

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	10 060,1	+0,20%	FTSE 100	5 109,4	-0,90%	Miedź (LME)	7 101,0	-0,50%
S&P 500	1 055,3	+0,33%	WIG20	2 393,3	-0,70%	Ropa (Brent)	73,1	+2,21%
NASDAQ	2 141,5	+0,84%	BUX	21 743,6	+0,67%	USD/PLN	3,16	-0,42%
DAX	5 899,5	-0,61%	PX	1 142,1	-0,89%	EUR/PLN	4,00	-0,26%
CAC 40	3 491,1	-1,75%	PLBonds 10	5,36	-0,30%	EUR/USD	1,27	+0,25%

## Informacje ze spółek i sektorów

**Getin Holding**Trzymaj – z dn. 06.05.10  
Cena docelowa: 10,34 PLN**Europa zamierza wypłacać 50-70% zysku w postaci dywidendy**

TU Europa poinformowała, że jej zarząd podjął decyzję w sprawie długoterminowej polityki dywidendowej. Spółka zamierza wypłacać 50-70% zysku netto. Rekomendacja ta będzie obowiązywała pod warunkiem, że wypłata dywidendy nie doprowadzi do braku spełnienia wymogów kapitałowych spółek, czyli odpowiedniego pokrycia marginesu wypłacalności, pokrycia rezerw aktywami, nowych wymogów kapitałowych określonych w Dyrektywie Solwency II oraz możliwości podtrzymania dynamicznego rozwoju grupy. Zarząd spółki zastrzega, że powyższa polityka w zakresie dywidendy będzie obowiązywała tylko w przypadku dojścia do skutku podwyższenia kapitału. (I. Rokicka)

**Paliwa****Kolejne słabe dane z amerykańskiego rynku paliw**

W tygodniu zakończonym 20 sierpnia zapasy ropy w USA wzrosły o 4,11 mln baryłek, podczas gdy konsensus zakładał ich zwiększenie tylko o 0,3 mln baryłek. Przyczyną takiego wzrostu rezerw surowca można upatrywać w zwiększeniu importu (+3,3% w relacji do zeszłego tygodnia) oraz obniżeniu wykorzystania mocy w rafineriach z 90% na 87,7%. **Słabe odczyty pojawiły się również w przypadku paliw gotowych, gdzie zanotowaliśmy zwiększenie zapasów benzyny o 2,2 mln baryłek (oczekiwano spadku o 0,45 mln baryłek) oraz dalszy wzrost zapasów średnich destylatów (+1,7 mln baryłek). Osiadł się również popyt na paliwa (-1,2% w relacji do poprzedniego odczytu), co w kontekście kończącego się sezonu transportowego nie będzie raczej napawać optymizmem.** (K. Kliszcz)

**Astarta**Sprzedaj – z dn. 11.05.10  
Cena docelowa: 45,83 PLN**Nie będzie kwot eksportowych na zboża z Ukrainy**

Minister Rolnictwa Ukrainy poinformował, że w najbliższej przyszłości Rząd nie będzie debatował nad wprowadzeniem kwot importowych na zboża z Ukrainy. Nie wyklucza jednak, że cła importowe mogłyby być wprowadzone w przyszłości gdyby wolumeny eksportowe z Ukrainy znacząco wzrosły. **Brak wprowadzenia kwot eksportowych z Ukrainy to dobra informacja dla eksporterów zboża z Ukrainy oraz dla producentów, którzy będą mogli liczyć na wyższe oferowane ceny za sprzedawane zboża. Brak wprowadzenia limitów na eksport zboża nie rozwiązuje nadal problemu celowego wstrzymywania eksportu w portach ukraińskich przez lokalnych celników. Dalsze spowalnianie pracy lokalnego urzędu celnego może mieć negatywny efekt na wielkość wolumenów eksportu zbóż z Ukrainy. Ten jednak jest już uwzględniony w naszych prognozach na bieżący rok obrotowy dla Kernela.** (J. Szkopek)

**Kernel**Akumuluj – z dn. 19.08.10  
Cena docelowa: 68,65 PLN**PBG**Redukuj - z dn. 02.06.10  
Cena docelowa: 194,0 PLN**PBG myśli o operatorstwie**

PBG poinformowało, że w ciągu 3-4 tygodni powinno zawrzeć strategiczne porozumienie z jednym z największych europejskich operatorów, działających m.in. w branży kolejowej, drogowej, medycznej i centrów handlowych. Obecnie PBG pracuje już nad 2 projektami operatorskimi, jednym w Polsce i jednym na Ukrainie. Partner działa również w branży typowo budowlanej. Współpraca z partnerem pozwoli PBG pozyskać kompetencje w zakresie budowy tuneli, kolei, metra, czy zbiorników wodnych. **Nie wiemy, na jaką skalę miałyby być prowadzona działalność operatorska. Informację traktujemy neutralnie. Jak pokazują przykłady rynkowe – działalność ta może być wysoce rentowna, umiarkowanie rentowna, lub nierentowna. O operatorstwie, czyli w zasadzie PPP, myśli większość spółek budowlanych, w tym nie giełdowych. Pomysł PPP wraca, gdy na rynku brakuje wysoko rentownych zleceń. Spółki liczą, że pozyskają kontrakt na operatorstwo + kontrakt budowlany o wyższej rentowności, niż inne rynkowe zlecenia.** (M. Stokłosa)

**Dodatkowe komentarze prezesa**

Prezes PBG oczekuje, że realizacja wszystkich kontraktów stadionowych zakończy się dodatnim wynikiem finansowym. Spółka ubiega się o kontrakty z dziedziny ropy i gazu za granicą. Do kontraktów spółka została zaproszona przez międzynarodowe firmy. PBG stara się też o kontrakty energetyczne w Opolu, Koźlenicach, Jaworznie, Stalowej Woli i Bełchatowie. Na jesieni PBG wyemituje obligacje, m.in. w celu refinansowania wygasających obligacji na kwotę 125 mln PLN. Obecnie portfel zleceń PBG przekracza 6 mld PLN. 1 stycznia 2011 roku może mieć wartość około 5-6 mld PLN. **Wiadomości stosunkowo neutralne, w żadnym stopniu nie zaskakujące. PBG od lat stara się o kontrakty zagraniczne w segmencie ropy i gazu. (M. Stokłosa)**

**Unibep**

Akumuluj - z dn. 14.05.10  
Cena docelowa: 9,0 PLN

**Prezes obiecuje poprawę wyników w drogownictwie i produkcji**

Prezes Unibepu przyznaje, że w I półroczu 2010 do spadku marży przyczynił się segment drogowy i produkcyjny. W II półroczu segmenty te powinny już wypracować zyski. Wartość portfela zleceń Unibepu to 1,1 mld PLN. Spółka negocjuje kontrakty za 800 mln PLN i w tym roku powinna podpisać jeszcze zlecenia za co najmniej 100 mln PLN. **Obietnica poprawy w segmencie drogowym i produkcyjnym jest zgodna z naszymi oczekiwaniami. (M. Stokłosa)**

**Wyniki spółek**
**Cyfrowy Polsat**

Trzymaj - z dn. 04.08.10  
Cena docelowa: 16,03 PLN

**Bez zaskoczenia**

Wyniki Cyfrowego Polsatu za drugi kwartał 2010 roku były nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Przychody z abonamentu były nieznacznie niższe od naszych oczekiwań (345,1 mln PLN vs prognozowane 347,9 mln PLN). Odchylenie to zostało jednak zrekompensowane wyższymi przychodami ze sprzedaży sprzętu (10,4 mln PLN vs 5,0 mln PLN prognozy) oraz nieznacznie wyższymi pozostałymi przychodami i w konsekwencji całkowite przychody były nieznacznie wyższe od przez nas zakładanych (368,3 mln PLN wobec 361,4 mln PLN oczekiwań).

Całkowite koszty operacyjne były zbieżne z naszymi założeniami, przy czym odchylenie in plus pojawiło się na kosztach licencji programowych (101,9 mln PLN vs 97,7 mln PLN prognozy), a niewielkie odchylenia in minus powstały na kosztach dystrybucji i marketingu, kosztach sprzedanego sprzętu oraz pozostałych kosztach operacyjnych. W pozostałych kosztach operacyjnych jest przy tym nadal widoczny wzrost odpisów należności ( w skali całego półrocza kwota 21,5 mln PLN przy 14,1 mln PLN przed rokiem). Zysk operacyjny był większy od przez nas oczekiwanego o 7,7% i wyniósł 89,7 mln PLN.

