


**Rynek akcji**  
Polska

# Komentarz poranny

Departament Analiz:

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

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

Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana
DJIA	10 303,2	-0,16%	FTSE 100	5 275,4	+0,18%	Miedź (LME)	7 156,0	-1,36%
S&P 500	1 079,3	-0,40%	WIG20	2 452,1	-0,59%	Ropa (Brent)	74,6	-0,71%
NASDAQ	2 173,5	-0,77%	BUX	22 074,5	-0,85%	USD/PLN	3,14	+0,59%
DAX	6 110,4	-0,40%	PX	1 173,5	+0,56%	EUR/PLN	4,00	+0,02%
CAC 40	3 621,1	-0,20%	PLBonds 10	5,79	-0,34%	EUR/USD	1,28	-0,58%

## Informacje ze spółek i sektorów

### ENEA

 Kupuj - z dn. 02.06.10  
 Cena docelowa: 21,24 PLN

### 6 wstępnych ofert na zakup Enei

Do Ministerstwa Skarbu złożono 6 wstępnych ofert na zakup 51% akcji Enei. Krótka lista inwestorów zostanie wybrana do 24 sierpnia. Z potencjalnym oferentem resort będzie chciał podpisać umowę zobowiązującą go do ogłoszenia wezwania na sprzedaż akcji Enei. **Liczba złożonych ofert stanowi pozytywne zaskoczenie, choć na razie oczywiście nie wiadomo jeszcze jakie ceny zaproponowali oferenci.** (K. Kliszcz)

### PKN Orlen

 Trzymaj - z dn. 08.04.10  
 Cena docelowa: 40,2 PLN

### Nomura doradcą w sprawie Możejtek

Zarząd PKN Orlen wybrał bank inwestycyjny Nomura na doradcę w sprawie inwestycji w rafinerię w Możejkach. Zadaniem doradcy ma być m.in. zebranie ofert od potencjalnych inwestorów łącznie z kluczowymi parametrami finansowymi (cena, wielkość pakietu, warunki współpracy). Na tej podstawie ma zapisać decyzja czy Orlen pozostanie inwestorem w Możejkach czy też pozbędzie się części udziałów w tej rafinerii bądź sprzeda ją w całości. Rekomendacja doradcy ma być gotowa do końca roku. **Ocena sprzedaży Możejtek będzie możliwa dopiero wtedy gdy będą znane warunki takiej transakcji. W naszej opinii jednak litewska rafineria waży w obecnej wycenie polskiego koncernu niewiele i istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że Orlen wygeneruje na takiej transakcji dodatkową wartość dla akcjonariuszy.** (K. Kliszcz)

### Komputronik

 Trzymaj - z dn. 08.12.09  
 Cena docelowa: 11,56 PLN

### Rozszerzenie porządku obrad WZA

Porządek WZA zwołanego na 1 września został rozszerzony o kilka uchwał. Najważniejsza z nich dotyczy przedłużenia obowiązywania obecnego programu motywacyjnego na rok obrotowy 2010/2011. W związku ze zmianą długości programu zmianie ulegnie też uchwała dotycząca warunkowego podwyższenia kapitału. Kolejną uchwałą jest zmiana regulaminu obrad WZA. Ostatnią zmianą jest wprowadzenie do porządku obrad uchwały w sprawie zmiany statutowego przedmiotu działalności. Działalność spółki ma zostać rozszerzona o wynajem samochodów osobowych. **Nowy pomysł na działalność, o ile zgodnie z nowym statutem zostanie wdrożony generuje naszym zdaniem bardzo mało synergii w stosunku do obecnie prowadzonej działalności dystrybucji sprzętu IT.** (P. Grzybowski)

### Astarta

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

### Mniej zbóż w tym roku

Według doniesień Parkietu Astarta ma zebrać o 23% mniej pszenicy i o 17% mniej jęczmienia. Zdaniem Mykoli Kowalskiego z relacji inwestorskich spółki Astarta liczy, że dzięki wzrostowi cen zbóż uda się zrekompensować straty wynikające ze spadku plonów.

### Polimex Mostostal

 Redukuj - z dn. 30.07.10  
 Cena docelowa: 4,27 PLN

### Wyniki Energomontażu Pólnoc

W Q2 2010 Energomontaż wygenerował 71,8 mln PLN przychodów (Q2 2009: 104,6 mln PLN), 11,0 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 15,5%, Q2 2010: 15,9%), 4,0 mln PLN EBIT (Q2 2009: 8,5 mln PLN) oraz 4,5 mln PLN zysku akcjonariuszy jednostki dominującej (Q2 2009: 8,5 mln PLN). W podziale segmentowym, z łącznego wyniku netto spółki na poziomie 4,6 mln PLN, 4,4 mln PLN zostało wygenerowane w segmencie energetyki. **Wyniki są lepsze, niż się spodziewaliśmy, niemniej, EBIT spadł znacząco r/r (głównie wpływ spadku przychodów). Bardzo dobry wynik w segmencie energetyki to rezultat splotu pozytywnych tendencji przy podpisywaniu kontraktu na budowę Instalacji Odsiarczania w Koziencach. Kontrakt został podpisany na szczycie cen w budownictwie oraz na dołku kursu EUR/PLN (kontrakt w EUR). Kontrakt zostanie zakończony do końca roku. W I półroczu Energomontaż zrealizował 139 mln PLN przychodów. Portfel zamówień na cały rok, wliczając I półrocze, ma wartość 243 mln PLN (minus 15 mln PLN na rok kolejny). Sądzymy, że w całym 2010 roku przychody**

Energomontażu mogą wynieść około 280 mln PLN, zaś wynik netto 6-7 mln PLN. Q3 2010 powinien być zbliżony do Q2 2010, zaś w Q4 2010 może już być widoczny spadek marż. Rok 2011 powinien przynieść wzrost przychodów, przy utrzymaniu stosunkowo niższych marż z Q4 2010. Nie sądzimy, aby wyniki spółki mogły sugerować lepsze wyniki Polimexu w Q2 2010, niż przewiduje konsensus. (M. Stokłosa)

#### Wyniki Naftobudowy

W Q2 2010 Naftobudowa wygenerowała 51,2 mln PLN przychodów (Q2 2009: 56,3 mln PLN), 7,1 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 13,8%, Q2 2009: 17,2%), 5,1 mln PLN EBIT (Q2 2009: 7,0 mln PLN) i 4,5 mln PLN zysku netto (Q2 2009: -1,3 mln PLN). Wynik poprawiły dodatnie różnice kursowe w wysokości około 1,5 mln PLN oraz pozostałe przychody operacyjne netto (0,4 mln PLN). Z drugiej strony, efektywna stopa podatkowa wyniosła 31,8%. **Wyniki Naftobudowy są naszym zdaniem dobre. Zważywszy na stan koniunktury rynkowej, spodziewamy się, że kolejne kwartały mogą być gorsze. Poprawę wyniku netto r/r spółka zawdzięcza skonsumowaniu zbyt dużej pozycji z tytułu instrumentów pochodnych, która w 2009 roku psuła wynik netto.** (M. Stokłosa)

#### GTC

Trzymaj - z dn. 28.05.10  
Cena docelowa: 23,9 PLN

#### GTC nie planuje sprzedaży kolejnych biurowców

Członek zarządu GTC, p. Kozłowski, przyznaje, że ostateczne umowy sprzedaży biurowca Nefryt i Topaz powinny zostać podpisane w ciągu najbliższych tygodni. GTC nie planuje sprzedaży kolejnych budynków. Po refinansowaniu biurowca City Gate, GTC negocjuje podobne transakcje. Wskaźniki zadłużenia Grupy powinny spadać, wraz z oddawaniem nowym najemcom powierzchni komercyjnej. Przed końcem roku GTC odda 2 centra handlowe i 2 budynki biurowe (w Łodzi i Katowicach), jeśli znajdą się najemcy. W Q4 2010 spółka odda centrum handlowe w Starej Zagorze (wynajęte w 70-80%) i w Pradze (w 90% wynajęte). Pod koniec Q3 2010 spółka chce rozpocząć budowę 5-ego budynku Platinum w Warszawie i 3-ego budynku Okęcie Business Park. Pod warunkiem uzyskania pozwolenia na budowę, spółka też rozpocznie budowę centrum handlowego na Wilanowie. Może też rozpocząć się inwestycja na 15 tys. m<sup>2</sup> we Wrocławiu (ul. Karkonoska). Do końca roku spółka chce też uzyskać pozwolenie na budowę biurowca na 15 tys. m<sup>2</sup> w centrum Poznania (przy parku Wilsona, kiedyś na terenie miała powstać inwestycja mieszkaniowa). GTC jest zainteresowane nabywaniem nowych gruntów w Polsce i Rumunii. Spółka nie planuje sprzedawać gruntów, ani udziałów w projektach, ani też wykupywać kolejnych udziałów od akcjonariuszy mniejszościowych. **W naszych prognozach nie zakładamy rozpoczęcia w tym roku budowy budynku Platinum 5, ani inwestycji we Wrocławiu. Zakładamy za to m.in. projekt Jarosova, Galerię Burgas i Osijek oraz Aurora Business Park. Nie widzimy na razie jasnych przesłanek pozwalających sądzić, że GTC będzie chciało zaskoczyć dużą liczbą rozpoczynanych projektów. Sądzymy, że na razie na to rynek nie pozwala. Mimo to, dostrzegamy, że spółka przygotowuje się na poprawę koniunktury na rynku i być może zaskoczenie na poziomie dużej liczby nowych inwestycji pojawi się w roku 2011.** (M. Stokłosa)

