



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)  
G. Borowska (22 6974736); P. Zybala (22 697 47 01)

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

Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana
DJIA	12 757,0	+0,64%	FTSE 100	5 723,0	-0,50%	Miedź (LME)	8 384,0	+0,35%
S&P 500	1 326,1	+0,87%	WIG20	2 253,0	-0,52%	Ropa (Brent)	109,8	+0,07%
NASDAQ	2 818,3	+1,14%	BUX	18 660,9	-1,00%	USD/PLN	3,28	-0,04%
DAX	6 421,9	+0,04%	PX	945,8	-0,17%	EUR/PLN	4,28	+0,15%
CAC 40	3 312,5	-0,31%	PLBonds 10	5,71	+0,58%	EUR/USD	1,30	+0,20%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Get Bank

Rekomendacja utajniona  
do dnia 27.01.12 \*\*\*

### Getin Noble Bank emituje 200 mln PLN długu podporządkowanego

Getin Noble Bank planuje sprzedaż do 200 mln PLN obligacji podporządkowanych w ramach programu o wartości do 1 mld PLN. Obligacje mają termin wykupu 23 lutego 2018, a ich oprocentowanie zostało ustalone jako 6M WIBOR powiększony o 375p.b. W 2012 spółka chce łącznie wyemitować 400-500 mln PLN obligacji podporządkowanych. **W naszych prognozach nie zakładaliśmy emisji obligacji. Planowana transza powiększy skonsolidowany współczynnik banku o ok. 54p.b. Przypominamy, że bank planuje również emisję akcji z prawem poboru w wysokości 300-400 mln PLN na przełomie 2Q i 3Q 2011. (I. Rokicka)**

### Kredyt Bank

Redukuj – z dn. 19.01.12  
Cena docelowa: 9,10 PLN

### KBC rzekomo blisko sprzedaży Kredyt Banku

Holenderski dziennik Tjld donosi, że KBC jest rzekomo bliskie domknięcia transakcji sprzedaży Kredyt Bank. Nabywcą miałyby być Santander, a ogłoszenie informacji o zawarciu porozumienia miałyby zastąpić jeszcze przed ogłoszeniem wyników kwartalnych banku za 4Q 2011 (9 lutego 2012). Dziennik nie wymienia kwoty transakcji. **Powyższa informacja jest zagrożeniem dla naszej negatywnej rekomendacji na walory Kredyt Banku. (I. Rokicka)**

### PKN Orlen

Trzymaj - z dn. 17.11.11  
Cena docelowa: 39,0 PLN

### Wyniki za 4Q'2011 poniżej oczekiwań, w dużym stopniu przez odpisy

Orlen poinformował w komunikacie, że raportowany wynik operacyjny za 4Q może wynieść 0,1 mld PLN przy efekcie LIFO na poziomie +700 mln PLN. **W naszych wstępnych prognozach zakładaliśmy EBIT na poziomie 834 mln PLN przy efekcie LIFO na 640 mln PLN. Istotny wpływ na odchylenie od naszej prognozy miały odpisy na utratę wartości aktywów w kwocie 600 mln PLN (Spolana 280 mln PLN, Unipetrol -150 mln PLN, Możejki -100 mln PLN, segment detaliczny -60 mln PLN), częściowo równoważone przez otrzymane odszkodowania w kwocie 200 mln PLN. Ostatecznie więc oczyszczony EBIT LIFO w 4Q wyniósł około -150 mln PLN, podczas gdy my oczekiwaliśmy +194 mln PLN. Za tę różnicę odpowiada w dużej mierze słabszy wynik rafinerii, która wypracowała oczyszczoną stratę LIFO na poziomie około -150 mln PLN vs zakładane +76 mln PLN. Gorzej od oczekiwań wypadł również segment petrochemiczny. W detalu niższe marże były częściowo rekompensowane przez wzrost wolumenów dzięki sprzyjającej pogodzie. Na poziomie działalności finansowej nie było zaskoczeń (saldo -400 mln PLN vs zakładane -363 mln PLN), co po uwzględnieniu zysków z Polkomtela będzie implikować zysk netto Orlenu za 4Q na poziomie 1,5 mld PLN. Podsumowując, wyniki za 4Q są rozczarowujące i odzwierciedlają słabość otoczenia makro w tym okresie. W styczniu te negatywne tendencje zostały jednak odwrócone (marża + dyferencjał wynoszą 5,3 USD/Bbl vs 3,1 USD/Bbl w 4Q i 1,6 USD/Bbl w grudniu) więc negatywny wydźwięk raportu za 4Q może mieć ograniczony wpływ na notowania Spółki, które dyskutowały to już w grudniu. (K. Kliszcz)**

\*\*\* utajnione rekomendacje dostępne są w raportach wydanych przez Dom Inwestycyjny BRE Banku w ciągu ostatnich 4 dni

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

**PGNiG**

Redukuj - z dn. 16.01.12  
Cena docelowa: 3,69 PLN

**PGE**

Akumuluj - z dn. 02.01.12  
Cena docelowa: 23,07 PLN

**Tauron**

Kupuj - z dn. 02.01.12  
Cena docelowa: 7,44 PLN

**KGHM**

Rekomendacja utajniona  
do dnia 27.01.12 \*\*\*

**Listy intencyjne w sprawie poszukiwań gazu łupkowego**

PGNiG podpisało trzy odrębne listy intencyjne z PGE, Tauronem i KGHM dotyczące współpracy przy poszukiwaniu i zagospodarowaniu złóż gazu z łupków na terenie Polski. W komunikacie podano, że zgodnie z podpisanymi dokumentami, każda z firm zadeklarowała wolę podjęcia wspólnych prac z PGNiG na wybranych obszarach wchodzących w skład posiadanej przez PGNiG koncesji Wejherowo. PGNiG poinformowało, że poszukiwanie gazu z łupków jest priorytetem, dlatego spółka jest otwarta na wszystkie te projekty, które umożliwią zintensyfikowanie prac w tym zakresie. **W najbliższych kilku latach możliwych jest wykonanie w Polsce 100-150 odwiertów poszukiwawczych (123 obligatoryjne odwierty na udzielonych koncesjach), które łącznie mogą kosztować 1,8-2,2 mld USD. Oczywiście kolejne odwierty będą wykonywane tylko wówczas kiedy wcześniejsze prace będą potwierdzać sens dalszych poszukiwań. Na tym etapie dyskutowanie tych wydatków wydaje się więc przedwczesne.** (K. Kliszcz)

**Kernel**

Redukuj - z dn. 10.01.12  
Cena docelowa: 61,1 PLN

**Przejęcie tłoczni Black Sea Industries**

Spółka poinformowała w komunikacie o wykonaniu opcji na zakup 100% udziałów w Black Sea Industries – tłoczni nasion oleistych w Ilczewsku (wartość transakcji wyniosła 140 mln USD). **Informacja oczekiwana przez rynek (wcześniej Spółka informowała o zamiarze przejęcia tłoczni w VI'11 i IX'11). Podtrzymujemy negatywną rekomendację.** (J. Szkopek)

**Rovese**

Kupuj - z dn. 29.12.11  
Cena docelowa: 6,0 PLN

**Rada nadzorcza powołała nowy Zarząd**

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o powołaniu na stanowisko Prezesa Zarządu Pana Wojciecha Stankiewicza, oraz na stanowiska wiceprezesów Michała Wólczyńskiego i Tomasza Rejmana. Michał Romański powołany został na stanowisko Członka Zarządu. Nowy Prezes Zarządu to wieloletni (1993-2008) pracownik, a później partner w McKinsey & Company – gdzie zajmował się doradztwem w zakresie strategii, restrukturyzacji i organizacji. Michał Wólczyński w latach 2006-2011 pracował w Laboratorium Kosmetycznym Dr Irena Eris, gdzie pełnił funkcje członka Zarządu Dyrektora Marketingu i Sprzedaży, a Tomasz Rejman pracował dla Procter & Gamble Poland (1993-1999), McKinsey & Company (1999-2004) i Pkn Orlen / Unipetrol (2005-2011). Z kolei Pan Michał Romański w przeszłości zasiadał na stanowisku starszego menedżera audytu w Deloitte Audyt (1998-2009), a od czerwca 2010 roku zajmuje stanowisko Dyrektora ds. Finansów w Rovese. **Biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenie poszczególnych członków zarządu w zakresie restrukturyzacji i pracy dla dużych korporacji - rynek może zacząć spekulować, że w najbliższym czasie w Grupie Rovese przeprowadzone zostaną gruntowne prace reorganizacyjne zmierzające do poprawy efektywności prowadzonej działalności. Liczymy, że w niedalekiej perspektywie nowy Zarząd Rovese zabierze głos odnośnie Strategii Spółki i pomysłów na zwiększenie wykorzystania mocy produkcyjnych na terenie kraju. Informacja pozytywna. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.** (J. Szkopek)

**Energomontaż  
Południe****Kontrakt za 6,75 mln EUR**

Energomontaż Południe podpisał kontrakt z Alstom Power Systems w przedmiocie montażu rurociągów pomocniczych części ciśnieniowej kotła w elektrowni 910 MW w Niemczech. Wartość prac to 6,75 mln EUR, czyli około 28,9 mln PLN (8,8% oczekiwanych przychodów Energomontażu Południe w 2012 roku). Realizacja potrwa do 5 maja 2012. **Wiadomość pozytywna.** (M. Stokłosa)

**P.A. Nova**

Rekomendacja utajniona  
do dnia 27.01.12 \*\*\*

**Objęcie kontroli w spółce realizującej galerię w Jaworznie**

P.A. Nova odkupiła od GC Investment za kwotę 25 mln PLN udziały w spółce GC. Nova Sp. z o.o.. Po transakcji P.A. Nova jest jedynym właścicielem nieruchomości zlokalizowanej w Jaworznie, na której ma być realizowany projekt galerii handlowej Jaworzno City Center. **Przejęta działka jest atrakcyjnie zlokalizowana w centrum miasta a Jaworzno nie posiada jeszcze nowoczesnej galerii handlowej. Po przejęciu całości udziałów w przedsięwzięciu, P.A. Nova może zdecydować się na realizację projektu samodzielnie lub znaleźć partnera do tej inwestycji. Oba scenariusze są według nas równie prawdopodobne. Samo odkupienie udziałów od GC Investment oceniamy pozytywnie. Dotychczasowy partner nie gwarantował rozpoczęcia**

**Pozostałe wiadomości ze spółek****Bowin**

Zarząd Bowimu do zakończenia inwestycji w Płocku nie będzie rekomendować dywidendy. Zakończenie projektu spodziewane jest w 2012 roku.

