


**Rynek akcji**  
Polska

# Komentarz poranny

Departament Analiz:

M. Marczak (22 6974738); M. Jeżewska (22 6974737)

K. Kliszcz (22 697 47 06)

P. Grzybowski (22 6974717) M. Stokłosa (22 697 47 41)

| Indeks  | Zamknięcie | Zmiana | Indeks     | Zamknięcie | Zmiana | Indeks       | Zamknięcie | Zmiana |
|---------|------------|--------|------------|------------|--------|--------------|------------|--------|
| DJIA    | 9 280,7    | -0,32% | FTSE 100   | 4 817,6    | -0,04% | Miedź (LME)  | 6 174,0    | -0,42% |
| S&P 500 | 994,8      | -0,33% | WIG20      | 2 114,2    | -3,88% | Ropa (Brent) | 67,2       | -1,16% |
| NASDAQ  | 1 967,1    | -0,09% | BUX        | 18 349,4   | -4,41% | USD/PLN      | 2,91       | -0,74% |
| DAX     | 5 319,8    | -0,14% | PX         | 1 120,1    | -4,04% | EUR/PLN      | 4,15       | -0,46% |
| CAC 40  | 3 573,1    | -0,29% | PLBonds 10 | 6,09       | +0,20% | EUR/USD      | 1,43       | +0,28% |

## Kalendarium

|          |           |  |
|----------|-----------|--|
| 03.09.09 | Unibep    | Dzień wypłaty dywidendy 0,10 zł na akcję.  |
| 03.09.09 | ZA Puławy | Publikacja raportu za I półrocze 2008/2009 |

### Makroekonomia /03.09.09/

|     |  |  |
|-----|--|--|
| UE  | 9:58 Indeks PMI dla usług - fin          | poprzednia wartość: 45,7 pkt.; prognoza: 49,5 pkt. |
| UE  | 13:45 Decyzja ECB ws. stóp procentowych  | poprzednia wartość: 1%; prognoza: 1%               |
| USA | 14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych | poprzednia wartość: 570 tys.; prognoza: 570 tys.   |
| USA | 16:00 Indeks ISM dla usług               | poprzednia wartość: 46,4%; prognoza: 48%           |

## Informacje ze spółek i sektorów

### Sektor bankowy

#### Kwota zaległych płatności Polaków sięgnęła 12,06 mld PLN na koniec sierpnia

Według raportu InfoDług (publikowanego przez InfoMonitor BIG) łączna kwota zaległych płatności Polaków wyniosła 12,06 mld PLN na koniec sierpnia, a tylko w ostatnim kwartale wzrosła o ponad 20%. Problemy ze spłatą swoich zobowiązań ma w Polsce 1,47 mln osób. Rok wcześniej kwota zaległych płatności (zaległości przeterminowane co najmniej 60 dni na kwotę min. 200 PLN) sięgała ponad 7 mld PLN, a dwa lata wcześniej 4,9 mld PLN. Liczba osób, które mają problem z terminowym regulowaniem należności wzrosła w ciągu ostatnich trzech miesięcy o ponad 105 tysięcy, czyli o 7,7%. Z kolei wzrost ogólnej kwoty niespłaconego zadłużenia zanotowany w ciągu ostatnich trzech miesięcy jest najwyższy od czasu rozpoczęcia publikacji raportu i wyniósł 2,18 mld PLN (22%). InfoMonitor wzrosty tłumaczy jednak m.in. tym, że samorzady coraz chętniej zgłaszają osoby zalegające z alimentami (tylko w ciągu ostatniego kwartału wzrost o 37 tys. dłużników alimentacyjnych). Ustawa umożliwiająca zgłaszanie tego typu dłużników do BIG weszła w życie w październiku 2008. InfoDług zawiera dane z: InfoMonitor BIG, BIK i ZBP. Uwzględnia dane obejmujące 95% sektora bankowego (BIK S.A. i ZBP), pozabankowy sektor finansowy (SKOK, firmy pożyczkowe, leasingowe etc.), zakłady ubezpieczeń, telekomy, dostawców usług masowych (energia, gaz, woda, tv kablowa, internet), spółdzielnie mieszkaniowe. **Dane nie mogą zostać porównane do rezerw w sektorze bankowym ze względu na duży udział płatności np. z tytułu niezapłaconych rachunków.** (M. Jeżewska)

#### BIK udostępnił w VIII '09 1,33 mln raportów (+10,9 proc. R/R)

W pierwszej połowie 2009 roku udostępniono 8,46 mln takich raportów (+15,2% R/R). W lipcu było natomiast 1,48 mln raportów (+6,8% R/R). **Patrząc na wolumeny sprzedaży kredytów widać, że banki przeglądają obecnie sytuację swoich klientów. Uważamy, że ma to miejsce szczególnie w przypadku kredytów gotówkowych. Rośnie również liczba składanych wniosków przez jednego kredytobiorcę, który w obawie przed odmowną decyzją, składa papiery w kilku bankach jednocześnie.** (M. Jeżewska)

### BZ WBK

Kupuj - z dn. 24.08.09  
Cena docelowa: 152,1 PLN

#### Sprzedaż kredytów hipotecznych w 2009

BZ WBK zwiększa sprzedaż kredytów hipotecznych, których obecnie sprzedaje blisko tyle, co rok wcześniej. Liczy, że około 8% tegorocznej sprzedaży kredytów hipotecznych stanowią będą kredyty sprzedawane w ramach programu "Rodzina na swoim". BZ WBK pod koniec sierpnia podpisał umowę z BGK. Kredyty znajdują się w ofercie od 20 września. Bank sprzedał 125 mln PLN kredytów hipotecznych w 1Q09 i 336 mln PLN w 2Q09. Podano, że bank w sierpniu sprzedał kredyty hipoteczne za około 190 mln PLN (+8% R/R). **Oznacza to lepszą drugą połowę roku pod względem sprzedaży i bardzo stopniowo poprawiającą się marżę kredytową.** (M. Jeżewska)

**PKO BP**

Trzymaj - z dn. 24.08.09  
Cena docelowa: 35,6 PLN

**PKO BP Faktoring chce w 2013 roku mieć 10% rynku**

PKO BP Faktoring SA, nowa spółka w grupie PKO BP, zamierza w 2013 roku osiągnąć 10% rynku factoringowego. Prezesem spółki została Elżbieta Urbańska, wcześniej prezes spółki Polfactor. Wcześniej PKO BP oferował Faktoring w ramach oferty bankowej. **Bank rozwija swoją ofertę na rzecz przedsiębiorstw. Od kilku kwartałów widzimy systematyczny wzrost udziałów rynkowych w tym segmencie rynku. Do tej pory faktoring nie miał wpływu na wynik grupy, być może wraz z rozwojem nowej spółki wpływ będzie większy, ale postrzegamy to raczej jako poszerzenie wachlarza produktów dla segmentu przedsiębiorstw. (M. Jeżewska)**

**Sektor paliwowy****Wzrost popytu na paliwa w USA**

Według danych Departamentu Energii w tygodniu zakończonym 28 sierpnia zapasy ropy spadły o 0,4 mln baryłek, podczas gdy rynkowe oczekiwania kształtowały się na poziomie -0,9 mln baryłek. Amerykańskie rafinerie zwiększyły w tym czasie wykorzystanie mocy aż o 3 punkty procentowe w odpowiedzi na wyraźny wzrost popytu na benzynę (+4%) i średnie destylaty (+2,5%). Mimo wyższej produkcji, zanotowano spadek zapasów benzyny o 3 mln baryłek (oczekiwano -0,9 mln baryłek), co wpłynęło na wzrost jej notowań przy lekkich spadkach cen ropy. **Wzrost popytu to pozytywny sygnał, ale należy pamiętać że sezon transportowy już się kończy i te odczyty diametralnie nie zmieniają już obrazu rynku. Ważne jest jednak to, że przy obecnej stabilizacji cen surowca pozwalają one na odbudowę marż rafineryjnych. Utrzymanie się tych tendencji na dłużej mogłoby stanowić wsparcie dla notowań polskich rafinerii. (K. Kliszcz)**

**PKN Orlen**

Kupuj - z dn. 02.06.09  
Cena docelowa: 40,1 PLN

**Rating Fitch pod obserwacją**

Fitch umieścił długoterminowy rating Orleu BB+ na liście obserwacyjnej z nastawieniem negatywnym. Decyzja jest argumentowana obawami, że w latach 2009/10, z powodu trudnej sytuacji w segmencie rafineryjnym, koncern może osiągać słabe wyniki EBITDA. **Decyzja ta nie powinna mieć wpływu na bieżące koszty finansowania, ze względu na brak uzależnienia marży na obecnych umowach kredytowych od decyzji agencji ratingowych. Teoretycznie ewentualne obniżenie ratingu przez Fitch (wcześniej zrobiła to agencja Moodys) mogłoby utrudnić negocjacje z bankami w przypadku kolejnego złamania warunków kredytowych na koniec tego roku. Na razie jednak nie widzimy takiego zagrożenia. (K. Kliszcz)**

**Comarch****Zarząd spółki o perspektywach na drugie półrocze 2009 roku**

Zdaniem wiceprezesa Konrada Tarańskiego spółka powinna osiągnąć w tym roku około 700-800 mln PLN przychodów oraz wyjść na pozytywny wynik netto. W odniesieniu do niemieckiej spółki zależnej SoftM w trzecim kwartale przewidywana jest jeszcze strata na poziomie około 0,5 mln euro, jednak w czwartym kwartale spółka ma już osiągnąć pozytywny wynik netto. Obecny portfel kontraktów (nie uwzględniający SoftM) ma wartość 487 mln PLN, przy czym około 400 mln PLN to usługi i oprogramowanie własne. **Zaprezentowane przez spółkę wytyczne zarówno w odniesieniu do skali przychodów jak i osiągnięcia na koniec rentowności netto wydają nam się realnymi założeniami. Największą niepewność budzi sytuacja w SoftM, gdyż zysk w czwartym kwartale nie oznacza trwałej odbudowy rentowności w spółce, która w ujęciu rocznym pokazała zysk tylko raz w ostatnich 6 latach. (P.Grzybowski)**

