
Rynek akcji
Polska

Komentarz poranny

Departament Analiz:

M. Marczak (22 6974738); M. Jeżewska (22 6974737)
P. Grzybowski (22 6974717) M. Stokłosa (22 697 47 41)

K. Kliszcz (22 697 47 06)
J. Szkopek (22 697 47 40)

Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana
DJIA	10 366,7	+0,04%	FTSE 100	5 253,5	-0,33%	Miedź (LME)	6 725,0	+0,60%
S&P 500	1 095,2	-0,02%	WIG20	2 388,5	+0,34%	Ropa (Brent)	75,5	-0,53%
NASDAQ	2 249,8	+0,35%	BUX	22 909,4	+1,14%	USD/PLN	3,18	-0,47%
DAX	6 209,8	+0,30%	PX	1 174,8	+0,21%	EUR/PLN	4,05	-0,30%
CAC 40	3 637,8	+1,96%	PLBonds 10	5,83	+0,19%	EUR/USD	1,27	+0,15%

Informacje ze spółek i sektorów

Paliwa

Spadek popytu na paliwa w USA

Zapasy ropy w USA kolejny tydzień z rządu spadły o 5 mln baryłek, co wynikało przede wszystkim z dalszego wzrostu produkcji w amerykańskich rafineriach, które zwiększyły poziom wykorzystania mocy o 0,7 punktu procentowego do 90,5% (najwyższego od stycznia 2008). Rezerwy surowca nadal są jednak wyższe od 5-letniej średniej, podobnie jak zapasy paliw gotowych. Wczorajszy raport Departamentu Energii przyniósł ponadto niepokojące odczyty w zakresie popytu, który średnio obniżył się aż o 4% mimo trwającego sezonu transportowego. Spadek dotyczył zarówno benzyny (-3,9%), jak i średnich destylatów (-10,7%), co przy zwiększonej podaży doprowadziło do zwiększenia rezerw tych paliw odpowiednio o 0,7% i 1,8%. Na pewno takie dane nie będą sprzyjały marzom rafineryjnym w najbliższych tygodniach. (K. Kliszcz)

Energetyka

Wzrost popytu na energię w czerwcu o 5,5%

Według danych PSE zapotrzebowanie na energię w Polsce w czerwcu wzrosło r/r o 5,5% wobec 7,1% w maju. W tym czasie produkcja prądu zwiększyła się o 5,9% i podobnie jak w innych miesiącach tego roku wzrosty dotyczyły przede wszystkim elektrowni opalanych węglem kamiennym, które znacznie mniej ucierpiały na kryzysowym ograniczeniu popytu na energię. W całym II-gim kwartale dynamika konsumpcji w ujęciu r/r wyniosła 6% wobec +3,4% w 1Q'2010. Prawdopodobnie odczyty czerwcowe mogłyby być nieco lepsze gdyby nie powódź. Jeśli chodzi o kolejne miesiące to dynamika powinna się utrzymać, tym bardziej że obecna pogoda sprzyja zwiększonemu zużyciu prądu. (K. Kliszcz)

PKN ORLEN

Trzymaj – z dn. 08.04.10
Cena docelowa: 40,20 PLN

PGE

Kupuj – z dn. 30.03.10
Cena docelowa: 27,90 PLN

KGHM

Trzymaj – z dn. 27.05.10
Cena docelowa: 96,10 PLN

Egipcjanie również zainteresowani Polkomtelem

Weather Investments, znaczący akcjonariusz egipskiego operatora telekomunikacyjnego Orascom Telecom rozważa wejście na rynek polski. Orascom jest właścicielem włoskiej sieci Wind oraz greckiej Wind Hellas. Jest to kolejny podmiot zainteresowany przejęciem polskiego operatora. Wcześniej trzy międzynarodowe fundusze typu private equity (Blackstone, APAX i Texas Pacific Group) wyraziły zainteresowanie zakupem akcji Polkomtela.

Mostostal Warszawa

Akumuluj – z dn. 06.05.10
Cena docelowa: 76,80 PLN

Najniższa oferta

Gazeta Giełdy Parkiet poinformowała, że Mostostal Warszawa w konsorcjum z Acciona Infraestructuras zaproponował najniższą cenę w przetargu na rozbudowę fragmentu drogi S7 (641,6 mln PLN brutto).

Polnord

Kupuj – z dn. 02.06.10
Cena docelowa: 51,60 PLN

Polnord chce przyspieszyć realizację Wyspy Spichrzów

Polnord poinformował o planach przyspieszenia realizacji projektu na Wyspie Spichrzów w Gdańsku. Dwa pierwsze etapy inwestycji mogłyby być realizowane równolegle i zakończyć się w połowie 2012 roku. Dotychczas inwestycja związana z wyspą Spichrzów planowana była na rok 2014. Jeśli Spółka rozpocznie realizację pierwszych dwóch etapów na wiosnę 2011 to mogą być one gotowe w połowie 2012 roku – poinformował Prezes Wojciech Czurzyński. Pierwsze dwa etapy inwestycji realizowane będą wraz z miastem przez spółkę zależną. Prezes zakłada, że wkład Polnordu wyniesie 59 mln PLN, miasto wniesie działkę o wartości 59 mln PLN, a banki udziela kredytu o wartości 100-120 mln PLN. W kolejnych miesiącach spółka rozpocznie również budowę

400 mieszkań, co na koniec 2010 roku da 2100 mieszkań. Prezes poinformował dodatkowo, że Spółka nadal oczekuje na decyzję UKOIK dotyczącej współpracy z GTC przy budowie galerii handlowej w warszawskim Wilanowie (60 tys mkw o wartości 250 mln EUR). Prezes dodał, że jak na razie Spółka nie planuje kolejnej emisji obligacji zamiennych.

Pozostałe wiadomości ze spółek

Amrest	Przychody AmRestu spadły w II kw. '10 o 2,51 proc. do 500,9 mln zł z 513,8 mln zł rok wcześniej. Największym czynnikiem wpływającym na wyniki sprzedaży było, podobnie jak w pierwszym kwartale 2010, umocnienie się PLN do walut lokalnych.
BOŚ, Budimex	BOŚ zawarł z Budimexem umowę kredytową o wartości 100 mln PLN. Umowa zawarta 14 lipca dotyczy ustanowienia limitu zaangażowania w formie linii odnawialnej na udzielanie gwarancji bankowych. Umowa została zawarta na kwotę 100.000.000,00 PLN na okres 12 miesięcy.
Eurofaktor	Oddalenie zażalenia spółki na postanowienie Sądu Okręgowego w Katowicach. Postanowienie dotyczy sprawy z powództwa Eurofaktor S.A. przeciwko Zakładom Metalowym Polmetal sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej o zapłatę. Przyczyną oddalenia wniosku spółki jest ogłoszenie upadłości likwidacyjnej ZM Polmetal Sp. z o.o.
FAM	Umorzono postępowanie o stwierdzenie nieważności lub uchylene uchwał WZA z lutego 2009r z powództwa Aleksandra Grota przeciwko Spółce. Postanowienie jest nieprawomocne.
Impexmetal	XII Transza w realizowanym przez spółkę programie buy-backu wyniesie 4 mln sztuk.
IT	MSWiA w III kw. planuje przetarg na Ogólnokrajowy Cyfrowy System Łączności Radiowej za ok. 0,5 mld PLN. Obecnie trwają analizy w sprawie wyboru technologii w jakiej ma on działać. Może to być jeden z największych tegorocznych przetargów w branży teleinformatycznej.
KGHM	Gazeta Wyborcza na swoich stronach podaje, że KGHM za trzy lata czeka rewolucja technologiczna. Dzięki nowym maszynom wydobycie miedzi i srebra ma być tańsze o 30 proc., a do pracy będzie potrzebna pięciokrotnie mniej ludzi, niż obecnie. To wszystko pod warunkiem, że do 2013 roku amerykańsko-niemiecka firma Bucyrus dostarczy spółce prototyp nowego kombajnu. Jeśli do lutego 2013 roku maszyna przejdzie pomyślnie wszystkie testy, to kilka miesięcy później zacznie się eksploatacja złoża Głogów Głęboki, którego pokłady leżą poniżej 1500 metrów.
Mieszko	Nowy prezes zapowiada walkę o wzrost obrotów i zysku. Spółka zamierza umocnić pozycję na rynkach wschodnich. Spółka nie wyklucza też akwizycji.
PKO BP	Jeżeli przejęcie BZ WBK przez PKO BP zostałyby zrealizowane, to największy polski bank powinien rozważyć wyjście z Banku Pocztowego.
Sobet	Sobet zamierza przeprowadzić split akcji. Po podziale wartość nominalna jednej akcji ma obniżyć się do 20 groszy z 1 zł obecnie. WZA w tej sprawie zaplanowano na 16 sierpnia. Planowane jest też przeprowadzenie emisji do 3.492.500 akcji serii D, z prawem poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy.
Tauron	Tauron Ekoenergia ogłosiła zamówienie na Farmę Wiatrową Wicko o mocy 40 MW za 200 mln PLN. Przedmiotem zamówienia jest także finansowanie inwestycji w formie leasingu. Koszt inwestycji szacowany jest na ponad 200 mln PLN.
TU Europa	Spółka zał. otrzymała od jednego z Banków Umowę grupowego ubezpieczenia na życie i dożycie Klientów Banku. Umowę zawarto 12 lipca, a szacowany przypis składki brutto z Umowy w okresie 5 lat wynosi 46 mln PLN.
ZEG	Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji ZEG. Zabrzeńskie Zakłady Mechaniczne, będące akcjonariuszem Zakładu Elektroniki Górniczej ZEG SA, przystąpią do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji ZEG przez pozostałych akcjonariuszy.

Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

Bakalland	Dom maklerski nabył 14 lipca w ramach realizowanego na rzecz spółki buy-backu 1 535 akcji po śr. cenie 6,05 PLN.
DM IDM	Spółka nabyła celem dalszej odsprzedaży 270 tys. akcji własnych po śr. cenie 2,77 PLN za akcję.
Elzab	Novitus nabył na podstawie umów cywilno-prawnych pakiet dający 2,24% udział w KZ spółki.

HMSG <NC>	Janusz Paszek zwiększył 6 lipca udział w KZ do 7,25%, przekraczając próg 5% akcji.
NKT Cables	NKT Cables A/S zwiększył w wyniku objęcia akcji w subskrypcji prywatnej oraz w związku z wcześniejszymi nabyciami udział w KZ do 90,52% z 87,44% wcześniej.
Teta	Spółka InsERT sprzedała w wyniku odpowiedzi na wezwanie ogłoszone przez Unit 4, pakiet 3.35% akcji. Unit 4 N.V. zwiększył w wyniku ogłoszonego wezwania udział w KZ do 93,01%.
Zuk	Członek RN nabył w dniach 7-8 lipca 1300 akcji po 9 PLN za akcję.

Kalendarium spółek

Czwartek /15.07.10/

AGORA	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,50 zł na akcję.
CYFROWY POLSAT	Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 0,57 zł na akcję.
ERBUD	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,48 zł na akcję.
RAFAKO	Kontynuacja WZA przerwane 15 czerwca.

Piątek /16.07.10/

QUMAK-SEKOM	Dzień ustalenia prawa do 1 zł dywidendy na akcję.
-------------	---

Poniedziałek /19.07.10/

CYFROWY POLSAT	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,57 zł na akcję.
----------------	---

Wtorek /20.07.10/

ERBUD	Proponowany dzień wypłaty dywidendy.
-------	--------------------------------------

Środa /21.07.10/

APATOR	Dzień wypłaty drugiej transzy dywidendy 0,30 zł (z łącznej kwoty 0,50 zł) na akcję.
--------	---

Kalendarium makro

Czwartek /15.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Indeks Produkcyjny Empire State	Lipiec		19,6
14:30	USA	Bazowa inflacja PPI	Czerwiec	0,1% m/m	0,2% m/m
14:30	USA	Inflacja PPI	Czerwiec	-0,1% m/m	-0,3% m/m; 5,3% r/r
15:15	USA	Wykorzystania mocy produkcyjnych	Czerwiec	74,2% m/m	74,7% m/m; -1,3% r/r
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	Czerwiec	0% m/m	1,2% m/m; 7,6% r/r
16:00	USA	Indeks Fed z Filadelfii	Lipiec	10,0	8,0
16:30	USA	Zapasy gazu ziemnego	Lipiec		2762 mld

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: JP Morgan Chase, Fairchild, Novartis.

Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: AMD, Google.

Piątek /16.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Eksport	Maj		122 mld
11:00	UE	Import	Maj		120,6 mld
11:00	UE	Bilans handlu zagranicznego	Maj		1,4 mld
14:00	Polska	Przeciętne wynagrodzenie	Czerwiec		4,8% r/r
14:30	USA	Bazowa inflacja CPI	Czerwiec	0,1% m/m	0,1% m/m; 0,9% r/r
14:30	USA	Inflacja CPI	Czerwiec	0% m/m	-0,2% m/m; 2% r/r
15:00	USA	Napływ długoterminowych kapitałów netto	Maj		0,9%
15:00	USA	Napływ kapitałów netto	Maj		15,0 mld
15:55	USA	Indeks zaufania konsumentów Uniwersytetu Michigan (P)	Maj	75,0	76,0

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Bank Of America, Citigroup, General Electric.

Poniedziałek /19.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:00	UE	Bilans obrotów kapitałowych	Maj		-0,2 mld
10:00	UE	Bilans obrotów bieżących (SA)	Maj		-5,1 mld
10:00	UE	Bilans obrotów finansowych	Maj		8,2 mld
11:00	UE	Zamówienia budowlane	Maj		-0,3% m/m; -6,1% r/r
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa	Czerwiec		2,0% m/m; 14,0% r/r
14:00	Polska	Produkcja manufakturowa	Czerwiec		3,2% m/m; 15,0% r/r
14:00	Polska	Inflacja PPI	Czerwiec		1,6% m/m; 1,5% r/r
16:00	USA	NAHB Indeks rynku nieruchomości	Lipiec		17

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Halliburton.

Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: IBM

Wtorek /20.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:00	Polska	Bazowa inflacja CPI	Czerwiec		0,1% m/m; 1,6% r/r
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	Czerwiec		574 tys. m/m
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	Czerwiec		593 tys. m/m
		Stopa procentowa			0,5%

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Bank Of New York, Goldman Sachs, Johnson & Johnson, Pepsico.

Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Altera, Apple, Juniper Networks, Yahoo.


Środa /21.07.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
		Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Check Point Software, Coca Cola, EMC, Wells Fargo.			
		Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Altria, Ebay, Qualcomm.			


Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Akumuluj	18,80	16,65	2010-05-06	16,90	9,7
ACTION	Akumuluj	18,49	18,65	2010-07-05	17,10	11,9
AGORA	Trzymaj	24,70	23,10	2010-05-27	24,76	19,8
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,35	2010-05-10	4,65	10,0
ASSECO POLAND	Kupuj	70,60	57,00	2010-04-06	57,60	13,1
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	59,35	2010-05-11	57,50	4,8
BUDIMEX	Redukuj	78,30	90,25	2010-07-05	89,90	12,4
BZWBK	Trzymaj	200,50	192,40	2010-04-07	216,50	14,1
CENTRUM KLIMA	Kupuj	14,65	13,35	2010-05-06	12,00	14,3
CERSANIT	Trzymaj	13,43	13,20	2010-06-04	14,00	15,6
CEZ	Trzymaj	140,30	141,60	2010-03-03	133,90	10,1
CIECH	Kupuj	39,20	23,10	2010-06-02	27,00	9,1
COMARCH	Trzymaj	93,10	81,50	2010-07-05	81,00	16,5
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,90	2010-03-25	15,79	13,1
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	48,15	2010-07-05	44,80	44,1
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	168,50	2010-03-12	171,00	16,3
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	81,80	2010-03-09	77,50	16,0
ENEA	Kupuj	21,24	18,01	2010-06-02	18,17	12,2
ERBUD	Akumuluj	54,60	51,95	2010-07-05	50,00	12,7
EUROCASH	Redukuj	18,60	22,60	2010-05-06	20,61	24,3
FAMUR	Trzymaj	2,03	1,95	2010-05-28	2,00	16,4
GETIN	Trzymaj	10,34	9,54	2010-05-06	10,19	12,5
GTC	Trzymaj	23,90	23,19	2010-05-28	23,80	6,8
HANDLOWY	Kupuj	87,10	75,10	2010-06-02	75,00	15,5
ING BSK	Trzymaj	749,00	789,00	2010-04-07	766,00	15,2
J.W. CONSTRUCTION	Utajniona do dnia			2010-07-15		
KĘTY	Trzymaj	100,71	106,00	2010-07-06	103,00	13,5
KGHM	Trzymaj	96,10	95,00	2010-05-27	93,70	5,7
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	13,74	2009-12-08	11,39	15,0
KOPEX	Trzymaj	18,46	16,95	2010-05-28	18,90	15,6
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,59	2010-04-07	14,60	32,9
LOTOS	Redukuj	26,50	30,40	2010-04-07	31,40	10,1
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	76,00	2010-05-19	72,45	13,9
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,69	2010-04-27	4,84	19,3
MONDI	Trzymaj	67,30	74,40	2010-06-02	67,90	19,0
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	76,80	67,10	2010-05-06	68,30	12,5
NETIA	Trzymaj	4,30	4,90	2009-11-06	4,36	51,0
PBG	Redukuj	194,00	218,50	2010-06-02	213,40	14,5
PEKAO	Trzymaj	172,80	161,00	2010-03-05	165,50	15,9
PGE	Kupuj	27,90	21,29	2010-03-30	23,00	11,7
PGNiG	Kupuj	4,32	3,47	2010-06-14	3,45	12,1
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	38,60	2010-04-08	39,40	10,6
PKO BP	Trzymaj	40,10	39,09	2010-03-17	39,07	15,8
POLICE	Trzymaj	5,50	5,00	2010-06-02	5,39	
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	5,16	4,60	2010-06-02	4,44	13,6
POLNORD	Kupuj	51,60	34,95	2010-06-02	37,70	22,6
PZU	Trzymaj	358,80	370,00	2010-05-11	312,50	14,1
RAFAKO	Kupuj	14,00	12,75	2010-07-05	11,95	17,3
SYGNITY	Kupuj	18,20	12,88	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	16,10	15,25	2010-04-23	16,35	17,7
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,14	2010-05-06	4,14	15,8
TVN	Trzymaj	16,69	16,50	2010-05-19	18,00	19,6
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	82,20	70,00	2010-07-05	73,00	14,8
UNIBEP	Akumuluj	9,00	8,15	2010-05-14	7,90	14,1
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	67,90	2010-01-06	80,90	15,7

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /14.07.2010/

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE BANKI													
BZ WBK	192,4	15,8	14,1	11,1	16%	16%	18%	2,4	2,1	1,8	0,0%	2,1%	2,3%
Getin	9,5	24,6	12,5	10,0	7%	13%	14%	1,8	1,6	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	75,1	19,5	15,5	11,3	9%	10%	13%	1,6	1,5	1,5	0,0%	5,0%	5,2%
ING BSK	789,0	17,3	15,2	11,1	13%	13%	15%	2,1	1,8	1,6	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,6	122,5	32,9	9,6	1%	5%	15%	1,6	1,6	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,7	2662,2	19,3	10,9	0%	9%	12%	1,4	1,4	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	161,0	17,5	15,9	13,4	14%	14%	16%	2,3	2,2	2,1	0,0%	1,8%	5,0%
PKO BP	39,1	21,2	15,8	11,3	13%	15%	18%	2,4	2,2	2,0	2,6%	2,0%	3,2%
Mediana		20,3	15,6	11,1	11%	13%	15%	1,9	1,7	1,5	0,0%	0,9%	1,2%
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
AIB	0,9	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	16,2	9,4	7,0	4%	6%	8%	0,5	0,6	0,5	3,7%	4,6%	6,3%
Citigroup	4,2	-	13,6	9,6	-	6%	8%	0,8	0,8	0,7	0,2%	0,1%	0,5%
Commerzbank	6,5	-	-	13,0	-	-	6%	0,6	0,7	0,7	0,0%	0,0%	0,2%
ING	7,0	26,2	7,4	5,7	1%	10%	11%	0,8	0,6	0,6	0,1%	0,3%	2,1%
KBC	34,8	-	8,7	7,3	-	15%	15%	1,1	0,9	0,9	0,0%	2,2%	3,2%
UCI	2,1	21,1	17,6	8,8	3%	4%	7%	0,6	0,6	0,6	1,2%	2,2%	4,4%
Mediana		21,1	9,4	8,1	3%	6%	8%	0,6	0,6	0,6	0,1%	0,3%	2,1%
ZAGRANICZNE BANKI													
BEP	4,8	8,6	10,8	8,4	10%	7%	9%	0,8	0,8	0,7	5,7%	4,6%	5,9%
Deutsche Bank	50,0	7,4	7,4	6,3	13%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	1,8%	2,0%	3,4%
Erste Bank	30,0	11,8	12,6	8,5	9%	8%	10%	1,0	0,9	0,9	1,6%	2,0%	2,5%
Komercni B.	3611,0	12,6	11,8	10,5	17%	17%	18%	2,1	1,9	1,8	4,5%	5,1%	5,9%
OTP	5319,0	10,0	9,3	6,7	13%	12%	15%	1,2	1,1	1,0	0,9%	2,8%	4,8%
Santander	10,1	9,5	9,4	8,0	14%	13%	15%	1,2	1,2	1,1	5,5%	5,7%	6,4%
Turkiye Garanti B.	7,5	11,3	9,5	8,5	24%	23%	21%	2,5	2,0	1,7	1,2%	2,0%	2,6%
Turkiye Halk B.	12,1	9,7	8,7	7,8	31%	28%	25%	2,8	2,2	1,8	3,4%	3,5%	4,1%
Sberbank	2,7	98,4	13,0	7,9	2%	16%	23%	2,4	2,0	1,6	0,2%	0,8%	1,7%
VTB Bank	5,2	-	40,2	12,6	-	2%	12%	1,6	1,6	1,4	0,3%	0,4%	1,3%
Mediana		10,0	10,2	8,2	13%	13%	15%	1,4	1,4	1,2	1,7%	2,4%	3,8%

Wycena spółek ubezpieczeniowych /14.07.2010/

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI													
PZU	370,0	8,5	14,1	11,9	25%	20%	21%	2,8	2,5	2,2	-	2,9%	3,2%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI													
Vienna Insurance G.	36,0	13,1	11,8	10,2	9%	9%	10%	1,1	1,1	1,0	3,1%	2,9%	3,3%
Uniq	14,4	31,3	13,7	11,0	4%	7%	9%	1,5	1,4	1,3	1,9%	2,5%	2,9%
Aegon	4,7	-	9,7	6,8	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,8%	3,3%
Allianz	86,8	8,7	8,0	7,3	12%	12%	12%	1,0	0,9	0,8	4,5%	5,2%	5,6%
Aviva	3,6	6,3	6,2	5,3	13%	15%	17%	0,9	1,0	0,9	6,8%	7,4%	7,9%
AXA	13,8	9,2	7,4	6,5	9%	10%	10%	0,7	0,6	0,6	3,7%	5,4%	6,4%
Baloise	80,0	8,6	8,0	7,3	12%	11%	11%	0,9	0,8	0,8	5,6%	5,8%	6,1%
Generali	93,6	16,8	13,7	12,2	8%	8%	9%	1,3	1,3	1,1	2,8%	2,9%	3,0%
Helvetia	320,0	9,3	7,9	7,3	11%	12%	12%	1,0	0,9	0,8	4,3%	4,7%	5,0%
Mapfre	2,5	7,6	8,0	7,7	17%	14%	14%	1,2	1,1	1,0	6,1%	6,1%	6,4%
RSA Insurance	1,2	9,6	9,4	8,7	12%	14%	14%	1,2	1,2	1,1	6,5%	6,9%	7,3%
Zurich Financial	245,5	10,6	8,7	8,1	13%	14%	14%	1,3	1,2	1,1	4,9%	6,3%	6,5%
Mediana		9,3	8,4	7,5	12%	11%	12%	1,0	1,0	0,9	4,4%	5,3%	5,9%