**Bumech**

Spółka zawarła z Kobud Sp. z o. o. umowę przedwstępną dostawy kombajnu chodnikowego za 6,5 mln PLN netto.

<b>Comp</b>	Comp prawdopodobnie wypracował w IV kw. 2011 r. słabsze wyniki w ujęciu r/r. Natomiast wynik całego minionego roku sprowadzony do porównywalności ponownie może okazać się rekordowy. Informatyczna grupa rozpoczęła 2012 r. z portfelem zamówień o wartości 80-90 mln zł i oczekuje dalszej poprawy wyników. Na tegoroczne i przyszłe rezultaty może wpłynąć m.in. sprzedaż zagraniczna, gdyż Comp widzi dla siebie szanse eksportowe. Comp w niedługim czasie może poinformować o przejęciu podmiotu, który uzupełni ofertę dla handlu i usług. Spółka sfinansuje akwizycję ze środków własnych.
<b>Drop</b>	Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie uchylił decyzje zabezpieczające 2.223.739 złotych potencjalnych należności z tytułu podatku od towarów i usług za maj 2010 rok. Wyrok nie jest prawomocny.
<b>Ferrum</b>	Oferta za 37 mln PLN netto złożona przez konsorcjum z Ferrum na czele wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu. Oferta złożona przez konsorcjum, którego liderem jest Ferrum została wybrana jako najkorzystniejsza w postępowaniu o udzielenie zamówienia publicznego w zakresie dostaw rur stalowych dla realizowanego przez Gaz-System gazociągu Świnoujście-Szczecin. Wartość złożonej oferty wynosi ok. 37 mln zł netto.
<b>GPW</b>	Prezes GPW Ludwik Sobolewski zapowiada wprowadzenie w 2012 kolejnych kontraktów na akcje. O ich wyborze zdecydują sami inwestorzy. GPW zamierza też kontynuować usprawnianie zasad obrotu instrumentami pochodnymi, w tym zmiany w zakresie zasad określania kursów wykonania opcji na WIG 20.
<b>Hydrotor</b>	Hydrotor oczekuje, że w 2011 roku osiągnie dwucyfrową dynamikę wyników w ujęciu rok do roku. Budowany obecnie zakład produkcyjny ma dołożyć do obrotów grupy ok. 9 mln zł.
<b>Integer.PL</b>	Sąd Okręgowy oddalił powództwo Poczty Polskiej przeciw Integer.pl i Inpost. Powództwo dotyczyło m.in. nakazania pozwanym zaniechania świadczenia usług pocztowych polegających na przyjmowaniu, przemieszczaniu i doręczaniu przesyłek z korespondencją w sposób uniemożliwiający sprawdzenie zawartości, o masie nie przekraczającej 50 g za pobraną opłatą nie niższą niż 2,5 krotność za przesyłkę najniższego przedziału wagowego najszybszej kategorii w cenniku powszechnych usług pocztowych operatora publicznego oraz zasądzenia od pozwanych jako dłużników in solidum na rzecz powoda ponad 60 mln PLN.
<b>Komputronik</b>	Komputronik podwyższył prognozy wyników na rok obrotowy 2011/2012. Komputronik podwyższył skonsolidowane i jednostkowe prognozy wyników finansów na rok obrotowy trwający od 1 kwietnia 2011 r. do 31 marca 2012 r. Na poziomie grupy Komputronik spodziewa się obecnie ponad 1 mld zł przychodów, 38,2 mln zł EBITDA i 17,3 mln zł zysku netto. Prognoza dotycząca wyników jednostkowych zakłada uzyskanie przez spółkę w roku obrotowym 2011/2012 1,006 mld zł przychodów, 35,4 mln zł EBITDA i 20,9 mln zł zysku netto.
<b>Oponeo.PL</b>	Wstępna wielkość przychodów w IV kw. 2011 wyniosła ponad 72,12 mln PLN +15% r/r. Wzrost wielkości przychodów jest spowodowana rozwojem sprzedaży felg oraz rozwojem sprzedaży zagranicą.
<b>Pozbud T&amp;R</b>	Spółka wygrała przetarg na projekt i przebudowę „Zdrojowego Inkubatora Przedsiębiorczości” za 21,7 mln PLN. Projekt będzie realizowany w Kudowie Zdroju w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego dla Województwa Dolnośląskiego na lata 2007-2013.
<b>Redan</b>	Redan planuje w 2012 otworzyć 60 placówek dyskontowych Textilmarket, dynamika rozwoju sektora modowego ma zostać utrzymana na poziomie 2011. Spółka planuje dalszy rozwój sieci sprzedaży za granicą. Na koniec 2011 krajowa sieć sprzedaży sektora modowego liczyła 180 placówek (27 790 m <sup>2</sup> ), zagraniczna 32 sklepy (4 763 m <sup>2</sup> ). Docelowo na rynku rosyjskim do końca 2014 mają być 82 sklepy w franczyzowe marki Top Secret.
<b>Ropa &amp; Gaz</b>	Ropa zdrożeje o ok. 30 dol. za baryłkę, jeśli Iran zamknie Ormuz. Jeszcze w styczniu br. Komisja Europejska może opublikować raport o gazie łupkowym.
<b>ZUE</b>	Spółka zależna ZUE, zawarła umowę na przebudowę bocznicy kolejowej i dróg dojazdowych do Elektrowni Rybnik. Wartość umowy realizowanej przez Przedsiębiorstwo Robót Komunikacyjnych, wyniesie 110,7 mln PLN brutto.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>ABC Data</b>	Spółka nabyła 25 stycznia 26 261 akcji własnych po średniej cenie 2,34 PLN za akcję.
<b>Alchemia</b>	Spółka nabyła 25 stycznia 18 080 akcji własnych po średniej cenie 5,10 PLN za akcję.



<b>Bakalland</b>	Spółka nabyła 24 stycznia 1 288 akcji własnych po średniej cenie 4,66 PLN za akcję.
<b>Centrum Klim</b>	Spółka nabyła 24 stycznia 241 akcji własnych po średniej cenie 9,84 PLN za akcję.
<b>Ferrum</b>	Spółka nabyła 25 stycznia 6 891 akcji własnych po średniej cenie 9,22 PLN za akcję.
<b>Graal</b>	Spółka nabyła 24 stycznia 9687 akcji własnych po średniej cenie 6,69 PLN za akcję.
<b>Getin Holding</b>	Aviva OFE zwiększył 18 stycznia udział w KZ do 5,17 proc. z 4,78 proc. wcześniej.
<b>Indykol</b>	Członek RN nabył od 13 do 18 stycznia 1200 akcji po średniej cenie 42 PLN za akcję.
<b>Marvipol</b>	Spółka nabyła 25 stycznia 2 670 akcji własnych po średniej cenie 9,28 PLN za akcję.
<b>MNI</b>	Spółka nabyła 25 stycznia 21 226 akcji własnych po średniej cenie 2,05 PLN za akcję.
<b>Petrolinvest</b>	Masashi Holdings Limited zmniejszył 18 stycznia w wyniku zawarcia transakcji pakietowej udział w KZ do 19,09% z 21,04% wcześniej.
<b>Presco</b>	Legg Mason Akcji Skoncentrowany FIZ zwiększył udział w KZ do 5,007 proc.
<b>Rafako</b>	Udział funduszy Arka i Credit Agricole FIO zmniejszył się 19 stycznia w wyniku sprzedaży akcji w odpowiedzi na wezwanie do 9,61% z 10,89% wcześniej.

## Kalendarium spółek

---

<b>Czwartek /26.01.12/</b> PKN ORLEN	Szacunki wybranych danych finansowych za 4Q2011.
<b>Piątek /27.01.12/</b> GTC	NWZA.
<b>Wtorek /31.01.12/</b> MILLENNIUM ZA PUŁAWY	Publikacja wstępnych wyników za 2011 r. Dzień ustalenia prawa do 3,66 zł dywidendy na akcję.