#### GTC nie oczekuje istotnych zmian yieldów na koniec 2010 roku

Członek zarządu GTC, p. Kozłowski, nie przewiduje zmiany stóp kapitalizacji nieruchomości do końca 2010 roku. Mogą za to wzrosnąć efektywne czynsze rynkowe. Spadek stóp kapitalizacji, który potwierdza wycena w negocjowanej transakcji sprzedaży 2 biurowców, jest już uwzględniony w wycenie innych budynków spółki na Mokotowie w sprawozdaniach na I połowę 2010 roku. **Brak istotnych zmian yieldów może oznaczać niższą niż uwzględniana w prognozach dodatnią wycenę nieruchomości spółki na koniec roku. Obecnie oczekiwania dotyczące spadku stóp kapitalizacji przesuwiają się na rok 2011. Spadek yieldów miałby następować łącznie w wzrostem czynszów, co wydaje się rozsądne, jednak my dużego potencjału do wzrostu czynszów raczej nie dostrzegamy. Polski rynek nieruchomości komercyjnych jest i naszym zdaniem pozostanie w równowadze. Mimo ostrożnego podejścia do ewentualnych wzrostów czynszów, spadek yieldów jest naszym zdaniem w pełni realny.** (M. Stokłosa)

## Pozostałe wiadomości ze spółek

<b>ABM Solid</b>	NWZA ABM Solid zdecyduje 8 września o emisji obligacji o łącznej wartości 40 mln zł.
<b>Amica</b>	Od stycznia do czerwca na pralki, kuchnie, lodówki i zmywarki Polacy wydali 1,6 mld zł - 18 proc. mniej niż w tym okresie ubiegłego roku. Sprzedaż pralek spadła najmocniej, bo o 22 proc. i wyniosła 480 mln zł. Segment zmywarek stracił 20 proc. i wart był 250 mln zł, kuchni - 17 proc., do 350 mln zł, lodówek zaś - 14 proc., do 510 mln zł. Wiceprezes Amiki twierdzi, że bardzo trudno jest dokładnie przewidzieć koniunkturę na rynku, który jednak powoli i systematycznie odbudowuje swój potencjał.
<b>Anti</b>	Anti podpisało z Uniwersytetem Przyrodniczym we Wrocławiu umowę o wartości 1,9 mln PLN brutto.

**Banki**

Podaż pieniądza (M3) w lipcu 2010 r. wzrosła o 0,1 proc. mdm, czyli o 675,9 mln zł i wyniosła 743.440,0 mln zł

	stan na 31.07.10 mln zł	zmiana mdm w proc.
M3	743.440,0	0,1
Gotówka	93.186,8	0,2
DEPOZYTY	641.178,8	-0,3
Gospodarstwa dom.	400.673,6	0,4
Przedsiębiorstwa	162.593,0	-3,0
Aktywa zagraniczne netto w mln EUR	26.934,6	0,0
KREDYTY	728.808,7	-1,3
Gosp. domowe	454.179,4	-1,2
Przedsiębiorstwa	219.336,1	-0,7
Zadłużenie	107.222,8	-6,5

**City Interactive**

City Interactive spodziewa się rekordowych wyników w III kw. City Interactive oczekuje, że rezultaty III kw. okażą się rekordowe w historii spółki, do czego przyczyni się m.in. wysoka sprzedaż gry "Sniper". Jeszcze w IV kw. spółka może rozpocząć sprzedaż swojej najnowszej gry na konsolę PlayStation.

City Interactive będzie produkować gry na Playstation3 na rynek Ameryki Północnej. Amerykańska spółka zależna producenta gier City Interactive podpisała umowę licencyjną z Sony Computer Entertainment America LLC na produkcję i wydawanie gier na PlayStation3 computer entertainment system na terenie Ameryki Północnej.

**Cormay**

Cormay rozmawia w USA zarówno w sprawie przejęcia, jak i sprzedaży aparatów diagnostycznych.

**Dent-A-Medical**

Dent-a-Medical podpisała list intencyjny z zagraniczną firmą (nazwy nie ujawniono) dotyczący współpracy strategicznej na rynku polskim. List zawiera deklarację zawarcia ostatecznej umowy do końca sierpnia. Potencjalny partner zażądał przedstawienia zabezpieczenia finansowego, które ma zagwarantować realizację planów strategicznych (rozbudowa sieci franczyzowej gabinetów stomatologicznych).

**Hardex**

Dawid Sukacz zrezygnował z funkcji członka RN.

**Marvipol**

Marvipol chce wyemitować obligacje do kwoty 20 mln zł. Dzień wykupu ustalono na 30 sierpnia 2013 roku.

**Oponix.PI**

WZA Oponix.pl zdecydowało przeznaczeniu na dywidendę za '09 60,8 tys. Zł. Dzień dywidendy został ustalony na 31 sierpnia, a termin jej wypłaty na 15 września 2010 r.

**ORCO**

Orco grozi arbitrażem i domaga się od Polski 600 mln zł odszkodowania za wstrzymaną inwestycję przy Złotej 44.

**Petrolinvest**

Spółka Osiedle Wilanowskie, zależna od Prokomu Investments, wraz ze wskazanymi przez siebie podmiotami objęła 4,71 mln akcji serii V Petrolinvestu, wykonując umowy warrantów subskrypcyjnych o wartości 50 mln PLN. Nowe akcje stanowią 12,2 proc. podwyższonego kapitału Petrolinvestu.

**TIM**

TIM planuje sprzedać trzy nieruchomości. TIM, dystrybutor materiałów elektrotechnicznych, planuje sprzedać trzy nieruchomości, które nie są niezbędne dla funkcjonowania przedsiębiorstwa. W 2010 roku spółka spodziewa się spadku przychodów w ujęciu rok do roku o około 10 proc.

**Vistula**

Zarząd Vistula Group podjął uchwałę w sprawie emisji do 500 obligacji serii A na kwotę do 50 mln zł. Środki z emisji zostaną przeznaczone m.in. na refinansowanie części zadłużenia i zwiększenie kapitału obrotowego.

**Wistil**

Marian Kwiecień złożył rezygnację z pełnienia funkcji prezesa zarządu.

**Wojas**

Spółka zawarła umowy kredytowe z Pekao o wartości 7 mln PLN. Środki będą przeznaczone na sfinansowanie nakładów inwestycyjnych w ramach realizowanego przez spółkę projektu innowacyjne podeszwy.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

### Impexmetal

Roman Karkosik zbył 5 sierpnia w transakcji pakietowej 2 mln akcji Impexmetal. 9 sierpnia w transakcji pakietowej spółka Boryszew, kontrolowana przez Romana Karkosika, zbyła 2,5 mln akcji. Łączny udział Romana Karkosika w Impexmetal obniżył się do 59,06 proc. z 60,65 proc. przed dokonaniem zmiany.

## Makroekonomia

### W lipcu inflacja niższa niż oczekiwano

W lipcu roczny wskaźnik inflacji spadł z 2,3% do 2,0%. Oczekiwania rynkowe oscylowały wokół 2,1-2,2% r/r. Należy podkreślić, że najniższy punkt ścieżki inflacyjnej wypadł znacznie wyżej niż jeszcze kilka miesięcy temu przewidywane przez ekspertów NBP 1,4%.

Na rozbieżności między inflacją zrealizowaną, a prognozą MinFin i konsensusem rynkowym zaważyły ponownie ceny żywności. Ceny żywności spadły o 1,1% m/m (prognoza MinFin zakładała „jedynie” 0,7% ich spadek). Ceny paliw wzrosły o 0,2% m/m.

W pozostałych kategoriach ceny ustabilizowały się bądź zanotowały bardzo ograniczony wzrost. Efekty bazowe z poprzedniego roku (podwyżka cen wyrobów tytoniowych w lipcu 2009) spowodowały spadek inflacji bazowej z 1,5 do 1,2% r/r, co zgodne jest z naszymi wcześniejszymi szacunkami.