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

Wycena spółek paliwowych /14.07.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	30,4	12,9	12,7	8,0	0,7	0,6	0,5	4,5	10,1	6,9	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	38,6	8,0	7,4	6,6	0,4	0,4	0,4	12,6	10,6	11,0	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	1,9%
MOL	20700,0	9,8	7,1	6,1	1,3	0,9	0,8	23,9	11,7	8,8	13%	13%	14%	1,6%	2,2%	3,2%
OMV	25,8	4,5	3,4	3,0	0,7	0,6	0,5	10,7	7,0	5,6	14%	17%	17%	3,4%	3,9%	4,3%
Hellenic Petroleum	6,1	7,6	7,4	6,5	0,5	0,4	0,4	9,1	10,0	8,0	7%	6%	6%	7,3%	7,3%	7,7%
Tupras	31,3	6,6	5,9	5,2	0,4	0,3	0,2	10,1	9,0	8,3	5%	5%	5%	8,1%	9,0%	9,3%
Unipetrol	200,0	13,0	8,0	6,3	0,6	0,5	0,4	-	49,6	20,1	5%	6%	7%	0,1%	3,6%	4,9%
Mediana		8,0	7,4	6,3	0,6	0,5	0,4	10,4	10,1	8,3	5%	6%	6%	1,6%	3,6%	4,3%
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	3,5	7,5	6,3	6,3	1,1	1,1	1,2	17,0	12,1	12,8	15%	18%	18%	0,7%	2,3%	3,3%
Gazprom	157,5	4,7	3,7	3,2	1,6	1,4	1,2	5,5	4,5	3,8	34%	39%	38%	1,4%	1,7%	2,0%
GDF Suez	25,6	6,7	6,4	5,9	1,2	1,1	1,1	12,8	12,7	11,3	17%	18%	19%	5,9%	6,0%	6,3%
Gas Natural SDG	12,7	8,1	7,2	6,9	1,9	1,8	1,7	8,9	8,7	8,3	24%	25%	25%	6,1%	6,6%	7,1%
Mediana		7,1	6,4	6,1	1,4	1,3	1,2	10,8	10,4	9,8	21%	21%	22%	3,7%	4,2%	4,8%

Wycena spółek energetycznych /14.07.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	141,6	6,7	7,3	7,6	3,1	3,3	3,4	9,2	10,1	10,2	46%	46%	45%	5,6%	6,2%	5,6%
ENEA	18,0	6,2	4,2	4,9	1,0	0,8	0,9	15,5	12,2	12,1	16%	18%	18%	2,6%	3,2%	4,1%
PGE	21,3	5,7	5,8	6,0	2,1	2,0	2,1	10,9	11,7	11,1	37%	35%	36%	3,3%	3,6%	4,3%
E.ON	23,1	6,2	6,1	6,0	1,0	1,0	1,0	7,9	8,3	8,1	16%	16%	16%	6,5%	6,6%	6,8%
EDF	31,7	6,4	5,9	5,5	1,6	1,5	1,5	15,5	14,8	12,7	25%	26%	27%	3,7%	3,7%	4,1%
Endesa	18,6	5,8	5,9	5,9	1,9	1,7	1,7	7,6	8,7	8,7	32%	30%	29%	7,4%	6,0%	6,0%
ENEL SpA	3,7	6,4	6,2	6,1	1,6	1,5	1,5	7,4	8,4	8,2	25%	25%	24%	7,3%	7,1%	7,3%
Fortum	18,7	9,6	9,4	9,5	4,1	4,0	3,9	12,7	12,4	12,8	43%	42%	41%	5,0%	5,2%	5,3%
Iberdrola	5,2	8,5	8,0	7,5	2,2	2,3	2,2	10,2	10,2	9,6	27%	28%	29%	6,2%	6,2%	6,3%
RWE AG	55,1	5,0	4,5	4,3	0,9	0,8	0,8	8,7	7,8	7,8	18%	19%	19%	6,4%	6,7%	6,9%
Mediana		6,3	6,0	6,0	1,7	1,6	1,6	9,7	10,1	9,9	26%	27%	28%	5,9%	6,1%	5,8%

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

Wycena spółek nawozowych i chemicznych /14.07.2010/


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
SPÓŁKI NAWOZOWE																
POLICE	5,0	-	10,4	5,8	0,3	0,4	0,3	-	-	14,5	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	67,9	8,2	6,5	3,0	0,6	0,5	0,4	19,1	15,7	5,7	7%	8%	14%	15,0%	1,3%	1,6%
Acron	26,0	7,8	5,8	5,3	1,7	1,4	1,2	8,9	7,0	6,9	22%	24%	23%	1,9%	3,0%	4,2%
Agrium	45,5	10,1	6,4	5,4	0,9	0,9	0,8	18,5	9,8	7,9	9%	14%	15%	0,3%	0,2%	0,2%
DSM	34,8	3,6	3,5	3,5	1,4	1,4	1,4	38,2	31,0	29,2	38%	40%	40%	2,0%	2,3%	2,5%
K+S	38,3	19,6	8,9	6,9	2,3	1,7	1,6	66,1	16,9	11,6	12%	19%	23%	0,7%	2,4%	3,6%
Silvinit	18000,0	6,8	6,6	4,9	4,7	4,0	3,2	10,4	10,2	7,2	68%	61%	64%	1,8%	1,3%	2,4%
Uralkali	3,8	14,2	9,7	7,3	7,5	5,3	4,3	23,2	6,5	4,7	53%	55%	59%	1,4%	3,1%	6,0%
Yara	211,2	15,0	7,7	7,6	1,2	1,1	1,1	25,6	11,7	10,3	8%	15%	14%	2,1%	2,5%	2,8%
Mediana		9,1	6,6	5,4	1,4	1,4	1,2	21,2	10,9	7,9	17%	19%	23%	1,8%	2,3%	2,5%
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	23,1	5,6	4,8	4,3	0,6	0,6	0,5	-	9,1	5,7	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	44,9	7,3	6,8	6,2	0,9	0,9	0,9	17,4	14,5	12,4	13%	14%	14%	3,0%	3,3%	3,7%
BASF	46,4	7,8	5,8	5,4	1,1	1,0	0,9	22,2	12,8	11,4	14%	17%	17%	3,3%	4,1%	4,4%
Croda	11,2	12,1	9,8	9,1	2,0	1,9	1,8	22,1	15,6	14,3	17%	20%	20%	1,9%	2,2%	2,5%
Dow Chemical	27,0	10,0	7,3	6,4	1,2	1,0	0,9	52,4	16,1	10,4	12%	14%	15%	3,3%	2,9%	2,9%
Rhodia	15,9	6,4	4,1	3,8	0,7	0,6	0,6	-	9,7	7,5	11%	15%	15%	0,1%	1,8%	2,3%
Sisecam	1,8	5,9	5,0	4,3	1,1	1,0	0,9	15,6	10,1	6,9	19%	21%	22%	0,0%	1,1%	2,2%
Soda Sanayii	1,6	5,3	5,9	4,2	1,1	1,0	0,8	8,1	6,7	3,9	20%	16%	18%	-	6,0%	8,1%
Solvay	72,0	6,8	9,9	8,9	1,0	1,3	1,2	12,3	23,4	18,0	14%	13%	14%	3,6%	3,6%	3,8%
Tata Chemicals	325,3	6,1	7,1	6,8	1,0	1,4	1,3	10,6	11,5	10,2	16%	19%	19%	2,7%	2,6%	2,6%
Tessenderlo Chemie	22,8	15,7	5,8	4,6	0,5	0,4	0,4	-	26,3	11,1	3%	7%	9%	5,3%	5,5%	5,7%
Wacker Chemie	130,0	11,3	6,9	6,1	1,9	1,7	1,5	38,1	17,1	14,1	17%	24%	25%	0,9%	1,5%	1,8%
Mediana		7,1	6,3	5,7	1,0	1,0	0,9	17,4	13,6	10,7	14%	16%	16%	2,7%	2,7%	2,7%