---

## Kalendarium makro

**Czwartek /26.01.12/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
0:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w obligacje japońskie	Tydzień		192,3 mld
0:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w akcje japońskie	Tydzień		139,8 mld
0:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne obligacje	Tydzień		920,0 mld
0:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne akcje	Tydzień		-33,6 mld
8:00	Niemcy	GfK Indeks zaufania konsumentów	Luty	5,6	5,6
8:45	Francja	Indeks zaufania konsumentów	Styczeń	80,5	80,0
12:00	UK	CBI Sprzedaż detaliczna	Styczeń	-5	9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku bez środków transportu	Grudzień	0,98% m/m	0,3% m/m
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku	Grudzień	2,5% m/m	3,8% m/m
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni	Tydzień	365 tys.	352 tys.
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	Grudzień	323 tys.	315 tys.
16:00	USA	Indeks wskaźników wyprzedzających	Grudzień	0,7%	0,5%
16:30	USA	Zapasy gazu ziemnego	Tydzień		3290 mld

**Piątek /27.01.12/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
0:30	Japonia	Bazowa inflacja CPI rejonu Tokio	Styczeń	-0,4% r/r	-0,3% r/r
0:30	Japonia	Inflacja CPI rejonu Tokio	Styczeń	-0,45% r/r	-0,4% r/r
0:30	Japonia	Bazowa inflacja CPI	Grudzień	-0,2% r/r	-0,3% m/m; -0,2% r/r
0:30	Japonia	Inflacja CPI	Grudzień	-0,27% r/r	-0,5% r/r
0:30	Japonia	Handel detaliczny	Grudzień		-2,1% m/m; -2,3% r/r
10:00	UE	Podaż pieniądza M3	Grudzień	2,25% r/r	2,0% r/r
10:00	Polska	Stopa bezrobocia	Grudzień		12,1%
14:30	USA	PKB Deflator	14 kw.		2,6% k/k
14:30	USA	PKB	4 kw.	2,88% k/k	1,8% k/k; 1,5% r/r
14:30	USA	PCE	4 kw.	3,05% k/k	1,7% k/k; 2,0% r/r
14:30	USA	Bazowy PCE	4 kw.		1,6% r/r
15:55	USA	Indeks zaufania konsumentów Uniwersytetu Michigan	Styczeń		69,9

**Poniedziałek /30.01.12/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Wskaźnik zaufania w biznesie	Styczeń		-0,31
11:00	UE	Indeks zaufania konsumentów	Styczeń		-21,1
11:00	UE	Indeks zaufania w gospodarce	Styczeń		93,3
11:00	UE	Indeks zaufania w przemyśle	Styczeń		-7,1
11:00	UE	Indeks zaufania w usługach	Styczeń		-2,1
14:30	USA	Bazowy PCE Deflator	Grudzień		0,1% m/m; 1,7% r/r
14:30	USA	PCE Deflator	Grudzień		0,0% m/m; 2,5% r/r
14:30	USA	Dochody Amerykanów	Grudzień		0,1% m/m
14:30	USA	Wydatki Amerykanów	Grudzień		0,1% m/m

**Wtorek /31.01.12/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
0:15	Japonia	Indeks PMI przemysłu	Styczeń		50,2
0:30	Japonia	Wydatki gospodarstw domowych	Grudzień		-3,2% r/r
0:30	Japonia	Stopa bezrobocia	Grudzień		4,5%
8:45	Francja	Wydatki konsumentów	Grudzień		-0,1% m/m; -2,1% r/r
8:45	Francja	Inflacja PPI	Grudzień		0,3% m/m; 4,8% r/r
10:30	UK	Podaż pieniądza M4	Grudzień		-0,6% m/m; -2,6% r/r
10:30	UK	Zaakceptowane wnioski o kredyt hipoteczny	Grudzień		52,85 tys.
11:00	UE	Stopa bezrobocia	Grudzień		10,3%
16:00	USA	Indeks Conference Board	Styczeń		64,5

**Środa /01.02.12/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:00	Polska	Indeks PMI przemysłu	Styczeń		48,8
9:50	Francja	Indeks PMI przemysłu	Styczeń		48,9
9:55	Niemcy	Indeks PMI przemysłu	Styczeń		48,4
10:00	UE	Indeks PMI przemysłu	Styczeń		46,9
10:30	UK	Indeks PMI przemysłu	Styczeń		49,6
14:15	USA	ADP Raport o zmianie zatrudnienia	Styczeń		325 tys.
16:00	USA	Wydatki inwestycji budowlanych	Grudzień		1,2%
16:00	USA	Indeks ISM przemysłu	Styczeń		53,9



## Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
<b>Banki</b>										
GET BANK	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	1,63	-	-	-	-	-
HANDLOWY	Trzy maj	2012-01-19	73,95	72,00	70,50	2,1%	13,1	12,7	-	-
ING BSK	Trzy maj	2012-01-19	80,70	80,00	79,10	1,1%	11,6	12,0	-	-
KREDYT BANK	Redukuj	2012-01-19	9,61	9,10	9,83	-7,4%	8,2	11,8	-	-
MILLENNIUM	Redukuj	2012-01-19	3,82	3,30	4,17	-20,9%	11,0	13,5	-	-
PEKAO	Redukuj	2012-01-19	145,90	135,00	149,90	-9,9%	13,7	14,3	-	-
PKO BP	Akumuluj	2012-01-19	32,89	35,00	33,70	3,9%	11,3	12,5	-	-
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	323,90	-	-	-	-	-
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	42,81	23,8%	11,2	9,7	-	-
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Kupuj	2012-01-16	17,35	21,50	19,29	11,5%	73,2	14,2	5,5	5,1
LOTOS	Trzy maj	2012-01-16	21,80	21,60	25,64	-15,8%	4,6	7,9	5,9	8,1
PGNiG	Redukuj	2012-01-16	4,04	3,69	3,66	0,8%	16,9	22,3	8,7	7,5
PKN ORLEN	Trzy maj	2011-11-17	39,25	39,00	37,00	5,4%	3,9	13,2	3,8	6,2
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9,62	10,00	10,30	-2,9%	3,2	10,1	3,0	5,8
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2011-09-26	85,00	89,20	87,00	2,5%	9,4	9,2	5,1	4,8
<b>Energetyka</b>										
CEZ	Redukuj	2012-01-05	140,00	124,90	128,00	-2,4%	10,6	9,3	6,9	6,6
ENEA	Akumuluj	2011-11-04	17,77	21,24	18,10	17,3%	10,6	9,0	3,7	3,7
PGE	Akumuluj	2012-01-02	20,70	23,07	20,48	12,6%	6,5	8,6	4,5	4,5
TAURON	Kupuj	2012-01-02	5,35	7,44	5,31	40,1%	7,3	6,9	4,4	4,0
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	5,66	-	-	-	-	-
TPSA	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	17,65	-	-	-	-	-
<b>Media</b>										
AGORA	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	11,20	-	-	-	-	-
CINEMA CITY	Kupuj	2011-10-21	26,80	33,50	31,00	8,1%	16,7	12,8	8,1	6,6
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15,35	14,80	12,79	15,7%	13,8	11,1	9,5	7,4
TVN	Trzy maj	2011-12-05	10,13	10,30	10,20	1,0%	-	12,2	9,5	8,0
<b>IT</b>										
AB	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	20,76	-	-	-	-	-
ACTION	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	20,07	-	-	-	-	-
ASBIS	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	2,05	-	-	-	-	-
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	48,49	34,0%	9,7	8,9	5,8	5,3
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	60,80	-24,5%	24,6	15,3	9,8	6,8
SYGNITY	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	18,27	-	-	-	-	-
<b>Górnictwo i Metale</b>										
JSW	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	97,00	-	-	-	-	-
KGHM	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	128,50	-	-	-	-	-
LW BOGDANKA	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	120,40	-	-	-	-	-
<b>Przemysł</b>										
ASTARTA	Trzy maj	2011-12-29	51,50	53,90	56,50	-4,6%	2,7	3,7	3,6	4,4
BORYSZEW	Trzy maj	2012-01-04	0,67	0,65	0,74	-12,2%	13,1	18,4	7,9	8,8
CEDC	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	12,90	-	-	-	-	-
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-11-15	9,65	15,00	9,90	51,5%	9,6	8,4	6,3	5,4
FAMUR	Kupuj	2011-11-28	2,50	3,20	3,00	6,7%	14,3	11,9	6,1	5,6
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-01-19	3,46	5,70	3,75	52,0%	7,4	9,3	5,7	6,2
KERNEL	Redukuj	2012-01-10	71,00	61,10	67,10	-8,9%	6,2	5,5	5,2	4,2
KĘTY	Kupuj	2011-11-07	101,00	136,70	103,50	32,1%	9,2	8,6	5,7	5,5
KOPEX	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	23,25	-	-	-	-	-
MONDI	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	60,00	-	-	-	-	-
ROVESE	Kupuj	2011-12-29	4,02	6,00	5,01	19,8%	17,2	12,0	7,7	6,5
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	80,90	-	-	-	-	-
ELEKTROBUDOWA	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	97,80	-	-	-	-	-
ERBUD	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	17,25	-	-	-	-	-
MOSTOSTAL WAR.	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	18,72	-	-	-	-	-
PBG	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	76,90	-	-	-	-	-
POLIMEX MOSTOSTAL	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	1,69	-	-	-	-	-
RAFAKO	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	7,67	-	-	-	-	-
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	1,21	-	-	-	-	-
ULMA CP	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	59,00	-	-	-	-	-
UNIBEP	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	6,18	-	-	-	-	-
ZUE	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	7,33	-	-	-	-	-
<b>Deweloperzy</b>										
BBI DEVELOPMENT	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	0,30	-	-	-	-	-
DOM DEVELOPMENT	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	29,44	-	-	-	-	-
ECHO	Utajniona do dnia	2012-01-30	-	-	3,81	-	-	-	-	-
GTC	Utajniona do dnia	2012-01-30	-	-	9,51	-	-	-	-	-
J.W.C.	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	7,69	-	-	-	-	-
PA NOVA	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	19,00	-	-	-	-	-
POLNORD	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	16,40	-	-	-	-	-
ROBYG	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	1,27	-	-	-	-	-
<b>Handel</b>										
EUROCASH	Utajniona do dnia	2012-01-26	-	-	29,58	-	-	-	-	-
LPP	Utajniona do dnia	2012-01-27	-	-	2018,00	-	-	-	-	-
NFI EMF	Trzy maj	2011-12-29	8,34	8,80	8,55	2,9%	13,3	17,1	6,4	5,8
NG2	Kupuj	2011-12-29	46,50	54,00	50,00	8,0%	14,7	13,4	11,0	9,6
VISTULA	Trzy maj	2011-11-21	0,86	0,90	1,12	-19,6%	-	18,2	9,6	8,1