Dużo wyższe od przez nas zakładanego było saldo na działalności finansowej (aż -6,8 mln PLN). Powodem odchylenia jest zaksięgowanie przez spółkę 6,9 mln PLN ujemnych różnic kursowych. W efekcie zysk netto kwartału sięgnął 67,0 mln PLN i był o 5,8% wyższy od naszych prognoz.

Operacyjnie spółka zgodnie z naszymi oczekiwaniami zaprezentowała niewielki wzrost liczby abonentów przy spadku liczby klientów pakietu familijnego (efekt zmian warunków umowy dla dużej części abonentów z tej grupy). Ogółem liczba abonentów urosła o 23,8 tys. użytkowników przy spadku ilości użytkowników pakietu familijnego o 16,2 tys.

Podsumowując, wyniki Cyfrowego Polsatu oceniamy jako dobre. Podstawowym czynnikiem ryzyka inwestycyjnego jest z pewnością ewentualne osłabienie złotego, jednak biorąc pod uwagę mocne spadki notowań spółki w ostatnich dniach czynnik ten jest uwzględniony w cenie. Dodatkowo Cyfrowy Polsat ma w naszej opinii pole do podniesienia cen pakietów i tym samym przerzucenia części ewentualnego wzrostu kosztów na klienta po tym, jak podwyżki wprowadziła platforma 'n' a rok temu zrobiła to Cyfra Plus. **(P. Grzybowski)**

**Wyniki Cyfrowego Polsatu w 2Q2010 vs prognozy DI BRE i konsensusu rynkowy**

(mln PLN)	2Q2010	2Q2009	zmiana	2Q2010P	różnica	konsensus	różnica	2010P	2009	zmiana
Przychody	368,3	322,8	14,1%	361,4	1,9%	369,0	-0,2%	1456,4	1266,1	15,0%
EBITDA	108,7	77,8	39,7%	101,3	7,3%	105,0	3,5%	438,9	327,4	34,0%
marża	29,5%	24,1%	-	28,0%		28,5%	-	30,1%	25,9%	-
EBIT	89,7	68,2	31,6%	83,3	7,7%	86,3	4,0%	374,7	285,5	31,3%
Zysk brutto	82,9	69,5	19,3%	82,3	0,7%	-	-	376,1	293,7	28,1%
Zysk netto	67,0	56,2	19,3%	63,3	5,8%	64,4	4,0%	304,7	237,9	28,0%

Źródło: Cyfrowy Polsat, szacunki DI BRE Banku, PAP

**Astarta**

Sprzedaj - z dn. 11.05.10  
Cena docelowa: 45,83 PLN

**Wyższy od spodziewanego efekt rewaluacji aktywów biologicznych**

Wyniki ze sprzedaży Astarty w 2Q10 były o 7,1% wyższe niż wynikało, to z prognozy DI BRE. Wyższe o 10% okazały się być przychody segmentu produkcji cukru za sprawą wyższej niż oczekiwaliśmy średniej ceny sprzedaży (+11,2%) oraz wyższej wartościowo sprzedaży melasy (+44,3) i innych produktów cukrowych (+206,7%). W segmencie artykułów rolnych sprzedaż była o

16,6% niższa niż prognozowaliśmy za sprawą mniejszych niż się spodziewaliśmy wolumenom sprzedaży, natomiast segment artykułów pochodzenia zwierzęcego wygenerował przychody o 30,5% wyższe w wyniku wyższych niż się spodziewaliśmy wolumenom handlu mleka (+30%). Wyższy niż się spodziewaliśmy wynik operacyjny, to zasługa głównie rewaluacji aktywów biologicznych, która w drugim kwartale wyniosła 104,4 mln UAH i była więcej jak siedmiokrotnie wyższa niż zakładaliśmy w prognozie. Gdyby nie efekt rewaluacji, to wynik operacyjny byłby o 0,5% niższy niż zakładaliśmy w naszej prognozie, a wynik EBITDA o 0,6% niższy niż zakładaliśmy. Na wynik brutto pozytywny wpływ miał zysk związany z aktualizacją wyceny przejmowanych aktywów, który w 2Q10 wyniósł 13,5 mln UAH. Gdyby wyłączyć efekt rewaluacji aktywów biologicznych i zysku związanego z aktualizacją wyceny przejmowanych aktywów, to zysk brutto byłby o 7,5% niższy niż wynikało, to z naszej prognozy, a zysk netto o 3,9% niższy. Wyniki Astarty uwzględniając efekt rewaluacji aktywów biologicznych i zysk na aktualizacji wartości przejmowanych aktywów są bardzo dobre. Zarząd w komentarzu do wyników zapewnia, że zbiory w zakresie upraw słonecznika, kukurydzy i buraka cukrowego (uprawy zbierane późnym latem lub na wczesnej jesieni) nie zostały znacząco zniszczone w wyniku niesprzyjających warunków pogodowych. Dodaje jednak, że w przypadku buraka cukrowego prognoza tegorocznych zbiorów tej uprawy na Ukrainie została w ostatnim czasie obniżona i pozwoli na wyprodukowanie 1,7-1,8 mln ton cukru wobec wcześniejszej prognozy Ministerstwa Rolnictwa na poziomie 2,1-2,3 mln ton cukru. Spółka nie podaje jednak w komentarzu, kto jest autorem nowej prognozy produkcji cukru na Ukrainie, oraz dlaczego uprawy buraka cukrowego kulturowanego w ramach Spółki miałyby być mniej dotknięte niż zbiory w całej Ukrainie. **(J. Szkopek)**

### Wyniki Astarty w 2Q10 i prognoza DI BRE

(mln UAH)	2Q2010P	różnica	2Q2010	zmiana	2Q2009	2009	zmiana	2010P	Wykonanie całorocznej prognozy DI BRE
Przychody	455,0	7,1%	487,2	83,7%	265,2	1 354,8	62,2%	2197,3	41,3%
EBITDA	212,8	43,9%	306,3	34,3%	228,0	550,5	81,2%	997,3	54,0%
marża	46,8%	-	62,9%	-	86,0%	40,6%	-	45,4%	-
EBIT	171,2	53,4%	262,6	28,1%	205,0	457,5	93,1%	883,6	51,5%
Zysk brutto	158,0	59,4%	251,8	29,6%	194,2	328,7	146,0%	808,5	55,0%
Zysk netto	155,3	50,6%	233,9	22,5%	190,9	323,3	138,6%	771,3	56,1%

Źródło: Astarta, szacunki DI BRE Banku

### ES-System

#### Wyższa sprzedaż i wyniki operacyjne

W drugim kwartale bieżącego roku Spółka wypracowała o 16,9% więcej przychodów ze sprzedaży niż w analogicznym okresie roku ubiegłego i o 31,4% więcej niż w poprzednim kwartale. Najbardziej bo aż o 46,4% wzrosła sprzedaż eksportowa, natomiast sprzedaż na terenie kraju wzrosła o 8,8% r/r. Zysk operacyjny sięgnął 3,3 mln PLN wobec 0,02 mln zysku operacyjnego w 1Q10 (w pierwszej połowie roku zysk operacyjny był o 8,3% wyższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej). Zysk netto wyniósł 3,5 mln PLN, wobec 0,8 mln PLN straty w analogicznym okresie rok wcześniej (w pierwszej połowie roku zysk netto był o 49,8% wyższy niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Drugi kwartał dowodzi, że w branży oświetleniowej sytuacja wydaje się poprawiać. W udzielonym wcześniej wywiadzie Prezes Spółki zauważył, że czerwiec przyniósł zwiększoną ilość zamówień, z której znaczna część kierowana była z Europy Zachodniej. Zapewniał również, że trend ten jest kontynuowany również w trzecim kwartale bieżącego roku, co powodować może wzrost wyniku w drugiej połowie roku. Zarząd wcześniej zapowiadał, że zadaniem Spółki na bieżący rok jest wypracowanie wyników na podobnym lub wyższym poziomie niż w roku ubiegłym. Na wynikach za 2009 rok Spółka jest obecnie notowana na wskaźnikach P/E 23,4 i EV/EBITDA 10,3. **(J. Szkopek)**

### Pozostałe wiadomości ze spółek

#### Amrest

W III kwartale AmRest widzi poprawę na swoich głównych rynkach, mimo presji na marże. Do końca roku grupa zamierza otworzyć około 35 restauracji, a w przyszłym roku liczba otwarć nowych lokali może wzrosnąć do stu.