**Energomontaż  
Południe****Prezes obiecuje kolejne kontrakty**

Prezes uważa, że w związku z osłabieniem rynku, druga połowa roku dla branży energetycznej może być słabsza. Mimo to, prezes nie dostrzega zagrożenia dla tegorocznego planu, który zakłada skonsolidowaną sprzedaż powyżej 300 mln PLN. Prezes duże nadzieje wiąże z rynkami eksportowymi. Eksport ma przynieść w 2010 roku przynajmniej 50% skonsolidowanych przychodów. Na koniec roku 2009 sięgnie 30%. W najbliższych dwóch latach prezes deklaruje zainteresowanie budową elektrowni w Niemczech, Holandii i Szwajcarii. Obecnie negocjowane są kontrakty w sumie na kilkaset mln PLN. Prezes liczy, że jeszcze w tym roku spółka podpisze umowy na przynajmniej 100 mln, a może nawet 200 mln PLN. **Podpisanie tych umów pozwoliłoby na znaczne zapełnienie portfela na rok przyszły (portfel na rok przyszły wyniósłby 230-330 mln PLN). Nie wiemy jak zaawansowane negocjacje, ani z iloma podmiotami konkurencyjnymi dla Energomontażu są równocześnie prowadzone. (M. Stokłosa)**

**Pozostałe wiadomości ze spółek****Belvedere**

Główni wierzyciele Belvedere odrzucili plan restrukturyzacji przedstawiony wcześniej przez spółkę. Obligatariusze argumentują, że prognozy wzrostu wyników spółki są wysoce nierealistyczne.

**Ciech, Impel**

Parkiet podaje, że kilkunastu inwestorów chciałoby kupić spółkę Ciech Service, która zajmuje się ochroną i usługami porządkowymi. Gazeta podaje, że w gronie potencjalnych nabywających znajduje się również Impel.

|                            |  |
|----------------------------|--|
| <b>Cinema City</b>         | Cinema City otworzyło multipleks w Pitesti w Rumunii. Operator kin Cinema City International otworzył w Pitesti w Rumunii 6-ekranowy multipleks, poinformowała firma w komunikacie w środę. Pod koniec roku spółka planuje otworzyć największe kino w tym kraju. Będzie to megapleks w centrum handlowym Palace Cotroceni Bukareszcie z 21 ekranami.   |
| <b>Fasing</b>              | Bank Spółdzielczy w Gliwicach udzielił spółce kredytu obrotowego w wysokości 4,3 mln PLN na okres do końca sierpnia 2012 r.  |
| <b>Fon, Stark Develop.</b> | Piotr Żołyński został nowym prezesem Stark Development, którego większościowym udziałowcem został niedawno Mariusz Patrowicz. Żołyński jest również szefem Fonu, w którym głównym udziałowcem jest również Patrowicz. Inwestor niedawno deklarował, że Fon i Stark mogą wspólnie budować elektrownie wodne.  |
| <b>Gino Rossi</b>          | NWZA Gino Rossi zdecydowało o emisji do 18,2 mln akcji. Cena emisyjna akcji została ustalona na 1,50 PLN.  |
| <b>Gino Rossi, Wojas</b>   | Parkiet spekuluje, że Wojas może objąć pakiet akcji nowej emisji Gino Rossi.   |
| <b>Graal</b>               | Komisja Nadzoru Finansowego nałożyła 40 tys. PLN kary na spółkę Graal za naruszenie obowiązków informacyjnych.   |
| <b>KPPD</b>                | Spółka podpisała umowę o wartości 3,6 mln PLN na projekt i budowę hali produkcyjnej w Kaliszu Pomorskim. Prace projektowe zakończą się w tym roku. Decyzja o rozpoczęciu inwestycji będzie uzależniona m.in. od sytuacji finansowej KPPD.  |
| <b>LPP</b>                 | Skonsolidowane przychody w sierpniu wyniosły ok. 162 mln PLN (+5% r/r).  |
| <b>Nepentes</b>            | Nepentes chce utrzymać dynamikę wzrostu przychodów w II półroczu. Nepentes, którego przychody w I półroczu tego roku wzrosły o 26 proc. rdr, chce utrzymać tę dynamikę w drugiej połowie roku. Liczy też na wzrost dynamiki zysku operacyjnego - powiedział Łukasz Butruk, prezes spółki. Nepentes rozpocznie w IV kw. sprzedaż leków w Rosji. Producent i dystrybutor farmaceutyków OTC, spółka Nepentes, rozpocznie w październiku sprzedaż leków na receptę, a wcześniej swoich produktów na rynku rosyjskim. Prezes dodał, że spółka może wkrótce wejść na rynek słowacki, nie planuje natomiast na razie akwizycji. |
| <b>NG2</b>                 | NG2 otrzyma 38,8 mln PLN dofinansowania w ramach unijnego Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka.  |
| <b>Plast-Box</b>           | Spółka otrzymała od Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości 4,56 mln PLN dofinansowania do projektu, zakupu i wdrożenia innowacyjnej technologii produkcji opakowań z tworzyw sztucznych. Kwota dofinansowania może zostać zwiększona o kwotę stanowiącą do 15 proc. wysokości wsparcia z tytułu różnic kursowych powstałych w trakcie realizacji przedsięwzięcia.   |
| <b>Pragma Inkaso</b>       | Spółka odkupiła od firmy Pragma Trade swoją siedzibę w Tarnowskich Górach za 3,66 mln PLN brutto. Transakcja sfinansowana została z kredytu inwestycyjnego w wysokości 2,4 mln PLN oraz środków własnych.  |
| <b>Puławy</b>              | W roku obrotowym 2009/2010 Puławy zainwestują 400 mln PLN. Spółka podała, że pieniądze zostaną przeznaczone przede wszystkim na modernizację ciągu produkcyjnego tlenownia-amoniak-mocznik.  |
| <b>TECHMEX</b>             | Marcin Giżewski złożył rezygnację z pełnienia funkcji członka RN.  |
| <b>Warimpex</b>            | Warimpex sprzedał spółce Deka Immobilien hotel andel's w Krakowie. Spółka rozważa sprzedaż jednego, dwóch innych hoteli. Warimpex nie ujawnia ceny sprzedaży krakowskiego hotelu. Prezes spółki powiedział tylko, że wartość transakcji była "w dolnej granicy kwoty dwucyfrowej". Wcześniej w prasie pojawiały się informacje o kwocie zbliżonej do 30 mln euro.  |
| <b>Wola Info</b>           | Wola Info liczy, że plan oszczędnościowy obniży koszty o 3 mln PLN w IV kw. Wola Info zakłada, że dzięki planowi restrukturyzacji obniży koszty o 20% miesięcznie. Oszczędności mają przynieść 2 mln PLN w III kw i 3 mln PLN w IV kw. tego roku. Spółka podała również, że jeszcze we wrześniu spółka spodziewa się nowych znaczących kontraktów.   |

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

---

|                     |  |
|---------------------|--|
| <b>Fabryka Diet</b> | Marek Kwiatkowski zwiększył zaangażowanie do 25,81 proc. z 22,76 proc. przed dokonaniem zmiany.  |
| <b>NOWAGALA</b>     | Spółka nabyła 1 września 16 975 akcji własnych po 3,10 PLN za akcję.   |
| <b>Polimexms</b>    | Członek zarządu nabył 44,5 tys. akcji po średniej cenie 4,27 PLN za akcję.   |
| <b>Próchnik</b>     | Małgorzata Grabowska, prowadząca działalność pod nazwą MIK, nabyła w transakcji pakietowej 4,85 mln akcji po 63 grosze za akcję.   |
| <b>Veno</b>         | Namiron Investments Ltd. sprzedał 28 sierpnia 11,8 mln akcji po 0,19 PLN za akcję w wyniku czego zmniejszył udział w ogólnej liczbie głosów do 9,94 proc. z 19,36 proc. przed dokonaniem zmiany. |

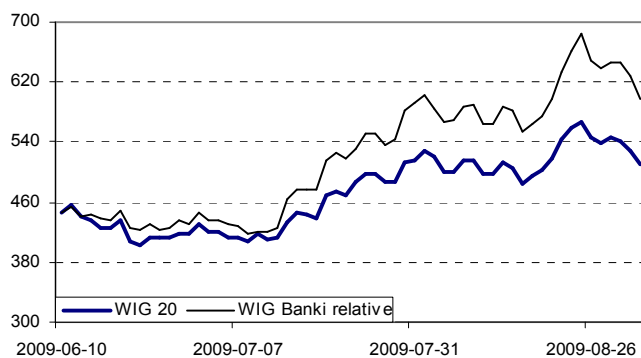
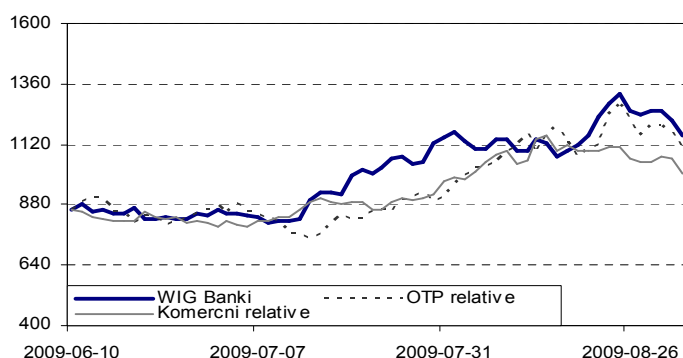
**Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.**