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /25.01.2012/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE BANKI</b>													
Get Bank	1,63	8,7	4,1	13,5	14%	24%	6%	1,1	0,9	0,8	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	70,5	12,2	13,1	12,7	12%	11%	11%	1,4	1,4	1,4	5,3%	8,1%	3,8%
ING BSK	79,1	13,7	11,6	12,0	14%	15%	13%	1,8	1,6	1,4	0,0%	1,9%	0,9%
Kredyt Bank	9,8	14,4	8,2	11,8	7%	11%	7%	0,9	0,9	0,8	0,0%	3,8%	0,0%
Millennium	4,2	14,8	11,0	13,5	9%	11%	8%	1,2	1,1	1,0	0,0%	2,4%	0,0%
Pekao	149,9	15,6	13,7	14,3	13%	14%	12%	1,9	1,8	1,7	1,9%	4,5%	3,7%
PKO BP	33,7	13,1	11,3	12,5	15%	17%	14%	2,0	1,8	1,7	5,6%	5,9%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>13,7</b>	<b>11,3</b>	<b>12,7</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,8%</b>	<b>0,9%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKOW</b>													
AIB	0,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,1	0,1	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,1	2,7	6,8	5,9	4%	3%	3%	0,1	0,1	0,1	14,0%	2,9%	2,9%
Citigroup	30,0	7,6	7,7	6,9	8%	7%	7%	0,5	0,5	0,5	0,0%	0,1%	1,1%
Commerzbank	1,9	2,2	14,1	6,6	13%	3%	6%	0,3	0,4	0,4	0,0%	0,0%	0,8%
ING	6,9	6,6	4,8	5,2	10%	13%	11%	0,7	0,6	0,6	0,0%	0,0%	3,2%
KBC	14,1	3,0	4,2	3,0	15%	8%	14%	0,5	0,5	0,4	5,5%	2,5%	4,1%
UCI	3,8	4,6	-	3,6	2%	-	4%	0,1	0,1	0,1	7,9%	0,2%	7,2%
<b>Mediana</b>		<b>3,8</b>	<b>6,8</b>	<b>5,5</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,9%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	3,4	8,1	11,6	12,2	6%	6%	5%	0,6	0,6	0,6	6,4%	5,0%	4,8%
Deutsche Bank	33,2	6,3	6,8	6,4	7%	9%	9%	0,6	0,6	0,5	2,3%	2,3%	2,4%
Erste Bank	16,0	6,9	37,8	6,9	8%	-	8%	0,5	0,6	0,6	3,9%	0,0%	2,7%
Komercni B.	3560,0	10,5	11,8	10,3	18%	15%	17%	1,8	1,7	1,6	5,7%	6,1%	7,0%
OTP	3840,0	8,3	9,1	7,1	10%	9%	11%	0,8	0,7	0,7	3,1%	2,9%	4,7%
Santander	6,0	6,1	7,1	6,8	12%	10%	11%	0,7	0,7	0,7	9,6%	9,8%	9,5%
Turkiye Garanti B.	6,3	8,1	8,6	8,3	22%	18%	16%	1,7	1,5	1,3	2,1%	2,2%	2,2%
Turkiye Halk B.	11,1	7,0	7,0	6,9	30%	25%	21%	1,9	1,6	1,4	3,0%	2,9%	3,3%
Sbierbank	2,8	12,1	6,0	6,2	18%	27%	22%	2,0	1,5	1,3	0,8%	2,3%	2,6%
VTB Bank	4,4	14,0	7,2	7,3	10,7%	15%	13%	1,4	1,0	0,9	1,1%	1,3%	1,4%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>	<b>11%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,0%</b>

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /25.01.2012/**


	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPOŁKI</b>													
PZU	323,9	11,5	11,6	11,9	20%	19%	18%	2,2	2,2	2,1	49,0%	8,0%	7,7%
<b>ZAGRANICZNE SPOŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	33,7	11,1	10,6	9,7	9%	10%	9%	1,0	1,0	0,9	2,9%	3,3%	3,6%
Uniq	11,3	23,1	-	11,7	5%	-	12%	1,1	1,4	1,4	3,0%	0,3%	3,5%
Aegon	3,8	4,6	8,6	6,5	10%	4%	6%	0,4	0,4	0,4	0,0%	2,7%	5,4%
Allianz	85,2	7,6	10,7	7,3	12%	8%	11%	0,9	0,9	0,8	5,3%	5,0%	5,5%
Aviva	3,5	5,7	7,0	6,1	16%	12%	13%	0,9	0,8	0,8	7,2%	7,6%	8,0%
AXA	11,9	7,6	6,0	6,0	8%	11%	11%	0,6	0,6	0,6	5,7%	6,0%	6,7%
Baloise	70,4	7,6	17,5	7,4	11%	6%	11%	0,8	0,8	0,8	6,6%	6,2%	6,6%
Generali	53,7	7,6	7,1	6,8	9%	9%	10%	0,7	0,7	0,7	4,9%	7,1%	7,3%
Helvetia	306,0	7,9	8,7	7,3	11%	10%	11%	0,8	0,8	0,8	5,0%	5,4%	5,8%
Mapfre	2,5	8,4	8,1	7,6	14%	14%	14%	1,1	1,1	1,0	5,9%	6,1%	6,3%
RSA Insurance	1,1	9,9	7,5	7,2	12%	15%	14%	1,0	1,0	1,0	8,1%	8,7%	9,1%
Zurich Financial	227,4	9,0	8,4	7,8	12%	12%	12%	1,1	1,0	1,0	7,5%	7,9%	8,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>8,4</b>	<b>7,3</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,5%</b>

**Wycena spółek paliwowych /25.01.2012/**


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>SPOŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	25,6	6,4	5,9	8,1	0,5	0,4	0,3	4,9	4,6	7,9	7%	6%	4%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	37,0	4,7	3,8	6,2	0,3	0,2	0,2	6,7	3,9	13,2	7%	6%	4%	0,0%	0,0%	7,9%
MOL	18860,0	6,1	5,2	4,8	0,8	0,6	0,7	10,4	7,7	7,5	13%	12%	14%	2,6%	3,6%	4,5%
OMV	25,5	3,6	3,5	3,1	0,6	0,5	0,5	6,4	7,5	6,4	18%	13%	15%	4,0%	4,0%	4,3%
Hellenic Petroleum	6,1	8,5	9,5	6,9	0,5	0,4	0,4	10,5	11,1	7,1	6%	5%	5%	6,5%	7,3%	7,7%
Tupras	38,3	6,3	4,6	5,1	0,3	0,2	0,2	11,3	8,9	8,5	5%	5%	4%	6,8%	8,3%	8,8%
Unipetrol	171,0	6,0	7,2	5,9	0,4	0,3	0,3	25,7	37,3	19,1	6%	4%	6%	0,4%	1,0%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>10,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,9</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,5%</b>
<b>SPOŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,7	5,1	8,7	7,5	1,1	1,1	1,1	8,8	16,9	22,3	21%	12%	15%	0,6%	3,3%	2,4%
Gazprom	185,6	4,1	2,8	3,0	1,6	1,2	1,1	4,9	3,3	3,6	40%	41%	38%	1,4%	3,1%	3,4%
GDF Suez	20,5	6,1	5,5	5,1	1,1	1,0	1,0	10,5	12,4	11,2	18%	18%	19%	7,5%	7,5%	7,7%
Gas Natural SDG	12,5	7,1	7,0	6,7	1,8	1,6	1,6	9,7	10,0	9,2	25%	23%	23%	6,4%	6,5%	7,0%
<b>Mediana</b>		<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>9,2</b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,2%</b>