#### Armatura

Armatura Kraków, szacuje, że może znacznie przekroczyć planowane na 2010 r. 250 mln PLN przychodów. Na poziomie EBITDA spółka może osiągnąć więcej niż zakładane 25 mln PLN.

#### BPH

Strata netto grupy Banku BPH w drugim kwartale 2010 roku wyniosła 169,9 mln PLN, gorzej niż oczekiwania rynku. Rynek spodziewał się, że strata netto banku wyniesie 142 mln PLN. Bank zakłada, że w III kwartale jego strata będzie mniejsza i podtrzymuje plan powrotu do zyskowności w IV kwartale.

- Comp** Comp spodziewa się w II kw. poprawy wyników r/r, wyniki całoroczne mogą zanotować dwucyfrowy wzrost. Spółka liczy, że wkrótce zdobędzie znaczący kontrakt w segmencie bezpieczeństwa korporacyjnego. Comp może w przyszłości wypłacić dywidendę. Spółka spotyka się z zainteresowaniem ze strony zagranicznych inwestorów, ale w najbliższych latach będzie rozwijała się samodzielnie.
- Dębica** Zysk netto Dębicy spadł w I poł. '10 do 24,6 mln PLN z 29,3 mln PLN w I połowie 2009 r. Przychody spółki wzrosły do 813,9 mln PLN z 742,3 mln PLN przed rokiem.
- Elstar Oils** Wyniki spółki w II kw. były słabsze od zakładanych przez spółkę. Segment spożywczy wykazał ujemne marże m.in. za sprawą wzrostu cen rzepaku. Obecnie marże się poprawiły, jednak bieżący rok będzie pod względem wyników gorszy od ubiegłego.
- Konsorcjum Stali** UOKiK wyraził zgodę na połączenie Konsorcjum Stali ze spółką Bowim.
- KOV** Późną jesienią Kulczyk Oil Ventures pozna wyniki odwiertów przeprowadzanych w Brunei. Spółka prowadzi rozmowy z potencjalnymi partnerami, w sprawie możliwości wspólnego wdrażania programu poszukiwawczego na koncesjach w Syrii. Od wyników badań i efektów rozmów uzależniona będzie wielkość inwestycji w kolejnych etapach.  
Spółka spodziewa się, że w wyniku przeprowadzanych inwestycji wydobyć ukraińskiej spółki zależnej Kub-Gas, jeszcze tej jesieni zwiększy się o 10-15 proc. Obecna wielkość wydobywania jest na poziomie 166 tys. m sześć. gazu dziennie.
- NG2** Wyniki NG2 w II kw. 2010 roku vs. konsensus PAP (tabela)
- |            | wyniki*      | konsensus PAP | różnica     |
|------------|--------------|---------------|-------------|
| zysk netto | 47,7 mln zł  | 50,5 mln zł   | - 5,5 proc. |
| EBIT       | 38,6 mln zł  | 41,1 mln zł   | - 6 proc.   |
| przychody  | 244,5 mln zł | 244,9 mln zł  | - 0,1 proc. |
- \*wyniki za II kw. wg obliczeń PAP na podstawie raportu NG2 za I półrocze 2010 r. i raportu za I kwartał 2010 r.
- Orbis** Strata netto grupy Orbis po I pół. '10 wyniosła 3,04 mln PLN. W I połowie 2009 roku spółka poniosła straty rzędu 11,47 mln PLN. Zysk operacyjny grupy w I półroczu wyniósł 14,2 mln PLN wobec 14,85 mln PLN zysku EBIT w analogicznym okresie 2009 roku. Przychody w I półroczu 2010 były na poziomie 396,2 mln PLN w porównaniu z 416,87 mln zł PLN w I półroczu 2009 roku.
- PBG** Spółka planuje na jesień emisję obligacji za 125 mln PLN.
- PKN Orlen** Prezydent Bronisław Komorowski stwierdził na spotkaniu z prezydentem Litwy, że na razie nie ma mowy o sprzedaży rafinerii Orlen Lietuva w Możejkach.
- Robyg (IPO)** Spółka planuje debiut na jesień tego roku, wartość oferty może wynieść kilkadziesiąt mln PLN.
- TU Europa** Zarząd będzie rekomendował WZ w kolejnych latach wypłatę dywidendy w wysokości 50-70 proc. rocznego zysku netto.
- Zetkama** Spółka podtrzymała prognozy na ten rok, mimo że po I poł. '10 prognozy zostały wykonane w 32 proc. W ostatnich miesiącach wyraźnie rosła zarobki poszczególnych spółek z grupy, zahamował też wzrost cen surowca.

## Kalendarium spółek

### 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.
LOTOS	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
PKO BP	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.
J.W.CONSTRUCTION	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 roku obrotowego 2009/2010.
POLIMEX MOSTOSTAL	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 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.
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.

### Środa /01.09.10/

KOMPUTRONIK	WZA m.in. ws. prywatnej emisji akcji serii E.
POLIMEX MOSTOSTAL	Dzień ustalenia prawa do 0,04 zł dywidendy.

## Kalendarium makro

### Czwartek /26.08.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:00	UE	Podaż pieniądza M3 Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Novell.	Lipiec		0,2% r/r

### 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


### Środa /01.09.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:00	Polska	Indeks PMI przemysłu	Sierpień		52,1
14:15	USA	ADP Raport o zmianie zatrudnienia	Sierpień		42 tys.
16:00	USA	Wydatki inwestycji budowlanych	Lipiec		0,1%
16:00	USA	Indeks ISM przemysłu	Sierpień		55,5


**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	18,00	2010-05-06	16,90	10,5
ACTION	Trzymaj	18,49	15,90	2010-08-04	18,47	10,2
AGORA	Trzymaj	24,70	24,20	2010-05-27	24,76	20,7
ASBIS	Trzymaj	4,69	3,99	2010-05-10	4,65	9,3
ASSECO POLAND	Kupuj	70,60	54,75	2010-04-06	57,60	12,6
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	63,50	2010-05-11	57,50	5,2
BUDIMEX	Sprzedaj	78,30	89,80	2010-08-04	98,20	12,4
BZWBK	Trzymaj	200,50	183,50	2010-04-07	216,50	13,5
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	14,65	15,40	2010-08-04	13,58	16,4
CERSANIT	Trzymaj	13,43	14,54	2010-06-04	14,00	17,1
CEZ	Trzymaj	131,87	132,30	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	79,40	2010-08-03	86,35	30,6
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	16,03	14,28	2010-08-04	14,94	12,6
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	46,00	2010-07-05	44,80	42,2
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	178,00	2010-03-12	171,00	17,2
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	83,00	2010-03-09	77,50	16,3
ENEA	Kupuj	21,24	20,09	2010-06-02	18,17	13,6
ERBUD	Akumuluj	54,60	48,00	2010-07-05	50,00	11,8
EUROCASH	Redukuj	18,60	22,20	2010-05-06	20,61	23,8
FAMUR	Trzymaj	2,03	2,01	2010-05-28	2,00	16,9
GETIN	Trzymaj	10,34	9,60	2010-05-06	10,19	12,6
GTC	Trzymaj	23,90	22,65	2010-05-28	23,80	6,7
HANDLOWY	Kupuj	87,10	76,25	2010-06-02	75,00	15,7
ING BSK	Zawieszona			2010-08-04		
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	16,25	2010-07-09	16,10	5,4
KERNEL	Akumuluj	68,65	61,50	2010-08-19	63,20	8,7
KĘTY	Utajniona do dnia			2010-08-27		
KGHM	Trzymaj	96,10	102,40	2010-05-27	93,70	5,9
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	10,75	2009-12-08	11,39	11,7
KOPEX	Trzymaj	18,46	17,78	2010-05-28	18,90	16,4
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	14,80	2010-04-07	14,60	31,2
LOTOS	Sprzedaj	26,50	29,80	2010-08-04	33,15	9,9
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,70	79,50	2010-08-04	79,15	14,5
MILLENNIUM	Zawieszona			2010-08-04		
MONDI	Trzymaj	71,10	74,00	2010-08-13	73,70	17,3
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	68,60	64,00	2010-08-02	67,50	16,1
NETIA	Akumuluj	5,30	4,73	2010-08-10	4,86	24,5
PBG	Redukuj	194,00	221,50	2010-06-02	213,40	14,7
PEKAO	Trzymaj	172,80	153,00	2010-03-05	165,50	15,1
PGE	Kupuj	27,90	22,10	2010-03-30	23,00	12,2
PGNiG	Kupuj	4,24	3,50	2010-06-14	3,45	12,3
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,50	2010-04-08	39,40	10,3
PKO BP	Trzymaj	40,10	37,50	2010-03-17	39,07	15,1
POLICE	Trzymaj	5,50	5,75	2010-06-02	5,39	12,2
POLIMEX MOSTOSTAL	Redukuj	4,27	4,55	2010-07-30	4,74	15,3
POLNORD	Kupuj	51,60	34,75	2010-06-02	37,70	22,4
PZU	Zawieszona			2010-08-04		
RAFAKO	Trzymaj	14,00	12,64	2010-08-04	13,85	17,1
SYGNITY	Kupuj	18,20	13,06	2010-03-02	12,57	
TAURON	Kupuj	8,42	5,32	2010-08-16	5,10	11,7
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	18,20	17,00	2010-07-29	15,55	17,4
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,40	2010-05-06	4,14	16,8
TVN	Redukuj	16,69	17,00	2010-08-04	18,70	20,2
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	82,20	71,25	2010-07-05	73,00	15,0
UNIBEP	Akumuluj	9,00	8,69	2010-05-14	7,90	15,0
ZA PUŁAWY	Trzymaj	72,05	76,95	2010-01-06	80,90	17,8

