



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	12 632,9	-0,16%	FTSE 100	5 681,6	+0,19%	Miedź (LME)	8 320,0	-1,29%
S&P 500	1 312,4	-0,05%	WIG20	2 332,2	+0,67%	Ropa (Brent)	110,8	+0,27%
NASDAQ	2 813,8	+0,07%	BUX	18 891,1	-0,95%	USD/PLN	3,24	-0,08%
DAX	6 458,9	+0,22%	PX	971,3	+2,48%	EUR/PLN	4,23	-0,53%
CAC 40	3 298,6	+1,01%	PLBonds 10	5,58	-1,43%	EUR/USD	1,31	-0,44%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Kredyt Bank

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

### Santander prowadził rozmowy z „bankiem w Polsce”

Prezes Santander, Emilio Botin, powiedział w trakcie konferencji prasowej, że bank prowadził rozmowy z bankiem w Polsce, nie podając więcej szczegółów. **Uważamy, że rynek zinterpretował powyższą informację, że tym bankiem jest Kredyt Bank. (I. Rokicka)**

### Millennium

Redukuj – z dn. 19.01.12  
Cena docelowa: 3,30 PLN

### Millennium chce utrzymać w 2012 marżę odsetkową płasko R/R

Millennium spodziewa się w 2012 stabilizacji marży odsetkowej (na aktywach odsetkowych) w okolicach 2,5%, czyli na poziomie odnotowanym w 2011. **W naszych prognozach zakładamy, że marża odsetkowa na aktywach odsetkowych pogorszy w 2012 o 10p.b. R/R. Uważamy, że pod presją będzie przede wszystkim koszt finansowania w pierwszej połowie roku. (I. Rokicka)**

### Millennium zakłada na 2012 wzrost w segmencie detalicznym i korporacyjnym

Millennium zakłada, że w 2012 osiągnie wzrost wolumenów zarówno w segmencie detalicznym jak i korporacyjnym. Odnośnie segmentu detalicznego, chce zwiększyć R/R sprzedaż kredytów konsumenckich. W kredytach hipotecznych spodziewa się spadku sprzedaży równego z tempem spadku dla szerokiego rynku, w granicach 20-25% R/R. Odnośnie segmentu korporacyjnego, liczy na wysoką jednocyfrową dynamikę wzrostu. **W naszych prognozach zakładamy, że portfel kredytowy Millennium wzrośnie w 2012 o 2% R/R, po tym jak w 2011 dynamika osiągnęła poziom 12% R/R (lub 4,3% bez efektu rewaluacji).**

### Zarząd spodziewa się kosztu ryzyka w 2012 w granicach 45-60p.b.

Zarząd banku spodziewa się, że koszt ryzyka w 2012 ukształtuje się w granicach 45-60p.b., pod warunkiem, że nie załamię się rynek pracy w Polsce. **W naszych prognozach zakładamy koszt ryzyka na poziomie 70p.b., +25pb.b R/R. Uważamy, że największym obszarem ryzyka jest portfel kredytów hipotecznych, którego koszt ryzyka w 2011 wyniósł jedynie 4-5p.b. (I. Rokicka)**

### Nie ma planów sprzedaży kolejnych portfeli kredytów zagrożonych

Millennium nie planuje w najbliższej przyszłości sprzedaży portfeli kredytów zagrożonych. **Informacja neutralna (I. Rokicka)**

### Pekao

Redukuj – z dn. 19.01.12  
Cena docelowa: 135,0 PLN

### Fitch utrzymał swoje ratingi

Agencja Fitch potwierdziła długoterminowy rating IDR Pekao w walucie obcej na poziomie "A-" z perspektywa stabilną, utrzymując jednocześnie krótkoterminowy rating banku w walucie obcej na poziomie "F2". Rating wsparcia został potwierdzony na poziomie "2". **Informacja neutralna. (I. Rokicka)**