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

## Wycena spółek energetycznych /25.01.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	128,0	6,2	6,9	6,6	2,8	2,9	2,8	8,6	10,6	9,3	45%	41%	42%	6,9%	6,6%	5,6%
ENEA	18,1	3,8	3,7	3,7	0,7	0,6	0,6	12,5	10,6	9,0	17%	16%	17%	2,1%	2,3%	2,6%
PGE	20,5	5,7	4,5	4,5	1,9	1,2	1,3	12,7	6,5	8,6	33%	28%	28%	4,1%	3,2%	7,7%
TAURON	5,3	3,5	4,4	4,0	0,6	0,6	0,6	10,8	7,3	6,9	18%	14%	14%	0,1%	2,8%	4,1%
E.ON	15,9	5,0	7,1	6,1	0,8	0,7	0,7	5,9	12,8	9,6	16%	10%	11%	9,4%	6,3%	6,8%
EDF	17,1	4,6	5,1	4,7	1,2	1,2	1,1	9,2	9,4	8,2	26%	23%	24%	6,7%	6,8%	7,1%
Endesa	15,0	4,9	5,1	5,0	1,4	1,2	1,1	7,0	7,4	7,1	28%	23%	23%	7,1%	6,8%	7,1%
ENEL SpA	3,0	5,4	5,3	5,2	1,3	1,2	1,2	6,7	6,9	6,7	25%	23%	23%	8,9%	8,7%	9,0%
Fortum	16,1	8,3	7,7	7,9	3,4	3,2	3,2	10,0	10,4	10,2	41%	42%	40%	6,2%	6,4%	6,3%
Iberdrola	4,5	7,6	7,3	6,8	2,1	1,9	1,8	8,7	8,9	8,5	28%	25%	26%	7,3%	7,4%	7,8%
RWE AG	27,1	3,6	4,3	4,0	0,7	0,7	0,7	3,9	6,4	6,4	19%	16%	17%	12,9%	7,8%	7,9%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>26%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,1%</b>

## Wycena spółek nawozowych i chemicznych /25.01.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
POLICE	10,3	12,6	3,0	5,8	0,5	0,4	0,3	28,2	3,2	10,1	4%	12%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	87,0	3,7	5,1	4,8	0,5	0,5	0,5	5,6	9,4	9,2	15%	10%	10%	1,2%	5,4%	5,3%
Acron	42,4	9,2	4,2	4,9	2,0	1,4	1,4	12,7	5,5	6,9	22%	32%	28%	1,9%	7,6%	3,3%
Agrium	61,5	7,5	4,1	4,1	1,0	0,7	0,6	12,7	6,5	6,6	14%	16%	16%	0,2%	0,2%	0,4%
DSM	39,8	3,5	3,6	3,6	1,4	1,4	1,4	34,7	32,4	31,9	41%	40%	40%	2,0%	2,1%	2,3%
K+S	36,8	8,1	6,3	5,9	1,5	1,5	1,4	16,6	10,5	9,7	19%	23%	24%	2,5%	4,0%	4,4%
Silvinit	28230,0	10,1	8,2	7,4	6,1	5,1	4,6	17,1	12,6	11,2	60%	62%	63%	1,2%	1,4%	1,5%
Uralkali	7,3	-	10,2	6,9	-	6,7	4,8	-	15,5	10,8	-	66%	69%	-	3,6%	6,1%
Yara	243,0	7,6	5,1	5,7	1,2	1,0	1,0	11,5	6,9	7,6	16%	20%	18%	2,5%	2,6%	2,9%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>14,6</b>	<b>9,4</b>	<b>9,7</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,9%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	19,3	5,3	5,5	5,1	0,5	0,5	0,5	26,4	-	14,2	10%	8%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	40,3	5,7	6,1	6,0	0,8	0,7	0,7	12,1	13,2	12,6	14%	12%	12%	3,6%	3,6%	3,7%
BASF	59,3	6,2	6,0	6,3	1,1	1,0	1,0	10,8	9,3	10,8	18%	16%	16%	3,6%	4,0%	4,0%
Croda	18,9	12,3	10,3	9,8	2,8	2,6	2,5	20,7	16,0	15,0	23%	25%	26%	1,8%	2,8%	3,1%
Dow Chemical	33,7	8,3	7,4	7,3	1,2	1,0	1,0	18,1	12,8	12,0	14%	14%	13%	1,8%	2,6%	3,0%
Rhodia	31,6	4,9	4,4	4,4	0,8	0,7	0,7	11,9	9,2	9,0	17%	16%	16%	1,3%	2,0%	2,1%
Siseecam	3,4	6,1	4,8	4,6	1,4	1,2	1,1	13,2	8,4	8,5	23%	25%	24%	1,0%	1,5%	2,4%
Soda Sanayii	3,3	7,2	4,6	4,9	1,3	1,1	1,0	12,3	6,2	7,6	18%	23%	20%	-	3,4%	4,8%
Solvay	76,0	4,3	3,3	2,4	0,6	0,5	0,4	24,2	15,4	11,4	14%	16%	15%	4,0%	3,8%	4,0%
Tata Chemicals	326,3	7,4	7,2	5,9	1,4	1,2	1,0	11,6	11,2	9,6	19%	17%	18%	2,6%	2,8%	3,2%
Tessenderlo Chemie	25,6	5,5	5,0	4,8	0,4	0,5	0,4	33,6	11,5	10,9	8%	9%	9%	4,9%	5,2%	5,3%
Wacker Chemie	67,3	3,0	3,1	3,6	0,8	0,7	0,7	6,7	7,2	10,6	25%	23%	20%	3,4%	4,3%	3,5%
<b>Mediana</b>		<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	<b>10,8</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,4%</b>

## Wycena europejskich operatorów narodowych /25.01.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>PÓLSKIE SPÓŁKI</b>																
Netia	5,7	5,2	4,7	4,3	1,2	1,1	1,0	36,0	20,2	15,9	23%	24%	24%	0,0%	3,4%	5,0%
TPSA	17,7	6,0	4,3	5,0	1,8	1,8	1,9	-	12,2	19,6	30%	42%	38%	8,5%	11,9%	8,5%
<b>Mediana</b>		<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>36,0</b>	<b>16,2</b>	<b>17,7</b>	<b>27%</b>	<b>33%</b>	<b>31%</b>	<b>4%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>
<b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>																
Belgacom	23,7	4,4	5,1	5,2	1,5	1,5	1,5	9,7	9,9	10,3	33%	30%	29%	9,2%	9,2%	9,3%
Cesky Telecom	379,0	4,8	5,6	6,2	2,2	2,3	2,4	11,8	15,2	14,5	45%	41%	38%	10,4%	9,9%	9,3%
Hellenic Telekom	3,1	3,4	3,8	3,9	1,2	1,3	1,3	4,4	5,6	5,1	34%	33%	34%	5,1%	4,8%	6,3%
Matav	550,0	4,6	4,9	4,8	1,6	1,7	1,7	11,5	11,9	11,4	35%	34%	35%	10,2%	9,2%	9,4%
Portugal Telecom	4,0	3,9	2,6	2,4	1,5	0,9	0,8	9,6	7,2	7,1	39%	36%	35%	15,7%	22,4%	16,7%
Telecom Austria	8,9	4,5	4,9	5,1	1,6	1,7	1,7	12,6	20,3	16,3	35%	34%	33%	8,4%	7,4%	7,4%
<b>Mediana</b>		<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,9</b>	<b>10,9</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,3%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	2,1	4,8	4,5	4,4	1,3	1,3	1,3	14,4	10,3	9,3	26%	29%	31%	3,3%	3,6%	4,0%
DT	8,7	4,4	4,7	4,8	1,4	1,5	1,5	11,0	11,8	12,0	31%	31%	31%	8,2%	8,1%	8,1%
FT	11,2	4,1	4,2	4,4	1,4	1,4	1,4	6,1	7,2	7,5	34%	33%	33%	12,5%	12,5%	12,5%
KPN	8,2	4,3	4,5	4,5	1,8	1,8	1,8	7,1	6,6	6,5	41%	40%	40%	9,8%	10,4%	11,0%
Swisscom	359,7	5,8	5,9	6,0	2,3	2,4	2,4	9,9	9,7	9,8	39%	40%	40%	6,1%	6,1%	6,4%
TELEFONICA	13,2	4,6	5,7	5,3	2,0	1,9	1,9	7,5	9,1	8,3	43%	34%	36%	10,7%	12,2%	9,9%
TeliaSonera	44,8	6,6	6,7	6,4	2,3	2,4	2,3	9,7	10,3	9,5	35%	35%	36%	5,6%	6,3%	6,8%
TI	0,8	4,5	4,2	4,2	1,9	1,7	1,7	6,4	6,1	6,2	42%	41%	41%	7,3%	8,7%	9,9%
<b>Mediana</b>		<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>8,6</b>	<b>9,4</b>	<b>8,8</b>	<b>37%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,4%</b>	<b>9,0%</b>

