0	8,6	6,4	5,8	1,9	1,5	1,3	10,3	8,2	8,0	22%	24%	23%	1,7%	2,5%	3,6%
Agrium	52,3	11,3	7,3	6,1	1,0	1,0	0,9	21,3	11,3	9,1	9%	14%	15%	0,2%	0,2%	0,2%
DSM	33,2	3,6	3,4	3,4	1,4	1,4	1,4	36,3	29,5	27,8	38%	40%	40%	2,1%	2,4%	2,6%
K+S	42,9	21,8	9,9	7,6	2,5	1,9	1,8	-	19,0	13,0	12%	19%	23%	0,7%	2,2%	3,2%
Silvinit	19562,0	7,3	7,1	5,3	5,0	4,3	3,4	11,3	11,0	7,8	68%	61%	64%	1,6%	1,2%	2,2%
Uralkali	5,0	18,7	12,8	9,6	9,8	7,0	5,6	30,7	8,6	6,2	53%	55%	59%	1,1%	2,4%	4,5%
Yara	244,0	16,9	8,6	8,6	1,4	1,3	1,2	29,6	13,5	11,9	8%	15%	14%	1,8%	2,1%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>11,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>25,5</b>	<b>11,8</b>	<b>8,6</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,5%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	28,7	6,5	6,1	4,7	0,6	0,6	0,5	-	9,2	8,7	10%	10%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	41,3	6,8	6,3	5,8	0,9	0,9	0,8	16,0	13,3	11,4	13%	14%	14%	3,2%	3,6%	4,1%
BASF	41,9	7,2	5,4	5,0	1,0	0,9	0,9	20,1	11,6	10,3	14%	17%	17%	3,7%	4,6%	4,9%
Croda	12,6	13,4	10,8	10,1	2,2	2,1	2,0	24,9	17,6	16,1	17%	20%	20%	1,7%	2,0%	2,2%
Dow Chemical	23,1	9,2	6,7	5,8	1,1	0,9	0,9	44,9	13,7	8,9	12%	14%	15%	3,8%	3,4%	3,4%
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	2,0	6,1	5,2	4,4	1,2	1,1	1,0	16,9	11,0	7,5	19%	21%	22%	0,0%	1,1%	2,0%
Soda Sanayii	1,7	5,5	6,1	4,3	1,1	1,0	0,8	8,5	7,0	4,1	20%	16%	18%	-	5,7%	7,7%
Solvay	71,3	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	401,1	7,0	8,2	7,7	1,1	1,6	1,5	13,0	14,2	12,6	16%	19%	19%	2,2%	2,1%	2,1%
Tessenderlo Chemie	22,6	15,7	5,7	4,6	0,5	0,4	0,4	-	26,2	11,0	3%	7%	9%	5,3%	5,5%	5,7%
Wacker Chemie	118,5	10,3	6,3	5,6	1,7	1,5	1,4	34,7	15,6	12,9	17%	24%	25%	1,0%	1,6%	1,9%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>16,9</b>	<b>13,5</b>	<b>10,7</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,9%</b>