### ASBIS

Kupuj – z dn. 23.01.12  
Cena docelowa: 2,47 PLN

### Szacunki wyników 4Q2011

ASBIS oczekuje, że jego zysk netto w 2011 roku może przekroczyć opublikowaną wcześniej prognozę, która zakładała wynik w przedziale między 3 mln USD a 4,5 mln USD. Według wstępnych danych, zysk netto spółki za 2011 rok może wynieść ponad 5 mln USD. Zgodnie ze wstępnymi wyliczeniami zysk netto osiągnięty przez Asbis w IV kwartale 2011 roku mógł przekroczyć 7,6 mln USD, co pozytywnie wpłynęłoby na poziom wyniku netto za cały 2011 rok, powodując przekroczenie prognozy. **Oczekiwaliśmy, że 4Q2011 będzie dla spółki okresem bardzo dobrych wyników, głównie dzięki wysokim marżom realizowanym na dyskach twardych. Skala zysku osiągnięta w ostatnich trzech miesiącach roku przekracza jednak**

istotnie nasze wcześniejsze szacunki. Pierwsza połowa 2012 roku również powinna przynieść rozszerzone marże na działalności z uwagi na wyższe rentowności sprzedaży zysków, co wspierać będzie wyniki 2012 roku. Spodziewamy się pozytywnej reakcji rynku na te informacje. (P. Grzybowski)

**Budimex**

Akumuluj - z dn. 23.01.12  
Cena docelowa: 87,3 PLN

**Kontrakt za 173 mln PLN**

Budimex podpisał kontrakt ze spółką Powiśle Park na budowę zespołu biurowo-handlowo-mieszkańcowego w Warszawie. Wartość oferty to 173 mln PLN (3,3% prognozowanych przychodów Budimexu w 2012 roku). Prace zakończą się w lutym 2014 roku. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami – Budimex w połowie stycznia 2012 informował o wyborze oferty spółki przez inwestora. (M. Stokłosa)**

**Erbud**

Rekomendacja utajniona  
do dnia 01.02.12 \*\*\*

**Kontrakt za 93,4 mln PLN**

Erbud podpisał umowę ze spółką Durham (Grupa Hines) na budowę budynków wielorodzinnych w Krakowie. Wartość kontrakt tu 93,4 mln PLN (6,8% prognozowanych przychodów Erbudu na rok 2012). Realizacja prac zakończy się w październiku 2013. Kontrakt jest podzielony na dwie części, z których realizacja stanu surowego za 20,2 mln PLN rozpocznie się od razu, zaś realizacja pozostałej części prac ma charakter warunkowy. **Warunkowy charakter części kontraktu prawdopodobnie wynika z tego, że deweloper ciągle stara się o finansowanie bankowe, a część prac finansuje ze środków własnych. Niemniej, podpisanie kontraktu to wiadomość pozytywna. Realizacja całego kontraktu podwyższa wypełnienie tegorocznego portfela zamówień Erbudu z 76% do 81%. Na tle innych spółek budowlanych portfel Erbudu jest już w porównywalnym stopniu zapełniony. (M. Stokłosa)**

**Gino Rossi****Zgoda na emisję z prawem poboru**

Akcjonariusze przegłosowali uchwałę o emisji ponad 15,9 mln akcji. Nadal są dwa warianty pozyskania finansowania dla spółki: (i) sprzedaż Simple oraz (ii) emisja akcji. Gino Rossi ma około 40 mln PLN kredytów. Na rozwój spółka potrzebuje 7-10 mln PLN, pozostałe środki będą przeznaczone na spłatę długów. (G. Borowska)

**Pozostałe wiadomości ze spółek****Banki**

Perspektywa polskiego sektora bankowego pozostaje stabilna. Agencja Fitch ocenia, że perspektywa polskiego sektora bankowego pozostaje stabilna, jednak wpływ na ratingi długoterminowe banków mają ratingi ich właścicieli, a te raczej nie będą rosły. W przypadku zaostrożenia kryzysu w eurolandzie pod presją będą również ratingi viability.

Banki utrzymują wysokie oprocentowanie depozytów. Banki utrzymują oprocentowanie depozytów na wysokich poziomach, oprocentowanie lokat o terminach do 3 miesięcy wzrosło do 5,4 proc. w grudniu z 5,2 proc. w listopadzie, a oprocentowanie lokat dla firm o terminie powyżej 12 miesięcy do 5,1 proc. z 4,7 proc.

**BZ WBK**

BZ WBK spodziewa się w '12 wzrostu wskaźnika rezerw do portfela kredytowego do ok. 110 pb.

BZ WBK planuje na 2012 rok zdecydowanie wyższy wzrost zyskowności niż na rynku. BZ WBK planuje na 2012 rok zdecydowanie wyższy wzrost zyskowności niż średnia na rynku. Bank liczy na około 15 proc. wzrost portfela kredytów hipotecyjnych i konsumpcyjnych.