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

## Wycena spółek IT /25.01.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AB	20,8	7,1	6,8	6,2	0,1	0,1	0,1	6,5	8,6	7,4	2%	2%	2%	1,5%	1,2%	1,3%
ACTION	20,1	9,0	6,4	6,5	0,2	0,2	0,2	13,2	8,7	9,5	2%	3%	2%	4,1%	2,1%	2,3%
ASBIS	2,1	6,1	5,7	4,4	0,1	0,1	0,1	36,6	18,5	5,9	1%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	48,5	6,7	5,8	5,3	1,4	1,0	0,9	9,1	9,7	8,9	21%	18%	17%	3,0%	3,7%	3,4%
COMARCH	60,8	6,2	9,8	6,8	0,5	0,6	0,5	11,2	24,6	15,3	8%	6%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	6,5	6,9	4,9	3,8	0,1	0,1	0,1	17,1	9,1	6,1	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	2,2%
SYGNITY	18,3	-	5,9	4,7	0,4	0,4	0,3	-	57,0	12,3	-	7%	7%	7%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>12,2</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,3%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Accenture	57,2	10,7	9,2	8,3	1,7	1,4	1,3	21,8	16,9	15,1	16%	15%	16%	1,7%	1,6%	2,3%
Atos Origin	36,7	6,1	4,6	3,6	0,6	0,5	0,4	13,6	11,6	9,6	10%	10%	10%	0,4%	1,6%	1,9%
CapGemini	27,5	4,6	3,8	3,7	0,4	0,3	0,3	13,1	11,6	10,8	9%	9%	9%	3,2%	3,7%	3,9%
IBM	191,7	10,2	9,3	8,8	2,4	2,3	2,2	16,8	14,3	12,9	24%	24%	25%	1,3%	1,5%	1,6%
Indra Sistemas	10,5	6,2	6,3	6,0	0,8	0,7	0,7	8,2	9,1	9,2	12%	12%	11%	6,2%	6,3%	6,3%
LogicaCMG	0,8	4,6	5,2	4,9	0,4	0,4	0,4	6,5	8,3	7,2	9%	7%	8%	5,1%	5,7%	5,8%
Microsoft	29,6	8,0	6,9	6,5	3,4	3,0	2,8	14,3	11,5	10,7	42%	43%	43%	1,8%	1,9%	2,6%
Oracle	28,5	11,2	8,1	7,9	5,3	4,0	3,8	17,6	13,0	12,2	47%	49%	48%	0,7%	0,6%	0,8%
SAP	44,6	13,7	11,0	10,5	4,5	4,0	3,7	20,4	16,1	14,8	33%	36%	35%	1,3%	1,6%	1,7%
TietoEnator	11,7	5,5	4,7	4,6	0,5	0,5	0,5	10,0	10,6	10,1	10%	11%	11%	4,5%	5,7%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>14,0</b>	<b>11,6</b>	<b>10,8</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,4%</b>

## Wycena spółek mediowych /25.01.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AGORA	11,2	3,0	2,8	2,7	0,5	0,4	0,3	7,9	10,0	11,2	15%	13%	12%	4,5%	4,5%	4,5%
CYFROWY POLSAT	12,8	14,3	9,5	7,4	3,9	2,8	2,3	13,3	13,8	11,1	27%	29%	30%	4,5%	0,0%	3,6%
TVN	10,2	9,5	9,5	8,0	2,3	2,3	2,1	-	-	12,2	25%	24%	26%	3,0%	0,0%	-
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	1,3	4,7	5,0	5,3	0,4	0,4	0,4	6,6	6,9	7,7	9%	9%	8%	11,9%	11,5%	11,6%
Axel Springer	36,7	7,3	6,4	6,3	1,3	1,2	1,2	12,0	12,3	12,2	18%	19%	18%	4,3%	4,6%	4,7%
Daily Mail	4,4	7,0	7,4	7,3	1,3	1,3	1,3	9,3	9,3	9,2	19%	18%	18%	3,5%	3,9%	4,2%
Gruppo Editorial	1,1	4,0	3,7	3,7	0,7	0,7	0,7	8,5	7,5	7,5	17%	18%	18%	6,7%	7,6%	7,9%
Mccloatchy	2,5	5,6	6,4	6,9	1,5	1,7	1,7	3,9	4,4	6,0	27%	26%	25%	0,0%	0,0%	0,0%
Naspers	382,0	23,3	20,7	21,4	5,6	4,9	4,2	27,3	21,8	21,0	24%	24%	20%	0,6%	0,8%	0,9%
New York Times	8,0	4,4	4,7	4,8	0,7	0,7	0,7	11,6	12,9	12,0	16%	15%	15%	0,0%	0,0%	0,0%
Promotora de Inform	0,8	6,8	8,0	6,9	1,3	1,5	1,5	2,1	10,8	8,7	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
SPIR Comm	24,0	5,8	5,7	3,8	0,2	0,2	0,2	-	-	21,1	4%	4%	6%	0,0%	0,0%	0,4%
Trinity Mirror	0,5	1,7	2,0	2,0	0,3	0,4	0,4	1,8	1,8	1,9	20%	18%	18%	1,3%	1,3%	3,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>5,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>8,5</b>	<b>9,3</b>	<b>8,9</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,3%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	4,8	7,4	8,9	9,7	1,4	1,4	1,4	9,3	10,8	11,9	20%	16%	15%	8,4%	7,8%	6,9%
CETV	133,9	14,4	9,3	7,8	2,1	1,8	1,7	-	-	-	15%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevision Telecinco	4,4	8,1	9,4	10,9	2,1	1,7	1,7	7,3	11,0	12,7	26%	18%	16%	8,3%	8,2%	7,5%
ITV PLC	0,8	7,7	6,9	6,7	1,6	1,5	1,5	13,9	10,6	10,2	20%	22%	23%	0,5%	1,9%	3,1%
M6-Metropole Tel	12,6	4,1	4,2	4,3	0,9	0,9	0,9	10,6	10,4	10,8	21%	22%	21%	7,5%	8,0%	7,8%
Mediaset SPA	2,2	5,0	4,0	4,1	1,2	1,1	1,2	6,1	8,6	9,2	23%	28%	28%	14,5%	10,6%	10,1%
RTL Group	72,6	8,9	8,3	8,4	1,9	1,8	1,8	17,3	15,8	15,3	22%	22%	22%	6,2%	7,0%	7,4%
TF1-TV Francaise	8,3	5,8	5,0	5,2	0,7	0,7	0,7	13,4	9,8	10,2	12%	14%	13%	5,6%	7,5%	7,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,8</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,4%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	6,7	11,2	9,5	8,3	2,2	2,0	1,9	22,1	16,8	13,7	20%	22%	23%	2,8%	3,2%	3,7%
Canal Plus	4,3	3,1	3,1	3,0	0,2	0,2	0,1	13,4	12,6	12,2	5%	5%	5%	6,3%	6,8%	6,8%
Cogeco	49,4	6,6	5,9	5,4	2,6	2,4	2,3	20,3	14,6	10,3	39%	41%	42%	1,1%	1,4%	2,0%
Comcast	26,1	6,7	5,3	4,9	2,6	1,7	1,6	20,8	17,2	14,0	39%	32%	32%	1,5%	1,7%	1,8%
Liberty Global	45,7	8,0	7,0	6,6	3,6	3,2	3,0	-	-	26,6	45%	46%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	9,1	5,5	5,2	5,0	2,8	2,7	2,6	13,3	12,1	11,0	51%	52%	52%	-	-	-
Shaw Communications	19,8	7,3	6,1	5,8	3,3	2,6	2,5	15,3	12,7	11,8	46%	43%	43%	4,4%	4,6%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>17,8</b>	<b>13,7</b>	<b>12,2</b>	<b>39%</b>	<b>41%</b>	<b>42%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,9%</b>

## Wycena spółek górniczych /25.01.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	128,5	3,7	1,4	2,7	1,4	0,8	1,1	5,6	2,4	7,5	39%	57%	40%	11,5%	11,5%	15,6%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	26,5	4,1	3,4	3,1	1,7	1,4	1,3	6,7	5,2	4,6	40%	41%	41%	2,0%	2,8%	3,1%
BHP Billiton	21,3	4,8	3,1	2,9	2,3	1,7	1,6	9,1	5,1	5,1	48%	53%	53%	4,0%	4,5%	5,1%
Freeport-MCMOR	46,1	4,7	4,6	4,6	2,4	2,2	2,2	10,4	9,5	9,6	52%	49%	48%	1,6%	3,3%	2,8%
Rio Tinto	37,1	3,2	2,9	2,9	1,5	1,3	1,3	5,2	4,5	4,4	46%	45%	44%	2,6%	3,3%	3,5%
Southern Peru	36,1	10,5	7,8	7,3	6,0	4,5	4,3	19,4	13,1	12,7	57%	57%	59%	4,5%	6,0%	5,1%
<b>Mediana</b>		<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>9,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>48%</b>	<b>49%</b>	<b>48%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,5%</b>

