


**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	9 344,6	+0,69%	FTSE 100	4 796,8	-0,43%	Miedź (LME)	6 255,0	+1,31%
S&P 500	1 003,2	+0,85%	WIG20	2 121,3	+0,34%	Ropa (Brent)	66,8	-0,62%
NASDAQ	1 983,2	+0,82%	BUX	18 821,3	+2,57%	USD/PLN	2,89	-0,62%
DAX	5 301,4	-0,35%	PX	1 133,5	+1,20%	EUR/PLN	4,12	-0,71%
CAC 40	3 553,5	-0,55%	PLBonds 10	6,08	-0,15%	EUR/USD	1,43	-0,08%

## Kalendarium

09.09.09	Emperia	Dzień wypłaty dywidendy 0,59 zł na akcję.
<b>Makroekonomia /04.09.09/</b>		
USA	14:30 Stopa bezrobocia	poprzednia wartość: 9,4%; prognoza: 9,5%
USA	14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	poprzednia wartość: -247 tys.; prognoza: -225 tys.
USA	14:30 Długość tygodnia pracy	poprzednia wartość: 33,1 godz.; prognoza: 33,1 godz
USA	14:30 Płaca godzinowa - dynamika	poprzednia wartość: 0,2% m/m; prognoza: 0,1% m/m

## Informacje ze spółek i sektorów

### Ciech

 Trzymaj - z dn. 05.08.09  
Cena docelowa: 31,8 PLN

### Dotacja na inwestycję w EPI

Zachem, spółka zależna Ciechu otrzymała 28 mln PLN dofinansowania z unijnych funduszy na inwestycję w nową linię do produkcji EPI na bazie gliceryny. Łączny koszt tego projektu to 56 mln PLN. Obecnie EPI w Ciechu jest produkowana na bazie chloru i propylenu (podobnie jak 95% pozostałych światowych mocy), a technologia oparta na glicerynie (produkt uboczny w procesie wytwarzania biopaliw) opatentowana przez Solvay (pierwszy zakład na skale przemysłową - moce 100 tys. ton, ma być otwarty w tym roku w Tajlandii). Tego rodzaju instalacje w kontekście oczekiwanego wzrostu produkcji biopaliw będą znacznie bardziej konkurencyjne kosztowo w relacji do tradycyjnej metody produkcji EPI. Inwestycja Ciechu w nową technologię wydaje się w tym kontekście koniecznością. Wsparcie w takiej skali ze środków unijnych to dobra informacja. (K. Kliszcz)

### ZA Puławy

 Trzymaj - z dn. 28.05.09  
Cena docelowa: 82,7 PLN

### Plany inwestycji, a w tle konkurs na Zarząd

Zarząd zapowiedział wczoraj że w nowym roku obrotowym ZAP zamierzają wydać na inwestycje ponad 400 mln PLN. Wśród największych realizowanych projektów wymieniono ciąg tlenownia-amoniak-mocznik o łącznych kosztach 200 mln PLN oraz instalacje odsiarczania do elektrociepłowni o wartości 200-250 mln PLN. Zapowiedziano również, że Spółka ma zamiar pozyskać ze sprzedaży jednostek redukcji emisji podtlenku azotu w tym roku kilkanaście mln EUR. Tymczasem, Rada Nadzorcza ogłosiła konkurs na Zarząd ZAP, gdyż kadencja obecnego upływa wraz z zakończeniem ZWZ, które odbędzie się w listopadzie. **Wśród wymienionych inwestycji najważniejszym projektem jest zwiększenie mocy mocznika o 280 tys. ton i poprawa efektywności wykorzystania gazu w tym procesie. W naszym modelu zakładaliśmy pełne uruchomienie tego ciągu w połowie roku obrotowego 2010-11 i wydaje się, że ten termin jest jeszcze realny.** (K. Kliszcz)

### TPSA

 Kupuj - z dn. 31.07.09  
Cena docelowa: 19,40 PLN

### Internet satelitarny od TP

TP we współpracy z SES Astra SA uruchomiła usługę satelitarnego dostępu do internetu. Operator oferuje internet satelitarny w ramach umowy na czas nieokreślony, w trzech prędkościach: 512 kb/s, 1 Mb/s i 2 Mb/s. W zależności od opcji miesięczna opłata to 149 PLN, 199 PLN lub 349 PLN miesięcznie. W ramach usługi klient kupuje od TP zestaw obejmujący antenę satelitarną, modem, konwerter oraz urządzenie wspomagające Point&Play. Koszt zestawu to 1599 PLN. **Usługa ma charakter niszowy i nie wpływa na wycenę akcji. Bez wpływu na kurs.** (M. Marczak)

### Agora

 Trzymaj - z dn. 25.08.09  
Cena docelowa: 24,10 PLN

### Sprzedaż dzienników w lipcu

Sprzedaż *Gazety Wyborczej* spadła w lipcu o 9,9%. W tym samym czasie sprzedaż *Dziennika* spadła o 46,6%, a *Rzeczpospolitej* o 11%. Lepiej radziły sobie tabloidy: sprzedaż *Faktu* spadła o

5,3%, a *Super Espresso* o 4,6%. Jednocześnie zmalał w porównaniu z poprzednimi miesiącami udział innych form rozpowszechniania z 14,0% w poprzednim miesiącu do 9,3% w lipcu. **Dane sprzedażowe wciąż są lepsze od naszych założeń dotyczących tegorocznego tempa spadku sprzedaży Gazety. W prognozach zakładamy tegoroczną ujemną dynamikę sprzedaży na poziomie 9,7% podczas gdy za siedem miesięcy roku skumulowana dynamika wynosi 7,6%. Pozytywnie należy również odbierać zmniejszenie znaczenia innych form rozpowszechniania. (P.Grzybowski)**

## WSiP

Rekomendacja utajniona  
do dnia 09.09.09 \*\*\*

### Zarząd podtrzymuje tegoroczne prognozy

Zdaniem zarządu pierwsze półrocze nie wpływa na realność tegorocznych prognoz wyników i spółka podtrzymuje swoje założenia dotyczące m.in. osiągnięcia 30 mln PLN zysku netto na sprawozdaniu jednostkowym. **O utrzymaniu przez kierownictwo spółki pisaliśmy we wczorajszym raporcie. (P.Grzybowski)**

## ASEE

### Do końca roku dwa przejęcia

Według wypowiedzi Piotra Jeleńskiego, prezesa spółki, ASEE do końca roku sfinalizuje co najmniej dwa przejęcia, przy czym najbardziej zaawansowane są negocjacje z podmiotami z Rumunii. Prezes skomentował również tegoroczne perspektywy spółki stwierdzając, że bieżący portfel kontraktów daje możliwość osiągnięcia w tym roku dobrych wyników finansowych. **(P.Grzybowski)**

## Comarch

### Kontrakt z amerykańską linią lotniczą

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy z linią lotniczą JetBlue Airways Corporation ("JetBlue"), Delaware Corporation z siedzibą w Nowym Yorku w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Przedmiotem umowy jest dostawa oprogramowania COMARCH LOYALTY MANAGEMENT i zapewnienie usług hostingu oraz "Disaster Recovery Center". Wartość kontraktu wynosi ok. 5,2 miliona USD netto (ok. 15,3 mln zł netto). **(P.Grzybowski)**