| <b>Spółka</b>            | <b>Rekomendacja</b> | <b>Cena docelowa</b> | <b>Data wydania</b> |
|--------------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| AB                       | Kupuj               | 15,13                | 2009-08-06          |
| ACTION                   | Trzymaj             | 12,30                | 2009-07-03          |
| AGORA                    | Trzymaj             | 24,10                | 2009-08-25          |
| ASBIS                    | Kupuj               | 3,45                 | 2009-08-14          |
| ASSECO POLAND            | Utajniona do dnia   |                      | 2009-09-08          |
| BUDIMEX                  | Akumuluj            | 74,00                | 2009-08-14          |
| BZWBK                    | Kupuj               | 152,10               | 2009-08-24          |
| CEZ                      | Redukuj             | 140,60               | 2009-08-18          |
| CIECH                    | Trzymaj             | 31,80                | 2009-08-05          |
| CYFROWY POLSAT           | Trzymaj             | 14,55                | 2009-05-29          |
| DOM DEVELOPMENT          | Sprzedaj            | 24,10                | 2009-06-15          |
| ELEKTROBUDOWA            | Trzymaj             | 170,80               | 2009-08-14          |
| EMPERIA HOLDING          | Kupuj               | 70,30                | 2008-11-28          |
| ERBUD                    | Akumuluj            | 49,30                | 2009-08-14          |
| EUROCASH                 | Trzymaj             | 9,90                 | 2009-05-06          |
| HANDLOWY                 | Redukuj             | 59,50                | 2009-08-24          |
| ING BSK                  | Akumuluj            | 663,60               | 2009-08-24          |
| J.W. CONSTRUCTION        | Redukuj             | 9,70                 | 2009-06-15          |
| KĘTY                     | Kupuj               | 109,40               | 2008-08-04          |
| KGHM                     | Redukuj             | 73,00                | 2009-08-14          |
| KOMPUTRONIK              | Trzymaj             | 10,48                | 2009-05-29          |
| KREDYT BANK              | Kupuj               | 11,76                | 2009-08-24          |
| LOTOS                    | Kupuj               | 26,40                | 2009-05-28          |
| LW BOGDANKA              | Trzymaj             | 64,50                | 2009-08-05          |
| MILLENNIUM               | Trzymaj             | 5,30                 | 2009-08-24          |
| MONDI                    | Akumuluj            | 57,40                | 2009-07-10          |
| MOSTOSTAL WARSZAWA       | Akumuluj            | 79,40                | 2009-08-14          |
| NETIA                    | Trzymaj             | 4,10                 | 2009-08-06          |
| NOBLE BANK               | Zawieszona          |                      | 2009-01-29          |
| PBG                      | Trzymaj             | 224,40               | 2009-08-14          |
| PEKAO                    | Akumuluj            | 154,40               | 2009-08-24          |
| PGNiG                    | Sprzedaj            | 3,58                 | 2009-08-05          |
| PKN ORLEN                | Kupuj               | 40,10                | 2009-06-02          |
| PKO BP                   | Trzymaj             | 35,60                | 2009-08-24          |
| POLICE                   | Utajniona do dnia   |                      | 2009-09-03          |
| POLIMEX MOSTOSTAL        | Kupuj               | 4,40                 | 2009-08-14          |
| POLNORD                  | Akumuluj            | 35,20                | 2009-07-03          |
| RAFAKO                   | Akumuluj            | 11,60                | 2009-08-14          |
| SYGNITY                  | Zawieszona          |                      | 2009-08-21          |
| TELEKOMUNIKACJA POLSKA   | Kupuj               | 19,40                | 2009-07-31          |
| TRAKCJA POLSKA           | Kupuj               | 4,80                 | 2009-08-14          |
| TVN                      | Trzymaj             | 16,00                | 2009-08-25          |
| ULMA CONSTRUCCION POLSKA | Akumuluj            | 58,80                | 2009-08-14          |
| UNIBEP                   | Trzymaj             | 6,10                 | 2009-08-14          |
| WSiP                     | Kupuj               | 17,80                | 2009-08-04          |
| ZA PUŁAWY                | Trzymaj             | 82,70                | 2009-05-28          |

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /02.09.2009/**

|                                   | Cena   | P/E         |             |             | ROE        |            |            | P/BV       |            |            | D/Y         |             |             |
|-----------------------------------|--------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                                   |        | 2008        | 2009        | 2010        | 2008       | 2009       | 2010       | 2008       | 2009       | 2010       | 2008        | 2009        | 2010        |
| <b>POLSKIE BANKI</b>              |        |             |             |             |            |            |            |            |            |            |             |             |             |
| BZ WBK                            | 125,1  | 10,7        | 14,1        | 12,5        | 18%        | 12%        | 12%        | 1,8        | 1,6        | 1,4        | 2,4%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Handlowy                          | 60,0   | 13,1        | 22,0        | 19,0        | 11%        | 6%         | 7%         | 1,4        | 1,3        | 1,3        | 7,9%        | 0,0%        | 3,2%        |
| ING BSK                           | 510,0  | 14,9        | 12,5        | 12,5        | 11%        | 12%        | 11%        | 1,6        | 1,4        | 1,3        | 2,3%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Kredyt Bank                       | 10,5   | 8,8         | 97,0        | 24,6        | 13%        | 1%         | 4%         | 1,1        | 1,1        | 1,0        | 5,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Millennium                        | 4,4    | 9,0         | 89,5        | 15,6        | 16%        | 1%         | 8%         | 1,3        | 1,3        | 1,2        | 4,3%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Noble Bank                        | 5,0    | 7,0         | 16,7        | 14,8        | 26%        | 9%         | 9%         | 1,6        | 1,4        | 1,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Pekao                             | 138,0  | 10,2        | 15,7        | 13,6        | 23%        | 13%        | 14%        | 2,3        | 2,0        | 1,8        | 7,0%        | 0,0%        | 3,2%        |
| PKO BP                            | 33,3   | 10,7        | 20,7        | 17,4        | 24%        | 12%        | 12%        | 2,4        | 2,2        | 2,1        | 3,3%        | 4,5%        | 3,5%        |
| Maksimum                          |        | 14,9        | 97,0        | 24,6        | 26%        | 13%        | 14%        | 2,4        | 2,2        | 2,1        | 7,9%        | 4,5%        | 3,5%        |
| Minimum                           |        | 7,0         | 12,5        | 12,5        | 11%        | 1%         | 4%         | 1,1        | 1,1        | 1,0        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>10,5</b> | <b>18,7</b> | <b>15,2</b> | <b>17%</b> | <b>10%</b> | <b>10%</b> | <b>1,6</b> | <b>1,4</b> | <b>1,3</b> | <b>3,8%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |
| <b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b> |        |             |             |             |            |            |            |            |            |            |             |             |             |
| AIB                               | 2,4    | 2,8         | -           | -           | 7%         | -          | -          | 0,2        | 0,3        | 0,3        | 13,7%       | 0,0%        | 0,0%        |
| BCP                               | 0,9    | 9,4         | 10,1        | 9,0         | 7%         | 7%         | 8%         | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 3,0%        | 4,3%        | 4,7%        |
| Commerzbank                       | 6,6    | 49,3        | -           | -           | 3%         | -          | -          | 0,3        | 0,4        | 0,4        | 0,0%        | 0,0%        | 2,1%        |
| ING                               | 9,8    | -           | 12,5        | 6,3         | 3%         | 7%         | 12%        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 7,3%        | 2,1%        | 4,4%        |
| KBC                               | 23,7   | -           | 8,2         | 6,2         | -          | 6%         | 9%         | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 7,5%        | 5,0%        | 5,7%        |
| UCI                               | 2,4    | 8,4         | 16,0        | 13,6        | 7%         | 5%         | 5%         | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 1,7%        | 1,8%        | 2,8%        |
| Maksimum                          |        | 49,3        | 16,0        | 13,6        | 7%         | 7%         | 12%        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 13,7%       | 5,0%        | 5,7%        |
| Minimum                           |        | 2,8         | 8,2         | 6,2         | 3%         | 5%         | 5%         | 0,2        | 0,3        | 0,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>8,9</b>  | <b>11,3</b> | <b>7,6</b>  | <b>7%</b>  | <b>7%</b>  | <b>9%</b>  | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>5,1%</b> | <b>1,9%</b> | <b>3,6%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE BANKI</b>          |        |             |             |             |            |            |            |            |            |            |             |             |             |
| BEP                               | 7,2    | 8,0         | 11,8        | 12,3        | 18%        | 12%        | 11%        | 1,3        | 1,2        | 1,2        | 6,6%        | 4,3%        | 4,2%        |
| Deutsche Bank                     | 45,9   | -           | 12,8        | 9,5         | -          | 8%         | 9%         | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 1,7%        | 2,2%        | 3,4%        |
| Erste Bank                        | 27,3   | 8,1         | 14,1        | 12,0        | 13%        | 6%         | 33%        | 0,9        | 0,9        | 0,8        | 2,3%        | 1,3%        | 1,4%        |
| Komercni B.                       | 3201,0 | 9,5         | 12,4        | 12,1        | 24%        | 17%        | 17%        | 2,2        | 1,9        | 1,8        | 6,0%        | 4,4%        | 4,7%        |
| OTP                               | 4601,0 | 5,2         | 10,2        | 8,4         | 25%        | 11%        | 11%        | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 3,1%        | 2,0%        | 2,4%        |
| Santander                         | 10,2   | 8,0         | 10,9        | 10,5        | 16%        | 13%        | 11%        | 1,3        | 1,3        | 1,2        | 6,4%        | 5,2%        | 5,1%        |
| Turkiye Garanti B.                | 5,6    | 12,8        | 13,6        | 11,5        | 23%        | 17%        | 17%        | 2,6        | 2,1        | 1,8        | 0,7%        | 0,5%        | 1,4%        |
| Turkiye Halk B.                   | 8,3    | 8,8         | 9,9         | 8,6         | 26%        | 21%        | 21%        | 2,2        | 2,0        | 1,7        | 5,9%        | 4,9%        | 5,0%        |
| Sbierbank                         | 1,5    | 9,4         | 30,1        | 14,6        | 16%        | 8%         | 9%         | 1,4        | 1,4        | 1,3        | 0,9%        | 0,6%        | 0,7%        |
| VTB Bank                          | 2,7    | 530,0       | -           | 61,6        | 0,3%       | -          | 0,8%       | 0,6        | 0,8        | 0,8        | 1,3%        | 0,3%        | 0,6%        |
| Maksimum                          |        | 530,0       | 30,1        | 61,6        | 26%        | 21%        | 33%        | 2,6        | 2,1        | 1,8        | 6,6%        | 5,2%        | 5,1%        |
| Minimum                           |        | 5,2         | 9,9         | 8,4         | 0,3%       | 6%         | 0,8%       | 0,6        | 0,8        | 0,8        | 0,7%        | 0,3%        | 0,6%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>8,8</b>  | <b>12,4</b> | <b>11,8</b> | <b>18%</b> | <b>12%</b> | <b>11%</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>2,7%</b> | <b>2,1%</b> | <b>2,9%</b> |