BZ WBK nie zdecydował o podziale zysku, ale ocenia, że spełnia wymogi KNF.

BZ WBK liczy na wzrost zysku netto w 2012 r. wobec 1,18 mld zł w ub. Roku. Bank Zachodni WBK spodziewa się, że jego zysk netto za ten rok będzie wyższy od ubiegłorocznego, który sięgnął 1,18 mld zł. Bank zamierza utrzymać wysokie tempo przyrostu akcji kredytowej we wszystkich obszarach.

Zysk netto grupy BZ WBK w IV kw. '11 wyniósł 198,4 mln zł, wobec konsensusu 207 mln zł. Zysk banku okazał się zbliżony do oczekiwań rynku, który spodziewał się, że wyniesie on 207 mln zł.

**Cognor**

W 2011 r. polska gospodarka zużyła ok. 11 mln ton stali. Polska gospodarka zużyła w ubiegłym roku ok. 11 mln ton stali. To prawie 11 proc. więcej niż rok wcześniej, ale wciąż o milion ton mniej niż w rekordowym pod tym względem 2007 r. W 2012 r. zużycie może wzrosnąć do 11,25-11,6 mln t.

**DSS**

Boegl&Krysl przejął część prac, wykonywanych dotychczas przez DSS, na odcinku C autostrady A2. Firma Boegl&Krysl przejęła część robót, wykonywanych dotychczas przez Dolnośląskie Surowce Skalne, przy budowie odcinka C autostrady A2.

**IDM SA**

DM IDMSA może nabyć pakiety kontrolne w PTE i ubezpieczyciela w 2012 r. Prezes ocenia, że spółka jest przygotowana finansowo na akwizycje i może przeznaczyć na ten cel nawet kilkaset milionów złotych.

**KGHM, Górnictwo**

Raczej nierealne, by podatek od kopalin wszedł w życie 1 marca 2012 r.

- Lotos** Lotos przeznaczy 10 mln litów na poszukiwania gazu łupkowego na Litwie. Grupa Lotos zamierza wstępnie zainwestować 10 mln litów (ponad 12 mln zł) na poszukiwanie gazu łupkowego na Litwie i nie wyklucza w przyszłości możliwości zwiększenia tych inwestycji. Lotos chciałby kupować kaspijską ropę naftową za pośrednictwem rurociągu Odessa-Brody-Gdańsk. Gdańska rafineria poinformowała we wtorek "DGP", że sama jest w stanie zagospodarować ok. 3 mln t ropy typu Azeri Light. Koncern nie wyklucza jednak, że mógłby kupić znacznie więcej ropy, aby ją dalej sprzedawać.
- PGNiG** Rada nadzorcza PGNiG ogłasza konkurs na prezesa i dwóch wiceprezesów. Oferty można składać do 17 lutego. Ich otwarcie nastąpi 20 lutego. PGNiG uzależnia wydatki na szukanie gazu łupkowego od taryfy na gaz. PGNiG może zwiększyć kwotę przeznaczoną w tym roku na poszukiwania gazu łupkowego powyżej wcześniej planowanych 200 mln zł, ale decyzja o tym będzie zależeć od wprowadzenia nowej taryfy na gaz. PGNiG Energia rozpoczęła handel energią i uprawnieniami do emisji CO<sub>2</sub> na TGE. Przy temperaturze minus kilkanaście stopni PGNiG może tracić nawet 10 mln zł dziennie z powodu braku nowej taryfy.
- PKN** PKN Orlen zawarł z Gunvor umowę o wartości netto ok. 80 mln USD. PKN Orlen zawarł z Gunvor umowę na dostawę ropy naftowej do AB Orlen Lietuva. Szacunkowa wartość netto umowy wynosi ok. 80 mln USD, czyli ok. 257 mln zł wg kursu średniego NBP dla PLN/USD z 31 stycznia 2012 roku. PKN Orlen nabędzie zapasy ropy za 1,198 mld zł. W związku z wygaśnięciem 31 stycznia 2012 roku umowy dot. gromadzenia i utrzymywania zapasów obowiązkowych ropy naftowej zawartej przez Polski Koncern Naftowy Orlen ze spółką Maury Sp. z o.o., PKN Orlen nabędzie od niej zapasy ropy za 374 mln USD, tj. 1,198 mld zł wg kursu średniego NBP dla USD/PLN z 31 stycznia 2012 r.
- Ropa & Gaz** Obecnie wydobycie gazu łupkowego na szelfie bałtyckim nieopłacalne. Morskie koncesje na poszukiwanie niekonwencjonalnego gazu ma Lotos.
- Selena FM** Selena FM SA skupi nie więcej niż 2 mln akcji własnych za kwotę do 8 mln zł.
- Stalprodukt** Stalprodukt złożył wiążącą ofertę na zakup ZGH Bolesław. Oferta Stalproduktu dotyczy kupna 10.961.600 akcji, stanowiących 86,92 proc. kapitału Zakładów Górniczo-Hutniczych Bolesław. Spółka obecnie w całości jest własnością Skarbu Państwa.
- Telekomunikacja** Ustępująca prezes UKE ocenia, że rynek telekomunikacyjny będzie rósł w najbliższych latach. Anna Streżyńska przypomina, że od 1 stycznia 2013 roku zostanie wprowadzona pełna symetria stawek MTR dla operatorów komórkowych, a na rynku stacjonarnego internetu można spodziewać się wzrostu konkurencji między TP a operatorami kablowymi.
- TPSA** UKE przedłuża termin inwestycji TP w szerokopasmowy internet, a TP zwiększy przepustowość. Zgodnie z porozumieniem 220.000 z 340.795 linii pozostających do realizacji w Porozumieniu będzie o prędkości co najmniej 30 Mb/s, a termin wykonania 220.000 linii został wydłużony do marca 2013 roku.
- Ventage Develop.** KNF zatwierdziła prospekt emisyjny Vantage Development.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