## Sygnity

Zawieszona

### Kontrakt z KE

Spółka poinformowała o wygraniu przez konsorcjum pod przewodnictwem European Dynamicie kontraktu, którego przedmiotem jest analiza i wsparcie systemów informatycznych jednostek Komisji Europejskiej. Umowa została zawarta na okres dwóch lata z możliwością dwóch rocznych przedłużeń. Łączny budżet KE przeznaczony na realizację prac wynikających z umowy to 74,9 mln euro, z czego około 11 mln euro przypada na Sygnity jako uczestnika konsorcjum. **Spółka informowała około dwóch tygodni temu o prawdopodobnym podpisaniu w ciągu miesiąca umów o łącznej wartości około 100 mln PLN i powyższy kontrakt najprawdopodobniej stanowi część tej kwoty. Należy zwrócić uwagę, że z komunikatu wynika, że kwota 11 mln euro jest wartością warunkową zależną od dwukrotnego przedłużenia umowy. DO backlogu póki co ma prawo trafić tylko część tej kwoty. (P.Grzybowski)**

## Mondi Świecie

Rekomendacja utajniona  
do dnia 09.09.09 \*\*\*

### Rusza nowa maszyna papiernicza

Jak wynika z wypowiedzi przedstawicieli spółki w przyszłym miesiącu – zgodnie z harmonogramem – zostanie uruchomiona produkcja na nowej maszynie papierniczej (roczna wydajność 470 tys. ton). Informacja oczekiwana, bez wpływu na kurs. **Kluczowe pozostaje ocenienie przy jakich kosztach jednostkowych zostanie uruchomiona produkcja na nowej maszynie w pierwszym roku jej funkcjonowania oraz jak w przyszłości będą zachowywały się ceny testlinera na rynku europejskim. Założenia w tym względzie przedstawiliśmy w naszym ostatnim raporcie analitycznym (3 września 200). (M. Marczak)**

## Pozostałe wiadomości ze spółek

### ABM Solid

Spółka ABM Solid ma zlecenie od Nestle Waters Polska - zakład produkcyjny w Nałęczowie na wykonanie hali magazynowej. Wartość zlecenia wyniosła 16,7 mln PLN.

### Alma

Jerzy Mazgaj podał, że spółka najgorsze ma już za sobą z wyniki za III kwartał będą już lepsze. „Strategiczny” ma być jednak ostatni kwartał.

Alma zapowiada cięcie inwestycji. Spółka walczy o zyski. Nie wprowadzi w tym roku nowych marek, otworzy mniej delikatesów.

### Centrozap

Centrozap negocjuje z Ilim Bimber Industry. Gazeta Parkiet podaje, że inwestor z Rosji może zasilić Centrozap sumą 50 mln EUR. W najbliższych dniach spółki mają podpisać listy intencyjne w sprawie finansowania zakładu przerobu drewna w republice Komi. Według gazety rozmowy są już bardzo zaawansowane.

### Ciech

Bydgoski Zachem, spółka z grupy Ciechu, otrzyma blisko 28 mln PLN z unijnych funduszy na instalację do produkcji epichlorohydryny. Ciech poinformował, że kwota ta pozwoli na sfinansowanie połowy kosztów projektu.

<b>Comarch</b>	Comarch Inc oraz spółka zależna Comarch podpisały umowę z amerykańską linią lotniczą JetBlue Airways Corporation na dostawę oprogramowania i zapewnienie usług hostingu. Wartość kontraktu wynosi ok. 5,2 mln USD netto (ok. 15,3 mln PLN netto).
<b>Gant, J.W. Construction</b>	Gazeta Wyborcza: J.W. Construction Holding nie jest już liderem rynku deweloperskiego pod względem liczby sprzedanych mieszkań. W kryzysie najlepiej poradziła sobie do tej pory wrocławska spółka Gant.
<b>Gino Rossi</b>	Nowy prezes Gino Rossi przekonuje, że spółka może zanotować pierwsze zyski już w przyszłym roku.
<b>IDMSA</b>	IDMSA zamierza odsprzedać Electro World Poland na rzecz Mix Electronics.
<b>Instal Lublin</b>	Walne zgromadzenie Instalu Lublin zdecydowało o emisji nie więcej niż 5 mln akcji serii G z wyłączeniem prawa poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy. Cena emisyjna została ustalona na 3 PLN za akcje. Spółka wyemituje również 5 mln warrantów subskrypcyjnych.
<b>J.W. Construction</b>	W transakcjach pakietowych sesji sprzedano po 12 PLN 2,5 mln akcji JW Construction. Akcje te stanowią około 4,6 proc. kapitału. Głównym akcjonariuszem posiadającym pośrednio i bezpośrednio 81,96 proc. akcji JW Construction jest Janusz Wojciechowski.
<b>Olympic</b>	Olympic ma nowy dwuosobowy zarząd. Prezesem zarządu grupy będzie Indrek Jürgenson, a członkiem zarządu odpowiedzialnym za zarządzanie finansami oraz za relacje inwestorskie została Kristi Ojakäär.
<b>Pozbud</b>	Pozbud, jako partner konsorcjum, zawarł z Hydrobudową Polską umowę na dostawę i montaż stolarki na stadionie w Poznaniu na potrzeby Euro 2012. Wartość prac oszacowano na 8,2 mln PLN, z czego na Pozbud przypada 5,8 mln PLN. Termin realizacji zadania ustalono na maj 2010 r.
<b>Puławy</b>	<p>Puławy niedługo chcą mieć model finansowy dla zgazowania węgla. Zakłady Azotowe Puławy spodziewają się, że w ciągu 2-3 miesięcy powstanie model finansowy dla instalacji zgazowania węgla, po czy spółka przedstawi go instytucjom zdolnym go sfinansować. Szacunkowa wartość projektu zgazowania węgla oceniana jest na 3 mld PLN, a sama realizacja może potrwać cztery lata. Średnia rentowność sprzedaży produktów Puław spadła w IV kw. roku obrotowego 08/09 do 9 proc. z 30 proc. na początku roku obrotowego.</p> <p>Spółka podała, że stabilizacja lub lekka poprawa powinna nastąpić dopiero w II półroczu roku obrotowego 2009/2010.</p> <p>ZA Puławy pracują z PGNiG nad pozyskaniem źródeł gazu poza Polską.</p> <p>Obecny prezes Puław, Paweł Jarczewski jeszcze nie zdecydował, czy będzie startował w konkursie na funkcję prezesa zarządu kolejnej kadencji.</p> <p>Zakłady Azotowe Puławy chcą za 2-3 miesiące, po zakończeniu przygotowania tzw. modelu wykonalności projektu zgazowania węgla, przeprowadzić road-show projektu, w celu pozyskania środków na jego finansowanie.</p>
<b>Rafamet</b>	Grupa Rafamet w pierwszym półroczu 2009 r. zwiększyła przychody do 68,5 mln PLN z 49,6 mln PLN przed rokiem, na co wpływ miał m.in. korzystny dla eksporterów kurs złotego. Grupie może być trudno utrzymać tempo wzrostu w drugiej połowie roku.
<b>Sanwil</b>	Akcjonariusze Sanwilu zdecydowali o scaleniu akcji w stosunku 20:1.
<b>Sfinks</b>	<p>Sfinks planuje w czwartym kwartale podnieść kapitał spółki o kwotę do 62 mln PLN. Środki będą przeznaczone m.in. na spłatę pożyczki od Sylwestra Cacka.</p> <p>Sfinks zamierza w czwartym kwartale, prawdopodobnie w październiku, przedstawić nową, długoterminową strategię rozwoju. Do końca roku spółka wprowadzi centralne zakupy i nowe umowy franczyzowe.</p>
<b>Sygnity</b>	Konsorcjum z udziałem Sygnity podpisało umowę ramową na rozwój, analizę i wsparcie systemów informatycznych jednostek Komisji Europejskiej. Szacowany całkowity budżet przeznaczony na realizację prac wynikających z umowy wynosi 74,9 mln euro (ok. 307 mln PLN), a szacowany udział Sygnity w pracach w okresie czterech lat wynosi 11 mln euro, czyli ponad 45 mln PLN. Umowa została zawarta na okres dwóch lat, z możliwością przedłużenia na dwa kolejne okresy roczne. Andrzej Kosturek, wiceprezes Sygnity, zrezygnował z pełnienia tej funkcji. Jednocześnie RN odwołała Bogdana Kosturka z funkcji wiceprezesa zarządu.