**Wycena europejskich operatorów narodowych /24.08.2010/**

	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	4,8	5,1	4,3	3,8	1,1	1,0	0,9	20,9	24,6	16,9	21%	23%	24%	0,0%	0,0%	4,1%
TPSA	16,8	4,3	4,6	4,6	1,6	1,7	1,7	17,5	17,1	15,9	38%	37%	38%	8,9%	8,9%	8,9%
<b>Mediana</b>		<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>19,2</b>	<b>20,9</b>	<b>16,4</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>
<b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>																
Belgacom	27,9	5,8	5,3	5,8	1,9	1,7	1,8	10,8	10,9	11,3	32%	32%	30%	7,5%	7,8%	7,8%
Cesky Telecom	437,6	5,2	5,5	5,5	2,3	2,4	2,4	12,5	12,9	12,4	44%	43%	43%	10,5%	9,0%	8,9%
Hellenic Telekom	5,5	3,6	3,9	3,9	1,3	1,4	1,4	5,3	6,1	5,6	36%	35%	35%	12,9%	10,1%	10,8%
Matav	654,0	4,2	4,4	4,5	1,6	1,7	1,7	8,5	9,1	9,3	39%	39%	39%	11,4%	11,4%	11,4%
Portugal Telecom	9,2	6,1	5,8	5,6	2,2	2,0	2,0	15,0	14,9	13,0	36%	35%	36%	6,2%	6,3%	6,4%
Telecom Austria	10,1	4,5	4,9	4,9	1,7	1,7	1,8	12,6	15,1	13,3	37%	35%	35%	7,4%	7,4%	7,4%
<b>Mediana</b>		<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>11,7</b>	<b>11,9</b>	<b>11,8</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,4	4,5	3,9	3,8	1,0	1,0	1,1	9,7	9,1	8,5	22%	27%	27%	6,0%	5,1%	5,5%
DT	10,2	4,5	4,6	4,6	1,4	1,5	1,5	15,3	14,1	13,6	32%	32%	32%	7,7%	7,1%	7,1%
FT	16,1	4,7	5,0	5,1	1,6	1,7	1,8	9,5	9,2	9,0	33%	35%	35%	8,7%	8,7%	8,7%
KPN	11,0	5,5	5,3	5,3	2,1	2,1	2,1	12,0	9,7	9,2	38%	40%	40%	6,3%	7,3%	7,8%
Sw isscom	389,7	6,2	6,5	6,4	2,5	2,5	2,5	10,3	10,8	10,6	40%	38%	39%	5,8%	5,9%	6,2%
TELEFONICA	17,1	5,5	5,6	5,5	2,2	2,2	2,1	10,0	9,5	9,1	40%	39%	39%	6,7%	8,2%	9,1%
TeliaSonera	52,4	8,1	7,6	7,5	2,6	2,7	2,6	12,1	11,3	10,7	33%	35%	35%	4,0%	4,8%	5,2%
TI	1,0	4,9	4,9	4,9	2,0	2,0	2,0	9,9	8,9	8,4	41%	41%	42%	5,1%	5,5%	6,1%
<b>Mediana</b>		<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>10,1</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,7%</b>

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

**Wycena spółek IT /24.08.2010/**

	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	17,8	6,9	7,4	6,7	0,1	0,1	0,1	9,3	10,4	9,4	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	16,1	6,2	7,6	6,5	0,1	0,2	0,2	8,9	10,3	8,3	2%	2%	2%	8,6%	2,3%	1,9%
ASBIS	3,9	13,9	5,2	4,2	0,1	0,1	0,1	-	9,1	6,1	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	54,7	7,2	7,2	6,7	1,5	1,5	1,3	11,4	12,6	11,8	21%	20%	20%	2,6%	2,4%	2,5%
COMARCH	79,9	9,7	10,9	6,2	0,7	0,8	0,7	19,7	30,8	14,7	8%	7%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	10,8	12,6	8,1	5,6	0,1	0,1	0,1	41,0	11,8	7,7	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	13,3	-	8,9	4,9	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,5</b>	<b>7,6</b>	<b>6,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>8,9</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Accenture	37,2	7,0	7,0	6,5	1,1	1,1	1,0	14,0	14,1	12,4	15%	15%	15%	1,3%	2,6%	2,2%
Atos Origin	31,1	5,1	4,7	4,2	0,5	0,5	0,5	14,3	11,8	9,6	9%	10%	11%	0,3%	0,6%	0,9%
CapGemini	34,2	6,2	6,5	5,3	0,5	0,5	0,5	17,3	18,5	13,4	8%	8%	10%	2,3%	2,5%	2,9%
IBM	124,9	7,7	7,2	6,8	1,8	1,7	1,7	12,6	11,1	10,1	24%	24%	25%	1,7%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	13,0	7,1	6,9	6,5	0,9	0,9	0,9	10,7	10,5	9,8	13%	13%	14%	5,0%	5,2%	5,6%
LogicaCMG	1,1	7,3	6,4	6,0	0,6	0,6	0,6	10,3	9,2	8,5	8%	9%	9%	2,7%	3,1%	3,4%
Microsoft	24,0	7,7	7,0	6,4	3,0	2,9	2,7	14,2	11,6	10,3	39%	42%	42%	2,1%	2,2%	1,8%
Oracle	22,4	9,9	8,4	7,4	4,8	4,1	3,2	15,8	13,9	11,8	48%	48%	43%	0,1%	0,9%	1,0%
SAP	34,8	12,9	11,1	10,0	3,9	3,7	3,4	20,5	17,2	15,3	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,9%
TietoEnator	13,0	6,3	5,4	4,8	0,6	0,6	0,6	12,2	10,4	8,8	9%	11%	12%	3,3%	4,6%	5,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>14,1</b>	<b>11,7</b>	<b>10,2</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,1%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /24.08.2010/**