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /25.08.2010/**


	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	183,5	15,1	13,5	10,5	16%	16%	18%	2,3	2,0	1,8	0,0%	2,2%	2,4%
Getin	9,6	24,8	12,6	10,1	7%	13%	14%	1,8	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	76,3	19,8	15,7	11,5	9%	10%	13%	1,6	1,6	1,5	0,0%	4,9%	5,1%
ING BSK	769,5	16,8	14,8	10,8	13%	13%	15%	2,0	1,8	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	14,8	116,3	31,2	9,1	1%	5%	15%	1,6	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,4	2497,6	18,1	10,2	0%	9%	12%	1,3	1,3	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	153,0	16,6	15,1	12,7	14%	14%	16%	2,2	2,1	2,0	0,0%	1,9%	5,3%
PKO BP	37,5	20,3	15,1	10,9	13%	15%	18%	2,3	2,1	1,9	2,7%	2,1%	3,3%
<b>Mediana</b>		<b>20,0</b>	<b>15,1</b>	<b>10,7</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	0,8	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	15,6	9,1	6,8	4%	6%	8%	0,5	0,5	0,5	3,8%	4,8%	6,6%
Citigroup	3,7	-	11,9	8,4	-	6%	8%	0,7	0,7	0,6	0,3%	0,1%	0,6%
Commerzbank	6,4	-	-	12,9	-	-	6%	0,5	0,7	0,7	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,8	25,3	7,1	5,5	1%	10%	11%	0,8	0,6	0,6	0,1%	0,3%	2,2%
KBC	31,7	-	7,9	6,6	-	15%	15%	1,0	0,8	0,8	0,0%	2,4%	3,5%
UCI	1,9	18,9	15,8	7,9	3%	4%	7%	0,6	0,6	0,5	1,4%	2,5%	4,9%
<b>Mediana</b>		<b>18,9</b>	<b>9,1</b>	<b>7,3</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	4,6	8,3	10,4	8,0	10%	7%	9%	0,8	0,7	0,7	6,0%	4,8%	6,2%
Deutsche Bank	49,8	7,3	7,4	6,3	13%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	1,8%	2,0%	3,4%
Erste Bank	28,4	11,2	12,0	8,1	9%	8%	10%	1,0	0,9	0,8	1,7%	2,1%	2,6%
Komercni B.	3854,0	13,5	12,6	11,2	17%	17%	18%	2,3	2,1	1,9	4,2%	4,8%	5,5%
OTP	4570,0	8,6	8,0	5,8	13%	12%	15%	1,0	0,9	0,8	1,0%	3,3%	5,6%
Santander	9,0	8,4	8,3	7,1	14%	13%	15%	1,1	1,0	0,9	6,2%	6,4%	7,2%
Turkiye Garanti B.	7,2	10,9	9,1	8,1	24%	23%	21%	2,4	1,9	1,6	1,3%	2,1%	2,7%
Turkiye Halk B.	12,2	9,7	8,7	7,9	31%	28%	25%	2,8	2,2	1,8	3,4%	3,4%	4,1%
Sberbank	2,4	88,2	11,6	7,1	2%	16%	23%	2,1	1,8	1,4	0,2%	0,9%	1,8%
VTB Bank	5,0	-	38,5	12,1	-	2%	12%	1,5	1,5	1,4	0,3%	0,4%	1,4%
<b>Mediana</b>		<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>7,9</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>2,7%</b>	<b>3,7%</b>

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /25.08.2010/**


	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	379,5	8,7	14,5	12,2	25%	20%	21%	2,9	2,6	2,3	-	2,9%	3,1%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	36,8	13,4	12,1	10,4	9%	9%	10%	1,1	1,1	1,0	3,0%	2,9%	3,2%
Uniq	13,5	29,3	12,8	10,3	4%	7%	9%	1,4	1,3	1,2	2,1%	2,7%	3,1%
Aegon	4,1	-	8,6	5,9	0%	8%	9%	0,6	0,5	0,5	0,1%	0,9%	3,8%
Allianz	80,9	8,1	7,4	6,8	12%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,8%	5,5%	6,0%
Aviva	3,8	6,6	6,6	5,6	13%	15%	17%	0,9	1,1	0,9	6,5%	7,0%	7,5%
AXA	12,1	8,1	6,5	5,7	9%	10%	10%	0,6	0,6	0,5	4,2%	6,1%	7,2%
Baloise	81,2	8,7	8,1	7,4	12%	11%	11%	0,9	0,9	0,8	5,5%	5,7%	6,0%
Generali	94,0	16,9	13,7	12,3	8%	8%	9%	1,3	1,3	1,1	2,8%	2,8%	3,0%
Helvetia	325,0	9,4	8,0	7,4	11%	12%	12%	1,0	0,9	0,8	4,2%	4,6%	4,9%
Mapfre	2,2	6,7	7,1	6,8	17%	14%	14%	1,0	0,9	0,8	6,9%	6,9%	7,2%
RSA Insurance	1,2	9,5	9,3	8,6	12%	14%	14%	1,2	1,2	1,1	6,6%	7,0%	7,4%
Zurich Financial	224,2	9,7	8,0	7,4	13%	14%	14%	1,2	1,1	1,0	5,4%	6,9%	7,1%
<b>Mediana</b>		<b>9,4</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>4,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,0%</b>

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

**Wycena spółek paliwowych /25.08.2010/**

	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	29,8	12,8	12,6	7,9	0,6	0,6	0,5	4,4	9,9	6,7	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	37,5	7,9	7,3	6,5	0,4	0,4	0,4	12,3	10,3	10,7	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
MOL	20350,0	9,7	7,0	6,0	1,2	0,9	0,8	23,5	11,5	8,6	13%	13%	14%	1,6%	2,3%	3,3%
OMV	25,7	4,5	3,3	2,9	0,7	0,6	0,5	10,6	7,0	5,6	14%	17%	17%	3,4%	3,9%	4,3%
Hellenic Petroleum	5,7	7,3	7,2	6,3	0,5	0,4	0,4	8,6	9,5	7,5	7%	6%	6%	7,8%	7,7%	8,2%
Tupras	33,5	7,1	6,4	5,7	0,4	0,3	0,3	10,9	9,7	8,9	5%	5%	5%	7,5%	8,4%	8,7%
Unipetrol	221,2	14,3	8,8	7,0	0,6	0,5	0,5	-	54,8	22,3	5%	6%	7%	0,0%	3,2%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>10,7</b>	<b>9,9</b>	<b>8,6</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	7,6	6,4	6,4	1,1	1,1	1,2	17,2	12,3	12,9	15%	18%	18%	0,7%	2,3%	3,3%
Gazprom	155,0	4,6	3,6	3,2	1,6	1,4	1,2	5,5	4,4	3,8	34%	39%	38%	1,5%	1,7%	2,0%
GDF Suez	24,3	6,5	6,2	5,7	1,1	1,1	1,1	12,1	12,1	10,8	17%	18%	19%	6,2%	6,3%	6,7%
Gas Natural SDG	11,6	7,8	6,9	6,7	1,9	1,7	1,7	8,2	8,0	7,5	24%	25%	25%	6,7%	7,2%	7,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>10,1</b>	<b>10,0</b>	<b>9,2</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,0%</b>