- Ferrum** Spółka nabyła 31 stycznia 8716 akcji własnych po średniej cenie 9,39 PLN za akcję.
- IDM SA** Warsaw Equity Investments nabył kupił 9,99 proc. udziałów w DM IDM SA. Przed zwiększeniem udziału Warsaw Equity Investments nie posiadał żadnych akcji DM IDM SA.
- Marvipol** Spółka nabyła 31 stycznia 195 akcji własnych po średniej cenie 9,60 PLN za akcję.

## Kalendarium spółek

### Poniedziałek /06.02.12/

BANK HANDLOWY  
ECHO INVESTMENT

Publikacja wyników za 4Q2011 r.  
Publikacja wyników za 4Q2011 r.

## Kalendarium makro

## Środa /01.02.12/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
2:30	Chiny	Indeks PMI przemysłu	Styczeń		48,7
8:00	UK	Nationwide Indeks cen nieruchomości	Styczeń		48,8
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	49,55	49,6
13:00	USA	Wnioski o kredyt hipoteczny	Tydzień		-5,0%
14:15	USA	ADP Raport o zmianie zatrudnienia	Styczeń	190 tys.	325 tys.
16:00	USA	Wydatki inwestycji budowlanych	Grudzień	0,5%	1,2%
16:00	USA	Indeks ISM przemysłu	Styczeń	54,4	53,9
16:30	USA	Zapasy ropy Crude	Tydzień		334,8 mln

## Czwartek /02.02.12/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
0:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w obligacje japońskie	Tydzień		-363,0 mld
0:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w akcje japońskie	Tydzień		176,6 mld
0:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne obligacje	Tydzień		76,1 mld
0:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne akcje	Tydzień		27,25 mld
3:30	Chiny	Indeks PMI przemysłu	Styczeń		48,7
11:00	UE	Inflacja PPI	Grudzień	-0,2% m/m; 4,2% r/r	0,2% m/m; 5,3% r/r
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni	Tydzień		377 tys.
14:30	USA	Wydajność pracy w sektorze pozarolniczym	4 kw.	0,8% m/m	2,3% m/m; 0,9% r/r
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	4 kw.	0,7% m/m	-2,5% m/m; 0,4% r/r
16:30	USA	Zapasy gazu ziemnego	Tydzień		3098 mld

