
**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	10 537,7	+0,12%	FTSE 100	5 365,7	+0,27%	Miedź (LME)	7 059,0	-1,26%
S&P 500	1 113,8	-0,10%	WIG20	2 482,1	-0,51%	Ropa (Brent)	75,1	-2,66%
NASDAQ	2 288,3	-0,36%	BUX	22 660,1	+2,07%	USD/PLN	3,08	-0,47%
DAX	6 207,3	+0,21%	PX	1 189,4	+1,20%	EUR/PLN	4,01	-0,44%
CAC 40	3 636,2	+0,81%	PLBonds 10	5,82	-0,34%	EUR/USD	1,30	+0,02%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Energetyka

#### Projekt rozporządzenia w sprawie OZE

Ministerstwo Gospodarki przygotowało projekt nowego rozporządzenia w sprawie zielonej energii, w którym docelowy poziom energii z OZE w perspektywie 2017 roku ustala się na 15,4% (dotychczas 12,9%), a w 2019 roku na 18,7%. Resort zamierza ponadto złagodzić przepisy dotyczące współspalania drewna od 2014 roku. **Takie rozporządzenie będzie na pewno stanowić wsparcie dla cen zielonych certyfikatów, natomiast powinno być neutralne dla sprzedawców energii gdyż w tej perspektywie czasowej oczekujemy już pełnej liberalizacji rynku i uwolnienia cen w taryfie G.** (K. Kliszcz)

### ZCH Police

Trzymaj - z dn. 02.06.10  
Cena docelowa: 5,5 PLN

#### Przywrócenie kolejnej linii do produkcji

Zarząd Polic poinformował o ponownym uruchomieniu wyłączzonej z powodu kryzysu linii produkcji kwasu fosforowego. **Obecna sytuacja na rynku nawozowym pozostaje trudna i nie obserwowaliśmy w ostatnich tygodniach jakiejś istotnej poprawy, która sygnalizowałaby wzrost popytu na nawozy NPK. Być może Spółka przygotowuje się do sezonu jesienno, ale pełna ocena tych decyzji będzie możliwa dopiero po wynikach za 2Q.** (K. Kliszcz)

### TPSA

Akumuluj - z dn. 23.04.10  
Cena docelowa: 16,10 PLN

#### Nieco lepsze wyniki TP dzięki Centertelowi

W 2Q2010 spółka osiągnęła przychody na poziomie 3,987 mld PLN (-4,7 r/r), EBIT w wysokości 1 472 mln PLN (-5,7% r/r) i zysk netto równy 325 mln PLN. **Są to wyniki nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań, które wyniosły odpowiednio: 3 815; 1 384; 276 mln PLN. Lepsze przychody to efekt mniejszego niż zakładaliśmy spadku przychodów Centertel (tylko -1,5% r/r) i wyższej sprzedaży towarów. Słaby wynik po stronie sprzedaży notuje transmisja danych (-3% r/r). Łączna liczba linii telefonii stacjonarnej obniżyła się q/q o 110 tys. – to najniższy spadek od połowy 2006 roku. Liczba łączy dostępu do internetu utrzymała się z poziomu notowanego na koniec 1Q, w tym spadła o 18 tys. w przypadku Neostrady, wzrosła w oparciu o dostępy mobilne Orange. Bardzo dobre wyniki ( w oparciu o nową ofertę cenową) osiągnął Centertel, w którym liczba aktywnych kart SIM wzrosła q/q o 255 tys. To najlepszy wynik od 4Q2007. Baza wzrosła przy jednoczesnym wzroście ARPU z 48,8 PLN w 1Q2010 do 53 PLN. Nowa oferta cenowa okazała się sukcesem. Wyniki są zapowiedzią poprawy sytuacji TP w 2H, gdzie obok Centertel pozycje będzie odbudowywał obszar transmisji danych (nowe otoczenie regulacyjne). Utrzymujemy pozytywną rekomendację.** (M. Marczak)

### Agora

Trzymaj - z dn. 27.05.10  
Cena docelowa: 24,70 PLN

#### Outdoor w 2Q2010 1% w dół

Według danych opublikowanych przez IGRZ wydatki na reklamę outdoorową spadły w drugim kwartale o 1% do 174,8 mln PLN. **Spadek ten jest znacząco niższy od zakładanego przez nas w prognozach spadku przychodów reklamowych w segmencie reklamy zewnętrznej Agory (-11,5%). Tak duża rozbieżność pomiędzy dynamiką rynku a dynamiką największego gracza jest mało prawdopodobna, dlatego należy spodziewać się, że nasza prognoza dynamiki outdooru zostanie przekroczona. Nie decydujemy się jednak na podnoszenie prognoz kwartalnych całej grupy traktując lepszy wynik outdooru jako ewentualne wsparcie przeszacowanej dynamiki innych segmentów bądź też niższego poziomu oszczędności (zwłaszcza w zakresie reprezentacji i reklamy). Inkorporując założenia wyższej dynamiki segmentu outdooru otrzymujemy wyższą o 5,0 mln PLN prognozę przychodów Grupy.** (P. Grzybowski)

**Cinema City**

Trzymaj - z dn. 16.07.10  
Cena docelowa: 39,90 PLN

**Wyższa rentowność dzięki popularyzacji seansów 3D**

Zastępca dyrektora finansowego Nisan Cohen poinformował, że Cinema City International po drugim kwartale 2010 roku spodziewa się, że dzięki dużej popularności filmów 3D marża EBITDA w tym roku będzie wyższa niż zakładane wcześniej na ten rok ponad 20%. Nisan Cohen stwierdził również, że kwietniowa żałoba narodowa nie miała znaczącego przełożenia na wyniki finansowe osiągnięte w drugim kwartale na rynku polskim. **Duża popularność seansów 3D będzie naszym zdaniem głównym czynnikiem przekładającym się na bardzo dobre wyniki drugiego kwartału. Zapowiedź rentowności EBITDA powyżej 20% jest zbieżna z naszymi założeniami przyjętymi w wycenie.** (P. Grzybowski)

**Famur**

Trzymaj - z dn. 28.05.10  
Cena docelowa: 2,03 PLN

**Kopex**

Trzymaj - z dn. 28.05.10  
Cena docelowa: 18,46 PLN

**1 Mld PLN na inwestycje Budryku**

Gazeta Puls Biznesu poinformowała, że ponad 958 mln PLN chce do 2014 roku przeznaczyć Jastrzębska Spółka Węglowa na inwestycje w należącej do niej kopalni Budryk. W wyniku prac powstanie tam najgłębszy w Polsce poziom 1290m. Budowa nowego poziomu wymagać będzie zainstalowania transportu poziomego, pionowego, wentylacji, systemu odmetanowania i klimatyzacji. Dodatkowo zdecydowano o modernizacji zakładu przerobczego. **Na inwestycji mają szansę skorzystać wszyscy polscy producenci maszyn i urządzeń dla górnictwa. Prawdopodobnie duży zakres prac będzie prowadzony w zakresie usług górniczych (Kopex, Bumech). Inwestycje są prawdopodobne o ile wysokie ceny węgla koksującego wspierają płynność finansową Jastrzębskiej Spółki. Podtrzymujemy naszą rekomendację dla Famuru i Kopexu.** (J. Szkopek)

**Kernel****Możliwe zniesienie cła eksportowego na nasiona słonecznika**

Gazeta Giełdy Parkiet podaje, że w wyniku utworzenia strefy wolego handlu z krajami Unii Europejskiej Ukraina może znieść podatek eksportowy na ziarna słonecznika już w 2011 roku, co w następstwie może się przyczynić do wzrostu cen głównego surowca, z jakiego pozyskiwany jest surowiec. To z kolei wpłynąć może na wzrost cen oleju słonecznikowego. **O możliwości zniesienia cła eksportowego na nasiona słonecznika informowaliśmy w komentarzu porannym z dnia 5 lipca 2010 roku. Należy pamiętać, że Ukraina jest największym światowym eksporterem oleju słonecznikowego, w związku z czym determinuje ona jego ceny w regionie. Te jednak zależą również od innych olejów roślinnych (oleju rzepakowego, oleju sojowego). Prawdopodobnie już w bieżącym roku na wzrost cen oleju słonecznikowego będzie miało zmniejszenie ilości zbiorów rzepaku w Europie, a co za tym idzie wzrost cen oleju rzepakowego i pośrednio prawdopodobnie oleju słonecznikowego. Zarząd Kernela uważa, że zniesienie cła importowego już w roku 2011 jest wysoce wątpliwe, tym bardziej że budżet rządu Ukrainy jest stosunkowo napięty, a prace nad akcesją Ukrainy do Unii Europejskiej w wyniku kryzysu istotnie się przedłużają.** (J. Szkopek)