Lipiec to ostatni miesiąc w którym spadek inflacji warunkowany jest bazą statystyczną. W sierpniu spodziewamy się już wyraźnego wzrostu wskaźnika do poziomu około 2,5-2,7% r/r.

Podtrzymujemy również naszą opinię co do inflacji w kolejnych miesiącach. Kondycja popytu wewnętrznego, wchodzenie w dojrzałą fazę cyklu (niedawno prezentowaliśmy research wskazujący na wyprzedzającą relację między wewnętrznym komponentem produkcji przem. i inflacją netto) oraz ciągła stymulacja fiskalna (projekty infrastrukturalne niosą ze sobą znaczny ładunek popytowy) wskazują na możliwość znacznego przyspieszenia procesów inflacyjnych. Sytuacja na rynku pracy naszym zdaniem również daleka jest od marazmu, a tempo wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym, czyli najstabilniejszej składowej indeksu wyniosło w czerwcu 6,2% r/r, co sugerować może pojawienie się presji kosztowej w nieodległej przyszłości.

Kolejnymi czynnikami będą rosnący trend i właśnie realizujące się szoki na cenach żywności (wzrost cen pszenicy na rynkach światowych). W takiej sytuacji (wchodzenie w dojrzałą fazę cyklu koniunkturalnego, rosnące ceny żywności) podwyżki VAT i ewentualnie akcyzy mają dużą szansę przełożyć się na wyższe oczekiwania inflacyjne. Szacujemy, że na koniec tego roku inflacja wzrośnie do około 3,5% i przekroczy ten poziom w roku 2011. Taka trajektoria inflacji i ryzyko dywergencji ze strefą euro powinno skutkować zacieśnieniem polskiej polityki pieniężnej jeszcze w tym roku. Podkreślamy również, że do podwyżki może dojść w zasadzie przy realizacji dwóch skrajnych scenariuszy makro: dynamicznego wzrostu i kontynuacji ożywienia gospodarczego oraz eskalacji problemów fiskalnych i uzupełnieniu przez RPP premii za ryzyko w polskich stopach procentowych.

Dane spowodowały niewielkie obniżenie krzywej FRA. Pięcioletnie obligacje spadły o 5 bp w rentowności. Jesteśmy jednak sceptyczni co do utrzymania pozytywnego trendu w cenach polskich papierów na wypadek zrealizowania wyższej ścieżki inflacji i znacznego wzrostu ryzyka podwyżek stóp. Uważamy, że rynek może istotnie przereagować w związku z wyżej wymienionymi ryzykami i systematycznym przesuwaniem prognoz przez analityków.

### BRE Bank S.A.

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)

[research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

## Kalendarium spółek

### Poniedziałek /16.08.10/

RAFAKO Dzień wypłaty dywidendy 0,30 zł na akcję.

### Wtorek /17.08.10/

MERCOR Dzień wypłaty dywidendy 0,50 zł na akcję.

TUP Dzień wypłaty dywidendy 0,05 zł na akcję.

### Środa /18.08.10/

GRAJEWÓ Publikacja skonsolidowanego rozszerzonego raportu za I półrocze 2010 roku.

STALEXPORT Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

### Czwartek /19.08.10/

PKO BP Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

### Piątek /20.08.10/

AGORA Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

CINEMA CITY Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

POLICE Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2010 roku.

## Kalendarium makro

### Poniedziałek /16.08.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Bazowa inflacja CPI	Lipiec		0,9% r/r
11:00	UE	Inflacja CPI	Lipiec		0%m/m; 1,4% r/r
14:30	USA	Indeks Produkcyjny Empire State	Sierpień		5,1
15:00	USA	Napływ długoterminowych kapitałów netto	Czerwiec		35,40 mld
15:00	USA	Napływ kapitałów netto	Czerwiec		17,5 mld
16:00	USA	NAHB Indeks rynku nieruchomości	Sierpień		14

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Lowes.

### Wtorek /17.08.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:00	UE	Bilans obrotów kapitałowych	Czerwiec		2,0 mld
10:00	UE	Bilans obrotów bieżących (SA)	Czerwiec		-5,8 mld
10:00	UE	Bilans obrotów finansowych	Czerwiec		17,8 mld
11:00	UE	ZEW Bieżąca sytuacja	Sierpień		-26,5
11:00	UE	ZEW Sentyment ekonomiczny	Sierpień		10,7
14:00	Polska	Przeciętne wynagrodzenie	Lipiec		1,7%m/m; 3,5%r/r
14:30	USA	Bazowa inflacja CPI	Lipiec		0,1%m/m
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	Lipiec		586 tys. m/m
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	Lipiec		549 tys. m/m
14:30	USA	Inflacja PPI	Lipiec		-0,5%m/m; 2,8%r/r
15:15	USA	Wykorzystania mocy produkcyjnych	Lipiec		74,1% m/m
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	Lipiec		0,1%m/m; 8,2%r/r

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Home Depot, Wal Mart.

### Środa /18.08.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Zamówienia budowlane	Czerwiec		-1%m/m; -6,3%r/r
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa	Lipiec		7%m/m; 14%r/r
14:00	Polska	Produkcja manufakturowa	Lipiec		7,6%m/m; 15,8%r/r
14:00	Polska	Inflacja PPI	Lipiec		0,8%m/m; 1,9%r/r

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Target.  
Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Brocade Communications.

### Czwartek /19.08.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
16:00	USA	Indeks Fed z Filadelfii	Sierpień		5,1
16:00	USA	Indeks wskaźników wyprzedzających	Lipiec		-0,2%

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Gap, Sears Roebuck, Staples.  
Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Hewlett Packard.


### Piątek /20.08.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:00	Polska	Bazowa inflacja CPI	Lipiec		0,2%m/m; 1,5%r/r


**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	17,60	2010-05-06	16,90	10,3
ACTION	Trzymaj	18,49	17,90	2010-08-04	18,47	11,4
AGORA	Trzymaj	24,70	25,00	2010-05-27	24,76	21,4
ASBIS	Trzymaj	4,69	3,85	2010-05-10	4,65	9,1
ASSECO POLAND	Kupuj	70,60	55,00	2010-04-06	57,60	12,7
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	64,00	2010-05-11	57,50	5,3
BUDIMEX	Sprzedaj	78,30	93,00	2010-08-04	98,20	12,8
BZWBK	Trzymaj	200,50	181,70	2010-04-07	216,50	13,3
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	14,65	14,96	2010-08-04	13,58	16,0
CERSANIT	Trzymaj	13,43	14,21	2010-06-04	14,00	16,8
CEZ	Trzymaj	131,87	140,50	2010-03-03	133,90	9,9
CIECH	Kupuj	39,20	28,00	2010-06-02	27,00	11,0
CINEMA CITY	Trzymaj	39,90	40,86	2010-07-16	39,00	18,2
COMARCH	Redukuj	79,50	80,95	2010-08-03	86,35	31,2
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	16,03	14,50	2010-08-04	14,94	12,8
DOM DEVELOPMENT	Akumuluj	50,10	49,03	2010-07-05	44,80	45,0
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	178,00	2010-03-12	171,00	17,2
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	84,90	2010-03-09	77,50	16,6
ENEA	Kupuj	21,24	18,94	2010-06-02	18,17	12,8
ERBUD	Akumuluj	54,60	49,65	2010-07-05	50,00	12,2
EUROCASH	Redukuj	18,60	22,30	2010-05-06	20,61	23,9
FAMUR	Trzymaj	2,03	2,04	2010-05-28	2,00	17,2
GETIN	Trzymaj	10,34	10,10	2010-05-06	10,19	13,2
GTC	Trzymaj	23,90	22,25	2010-05-28	23,80	6,6
HANDLOWY	Kupuj	87,10	78,00	2010-06-02	75,00	16,1
ING BSK	Zawieszona		808,00	2010-08-04	821,00	15,5
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	16,40	16,35	2010-07-09	16,10	5,4
KĘTY	Trzymaj	100,71	104,60	2010-07-06	103,00	13,4
KGHM	Trzymaj	96,10	106,70	2010-05-27	93,70	6,2
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	11,14	2009-12-08	11,39	12,2
KOPEX	Trzymaj	18,46	18,00	2010-05-28	18,90	16,6
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,24	2010-04-07	14,60	32,1
LOTOS	Sprzedaj	26,50	31,10	2010-08-04	33,15	10,3
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,70	77,65	2010-08-04	79,15	14,2
MILLENNIUM	Zawieszona		4,46	2010-08-04	4,68	18,3
MONDI	Trzymaj	71,10	72,00	2010-08-13	73,70	16,9
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	68,60	62,25	2010-08-02	67,50	15,6
NETIA	Akumuluj	5,30	4,68	2010-08-10	4,86	24,3
PBG	Redukuj	194,00	226,90	2010-06-02	213,40	15,1
PEKAO	Trzymaj	172,80	161,00	2010-03-05	165,50	15,9
PGE	Kupuj	27,90	22,04	2010-03-30	23,00	12,2
PGNiG	Kupuj	4,24	3,47	2010-06-14	3,45	12,1
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	39,15	2010-04-08	39,40	10,8
PKO BP	Trzymaj	40,10	38,40	2010-03-17	39,07	15,5
POLICE	Trzymaj	5,50	5,83	2010-06-02	5,39	
POLIMEX MOSTOSTAL	Redukuj	4,27	4,69	2010-07-30	4,74	15,8
POLNORD	Kupuj	51,60	34,90	2010-06-02	37,70	22,5
PZU	Zawieszona		387,90	2010-08-04	399,00	14,8
RAFAKO	Trzymaj	14,00	13,10	2010-08-04	13,85	17,7
SYGNITY	Kupuj	18,20	13,46	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	18,20	16,65	2010-07-29	15,55	17,0
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,51	2010-05-06	4,14	17,2
TVN	Redukuj	16,69	17,40	2010-08-04	18,70	20,6
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Akumuluj	82,20	72,50	2010-07-05	73,00	15,3
UNIBEP	Akumuluj	9,00	8,56	2010-05-14	7,90	14,8
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	73,30	2010-01-06	80,90	17,0