## Piątek /03.02.12/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
1:15	Japonia	Indeks PMI usług	Styczeń		50,4
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna	Grudzień		12,6% r/r
10:30	UK	Rezerwy walutowe	Styczeń		43,62 mld
10:30	UK	Indeks PMI usług	Styczeń		54
11:00	UE	Sprzedaż detaliczna	Grudzień		-0,8% m/m; -2,5% r/r
14:30	USA	Średnia płaca godzinowa	Styczeń		19,54
14:30	USA	Średnia tygodniowa liczba godzin pracy	Styczeń		33,7
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w przemyśle	Styczeń		23 tys. m/m
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	Styczeń		200 tys. m/m
14:30	USA	Stopa bezrobocia	Styczeń		8,5%
16:00	USA	Indeks ISM dla branż poza przemysłowych	Styczeń		52,6

## Wtorek /07.02.12/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
8:00	Niemcy	Sprzedaż detaliczna	Grudzień		0,9% m/m; 0,8% r/r
8:45	Francja	Eksport	Grudzień		37,43 mld
8:45	Francja	Import	Grudzień		41,84 mld
8:45	Francja	Bilans handlu zagranicznego	Grudzień		-4,41 mld
12:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa	Grudzień		-0,6% m/m; 3,6% r/r
21:00	USA	Kredyt konsumencki	Grudzień		20,4 mld
	Japonia	Indeks wskaźników wyprzedzających	Grudzień		93,2