**Świecie**

Gazeta Parkiet podaje, że już niedługo przychody Mondi powinny znacząco wzrosnąć. W fabryce trwa obecnie rozruch nowej maszyny do produkcji makulaturowego papieru testliner. Produkcja papieru powinna ruszyć jeszcze w tym miesiącu. Moce produkcyjne nowej maszyny wynoszą 470 tys. ton rocznie wobec mocy 800 tys. ton rocznie jakie spółka posiadała w ubiegłym roku. Dodatkowo nowa instalacja ma pozwolić na obniżenie jednostkowych kosztów wytworzenia papieru.

**Talex**

Spółka podpisała umowę z ING BSK na wykonanie usług serwisowych sprzętu IT użytkowanego przez bank. Trzyletnia umowa, której wartość jest szacowana na 8,2 mln PLN (brutto), ma opcję przedłużenia na kolejny rok.

**Teta**

Teta wdroży system Teta Personel i Teta HRM w firmach należących do grupy Danone. Pierwszy etap prac potrwa do końca 2009 roku. Oprócz Danone Sp. z o.o., oprogramowanie Tety zostanie zainstalowane w firmach: Żywiec Zdrój i Polska Woda. W zakładach zlokalizowanych na warszawskiej Woli i w Bieruniu, Jeleśni, Mirosławcu i Ciężynie zostanie wdrożony system kadrowo - płacowy Teta Personel.Net oraz 7 modułów tworzących oprogramowanie HRM. Prace nad wdrożeniem Teta HRM potrwać do maja 2010.

**Trakcja**

Trakcja Polska liczy na uzyskanie w tym roku przychodów bliskich ubiegłorocznego poziomu, kiedy wyniosły one 794,71 mln PLN, natomiast w 2010 r. nie wyklucza wzrostu wartości sprzedaży do 1 mld PLN.

**WSiP**

Spółka Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne (WSiP) potwierdziła wcześniejsze zapowiedzi, zgodnie z którymi zamierza przeprowadzić akwizycje trzech spółek. Na akwizycje przeznaczone ma być ze środków własnych do kilkunastu milionów lub kwota ta może przekroczyć 20 mln PLN.

Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne (WSiP) mogą ogłosić i uruchomić program skupu akcji własnych warty 44 mln PLN jeszcze przed 30 października. Termin jest zależny od tempa generowania gotówki przez spółkę.

**Zremb**

Zremb Chojnice sfinalizował transakcję kupna 1.053 udziałów, stanowiących 85 proc. kapitału zakładowego spółki Henschke. Cena nabycia udziałów wyniosła 765 tys. euro. Sprzedającymi udziały byli Henschke Bau GmbH oraz dwie osoby prywatne.

**Transakcje osób powiązanych oraz funduszy****Fabryka Diet**

MakoLab zmniejszył zaangażowanie w kapitale zakładowym do 4,84 proc. z 5,05 proc. przed dokonaniem zmiany.

**Próchnik**

Rafał Bauer zmniejszył zaangażowanie w kapitale zakładowym do 0,35 proc. z 5,3 proc. przed dokonaniem zmiany.

**Arteria**

Dariusz Stokowski, przewodniczący RN, sprzedał najpierw 100,5 tys. akcji po średniej cenie 16 PLN za akcję a następnie nabył 100,5 tys. akcji po średniej cenie 16,02 PLN za akcję.

**ECN**

Małgorzata Grad, członek zarządu, sprzedała innemu członkowi zarządu, Mirosławowi Kaczko, na podstawie umowy cywilnoprawnej 233 333 akcje imienne spółki po cenie 10 gr za akcję.

**Mostostal Zabrze**

Zbigniew Opach, przewodniczący RN, nabył 102 473 akcje po średniej cenie 5,27 PLN za akcję.

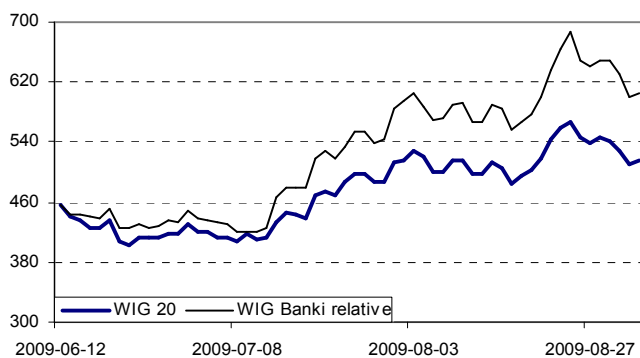
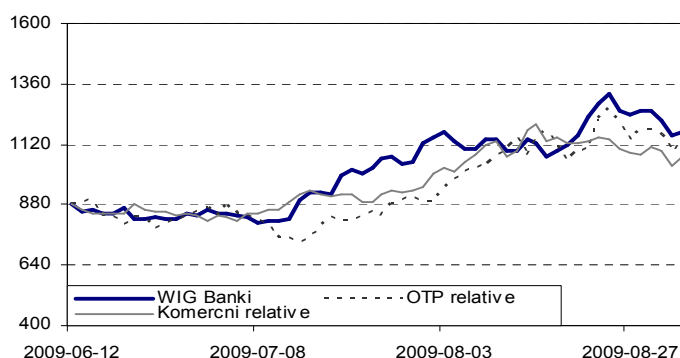
**Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.**