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011		
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AGORA	24,2	7,8	6,6	6,3	0,9	0,9	0,8	32,2	20,7	19,9	12%	14%	13%	1,6%	2,4%	2,5%
CYFROWY POLSAT	13,8	11,1	8,1	7,0	2,9	2,5	2,3	15,6	12,2	10,9	26%	30%	33%	5,4%	4,2%	5,4%
TVN	16,8	9,6	11,9	9,7	3,6	3,2	2,8	13,6	19,9	15,8	37%	27%	29%	4,6%	1,8%	1,5%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,2	9,4	6,8	5,8	0,7	0,7	0,6	13,5	9,7	7,5	7%	10%	11%	2,4%	7,8%	9,4%
Axel Springer	89,0	9,2	8,0	6,8	1,3	1,2	1,1	10,9	12,9	10,8	14%	15%	16%	4,9%	5,1%	5,4%
Daily Mail	4,5	8,9	8,0	7,3	1,3	1,4	1,4	12,6	11,0	9,5	15%	18%	19%	3,3%	3,3%	3,5%
Gruppo Editorial	1,5	9,4	5,5	4,7	1,0	1,0	0,9	46,5	11,2	8,5	10%	18%	20%	0,0%	4,0%	6,0%
Mcclatchy	2,7	6,0	5,6	5,7	1,5	1,5	1,6	8,6	4,6	4,9	24%	28%	27%	3,3%	-	-
Naspers	293,4	19,9	18,0	14,6	4,7	4,3	3,8	27,7	21,0	15,8	24%	24%	26%	0,7%	0,8%	1,1%
New York Times	7,6	3,5	2,8	2,8	0,5	0,5	0,5	35,4	10,5	10,3	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	1,7	7,8	7,5	6,8	1,5	1,5	1,5	5,5	4,3	3,2	19%	20%	22%	0,8%	0,8%	0,7%
SPIR Comm	17,6	21,6	10,0	6,8	0,4	0,4	0,4	-	-	38,6	2%	4%	6%	20,5%	-	-
Trinity Mirror	1,0	4,6	4,1	3,9	0,8	0,8	0,8	6,1	4,5	4,0	18%	19%	20%	0,0%	0,5%	2,2%
<b>Mediana</b>		<b>9,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>12,6</b>	<b>10,5</b>	<b>9,0</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,5%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	5,1	18,5	8,8	7,2	1,8	1,7	1,6	24,9	10,5	8,3	10%	19%	22%	3,4%	7,0%	8,5%
CETV	414,0	32,7	12,8	9,0	3,1	2,7	2,3	-	-	24,7	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	7,7	17,8	10,8	6,7	3,1	2,3	1,9	27,4	15,6	10,4	17%	21%	28%	3,7%	5,0%	7,9%
ITV PLC	0,6	13,9	8,8	7,0	1,6	1,5	1,4	43,9	16,8	11,2	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,1%
M6-Metropole Tel	15,9	7,6	7,0	6,5	1,5	1,4	1,3	15,7	14,8	13,5	20%	20%	21%	5,9%	5,3%	5,6%
Mediaset SPA	4,7	6,0	5,4	4,9	1,9	1,7	1,6	18,9	14,0	11,7	32%	32%	32%	5,1%	6,0%	6,9%
RTL Group	60,5	11,4	9,8	8,8	1,8	1,7	1,6	22,9	16,6	14,8	15%	17%	19%	3,7%	4,8%	5,5%
TF1-TV Francaise	11,5	13,5	12,3	8,4	1,2	1,1	1,0	32,4	25,5	14,5	9%	9%	12%	2,3%	3,4%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>13,7</b>	<b>9,3</b>	<b>7,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>24,9</b>	<b>15,6</b>	<b>12,6</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,6%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	7,1	13,1	12,1	10,4	2,7	2,4	2,2	27,0	23,4	18,6	20%	20%	22%	2,5%	2,7%	2,9%
Canal Plus	5,4	5,2	5,1	5,0	0,2	0,2	0,2	14,8	15,4	15,0	5%	5%	4%	4,7%	4,9%	5,0%
Cogeco	36,2	5,7	5,6	5,2	2,3	2,2	2,1	16,7	15,6	13,3	41%	39%	40%	1,3%	1,5%	1,6%
Comcast	17,0	5,6	5,3	5,1	2,1	2,1	2,0	14,4	13,7	12,1	39%	39%	39%	1,6%	2,2%	2,4%
Liberty Global	27,6	6,2	6,9	6,7	2,7	3,0	3,0	-	-	34,5	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	9,5	6,5	5,9	5,6	3,2	3,0	2,8	22,4	17,8	14,7	49%	50%	50%	0,0%	3,0%	4,2%
Shaw Communications	20,4	7,7	6,9	6,4	3,5	3,2	2,9	16,5	15,6	13,9	46%	46%	44%	4,1%	4,3%	4,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>16,6</b>	<b>15,6</b>	<b>14,7</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,9%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /24.08.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Budimex	91,1	7,3	10,1	10,0	0,5	0,5	0,5	13,4	12,5	14,4	7%	5%	5%	6,4%	7,5%	4,9%
Elektrobudowa	178,0	9,3	11,4	10,3	1,1	1,1	1,0	15,5	17,2	15,5	11%	9%	9%	1,7%	1,9%	2,1%
Erbud	47,0	6,7	8,1	7,6	0,5	0,4	0,4	14,2	11,5	11,8	7%	5%	5%	0,3%	1,1%	1,3%
Mostostal Wa-w a	64,7	4,9	8,6	8,5	0,4	0,4	0,4	11,0	16,3	16,9	8%	5%	5%	0,5%	4,5%	3,1%
PBG	222,0	11,4	10,4	10,2	1,5	1,1	0,9	15,1	14,8	14,3	13%	10%	8%	0,0%	1,4%	1,4%
Polimex Mostostal	4,6	7,5	9,3	9,8	0,5	0,6	0,6	13,6	15,5	17,0	7%	7%	6%	0,2%	0,8%	0,0%
Rafako	12,9	9,8	9,6	7,6	0,7	0,6	0,4	23,8	17,5	14,9	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,4	6,5	9,2	8,9	0,8	0,7	0,5	9,8	16,8	17,4	12%	8%	6%	2,3%	0,0%	0,0%
Ulma Construcccion	71,4	8,3	4,7	4,1	3,4	2,4	2,1	-	15,1	11,4	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,6	9,4	11,1	11,2	0,7	0,5	0,5	16,4	14,9	15,3	8%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,9</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,2</b>	<b>15,3</b>	<b>15,1</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	8,7	9,4	8,4	7,5	0,8	0,8	0,7	18,4	16,7	14,6	9%	9%	10%	2,0%	2,2%	2,4%
BILFINGER	46,2	7,8	5,5	5,5	0,3	0,3	0,3	14,5	9,8	9,0	4%	6%	6%	3,9%	5,2%	5,2%
EIFFAGE	35,5	8,5	8,5	7,9	1,2	1,2	1,2	11,6	13,0	10,8	14%	14%	15%	3,2%	3,2%	3,6%
HOCHTIEF	51,4	5,8	5,0	4,7	0,3	0,3	0,3	19,7	15,6	13,6	5%	5%	6%	2,8%	3,2%	3,6%
NCC	121,5	6,7	7,6	6,9	0,3	0,3	0,3	12,2	12,7	11,4	5%	4%	5%	3,2%	4,6%	4,9%
SKANSKA	112,9	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	16,6	3,8	3,7	3,7	0,2	0,2	0,2	12,0	11,3	11,3	5%	5%	5%	3,1%	3,0%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>13,4</b>	<b>13,0</b>	<b>11,4</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,6%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /24.08.2010/**