## 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	Trzy maj	2012-01-23	1,56	1,55	1,84	-15,8%	4,6	15,2		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-01-19	73,95	72,00	74,80	-3,7%	13,9	13,4		
ING BSK	Trzy maj	2012-01-19	80,70	80,00	82,20	-2,7%	12,1	12,4		
KREDYT BANK	Redukuj	2012-01-19	9,61	9,10	11,00	-17,3%	9,2	13,2		
MILLENNIUM	Redukuj	2012-01-19	3,82	3,30	4,20	-21,4%	11,0	13,6		
PEKAO	Redukuj	2012-01-19	145,90	135,00	157,60	-14,3%	14,4	15,1		
PKO BP	Akumuluj	2012-01-19	32,89	35,00	34,85	0,4%	11,6	12,9		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Akumuluj	2012-01-23	327,00	345,00	334,10	3,3%	12,0	12,3		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	42,38	25,1%	11,1	9,6		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Kupuj	2012-01-16	17,35	21,50	19,48	10,4%	74,0	14,3	5,5	5,2
LOTOS	Trzy maj	2012-01-16	21,80	21,60	26,10	-17,2%	4,7	8,1	6,0	8,1
PGNiG	Redukuj	2012-01-16	4,04	3,69	3,89	-5,1%	17,9	23,7	9,1	7,9
PKN ORLEN	Trzy maj	2011-11-17	39,25	39,00	36,72	6,2%	3,8	13,1	3,8	6,2
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9,62	10,00	10,44	-4,2%	3,3	10,3	3,1	5,9
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2011-09-26	85,00	85,54	93,15	-8,2%	10,0	9,9	5,5	5,1
<b>Energetyka</b>										
CEZ	Redukuj	2012-01-05	140,00	124,90	130,00	-3,9%	10,9	9,5	7,1	6,7
ENEA	Akumuluj	2011-11-04	17,77	21,24	18,05	17,7%	10,6	9,0	3,6	3,6
PGE	Akumuluj	2012-01-02	20,70	23,07	20,49	12,6%	6,5	8,6	4,5	4,5
TAURON	Kupuj	2012-01-02	5,35	7,44	5,40	37,8%	7,4	7,0	4,4	4,1
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	Trzy maj	2012-01-23	5,66	5,70	5,67	0,5%	20,2	15,9	4,7	4,3
TPSA	Trzy maj	2012-01-23	17,90	17,40	17,30	0,6%	11,9	19,2	4,2	5,0
<b>Media</b>										
AGORA	Kupuj	2012-01-23	10,66	15,30	12,00	27,5%	10,7	12,0	3,1	3,0
CINEMA CITY	Kupuj	2011-10-21	26,80	33,50	30,85	8,6%	16,8	12,9	8,1	6,6
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15,35	14,80	13,18	12,3%	14,2	11,5	9,7	7,6
TVN	Trzy maj	2011-12-05	10,13	10,30	11,25	-8,4%	-	13,5	10,0	8,5
<b>IT</b>										
AB	Akumuluj	2012-01-23	20,20	22,50	23,49	-4,2%	9,7	8,4	7,5	6,8
ACTION	Trzy maj	2012-01-23	19,89	18,10	21,10	-14,2%	9,1	10,0	6,7	6,8
ASBIS	Kupuj	2012-01-23	2,05	2,47	2,38	3,8%	21,8	6,9	6,1	4,7
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	46,81	38,9%	9,3	8,6	5,6	5,2
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	62,25	-26,3%	25,2	15,6	10,1	7,0
SYGNITY	Kupuj	2012-01-23	18,59	20,80	19,25	8,1%	60,1	12,9	6,3	5,0
<b>Górnictwo i Metale</b>										
JSW	Kupuj	2012-01-23	99,00	127,00	106,00	19,8%	7,2	5,4	3,2	2,2
KGHM	Kupuj	2012-01-23	129,90	151,50	139,60	8,5%	2,6	8,1	1,6	3,0
LW BOGDANKA	Kupuj	2012-01-23	109,90	132,00	123,80	6,6%	26,8	12,2	11,7	6,1
<b>Przemysł</b>										
ASTARTA	Trzy maj	2011-12-29	51,50	53,90	57,25	-5,9%	2,8	3,8	3,7	4,5
BORYSZEW	Trzy maj	2012-01-04	0,67	0,65	0,75	-13,3%	13,3	18,7	8,0	8,9
CEDC	Trzy maj	2012-01-23	13,10	13,80	13,09	5,4%	3,7	3,6	7,5	6,4
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-11-15	9,65	15,00	10,10	48,5%	9,8	8,6	6,4	5,5
FAMUR	Kupuj	2011-11-28	2,50	3,20	3,10	3,2%	14,8	12,3	6,3	5,8
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-01-19	3,46	5,70	3,88	46,9%	7,7	9,7	5,9	6,3
KERNEL	Redukuj	2012-01-10	71,00	61,10	68,50	-10,8%	6,4	5,7	5,4	4,4
KĘTY	Kupuj	2011-11-07	101,00	136,70	107,00	27,8%	9,5	8,9	5,9	5,6
KOPEX	Akumuluj	2012-01-23	21,30	22,50	23,58	-4,6%	12,8	12,3	8,4	6,8
MONDI	Kupuj	2012-01-23	58,30	77,00	61,60	25,0%	7,5	9,1	5,1	6,2
ROVESE	Kupuj	2011-12-29	4,02	6,00	5,46	9,9%	18,7	13,0	8,2	6,9
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Akumuluj	2012-01-23	79,00	87,30	85,00	2,7%	9,1	9,0	4,6	5,1
ELEKTROBUDOWA	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	99,55	-	-	-	-	-
ERBUD	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	18,61	-	-	-	-	-
MOSTOSTAL WAR.	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	19,44	-	-	-	-	-
PBG	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	82,00	-	-	-	-	-
POLIMEX MOSTOSTAL	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	1,80	-	-	-	-	-
RAFAKO	Kupuj	2012-01-23	7,63	11,00	7,90	39,2%	7,9	9,0	3,2	2,9
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	1,30	-	-	-	-	-
ULMA CP	Akumuluj	2012-01-23	60,70	69,30	58,00	19,5%	8,9	9,6	3,3	3,4
UNIBEP	Kupuj	2012-01-23	6,04	7,00	6,22	12,5%	10,8	5,2	8,6	5,1
ZUE	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	7,21	-	-	-	-	-
<b>Deweloperzy</b>										
BBI DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	0,32	0,34	0,32	6,3%	16,8	5,1	25,9	9,4
DOM DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	29,50	31,40	33,53	-6,4%	11,4	9,6	10,3	8,3
ECHO	Kupuj	2012-01-24	3,75	4,70	3,95	19,0%	8,4	4,0	9,3	6,6
GTC	Trzy maj	2012-01-24	9,00	9,40	10,58	-11,2%	4,9	3,1	8,5	7,0
J.W.C.	Redukuj	2012-01-23	7,15	6,10	7,60	-19,7%	16,0	12,7	14,0	13,6
PA NOVA	Kupuj	2012-01-23	19,23	25,80	19,50	32,3%	11,1	10,9	10,8	13,8
POLNORD	Trzy maj	2012-01-23	15,10	15,70	16,97	-7,5%	6,6	5,5	11,1	14,3
ROBYG	Akumuluj	2012-01-23	1,22	1,43	1,21	18,2%	36,5	4,2	62,0	5,6
<b>Handel</b>										
EUROCASH	Kupuj	2012-01-20	29,40	37,40	29,99	24,7%	30,2	24,0	16,1	13,4
LPP	Kupuj	2012-01-23	2017,50	2300,00	2017,00	14,0%	16,0	13,5	9,7	8,4
NFI EMF	Trzy maj	2011-12-29	8,34	8,80	9,40	-6,4%	14,6	18,8	6,7	6,1
NG2	Kupuj	2011-12-29	46,50	54,00	49,89	8,2%	14,7	13,3	11,0	9,6
VISTULA	Trzy maj	2011-11-21	0,86	0,90	1,14	-21,1%	-	18,5	9,7	8,2