<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	Utajniona do dnia		2009-09-09
MILLENNIUM	Trzymaj	5,30	2009-08-24
MONDI	Utajniona do dnia		2009-09-09
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	Utajniona do dnia		2009-09-09
PKN ORLEN	Kupuj	40,10	2009-06-02
PKO BP	Trzymaj	35,60	2009-08-24
POLICE	Redukuj	5,90	2009-08-28
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	Utajniona do dnia		2009-09-09
ZA PUŁAWY	Trzymaj	82,70	2009-05-28

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /03.09.2009/**

	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	130,1	11,1	14,7	13,0	18%	12%	12%	1,9	1,7	1,5	2,3%	0,0%	0,0%
Handlowy	60,3	13,1	22,1	19,1	11%	6%	7%	1,4	1,3	1,3	7,9%	0,0%	3,2%
ING BSK	520,0	15,2	12,8	12,7	11%	12%	11%	1,6	1,4	1,3	2,3%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	10,6	8,8	97,5	24,7	13%	1%	4%	1,1	1,1	1,0	4,9%	0,0%	0,0%
Millennium	4,6	9,3	92,6	16,1	16%	1%	8%	1,4	1,4	1,2	4,2%	0,0%	0,0%
Noble Bank	5,2	7,1	17,1	15,2	26%	9%	9%	1,6	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	142,0	10,5	16,2	14,0	23%	13%	14%	2,3	2,0	1,9	6,8%	0,0%	3,1%
PKO BP	32,3	10,4	20,1	16,9	24%	12%	12%	2,3	2,1	2,0	3,4%	4,6%	3,6%
Maksimum		15,2	97,5	24,7	26%	13%	14%	2,3	2,1	2,0	7,9%	4,6%	3,6%
Minimum		7,1	12,8	12,7	11%	1%	4%	1,1	1,1	1,0	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>10,4</b>	<b>18,6</b>	<b>15,6</b>	<b>17%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>3,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	2,3	2,7	-	-	7%	-	-	0,2	0,3	0,3	14,1%	0,0%	0,0%
BCP	0,9	9,6	10,3	9,2	7%	7%	8%	0,8	0,8	0,8	3,0%	4,2%	4,6%
Commerzbank	6,8	50,9	-	-	3%	-	-	0,3	0,5	0,5	0,0%	0,0%	2,0%
ING	10,0	-	12,8	6,5	3%	7%	12%	0,7	0,8	0,7	7,0%	2,1%	4,3%
KBC	26,1	-	9,0	6,8	-	6%	9%	0,7	0,7	0,6	6,8%	4,6%	5,2%
UCI	2,5	8,7	16,5	14,0	7%	5%	5%	0,6	0,7	0,6	1,7%	1,7%	2,7%
Maksimum		50,9	16,5	14,0	7%	7%	12%	0,8	0,8	0,8	14,1%	4,6%	5,2%
Minimum		2,7	9,0	6,5	3%	5%	5%	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>11,6</b>	<b>8,0</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>4,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>3,5%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	7,2	8,0	11,8	12,4	18%	12%	11%	1,3	1,3	1,2	6,6%	4,3%	4,1%
Deutsche Bank	46,8	-	13,1	9,7	-	8%	9%	0,8	0,9	0,8	1,6%	2,2%	3,3%
Erste Bank	27,7	8,3	14,3	12,2	13%	6%	33%	0,9	0,9	0,8	2,3%	1,3%	1,4%
Komercni B.	3286,0	9,7	12,7	12,4	24%	17%	17%	2,3	2,0	1,9	5,8%	4,2%	4,5%
OTP	4695,0	5,3	10,4	8,6	25%	11%	11%	1,1	1,0	0,9	3,0%	2,0%	2,3%
Santander	10,3	8,1	11,0	10,6	16%	13%	11%	1,3	1,3	1,2	6,3%	5,1%	5,1%
Turkiye Garanti B.	5,8	13,3	14,1	11,9	23%	17%	17%	2,6	2,2	1,9	0,7%	0,5%	1,3%
Turkiye Halk B.	8,6	9,2	10,3	9,0	26%	21%	21%	2,3	2,1	1,8	5,7%	4,7%	4,8%
Sbierbank	1,7	10,1	32,4	15,7	16%	8%	9%	1,5	1,5	1,4	0,8%	0,5%	0,6%
VTB Bank	2,7	538,0	-	62,6	0,3%	-	0,8%	0,6	0,8	0,8	1,3%	0,3%	0,6%
Maksimum		538,0	32,4	62,6	26%	21%	33%	2,6	2,2	1,9	6,6%	5,1%	5,1%
Minimum		5,3	10,3	8,6	0,3%	6%	0,8%	0,6	0,8	0,8	0,7%	0,3%	0,6%
<b>Mediana</b>		<b>9,2</b>	<b>12,7</b>	<b>12,1</b>	<b>18%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,8%</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)**


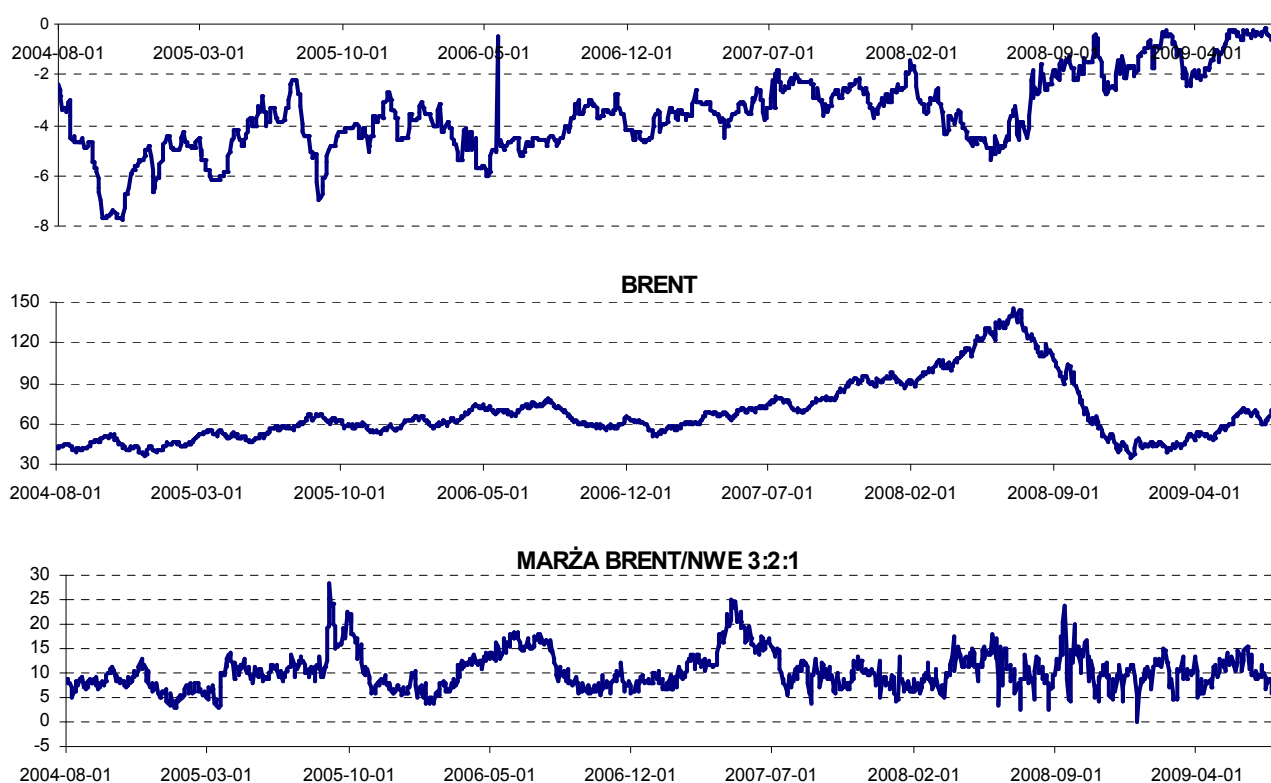
Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek rafineryjno-gazowych /03.09.2009/**