	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	48,0	12,9	31,9	11,2	1,7	1,6	1,5	14,7	44,0	14,0	16%	9%	18%	1,7%	0,6%	1,8%
GTC	22,2	-	9,1	8,4	4,4	5,1	4,2	-	6,6	6,9	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,4	9,6	5,5	7,5	2,7	2,1	1,5	8,8	5,4	6,2	21%	30%	47%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	35,0	13,4	19,9	14,2	0,7	0,7	0,7	12,2	22,6	11,4	48%	15%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>12,9</b>	<b>14,5</b>	<b>9,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>12,2</b>	<b>14,6</b>	<b>9,2</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>39%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
CA IMMO INTERNATIONAL	5,4	19,5	16,2	13,1	0,4	0,5	0,5	-	-	-	66%	52%	55%	0,0%	0,0%	1,8%
CITYCON	2,6	18,7	16,9	15,8	0,7	0,7	0,8	14,5	11,7	11,1	56%	58%	59%	5,3%	5,4%	5,7%
CORIO	44,7	26,3	18,4	16,2	0,8	1,0	1,0	14,7	15,1	14,7	64%	83%	87%	5,9%	6,0%	6,2%
DEUTSCHE EUROSHOP	22,5	18,3	16,7	16,0	0,8	0,9	0,9	19,5	15,8	14,2	87%	86%	86%	4,7%	4,8%	5,2%
ECHO INVESTMENT	4,6	14,6	15,2	11,7	1,2	1,1	1,1	21,4	16,8	12,2	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,5	18,4	18,9	18,3	0,5	0,9	0,8	17,4	16,4	17,1	77%	78%	79%	4,3%	4,5%	4,7%
KLEPIERRE	23,9	21,2	17,3	16,5	0,8	1,2	1,0	15,9	16,4	15,8	71%	85%	86%	5,2%	5,3%	5,4%
SPARKASSEN IMMO	5,2	24,5	17,3	15,3	0,6	0,7	0,7	-	12,5	7,7	53%	50%	50%	0,0%	1,6%	5,2%
UNIBAIL-RODAMCO	144,1	18,4	18,4	17,2	0,9	1,1	1,1	15,4	15,5	14,8	86%	82%	81%	5,5%	5,7%	6,0%
<b>Mediana</b>		<b>18,7</b>	<b>17,3</b>	<b>16,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>15,9</b>	<b>15,6</b>	<b>14,4</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>