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

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

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


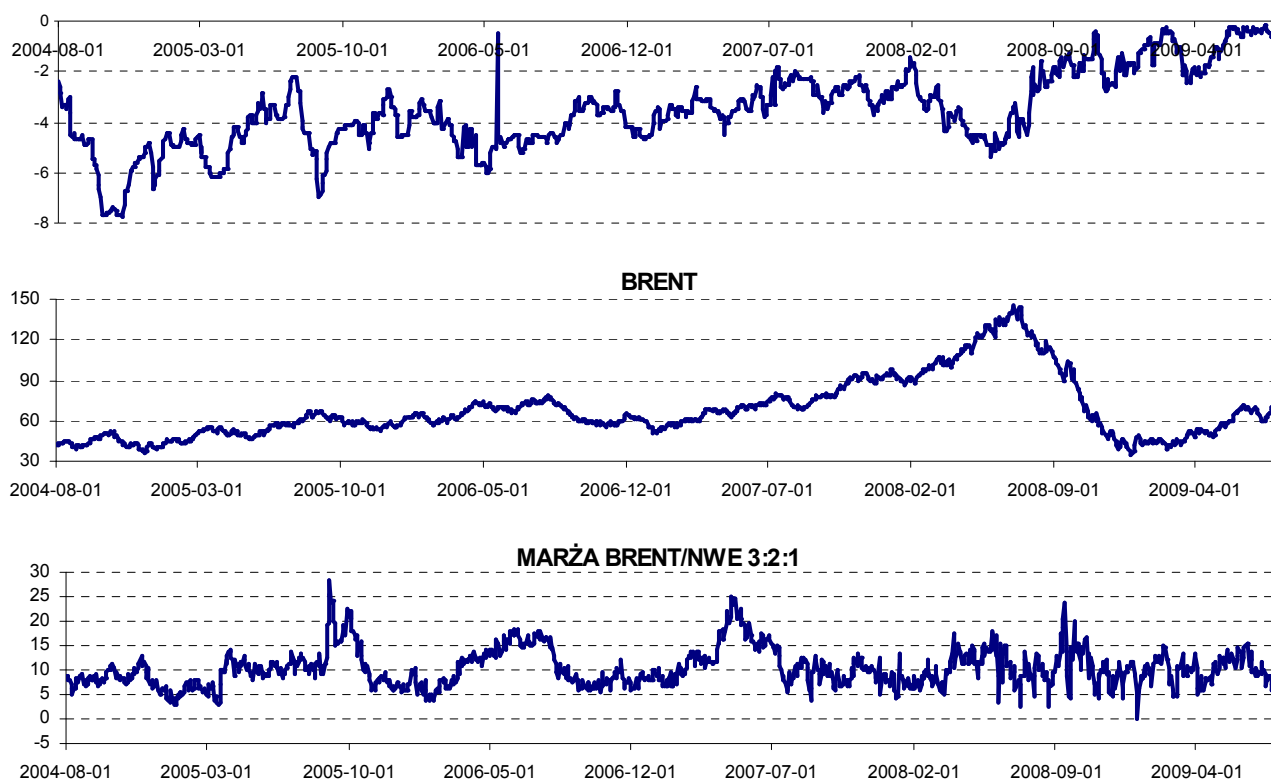
Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek rafineryjno-gazowych /02.09.2009/**

|                           | Cena    | EV/EBITDA   |            |            | EV/S       |            |            | P/E        |             |             | marża EBITDA |            |            | D/Y         |             |             |
|---------------------------|---------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |         | 2008        | 2009       | 2010       | 2008       | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        | 2008         | 2009       | 2010       | 2008        | 2009        | 2010        |
| <b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b> |         |             |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Lotos                     | 24,1    | 37,5        | 11,0       | 8,6        | 0,4        | 0,7        | 0,5        | -          | 8,2         | 6,1         | 1%           | 6%         | 6%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| PKN Orlen                 | 27,7    | 30,5        | 5,9        | 5,9        | 0,3        | 0,4        | 0,4        | -          | 7,4         | 6,7         | 1%           | 7%         | 7%         | 5,8%        | 0,0%        | 0,0%        |
| MOL med.                  | 13750,0 | 5,0         | 5,2        | 4,6        | 0,6        | 0,8        | 0,7        | 6,4        | 12,6        | 8,2         | 12%          | 16%        | 16%        | 4,3%        | 2,6%        | 3,7%        |
| OMV med.                  | 27,0    | 3,0         | 4,3        | 3,5        | 0,5        | 0,7        | 0,6        | 4,3        | 9,0         | 6,7         | 16%          | 15%        | 17%        | 4,6%        | 3,6%        | 3,9%        |
| Hellenic Petroleum*       | 7,5     | 6,5         | 8,1        | 7,7        | 0,3        | 0,5        | 0,5        | 9,2        | 12,1        | 11,2        | 5%           | 6%         | 6%         | 5,5%        | 5,2%        | 6,1%        |
| Tupras*                   | 21,7    | 3,1         | 4,7        | 4,2        | 0,2        | 0,3        | 0,2        | 6,3        | 8,4         | 6,3         | 5%           | 5%         | 5%         | 17,2%       | 9,8%        | 10,6%       |
| Unipetrol*                | 126,5   | 4,1         | 4,0        | 3,6        | 0,2        | 0,3        | 0,3        | 23,9       | 13,9        | 10,9        | 6%           | 8%         | 8%         | 10,6%       | 4,0%        | 3,8%        |
| Maksimum                  |         | 37,5        | 11,0       | 8,6        | 0,6        | 0,8        | 0,7        | 6,4        | 12,6        | 8,2         | 16%          | 16%        | 17%        | 6%          | 4%          | 4%          |
| Minimum                   |         | 3,0         | 4,3        | 3,5        | 0,3        | 0,4        | 0,4        | 4,3        | 7,4         | 6,1         | 1%           | 6%         | 6%         | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Mediana</b>            |         | <b>17,8</b> | <b>5,6</b> | <b>5,2</b> | <b>0,4</b> | <b>0,7</b> | <b>0,5</b> | <b>5,3</b> | <b>8,6</b>  | <b>6,7</b>  | <b>6%</b>    | <b>11%</b> | <b>11%</b> | <b>4%</b>   | <b>1%</b>   | <b>2%</b>   |
| <b>SPÓŁKI GAZOWE</b>      |         |             |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |             |             |             |
| PGNiG                     | 3,8     | 9,5         | 7,8        | 6,2        | 1,2        | 1,2        | 1,2        | 24,5       | 20,0        | 14,5        | 12%          | 15%        | 20%        | 5,1%        | 2,5%        | 4,5%        |
| Gazprom                   | 169,0   | 2,8         | 4,3        | 4,2        | 1,2        | 1,6        | 1,5        | 3,7        | 5,8         | 5,3         | 45%          | 38%        | 36%        | 2,0%        | 1,5%        | 1,7%        |
| GDF Suez                  | 29,3    | 4,8         | 4,6        | 4,3        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 11,3       | 12,5        | 11,4        | 17%          | 17%        | 18%        | 6,7%        | 5,5%        | 5,6%        |
| Gas Natural SDG           | 14,1    | 4,0         | 2,7        | 2,4        | 0,8        | 0,6        | 0,6        | 7,1        | 8,9         | 8,5         | 21%          | 23%        | 23%        | 7,7%        | 6,0%        | 6,4%        |
| Maksimum                  |         | 9,5         | 7,8        | 6,2        | 1,2        | 1,6        | 1,5        | 24,5       | 20,0        | 14,5        | 45%          | 38%        | 36%        | 7,7%        | 6,0%        | 6,4%        |
| Minimum                   |         | 2,8         | 2,7        | 2,4        | 0,8        | 0,6        | 0,6        | 3,7        | 5,8         | 5,3         | 12%          | 15%        | 18%        | 2,0%        | 1,5%        | 1,7%        |
| <b>Mediana</b>            |         | <b>4,4</b>  | <b>4,5</b> | <b>4,2</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>9,2</b> | <b>10,7</b> | <b>10,0</b> | <b>19%</b>   | <b>20%</b> | <b>22%</b> | <b>5,9%</b> | <b>4,0%</b> | <b>5,1%</b> |

\* spółki nie uwzględnione w maksimum, minimum i medianie

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

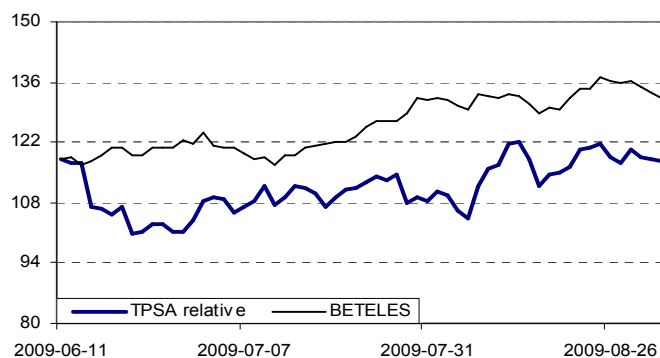
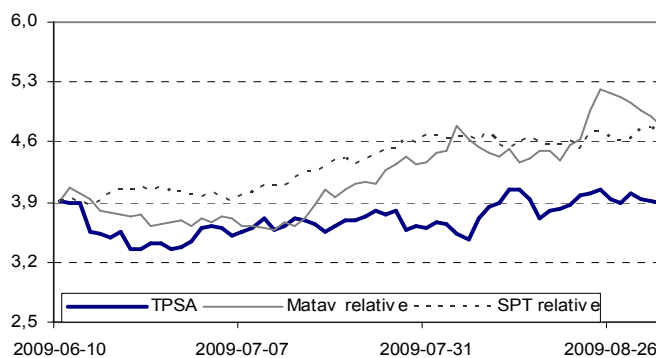
**Sektor paliwowy**