Wycena europejskich operatorów narodowych /14.07.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
Netia	4,9	6,1	5,0	4,3	1,1	1,1	1,0	21,5	51,0	24,4	19%	21%	22%	-	2,0%	4,1%
TPSA	15,3	3,9	4,5	4,4	1,5	1,6	1,7	15,9	17,7	16,9	38%	36%	37%	9,8%	9,8%	9,8%
Mediana		5,0	4,7	4,4	1,3	1,3	1,3	18,7	34,3	20,7	28%	29%	30%	10%	6%	7%
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Belgacom	27,2	5,7	5,2	5,7	1,8	1,7	1,7	10,6	10,6	11,0	32%	32%	30%	7,7%	8,0%	8,0%
Cesky Telecom	437,0	5,1	5,5	5,5	2,3	2,4	2,4	12,5	12,9	12,4	44%	43%	43%	10,5%	9,0%	8,9%
Hellenic Telekom	6,6	3,9	4,2	4,2	1,4	1,5	1,5	6,5	7,4	6,8	36%	35%	35%	10,6%	8,3%	8,9%
Matav	698,0	4,3	4,6	4,7	1,7	1,8	1,8	9,0	9,8	9,9	39%	39%	39%	10,6%	10,6%	10,7%
Portugal Telecom	8,2	5,7	5,4	5,3	2,1	1,9	1,9	13,4	13,2	11,6	36%	35%	36%	7,0%	7,1%	7,2%
Telecom Austria	9,1	4,2	4,6	4,7	1,6	1,6	1,7	11,3	13,5	11,9	37%	35%	35%	8,3%	8,3%	8,3%
Mediana		4,7	4,9	5,0	1,8	1,7	1,8	10,9	11,8	11,3	36%	35%	36%	9,4%	8,3%	8,6%
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	1,4	4,6	4,0	3,9	1,0	1,1	1,1	10,2	9,6	8,9	22%	27%	27%	5,7%	4,8%	5,3%
DT	10,1	4,4	4,6	4,6	1,4	1,4	1,5	15,1	13,9	13,5	32%	32%	32%	7,7%	7,2%	7,2%
FT	15,1	4,5	4,9	4,9	1,5	1,7	1,7	8,9	8,7	8,4	33%	35%	35%	9,3%	9,2%	9,2%
KPN	10,8	5,5	5,3	5,3	2,1	2,1	2,1	11,8	9,6	9,1	38%	40%	40%	6,4%	7,4%	7,9%
Sw isscom	393,5	6,3	6,5	6,5	2,5	2,5	2,5	10,4	11,0	10,7	40%	38%	39%	5,7%	5,9%	6,2%
TELEFONICA	16,5	5,4	5,5	5,4	2,1	2,1	2,1	9,6	9,2	8,8	40%	39%	39%	7,0%	8,5%	9,4%
TeliaSonera	54,0	8,3	7,8	7,6	2,7	2,7	2,7	12,4	11,7	11,0	33%	35%	35%	3,9%	4,7%	5,1%
TI	1,0	4,9	4,9	4,8	2,0	2,0	2,0	9,5	8,6	8,1	41%	41%	42%	5,4%	5,8%	6,4%
Mediana		5,1	5,1	5,1	2,0	2,1	2,1	10,3	9,6	9,0	36%	37%	37%	6,1%	6,5%	6,8%

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

Wycena spółek IT /14.07.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
AB	16,7	7,7	7,0	6,3	0,1	0,1	0,1	10,0	9,7	8,8	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	18,7	6,9	8,5	7,3	0,1	0,2	0,2	10,3	11,9	9,6	2%	2%	2%	7,4%	1,9%	1,7%
ASBIS	4,4	15,0	5,5	4,4	0,1	0,1	0,1	-	10,0	6,7	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	57,0	7,5	7,5	7,0	1,6	1,5	1,4	11,8	13,1	12,3	21%	20%	20%	2,5%	2,3%	2,4%
COMARCH	81,5	9,7	8,7	6,4	0,8	0,8	0,7	19,5	16,5	12,7	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	13,7	15,0	9,6	6,6	0,1	0,2	0,1	52,2	15,0	9,8	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	12,9	-	8,7	4,8	0,3	0,3	0,2	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		8,7	8,5	6,4	0,1	0,2	0,2	11,8	12,5	9,7	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Accenture	40,1	7,6	7,6	7,1	1,2	1,2	1,1	15,1	15,2	13,3	15%	15%	15%	1,2%	2,4%	2,0%
Atos Origin	34,9	5,7	5,3	4,7	0,5	0,5	0,5	16,0	13,2	10,7	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,8%
CapGemini	37,4	6,9	7,2	5,9	0,6	0,6	0,6	19,0	20,2	14,7	8%	8%	10%	2,1%	2,3%	2,7%
IBM	130,7	8,0	7,5	7,0	1,9	1,8	1,7	13,2	11,6	10,6	24%	24%	25%	1,6%	1,7%	1,9%
Indra Sistemas	12,6	6,9	6,8	6,4	0,9	0,9	0,9	10,4	10,2	9,5	13%	13%	14%	5,2%	5,4%	5,8%
LogicaCMG	1,1	7,5	6,5	6,1	0,6	0,6	0,6	10,5	9,3	8,6	8%	9%	9%	2,7%	3,0%	3,3%
Microsoft	25,4	8,2	7,5	6,8	3,2	3,1	2,9	15,1	12,3	10,9	39%	42%	42%	2,0%	2,1%	1,7%
Oracle	23,9	10,6	9,0	7,9	5,1	4,3	3,4	16,8	14,8	12,6	48%	48%	43%	0,1%	0,8%	0,9%
SAP	37,7	14,0	12,0	10,9	4,3	4,0	3,7	22,2	18,6	16,6	30%	33%	34%	1,3%	1,5%	1,7%
TietoEnator	13,9	6,7	5,8	5,1	0,6	0,6	0,6	13,1	11,2	9,5	9%	11%	12%	3,1%	4,2%	5,0%
Mediana		7,5	7,4	6,6	1,0	1,0	1,0	15,1	12,8	10,8	14%	14%	15%	1,8%	2,2%	1,9%