**Budimex**

Redukuj - z dn. 05.07.10  
Cena docelowa: 78,3 PLN

**Zamówienie za 31,8 mln PLN**

Miasto Suwałki udzieliło Budimexowi zamówienia na budowę sali koncertowo-teatralnej. Wartość zamówienia to 31,8 mln PLN (0,7% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2010). **Wiadomość neutralna, mały kontrakt.** (M. Stokłosa)

**Trakcja Polska**

Trzymaj - z dn. 06.05.10  
Cena docelowa: 4,16 PLN

**Najkorzystniejsza oferta za 297 mln PLN**

PRKiI, spółka zależna Trakcji Polskiej, złożyła najkorzystniejszą ofertę na zaprojektowanie i wykonanie prac modernizacyjnych na linii kolejowej nr 91 Kraków – Medyka na odcinku Sędziszów Małopolski – Rzeszów Zachodni, w ramach modernizacji linii E/C-E 30 Kraków – Rzeszów. Wartość oferty to 297 mln PLN netto, czyli około 32% prognozowanych przychodów Trakcji na rok 2010. **Nie mamy jeszcze informacji na temat składu zwycięskiego konsorcjum. Sądzimy, że prawdopodobnie Trakcja startowała z partnerem oraz jest liderem konsorcjum. Znaczy to, że spółka zakłada pełne przychody z kontraktu, ale jej udział w pracach może sięgać 40-60% (sytuacja podobna, jak w przypadku LCS Działdowo i ostatnio złożonych dwóch pozostałych najkorzystniejszych ofert cenowych).** (M. Stokłosa)

**J.W. Construction**

Trzymaj - z dn. 09.07.10  
Cena docelowa: 16,4 PLN

**Plany zakupu gruntów, nie dla inwestycji we Wrocławiu**

J.W. Construction ostatecznie nie zaangażuje się w budowę inwestycji we Wrocławiu, na którą składał się m.in. hotel Hilton. Przyczyną jest brak porozumienia w kwestii przeprowadzenia prac budowlanych przez spółkę J.W. Construction. Pieniądze zarezerwowane na inwestycję J.W. chce przeznaczyć na sfinansowanie okazjonalnych zakupów działek budowlanych. Deweloper ma na oku nieruchomości w lewobrzeżnej Warszawie, w Gdańsku, we Wrocławiu i Krakowie. W Warszawie spółką najbliższa jest przejęta gruntu na Woli, na którym mogłoby stanąć kilka tysięcy mieszkań. W grę wchodzi jeszcze 2-3 inne projekty w stolicy, które mają niezbędne zezwolenia, umożliwiające ich uruchomienie jeszcze w tym roku. We Wrocławiu w grę wchodzi przejęcie spółki posiadającej grunty w trzech bardzo atrakcyjnych lokalizacjach. Zdaniem głównego akcjonariusza, na rynku zaczęły się pojawiać atrakcyjne oferty sprzedaży gruntów od zagranicznych firm, które obecnie sprzedają działki zakupione w okresie prosperity znacznie drożej. **Wiadomość o przeznaczeniu środków na zakup gruntów odbieramy pozytywnie. Spółka ma większe doświadczenie w budowie mieszkań. Naturalnie, J.W. nie kupi wszystkich gruntów, w sprawie których toczy negocjacje, gdyż po prostu nie ma na to środków. Już sam grunt na**

Woli będzie kosztował pewnie ponad 50 mln PLN, a może nawet znacznie więcej (minimalnie należy zakładać 1000 mieszkań po 50 m<sup>2</sup>, 1000 PLN/PUM). Trudno nam na razie ocenić na ile atrakcyjne transakcje będzie zawierać J.W., sądzymy jednak, że marże na projektach, które dostępne są na rynku mogą sięgać 20-25% (tzn. są na uczciwym poziomie oraz można je porównać do marży na inwestycji we Wrocławiu). (M. Stokłosa)

## Pozostałe wiadomości ze spółek

<b>Azoty Tarnów</b>	Azoty Tarnów zdecydowały o przeprowadzeniu due diligence ZAK w związku z planowaną emisją 30 mln akcji serii B ZAK.
<b>BZ WBK</b>	Zysk netto grupy BZ WBK w II kw. '10 wyniósł 250,1 mln zł, wobec konsensusu 263 mln PLN.
<b>Elzab</b>	Wiceprezes ocenia, że nowe zmiany w prawie zwiększą rynek urzędzeń fiskalnych z obecnych 150-170 tys. do 300 tys. urzędzeń.
<b>EMC</b>	EMC planuje ponownie złożyć ofertę na Uzdrowisko Szczawno-Jedlina. W czerwcu Ministerstwo Skarbu Państwa zdecydowało o zakończeniu bez rozstrzygnięcia procesu prywatyzacji spółki Uzdrowisko Szczawno-Jedlina, chociaż poza EMC oferty na zakup złożyło też konsorcjum Tokel.
<b>Energetyka</b>	Stawki za prąd dla firm są wyższe niż w Niemczech czy Szwecji. Nietypowa sytuacja jest efektem upałów i dużego popytu.
<b>Galvo</b>	Galvo zadebiutuje na NewConnect 29 lipca.
<b>Geoinvest (Ipo)</b>	GeoInvent zadebiutuje na NewConnect 4 sierpnia.
<b>Instal Kraków</b>	Zgodnie z podpisanym aneksem limit na gwarancje bankowe udzielane Instalowi Kraków przez PKO BP został podwyższony z 25 mln PLN do 45 mln PLN.
<b>Lentex</b>	W jednej transakcji pakietowej sprzedano 4,6 proc. Lenteksu.
<b>Millennium</b>	Bank Millennium oczekuje utrzymania kosztów ryzyka do kredytów poniżej 100 pb. Bank Millennium oczekuje, że w kolejnych kwartałach 2010 roku koszty ryzyka do kredytów netto mogą utrzymywać się poniżej 100 pb, a poziom zawiązywanych rezerw nie powinien przekraczać poziomu z I kwartału 2010 roku. Zdaniem Bogusława Kotta, prezesa banku, w kolejnych kwartałach możliwe jest poprawianie się jakości portfela kredytowego banku.
<b>MIT</b>	MIT szacuje, że w I poł. 2010 r. miał min 11 mln zł zysku netto. Zarząd MIT szacuje następujące skonsolidowane wyniki ekonomiczne spółki za I półrocze 2010: <ul style="list-style-type: none"><li>· Przychody ze sprzedaży - nie mniej niż 50 milionów złotych</li><li>· EBIDTA - nie mniej niż 21 milionów złotych</li><li>· Zysk netto - nie mniej niż 11 milionów złotych.</li></ul>
<b>Multimedia</b>	Akcjonariusze Multimediów za podwyższeniem ceny w wezwaniu do 9,70 zł. Akcjonariusze Multimediów zdecydowali o podwyższeniu ceny w wezwaniu na akcje tej spółki do 9,70 zł podczas zapisów od 29 lipca do 4 sierpnia, od 5 sierpnia do 14 września cena wynosić będzie 8,75 zł NWZ Multimedia Polska przeznaczyło dodatkowe 28 mln zł na buyback. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie spółki Multimedia Polska zdecydowało o przeznaczeniu na skup akcji własnych dodatkowych 28 mln zł. Oznacza to podwyższenie łącznej kwoty przeznaczonej na buyback do 364 mln zł.
<b>Naftobudowa</b>	Parkiet podaje, że roczne przychody i wyniki netto mogą być podobne do tych z 2009 r., kiedy spółka miała 201,1 mln PLN przychodów oraz 8,1 mln PLN zysku netto.
<b>Novainvest</b>	Novainvest zadebiutuje na NewConnect 3 sierpnia.
<b>ORCO</b>	Orco powiadomi prokuraturę o szantażu ze strony blokujących budowę wieżowca w Warszawie. Adwokat przeciwników apartamentowca w negocjacjach z Orco stwierdziła, że jej klienci zrezygnują z blokowania inwestycji, jeśli deweloper wykupi ich mieszkania, za kwotę łącznie 7 mln zł.
<b>PKN</b>	Solino, spółka z grupy PKN Orlen, inwestuje w kawerny na ropę i paliwa.
<b>Ropa &amp; Gaz</b>	Polska nie będzie windować opłat za wydobycie gazu łupkowego. Rząd obawia się, że dociśnięcie firm poszukujących surowca spowoduje wzrost cen gazu. A do tego zniechęci inwestorów, dzięki którym może się rozkręcić rynek pracy.