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

## Wycena spółek budowlanych /25.01.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Budimex	80,9	0,7	4,2	4,8	0,1	0,3	0,3	7,7	8,7	8,6	8%	6%	5%	8,4%	11,2%	5,7%
Elektrobudowa	97,8	6,5	6,2	6,0	0,5	0,5	0,4	10,3	11,7	10,0	8%	7%	7%	3,6%	6,1%	3,0%
Erbud	17,3	4,1	-	4,0	0,1	0,2	0,2	17,9	-	6,3	3%	-	4%	2,9%	1,4%	0,0%
Mostostal Wa-wa	18,7	0,7	6,2	2,7	0,0	0,1	0,1	6,0	20,0	8,1	5%	2%	3%	9,6%	2,9%	1,5%
PBG	76,9	6,0	8,0	5,7	0,7	0,8	0,5	4,9	5,5	5,1	12%	10%	8%	1,8%	1,8%	1,8%
Polimex Mostostal	1,7	4,3	5,7	4,9	0,3	0,3	0,3	7,1	11,3	7,5	7%	5%	6%	2,3%	0,0%	0,0%
Rafako	7,7	4,7	3,0	2,7	0,3	0,2	0,2	12,2	7,7	8,7	6%	8%	7%	3,9%	7,4%	0,0%
Trakcja Tiltra	1,2	-	4,1	3,4	-	0,3	0,2	5,9	3,9	3,5	-	8%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	59,0	4,9	3,3	3,5	2,4	1,6	1,6	30,3	9,1	9,8	48%	50%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	6,2	6,2	8,6	5,1	0,3	0,4	0,4	9,2	10,8	5,1	5%	4%	7%	1,6%	0,0%	0,0%
ZUE	7,3	5,6	4,6	3,7	0,5	0,3	0,3	9,6	7,7	7,3	8%	8%	8%	1,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,5</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	10,1	9,7	8,2	7,2	0,9	0,8	0,7	17,1	15,0	13,0	9%	10%	10%	2,0%	2,9%	3,3%
BILFINGER	69,4	10,4	9,8	9,4	0,6	0,6	0,6	12,4	14,0	12,9	6%	6%	7%	3,4%	4,2%	3,8%
EFFAGE	23,2	8,4	7,9	7,6	1,2	1,1	1,1	8,7	9,2	8,0	14%	14%	15%	5,2%	5,2%	5,2%
HOCHTIEF	50,7	4,7	5,8	3,8	0,3	0,3	0,3	15,2	-	12,2	6%	4%	7%	3,3%	3,0%	5,3%
NCC	136,3	6,9	7,2	5,6	0,3	0,3	0,3	12,1	13,1	9,5	5%	4%	5%	4,6%	6,8%	7,5%
SKANSKA	117,1	6,5	7,1	7,2	0,4	0,4	0,3	13,8	11,9	14,6	5%	5%	5%	5,0%	5,2%	5,3%
STRABAG	22,1	4,0	3,6	3,6	0,2	0,2	0,2	14,5	12,8	12,4	5%	5%	5%	2,3%	2,9%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>12,4</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,2%</b>

## Wycena spółek deweloperskich /25.01.2012/

	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
BBI Development	0,3	8,8	25,1	9,2	0,7	0,6	0,6	13,1	15,7	4,8	42%	24%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	29,4	12,5	9,2	7,4	0,9	0,9	0,8	17,9	10,0	8,4	12%	16%	14%	2,7%	3,0%	6,0%
Echo Investment	3,8	19,4	9,2	6,5	0,9	0,8	0,6	10,9	8,1	3,9	40%	92%	113%	0,0%	0,0%	0,0%
GTC	9,5	15,5	8,2	6,8	0,5	0,4	0,4	11,6	4,4	2,8	66%	127%	159%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	7,7	6,1	14,0	13,6	0,9	0,9	0,8	4,5	16,2	12,8	25%	22%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	19,0	9,6	10,7	13,6	0,8	0,8	0,7	9,4	10,8	10,7	19%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	16,4	21,5	11,0	14,2	0,3	0,3	0,3	7,1	6,3	5,4	28%	31%	22%	5,2%	2,0%	3,2%
Robyng	1,3	14,4	63,3	5,7	0,8	0,8	0,7	10,3	38,3	4,4	17%	9%	25%	0,0%	5,5%	1,0%
<b>Mediana</b>		<b>13,4</b>	<b>10,8</b>	<b>8,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>10,6</b>	<b>10,4</b>	<b>5,1</b>	<b>27%</b>	<b>23%</b>	<b>26%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
CA IMMO INTERNATIONAL	5,6	32,8	29,1	23,7	0,5	0,6	0,6	-	19,3	9,1	43%	45%	48%	0,0%	1,8%	3,8%
CITYCON	2,5	19,4	17,5	16,3	0,7	0,7	0,7	13,7	13,0	12,4	55%	55%	57%	5,3%	5,6%	5,7%
CORIO	35,9	18,0	17,1	16,2	0,8	0,8	0,8	12,6	12,3	11,8	78%	83%	82%	7,4%	7,6%	7,7%
DEUTSCHE EUROSHOP	25,5	21,0	16,1	14,7	1,1	1,0	1,0	18,2	18,7	16,6	87%	87%	87%	4,3%	4,4%	4,6%
HAMMERSON	3,9	19,2	18,8	18,4	1,0	0,8	0,7	19,7	19,7	19,1	80%	77%	77%	4,1%	4,3%	4,4%
KLEPIERRE	23,5	16,8	16,2	15,6	1,1	0,9	1,0	15,0	12,5	12,7	84%	85%	85%	5,3%	5,9%	6,0%
SPARKASSEN IMMO	4,3	19,7	15,8	15,3	0,6	0,6	0,6	59,3	18,4	14,9	47%	48%	48%	0,0%	3,1%	3,5%
UNIBAIL-RODAMCO	145,2	20,3	19,6	19,0	1,1	1,2	1,1	16,1	16,2	15,5	84%	84%	85%	5,5%	5,6%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>19,6</b>	<b>17,3</b>	<b>16,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>16,1</b>	<b>17,3</b>	<b>13,8</b>	<b>79%</b>	<b>80%</b>	<b>80%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,1%</b>

## Wycena spółek sektora elektromaszynowego /25.01.2012/

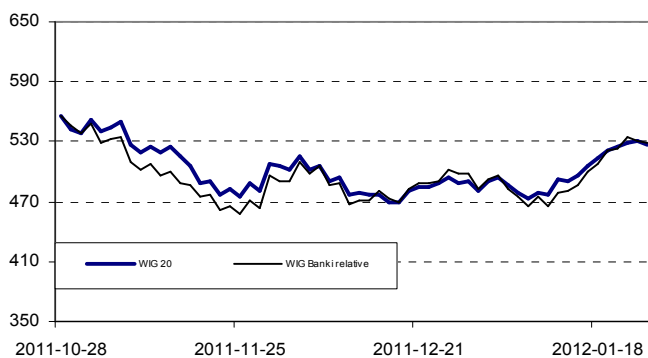
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	3,0	12,3	6,1	5,6	2,2	1,9	1,7	19,7	14,3	11,9	18%	32%	30%	0,0%	6,0%	0,0%
KOPEX	23,3	12,4	8,3	6,8	1,0	1,0	1,0	52,0	12,6	12,1	8%	12%	14%	0,0%	0,0%	0,8%
<b>Mediana</b>		<b>12,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>35,8</b>	<b>13,4</b>	<b>12,0</b>	<b>13%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>0,4%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Atlas Copco	161,2	12,6	10,3	10,2	3,0	2,6	2,5	19,7	15,3	15,2	24%	25%	24%	2,7%	3,0%	3,3%
Caterpillar	92,0	14,9	9,4	7,6	2,1	1,5	1,3	23,0	13,5	10,2	14%	16%	17%	1,9%	1,9%	2,0%
Emeco	1,0	5,1	4,2	3,7	2,1	1,9	1,7	15,5	11,1	9,0	41%	46%	46%	1,4%	7,4%	5,6%
Industrea	1,1	5,1	4,6	3,8	1,7	1,6	1,3	7,3	7,2	5,9	34%	34%	35%	3,3%	3,3%	5,0%
Joy Global	93,0	13,1	9,5	7,5	2,8	2,1	1,8	22,2	15,7	12,6	21%	23%	23%	0,8%	0,8%	0,8%
Sandvik	98,0	9,3	8,5	8,1	1,8	1,5	1,5	17,7	13,9	14,0	19%	18%	18%	2,8%	3,3%	3,8%
<b>Mediana</b>		<b>10,9</b>	<b>8,9</b>	<b>7,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>18,7</b>	<b>13,7</b>	<b>11,4</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,5%</b>

## Wycena spółek sektora papierniczego /25.01.2012/

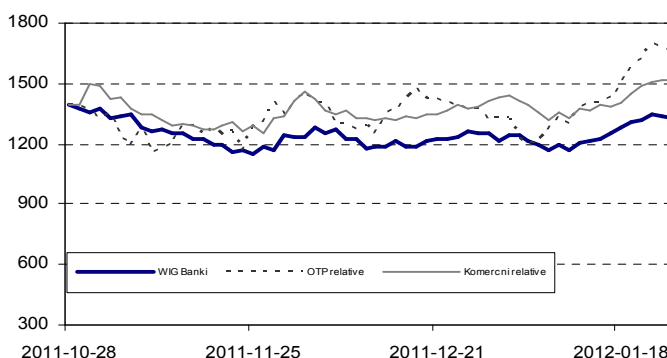
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	60,0	7,2	4,9	6,1	1,5	1,1	1,2	12,0	7,3	8,8	22%	22%	19%	0,0%	0,0%	13,7%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	61,5	4,3	4,1	5,4	0,8	0,7	0,8	9,2	8,5	13,0	18%	18%	15%	4,5%	5,7%	5,4%
Holmen	204,0	9,2	7,0	7,4	1,4	1,2	1,3	23,4	12,9	14,7	15%	18%	17%	3,4%	-	-
INTL Paper	31,3	6,3	5,7	5,6	0,8	0,8	0,8	15,4	10,1	10,4	13%	14%	14%	1,3%	3,2%	3,4%
M-Real	1,9	4,6	8,9	7,0	0,5	0,6	0,7	8,9	-	14,9	12%	6%	9%	0,9%	0,4%	1,6%
Norske Skog	7,2	8,5	6,9	5,9	0,6	0,5	0,5	-	-	-	7%	8%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	1,9	5,3	5,2	5,2	1,5	1,4	1,4	7,8	7,2	7,5	28%	27%	27%	8,5%	7,2%	7,7%
Stora Enso	6,8	6,0	5,8	6,4	0,8	0,7	0,7	9,3	10,6	12,1	13%	12%	11%	3,7%	4,0%	4,3%
Svenska	112,8	7,4	7,9	7,3	1,1	1,1	1,1	12,8	13,4	12,0	15%	14%	15%	3,6%	3,7%	3,9%
UPM-Kymmene	10,2	6,0	6,1	5,9	1,0	0,9	0,8	10,7	10,9	12,2	16%	14%	14%	4,6%	5,5%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>	<b>12,2</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,1%</b>