	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	24,2	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	27,8	30,6	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.	14295,0	5,2	5,4	4,7	0,6	0,9	0,7	6,6	13,1	8,6	12%	16%	16%	4,1%	2,5%	3,6%
OMV med.	27,3	3,0	4,3	3,5	0,5	0,7	0,6	4,3	9,1	6,8	16%	15%	17%	4,6%	3,5%	3,9%
Hellenic Petroleum*	7,3	6,4	7,9	7,5	0,3	0,5	0,4	8,9	11,7	10,8	5%	6%	6%	5,7%	5,4%	6,4%
Tupras*	22,7	3,3	4,9	4,4	0,2	0,3	0,2	6,6	8,8	6,6	5%	5%	5%	16,5%	9,4%	10,1%
Unipetrol*	131,0	4,3	4,1	3,7	0,3	0,3	0,3	24,7	14,4	11,3	6%	8%	8%	10,2%	3,8%	3,7%
Maksimum		37,5	11,0	8,6	0,6	0,9	0,7	6,6	13,1	8,6	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>17,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>5,5</b>	<b>8,7</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	3,7	9,4	8,3	6,0	1,2	1,2	1,2	24,2	21,0	14,0	12%	15%	20%	5,1%	2,4%	2,4%
Gazprom	158,0	2,6	4,1	3,9	1,2	1,5	1,4	3,4	5,4	4,9	45%	38%	36%	2,1%	1,6%	1,9%
GDF Suez	29,0	4,8	4,6	4,2	0,8	0,8	0,8	11,2	12,4	11,3	17%	17%	18%	6,7%	5,5%	5,7%
Gas Natural SDG	14,1	4,0	2,7	2,4	0,8	0,6	0,6	7,1	8,8	8,5	21%	23%	23%	7,7%	6,0%	6,5%
Maksimum		9,4	8,3	6,0	1,2	1,5	1,4	24,2	21,0	14,0	45%	38%	36%	7,7%	6,0%	6,5%
Minimum		2,6	2,7	2,4	0,8	0,6	0,6	3,4	5,4	4,9	12%	15%	18%	2,1%	1,6%	1,9%
<b>Mediana</b>		<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>9,1</b>	<b>10,6</b>	<b>9,9</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>

\* spółki nie uwzględnione w maksimum, minimum i medianie

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

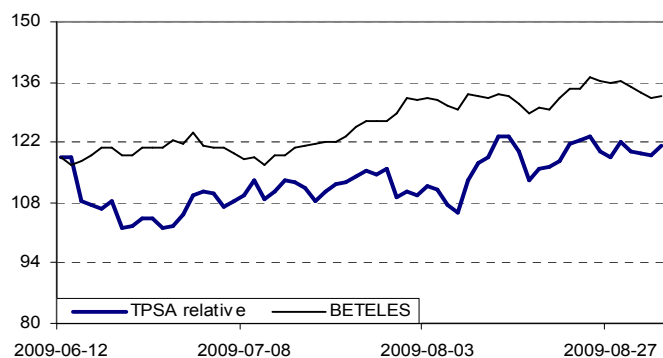
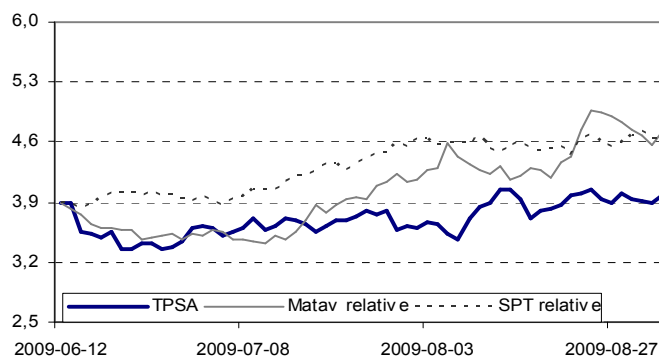
**Sektor paliwowy**


Źródło: Bloomberg

**Wycena europejskich operatorów narodowych /03.09.2009/**

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	4,0	7,9	5,0	4,6	1,2	0,9	0,9	6,7	-	-	15%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
TPSA	16,4	3,7	4,1	3,8	1,5	1,6	1,5	10,3	13,8	12,0	42%	39%	40%	10,4%	9,1%	8,7%
Maksimum		7,9	5,0	4,6	1,5	1,6	1,5	10,3	13,8	12,0	42%	39%	40%	10%	9%	9%
Minimum		3,7	4,1	3,8	1,2	0,9	0,9	6,7	13,8	12,0	15%	18%	19%	0%	0%	0%
<b>Mediana</b>		<b>5,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>8,5</b>	<b>13,8</b>	<b>12,0</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	26,1	5,1	5,3	5,4	1,7	1,7	1,7	10,0	10,7	10,9	33%	32%	32%	7,8%	7,7%	7,7%
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	769,0	4,3	4,5	4,6	1,7	1,7	1,8	9,4	9,6	9,7	39%	39%	39%	10,0%	9,8%	9,8%
Portugal Telecom	7,1	5,1	5,2	5,1	1,9	1,9	1,8	11,6	11,9	10,9	36%	36%	36%	8,1%	7,3%	7,4%
Telecom Austria	12,1	6,9	5,2	5,2	1,9	1,9	1,9	12,6	12,3	11,0	27%	37%	37%	6,2%	6,3%	6,4%
Maksimum		6,9	5,9	5,9	2,5	2,5	2,5	14,0	13,6	12,9	44%	43%	43%	10,1%	9,8%	9,8%
Minimum		4,3	4,5	4,6	1,6	1,7	1,7	8,2	7,8	7,3	27%	32%	32%	6,2%	6,3%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>10,8</b>	<b>11,3</b>	<b>10,9</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,9%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,3	2,8	3,4	3,1	0,8	0,8	0,8	5,5	9,2	9,6	28%	23%	25%	12,3%	6,3%	5,6%
DT	9,2	4,2	4,1	4,1	1,3	1,3	1,3	12,7	12,4	12,2	31%	31%	31%	8,7%	8,4%	8,6%
FT	17,6	4,6	4,8	4,8	1,6	1,7	1,7	8,8	9,1	9,0	36%	35%	35%	7,9%	8,1%	8,4%
KPN	10,5	5,9	5,7	5,5	2,0	2,1	2,1	13,0	11,7	10,1	35%	36%	37%	5,7%	6,6%	7,5%
Sw isscom	364,3	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	45,0	7,8	7,1	6,9	2,4	2,2	2,2	11,1	10,6	10,0	31%	31%	32%	4,5%	4,4%	4,9%
TI	1,1	5,2	5,2	5,2	2,0	2,0	2,0	10,2	11,1	10,6	38%	39%	39%	5,4%	4,6%	4,8%
Maksimum		7,8	7,1	6,9	2,5	2,6	2,6	13,0	12,4	12,2	39%	39%	39%	12,3%	8,4%	8,6%
Minimum		2,8	3,4	3,1	0,8	0,8	0,8	5,5	9,1	9,0	28%	23%	25%	4,5%	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>10,1</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