Źródło: Bloomberg

**Wycena europejskich operatorów narodowych /02.09.2009/**

| Cena  | EV/EBITDA |            |            | EV/S       |            |            | P/E        |             |             | marża EBITDA |            |            | D/Y        |             |             |             |
|---|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|   | 2008      | 2009       | 2010       | 2008       | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        | 2008         | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        |             |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>                         |           |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| Netia   | 3,9       | 7,8        | 5,0        | 4,6        | 1,2        | 0,9        | 0,9        | 6,6         | -           | -            | 15%        | 18%        | 19%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| TPSA  | 16,2      | 3,6        | 4,1        | 3,8        | 1,5        | 1,6        | 1,5        | 10,1        | 13,7        | 11,8         | 42%        | 39%        | 40%        | 10,5%       | 9,3%        | 8,8%        |
| Maksimum                                      |           | 7,8        | 5,0        | 4,6        | 1,5        | 1,6        | 1,5        | 10,1        | 13,7        | 11,8         | 42%        | 39%        | 40%        | 11%         | 9%          | 9%          |
| Minimum                                       |           | 3,6        | 4,1        | 3,8        | 1,2        | 0,9        | 0,9        | 6,6         | 13,7        | 11,8         | 15%        | 18%        | 19%        | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Mediana</b>                                |           | <b>5,7</b> | <b>4,5</b> | <b>4,2</b> | <b>1,4</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>8,4</b>  | <b>13,7</b> | <b>11,8</b>  | <b>29%</b> | <b>29%</b> | <b>30%</b> | <b>5%</b>   | <b>5%</b>   | <b>4%</b>   |
| <b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>    |           |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| Belgacom                                      | 26,4      | 5,2        | 5,3        | 5,4        | 1,7        | 1,7        | 1,7        | 10,1        | 10,8        | 11,0         | 33%        | 32%        | 32%        | 7,7%        | 7,6%        | 7,6%        |
| Cesky Telecom                                 | 493,0     | 5,7        | 5,9        | 5,9        | 2,5        | 2,5        | 2,5        | 14,0        | 13,6        | 12,9         | 44%        | 43%        | 43%        | 10,1%       | 9,7%        | 8,8%        |
| Hellenic Telekom                              | 10,5      | 4,6        | 4,6        | 4,6        | 1,6        | 1,7        | 1,7        | 8,2         | 7,8         | 7,3          | 35%        | 37%        | 37%        | 7,4%        | 7,6%        | 8,2%        |
| Matav   | 750,0     | 4,3        | 4,4        | 4,5        | 1,7        | 1,7        | 1,7        | 9,2         | 9,4         | 9,5          | 39%        | 39%        | 39%        | 10,2%       | 10,0%       | 10,1%       |
| Portugal Telecom                              | 7,0       | 5,1        | 5,2        | 5,1        | 1,8        | 1,9        | 1,8        | 11,5        | 11,7        | 10,7         | 36%        | 36%        | 36%        | 8,2%        | 7,4%        | 7,5%        |
| Telecom Austria                               | 11,8      | 6,8        | 5,1        | 5,1        | 1,8        | 1,9        | 1,9        | 12,3        | 12,0        | 10,7         | 27%        | 37%        | 37%        | 6,4%        | 6,4%        | 6,5%        |
| Maksimum                                      |           | 6,8        | 5,9        | 5,9        | 2,5        | 2,5        | 2,5        | 14,0        | 13,6        | 12,9         | 44%        | 43%        | 43%        | 10,2%       | 10,0%       | 10,1%       |
| Minimum                                       |           | 4,3        | 4,4        | 4,5        | 1,6        | 1,7        | 1,7        | 8,2         | 7,8         | 7,3          | 27%        | 32%        | 32%        | 6,4%        | 6,4%        | 6,5%        |
| <b>Mediana</b>                                |           | <b>5,1</b> | <b>5,1</b> | <b>5,1</b> | <b>1,8</b> | <b>1,8</b> | <b>1,8</b> | <b>10,8</b> | <b>11,2</b> | <b>10,7</b>  | <b>36%</b> | <b>37%</b> | <b>37%</b> | <b>8,0%</b> | <b>7,6%</b> | <b>7,9%</b> |
| <b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b> |           |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| BT  | 1,3       | 2,9        | 3,4        | 3,2        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 5,6         | 9,4         | 9,7          | 28%        | 23%        | 25%        | 12,0%       | 6,1%        | 5,5%        |
| DT  | 9,1       | 4,2        | 4,1        | 4,1        | 1,3        | 1,3        | 1,3        | 12,6        | 12,3        | 12,1         | 31%        | 31%        | 31%        | 8,7%        | 8,5%        | 8,7%        |
| FT  | 17,6      | 4,6        | 4,8        | 4,8        | 1,6        | 1,7        | 1,7        | 8,7         | 9,1         | 8,9          | 36%        | 35%        | 35%        | 7,9%        | 8,2%        | 8,4%        |
| KPN   | 10,6      | 5,9        | 5,8        | 5,5        | 2,0        | 2,1        | 2,1        | 13,0        | 11,8        | 10,1         | 35%        | 36%        | 37%        | 5,7%        | 6,5%        | 7,4%        |
| Sw isscom                                     | 363,0     | 6,4        | 6,6        | 6,6        | 2,5        | 2,6        | 2,6        | 10,9        | 10,3        | 10,3         | 39%        | 39%        | 39%        | 5,8%        | 6,2%        | 6,6%        |
| TELEFONICA                                    | 17,2      | 5,8        | 5,9        | 5,8        | 2,3        | 2,3        | 2,3        | 10,8        | 10,2        | 9,5          | 39%        | 39%        | 39%        | 5,8%        | 6,7%        | 7,3%        |
| TeliaSonera                                   | 44,7      | 7,8        | 7,1        | 6,8        | 2,4        | 2,2        | 2,2        | 11,0        | 10,5        | 9,9          | 31%        | 31%        | 32%        | 4,6%        | 4,4%        | 4,9%        |
| TI  | 1,1       | 5,2        | 5,2        | 5,2        | 2,0        | 2,0        | 2,0        | 10,1        | 11,0        | 10,4         | 38%        | 39%        | 39%        | 5,5%        | 4,7%        | 4,8%        |
| Maksimum                                      |           | 7,8        | 7,1        | 6,8        | 2,5        | 2,6        | 2,6        | 13,0        | 12,3        | 12,1         | 39%        | 39%        | 39%        | 12,0%       | 8,5%        | 8,7%        |
| Minimum                                       |           | 2,9        | 3,4        | 3,2        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 5,6         | 9,1         | 8,9          | 28%        | 23%        | 25%        | 4,6%        | 4,4%        | 4,8%        |
| <b>Mediana</b>                                |           | <b>5,5</b> | <b>5,5</b> | <b>5,4</b> | <b>2,0</b> | <b>2,1</b> | <b>2,0</b> | <b>10,9</b> | <b>10,4</b> | <b>10,0</b>  | <b>35%</b> | <b>36%</b> | <b>36%</b> | <b>5,8%</b> | <b>6,4%</b> | <b>6,9%</b> |

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

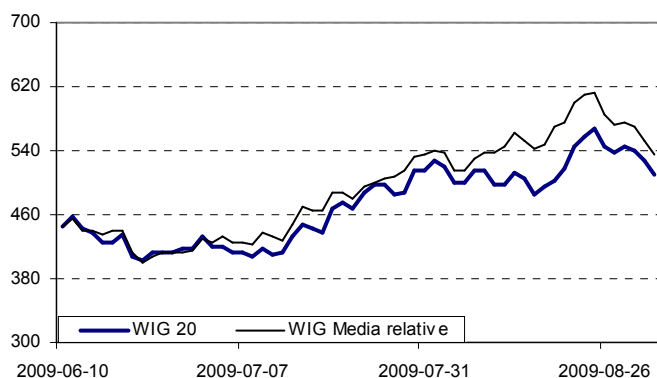
**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)**

**Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**


Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek mediowych /02.09.2009/**

| Cena                  | EV/EBITDA |            |             | EV/S       |            |            | P/E        |             |             | marża EBITDA |            |            | D/Y        |             |             |             |
|-----------------------|-----------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                       | 2008      | 2009       | 2010        | 2008       | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        | 2008         | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        |             |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b> |           |            |             |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| AGORA                 | 21,9      | 8,5        | 8,3         | 6,1        | 0,9        | 0,9        | 0,8        | 51,4        | 33,8        | 18,5         | 10%        | 11%        | 14%        | 0,0%        | 1,5%        | 2,7%        |
| CYFROWY POLSAT        | 15,3      | 11,3       | 9,8         | 7,6        | 3,5        | 2,8        | 2,6        | 15,2        | 13,9        | 10,8         | 31%        | 29%        | 34%        | 0,9%        | 4,3%        | 4,8%        |
| TVN                   | 13,5      | 8,1        | 11,0        | 11,0       | 3,0        | 3,2        | 2,8        | 13,0        | 14,6        | 17,5         | 37%        | 29%        | 26%        | 2,6%        | 4,3%        | 3,4%        |
| <b>DZIENNIKI</b>      |           |            |             |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| Daily Mail            | 3,8       | 6,4        | 7,5         | 7,5        | 1,1        | 1,1        | 1,1        | 8,1         | 10,8        | 10,6         | 17%        | 15%        | 15%        | 4,1%        | 3,6%        | 3,6%        |
| Gruppo Editorial      | 1,4       | 5,4        | 8,7         | 7,8        | 0,8        | 0,9        | 0,9        | 11,8        | 34,4        | 26,1         | 16%        | 11%        | 12%        | 0,0%        | 0,6%        | 2,3%        |
| Mcclatchy             | 1,8       | 6,6        | 10,9        | 12,7       | 1,4        | 1,7        | 1,9        | 2,8         | -           | -            | 21%        | 15%        | 15%        | 33,4%       | 5,1%        | -           |
| New York Times        | 7,1       | 5,9        | 9,2         | 8,4        | 0,7        | 0,8        | 0,8        | 10,3        | -           | 61,4         | 11%        | 8%         | 10%        | 10,5%       | 0,0%        | 0,0%        |
| SPIR Comm             | 17,2      | 2,7        | 3,7         | 3,6        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 7,0         | 11,1        | 8,6          | 10%        | 8%         | 8%         | 11,3%       | 8,9%        | 9,5%        |
| Trinity Mirror        | 1,3       | 3,8        | 5,2         | 5,2        | 0,8        | 0,9        | 0,9        | 4,0         | 7,6         | 7,4          | 20%        | 17%        | 17%        | 4,3%        | 0,2%        | 0,2%        |
| Washington Post       | 435,1     | -          | -           | -          | -          | -          | -          | 15,9        | 26,4        | 16,4         | -          | -          | -          | -           | -           | -           |
| Maksimum              |           | 6,6        | 10,9        | 12,7       | 1,4        | 1,7        | 1,9        | 15,9        | 34,4        | 61,4         | 21%        | 17%        | 17%        | 33,4%       | 8,9%        | 9,5%        |
| Minimum               |           | 2,7        | 3,7         | 3,6        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 2,8         | 7,6         | 7,4          | 10%        | 8%         | 8%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>        |           | <b>5,7</b> | <b>8,1</b>  | <b>7,6</b> | <b>0,8</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>8,1</b>  | <b>11,1</b> | <b>13,5</b>  | <b>16%</b> | <b>13%</b> | <b>13%</b> | <b>7,4%</b> | <b>2,1%</b> | <b>2,3%</b> |
| <b>TV</b>             |           |            |             |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| Antena 3 Televis      | 6,9       | 8,7        | 19,8        | 15,6       | 1,8        | 2,2        | 2,1        | 15,1        | 35,9        | 26,2         | 21%        | 11%        | 14%        | 6,4%        | 2,6%        | 2,9%        |
| BSkyB PLC             | 5,4       | 11,1       | 10,0        | 8,9        | 2,2        | 2,1        | 1,9        | 21,0        | 20,5        | 16,5         | 20%        | 20%        | 22%        | 3,1%        | 3,2%        | 3,5%        |
| Canal Plus            | 5,4       | 5,7        | 5,6         | 5,4        | 0,3        | 0,3        | 0,2        | 14,5        | 14,3        | 13,7         | 5%         | 5%         | 4%         | 4,7%        | 4,9%        | 5,1%        |
| ITV PLC               | 0,4       | 9,7        | 14,3        | 12,2       | 1,2        | 1,4        | 1,4        | 17,1        | 63,7        | 37,1         | 13%        | 10%        | 11%        | 2,7%        | 0,7%        | 0,4%        |
| M6-Metropole Tel      | 15,7      | 7,8        | 8,0         | 8,0        | 1,4        | 1,5        | 1,5        | 16,1        | 16,7        | 16,4         | 18%        | 19%        | 18%        | 5,5%        | 5,0%        | 5,0%        |
| Mediaset SPA          | 4,5       | 3,6        | 4,7         | 4,5        | 1,3        | 1,4        | 1,4        | 11,6        | 16,8        | 16,2         | 36%        | 30%        | 30%        | 8,4%        | 6,1%        | 6,2%        |
| TF1-TV Francaise      | 10,8      | 8,9        | 24,6        | 26,1       | 1,1        | 1,3        | 1,2        | 16,2        | -           | -            | 12%        | 5%         | 5%         | 6,9%        | 2,7%        | 2,0%        |
| Maksimum              |           | 11,1       | 24,6        | 26,1       | 2,2        | 2,2        | 2,1        | 21,0        | 63,7        | 37,1         | 36%        | 30%        | 30%        | 8,4%        | 6,1%        | 6,2%        |
| Minimum               |           | 3,6        | 4,7         | 4,5        | 0,3        | 0,3        | 0,2        | 11,6        | 14,3        | 13,7         | 5%         | 5%         | 4%         | 2,7%        | 0,7%        | 0,4%        |
| <b>Mediana</b>        |           | <b>8,7</b> | <b>10,0</b> | <b>8,9</b> | <b>1,3</b> | <b>1,4</b> | <b>1,4</b> | <b>16,1</b> | <b>18,7</b> | <b>16,4</b>  | <b>18%</b> | <b>11%</b> | <b>14%</b> | <b>5,5%</b> | <b>3,2%</b> | <b>3,5%</b> |

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

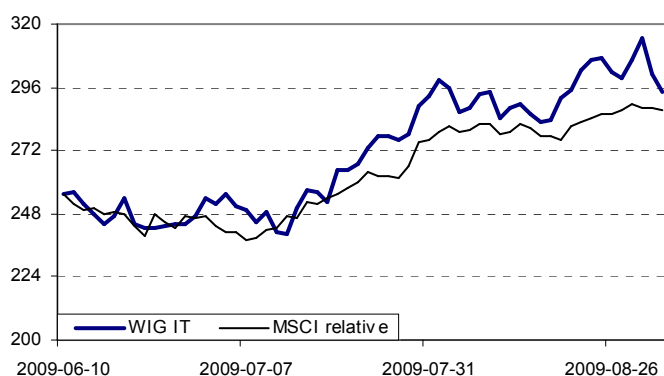
**Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)**


Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek IT /02.09.2009/**

| Cena                      | EV/EBITDA |            |            | EV/S       |            |            | P/E        |             |             | marża EBITDA |            |            | D/Y        |             |             |             |
|---------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           | 2008      | 2009       | 2010       | 2008       | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        | 2008         | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        |             |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |           |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| AB                        | 11,9      | 4,4        | 9,0        | 6,8        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 6,8         | 9,5         | 8,0          | 3%         | 1%         | 2%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| ACTION                    | 12,3      | 5,4        | 5,4        | 6,8        | 0,2        | 0,1        | 0,1        | 6,2         | 8,3         | 8,7          | 3%         | 2%         | 2%         | 2,1%        | 11,2%       | 2,4%        |
| ASBIS                     | 3,3       | 4,4        | 7,4        | 4,4        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 15,6        | -           | 9,6          | 1%         | 1%         | 1%         | 14,3%       | 0,0%        | 0,0%        |
| ASSECO POLAND             | 60,5      | 8,1        | 8,4        | 7,5        | 1,7        | 1,7        | 1,5        | 14,6        | 15,2        | 13,5         | 21%        | 20%        | 20%        | 1,7%        | 2,0%        | 2,2%        |
| KOMPUTRONIK               | 12,9      | 11,4       | 16,8       | 11,1       | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 18,7        | 25,8        | 11,1         | 1%         | 1%         | 2%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| SYGNITY                   | 14,4      | 3,3        | 2,6        | 2,4        | 0,2        | 0,2        | 0,1        | -           | 40,0        | 21,0         | 6%         | 6%         | 6%         | -           | 0,8%        | 1,4%        |
| <b>Maksimum</b>           |           | 11,4       | 16,8       | 11,1       | 1,7        | 1,7        | 1,5        | 18,7        | 40,0        | 21,0         | 21%        | 20%        | 20%        | 14,3%       | 11,2%       | 2,4%        |
| <b>Minimum</b>            |           | 3,3        | 2,6        | 2,4        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 6,2         | 8,3         | 8,0          | 1%         | 1%         | 1%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>            |           | <b>4,9</b> | <b>7,9</b> | <b>6,8</b> | <b>0,2</b> | <b>0,1</b> | <b>0,1</b> | <b>14,6</b> | <b>15,2</b> | <b>10,4</b>  | <b>3%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>1,7%</b> | <b>0,4%</b> | <b>0,7%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |           |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| Accenture                 | 33,3      | 5,3        | 5,3        | 5,3        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 12,6        | 12,8        | 12,4         | 15%        | 16%        | 16%        | 1,2%        | 1,4%        | 1,4%        |
| Atos Origin               | 33,5      | 5,5        | 6,4        | 5,8        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 14,3        | 17,2        | 13,9         | 9%         | 8%         | 9%         | 1,3%        | 0,3%        | 0,6%        |
| CapGemini                 | 32,9      | 4,2        | 5,2        | 4,9        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 9,7         | 13,4        | 12,6         | 10%        | 8%         | 9%         | 3,4%        | 2,4%        | 2,6%        |
| IBM                       | 116,1     | 7,8        | 8,2        | 7,7        | 1,6        | 1,8        | 1,8        | 13,3        | 12,7        | 11,7         | 21%        | 22%        | 23%        | 1,6%        | 1,7%        | 1,8%        |
| Indra Sistemas            | 16,4      | 9,2        | 8,8        | 8,4        | 1,2        | 1,1        | 1,1        | 14,7        | 13,8        | 13,1         | 13%        | 13%        | 13%        | 3,5%        | 3,9%        | 4,1%        |
| LogicaCMG                 | 1,1       | 7,4        | 7,5        | 7,3        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 10,1        | 11,3        | 10,8         | 9%         | 8%         | 8%         | 2,7%        | 2,7%        | 2,9%        |
| Microsoft                 | 23,9      | 7,1        | 7,9        | 7,6        | 3,1        | 3,1        | 3,1        | 12,7        | 13,9        | 13,0         | 44%        | 39%        | 40%        | 1,8%        | 2,1%        | 2,1%        |
| Oracle                    | 21,8      | 10,7       | 9,5        | 9,6        | 4,8        | 4,6        | 4,6        | 17,1        | 15,3        | 14,6         | 45%        | 49%        | 48%        | 0,0%        | 0,1%        | 0,3%        |
| SAP                       | 34,1      | 11,6       | 11,2       | 10,0       | 3,3        | 3,4        | 3,2        | 19,1        | 19,3        | 16,8         | 28%        | 30%        | 32%        | 1,5%        | 1,5%        | 1,7%        |
| TietoEnator               | 12,3      | 5,4        | 7,1        | 5,7        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 9,5         | 14,2        | 11,2         | 10%        | 9%         | 11%        | 4,2%        | 3,1%        | 4,4%        |
| <b>Maksimum</b>           |           | 11,6       | 11,2       | 10,0       | 4,8        | 4,6        | 4,6        | 19,1        | 19,3        | 16,8         | 45%        | 49%        | 48%        | 4,2%        | 3,9%        | 4,4%        |
| <b>Minimum</b>            |           | 4,2        | 5,2        | 4,9        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 9,5         | 11,3        | 10,8         | 9%         | 8%         | 8%         | 0,0%        | 0,1%        | 0,3%        |
| <b>Mediana</b>            |           | <b>7,3</b> | <b>7,7</b> | <b>7,4</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>13,0</b> | <b>13,9</b> | <b>12,8</b>  | <b>14%</b> | <b>14%</b> | <b>14%</b> | <b>1,7%</b> | <b>1,9%</b> | <b>1,9%</b> |