**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /13.08.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE BANKI</b>													
BZ WBK	181,7	15,0	13,3	10,4	16%	16%	18%	2,2	2,0	1,7	0,0%	2,2%	2,5%
Getin	10,1	26,1	13,2	10,6	7%	13%	14%	1,9	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	78,0	20,2	16,1	11,7	9%	10%	13%	1,6	1,6	1,5	0,0%	4,8%	5,0%
ING BSK	808,0	17,7	15,5	11,4	13%	13%	15%	2,2	1,9	1,6	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,2	119,8	32,1	9,4	1%	5%	15%	1,6	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,5	2531,7	18,3	10,3	0%	9%	12%	1,4	1,3	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	38,4	20,8	15,5	11,1	13%	15%	18%	2,3	2,2	1,9	2,6%	2,1%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>20,5</b>	<b>15,7</b>	<b>10,9</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	0,8	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	16,2	9,4	7,0	4%	6%	8%	0,5	0,6	0,5	3,7%	4,6%	6,3%
Citigroup	3,9	-	12,6	8,9	-	6%	8%	0,7	0,7	0,6	0,3%	0,1%	0,6%
Commerzbank	6,9	-	-	13,7	-	-	6%	0,6	0,7	0,7	0,0%	0,0%	0,2%
ING	7,3	27,3	7,7	5,9	1%	10%	11%	0,8	0,7	0,7	0,1%	0,3%	2,0%
KBC	33,5	-	8,4	7,0	-	15%	15%	1,1	0,9	0,8	0,0%	2,3%	3,3%
UCI	2,0	20,2	16,9	8,5	3%	4%	7%	0,6	0,6	0,6	1,3%	2,3%	4,5%
<b>Mediana</b>		<b>20,2</b>	<b>9,4</b>	<b>7,7</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	4,8	8,5	10,7	8,2	10%	7%	9%	0,8	0,8	0,7	5,8%	4,7%	6,0%
Deutsche Bank	52,8	7,8	7,8	6,6	13%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	1,7%	1,9%	3,2%
Erste Bank	29,1	11,4	12,3	8,3	9%	8%	10%	1,0	0,9	0,8	1,7%	2,0%	2,6%
Komercni B.	4035,0	14,1	13,2	11,7	17%	17%	18%	2,4	2,2	2,0	4,0%	4,6%	5,3%
OTP	4957,0	9,3	8,7	6,3	13%	12%	15%	1,1	1,0	0,9	0,9%	3,0%	5,1%
Santander	9,5	8,9	8,8	7,5	14%	13%	15%	1,1	1,1	1,0	5,9%	6,1%	6,8%
Turkiye Garanti B.	7,2	10,9	9,1	8,1	24%	23%	21%	2,4	1,9	1,6	1,3%	2,1%	2,7%
Turkiye Halk B.	12,2	9,7	8,7	7,9	31%	28%	25%	2,8	2,2	1,8	3,4%	3,4%	4,1%
Sberbank	2,6	95,7	12,6	7,7	2%	16%	23%	2,3	1,9	1,6	0,2%	0,8%	1,7%
VTB Bank	5,3	-	40,8	12,8	-	2%	12%	1,6	1,6	1,4	0,3%	0,4%	1,3%
<b>Mediana</b>		<b>9,7</b>	<b>9,9</b>	<b>8,0</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,7%</b>


**Wycena spółek ubezpieczeniowych /13.08.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>													
PZU	387,9	8,9	14,8	12,5	25%	20%	21%	3,0	2,7	2,3	-	2,8%	3,0%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	36,9	13,5	12,1	10,5	9%	9%	10%	1,1	1,1	1,0	3,0%	2,9%	3,2%
Uniq	13,6	29,6	12,9	10,4	4%	7%	9%	1,4	1,3	1,2	2,0%	2,7%	3,1%
Aegon	4,3	-	9,1	6,3	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,5	0,1%	0,9%	3,6%
Allianz	86,9	8,7	8,0	7,3	12%	12%	12%	1,0	0,9	0,8	4,5%	5,2%	5,6%
Aviva	3,9	6,8	6,8	5,7	13%	15%	17%	1,0	1,1	1,0	6,3%	6,8%	7,3%
AXA	13,2	8,8	7,1	6,2	9%	10%	10%	0,7	0,6	0,6	3,8%	5,7%	6,7%
Baloise	82,7	8,9	8,3	7,5	12%	11%	11%	1,0	0,9	0,8	5,4%	5,6%	5,9%
Generali	93,5	16,8	13,6	12,2	8%	8%	9%	1,3	1,3	1,1	2,8%	2,9%	3,0%
Helvetia	325,5	9,4	8,1	7,5	11%	12%	12%	1,0	0,9	0,8	4,2%	4,6%	4,9%
Mapfre	2,4	7,3	7,7	7,4	17%	14%	14%	1,1	1,0	0,9	6,3%	6,3%	6,6%
RSA Insurance	1,3	9,9	9,7	9,0	12%	14%	14%	1,3	1,2	1,2	6,4%	6,8%	7,1%
Zurich Financial	233,1	10,1	8,3	7,7	13%	14%	14%	1,2	1,1	1,0	5,2%	6,6%	6,9%
<b>Mediana</b>		<b>9,4</b>	<b>8,3</b>	<b>7,5</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,8%</b>

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

**Wycena spółek paliwowych /13.08.2010/**


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	31,1	13,0	12,8	8,0	0,7	0,6	0,5	4,6	10,3	7,0	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	39,2	8,1	7,5	6,6	0,4	0,4	0,4	12,8	10,8	11,1	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	26,2	4,6	3,4	3,0	0,7	0,6	0,5	10,8	7,2	5,7	14%	17%	17%	3,3%	3,8%	4,2%
Hellenic Petroleum	6,2	7,6	7,4	6,6	0,5	0,4	0,4	9,2	10,2	8,1	7%	6%	6%	7,2%	7,2%	7,6%
Tupras	34,0	7,2	6,5	5,8	0,4	0,3	0,3	11,0	9,8	9,0	5%	5%	5%	7,4%	8,3%	8,5%
Unipetrol	215,0	13,9	8,5	6,8	0,6	0,5	0,5	-	53,3	21,6	5%	6%	7%	0,1%	3,3%	4,5%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,3</b>	<b>8,5</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,2%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
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	163,0	4,8	3,8	3,3	1,6	1,5	1,3	5,7	4,7	4,0	34%	39%	38%	1,4%	1,6%	1,9%
GDF Suez	25,8	6,7	6,4	5,9	1,2	1,1	1,1	12,8	12,8	11,4	17%	18%	19%	5,9%	6,0%	6,3%
Gas Natural SDG	12,4	8,0	7,1	6,8	1,9	1,8	1,7	8,7	8,5	8,0	24%	25%	25%	6,3%	6,8%	7,3%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>	<b>9,7</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,8%</b>