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


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /24.08.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	2,0	8,0	9,6	5,5	1,5	1,5	1,4	16,8	17,1	10,1	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	18,0	8,1	7,4	6,1	0,8	0,7	0,6	15,3	16,6	11,7	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>5,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>16,1</b>	<b>16,8</b>	<b>10,9</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Atlas Copco	111,7	13,2	11,1	9,5	2,4	2,3	2,1	21,2	16,8	13,9	18%	21%	22%	2,6%	2,9%	3,3%
Bucyrus	55,3	8,6	6,9	5,7	1,7	1,3	1,1	13,9	14,5	10,9	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,7	3,5	4,1	3,5	1,3	1,7	1,6	7,9	10,7	7,5	38%	41%	45%	4,7%	2,6%	6,0%
Industrea	0,3	5,1	4,4	3,9	1,7	1,5	1,3	7,1	7,2	5,7	34%	34%	34%	1,8%	3,5%	4,4%
Joy Global	56,4	7,9	10,4	8,5	1,7	1,9	1,7	13,3	18,1	14,4	21%	19%	20%	1,3%	1,2%	1,2%
Sandvik	85,9	34,4	9,9	7,7	1,9	1,7	1,5	-	19,0	12,5	5%	17%	20%	1,9%	2,5%	3,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,2</b>	<b>8,4</b>	<b>6,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>13,3</b>	<b>15,6</b>	<b>11,7</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,5%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /24.08.2010/**