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

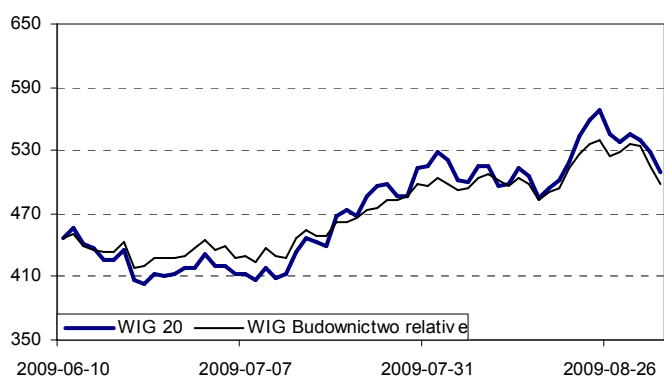
**Indeks WIG IT na tle MSCI**


Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek budowlanych /02.09.2009/**

|                           | Cena  | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         | marża EBITDA |             |           | D/Y       |           |             |             |             |
|---------------------------|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|
|                           |       | 2008       | 2009       | 2010       | 2008       | 2009       | 2010       |             | 2008         | 2009        | 2010      | 2008      | 2009      | 2010        |             |             |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |       |            |            |            |            |            |            |             |              |             |           |           |           |             |             |             |
| Budimex                   | 70,0  | 10,8       | 8,3        | 9,3        | 0,4        | 0,5        | 0,4        | 17,1        | 11,3         | 13,3        | 4%        | 6%        | 4%        | 0,0%        | 8,3%        | 0,0%        |
| Elektrobudowa             | 179,0 | 9,7        | 11,0       | 12,4       | 0,9        | 1,0        | 0,9        | 14,1        | 16,2         | 17,9        | 10%       | 9%        | 8%        | 1,4%        | 2,0%        | 1,8%        |
| Erbud                     | 48,0  | 8,3        | 9,0        | 8,7        | 0,6        | 0,6        | 0,5        | 58,1        | 14,9         | 14,2        | 7%        | 6%        | 5%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Mostostal Warszawa        | 73,5  | 9,6        | 6,9        | 8,2        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 19,5        | 13,0         | 14,6        | 6%        | 7%        | 6%        | 0,0%        | 2,6%        | 3,8%        |
| PBG                       | 216,5 | 13,9       | 10,0       | 8,0        | 1,8        | 1,2        | 0,9        | 18,4        | 14,4         | 12,7        | 13%       | 12%       | 11%       | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Polimex Mostostal         | 4,0   | 8,3        | 7,6        | 7,6        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 16,0        | 12,1         | 13,9        | 7%        | 7%        | 7%        | 0,2%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Rafako                    | 9,6   | 5,5        | 6,6        | 4,8        | 0,4        | 0,4        | 0,3        | -           | 17,7         | 11,9        | 7%        | 6%        | 6%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Trakcja Polska            | 3,9   | 5,0        | 4,4        | 5,5        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 11,4        | 9,6          | 12,4        | 8%        | 9%        | 7%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Ulma Construccion         | 58,6  | 4,7        | 6,2        | 5,0        | 2,0        | 2,4        | 2,0        | 11,9        | 64,8         | 19,4        | 43%       | 38%       | 41%       | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Unibep                    | 5,7   | 4,1        | 7,7        | 7,0        | 0,3        | 0,4        | 0,3        | 7,0         | 10,6         | 12,5        | 7%        | 5%        | 4%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Maksimum                  |       | 13,9       | 11,0       | 12,4       | 2,0        | 2,4        | 2,0        | 58,1        | 64,8         | 19,4        | 43%       | 38%       | 41%       | 1,4%        | 8,3%        | 3,8%        |
| Minimum                   |       | 4,1        | 4,4        | 4,8        | 0,3        | 0,4        | 0,3        | 7,0         | 9,6          | 11,9        | 4%        | 5%        | 4%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>8,3</b> | <b>7,7</b> | <b>7,8</b> | <b>0,6</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>16,0</b> | <b>13,7</b>  | <b>13,6</b> | <b>7%</b> | <b>7%</b> | <b>7%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |       |            |            |            |            |            |            |             |              |             |           |           |           |             |             |             |
| Acciona                   | 89,5  | 7,0        | 16,9       | 13,5       | 1,6        | 2,8        | 2,6        | 11,5        | 8,3          | 20,7        | 23%       | 17%       | 19%       | 3,7%        | 3,5%        | 3,1%        |
| AMEC                      | 7,3   | 9,8        | 7,9        | 7,4        | 0,7        | 0,7        | 0,6        | 17,6        | 15,5         | 14,2        | 7%        | 8%        | 9%        | 2,0%        | 2,3%        | 2,5%        |
| Bilfinger                 | 42,5  | 3,4        | 3,5        | 3,6        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 8,7         | 10,4         | 10,7        | 4%        | 4%        | 4%        | 4,9%        | 4,3%        | 4,1%        |
| Ferrovial                 | 24,2  | 12,9       | 13,3       | 12,7       | 2,6        | 2,7        | 2,6        | -           | 67,3         | 26,9        | 20%       | 20%       | 21%       | 4,9%        | 5,8%        | 5,8%        |
| Hochtief                  | 49,8  | 5,2        | 5,0        | 4,8        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 21,9        | 20,5         | 19,5        | 4%        | 4%        | 4%        | 2,8%        | 2,9%        | 2,9%        |
| NCC                       | 86,0  | 3,2        | 5,5        | 6,0        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 5,3         | 12,7         | 14,1        | 5%        | 4%        | 4%        | 5,8%        | 3,7%        | 3,6%        |
| Skanska                   | 99,5  | 5,1        | 6,3        | 6,7        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 11,8        | 17,2         | 18,3        | 4%        | 4%        | 4%        | 5,3%        | 5,0%        | 5,0%        |
| Vinci                     | 36,8  | 7,1        | 7,3        | 7,4        | 1,0        | 1,0        | 1,1        | 11,4        | 12,3         | 12,9        | 15%       | 14%       | 14%       | 4,4%        | 4,2%        | 4,2%        |
| Maksimum                  |       | 12,9       | 16,9       | 13,5       | 2,6        | 2,8        | 2,6        | 21,9        | 67,3         | 26,9        | 23%       | 20%       | 21%       | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        |
| Minimum                   |       | 3,2        | 3,5        | 3,6        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 5,3         | 8,3          | 10,7        | 4%        | 4%        | 4%        | 2,0%        | 2,3%        | 2,5%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>6,1</b> | <b>6,8</b> | <b>7,1</b> | <b>0,5</b> | <b>0,4</b> | <b>0,4</b> | <b>11,5</b> | <b>14,1</b>  | <b>16,3</b> | <b>6%</b> | <b>6%</b> | <b>6%</b> | <b>4,6%</b> | <b>4,0%</b> | <b>3,9%</b> |

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

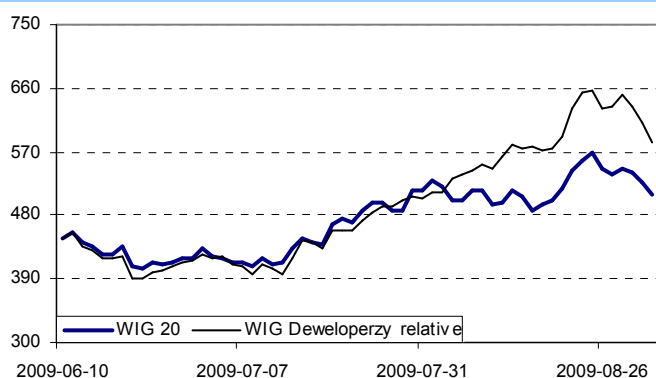
**Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)**


Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek deweloperskich /02.09.2009/**