<b>Ruch</b>	Spółki Ruch i PTK Centertel uzgodniły warunki dalszej współpracy. Centertel (dystrybutor sieci komórkowej Orange) wycofał wypowiedzenie umowy dystrybucyjnej.
<b>TPSA</b>	TPSA zadowolona z pozytywnego testu 'zawężania marży'. Telekomunikacja Polska (TPSA) jest zadowolona z pozytywnego wyniku testu "zawężenia marży w odniesieniu do usług detalicznych TP SA", przeprowadzonego przez UKE, jednak nie poda na razie daty wprowadzenia nowej oferty Neostrady.
<b>Zelmer</b>	Zelmer ma zgodę na działalność w SSE Euro-Park Mielec. Spółka zależna Zelmera, Zelmer Pro, ma zgodę Agencji Rozwoju Przemysłu na prowadzenie działalności na terenie Specjalnej Strefy Ekonomicznej Euro-Park Mielec. Zelmer zamierza na terenie strefy wybudować nową fabrykę, która ma zastąpić dotychczasową, zlokalizowaną w centrum Rzeszowa.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>Budimex</b>	Podmiot blisko związany z członkiem zarządu nabył akcje spółki za ponad 2 mln PLN.
<b>Ruch Chorzów</b>	Członek RN nabył na drodze umowy cywilno-prawnej 100 tys. akcji.

## Kalendarium spółek

### Środa /28.07.10/

BZ WBK	Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.
TPSA	Publikacja skonsolidowanego rozszerzonego raportu za I półrocze 2010 roku.

### Czwartek /29.07.10/

PKN ORLEN	Szacunki wybranych kwartalnych danych finansowych i operacyjnych.
-----------	---

### Piątek /30.07.10/

ERBUD	Dzień wypłaty dywidendy 0,48 zł na akcję.
-------	---

### Poniedziałek /02.08.10/

CEZ	Dzień wypłaty dywidendy 53 Kč na akcję.
PGE	NWZA ws. połączenia ze spółkami PGE Górnictwo i Energetyka oraz PGE Energia.
RAFAKO	Dzień ustalenia prawa do 0,3 zł dywidendy na akcję.

### Wtorek /03.08.10/

AGORA	Dzień wypłaty dywidendy 0,50 zł na akcję.
CERSANIT	NWZA o podwyższeniu kapitału zakładowego.

**Kalendarium makro**
**Środa /28.07.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:00	Polska	Koniunktura konsumentcka			
13:00	USA	Wnioski o kredyt hipoteczny	Lipiec		7,6%
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku bez środków transportu	Czerwiec	0,5% <i>m/m</i>	0,9% <i>m/m</i>
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku	Czerwiec	0,8% <i>m/m</i>	-1,1% <i>m/m</i>
16:30	USA	Zmiana zapasów paliw	Tydzień		353,5 mln
20:00	USA	Beżowa Księga			

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Aetna, Boeing, Eastman Kodak, Infineon.  
Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Visa.

**Czwartek /29.07.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Wskaźnik zaufania w biznesie	Lipiec	0,39	0,37
11:00	UE	Indeks zaufania konsumentów	Lipiec	-14	-17
11:00	UE	Indeks zaufania w gospodarce	Lipiec	99,1	98,7
11:00	UE	PKB	1 kw.		0% <i>k/k</i> ; -2,2% <i>r/r</i>
11:00	UE	Wydatki gospodarstw domowych	1 kw.		0% <i>k/k</i>
11:00	UE	Indeks zaufania w przemyśle	Lipiec	-5	-6
11:00	UE	Indeks zaufania w usługach	Lipiec	5	4
14:30	USA	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	Tydzień	4525 tys.	4487 tys.
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni	Lipiec	460 tys.	464 tys.
16:30	USA	Zapasy gazu ziemnego	Lipiec		2891 mld

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Deutsche Lufthansa, France Telecom, Siemens, Sony, Volkswagen.

**Piątek /30.07.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Stopa bezrobocia	Czerwiec	10%	10%
11:00	UE	Inflacja HICP	Lipiec		1,4% <i>r/r</i>
14:30	USA	PKB Deflator	2 kw.	1,1%	1,1%
14:30	USA	PKB	2 kw.	2,5% <i>k/k</i>	2,7% <i>k/k</i> ; 2,4% <i>r/r</i>
14:30	USA	PCE	2 kw.	2,4% <i>k/k</i>	3% <i>k/k</i> ; 1,6% <i>r/r</i>
14:30	USA	Bazowy PCE	2 kw.		1,4% <i>r/r</i>
15:45	USA	Indeks Chicago PMI	Lipiec	56,0	59,10
15:55	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - fin.	Lipiec	67,0	76
	UE	Rezerwy walutowe	Czerwiec		569,7 mld

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Alcatel-Lucent, Total.

**Poniedziałek /02.08.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:00	Polska	Indeks PMI przemysłu	Lipiec		53,3
10:00	UE	Indeks PMI przemysłu (F)	Lipiec		55,6
16:00	USA	Wydatki inwestycji budowlanych	Czerwiec		-0,17%
16:00	USA	Indeks ISM przemysłu	Lipiec		56,2

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Loews.

**Wtorek /03.08.10/**


Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Inflacja PPI	Czerwiec		0,3% <i>m/m</i> ; 3,1% <i>r/r</i>
14:30	USA	Bazowy PCE Deflator	Czerwiec		0,2% <i>m/m</i> ; 1,3% <i>r/r</i>
14:30	USA	PCE Deflator	Czerwiec		0% <i>m/m</i> ; 1,9% <i>r/r</i>
14:30	USA	Dochody Amerykanów	Czerwiec		0,4% <i>m/m</i>
14:30	USA	Wydatki Amerykanów	Czerwiec		0,2% <i>m/m</i>
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	Czerwiec		-1,4% <i>m/m</i>
16:00	USA	Indeks spodziewanych umów sprzedaży domów	Czerwiec		-30,0%

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: DR Horton, Pfizer, Procter & Gamble, Unicredito.


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

<b>Spółka</b>	<b>Rekomendacja</b>	<b>Cena docelowa</b>	<b>Cena bieżąca</b>	<b>Data wydania</b>	<b>Cena w dniu wydania</b>	<b>P/E 2010</b>
AB	Akumuluj	18,80	16,99	2010-05-06	16,90	9,9
ACTION	Akumuluj	18,49	18,31	2010-07-05	17,10	11,7
AGORA	Trzymaj	24,70	24,40	2010-05-27	24,76	20,9
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,25	2010-05-10	4,65	9,7
ASSECO POLAND	Kupuj	70,60	55,80	2010-04-06	57,60	12,8
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	60,80	2010-05-11	57,50	4,8
BUDIMEX	Redukuj	78,30	90,60	2010-07-05	89,90	12,5
BZWBK	Trzymaj	200,50	191,80	2010-04-07	216,50	14,1
CENTRUM KLIMA	Kupuj	14,65	13,91	2010-05-06	12,00	14,9
CERSANIT	Trzymaj	13,43	13,70	2010-06-04	14,00	16,2
CEZ	Trzymaj	131,87	138,80	2010-03-03	133,90	9,8
CIECH	Kupuj	39,20	27,27	2010-06-02	27,00	10,7
CINEMA CITY	Trzymaj	39,90	39,10	2010-07-16	39,00	17,0
COMARCH	Trzymaj	93,10	84,50	2010-07-05	81,00	17,1
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,03	14,70	2010-03-25	15,79	12,9
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	45,90	2010-07-05	44,80	42,1
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	167,00	2010-03-12	171,00	16,1
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	82,50	2010-03-09	77,50	16,2
ENEA	Kupuj	21,24	18,40	2010-06-02	18,17	12,4
ERBUD	Akumuluj	54,60	50,80	2010-07-05	50,00	12,4
EUROCASH	Redukuj	18,60	23,30	2010-05-06	20,61	25,0
FAMUR	Trzymaj	2,03	2,05	2010-05-28	2,00	17,3
GETIN	Trzymaj	10,34	10,00	2010-05-06	10,19	13,1
GTC	Trzymaj	23,90	24,00	2010-05-28	23,80	7,0
HANDLOWY	Kupuj	87,10	77,00	2010-06-02	75,00	15,9
ING BSK	Trzymaj	749,00	793,00	2010-04-07	766,00	15,2
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	17,87	2010-07-09	16,10	5,9
KĘTY	Trzymaj	100,71	105,80	2010-07-06	103,00	13,5
KGHM	Trzymaj	96,10	106,00	2010-05-27	93,70	6,4
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	12,30	2009-12-08	11,39	13,4
KOPEX	Trzymaj	18,46	19,40	2010-05-28	18,90	17,9
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,50	2010-04-07	14,60	32,7
LOTOS	Redukuj	26,50	32,50	2010-04-07	31,40	10,8
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	78,20	2010-05-19	72,45	14,3
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,75	2010-04-27	4,84	19,5
MONDI	Trzymaj	67,30	73,65	2010-06-02	67,90	18,8
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	76,80	67,50	2010-05-06	68,30	12,6
NETIA	Trzymaj	4,30	4,88	2009-11-06	4,36	50,7
PBG	Redukuj	194,00	230,00	2010-06-02	213,40	15,3
PEKAO	Trzymaj	172,80	166,90	2010-03-05	165,50	16,5
PGE	Kupuj	27,90	22,35	2010-03-30	23,00	12,3
PGNiG	Kupuj	4,24	3,53	2010-06-14	3,45	12,4
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	39,76	2010-04-08	39,40	11,0
PKO BP	Trzymaj	40,10	40,95	2010-03-17	39,07	16,5
POLICE	Trzymaj	5,50	5,45	2010-06-02	5,39	
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	5,16	4,70	2010-06-02	4,44	13,9
POLNORD	Kupuj	51,60	35,45	2010-06-02	37,70	22,9
PZU	Trzymaj	358,80	384,10	2010-05-11	312,50	14,7
RAFAKO	Kupuj	14,00	12,75	2010-07-05	11,95	17,3
SYGNITY	Kupuj	18,20	13,50	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	16,10	15,26	2010-04-23	16,35	17,7
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,18	2010-05-06	4,14	16,0
TVN	Trzymaj	16,69	17,25	2010-05-19	18,00	20,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	82,20	72,00	2010-07-05	73,00	15,2
UNIBEP	Akumuluj	9,00	8,10	2010-05-14	7,90	14,0
ZA PULAWY	Trzymaj	72,05	68,00	2010-01-06	80,90	15,7