**Wycena spółek energetycznych /25.08.2010/**

	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	132,3	6,4	6,9	7,2	3,0	3,2	3,3	8,6	9,4	9,5	46%	46%	45%	6,0%	6,6%	6,1%
ENEA	20,1	7,0	4,8	5,5	1,1	0,9	1,0	17,3	13,6	13,5	16%	18%	18%	2,3%	2,9%	3,7%
PGE	22,1	5,8	6,0	6,1	2,2	2,1	2,2	11,3	12,2	11,6	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	22,1	6,0	6,0	5,8	1,0	1,0	0,9	7,6	8,0	7,7	16%	16%	16%	6,8%	6,9%	7,1%
EDF	31,5	6,4	5,9	5,5	1,6	1,5	1,5	15,4	14,7	12,7	25%	26%	27%	3,7%	3,7%	4,1%
Endesa	18,3	5,7	5,8	5,8	1,8	1,7	1,7	7,5	8,6	8,6	32%	30%	29%	7,5%	6,1%	6,1%
ENEL SpA	3,7	6,3	6,1	6,0	1,6	1,5	1,5	7,3	8,2	8,1	25%	25%	24%	7,4%	7,2%	7,4%
Fortum	17,8	9,3	9,1	9,1	4,0	3,8	3,7	12,1	11,8	12,2	43%	42%	41%	5,2%	5,5%	5,6%
Iberdrola	5,3	8,5	8,0	7,5	2,3	2,3	2,2	10,2	10,3	9,7	27%	28%	29%	6,1%	6,2%	6,3%
RWE AG	52,3	4,8	4,3	4,2	0,9	0,8	0,8	8,2	7,4	7,4	18%	19%	19%	6,7%	7,1%	7,3%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>10,2</b>	<b>10,3</b>	<b>9,7</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 /25.08.2010/**

	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	-	5,9	3,8	0,3	0,4	0,3	-	12,2	5,0	-	6%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	77,0	15,3	7,4	3,4	0,6	0,6	0,5	54,3	17,8	6,5	4%	8%	14%	13,2%	1,2%	1,4%
Acron	30,0	8,6	6,4	5,8	1,9	1,5	1,3	10,3	8,2	8,1	22%	24%	23%	1,7%	2,5%	3,6%
Agrium	52,5	11,4	7,3	6,1	1,0	1,0	0,9	21,4	11,4	9,1	9%	14%	15%	0,2%	0,2%	0,2%
DSM	32,7	3,6	3,4	3,4	1,4	1,4	1,4	35,9	29,1	27,5	38%	40%	40%	2,1%	2,4%	2,6%
K+S	41,9	21,3	9,7	7,5	2,5	1,9	1,7	-	18,5	12,7	12%	19%	23%	0,7%	2,2%	3,3%
Silvinit	19898,0	7,4	7,2	5,4	5,1	4,4	3,4	11,5	11,2	7,9	68%	61%	64%	1,6%	1,2%	2,1%
Uralkali	4,3	16,1	11,0	8,2	8,5	6,0	4,8	26,4	7,4	5,3	53%	55%	59%	1,2%	2,8%	5,3%
Yara	242,0	16,7	8,6	8,5	1,4	1,3	1,2	29,4	13,4	11,8	8%	15%	14%	1,8%	2,2%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>13,3</b>	<b>7,3</b>	<b>5,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>26,4</b>	<b>12,2</b>	<b>8,1</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,4%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	28,5	6,5	6,0	4,7	0,6	0,6	0,5	-	9,1	8,7	10%	10%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	41,2	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	41,3	7,1	5,3	4,9	1,0	0,9	0,9	19,8	11,4	10,2	14%	17%	17%	3,7%	4,7%	4,9%
Croda	12,3	13,2	10,6	9,9	2,2	2,1	2,0	24,4	17,2	15,8	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	14,7	6,1	3,9	3,7	0,7	0,6	0,6	-	9,0	7,0	11%	15%	15%	0,1%	2,0%	2,5%
Sisecam	2,1	6,3	5,3	4,5	1,2	1,1	1,0	17,6	11,4	7,8	19%	21%	22%	0,0%	1,0%	1,9%
Soda Sanayii	1,7	5,5	6,1	4,4	1,1	1,0	0,8	8,5	7,1	4,1	20%	16%	18%	-	5,7%	7,6%
Solvay	70,8	6,7	9,8	8,8	1,0	1,2	1,2	12,0	23,0	17,7	14%	13%	14%	3,7%	3,7%	3,9%
Tata Chemicals	396,4	7,0	8,1	7,7	1,1	1,5	1,5	12,9	14,1	12,5	16%	19%	19%	2,2%	2,1%	2,1%
Tessenderlo Chemie	22,2	15,5	5,7	4,5	0,5	0,4	0,4	-	25,6	10,8	3%	7%	9%	5,5%	5,6%	5,8%
Wacker Chemie	115,6	10,1	6,2	5,4	1,7	1,5	1,4	33,8	15,2	12,6	17%	24%	25%	1,0%	1,6%	2,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>17,6</b>	<b>13,5</b>	<b>10,5</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 /25.08.2010/**

	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	4,7	5,1	4,3	3,8	1,1	1,0	0,9	20,8	24,5	16,9	21%	23%	24%	0,0%	0,0%	4,1%
TPSA	17,0	4,3	4,7	4,6	1,6	1,7	1,7	17,7	17,4	16,1	38%	37%	38%	8,8%	8,8%	8,8%
<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>19,3</b>	<b>20,9</b>	<b>16,5</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	27,8	5,8	5,3	5,8	1,9	1,7	1,7	10,8	10,9	11,3	32%	32%	30%	7,5%	7,9%	7,8%
Cesky Telecom	437,2	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	667,0	4,2	4,4	4,5	1,6	1,7	1,7	8,6	9,3	9,5	39%	39%	39%	11,1%	11,1%	11,2%
Portugal Telecom	9,2	6,1	5,8	5,6	2,2	2,0	2,0	15,1	14,9	13,0	36%	35%	36%	6,2%	6,3%	6,4%
Telecom Austria	10,1	4,5	4,9	4,9	1,6	1,7	1,8	12,6	15,0	13,2	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>1,7</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	1,3	4,4	3,8	3,8	1,0	1,0	1,0	9,5	9,0	8,3	22%	27%	27%	6,1%	5,2%	5,7%
DT	10,2	4,5	4,6	4,6	1,4	1,5	1,5	15,4	14,2	13,7	32%	32%	32%	7,6%	7,0%	7,1%
FT	16,0	4,7	5,0	5,0	1,6	1,7	1,7	9,5	9,1	8,9	33%	35%	35%	8,8%	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	390,1	6,2	6,5	6,4	2,5	2,5	2,5	10,3	10,9	10,6	40%	38%	39%	5,8%	5,9%	6,2%
TELEFONICA	16,9	5,5	5,5	5,5	2,2	2,2	2,1	9,9	9,5	9,1	40%	39%	39%	6,8%	8,3%	9,2%
TeliaSonera	52,2	8,0	7,6	7,4	2,6	2,7	2,6	12,0	11,3	10,7	33%	35%	35%	4,0%	4,9%	5,2%
TI	1,0	4,9	5,0	4,9	2,0	2,0	2,0	9,9	9,0	8,5	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>9,1</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,6%</b>