**Wycena spółek energetycznych /13.08.2010/**


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	140,5	6,6	7,2	7,5	3,1	3,3	3,4	9,1	9,9	10,0	46%	46%	45%	5,7%	6,3%	5,7%
ENEA	18,9	6,5	4,5	5,2	1,1	0,8	0,9	16,3	12,8	12,8	16%	18%	18%	2,4%	3,1%	3,9%
PGE	22,0	5,8	6,0	6,1	2,2	2,1	2,2	11,3	12,2	11,5	37%	35%	36%	3,2%	3,4%	4,1%
E.ON	22,7	6,1	6,0	5,9	1,0	1,0	1,0	7,8	8,2	7,9	16%	16%	16%	6,6%	6,7%	6,9%
EDF	33,4	6,6	6,1	5,7	1,6	1,6	1,5	16,4	15,6	13,4	25%	26%	27%	3,5%	3,5%	3,9%
Endesa	18,8	5,8	5,9	5,9	1,9	1,8	1,7	7,7	8,8	8,8	32%	30%	29%	7,3%	6,0%	6,0%
ENEL SpA	3,8	6,4	6,2	6,1	1,6	1,5	1,5	7,6	8,5	8,4	25%	25%	24%	7,1%	7,0%	7,1%
Fortum	18,3	9,5	9,3	9,4	4,1	3,9	3,8	12,5	12,2	12,6	43%	42%	41%	5,1%	5,3%	5,4%
Iberdrola	5,4	8,6	8,1	7,6	2,3	2,3	2,2	10,5	10,6	10,0	27%	28%	29%	6,0%	6,0%	6,1%
RWE AG	53,2	4,9	4,4	4,2	0,9	0,8	0,8	8,4	7,6	7,6	18%	19%	19%	6,6%	6,9%	7,1%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>9,8</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>5,8%</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 /13.08.2010/**

	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	Cena	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
POLICE	5,8	-	11,3	6,3	0,3	0,4	0,4	-	-	16,9	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	73,3	14,5	7,1	3,2	0,6	0,6	0,5	51,7	17,0	6,2	4%	8%	14%	13,9%	1,2%	1,5%
Acron	29,5	8,4	6,3	5,7	1,9	1,5	1,3	10,0	7,9	7,8	22%	24%	23%	1,7%	2,6%	3,8%
Agrium	52,7	11,4	7,3	6,1	1,0	1,0	0,9	21,5	11,4	9,2	9%	14%	15%	0,2%	0,2%	0,2%
DSM	35,6	3,7	3,5	3,5	1,4	1,4	1,4	39,0	31,7	29,9	38%	40%	40%	1,9%	2,2%	2,4%
K+S	42,3	21,5	9,8	7,5	2,5	1,9	1,7	-	18,7	12,9	12%	19%	23%	0,7%	2,2%	3,3%
Silvinit	19300,0	7,2	7,0	5,2	4,9	4,3	3,4	11,2	10,9	7,7	68%	61%	64%	1,7%	1,2%	2,2%
Uralkali	4,6	16,8	11,5	8,6	8,9	6,3	5,1	27,6	7,7	5,6	53%	55%	59%	1,2%	2,6%	5,0%
Yara	247,0	17,0	8,7	8,7	1,4	1,3	1,2	30,0	13,6	12,0	8%	15%	14%	1,8%	2,1%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>12,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>27,6</b>	<b>12,5</b>	<b>9,2</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	28,0	6,5	5,1	4,5	0,6	0,6	0,5	-	11,0	7,0	10%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	43,2	7,1	6,5	6,0	0,9	0,9	0,9	16,8	13,9	11,9	13%	14%	14%	3,1%	3,5%	3,9%
BASF	43,8	7,5	5,5	5,2	1,1	0,9	0,9	21,0	12,1	10,8	14%	17%	17%	3,5%	4,4%	4,6%
Croda	12,6	13,4	10,8	10,1	2,2	2,1	2,0	25,0	17,6	16,2	17%	20%	20%	1,7%	2,0%	2,2%
Dow Chemical	25,2	9,6	7,0	6,1	1,1	1,0	0,9	48,9	15,0	9,7	12%	14%	15%	3,5%	3,1%	3,1%
Rhodia	15,1	6,2	4,0	3,7	0,7	0,6	0,6	-	9,2	7,1	11%	15%	15%	0,1%	1,9%	2,4%
Sisecam	1,9	6,0	5,1	4,4	1,2	1,0	0,9	16,4	10,7	7,2	19%	21%	22%	0,0%	1,1%	2,1%
Soda Sanayii	1,6	5,4	6,0	4,3	1,1	1,0	0,8	8,2	6,8	4,0	20%	16%	18%	-	5,9%	7,9%
Solvay	71,7	6,8	9,9	8,9	1,0	1,2	1,2	12,2	23,3	17,9	14%	13%	14%	3,7%	3,6%	3,8%
Tata Chemicals	363,2	6,6	7,7	7,3	1,1	1,5	1,4	11,8	12,9	11,4	16%	19%	19%	2,4%	2,3%	2,3%
Tessenderlo Chemie	22,2	15,5	5,7	4,5	0,5	0,4	0,4	-	25,6	10,8	3%	7%	9%	5,5%	5,7%	5,8%
Wacker Chemie	125,3	10,9	6,7	5,9	1,8	1,6	1,5	36,7	16,5	13,6	17%	24%	25%	0,9%	1,5%	1,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>6,3</b>	<b>5,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>16,8</b>	<b>13,4</b>	<b>10,8</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,8%</b>

**Wycena europejskich operatorów narodowych /13.08.2010/**

	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	Cena	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Netia	4,7	5,1	4,3	3,7	1,1	1,0	0,9	20,6	24,3	16,7	21%	23%	24%	0,0%	0,0%	4,1%
TPSA	16,7	4,2	4,6	4,5	1,6	1,7	1,7	17,4	17,0	15,7	38%	37%	38%	9,0%	9,0%	9,0%
<b>Mediana</b>		<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>19,0</b>	<b>20,6</b>	<b>16,2</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
<b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>																
Belgacom	27,1	5,7	5,2	5,7	1,8	1,7	1,7	10,5	10,6	11,0	32%	32%	30%	7,7%	8,1%	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	5,9	3,7	4,0	4,0	1,3	1,4	1,4	5,8	6,6	6,1	36%	35%	35%	11,9%	9,3%	10,0%
Matav	665,0	4,2	4,4	4,5	1,6	1,7	1,7	8,6	9,3	9,5	39%	39%	39%	11,2%	11,2%	11,2%
Portugal Telecom	8,9	6,0	5,7	5,5	2,1	2,0	2,0	14,5	14,3	12,5	36%	35%	36%	6,5%	6,6%	6,6%
Telecom Austria	9,5	4,3	4,7	4,8	1,6	1,7	1,7	11,8	14,0	12,4	37%	35%	35%	7,9%	7,9%	7,9%
<b>Mediana</b>		<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>11,2</b>	<b>11,7</b>	<b>11,7</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,4	4,5	3,9	3,9	1,0	1,0	1,1	9,9	9,4	8,7	22%	27%	27%	5,9%	5,0%	5,4%
DT	10,5	4,5	4,7	4,7	1,4	1,5	1,5	15,8	14,5	14,0	32%	32%	32%	7,4%	6,9%	6,9%
FT	16,5	4,8	5,1	5,1	1,6	1,8	1,8	9,8	9,4	9,2	33%	35%	35%	8,5%	8,5%	8,5%
KPN	11,0	5,6	5,4	5,3	2,1	2,2	2,1	12,1	9,8	9,3	38%	40%	40%	6,3%	7,2%	7,8%
Sw isscom	388,0	6,2	6,4	6,4	2,5	2,5	2,5	10,3	10,8	10,5	40%	38%	39%	5,8%	6,0%	6,2%
TELEFONICA	17,6	5,6	5,7	5,6	2,2	2,2	2,2	10,2	9,8	9,4	40%	39%	39%	6,6%	8,0%	8,9%
TeliaSonera	54,2	8,3	7,8	7,7	2,7	2,7	2,7	12,5	11,7	11,1	33%	35%	35%	3,9%	4,7%	5,0%
TI	1,1	5,0	5,1	5,0	2,1	2,1	2,1	10,5	9,5	8,9	41%	41%	42%	4,8%	5,2%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>10,4</b>	<b>9,8</b>	<b>9,3</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,6%</b>