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

Wycena spółek mediowych /14.07.2010/

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011		
POLSKIE SPÓŁKI																
AGORA	23,1	7,4	6,3	5,9	0,9	0,9	0,8	30,7	19,8	19,0	12%	14%	13%	1,6%	2,5%	2,6%
CYFROWY POLSAT	14,9	12,0	8,8	7,6	3,1	2,7	2,5	16,8	13,1	11,7	26%	30%	33%	5,0%	3,9%	5,0%
TVN	16,5	9,4	11,7	9,6	3,5	3,1	2,8	13,3	19,6	15,5	37%	27%	29%	4,7%	1,9%	1,5%
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	2,6	10,3	7,4	6,3	0,7	0,7	0,7	15,6	11,2	8,7	7%	10%	11%	2,1%	6,7%	8,1%
Axel Springer	84,1	8,7	7,6	6,5	1,2	1,1	1,1	10,3	12,2	10,2	14%	15%	16%	5,2%	5,4%	5,8%
Daily Mail	4,7	9,1	8,2	7,5	1,4	1,5	1,4	13,0	11,5	9,8	15%	18%	19%	3,2%	3,2%	3,4%
Gruppo Editorial	1,5	9,7	5,6	4,8	1,0	1,0	1,0	48,0	11,5	8,8	10%	18%	20%	0,0%	3,9%	5,8%
Mcclatchy	3,7	6,2	5,8	5,9	1,5	1,6	1,6	11,5	6,1	6,6	24%	28%	27%	2,4%	-	-
Naspers	287,0	19,5	17,7	14,3	4,6	4,3	3,7	27,1	20,5	15,5	24%	24%	26%	0,7%	0,9%	1,1%
New York Times	9,6	4,4	3,6	3,6	0,6	0,6	0,6	45,0	13,4	13,1	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,2	8,0	7,6	6,9	1,5	1,5	1,5	7,1	5,5	4,1	19%	20%	22%	0,6%	0,6%	0,5%
SPIR Comm	16,9	21,3	9,9	6,7	0,4	0,4	0,4	-	-	37,2	2%	4%	6%	21,3%	-	-
Trinity Mirror	0,8	4,1	3,7	3,5	0,7	0,7	0,7	4,7	3,4	3,1	18%	19%	20%	0,0%	0,6%	2,9%
Mediana		8,9	7,5	6,4	1,1	1,1	1,0	13,0	11,5	9,3	14%	18%	19%	1,4%	3,2%	3,4%
TV																
Antena 3 Televis	5,5	19,9	9,4	7,7	2,0	1,8	1,7	27,2	11,4	9,1	10%	19%	22%	3,1%	6,4%	7,7%
CETV	450,5	34,2	13,4	9,4	3,2	2,8	2,4	-	-	26,5	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	8,4	19,3	11,7	7,3	3,3	2,5	2,1	29,8	17,0	11,3	17%	21%	28%	3,4%	4,6%	7,3%
ITV PLC	0,5	13,1	8,3	6,6	1,5	1,4	1,3	40,3	15,4	10,3	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,1%
M6-Metropole Tel	17,5	8,4	7,7	7,2	1,6	1,5	1,5	17,4	16,4	14,9	20%	20%	21%	5,3%	4,8%	5,1%
Mediaset SPA	4,8	6,1	5,4	4,9	1,9	1,7	1,6	19,0	14,0	11,7	32%	32%	32%	5,1%	5,9%	6,9%
RTL Group	63,5	11,9	10,3	9,3	1,8	1,8	1,7	24,0	17,4	15,6	15%	17%	19%	3,6%	4,6%	5,3%
TF1-TV Francaise	11,8	13,9	12,6	8,6	1,2	1,1	1,1	33,3	26,2	14,9	9%	9%	12%	2,3%	3,3%	4,3%
Mediana		13,5	9,9	7,5	1,9	1,7	1,6	27,2	16,4	13,3	13%	19%	21%	3,3%	4,6%	5,2%
PAY TV																
BSkyB PLC	7,0	13,0	12,0	10,3	2,6	2,4	2,2	26,7	23,2	18,4	20%	20%	22%	2,5%	2,7%	2,9%
Canal Plus	5,4	5,2	5,1	5,0	0,2	0,2	0,2	14,8	15,5	15,0	5%	5%	4%	4,7%	4,9%	5,0%
Cogeco	34,5	5,5	5,5	5,1	2,3	2,1	2,0	15,9	14,8	12,6	41%	39%	40%	1,3%	1,6%	1,7%
Comcast	19,0	6,0	5,7	5,5	2,3	2,2	2,1	16,1	15,3	13,5	39%	39%	39%	1,4%	1,9%	2,2%
Liberty Global	28,0	6,2	7,0	6,8	2,7	3,0	3,0	-	-	34,9	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	9,8	6,7	6,1	5,7	3,3	3,0	2,8	23,2	18,5	15,3	49%	50%	50%	0,0%	2,9%	4,1%
Shaw Communications	19,4	7,5	6,7	6,2	3,4	3,1	2,8	15,7	14,9	13,2	46%	46%	44%	4,3%	4,5%	4,7%
Mediana		6,2	6,1	5,7	2,6	2,4	2,2	16,0	15,4	15,0	41%	39%	40%	1,4%	2,7%	2,9%

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

Wycena spółek budowlanych /14.07.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	90,3	7,2	10,0	9,9	0,5	0,5	0,5	13,3	12,4	14,3	7%	5%	5%	6,5%	7,5%	4,9%
Elektrobudowa	168,5	8,8	10,7	9,7	1,0	1,0	0,9	14,7	16,3	14,7	11%	9%	9%	1,8%	2,0%	2,2%
Erbud	52,0	7,6	9,0	8,5	0,5	0,5	0,4	15,7	12,7	13,1	7%	5%	5%	0,2%	1,0%	1,2%
Mostostal Wa-w a	67,1	5,1	6,8	7,2	0,4	0,4	0,4	11,2	12,5	14,2	8%	6%	5%	0,0%	4,5%	4,0%
PBG	218,5	11,3	10,2	10,0	1,5	1,0	0,8	14,8	14,5	14,1	13%	10%	8%	0,0%	1,4%	1,4%
Polimex Mostostal	4,6	7,5	8,5	7,9	0,5	0,6	0,5	13,6	13,6	12,4	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	12,8	9,6	9,4	7,4	0,7	0,6	0,4	23,5	17,3	14,7	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,1	6,0	8,5	8,2	0,7	0,7	0,5	9,3	15,8	16,4	12%	8%	6%	2,4%	0,0%	0,0%
Ulma Construccioon	70,0	8,2	4,6	4,0	3,3	2,4	2,0	-	14,8	11,1	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,2	8,9	10,6	10,7	0,7	0,5	0,4	15,5	14,1	14,6	8%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
Mediana		7,9	9,2	8,3	0,7	0,6	0,5	14,7	14,3	14,2	8%	7%	6%	0,2%	0,5%	0,9%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
AMEC	8,7	9,4	8,4	7,5	0,8	0,8	0,7	18,5	16,7	14,6	9%	9%	10%	2,0%	2,2%	2,4%
BILFINGER	44,0	7,5	5,3	5,3	0,3	0,3	0,3	13,8	9,3	8,6	4%	6%	6%	4,1%	5,4%	5,4%
EIFFAGE	40,0	8,7	8,7	8,1	1,2	1,2	1,2	13,0	14,7	12,1	14%	14%	15%	2,9%	2,9%	3,2%
HOCHTIEF	49,1	5,6	4,8	4,5	0,3	0,3	0,3	18,8	14,9	12,9	5%	5%	6%	3,0%	3,3%	3,7%
NCC	126,0	6,9	7,9	7,2	0,3	0,3	0,3	12,7	13,1	11,8	5%	4%	5%	3,1%	4,4%	4,8%
SKANSKA	119,7	6,5	7,3	7,2	0,3	0,3	0,3	14,2	15,9	15,7	5%	5%	5%	4,6%	4,7%	4,9%
STRABAG	17,2	3,9	3,8	3,8	0,2	0,2	0,2	12,5	11,8	11,8	5%	5%	5%	3,0%	2,8%	3,0%
Mediana		6,9	7,3	7,2	0,3	0,3	0,3	13,8	14,7	12,1	5%	5%	6%	3,0%	3,3%	3,7%

Wycena spółek deweloperskich /14.07.2010/


	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
Dom Development	48,2	12,9	32,0	11,3	1,7	1,6	1,5	14,7	44,1	14,1	16%	9%	18%	1,7%	0,6%	1,8%
GTC	23,2	-	9,2	8,5	4,6	5,3	4,4	-	6,8	7,1	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	17,5	9,9	5,7	7,8	2,9	2,3	1,6	9,4	5,8	6,6	21%	30%	47%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	35,0	13,4	19,9	14,2	0,7	0,7	0,7	12,1	22,6	11,4	48%	15%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		12,9	14,5	9,9	2,3	1,9	1,6	12,1	14,7	9,3	21%	22%	39%	0,0%	0,0%	0,0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
CA IMMO INTERNATIONAL	6,6	21,4	17,7	14,4	0,5	0,6	0,6	-	-	-	66%	52%	55%	0,0%	0,0%	1,4%
CITYCON	2,5	18,5	16,7	15,6	0,6	0,7	0,7	14,0	11,4	10,7	56%	58%	59%	5,4%	5,5%	5,9%
CORIO	41,7	25,2	17,6	15,5	0,8	0,9	0,9	13,7	14,1	13,7	64%	83%	87%	6,4%	6,4%	6,6%
DEUTSCHE EUROSHOP	22,7	18,4	16,8	16,1	0,8	0,9	0,9	19,7	15,9	14,3	87%	86%	86%	4,6%	4,8%	5,2%
ECHO INVESTMENT	4,5	14,4	15,0	11,5	1,2	1,1	1,0	20,9	16,5	11,9	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,7	18,8	19,3	18,6	0,5	0,9	0,8	18,0	17,0	17,7	77%	78%	79%	4,1%	4,3%	4,5%
KLEPIERRE	24,2	21,3	17,4	16,6	0,8	1,2	1,1	16,2	16,7	16,0	71%	85%	86%	5,1%	5,2%	5,3%
SPARKASSEN IMMO	5,2	24,6	17,4	15,3	0,6	0,7	0,7	-	12,6	7,8	53%	50%	50%	0,0%	1,6%	5,1%
UNIBAIL-RODAMCO	139,4	18,1	18,0	16,9	0,8	1,0	1,0	14,9	15,0	14,4	86%	82%	81%	5,7%	5,9%	6,2%
Mediana		18,8	17,4	15,6	0,8	0,9	0,9	16,2	15,4	14,0	66%	78%	79%	4,6%	4,8%	5,2%