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

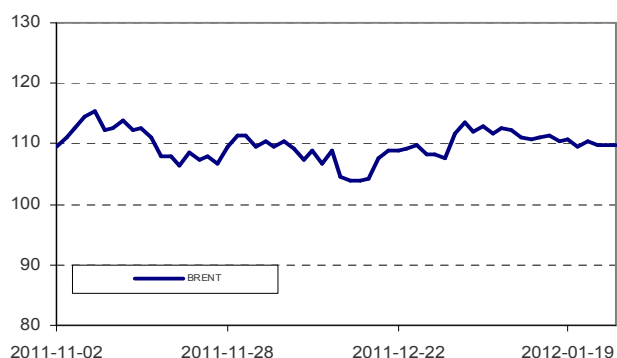
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



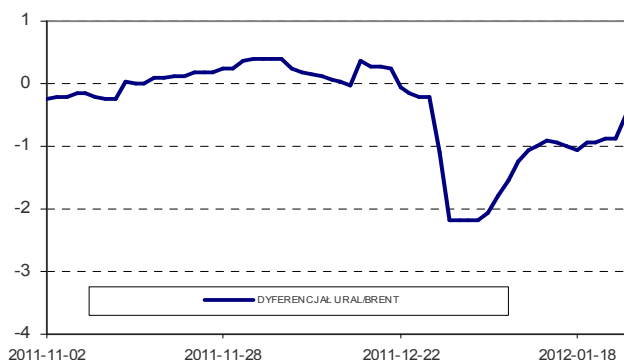
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



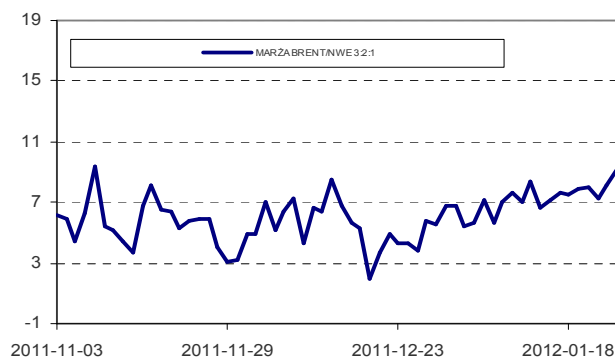
BRENT (USD/brk)



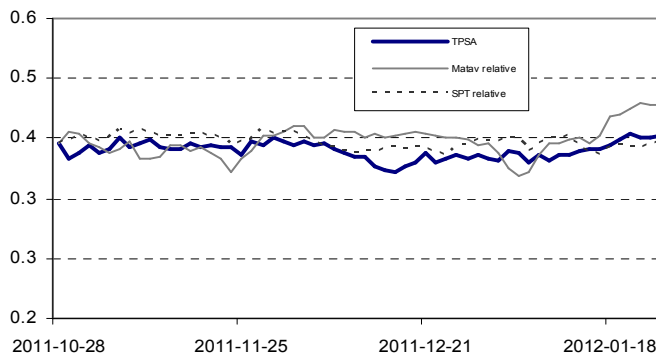
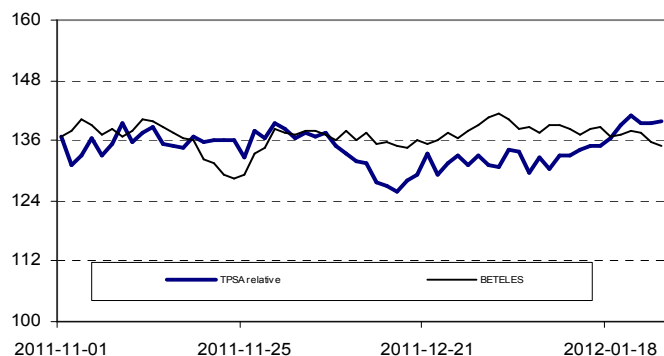
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

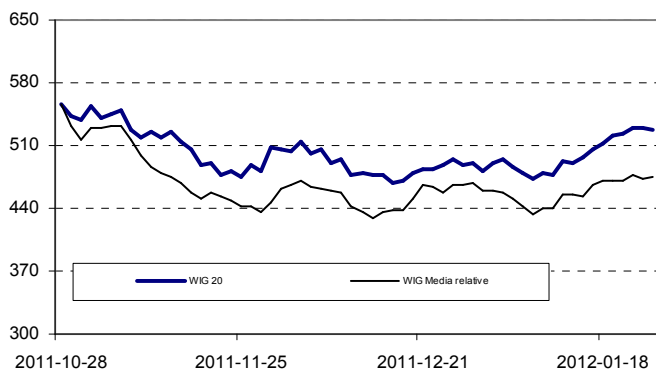


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR) - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

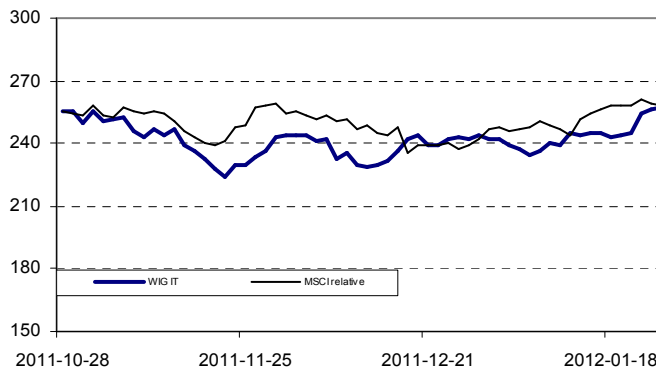


Źródło: Bloomberg

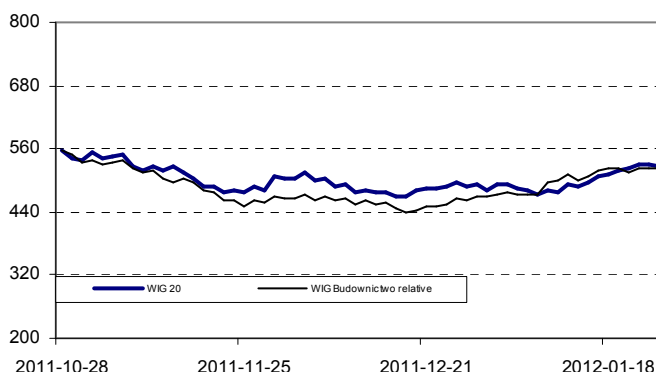
**Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)**



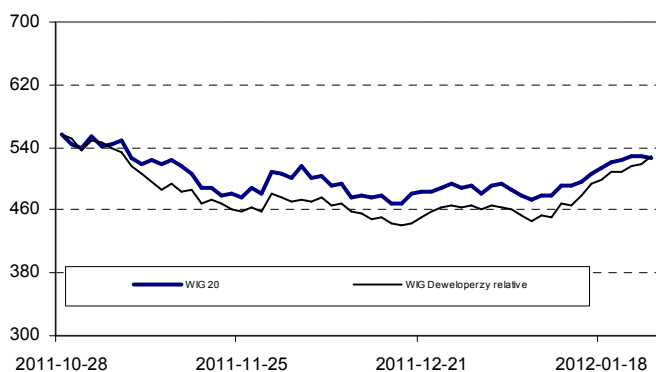
**Indeks WIG IT na tle MSCI**



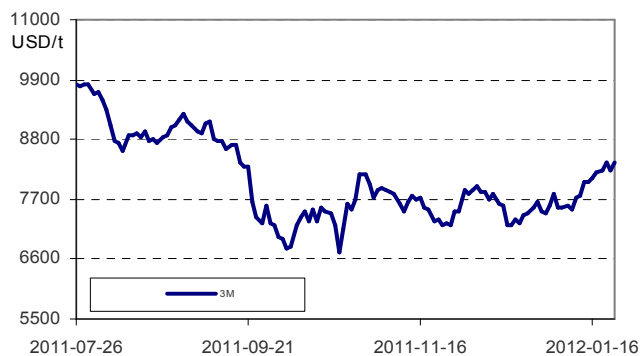
**Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)**



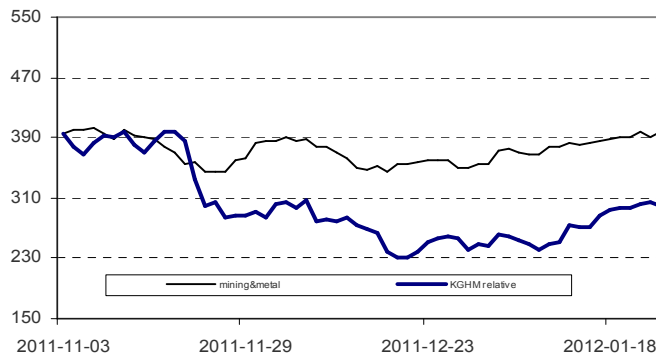
**Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)**



**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

**Departament Analiz:**

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

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

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36  
[gabriela.borowska@dibre.com.pl](mailto:gabriela.borowska@dibre.com.pl)  
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

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

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)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@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  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondí, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondí, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sflinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova.

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

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

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

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