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

**Wycena spółek IT /25.08.2010/**

	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	18,0	7,0	7,4	6,7	0,1	0,1	0,1	9,5	10,5	9,5	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	15,9	6,1	7,6	6,5	0,1	0,2	0,2	8,8	10,2	8,2	2%	2%	2%	8,7%	2,3%	2,0%
ASBIS	4,0	14,1	5,2	4,2	0,1	0,1	0,1	-	9,3	6,2	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	54,8	7,2	7,3	6,7	1,5	1,5	1,3	11,4	12,6	11,9	21%	20%	20%	2,6%	2,4%	2,5%
COMARCH	79,4	9,6	10,9	6,2	0,7	0,8	0,7	19,6	30,6	14,6	8%	7%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	10,8	12,6	8,1	5,6	0,1	0,1	0,1	40,8	11,7	7,6	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	13,1	-	8,8	4,8	0,3	0,3	0,2	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</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	37,3	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	30,0	5,0	4,6	4,1	0,5	0,5	0,5	13,8	11,4	9,2	9%	10%	11%	0,3%	0,6%	0,9%
CapGemini	33,6	6,1	6,4	5,2	0,5	0,5	0,5	17,1	18,2	13,2	8%	8%	10%	2,3%	2,5%	3,0%
IBM	125,3	7,7	7,2	6,8	1,8	1,8	1,7	12,7	11,1	10,2	24%	24%	25%	1,7%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	12,9	7,0	6,9	6,5	0,9	0,9	0,9	10,7	10,5	9,8	13%	13%	14%	5,1%	5,2%	5,7%
LogicaCMG	1,1	7,2	6,3	5,9	0,6	0,6	0,6	10,1	9,0	8,3	8%	9%	9%	2,8%	3,1%	3,4%
Microsoft	24,1	7,7	7,1	6,4	3,0	2,9	2,7	14,3	11,7	10,4	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	13,0	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	12,7	6,2	5,3	4,7	0,6	0,6	0,6	11,9	10,2	8,6	9%	11%	12%	3,4%	4,7%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>13,9</b>	<b>11,5</b>	<b>10,3</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 /25.08.2010/**

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	14,3	11,5	8,4	7,2	3,0	2,5	2,4	16,1	12,6	11,2	26%	30%	33%	5,3%	4,1%	5,2%
TVN	17,0	9,7	12,0	9,8	3,6	3,2	2,8	13,8	20,2	16,0	37%	27%	29%	4,5%	1,8%	1,5%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,2	9,4	6,7	5,8	0,7	0,6	0,6	13,3	9,6	7,4	7%	10%	11%	2,4%	7,9%	9,5%
Axel Springer	89,5	9,2	8,0	6,9	1,3	1,2	1,1	11,0	13,0	10,9	14%	15%	16%	4,9%	5,1%	5,4%
Daily Mail	4,4	8,8	7,9	7,2	1,3	1,4	1,4	12,3	10,8	9,3	15%	18%	19%	3,4%	3,4%	3,6%
Gruppo Editorial	1,5	9,3	5,4	4,7	1,0	1,0	0,9	45,3	10,9	8,3	10%	18%	20%	0,0%	4,1%	6,1%
Mcclatchy	2,9	6,0	5,6	5,7	1,5	1,5	1,6	9,1	4,9	5,2	24%	28%	27%	3,1%	-	-
Naspers	284,1	19,3	17,5	14,2	4,6	4,2	3,7	26,9	20,3	15,3	24%	24%	26%	0,7%	0,9%	1,1%
New York Times	7,7	3,6	2,9	2,9	0,5	0,5	0,5	36,2	10,7	10,6	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	1,5	7,7	7,4	6,7	1,5	1,5	1,5	5,0	3,9	2,9	19%	20%	22%	0,8%	0,8%	0,8%
SPIR Comm	17,8	21,8	10,1	6,9	0,4	0,4	0,4	-	-	39,1	2%	4%	6%	20,2%	-	-
Trinity Mirror	1,1	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>12,3</b>	<b>10,7</b>	<b>8,8</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,6%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	4,9	18,1	8,6	7,0	1,8	1,6	1,5	24,2	10,2	8,1	10%	19%	22%	3,5%	7,2%	8,7%
CETV	403,4	32,3	12,7	8,9	3,0	2,6	2,3	-	-	24,2	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	7,5	17,3	10,5	6,5	3,0	2,2	1,8	26,6	15,2	10,1	17%	21%	28%	3,8%	5,1%	8,2%
ITV PLC	0,6	13,6	8,6	6,8	1,5	1,4	1,4	42,6	16,3	10,9	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,1%
M6-Metropole Tel	15,6	7,4	6,8	6,4	1,4	1,4	1,3	15,5	14,6	13,2	20%	20%	21%	6,0%	5,4%	5,7%
Mediaset SPA	4,7	6,0	5,4	4,9	1,9	1,7	1,6	18,8	13,9	11,6	32%	32%	32%	5,2%	6,0%	6,9%
RTL Group	61,7	11,6	10,0	9,0	1,8	1,7	1,7	23,3	16,9	15,1	15%	17%	19%	3,7%	4,7%	5,4%
TF1-TV Francaise	11,2	13,2	12,0	8,2	1,1	1,1	1,0	31,6	24,9	14,2	9%	9%	12%	2,4%	3,5%	4,5%
<b>Mediana</b>		<b>13,4</b>	<b>9,3</b>	<b>6,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>24,2</b>	<b>15,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,6%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	7,0	13,0	12,1	10,4	2,7	2,4	2,2	26,9	23,3	18,5	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	15,5	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	17,3	5,6	5,4	5,2	2,2	2,1	2,0	14,7	14,0	12,3	39%	39%	39%	1,6%	2,1%	2,4%
Liberty Global	27,8	6,2	7,0	6,7	2,7	3,0	3,0	-	-	34,6	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	9,4	6,4	5,9	5,5	3,2	2,9	2,7	22,3	17,7	14,6	49%	50%	50%	0,0%	3,1%	4,2%
Shaw Communications	20,1	7,7	6,9	6,4	3,5	3,2	2,8	16,2	15,4	13,7	46%	46%	44%	4,1%	4,3%	4,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>16,5</b>	<b>15,5</b>	<b>14,6</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 /25.08.2010/**

	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	89,8	7,1	9,9	9,8	0,5	0,5	0,5	13,2	12,4	14,2	7%	5%	5%	6,5%	7,6%	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	48,0	6,8	8,3	7,8	0,5	0,5	0,4	14,5	11,8	12,1	7%	5%	5%	0,2%	1,1%	1,3%
Mostostal Wa-w a	64,0	4,9	8,5	8,4	0,4	0,4	0,4	10,9	16,1	16,7	8%	5%	5%	0,5%	4,6%	3,1%
PBG	221,5	11,4	10,3	10,2	1,5	1,1	0,9	15,0	14,7	14,3	13%	10%	8%	0,0%	1,4%	1,4%
Polimex Mostostal	4,6	7,4	9,2	9,7	0,5	0,6	0,6	13,5	15,3	16,8	7%	7%	6%	0,2%	0,9%	0,0%
Rafako	12,6	9,5	9,3	7,3	0,7	0,6	0,4	23,3	17,1	14,6	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,4	6,5	9,2	9,0	0,8	0,7	0,5	9,8	16,8	17,5	12%	8%	6%	2,3%	0,0%	0,0%
Ulma Construcccion	71,3	8,2	4,7	4,1	3,4	2,4	2,1	-	15,0	11,3	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,7	9,5	11,3	11,3	0,8	0,5	0,5	16,6	15,0	15,5	8%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,6%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,5</b>	<b>15,2</b>	<b>15,0</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	8,5	9,0	8,1	7,2	0,8	0,8	0,7	17,9	16,2	14,2	9%	9%	10%	2,0%	2,2%	2,4%
BILFINGER	45,8	7,8	5,5	5,4	0,3	0,3	0,3	14,4	9,7	8,9	4%	6%	6%	4,0%	5,2%	5,2%
EIFFAGE	35,4	8,5	8,5	7,9	1,2	1,2	1,2	11,5	13,0	10,7	14%	14%	15%	3,2%	3,2%	3,6%
HOCHTIEF	51,0	5,8	5,0	4,7	0,3	0,3	0,3	19,5	15,5	13,5	5%	5%	6%	2,8%	3,2%	3,6%
NCC	122,9	6,8	7,7	7,0	0,3	0,3	0,3	12,4	12,8	11,5	5%	4%	5%	3,2%	4,5%	4,9%
SKANSKA	112,1	6,0	6,7	6,7	0,3	0,3	0,3	13,3	14,9	14,7	5%	5%	5%	4,9%	5,0%	5,2%
STRABAG	16,6	3,8	3,7	3,7	0,2	0,2	0,2	12,1	11,4	11,4	5%	5%	5%	3,1%	2,9%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>13,3</b>	<b>13,0</b>	<b>11,5</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 /25.08.2010/**