| Cena                      | EV/EBITDA |            |             | EV/S        |            |            | P/E        |            |             | marża EBITDA |            |            | D/Y       |             |             |             |
|---------------------------|-----------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|------------|------------|-----------|-------------|-------------|-------------|
|                           | 2008      | 2009       | 2010        | 2008        | 2009       | 2010       | 2008       | 2009       | 2010        | 2008         | 2009       | 2010       | 2008      | 2009        | 2010        |             |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |           |            |             |             |            |            |            |            |             |              |            |            |           |             |             |             |
| Dom Development           | 42,0      | 7,8        | 7,4         | 25,9        | 1,9        | 1,6        | 1,2        | 7,5        | 8,5         | 31,3         | 24%        | 22%        | 4%        | 4,9%        | 1,9%        | 0,0%        |
| J.W. Construction         | 11,9      | 8,1        | 4,1         | 3,1         | 1,8        | 1,1        | 0,7        | 6,5        | 3,5         | 4,3          | 22%        | 26%        | 22%       | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Polnord                   | 44,0      | 12,7       | 12,0        | 64,3        | 3,5        | 3,6        | 4,6        | 10,2       | 9,8         | -            | 28%        | 30%        | 7%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Maksimum                  |           | 12,7       | 12,0        | 64,3        | 3,5        | 3,6        | 4,6        | 10,2       | 9,8         | 31,3         | 28%        | 30%        | 22%       | 4,9%        | 1,9%        | 0,0%        |
| Minimum                   |           | 7,8        | 4,1         | 3,1         | 1,8        | 1,1        | 0,7        | 6,5        | 3,5         | 4,3          | 22%        | 22%        | 4%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>            |           | <b>8,1</b> | <b>7,4</b>  | <b>25,9</b> | <b>1,9</b> | <b>1,6</b> | <b>1,2</b> | <b>7,5</b> | <b>8,5</b>  | <b>17,8</b>  | <b>24%</b> | <b>26%</b> | <b>7%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |           |            |             |             |            |            |            |            |             |              |            |            |           |             |             |             |
| Barratt Developments      | 2,2       | 3,3        | 44,5        | 55,7        | 0,5        | 0,8        | 0,9        | 2,9        | -           | -            | 16%        | 2%         | 2%        | 5,4%        | 0,0%        | 0,0%        |
| JM AB                     | 75,5      | 3,4        | 13,0        | 13,6        | 0,4        | 0,6        | 0,7        | 6,8        | 26,2        | 28,2         | 13%        | 5%         | 5%        | 3,9%        | 2,0%        | 2,0%        |
| Kaufman & Broad           | 15,3      | 6,0        | 8,5         | 10,7        | 0,5        | 0,6        | 0,8        | 18,6       | 32,2        | 38,0         | 8%         | 7%         | 7%        | 9,9%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Nexity                    | 25,1      | 7,5        | 9,2         | 10,5        | 0,7        | 0,8        | 0,9        | 8,7        | 13,0        | 14,9         | 9%         | 8%         | 8%        | 3,3%        | 3,3%        | 2,7%        |
| Persimmon                 | 4,7       | 9,6        | 32,7        | 29,9        | 1,1        | 1,5        | 1,5        | 15,1       | -           | -            | 12%        | 5%         | 5%        | 1,1%        | 0,0%        | 0,1%        |
| Maksimum                  |           | 9,6        | 44,5        | 55,7        | 1,1        | 1,5        | 1,5        | 18,6       | 32,2        | 38,0         | 16%        | 8%         | 8%        | 9,9%        | 3,3%        | 2,7%        |
| Minimum                   |           | 3,3        | 8,5         | 10,5        | 0,4        | 0,6        | 0,7        | 2,9        | 13,0        | 14,9         | 8%         | 2%         | 2%        | 1,1%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>            |           | <b>6,0</b> | <b>13,0</b> | <b>13,6</b> | <b>0,5</b> | <b>0,8</b> | <b>0,9</b> | <b>8,7</b> | <b>26,2</b> | <b>28,2</b>  | <b>12%</b> | <b>5%</b>  | <b>5%</b> | <b>3,9%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,1%</b> |

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

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


Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek sektora papierniczego /02.09.2009/**

| Cena                      | EV/EBITDA |            |            | EV/S       |            |            | P/E        |             |             | marża EBITDA |            |            | D/Y        |             |             |             |
|---------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           | 2008      | 2009       | 2010       | 2008       | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        | 2008         | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        |             |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |           |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| MONDI                     | 51,0      | 9,3        | 12,2       | 6,9        | 2,0        | 2,5        | 1,7        | 18,1        | 32,6        | 12,5         | 22%        | 20%        | 25%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,6%        |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |           |            |            |            |            |            |            |             |             |              |            |            |            |             |             |             |
| Billerund                 | 32,5      | 4,2        | 7,2        | 4,4        | 0,5        | 0,6        | 0,5        | 7,5         | -           | 7,6          | 12%        | 8%         | 12%        | 8,9%        | 0,0%        | 1,8%        |
| Holmen                    | 210,0     | 8,9        | 8,3        | 8,4        | 1,2        | 1,3        | 1,3        | 22,9        | 19,9        | 20,8         | 14%        | 15%        | 15%        | -           | 4,3%        | -           |
| INTL Paper                | 21,9      | 5,3        | 6,1        | 6,2        | 0,6        | 0,7        | 0,6        | 11,0        | -           | 51,9         | 11%        | 11%        | 10%        | 4,6%        | 2,1%        | 1,2%        |
| M-Real                    | 0,7       | 9,2        | 32,3       | 15,1       | 0,7        | 0,9        | 0,9        | -           | -           | -            | 8%         | 3%         | 6%         | 7,2%        | -           | -           |
| Norske Skog               | 10,9      | 7,8        | 7,5        | 6,9        | 0,7        | 0,8        | 0,8        | -           | -           | -            | 10%        | 11%        | 12%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Portucel EMP.             | 1,8       | 6,4        | 7,7        | 7,3        | 1,6        | 1,6        | 1,5        | 10,1        | 18,4        | 19,4         | 25%        | 21%        | 21%        | 4,6%        | 3,8%        | 3,2%        |
| Stora Enso                | 5,6       | 7,9        | 11,5       | 9,9        | 0,7        | 0,9        | 0,9        | 21,7        | -           | 43,9         | 9%         | 8%         | 9%         | -           | 2,7%        | 2,7%        |
| Svenska                   | 91,5      | 6,9        | 7,0        | 6,4        | 0,9        | 0,9        | 0,9        | 12,3        | 15,4        | 12,9         | 13%        | 13%        | 14%        | 4,7%        | 3,8%        | 3,9%        |
| UPM-Kymmene               | 8,1       | 6,4        | 9,4        | 8,0        | 0,9        | 1,0        | 1,0        | 15,1        | -           | 44,6         | 14%        | 11%        | 13%        | 5,5%        | 4,5%        | 4,4%        |
| Maksimum                  |           | 9,2        | 32,3       | 15,1       | 1,6        | 1,6        | 1,5        | 22,9        | 19,9        | 51,9         | 25%        | 21%        | 21%        | 8,9%        | 4,5%        | 4,4%        |
| Minimum                   |           | 4,2        | 6,1        | 4,4        | 0,5        | 0,6        | 0,5        | 7,5         | 15,4        | 7,6          | 8%         | 3%         | 6%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>            |           | <b>6,9</b> | <b>7,7</b> | <b>7,3</b> | <b>0,7</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>12,3</b> | <b>18,4</b> | <b>20,8</b>  | <b>12%</b> | <b>11%</b> | <b>12%</b> | <b>4,7%</b> | <b>3,3%</b> | <b>2,7%</b> |

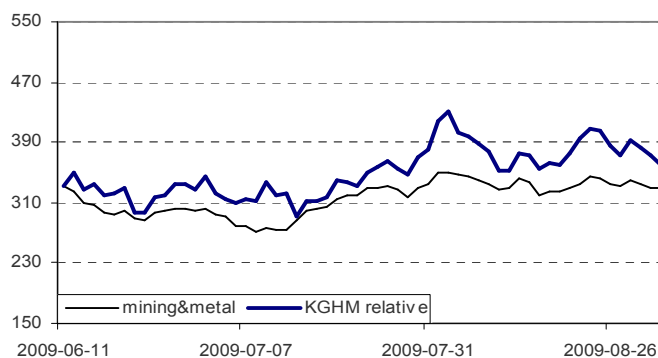
Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

**Wycena spółek górniczych /02.09.2009/**

| Cena                      | EV/EBITDA |            |            | EV/S       |            |            | P/E        |            |             | marża EBITDA |            |            | D/Y        |             |             |             |
|---------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           | 2008      | 2009       | 2010       | 2008       | 2009       | 2010       | 2008       | 2009       | 2010        | 2008         | 2009       | 2010       | 2008       | 2009        | 2010        |             |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |           |            |            |            |            |            |            |            |             |              |            |            |            |             |             |             |
| KGHM                      | 81,8      | 3,6        | 4,7        | 5,9        | 1,3        | 1,5        | 1,5        | 5,6        | 7,2         | 8,9          | 36%        | 32%        | 25%        | 11,0%       | 14,3%       | 5,6%        |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |           |            |            |            |            |            |            |            |             |              |            |            |            |             |             |             |
| Anglo Amer.               | 18,9      | 2,8        | 6,3        | 5,3        | 1,1        | 1,5        | 1,4        | 3,9        | 14,4        | 11,0         | 39%        | 24%        | 27%        | 6,9%        | 2,1%        | 1,7%        |
| BHP Billiton              | 15,6      | 3,2        | 4,4        | 5,5        | 1,7        | 1,9        | 2,2        | 5,6        | 8,8         | 10,6         | 51%        | 43%        | 40%        | 3,9%        | 5,2%        | 5,3%        |
| Freeport-MCMOR            | 61,8      | 4,5        | 8,5        | 6,9        | 1,7        | 2,8        | 2,5        | 11,8       | 54,4        | 20,2         | 38%        | 33%        | 36%        | 2,9%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Phelps Dodge              | 129,5     | 7,6        | -          | -          | 2,9        | -          | -          | 9,1        | -           | -            | 37%        | -          | -          | 0,8%        | -           | -           |
| Rio Tinto                 | 23,1      | 3,1        | 5,2        | 4,9        | 1,2        | 1,6        | 1,6        | 3,0        | 6,8         | 6,0          | 38%        | 31%        | 33%        | 5,9%        | 5,8%        | 5,9%        |
| Southern Peru             | 27,5      | 8,2        | 20,7       | 13,2       | 4,5        | 8,4        | 6,4        | 14,4       | 43,1        | 23,2         | 55%        | 40%        | 48%        | 7,0%        | 1,6%        | 2,1%        |
| Maksimum                  |           | 8,2        | 20,7       | 13,2       | 4,5        | 8,4        | 6,4        | 14,4       | 54,4        | 23,2         | 55%        | 43%        | 48%        | 7,0%        | 5,8%        | 5,9%        |
| Minimum                   |           | 2,8        | 4,4        | 4,9        | 1,1        | 1,5        | 1,4        | 3,0        | 6,8         | 6,0          | 37%        | 24%        | 27%        | 0,8%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>            |           | <b>3,9</b> | <b>6,3</b> | <b>5,5</b> | <b>1,7</b> | <b>1,9</b> | <b>2,2</b> | <b>7,4</b> | <b>14,4</b> | <b>11,0</b>  | <b>39%</b> | <b>33%</b> | <b>36%</b> | <b>4,9%</b> | <b>2,1%</b> | <b>2,1%</b> |

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

**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:

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

#### Analitycy:

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

#### 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)

#### „Prywatny Makler”

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

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

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

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgowa

**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 księgowa) - 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, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep, ZA Puławy.

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