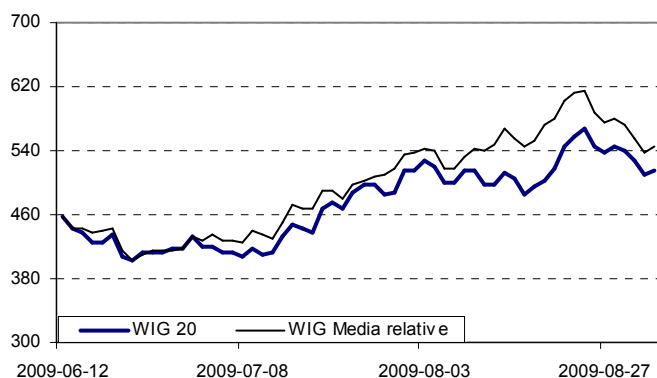
**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)**

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


Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek mediowych /03.09.2009/**

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	15,7	11,6	10,1	7,8	3,6	2,9	2,7	15,6	14,2	11,1	31%	29%	34%	0,9%	4,2%	4,6%
TVN	13,4	8,0	10,9	10,9	3,0	3,2	2,8	12,9	14,4	17,3	37%	29%	26%	2,6%	4,3%	3,5%
<b>DZIENNIKI</b>																
Daily Mail	3,9	6,5	7,6	7,6	1,1	1,1	1,1	8,3	11,0	10,9	17%	15%	15%	4,0%	3,5%	3,5%
Gruppo Editorial	1,4	5,5	8,8	7,9	0,9	1,0	1,0	12,1	35,3	26,8	16%	11%	12%	0,0%	0,6%	2,2%
Mcclatchy	1,7	6,6	10,9	12,7	1,4	1,7	1,9	2,8	-	-	21%	15%	15%	33,6%	5,2%	-
New York Times	7,1	6,0	9,2	8,4	0,7	0,8	0,8	10,3	-	61,6	11%	8%	10%	10,5%	0,0%	0,0%
SPIR Comm	17,4	2,7	3,7	3,6	0,3	0,3	0,3	7,1	11,2	8,6	10%	8%	8%	11,2%	8,8%	9,4%
Trinity Mirror	1,4	3,9	5,3	5,3	0,8	0,9	0,9	4,2	8,0	7,9	20%	17%	17%	4,1%	0,2%	0,2%
Washington Post	437,5	-	-	-	-	-	-	16,0	26,5	16,5	-	-	-	-	-	-
Maksimum		6,6	10,9	12,7	1,4	1,7	1,9	16,0	35,3	61,6	21%	17%	17%	33,6%	8,8%	9,4%
Minimum		2,7	3,7	3,6	0,3	0,3	0,3	2,8	8,0	7,9	10%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>5,7</b>	<b>8,2</b>	<b>7,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>8,3</b>	<b>11,2</b>	<b>13,7</b>	<b>16%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>7,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	6,9	8,7	20,0	15,7	1,8	2,2	2,1	15,2	36,1	26,4	21%	11%	14%	6,3%	2,6%	2,9%
BSkyB PLC	5,4	11,0	9,9	8,8	2,2	2,0	1,9	20,8	20,3	16,3	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	14,4	13,7	5%	5%	4%	4,7%	4,9%	5,1%
ITV PLC	0,5	9,9	14,6	12,4	1,2	1,4	1,4	17,6	65,3	38,1	13%	10%	11%	2,6%	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	4,4	3,6	4,6	4,5	1,3	1,4	1,4	11,5	16,7	16,0	36%	30%	30%	8,4%	6,2%	6,3%
TF1-TV Francaise	10,8	8,9	24,7	26,2	1,1	1,3	1,2	16,3	-	-	12%	5%	5%	6,9%	2,6%	2,0%
Maksimum		11,0	24,7	26,2	2,2	2,2	2,1	20,8	65,3	38,1	36%	30%	30%	8,4%	6,2%	6,3%
Minimum		3,6	4,6	4,5	0,3	0,3	0,2	11,5	14,4	13,7	5%	5%	4%	2,6%	0,7%	0,4%
<b>Mediana</b>		<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>16,1</b>	<b>18,5</b>	<b>16,3</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

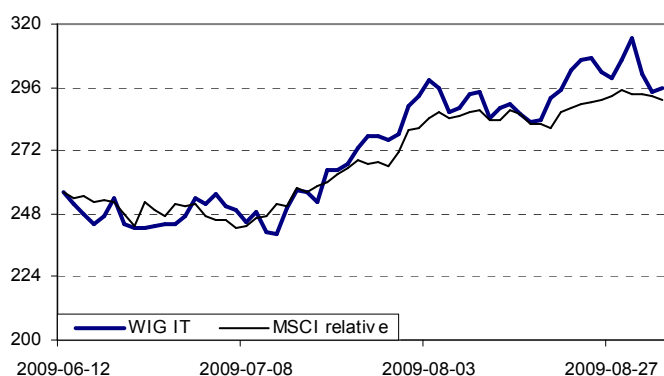
**Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)**


Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek IT /03.09.2009/**

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	11,8	4,4	9,0	6,8	0,1	0,1	0,1	6,8	9,4	7,9	3%	1%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	12,4	5,5	5,5	6,9	0,2	0,1	0,1	6,3	8,4	8,8	3%	2%	2%	2,1%	11,1%	2,4%
ASBIS	3,5	4,7	7,9	4,6	0,1	0,1	0,1	16,8	-	10,3	1%	1%	1%	13,3%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	60,0	8,1	7,7	7,0	1,7	1,6	1,5	14,5	13,3	12,7	21%	21%	21%	1,7%	2,2%	2,4%
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	15,0	3,4	2,7	2,6	0,2	0,2	0,1	-	41,6	21,9	6%	6%	6%	-	0,7%	1,4%
<b>Maksimum</b>		11,4	16,8	11,1	1,7	1,6	1,5	18,7	41,6	21,9	21%	21%	21%	13,3%	11,1%	2,4%
<b>Minimum</b>		3,4	2,7	2,6	0,1	0,1	0,1	6,3	8,4	7,9	1%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>5,1</b>	<b>7,8</b>	<b>6,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>14,5</b>	<b>13,3</b>	<b>10,7</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	34,4	5,4	5,5	5,5	0,8	0,9	0,9	13,0	13,2	12,8	15%	16%	16%	1,2%	1,4%	1,4%
Atos Origin	33,9	5,6	6,5	5,9	0,5	0,5	0,5	14,4	17,4	14,0	9%	8%	9%	1,3%	0,3%	0,6%
CapGemini	33,2	4,3	5,3	5,0	0,4	0,4	0,4	9,8	13,5	12,7	10%	8%	9%	3,4%	2,4%	2,6%
IBM	116,3	7,8	8,2	7,7	1,7	1,8	1,8	13,4	12,8	11,7	21%	22%	23%	1,6%	1,7%	1,8%
Indra Sistemas	16,3	9,1	8,8	8,4	1,2	1,1	1,1	14,6	13,7	13,1	13%	13%	13%	3,6%	3,9%	4,1%
LogicaCMG	1,2	7,6	7,7	7,4	0,7	0,6	0,6	10,3	11,5	11,1	9%	8%	8%	2,6%	2,6%	2,9%
Microsoft	24,1	7,2	8,0	7,7	3,1	3,1	3,1	12,8	14,1	13,2	44%	39%	40%	1,8%	2,1%	2,1%
Oracle	21,6	10,6	9,4	9,5	4,8	4,6	4,5	17,0	15,2	14,5	45%	49%	48%	0,0%	0,1%	0,3%
SAP	33,9	11,5	11,2	9,9	3,3	3,4	3,2	19,0	19,2	16,8	28%	30%	32%	1,5%	1,5%	1,7%
TietoEnator	12,4	5,4	7,1	5,8	0,6	0,6	0,6	9,6	14,3	11,3	10%	9%	11%	4,2%	3,0%	4,3%
<b>Maksimum</b>		11,5	11,2	9,9	4,8	4,6	4,5	19,0	19,2	16,8	45%	49%	48%	4,2%	3,9%	4,3%
<b>Minimum</b>		4,3	5,3	5,0	0,4	0,4	0,4	9,6	11,5	11,1	9%	8%	8%	0,0%	0,1%	0,3%
<b>Mediana</b>		<b>7,4</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>13,2</b>	<b>13,9</b>	<b>12,9</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

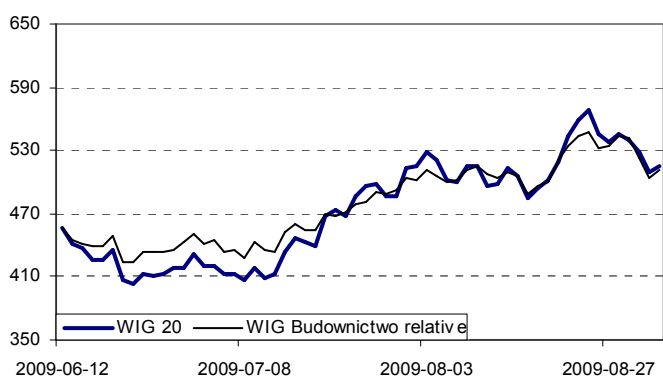
**Indeks WIG IT na tle MSCI**


Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek budowlanych /03.09.2009/**

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2008	2009	2010	2008	2009	2010		
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Budimex	70,9	11,0	8,4	9,4	0,4	0,5	0,4	17,3	11,5	13,5	4%	6%	4%	0,0%	8,2%	0,0%
Elektrobudowa	184,0	10,0	11,3	12,8	1,0	1,0	1,0	14,5	16,6	18,4	10%	9%	8%	1,4%	2,0%	1,8%
Erbud	49,0	8,5	9,2	8,9	0,6	0,6	0,5	59,3	15,2	14,5	7%	6%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Mostostal Warszawa	73,3	9,6	6,9	8,1	0,6	0,5	0,5	19,4	13,0	14,6	6%	7%	6%	0,0%	2,6%	3,8%
PBG	213,0	13,7	9,9	7,9	1,8	1,2	0,9	18,1	14,1	12,5	13%	12%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
Polimex Mostostal	4,1	8,5	7,7	7,7	0,6	0,5	0,5	16,3	12,3	14,2	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	5,1	4,5	5,6	0,4	0,4	0,4	11,4	9,7	12,5	8%	9%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	60,0	4,8	6,3	5,1	2,1	2,4	2,1	12,2	66,4	19,9	43%	38%	41%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	5,8	4,1	7,8	7,1	0,3	0,4	0,3	7,1	10,8	12,6	7%	5%	4%	0,0%	0,0%	0,0%
Maksimum		13,7	11,3	12,8	2,1	2,4	2,1	59,3	66,4	19,9	43%	38%	41%	1,4%	8,2%	3,8%
Minimum		4,1	4,5	4,8	0,3	0,4	0,3	7,1	9,7	11,9	4%	5%	4%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>16,3</b>	<b>13,6</b>	<b>13,8</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	90,6	7,1	17,0	13,6	1,6	2,8	2,6	11,7	8,4	21,0	23%	17%	19%	3,7%	3,4%	3,1%
AMEC	7,4	9,8	7,9	7,4	0,7	0,7	0,7	17,7	15,5	14,2	7%	8%	9%	2,0%	2,3%	2,5%
Bilfinger	43,1	3,5	3,6	3,6	0,1	0,1	0,2	8,9	10,6	10,9	4%	4%	4%	4,8%	4,2%	4,0%
Ferrovial	24,1	12,9	13,3	12,7	2,6	2,7	2,6	-	67,2	26,8	20%	20%	21%	4,9%	5,8%	5,8%
Hochtief	52,0	5,5	5,2	5,0	0,2	0,2	0,2	22,8	21,4	20,4	4%	4%	4%	2,7%	2,8%	2,8%
NCC	86,3	3,2	5,5	6,0	0,2	0,2	0,2	5,3	12,7	14,2	5%	4%	4%	5,8%	3,7%	3,6%
Skanska	100,0	5,2	6,4	6,8	0,2	0,2	0,2	11,9	17,3	18,4	4%	4%	4%	5,3%	5,0%	5,0%
Vinci	37,2	7,2	7,3	7,5	1,1	1,1	1,1	11,6	12,4	13,0	15%	14%	14%	4,4%	4,2%	4,1%
Maksimum		12,9	17,0	13,6	2,6	2,8	2,6	22,8	67,2	26,8	23%	20%	21%	5,8%	5,8%	5,8%
Minimum		3,2	3,6	3,6	0,1	0,1	0,2	5,3	8,4	10,9	4%	4%	4%	2,0%	2,3%	2,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>11,7</b>	<b>14,1</b>	<b>16,3</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,8%</b>

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

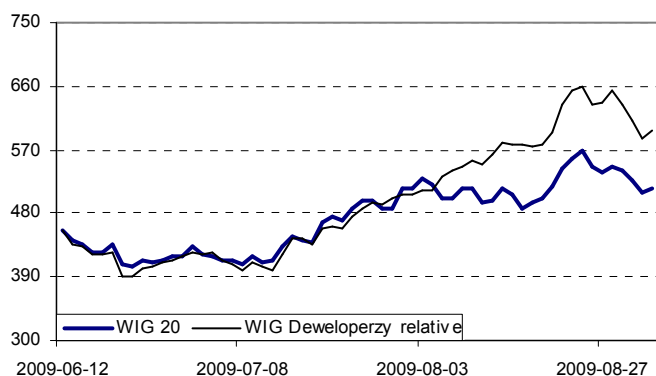
**Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)**