	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	46,0	12,5	30,8	10,8	1,7	1,5	1,5	14,1	42,2	13,5	16%	9%	18%	1,7%	0,6%	1,9%
GTC	22,7	-	9,2	8,4	4,5	5,2	4,3	-	6,7	7,1	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,3	9,5	5,4	7,5	2,7	2,1	1,5	8,8	5,4	6,2	21%	30%	47%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	34,8	13,3	19,8	14,1	0,7	0,7	0,7	12,1	22,4	11,3	48%	15%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>12,5</b>	<b>14,5</b>	<b>9,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>12,1</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	5,3	19,3	16,0	13,0	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	11,8	11,1	56%	58%	59%	5,2%	5,3%	5,7%
CORIO	45,0	26,4	18,5	16,3	0,8	1,0	1,0	14,8	15,2	14,8	64%	83%	87%	5,9%	6,0%	6,1%
DEUTSCHE EUROSHOP	23,0	18,5	16,9	16,2	0,9	0,9	0,9	20,0	16,2	14,5	87%	86%	86%	4,6%	4,7%	5,1%
ECHO INVESTMENT	4,6	14,5	15,2	11,6	1,2	1,1	1,0	21,2	16,7	12,1	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,5	18,4	18,9	18,2	0,5	0,9	0,8	17,3	16,3	17,0	77%	78%	79%	4,3%	4,5%	4,7%
KLEPIERRE	24,0	21,3	17,3	16,6	0,8	1,2	1,0	16,0	16,5	15,8	71%	85%	86%	5,2%	5,2%	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	144,4	18,5	18,4	17,2	0,9	1,1	1,1	15,4	15,5	14,9	86%	82%	81%	5,5%	5,7%	6,0%
<b>Mediana</b>		<b>18,7</b>	<b>17,3</b>	<b>16,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>16,0</b>	<b>15,8</b>	<b>14,7</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,2%</b>

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


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /25.08.2010/**

	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	7,9	9,5	5,5	1,5	1,5	1,4	16,7	16,9	10,0	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	17,8	8,0	7,3	6,1	0,8	0,7	0,6	15,2	16,4	11,6	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	<b>5,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>15,9</b>	<b>16,7</b>	<b>10,8</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	111,1	13,2	11,1	9,4	2,4	2,3	2,1	21,0	16,7	13,8	18%	21%	22%	2,6%	3,0%	3,4%
Bucyrus	55,1	8,5	6,9	5,7	1,7	1,2	1,1	13,9	14,4	10,8	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,8	3,7	4,3	3,6	1,4	1,8	1,6	8,5	11,5	8,0	38%	41%	45%	4,4%	2,5%	5,6%
Industrea	0,3	4,9	4,2	3,8	1,7	1,4	1,3	6,7	6,8	5,3	34%	34%	34%	1,9%	3,8%	4,7%
Joy Global	55,1	7,7	10,1	8,3	1,6	1,9	1,7	13,0	17,7	14,1	21%	19%	20%	1,3%	1,3%	1,3%
Sandvik	85,9	34,4	9,9	7,7	1,9	1,7	1,5	-	19,1	12,5	5%	17%	20%	1,9%	2,5%	3,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>8,4</b>	<b>6,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>13,0</b>	<b>15,5</b>	<b>11,7</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /25.08.2010/**

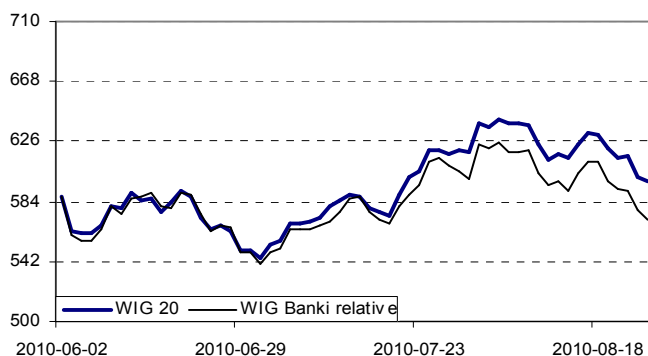
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	74,0	20,1	10,1	8,1	3,2	2,1	1,8	51,8	17,3	12,0	16%	20%	23%	0,0%	0,0%	5,8%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	40,9	6,5	3,8	4,3	0,7	0,7	0,7	26,4	7,1	8,4	11%	17%	15%	1,4%	4,7%	6,1%
Holmen	196,9	8,0	10,2	8,1	1,3	1,3	1,2	16,5	28,8	17,7	16%	13%	15%	4,6%	3,6%	3,6%
INTL Paper	20,3	5,7	5,4	4,8	0,7	0,7	0,7	23,2	11,5	8,2	13%	13%	14%	1,6%	1,8%	2,3%
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	8,7	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	6,3	10,7	8,2	7,1	0,9	0,9	0,8	39,3	15,7	12,5	9%	11%	12%	2,8%	3,2%	3,3%
Svenska	98,9	7,1	7,2	6,4	1,0	1,0	1,0	12,3	12,0	10,0	14%	14%	15%	3,7%	4,0%	4,4%
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>20,6</b>	<b>14,8</b>	<b>11,7</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>

**Wycena spółek górniczych /25.08.2010/**

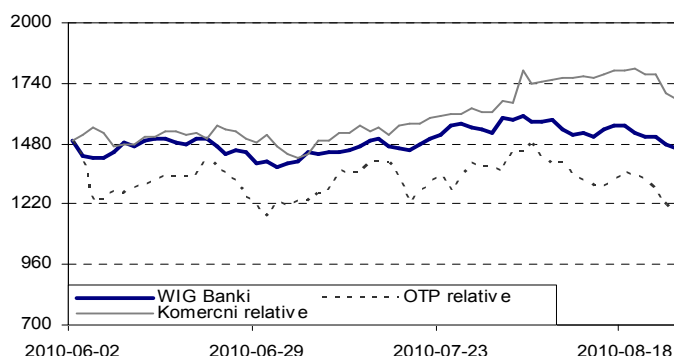
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	102,4	5,4	5,0	6,0	1,8	1,7	1,6	8,1	5,9	10,4	33%	34%	27%	11,4%	2,9%	4,9%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	22,5	6,5	3,7	3,0	1,9	1,5	1,3	10,4	5,4	4,1	29%	40%	43%	0,3%	1,8%	4,4%
BHP Billiton	17,7	4,8	4,2	2,8	2,1	2,0	1,6	9,9	7,3	4,7	44%	48%	55%	4,5%	4,9%	5,5%
Freeport-MCMOR	66,7	4,8	3,7	3,4	2,3	1,9	1,8	12,4	8,2	7,4	48%	52%	52%	0,2%	1,5%	2,2%
Rio Tinto	31,1	6,7	3,7	3,2	2,1	1,6	1,5	9,5	4,8	4,0	31%	44%	47%	1,8%	3,1%	3,5%
Southern Peru	28,4	13,3	7,8	6,1	6,5	4,7	3,6	26,5	13,2	9,9	49%	59%	60%	1,6%	5,4%	6,6%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>10,4</b>	<b>7,3</b>	<b>4,7</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,4%</b>

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

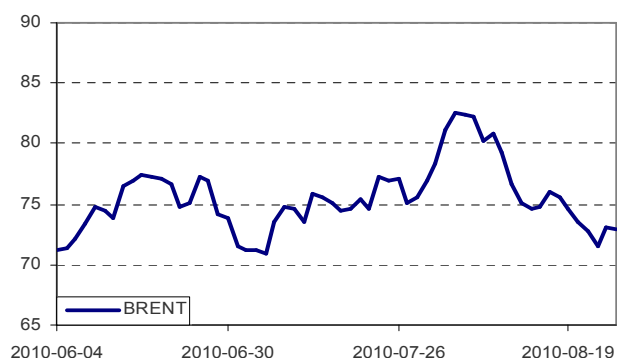
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