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /27.07.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE BANKI</b>													
BZ WBK	191,8	15,8	14,1	11,0	16%	16%	18%	2,4	2,1	1,8	0,0%	2,1%	2,3%
Getin	10,0	25,8	13,1	10,5	7%	13%	14%	1,9	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	77,0	19,9	15,9	11,6	9%	10%	13%	1,6	1,6	1,5	0,0%	4,9%	5,0%
ING BSK	793,0	17,3	15,2	11,2	13%	13%	15%	2,1	1,9	1,6	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,5	121,8	32,7	9,5	1%	5%	15%	1,6	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,8	2696,3	19,5	11,0	0%	9%	12%	1,4	1,4	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	166,9	18,2	16,5	13,9	14%	14%	16%	2,4	2,3	2,2	0,0%	1,7%	4,9%
PKO BP	41,0	22,2	16,5	11,9	13%	15%	18%	2,5	2,3	2,0	2,4%	2,0%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>21,1</b>	<b>16,2</b>	<b>11,1</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	0,9	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,7	17,6	10,2	7,6	4%	6%	8%	0,6	0,6	0,6	3,4%	4,2%	5,8%
Citigroup	4,2	-	13,5	9,5	-	6%	8%	0,8	0,8	0,7	0,2%	0,1%	0,6%
Commerzbank	6,9	-	-	13,9	-	-	6%	0,6	0,8	0,7	0,0%	0,0%	0,2%
ING	7,6	28,3	8,0	6,1	1%	10%	11%	0,8	0,7	0,7	0,1%	0,3%	2,0%
KBC	35,8	-	8,9	7,5	-	15%	15%	1,1	1,0	0,9	0,0%	2,1%	3,1%
UCI	2,2	22,1	18,5	9,2	3%	4%	7%	0,7	0,7	0,6	1,2%	2,1%	4,2%
<b>Mediana</b>		<b>22,1</b>	<b>10,2</b>	<b>8,4</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	5,2	9,3	11,6	9,0	10%	7%	9%	0,9	0,8	0,8	5,3%	4,3%	5,5%
Deutsche Bank	52,4	7,7	7,7	6,6	13%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	1,7%	1,9%	3,2%
Erste Bank	32,3	12,7	13,6	9,2	9%	8%	10%	1,1	1,0	0,9	1,5%	1,8%	2,3%
Komercni B.	3720,0	13,0	12,1	10,8	17%	17%	18%	2,2	2,0	1,9	4,4%	5,0%	5,7%
OTP	5360,0	10,0	9,4	6,8	13%	12%	15%	1,2	1,1	1,0	0,9%	2,8%	4,7%
Santander	10,4	9,8	9,6	8,2	14%	13%	15%	1,3	1,2	1,1	5,3%	5,5%	6,2%
Turkiye Garanti B.	8,0	12,1	10,1	9,0	24%	23%	21%	2,7	2,1	1,8	1,2%	1,9%	2,4%
Turkiye Halk B.	12,8	10,2	9,2	8,3	31%	28%	25%	2,9	2,3	1,9	3,2%	3,3%	3,9%
Sberbank	2,8	102,0	13,5	8,2	2%	16%	23%	2,5	2,1	1,7	0,2%	0,8%	1,6%
VTB Bank	5,5	-	42,2	13,2	-	2%	12%	1,7	1,6	1,5	0,2%	0,4%	1,3%
<b>Mediana</b>		<b>10,2</b>	<b>10,9</b>	<b>8,6</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,6%</b>

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /27.07.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>													
PZU	384,1	8,8	14,7	12,3	25%	20%	21%	2,9	2,6	2,3	-	2,8%	3,1%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	37,6	13,7	12,3	10,7	9%	9%	10%	1,1	1,1	1,0	3,0%	2,8%	3,1%
Uniq	13,7	29,8	13,0	10,5	4%	7%	9%	1,4	1,3	1,2	2,0%	2,7%	3,0%
Aegon	4,7	-	9,8	6,8	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,8%	3,3%
Allianz	89,2	9,0	8,2	7,5	12%	12%	12%	1,0	0,9	0,9	4,4%	5,0%	5,5%
Aviva	3,6	6,4	6,4	5,4	13%	15%	17%	0,9	1,0	0,9	6,7%	7,2%	7,7%
AXA	14,3	9,6	7,7	6,7	9%	10%	10%	0,8	0,7	0,6	3,5%	5,2%	6,1%
Baloise	82,9	8,9	8,3	7,6	12%	11%	11%	1,0	0,9	0,8	5,4%	5,6%	5,9%
Generali	92,0	16,5	13,4	12,0	8%	8%	9%	1,3	1,2	1,1	2,9%	2,9%	3,0%
Helvetia	325,0	9,4	8,0	7,4	11%	12%	12%	1,0	0,9	0,8	4,2%	4,6%	4,9%
Mapfre	2,7	8,2	8,7	8,3	17%	14%	14%	1,3	1,1	1,0	5,6%	5,6%	5,9%
RSA Insurance	1,3	10,0	9,8	9,1	12%	14%	14%	1,3	1,3	1,2	6,3%	6,7%	7,0%
Zurich Financial	245,8	10,6	8,7	8,1	13%	14%	14%	1,3	1,2	1,1	4,9%	6,3%	6,5%
<b>Mediana</b>		<b>9,6</b>	<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,7%</b>

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

**Wycena spółek paliwowych /27.07.2010/**

	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
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	32,5	13,2	13,0	8,1	0,7	0,6	0,5	4,8	10,8	7,3	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	39,8	8,2	7,5	6,7	0,4	0,4	0,4	13,0	11,0	11,3	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	1,9%
MOL	20100,0	9,6	6,9	6,0	1,2	0,9	0,8	23,2	11,3	8,5	13%	13%	14%	1,6%	2,3%	3,3%
OMV	25,5	4,5	3,3	2,9	0,7	0,6	0,5	10,5	7,0	5,6	14%	17%	17%	3,4%	3,9%	4,3%
Hellenic Petroleum	6,0	7,5	7,3	6,5	0,5	0,4	0,4	9,0	9,9	7,9	7%	6%	6%	7,4%	7,4%	7,8%
Tupras	34,5	7,3	6,6	5,8	0,4	0,3	0,3	11,2	9,9	9,2	5%	5%	5%	7,3%	8,2%	8,4%
Unipetrol	205,5	13,3	8,2	6,5	0,6	0,5	0,5	-	50,9	20,7	5%	6%	7%	0,1%	3,5%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,8</b>	<b>8,5</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,3%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,5	7,7	6,4	6,4	1,1	1,1	1,2	17,3	12,4	13,0	15%	18%	18%	0,7%	2,3%	3,2%
Gazprom	164,0	4,8	3,8	3,3	1,6	1,5	1,3	5,8	4,7	4,0	34%	39%	38%	1,4%	1,6%	1,9%
GDF Suez	25,5	6,7	6,4	5,9	1,1	1,1	1,1	12,7	12,7	11,3	17%	18%	19%	5,9%	6,0%	6,3%
Gas Natural SDG	13,0	8,1	7,2	6,9	1,9	1,8	1,7	9,1	8,9	8,4	24%	25%	25%	6,0%	6,5%	7,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>	<b>9,9</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,8%</b>