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


Wycena spółek sektora elektromaszynowego /14.07.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
FAMUR	2,0	7,7	9,2	5,3	1,5	1,5	1,4	16,2	16,4	9,7	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	17,0	7,7	7,1	5,8	0,7	0,7	0,6	14,4	15,6	11,1	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		7,7	8,1	5,6	1,1	1,1	1,0	15,3	16,0	10,4	14%	13%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atlas Copco	123,7	14,5	12,2	10,4	2,6	2,5	2,3	23,4	18,6	15,4	18%	21%	22%	2,4%	2,7%	3,0%
Bucyrus	54,5	8,4	6,8	5,6	1,7	1,2	1,1	13,7	14,2	10,7	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,6	3,3	3,9	3,3	1,3	1,6	1,5	7,1	9,6	6,7	38%	41%	45%	5,3%	2,9%	6,7%
Industrea	0,3	5,2	4,5	3,9	1,7	1,5	1,3	7,2	7,3	5,8	34%	34%	34%	1,7%	3,5%	4,3%
Joy Global	55,5	7,8	10,2	8,3	1,6	1,9	1,7	13,1	17,8	14,2	21%	19%	20%	1,3%	1,3%	1,3%
Sandvik	102,7	39,5	11,4	8,8	2,1	2,0	1,8	-	22,8	15,0	5%	17%	20%	1,6%	2,1%	3,1%
Mediana		8,1	8,5	7,0	1,7	1,8	1,6	13,1	16,0	12,4	21%	20%	21%	1,6%	2,4%	3,1%

Wycena spółek sektora papierniczego /14.07.2010/

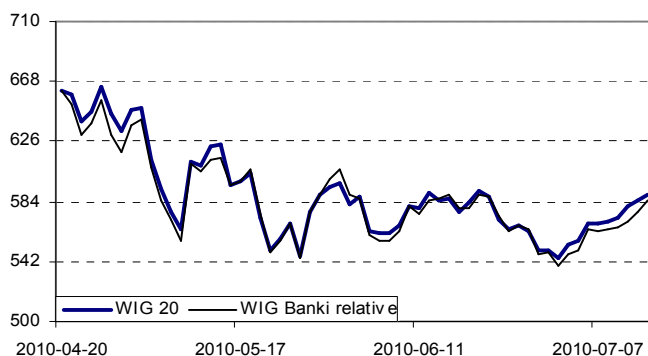
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
MONDI	74,4	20,2	10,5	8,7	3,2	2,4	2,2	52,1	19,0	13,3	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	6,8%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Billerund	48,1	7,4	4,4	4,9	0,8	0,7	0,7	31,0	8,3	9,9	11%	17%	15%	1,2%	4,0%	5,2%
Holmen	192,0	7,9	10,0	8,0	1,3	1,3	1,2	16,1	28,1	17,3	16%	13%	15%	4,7%	3,6%	3,7%
INTL Paper	23,8	6,2	5,9	5,2	0,8	0,8	0,7	27,1	13,4	9,6	13%	13%	14%	1,4%	1,5%	1,9%
M-Real	3,0	69,5	7,0	6,6	0,8	0,8	0,8	-	28,7	15,0	1%	11%	12%	0,0%	0,4%	0,6%
Norske Skog	7,3	5,2	10,5	6,5	0,6	0,6	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,1	11,1	8,0	6,8	2,2	1,8	1,7	17,4	13,4	10,5	20%	23%	25%	3,6%	4,5%	5,3%
Stora Enso	6,4	10,8	8,2	7,1	0,9	0,9	0,8	39,6	15,8	12,6	9%	11%	12%	2,7%	3,1%	3,3%
Svenska	94,4	6,9	7,0	6,2	1,0	1,0	1,0	11,8	11,5	9,5	14%	14%	15%	3,9%	4,2%	4,6%
UPM-Kymmene	10,8	9,4	7,9	6,7	1,3	1,1	1,1	-	24,3	15,0	13%	14%	16%	3,6%	4,3%	4,5%
Mediana		7,9	7,9	6,6	0,9	0,9	0,8	22,3	14,6	11,6	13%	13%	15%	2,7%	3,6%	3,7%

Wycena spółek górniczych /14.07.2010/

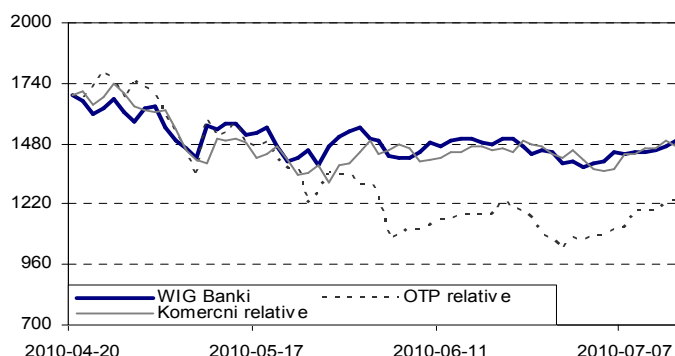
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
KGHM	95,0	4,9	4,6	5,6	1,6	1,6	1,5	7,5	5,7	9,7	33%	34%	27%	12,3%	3,2%	5,3%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo Amer.	24,2	6,8	3,9	3,2	2,0	1,5	1,4	11,2	5,8	4,4	29%	40%	43%	0,3%	1,7%	4,1%
BHP Billiton	18,5	5,0	4,4	3,0	2,2	2,1	1,6	10,4	7,6	4,9	44%	48%	55%	4,3%	4,7%	5,2%
Freeport-MCMOR	63,7	4,7	3,5	3,3	2,2	1,8	1,7	11,8	7,8	7,1	48%	52%	52%	0,2%	1,6%	2,3%
Rio Tinto	31,3	6,8	3,7	3,3	2,1	1,6	1,5	9,6	4,8	4,1	31%	44%	47%	1,7%	3,1%	3,4%
Southern Peru	30,1	14,1	8,3	6,4	6,9	4,9	3,8	28,1	14,0	10,5	49%	59%	60%	1,5%	5,1%	6,2%
Mediana		6,8	3,9	3,3	2,2	1,8	1,6	11,2	7,6	4,9	44%	48%	52%	1,5%	3,1%	4,1%

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

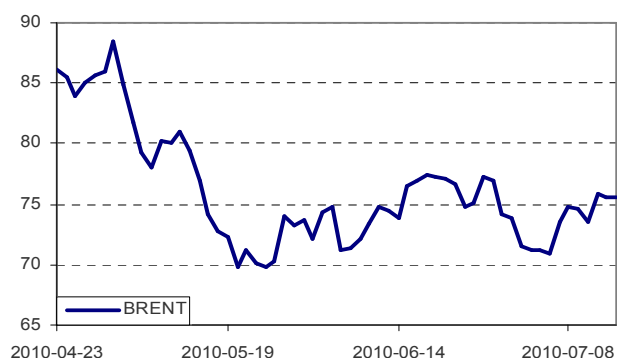
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