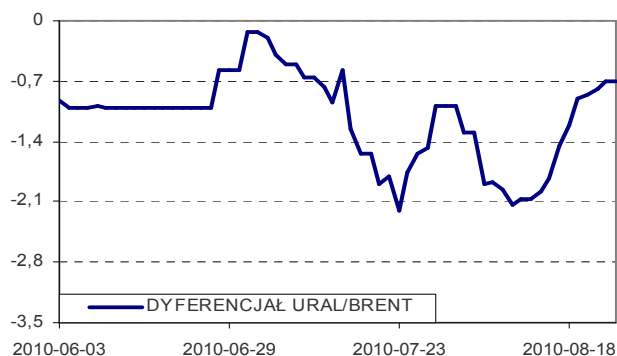
**Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



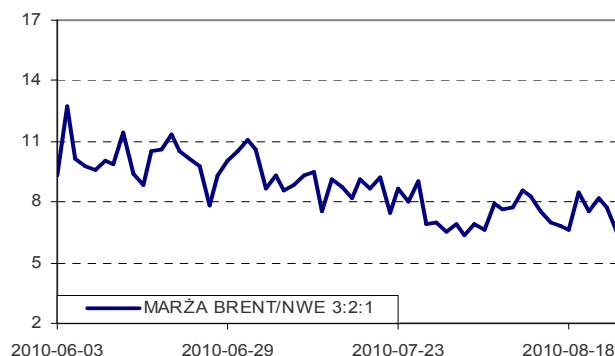
**BRENT (USD/brk)**



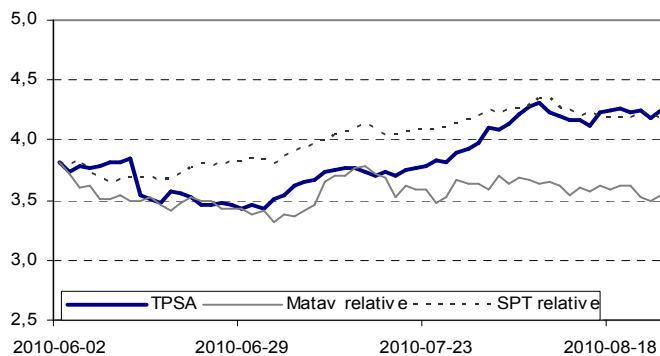
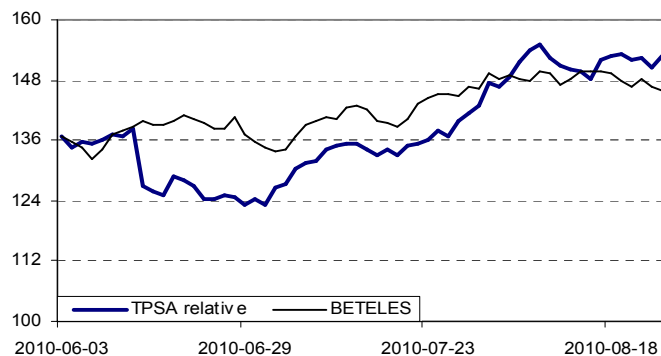
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

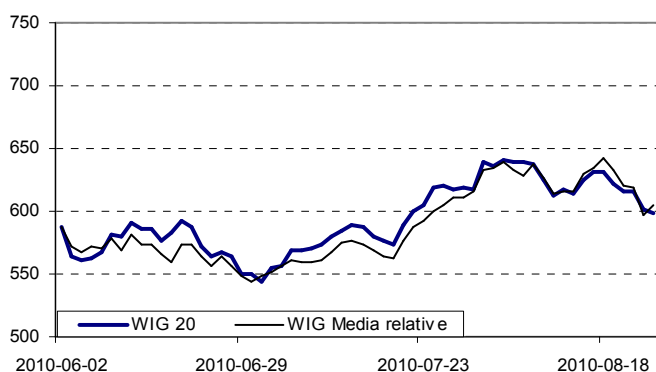


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)** - **Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

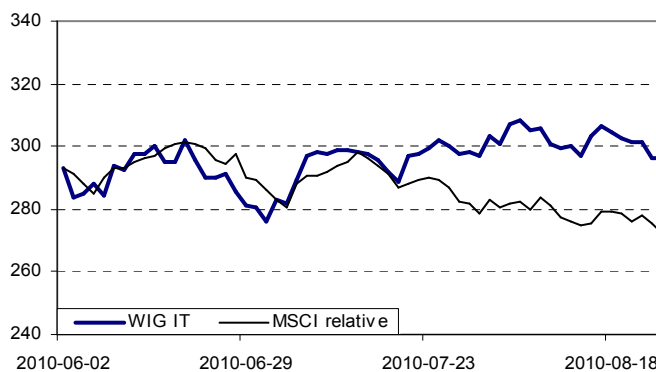


Źródło: Bloomberg

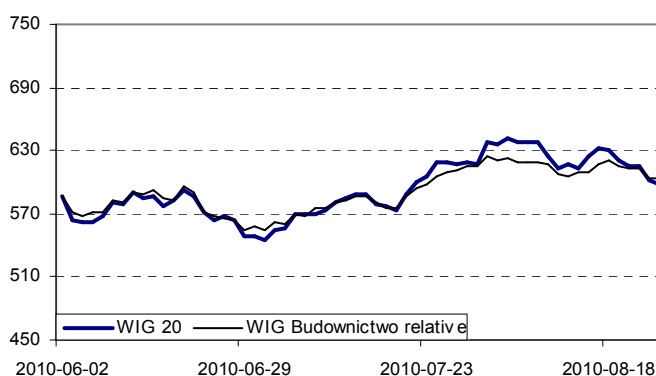
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



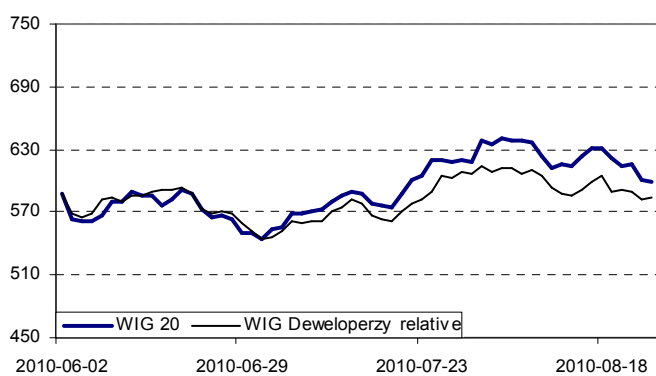
Indeks WIG IT na tle MSCI



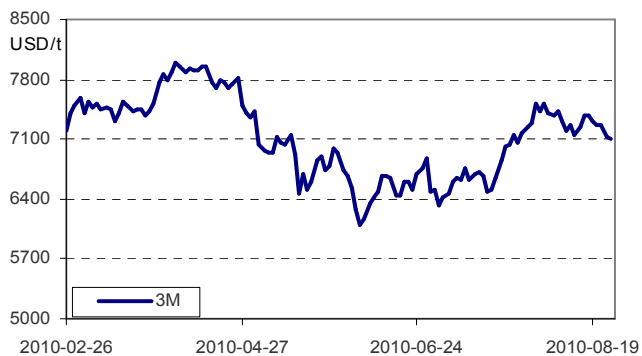
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



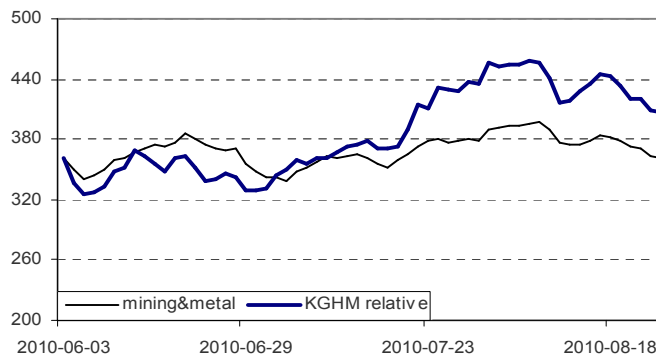
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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.