**Wycena spółek energetycznych /27.07.2010/**

	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
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	138,8	6,5	7,1	7,4	3,0	3,3	3,3	8,9	9,8	9,9	46%	46%	45%	5,8%	6,4%	5,8%
ENEA	18,4	6,3	4,3	5,0	1,0	0,8	0,9	15,8	12,4	12,4	16%	18%	18%	2,5%	3,2%	4,0%
PGE	22,4	5,9	6,1	6,2	2,2	2,1	2,2	11,5	12,3	11,7	37%	35%	36%	3,2%	3,4%	4,1%
E.ON	23,0	6,2	6,1	5,9	1,0	1,0	1,0	7,9	8,3	8,0	16%	16%	16%	6,5%	6,6%	6,8%
EDF	32,2	6,4	6,0	5,6	1,6	1,6	1,5	15,8	15,1	13,0	25%	26%	27%	3,7%	3,6%	4,0%
Endesa	19,0	5,8	5,9	5,9	1,9	1,8	1,7	7,7	8,9	9,0	32%	30%	29%	7,2%	5,9%	5,9%
ENEL SpA	3,7	6,4	6,2	6,1	1,6	1,5	1,5	7,4	8,3	8,2	25%	25%	24%	7,3%	7,1%	7,3%
Fortum	17,5	9,2	9,0	9,0	4,0	3,8	3,7	11,9	11,6	12,0	43%	42%	41%	5,3%	5,6%	5,6%
Iberdrola	5,4	8,6	8,1	7,6	2,3	2,3	2,2	10,5	10,5	9,9	27%	28%	29%	6,0%	6,0%	6,1%
RWE AG	54,5	5,0	4,4	4,3	0,9	0,8	0,8	8,6	7,8	7,8	18%	19%	19%	6,5%	6,8%	7,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>9,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,9%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /27.07.2010/**

	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
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
POLICE	5,5	-	10,9	6,1	0,3	0,4	0,3	-	-	15,8	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	68,0	8,2	6,5	3,0	0,6	0,6	0,4	19,2	15,7	5,7	7%	8%	14%	15,0%	1,3%	1,6%
Acron	26,9	7,9	5,9	5,4	1,7	1,4	1,2	9,1	7,2	7,1	22%	24%	23%	1,9%	2,9%	4,1%
Agrium	44,9	10,0	6,4	5,4	0,9	0,9	0,8	18,3	9,7	7,8	9%	14%	15%	0,3%	0,2%	0,2%
DSM	37,5	3,8	3,6	3,6	1,4	1,5	1,5	41,0	33,3	31,5	38%	40%	40%	1,8%	2,1%	2,3%
K+S	41,2	21,0	9,6	7,3	2,4	1,8	1,7	-	18,2	12,5	12%	19%	23%	0,7%	2,3%	3,4%
Silvinit	18196,0	6,9	6,7	5,0	4,7	4,1	3,2	10,5	10,3	7,3	68%	61%	64%	1,8%	1,3%	2,3%
Uralkali	3,8	14,2	9,7	7,2	7,4	5,3	4,2	23,2	6,5	4,7	53%	55%	59%	1,4%	3,1%	6,0%
Yara	217,1	15,3	7,8	7,8	1,2	1,2	1,1	26,3	12,0	10,5	8%	15%	14%	2,0%	2,4%	2,7%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>19,2</b>	<b>11,1</b>	<b>7,8</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,3%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	27,3	6,4	5,1	4,5	0,6	0,6	0,5	-	10,7	6,8	10%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	45,3	7,4	6,8	6,3	0,9	0,9	0,9	17,6	14,6	12,5	13%	14%	14%	2,9%	3,3%	3,7%
BASF	46,1	7,7	5,8	5,4	1,1	1,0	0,9	22,1	12,8	11,3	14%	17%	17%	3,3%	4,2%	4,4%
Croda	12,7	13,5	10,9	10,2	2,2	2,1	2,0	25,2	17,8	16,3	17%	20%	20%	1,6%	2,0%	2,2%
Dow Chemical	27,4	10,1	7,4	6,4	1,2	1,0	1,0	53,1	16,3	10,5	12%	14%	15%	3,2%	2,9%	2,9%
Rhodia	15,8	6,4	4,1	3,8	0,7	0,6	0,6	-	9,6	7,5	11%	15%	15%	0,1%	1,8%	2,3%
Sisecam	1,9	6,0	5,0	4,3	1,1	1,0	0,9	16,2	10,5	7,1	19%	21%	22%	0,0%	1,1%	2,1%
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	74,6	7,0	10,1	9,2	1,0	1,3	1,3	12,7	24,2	18,6	14%	13%	14%	3,5%	3,5%	3,7%
Tata Chemicals	328,0	6,2	7,2	6,8	1,0	1,4	1,3	10,6	11,6	10,3	16%	19%	19%	2,7%	2,6%	2,6%
Tessenderlo Chemie	22,6	15,7	5,7	4,5	0,5	0,4	0,4	-	26,1	11,0	3%	7%	9%	5,4%	5,5%	5,7%
Wacker Chemie	133,7	11,6	7,1	6,3	2,0	1,7	1,6	39,2	17,6	14,5	17%	24%	25%	0,9%	1,4%	1,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>17,6</b>	<b>13,7</b>	<b>10,8</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,7%</b>

**Wycena europejskich operatorów narodowych /27.07.2010/**

	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Netia	4,9	6,0	5,0	4,3	1,1	1,1	0,9	21,4	50,7	24,3	19%	21%	22%	-	2,0%	4,1%
TPSA	15,3	3,9	4,5	4,5	1,5	1,6	1,7	15,9	17,7	16,9	38%	36%	37%	9,8%	9,8%	9,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>18,7</b>	<b>34,2</b>	<b>20,6</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>10%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>
<b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>																
Belgacom	27,6	5,7	5,3	5,8	1,9	1,7	1,7	10,7	10,8	11,2	32%	32%	30%	7,6%	7,9%	7,9%
Cesky Telecom	430,0	5,1	5,5	5,4	2,2	2,3	2,3	12,3	12,7	12,2	44%	43%	43%	10,7%	9,2%	9,1%
Hellenic Telekom	6,3	3,8	4,1	4,1	1,4	1,4	1,4	6,1	7,0	6,4	36%	35%	35%	11,2%	8,7%	9,4%
Matav	687,0	4,3	4,5	4,6	1,7	1,8	1,8	8,9	9,6	9,8	39%	39%	39%	10,8%	10,8%	10,8%
Portugal Telecom	8,3	5,8	5,5	5,3	2,1	1,9	1,9	13,6	13,4	11,8	36%	35%	36%	6,9%	7,0%	7,0%
Telecom Austria	9,2	4,3	4,6	4,7	1,6	1,6	1,7	11,4	13,6	12,0	37%	35%	35%	8,2%	8,2%	8,2%
<b>Mediana</b>		<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,6%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,4	4,6	4,0	3,9	1,0	1,1	1,1	10,1	9,6	8,9	22%	27%	27%	5,7%	4,9%	5,3%
DT	10,3	4,5	4,6	4,7	1,4	1,5	1,5	15,5	14,3	13,8	32%	32%	32%	7,6%	7,0%	7,0%
FT	15,1	4,5	4,9	4,9	1,5	1,7	1,7	8,9	8,6	8,4	33%	35%	35%	9,3%	9,3%	9,3%
KPN	11,1	5,6	5,4	5,4	2,1	2,2	2,2	12,2	9,9	9,3	38%	40%	40%	6,2%	7,2%	7,7%
Sw isscom	393,2	6,3	6,5	6,5	2,5	2,5	2,5	10,4	10,9	10,7	40%	38%	39%	5,7%	5,9%	6,2%
TELEFONICA	16,9	5,4	5,5	5,5	2,2	2,2	2,1	9,9	9,4	9,0	40%	39%	39%	6,8%	8,3%	9,2%
TeliaSonera	53,5	8,2	7,8	7,6	2,7	2,7	2,7	12,3	11,6	10,9	33%	35%	35%	3,9%	4,7%	5,1%
TI	1,0	4,9	4,9	4,8	2,0	2,0	2,0	9,6	8,6	8,1	41%	41%	42%	5,3%	5,7%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>10,3</b>	<b>9,7</b>	<b>9,2</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,7%</b>