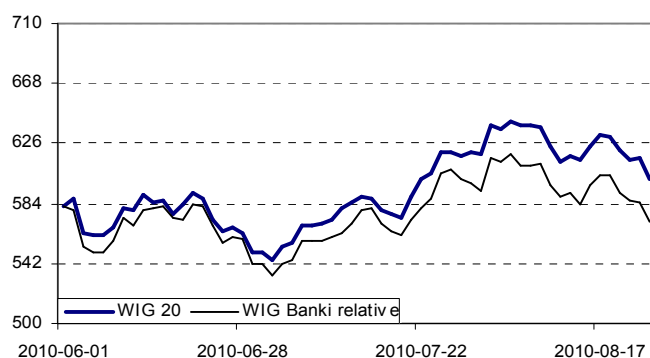
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	75,2	20,4	10,2	8,2	3,3	2,1	1,9	52,6	17,6	12,2	16%	20%	23%	0,0%	0,0%	5,7%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	41,3	6,5	3,9	4,3	0,7	0,7	0,7	26,6	7,1	8,5	11%	17%	15%	1,4%	4,7%	6,0%
Holmen	198,0	8,0	10,2	8,2	1,3	1,3	1,2	16,6	28,9	17,8	16%	13%	15%	4,5%	3,5%	3,6%
INTL Paper	20,5	5,7	5,4	4,8	0,7	0,7	0,7	23,4	11,6	8,3	13%	13%	14%	1,6%	1,8%	2,2%
M-Real	2,8	66,4	6,7	6,3	0,8	0,8	0,7	-	26,2	13,8	1%	11%	12%	0,0%	0,5%	0,6%
Norske Skog	9,1	5,4	10,8	6,6	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,2	11,4	8,2	7,0	2,3	1,9	1,7	18,1	13,9	10,9	20%	23%	25%	3,5%	4,3%	5,1%
Stora Enso	6,5	11,0	8,4	7,2	0,9	0,9	0,8	40,6	16,2	12,9	9%	11%	12%	2,7%	3,1%	3,2%
Svenska	99,9	7,1	7,3	6,4	1,0	1,0	1,0	12,5	12,1	10,1	14%	14%	15%	3,7%	4,0%	4,3%
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%	4,4%	4,6%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>20,8</b>	<b>15,1</b>	<b>11,9</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>

**Wycena spółek górniczych /24.08.2010/**

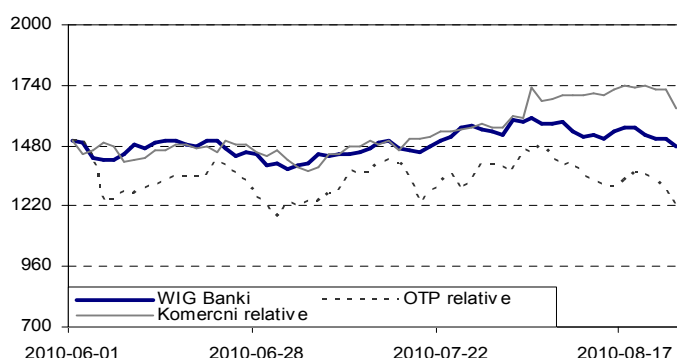
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	103,4	5,4	5,1	6,1	1,8	1,7	1,6	8,1	6,0	10,5	33%	34%	27%	11,3%	2,9%	4,8%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	23,2	6,6	3,8	3,1	1,9	1,5	1,3	10,7	5,6	4,2	29%	40%	43%	0,3%	1,8%	4,3%
BHP Billiton	18,0	4,9	4,3	2,9	2,2	2,0	1,6	10,1	7,4	4,8	44%	48%	55%	4,4%	4,8%	5,4%
Freeport-MCMOR	67,1	4,9	3,7	3,5	2,3	1,9	1,8	12,5	8,2	7,5	48%	52%	52%	0,1%	1,5%	2,1%
Rio Tinto	31,6	6,8	3,7	3,3	2,1	1,6	1,5	9,7	4,9	4,1	31%	44%	47%	1,7%	3,1%	3,4%
Southern Peru	28,0	13,2	7,7	6,0	6,5	4,6	3,6	26,2	13,1	9,8	49%	59%	60%	1,7%	5,5%	6,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>10,7</b>	<b>7,4</b>	<b>4,8</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,3%</b>

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

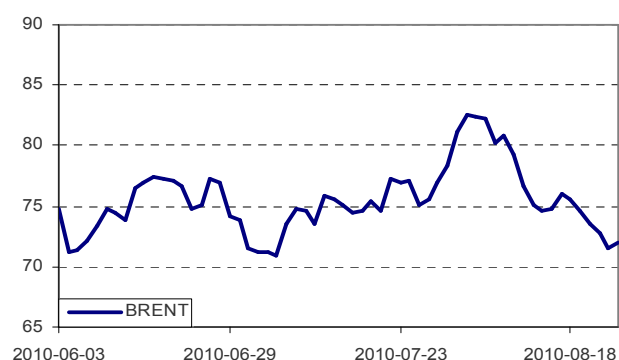
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