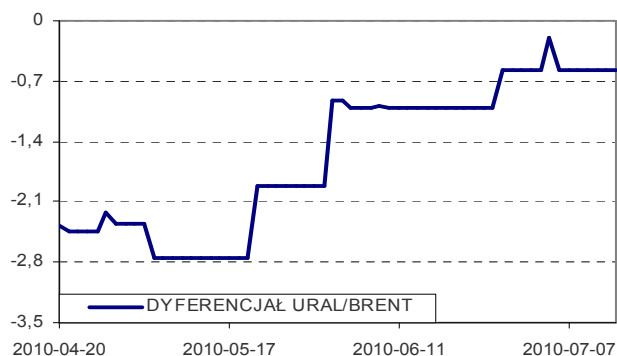
Relatywne zmiany OTP i Komercni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



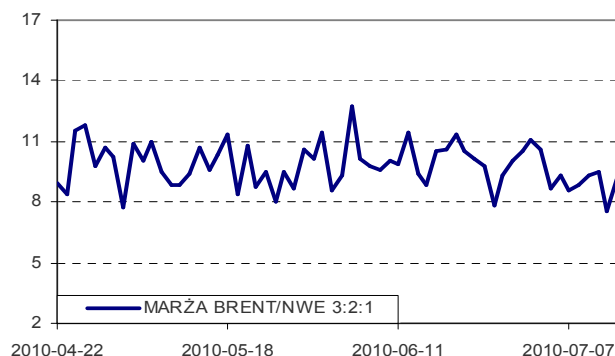
BRENT (USD/brk)



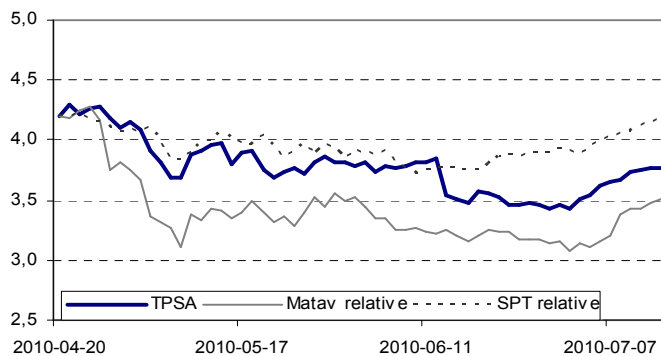
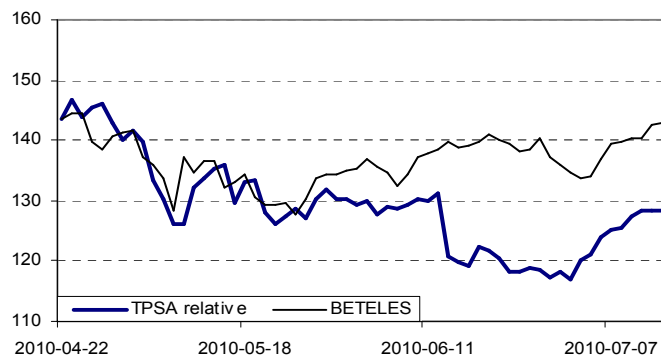
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

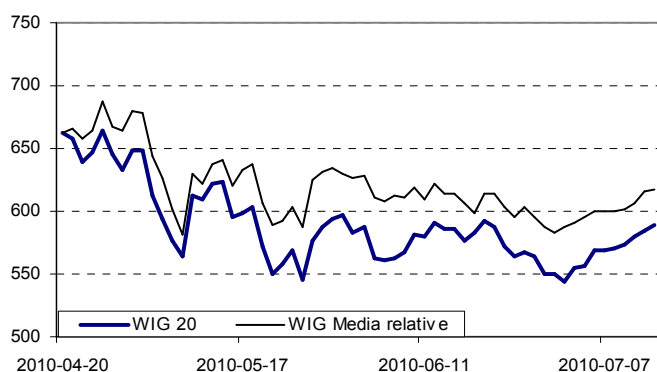


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

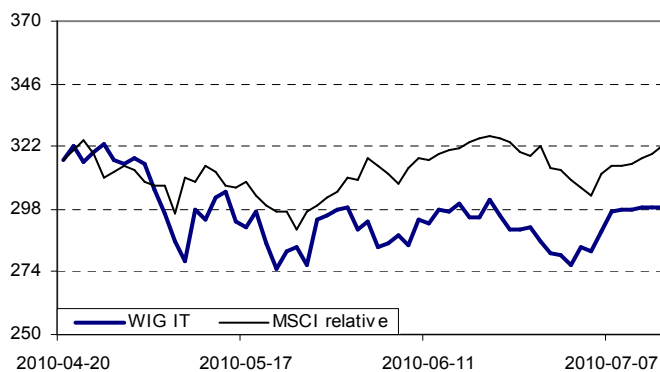


Źródło: Bloomberg

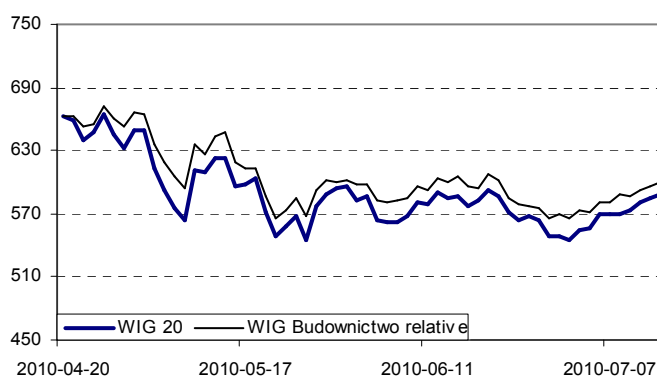
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



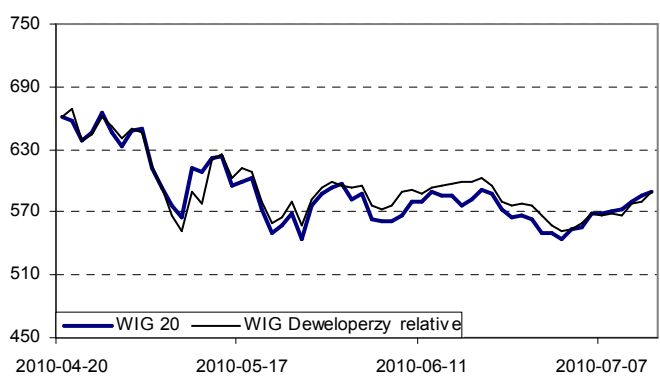
Indeks WIG IT na tle MSCI



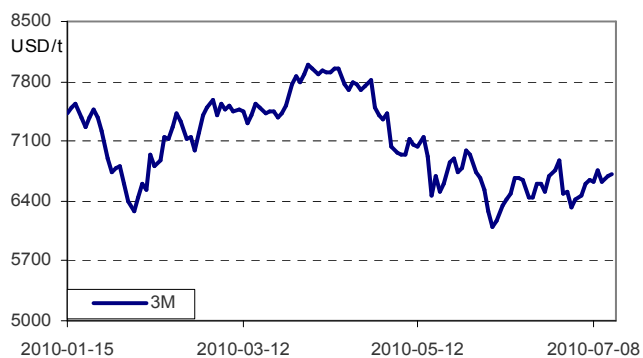
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



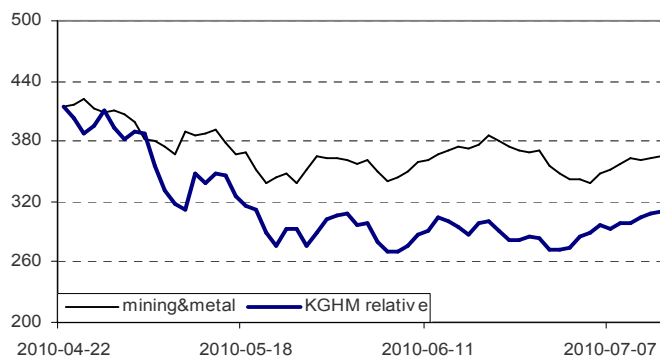
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
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
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy.

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

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.