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

**Wycena spółek IT /27.07.2010/**

	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AB	17,0	6,7	7,1	6,4	0,1	0,1	0,1	8,9	9,9	9,0	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	18,3	6,8	8,4	7,2	0,1	0,2	0,2	10,1	11,7	9,5	2%	2%	2%	7,5%	2,0%	1,7%
ASBIS	4,3	14,6	5,4	4,3	0,1	0,1	0,1	-	9,7	6,5	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	55,8	7,4	7,4	6,8	1,6	1,5	1,3	11,6	12,8	12,1	21%	20%	20%	2,6%	2,3%	2,5%
COMARCH	84,5	10,1	9,1	6,6	0,8	0,9	0,7	20,2	17,1	13,2	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	12,3	13,9	8,9	6,1	0,1	0,2	0,1	46,7	13,4	8,7	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	13,5	-	9,1	4,9	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>6,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,3</b>	<b>9,2</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Accenture	40,3	7,7	7,6	7,1	1,2	1,2	1,1	15,2	15,3	13,4	15%	15%	15%	1,2%	2,4%	2,0%
Atos Origin	33,6	5,5	5,1	4,5	0,5	0,5	0,5	15,4	12,7	10,3	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,8%
CapGemini	35,0	6,4	6,7	5,5	0,5	0,5	0,5	17,8	18,9	13,7	8%	8%	10%	2,2%	2,4%	2,9%
IBM	128,6	7,9	7,4	6,9	1,9	1,8	1,7	13,0	11,4	10,4	24%	24%	25%	1,6%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	12,6	6,9	6,8	6,4	0,9	0,9	0,9	10,4	10,2	9,6	13%	13%	14%	5,2%	5,4%	5,8%
LogicaCMG	1,0	6,9	6,0	5,7	0,6	0,5	0,5	9,6	8,5	7,9	8%	9%	9%	2,9%	3,3%	3,6%
Microsoft	26,2	8,5	7,8	7,0	3,3	3,2	3,0	15,5	12,7	11,3	39%	42%	42%	1,9%	2,0%	1,7%
Oracle	24,6	10,8	9,2	8,1	5,2	4,5	3,5	17,3	15,2	12,9	48%	48%	43%	0,1%	0,8%	0,9%
SAP	36,3	13,5	11,6	10,5	4,1	3,9	3,6	21,3	17,9	16,0	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,8%
TietoEnator	13,2	6,4	5,5	4,9	0,6	0,6	0,6	12,4	10,6	9,0	9%	11%	12%	3,2%	4,5%	5,3%
<b>Mediana</b>		<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>15,3</b>	<b>12,7</b>	<b>10,8</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,9%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /27.07.2010/**

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		
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AGORA	24,4	7,9	6,7	6,4	1,0	0,9	0,8	32,5	20,9	20,1	12%	14%	13%	1,5%	2,4%	2,5%
CYFROWY POLSAT	14,7	11,8	8,7	7,5	3,1	2,6	2,5	16,6	12,9	11,6	26%	30%	33%	5,1%	4,0%	5,1%
TVN	17,3	9,8	12,1	9,9	3,7	3,2	2,9	14,0	20,5	16,2	37%	27%	29%	4,5%	1,8%	1,5%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,6	10,3	7,4	6,4	0,7	0,7	0,7	15,7	11,3	8,7	7%	10%	11%	2,1%	6,7%	8,1%
Axel Springer	91,2	9,4	8,1	7,0	1,3	1,2	1,2	11,2	13,2	11,1	14%	15%	16%	4,8%	5,0%	5,3%
Daily Mail	4,9	9,3	8,3	7,7	1,4	1,5	1,4	13,5	11,9	10,2	15%	18%	19%	3,0%	3,1%	3,3%
Gruppo Editorial	1,6	10,0	5,8	5,0	1,0	1,0	1,0	50,2	12,1	9,2	10%	18%	20%	0,0%	3,7%	5,5%
Mcclatchy	3,9	6,3	5,8	5,9	1,5	1,6	1,6	12,1	6,5	6,9	24%	28%	27%	2,3%	-	-
Naspers	303,5	20,5	18,6	15,1	4,9	4,5	3,9	28,7	21,7	16,4	24%	24%	26%	0,7%	0,8%	1,0%
New York Times	9,8	4,5	3,6	3,7	0,6	0,6	0,6	45,8	13,6	13,4	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,2	8,0	7,7	7,0	1,5	1,5	1,5	7,2	5,6	4,2	19%	20%	22%	0,6%	0,6%	0,5%
SPIR Comm	16,4	21,0	9,7	6,6	0,4	0,4	0,4	-	-	36,0	2%	4%	6%	22,0%	-	-
Trinity Mirror	0,8	4,2	3,7	3,5	0,7	0,7	0,7	4,8	3,6	3,2	18%	19%	20%	0,0%	0,6%	2,8%
<b>Mediana</b>		<b>9,4</b>	<b>7,5</b>	<b>6,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>13,5</b>	<b>11,9</b>	<b>9,7</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,3%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	6,1	21,6	10,3	8,4	2,2	1,9	1,8	30,0	12,6	10,1	10%	19%	22%	2,8%	5,8%	7,0%
CETV	436,0	33,7	13,2	9,3	3,2	2,7	2,4	-	-	25,9	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	9,4	21,6	13,1	8,1	3,7	2,8	2,3	33,5	19,1	12,7	17%	21%	28%	3,0%	4,1%	6,5%
ITV PLC	0,5	13,4	8,5	6,7	1,5	1,4	1,4	41,7	15,9	10,6	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,1%
M6-Metropole Tel	17,7	8,4	7,8	7,3	1,6	1,5	1,5	17,5	16,5	15,0	20%	20%	21%	5,3%	4,8%	5,0%
Mediaset SPA	5,1	6,3	5,7	5,2	2,0	1,8	1,7	20,1	14,9	12,4	32%	32%	32%	4,8%	5,6%	6,5%
RTL Group	62,1	11,7	10,1	9,1	1,8	1,7	1,7	23,5	17,0	15,2	15%	17%	19%	3,6%	4,7%	5,4%
TF1-TV Francaise	12,6	14,7	13,3	9,1	1,2	1,2	1,1	35,4	27,8	15,9	9%	9%	12%	2,1%	3,1%	4,0%
<b>Mediana</b>		<b>14,0</b>	<b>10,2</b>	<b>8,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>30,0</b>	<b>16,5</b>	<b>13,9</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,2%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	7,1	13,1	12,1	10,4	2,7	2,4	2,2	27,1	23,5	18,6	20%	20%	22%	2,5%	2,7%	2,9%
Canal Plus	5,5	5,4	5,3	5,2	0,2	0,2	0,2	15,1	15,7	15,3	5%	5%	4%	4,6%	4,8%	4,9%
Cogeco	35,0	5,6	5,5	5,1	2,3	2,2	2,0	16,1	15,1	12,8	41%	39%	40%	1,3%	1,6%	1,7%
Comcast	19,3	6,0	5,8	5,6	2,3	2,2	2,2	16,4	15,6	13,7	39%	39%	39%	1,4%	1,9%	2,1%
Liberty Global	28,6	6,2	7,0	6,8	2,7	3,0	3,1	-	-	35,6	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	9,8	6,6	6,1	5,7	3,3	3,0	2,8	23,1	18,4	15,2	49%	50%	50%	0,0%	3,0%	4,1%
Shaw Communications	19,5	7,5	6,7	6,2	3,4	3,1	2,8	15,8	15,0	13,3	46%	46%	44%	4,2%	4,5%	4,6%
<b>Mediana</b>		<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>16,3</b>	<b>15,6</b>	<b>15,2</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,9%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /27.07.2010/**

	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Budimex	90,6	7,2	10,0	9,9	0,5	0,5	0,5	13,3	12,5	14,3	7%	5%	5%	6,4%	7,5%	4,9%
Elektrobudowa	167,0	8,7	10,6	9,5	1,0	1,0	0,9	14,5	16,1	14,5	11%	9%	9%	1,9%	2,0%	2,3%
Erbud	50,8	7,4	8,8	8,3	0,5	0,5	0,4	15,3	12,4	12,8	7%	5%	5%	0,2%	1,0%	1,2%
Mostostal Wa-w a	67,5	5,1	6,9	7,2	0,4	0,4	0,4	11,2	12,6	14,2	8%	6%	5%	0,0%	4,5%	4,0%
PBG	230,0	11,8	10,7	10,5	1,5	1,1	0,9	15,6	15,3	14,9	13%	10%	8%	0,0%	1,3%	1,3%
Polimex Mostostal	4,7	7,7	8,7	8,0	0,5	0,6	0,5	13,9	13,9	12,7	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	4,2	6,1	8,6	8,3	0,7	0,7	0,5	9,4	16,0	16,6	12%	8%	6%	2,4%	0,0%	0,0%
Ulma Construccioon	72,0	8,3	4,7	4,1	3,4	2,4	2,1	-	15,2	11,5	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,1	8,9	10,6	10,6	0,7	0,5	0,4	15,4	14,0	14,5	8%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,5</b>	<b>14,6</b>	<b>14,4</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,9%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	9,0	9,8	8,7	7,8	0,8	0,8	0,8	19,0	17,1	15,0	9%	9%	10%	1,9%	2,1%	2,3%
BILFINGER	44,9	7,7	5,4	5,3	0,3	0,3	0,3	14,1	9,5	8,7	4%	6%	6%	4,0%	5,3%	5,3%
EIFFAGE	39,8	8,7	8,7	8,1	1,2	1,2	1,2	13,0	14,6	12,1	14%	14%	15%	2,9%	2,9%	3,2%
HOCHTIEF	50,9	5,8	5,0	4,7	0,3	0,3	0,3	19,5	15,4	13,4	5%	5%	6%	2,9%	3,2%	3,6%
NCC	131,1	7,2	8,1	7,4	0,3	0,4	0,3	13,2	13,7	12,3	5%	4%	5%	3,0%	4,3%	4,6%
SKANSKA	123,9	6,8	7,6	7,5	0,3	0,4	0,3	14,7	16,5	16,2	5%	5%	5%	4,5%	4,5%	4,7%
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%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>14,1</b>	<b>14,6</b>	<b>12,3</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,6%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /27.07.2010/**