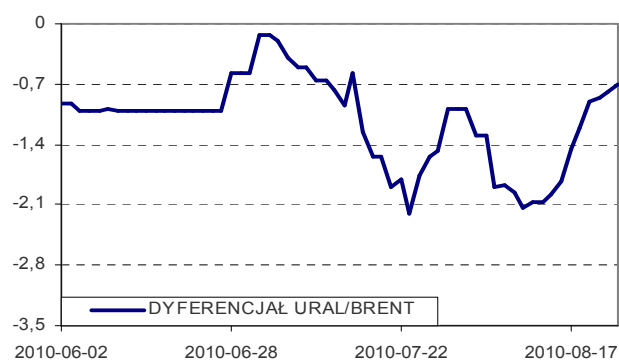
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



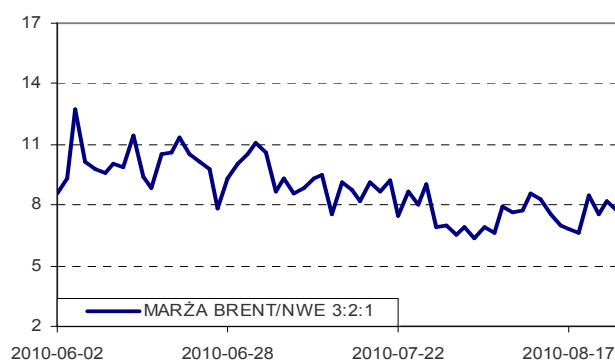
BRENT (USD/brk)



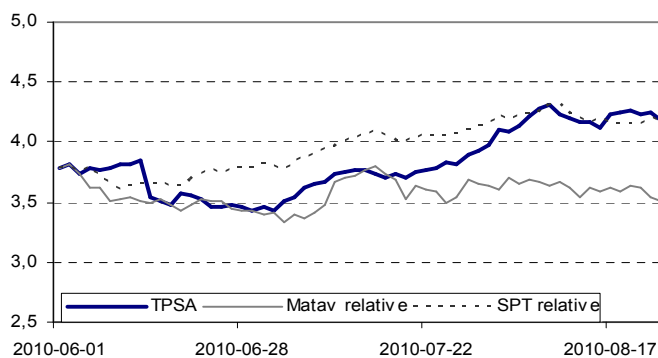
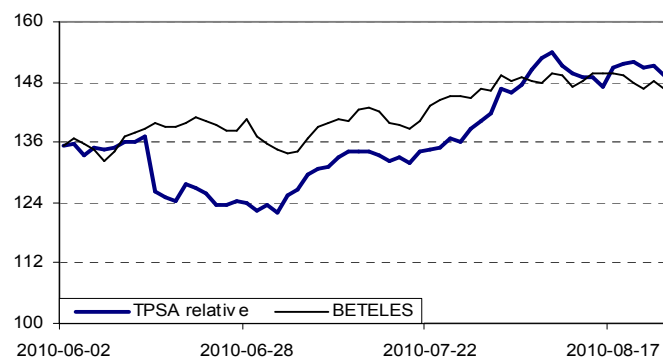
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

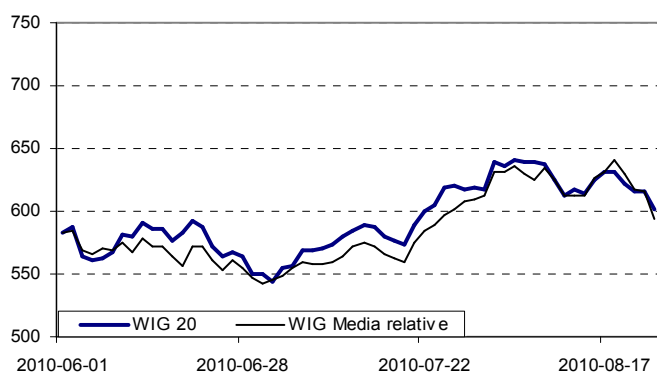


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR) - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