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

**Wycena spółek IT /13.08.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AB	17,6	6,9	7,3	6,6	0,1	0,1	0,1	9,2	10,3	9,3	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	17,9	6,7	8,3	7,1	0,1	0,2	0,2	9,9	11,4	9,3	2%	2%	2%	7,7%	2,0%	1,7%
ASBIS	3,9	13,8	5,1	4,1	0,1	0,1	0,1	-	9,1	6,1	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	55,0	7,3	7,3	6,7	1,5	1,5	1,3	11,4	12,7	11,9	21%	20%	20%	2,6%	2,4%	2,5%
COMARCH	81,0	9,8	11,1	6,3	0,8	0,8	0,7	20,0	31,2	14,9	8%	7%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	11,1	12,9	8,3	5,7	0,1	0,1	0,1	42,3	12,2	7,9	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNIFY	13,5	-	9,0	4,9	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>6,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,4</b>	<b>11,8</b>	<b>9,3</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	38,9	7,4	7,3	6,8	1,1	1,1	1,0	14,6	14,7	12,9	15%	15%	15%	1,3%	2,5%	2,1%
Atos Origin	31,2	5,1	4,7	4,2	0,5	0,5	0,5	14,3	11,8	9,6	9%	10%	11%	0,3%	0,6%	0,9%
CapGemini	35,4	6,5	6,8	5,6	0,5	0,6	0,5	18,0	19,1	13,9	8%	8%	10%	2,2%	2,4%	2,8%
IBM	127,9	7,8	7,4	6,9	1,9	1,8	1,7	12,9	11,3	10,4	24%	24%	25%	1,6%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	12,7	6,9	6,8	6,4	0,9	0,9	0,9	10,5	10,3	9,6	13%	13%	14%	5,1%	5,3%	5,7%
LogicaCMG	1,1	7,4	6,5	6,1	0,6	0,6	0,6	10,4	9,3	8,6	8%	9%	9%	2,7%	3,0%	3,3%
Microsoft	24,4	7,9	7,2	6,5	3,1	3,0	2,7	14,4	11,8	10,5	39%	42%	42%	2,0%	2,2%	1,8%
Oracle	22,7	10,0	8,5	7,5	4,8	4,1	3,2	15,9	14,0	11,9	48%	48%	43%	0,1%	0,9%	1,0%
SAP	35,0	13,0	11,2	10,1	4,0	3,7	3,5	20,6	17,3	15,4	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,9%
TietoEnator	13,5	6,5	5,7	5,0	0,6	0,6	0,6	12,7	10,8	9,2	9%	11%	12%	3,1%	4,4%	5,2%
<b>Mediana</b>		<b>7,4</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>14,4</b>	<b>11,8</b>	<b>10,4</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,0%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /13.08.2010/**

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AGORA	25,0	8,1	6,9	6,6	1,0	1,0	0,9	33,2	21,4	20,6	12%	14%	13%	1,5%	2,3%	2,4%
CYFROWY POLSAT	14,5	11,6	8,6	7,3	3,0	2,6	2,4	16,4	12,8	11,4	26%	30%	33%	5,2%	4,0%	5,2%
TVN	17,4	9,8	12,2	10,0	3,7	3,2	2,9	14,1	20,6	16,4	37%	27%	29%	4,4%	1,8%	1,5%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,3	9,7	7,0	6,0	0,7	0,7	0,7	14,1	10,2	7,9	7%	10%	11%	2,3%	7,4%	8,9%
Axel Springer	90,0	9,3	8,0	6,9	1,3	1,2	1,1	11,0	13,0	10,9	14%	15%	16%	4,8%	5,0%	5,4%
Daily Mail	4,6	9,0	8,0	7,4	1,3	1,4	1,4	12,7	11,1	9,6	15%	18%	19%	3,2%	3,3%	3,5%
Gruppo Editorial	1,5	9,6	5,6	4,8	1,0	1,0	1,0	47,9	11,5	8,8	10%	18%	20%	0,0%	3,9%	5,8%
Mcclatchy	3,1	6,1	5,6	5,7	1,5	1,6	1,6	9,6	5,1	5,5	24%	28%	27%	2,9%	-	-
Naspers	296,4	20,1	18,2	14,8	4,8	4,4	3,8	28,0	21,2	16,0	24%	24%	26%	0,7%	0,8%	1,1%
New York Times	7,7	3,6	2,9	2,9	0,5	0,5	0,5	36,2	10,7	10,6	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,0	7,9	7,6	6,9	1,5	1,5	1,5	6,3	4,9	3,7	19%	20%	22%	0,7%	0,7%	0,6%
SPIR Comm	17,9	21,8	10,1	6,9	0,4	0,4	0,4	-	-	39,4	2%	4%	6%	20,1%	-	-
Trinity Mirror	1,0	4,5	4,1	3,8	0,8	0,8	0,8	6,0	4,4	4,0	18%	19%	20%	0,0%	0,5%	2,2%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>6,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>12,7</b>	<b>10,7</b>	<b>9,2</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,5%</b>
<b>TV</b>																
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%	7,8%
CETV	419,0	33,5	13,1	9,2	3,1	2,7	2,4	-	-	25,6	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	8,3	19,1	11,6	7,2	3,3	2,5	2,0	29,4	16,8	11,2	17%	21%	28%	3,4%	4,6%	7,4%
ITV PLC	0,5	12,6	8,0	6,3	1,4	1,3	1,3	38,5	14,7	9,8	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,2%
M6-Metropole Tel	16,2	7,7	7,1	6,6	1,5	1,4	1,4	16,1	15,1	13,7	20%	20%	21%	5,8%	5,2%	5,5%
Mediaset SPA	4,9	6,2	5,5	5,0	1,9	1,7	1,6	19,4	14,3	12,0	32%	32%	32%	5,0%	5,8%	6,7%
RTL Group	61,0	11,5	9,9	8,9	1,8	1,7	1,7	23,1	16,7	15,0	15%	17%	19%	3,7%	4,8%	5,5%
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%
<b>Mediana</b>		<b>13,2</b>	<b>9,7</b>	<b>7,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>27,2</b>	<b>15,1</b>	<b>12,9</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,5%</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	5,4	5,2	5,1	5,0	0,2	0,2	0,2	14,7	15,3	14,9	5%	5%	4%	4,7%	4,9%	5,0%
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	17,9	5,7	5,5	5,3	2,2	2,1	2,1	15,2	14,4	12,7	39%	39%	39%	1,5%	2,1%	2,3%
Liberty Global	27,9	6,2	7,0	6,8	2,7	3,0	3,0	-	-	34,8	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	9,7	6,6	6,1	5,7	3,2	3,0	2,8	23,0	18,3	15,1	49%	50%	50%	0,0%	3,0%	4,1%
Shaw Communications	19,9	7,6	6,8	6,3	3,5	3,2	2,8	16,1	15,3	13,6	46%	46%	44%	4,1%	4,4%	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>16,1</b>	<b>15,3</b>	<b>14,9</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,9%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /13.08.2010/**