	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Dom Development	45,9	12,5	30,7	10,8	1,6	1,5	1,5	14,1	42,1	13,4	16%	9%	18%	1,7%	0,6%	1,9%
GTC	24,0	-	9,3	8,6	4,8	5,5	4,6	-	7,0	7,3	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	17,9	10,1	5,8	7,9	3,0	2,3	1,7	9,6	5,9	6,8	21%	30%	47%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	35,5	13,5	20,1	14,3	0,7	0,7	0,7	12,3	22,9	11,5	48%	15%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>12,5</b>	<b>14,7</b>	<b>9,7</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>12,3</b>	<b>14,9</b>	<b>9,4</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>39%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
CA IMMO INTERNATIONAL	6,5	21,4	17,7	14,3	0,5	0,6	0,6	-	-	-	66%	52%	55%	0,0%	0,0%	1,5%
CITYCON	2,7	19,0	17,1	16,0	0,7	0,8	0,8	15,1	12,3	11,6	56%	58%	59%	5,0%	5,1%	5,4%
CORIO	45,5	26,6	18,6	16,4	0,8	1,0	1,0	15,0	15,4	15,0	64%	83%	87%	5,8%	5,9%	6,1%
DEUTSCHE EUROSHOP	24,0	18,9	17,2	16,5	0,9	1,0	1,0	20,8	16,8	15,1	87%	86%	86%	4,4%	4,5%	4,9%
ECHO INVESTMENT	4,6	14,6	15,2	11,7	1,2	1,1	1,1	21,4	16,8	12,2	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,9	19,5	20,1	19,4	0,6	1,0	0,9	19,3	18,2	19,0	77%	78%	79%	3,8%	4,0%	4,2%
KLEPIERRE	25,2	21,6	17,6	16,8	0,8	1,2	1,1	16,8	17,3	16,6	71%	85%	86%	4,9%	5,0%	5,1%
SPARKASSEN IMMO	5,1	24,5	17,3	15,3	0,6	0,7	0,7	-	12,4	7,7	53%	50%	50%	0,0%	1,6%	5,2%
UNIBAIL-RODAMCO	151,3	19,0	18,9	17,7	0,9	1,1	1,1	16,1	16,2	15,6	86%	82%	81%	5,3%	5,4%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>19,5</b>	<b>17,6</b>	<b>16,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>16,8</b>	<b>16,5</b>	<b>15,0</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,1%</b>

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


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /27.07.2010/**

	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	2,1	8,0	9,7	5,6	1,5	1,5	1,5	17,0	17,3	10,2	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	19,4	8,6	7,8	6,5	0,8	0,7	0,7	16,5	17,9	12,7	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,3</b>	<b>8,8</b>	<b>6,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>16,8</b>	<b>17,6</b>	<b>11,4</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Atlas Copco	121,8	14,3	12,0	10,3	2,6	2,5	2,2	23,1	18,3	15,1	18%	21%	22%	2,4%	2,7%	3,1%
Bucyrus	60,3	9,3	7,5	6,2	1,9	1,4	1,2	15,2	15,8	11,9	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,7	3,3	3,9	3,3	1,3	1,6	1,5	7,1	9,7	6,8	38%	41%	45%	5,2%	2,9%	6,6%
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	58,1	8,1	10,7	8,7	1,7	2,0	1,8	13,7	18,6	14,8	21%	19%	20%	1,2%	1,2%	1,2%
Sandvik	95,3	37,3	10,7	8,3	2,0	1,8	1,7	-	21,1	13,9	5%	17%	20%	1,7%	2,3%	3,4%
<b>Mediana</b>		<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>13,7</b>	<b>17,0</b>	<b>12,9</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,2%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /27.07.2010/**

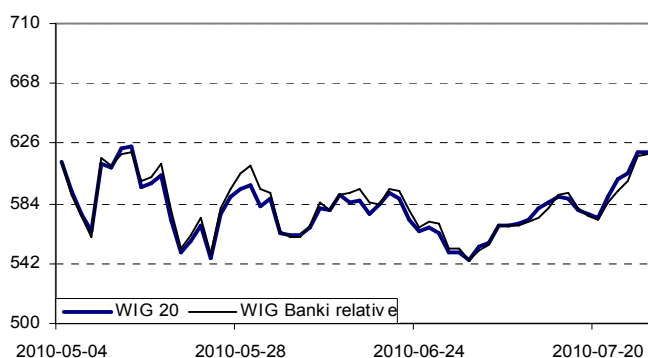
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	73,7	20,0	10,5	8,6	3,2	2,4	2,1	51,6	18,8	13,2	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	6,9%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	47,0	7,2	4,3	4,8	0,8	0,7	0,7	30,3	8,1	9,6	11%	17%	15%	1,2%	4,1%	5,3%
Holmen	193,0	7,9	10,0	8,0	1,3	1,3	1,2	16,2	28,2	17,4	16%	13%	15%	4,7%	3,6%	3,7%
INTL Paper	25,5	6,4	6,1	5,4	0,8	0,8	0,8	29,1	14,4	10,3	13%	13%	14%	1,3%	1,4%	1,8%
M-Real	2,9	68,2	6,9	6,5	0,8	0,8	0,8	-	27,6	14,5	1%	11%	12%	0,0%	0,4%	0,6%
Norske Skog	7,6	5,3	10,6	6,5	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,2	11,3	8,1	7,0	2,3	1,9	1,7	18,0	13,8	10,8	20%	23%	25%	3,5%	4,4%	5,1%
Stora Enso	6,7	11,1	8,5	7,3	1,0	0,9	0,9	41,6	16,6	13,2	9%	11%	12%	2,6%	3,0%	3,1%
Svenska	106,4	7,4	7,6	6,7	1,1	1,1	1,0	13,3	12,9	10,7	14%	14%	15%	3,5%	3,8%	4,1%
UPM-Kymmene	11,1	9,5	8,1	6,9	1,3	1,2	1,1	-	25,0	15,4	13%	14%	16%	3,5%	4,1%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>23,5</b>	<b>15,5</b>	<b>12,0</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>

**Wycena spółek górniczych /27.07.2010/**

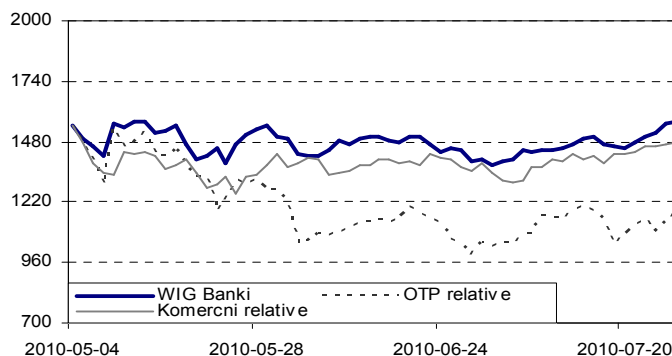
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	106,0	5,6	5,2	6,3	1,8	1,8	1,7	8,3	6,4	10,8	33%	34%	27%	11,0%	2,8%	4,7%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	25,3	7,0	4,0	3,3	2,0	1,6	1,4	11,7	6,1	4,6	29%	40%	43%	0,3%	1,6%	3,9%
BHP Billiton	19,7	5,3	4,6	3,1	2,3	2,2	1,7	11,1	8,1	5,2	44%	48%	55%	4,0%	4,4%	4,9%
Freeport-MCMOR	69,8	5,0	3,8	3,6	2,4	2,0	1,9	13,0	8,6	7,8	48%	52%	52%	0,1%	1,4%	2,1%
Rio Tinto	33,6	7,1	3,9	3,4	2,2	1,7	1,6	10,3	5,2	4,3	31%	44%	47%	1,6%	2,9%	3,2%
Southern Peru	31,2	14,7	8,6	6,7	7,2	5,1	4,0	29,2	14,5	10,9	49%	59%	60%	1,5%	4,9%	6,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>11,7</b>	<b>8,1</b>	<b>5,2</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,9%</b>