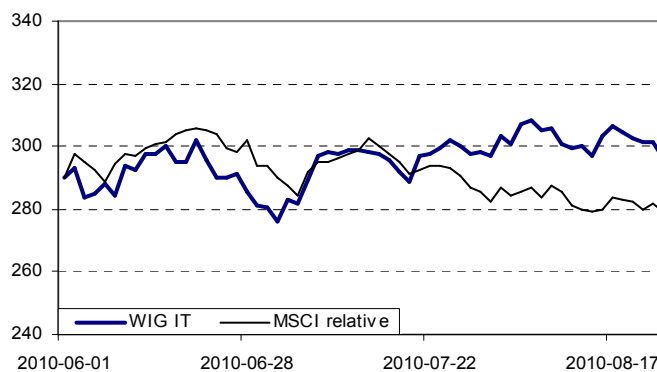


Źródło: Bloomberg

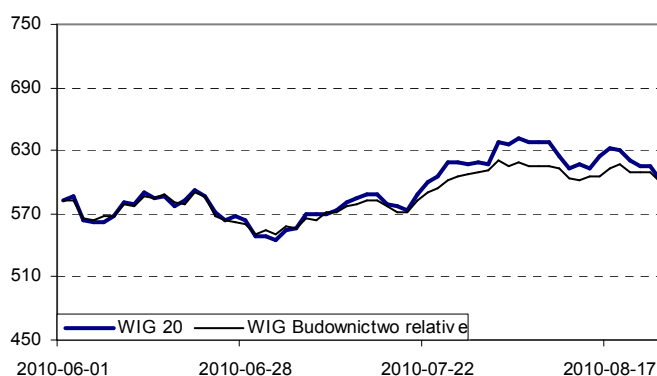
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



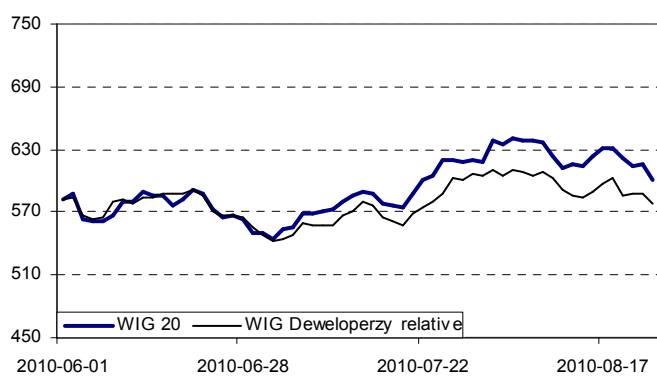
Indeks WIG IT na tle MSCI



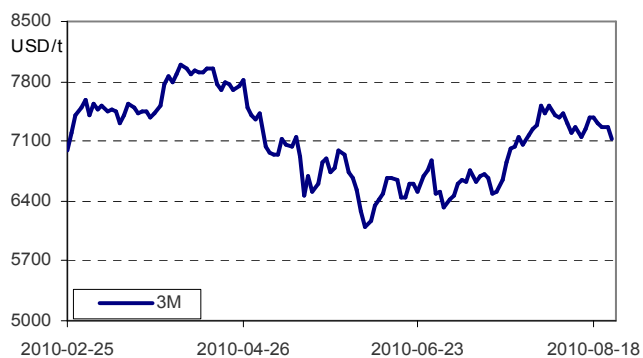
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



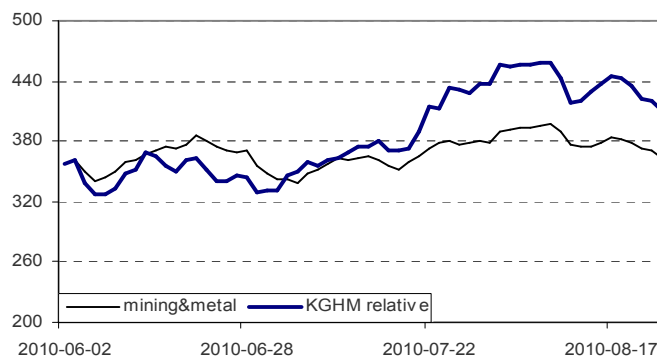
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczy@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczy@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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

#### 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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@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)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@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”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@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, ZUE.

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

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. pełnił 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.