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Budimex	93,0	7,5	10,3	10,2	0,5	0,6	0,5	13,7	12,8	14,7	7%	5%	5%	6,3%	7,3%	4,8%
Elektrobudowa	178,0	9,3	11,4	10,3	1,1	1,1	1,0	15,5	17,2	15,5	11%	9%	9%	1,7%	1,9%	2,1%
Erbud	49,7	7,2	8,6	8,1	0,5	0,5	0,4	15,0	12,2	12,5	7%	5%	5%	0,2%	1,1%	1,2%
Mostostal Wa-w a	62,3	4,7	8,3	8,2	0,4	0,4	0,4	10,6	15,6	16,3	8%	5%	5%	0,5%	4,7%	3,2%
PBG	226,9	11,7	10,6	10,4	1,5	1,1	0,9	15,4	15,1	14,7	13%	10%	8%	0,0%	1,3%	1,4%
Polimex Mostostal	4,7	7,6	9,4	10,0	0,5	0,6	0,6	13,9	15,8	17,4	7%	7%	6%	0,2%	0,8%	0,0%
Rafako	13,1	10,0	9,8	7,7	0,7	0,6	0,4	24,2	17,7	15,1	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,5	6,7	9,5	9,3	0,8	0,7	0,5	10,1	17,2	17,9	12%	8%	6%	2,2%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	72,5	8,3	4,7	4,1	3,4	2,4	2,1	-	15,3	11,5	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,6	9,4	11,1	11,2	0,7	0,5	0,5	16,3	14,8	15,3	8%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>15,0</b>	<b>15,5</b>	<b>15,2</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,9%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
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	45,8	7,8	5,5	5,4	0,3	0,3	0,3	14,4	9,7	8,9	4%	6%	6%	4,0%	5,2%	5,2%
EIFFAGE	36,8	8,6	8,5	8,0	1,2	1,2	1,2	12,0	13,5	11,1	14%	14%	15%	3,1%	3,1%	3,4%
HOCHTIEF	49,9	5,7	4,9	4,6	0,3	0,3	0,3	19,1	15,1	13,2	5%	5%	6%	2,9%	3,3%	3,7%
NCC	130,3	7,1	8,1	7,4	0,3	0,4	0,3	13,1	13,6	12,2	5%	4%	5%	3,0%	4,3%	4,6%
SKANSKA	120,9	6,6	7,3	7,3	0,3	0,3	0,3	14,4	16,1	15,8	5%	5%	5%	4,6%	4,6%	4,8%
STRABAG	16,9	3,8	3,7	3,7	0,2	0,2	0,2	12,2	11,5	11,5	5%	5%	5%	3,1%	2,9%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>14,4</b>	<b>13,6</b>	<b>12,2</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,7%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /13.08.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Dom Development	49,0	13,1	32,4	11,4	1,8	1,6	1,6	15,0	45,0	14,3	16%	9%	18%	1,6%	0,6%	1,7%
GTC	22,3	-	9,1	8,4	4,5	5,1	4,2	-	6,6	6,9	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,4	9,5	5,5	7,5	2,7	2,1	1,5	8,8	5,4	6,2	21%	30%	47%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	34,9	13,4	19,9	14,2	0,7	0,7	0,7	12,1	22,5	11,4	48%	15%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>13,1</b>	<b>14,5</b>	<b>9,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>12,1</b>	<b>14,6</b>	<b>9,2</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>39%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
CA IMMO INTERNATIONAL	6,5	21,3	17,6	14,3	0,5	0,6	0,6	-	-	-	66%	52%	55%	0,0%	0,0%	1,5%
CITYCON	2,7	18,8	17,0	15,9	0,7	0,8	0,8	14,8	12,0	11,3	56%	58%	59%	5,1%	5,2%	5,5%
CORIO	44,6	26,2	18,4	16,2	0,8	1,0	1,0	14,7	15,1	14,7	64%	83%	87%	6,0%	6,0%	6,2%
DEUTSCHE EUROSHOP	23,4	18,7	17,0	16,3	0,9	1,0	1,0	20,3	16,5	14,8	87%	86%	86%	4,5%	4,6%	5,0%
ECHO INVESTMENT	4,6	14,5	15,2	11,6	1,2	1,1	1,0	21,2	16,7	12,1	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,7	18,7	19,3	18,6	0,5	0,9	0,8	17,9	16,9	17,7	77%	78%	79%	4,1%	4,4%	4,5%
KLEPIERRE	23,8	21,2	17,3	16,5	0,8	1,1	1,0	15,9	16,4	15,7	71%	85%	86%	5,2%	5,3%	5,4%
SPARKASSEN IMMO	5,0	24,4	17,2	15,2	0,6	0,7	0,6	-	12,2	7,5	53%	50%	50%	0,0%	1,7%	5,3%
UNIBAIL-RODAMCO	146,1	18,6	18,5	17,4	0,9	1,1	1,1	15,6	15,7	15,1	86%	82%	81%	5,5%	5,6%	5,9%
<b>Mediana</b>		<b>18,8</b>	<b>17,3</b>	<b>16,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>15,9</b>	<b>16,0</b>	<b>14,7</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,3%</b>

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


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /13.08.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	2,0	8,0	9,7	5,6	1,5	1,5	1,4	16,9	17,2	10,1	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	18,0	8,1	7,4	6,1	0,8	0,7	0,6	15,3	16,6	11,8	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>5,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>16,1</b>	<b>16,9</b>	<b>10,9</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	117,5	13,8	11,6	9,9	2,5	2,4	2,2	22,3	17,6	14,6	18%	21%	22%	2,5%	2,8%	3,2%
Bucyrus	58,7	9,1	7,3	6,1	1,8	1,3	1,2	14,8	15,4	11,6	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,7	3,5	4,2	3,5	1,3	1,7	1,6	8,0	10,8	7,6	38%	41%	45%	4,7%	2,6%	5,9%
Industrea	0,3	4,9	4,2	3,8	1,7	1,4	1,3	6,7	6,8	5,3	34%	34%	34%	1,9%	3,8%	4,7%
Joy Global	56,6	7,9	10,4	8,5	1,7	2,0	1,7	13,4	18,2	14,5	21%	19%	20%	1,3%	1,2%	1,2%
Sandvik	90,9	35,9	10,3	8,0	1,9	1,8	1,6	-	20,2	13,2	5%	17%	20%	1,8%	2,4%	3,5%
<b>Mediana</b>		<b>8,5</b>	<b>8,8</b>	<b>7,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>13,4</b>	<b>16,5</b>	<b>12,4</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,3%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /13.08.2010/**

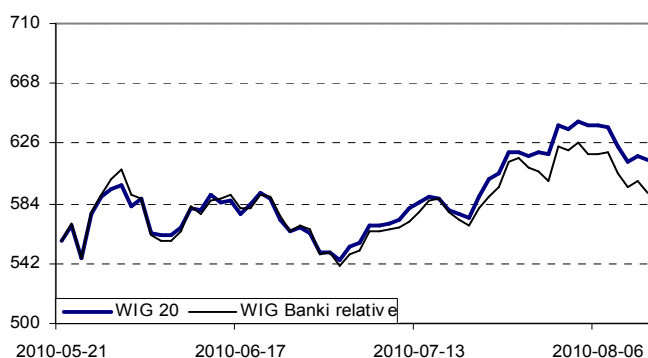
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	72,0	19,6	9,8	7,9	3,1	2,0	1,8	50,4	16,9	11,7	16%	20%	23%	0,0%	0,0%	5,9%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	43,7	6,8	4,0	4,5	0,8	0,7	0,7	28,2	7,6	9,0	11%	17%	15%	1,3%	4,4%	5,7%
Holmen	200,0	8,1	10,3	8,2	1,3	1,4	1,3	16,7	29,2	18,0	16%	13%	15%	4,5%	3,5%	3,6%
INTL Paper	21,9	5,9	5,6	5,0	0,8	0,7	0,7	24,9	12,3	8,8	13%	13%	14%	1,5%	1,7%	2,1%
M-Real	2,9	67,2	6,8	6,4	0,8	0,8	0,7	-	26,9	14,1	1%	11%	12%	0,0%	0,5%	0,6%
Norske Skog	8,8	5,4	10,8	6,6	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,2	11,4	8,2	7,0	2,3	1,9	1,7	18,2	14,0	11,0	20%	23%	25%	3,5%	4,3%	5,0%
Stora Enso	6,8	11,2	8,6	7,4	1,0	0,9	0,9	42,2	16,9	13,4	9%	11%	12%	2,6%	2,9%	3,1%
Svenska	104,3	7,3	7,5	6,6	1,1	1,1	1,0	13,0	12,7	10,5	14%	14%	15%	3,5%	3,8%	4,1%
UPM-Kymmene	11,2	9,6	8,1	6,9	1,3	1,2	1,1	-	25,2	15,6	13%	14%	16%	3,4%	4,1%	4,3%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>6,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>21,6</b>	<b>15,4</b>	<b>12,2</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>

**Wycena spółek górniczych /13.08.2010/**

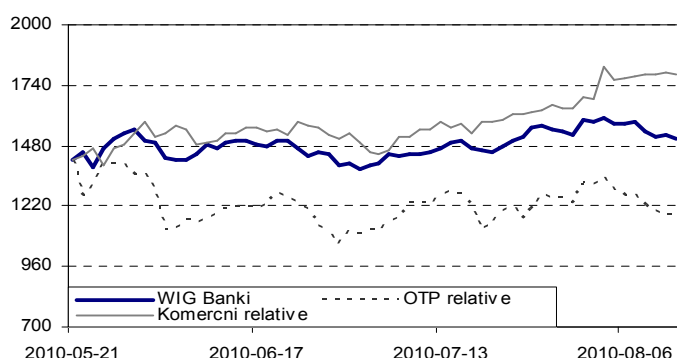
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	106,7	5,6	5,3	6,3	1,8	1,8	1,7	8,4	6,2	10,8	33%	34%	27%	10,9%	2,8%	4,7%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	23,7	6,7	3,8	3,1	1,9	1,5	1,3	10,9	5,7	4,3	29%	40%	43%	0,3%	1,7%	4,2%
BHP Billiton	19,4	5,3	4,6	3,1	2,3	2,2	1,7	10,9	8,0	5,1	44%	48%	55%	4,1%	4,4%	5,0%
Freeport-MCMOR	70,1	5,1	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	32,8	7,0	3,9	3,4	2,2	1,7	1,6	10,0	5,1	4,2	31%	44%	47%	1,7%	3,0%	3,3%
Southern Peru	29,3	13,8	8,1	6,3	6,7	4,8	3,7	27,4	13,6	10,2	49%	59%	60%	1,6%	5,2%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>10,9</b>	<b>8,0</b>	<b>5,1</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,2%</b>