Źródło: Bloomberg

**Wycena spółek deweloperskich /03.09.2009/**

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	42,7	7,9	7,6	26,6	1,9	1,6	1,2	7,7	8,7	31,8	24%	22%	4%	4,8%	1,9%	0,0%
J.W. Construction	12,0	8,1	4,2	3,2	1,8	1,1	0,7	6,5	3,5	4,4	22%	26%	22%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	45,0	12,9	12,2	65,5	3,6	3,6	4,7	10,5	10,0	-	28%	30%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Maksimum		12,9	12,2	65,5	3,6	3,6	4,7	10,5	10,0	31,8	28%	30%	22%	4,8%	1,9%	0,0%
Minimum		7,9	4,2	3,2	1,8	1,1	0,7	6,5	3,5	4,4	22%	22%	4%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>7,6</b>	<b>26,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>7,7</b>	<b>8,7</b>	<b>18,1</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	2,3	3,4	45,3	56,7	0,5	0,8	0,9	3,0	-	-	16%	2%	2%	5,2%	0,0%	0,0%
JM AB	77,5	3,5	13,4	14,0	0,4	0,7	0,7	7,0	26,9	29,0	13%	5%	5%	3,8%	1,9%	1,9%
Kaufman & Broad	16,3	6,3	8,8	11,1	0,5	0,6	0,8	19,8	34,3	40,5	8%	7%	7%	9,2%	0,0%	0,0%
Nexity	26,5	7,8	9,6	11,0	0,7	0,8	0,9	9,2	13,7	15,8	9%	8%	8%	3,1%	3,1%	2,6%
Persimmon	4,8	9,7	33,2	30,3	1,2	1,5	1,5	15,4	-	-	12%	5%	5%	1,1%	0,0%	0,1%
Maksimum		9,7	45,3	56,7	1,2	1,5	1,5	19,8	34,3	40,5	16%	8%	8%	9,2%	3,1%	2,6%
Minimum		3,4	8,8	11,0	0,4	0,6	0,7	3,0	13,7	15,8	8%	2%	2%	1,1%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>13,4</b>	<b>14,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>9,2</b>	<b>26,9</b>	<b>29,0</b>	<b>12%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>3,8%</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 /03.09.2009/**

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	49,0	9,0	14,5	7,7	1,9	2,5	1,9	17,4	38,2	16,9	22%	17%	24%	0,0%	0,0%	0,5%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	33,3	4,2	7,3	4,5	0,5	0,6	0,5	7,7	-	7,8	12%	8%	12%	8,7%	0,0%	1,8%
Holmen	205,0	8,7	8,1	8,3	1,2	1,3	1,2	22,4	19,4	20,3	14%	15%	15%	-	4,4%	-
INTL Paper	22,1	5,4	6,2	6,3	0,6	0,7	0,6	11,2	-	52,5	11%	11%	10%	4,5%	2,0%	1,2%
M-Real	0,7	9,2	32,3	15,1	0,7	0,9	0,9	-	-	-	8%	3%	6%	7,1%	-	-
Norske Skog	11,0	7,9	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	7,8	7,3	1,6	1,6	1,5	10,2	18,6	19,6	25%	21%	21%	4,5%	3,8%	3,1%
Stora Enso	5,8	8,0	11,7	10,1	0,8	0,9	0,9	22,4	-	45,4	9%	8%	9%	-	2,6%	2,6%
Svenska	91,0	6,9	7,0	6,3	0,9	0,9	0,9	12,2	15,3	12,9	13%	13%	14%	4,8%	3,8%	3,9%
UPM-Kymmene	8,1	6,4	9,4	8,0	0,9	1,0	1,0	15,0	-	44,4	14%	11%	13%	5,6%	4,5%	4,5%
Maksimum		9,2	32,3	15,1	1,6	1,6	1,5	22,4	19,4	52,5	25%	21%	21%	8,7%	4,5%	4,5%
Minimum		4,2	6,2	4,5	0,5	0,6	0,5	7,7	15,3	7,8	8%	3%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>12,2</b>	<b>18,6</b>	<b>20,3</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,6%</b>

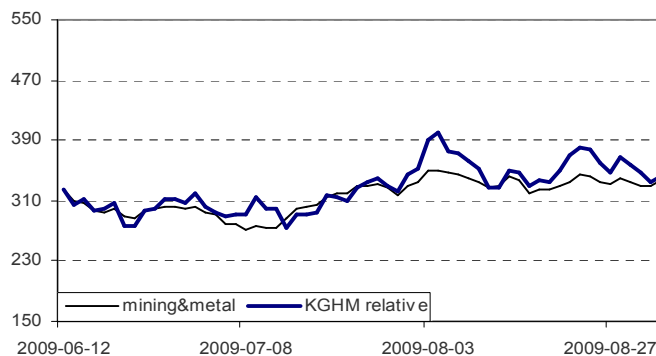
Źródło: DI BRE Banku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

**Wycena spółek górniczych /03.09.2009/**

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	83,0	3,6	4,8	6,0	1,3	1,5	1,5	5,7	7,3	9,0	36%	32%	25%	10,8%	14,1%	5,5%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	19,4	2,9	6,4	5,4	1,1	1,5	1,4	4,0	14,9	11,3	39%	24%	27%	6,7%	2,1%	1,7%
BHP Billiton	15,7	3,3	4,4	5,5	1,7	1,9	2,2	5,7	8,9	10,7	51%	43%	40%	3,9%	5,2%	5,3%
Freeport-MCMOR	64,5	4,7	8,8	7,2	1,8	2,9	2,6	12,3	56,8	21,1	38%	33%	36%	2,8%	0,0%	0,0%
Phelps Dodge	129,5	7,6	-	-	2,9	-	-	9,1	-	-	37%	-	-	0,8%	-	-
Rio Tinto	23,5	3,1	5,2	4,9	1,2	1,6	1,6	3,0	6,9	6,1	38%	31%	33%	5,8%	5,7%	5,8%
Southern Peru	28,1	8,4	21,1	13,5	4,6	8,5	6,5	14,7	44,0	23,7	55%	40%	48%	6,9%	1,6%	2,0%
Maksimum		8,4	21,1	13,5	4,6	8,5	6,5	14,7	56,8	23,7	55%	43%	48%	6,9%	5,7%	5,8%
Minimum		2,9	4,4	4,9	1,1	1,5	1,4	3,0	6,9	6,1	37%	24%	27%	0,8%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>4,0</b>	<b>6,4</b>	<b>5,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>7,4</b>	<b>14,9</b>	<b>11,3</b>	<b>39%</b>	<b>33%</b>	<b>36%</b>	<b>4,9%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,0%</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.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@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.