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

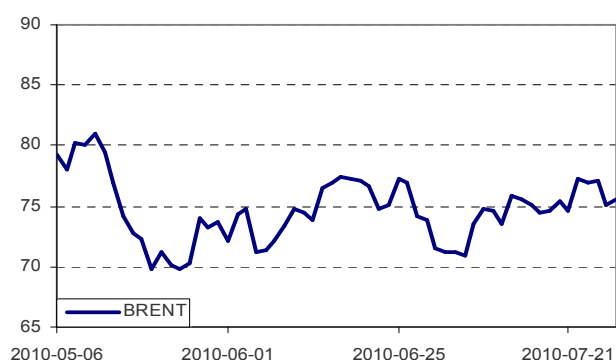
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



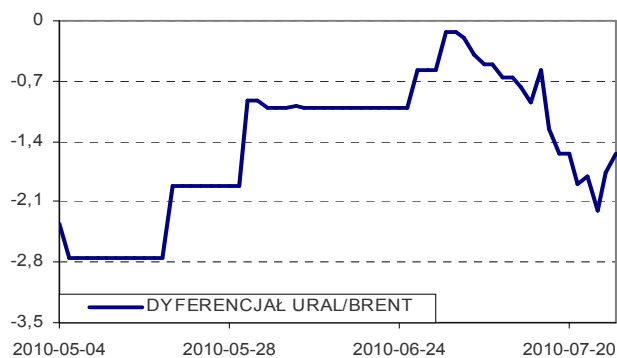
**Relatywne zmiany OTP i Komercni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



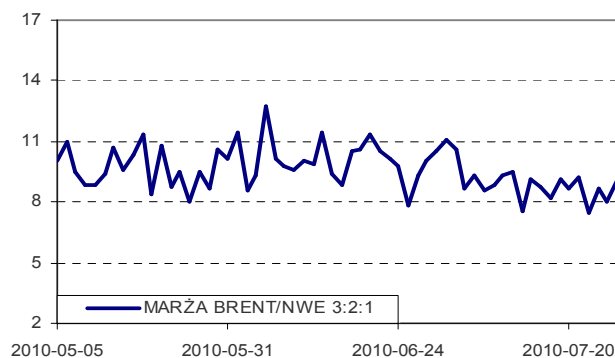
**BRENT (USD/brk)**



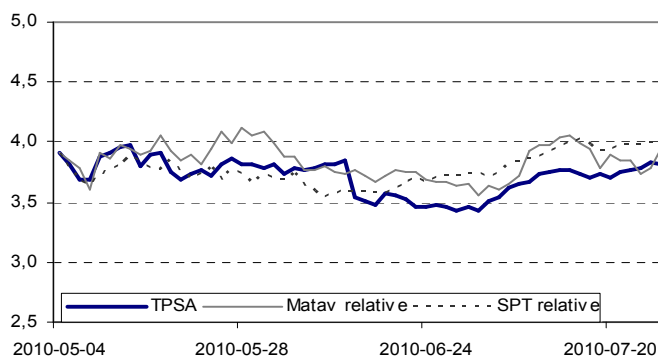
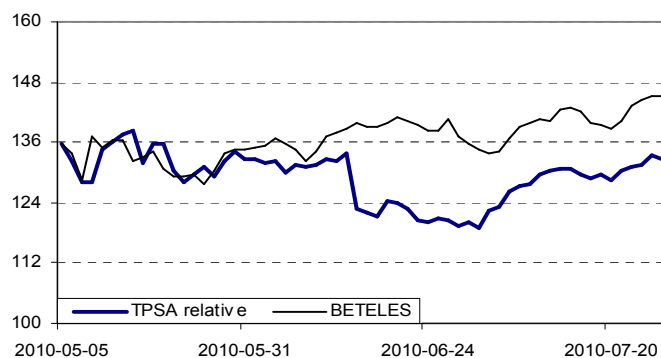
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



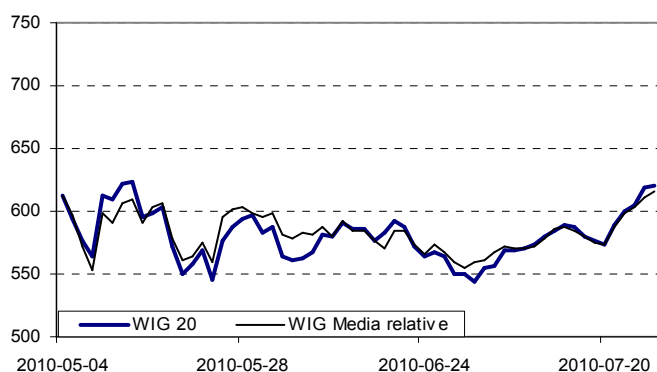
**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**



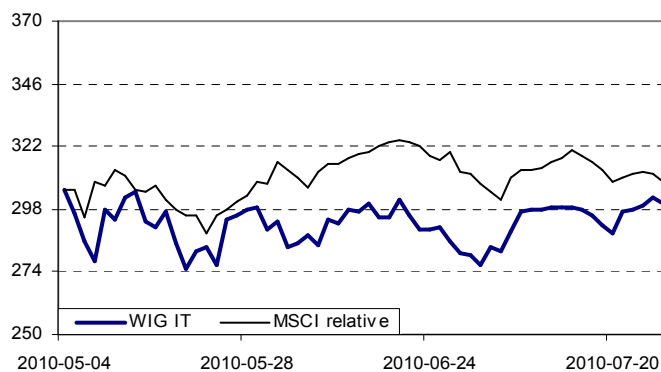
**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)** - **Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**



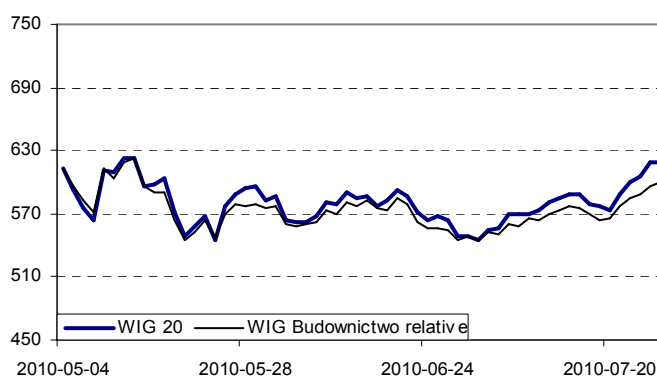
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



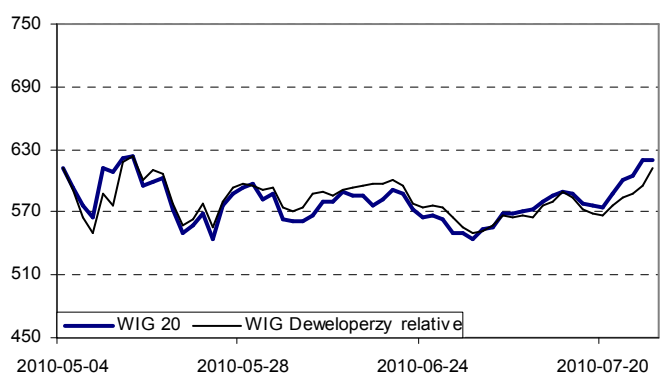
Indeks WIG IT na tle MSCI



Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



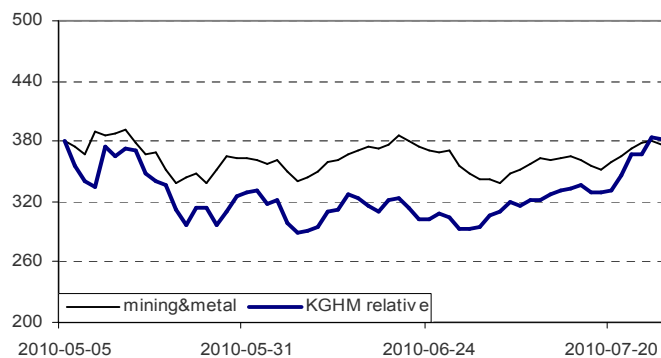
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

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

**Departament Analiz:**

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, Energetyka, Handel

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

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

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

**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)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

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

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

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**EBIT** - Zysk operacyjny

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

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

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

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

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.