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

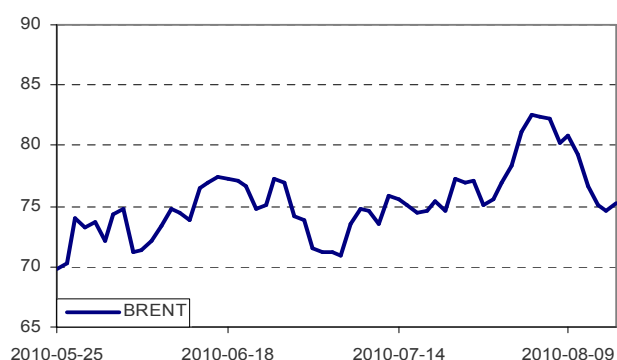
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



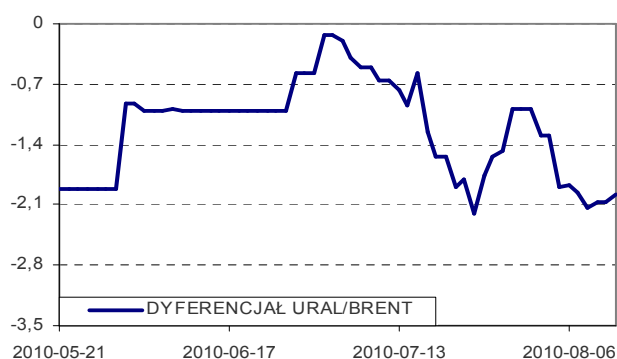
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



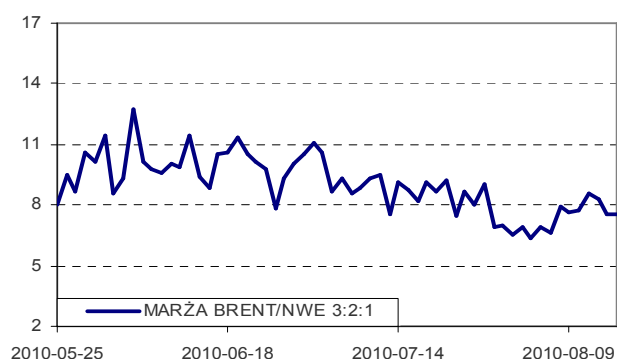
BRENT (USD/brk)



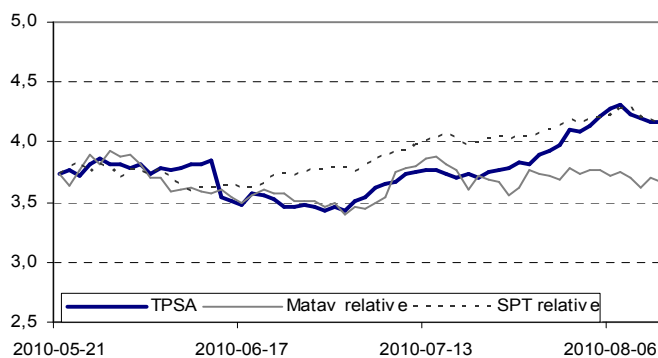
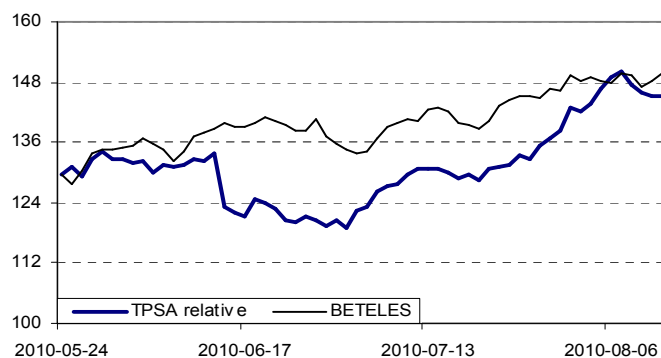
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

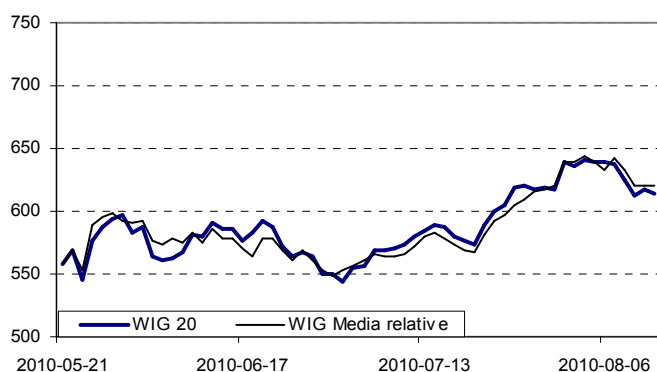


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR) - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

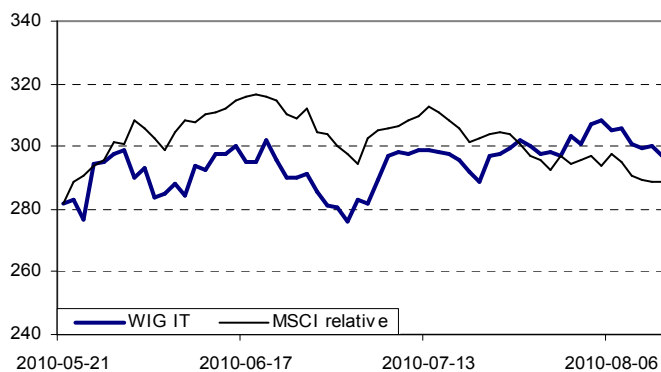


Źródło: Bloomberg

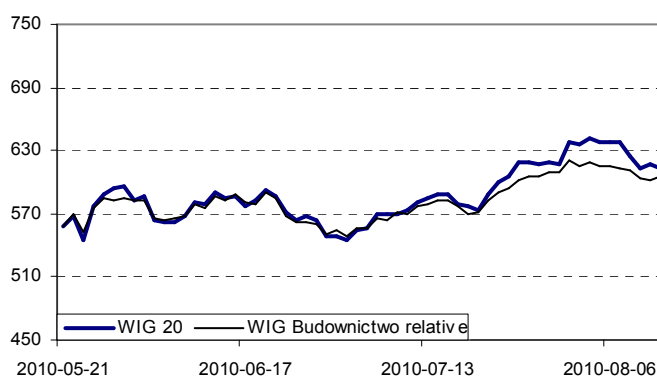
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



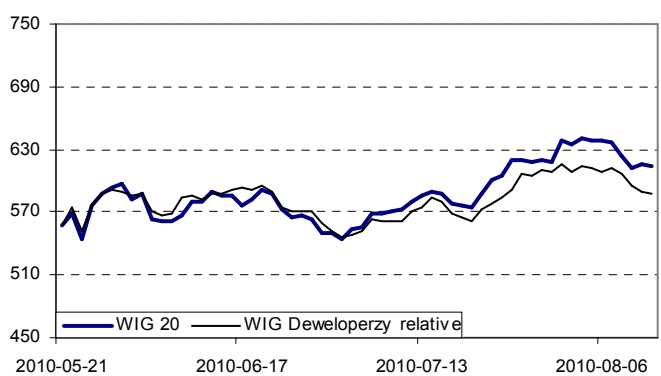
Indeks WIG IT na tle MSCI



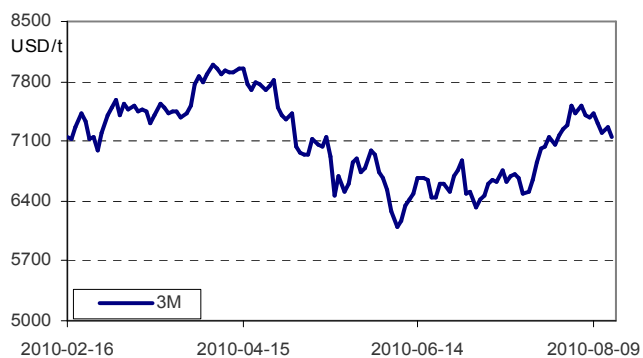
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



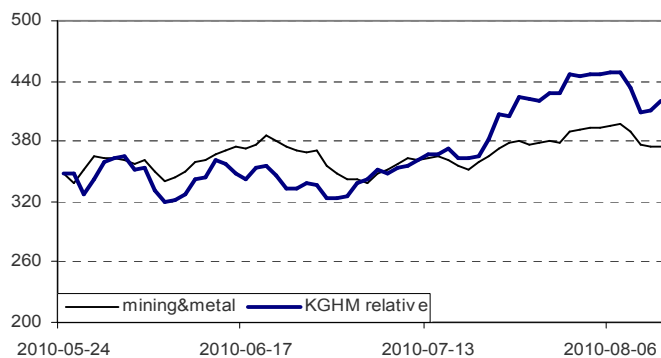
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

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