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /31.01.2012/**

	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	1,84	9,8	4,6	15,2	14%	24%	6%	1,2	1,0	0,9	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	74,8	12,9	13,9	13,4	12%	11%	11%	1,5	1,5	1,4	5,0%	7,6%	3,6%
ING BSK	82,2	14,2	12,1	12,4	14%	15%	13%	1,9	1,7	1,5	0,0%	1,8%	0,8%
Kredyt Bank	11,0	16,1	9,2	13,2	7%	11%	7%	1,1	1,0	0,9	0,0%	3,4%	0,0%
Millennium	4,2	14,9	11,0	13,6	9%	11%	8%	1,2	1,1	1,0	0,0%	2,4%	0,0%
Pekao	157,6	16,4	14,4	15,1	13%	14%	12%	2,0	1,9	1,8	1,8%	4,3%	3,5%
PKO BP	34,9	13,5	11,6	12,9	15%	17%	14%	2,0	1,9	1,8	5,5%	5,7%	4,3%
<b>Mediana</b>		<b>14,2</b>	<b>11,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,4%</b>	<b>0,8%</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	14,1%	3,0%	3,0%
Citigroup	30,7	7,8	7,9	7,1	8%	7%	7%	0,5	0,5	0,5	0,0%	0,1%	1,1%
Commerzbank	1,8	2,1	13,4	6,3	13%	3%	6%	0,3	0,4	0,4	0,0%	0,0%	0,8%
ING	7,0	6,7	4,9	5,2	10%	13%	11%	0,7	0,6	0,6	0,0%	0,0%	3,2%
KBC	14,5	3,1	4,3	3,1	15%	8%	14%	0,5	0,5	0,4	5,3%	2,4%	4,0%
UCI	3,8	4,6	-	3,6	2%	-	4%	0,1	0,1	0,1	8,0%	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>3,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	3,3	7,8	11,2	11,8	6%	6%	5%	0,5	0,6	0,6	6,7%	5,2%	5,0%
Deutsche Bank	32,4	6,2	6,6	6,3	7%	9%	9%	0,6	0,6	0,5	2,3%	2,4%	2,5%
Erste Bank	16,8	7,2	39,6	7,2	8%	-	8%	0,5	0,6	0,6	3,7%	0,0%	2,6%
Komercni B.	3699,0	10,9	12,3	10,7	18%	15%	17%	1,9	1,8	1,7	5,5%	5,8%	6,7%
OTP	4013,0	8,7	9,5	7,5	10%	9%	11%	0,8	0,8	0,7	2,9%	2,8%	4,5%
Santander	6,0	6,1	7,0	6,8	12%	10%	11%	0,7	0,7	0,7	9,7%	9,9%	9,6%
Turkiye Garanti B.	6,4	8,3	8,8	8,5	22%	18%	16%	1,7	1,5	1,3	2,1%	2,1%	2,2%
Turkiye Halk B.	11,7	7,4	7,4	7,3	30%	25%	21%	2,0	1,7	1,4	2,9%	2,7%	3,1%
Sbierbank	3,0	12,9	6,4	6,6	18%	27%	22%	2,2	1,6	1,3	0,7%	2,2%	2,5%
VTB Bank	4,7	14,8	7,7	7,8	10,7%	15%	13%	1,4	1,1	1,0	1,0%	1,2%	1,3%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>	<b>11%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,8%</b>

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /31.01.2012/**


	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	334,1	11,8	12,0	12,3	20%	19%	18%	2,3	2,2	2,2	47,5%	7,8%	7,5%
<b>ZAGRANICZNE SPOŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	33,0	10,9	10,3	9,5	9%	10%	9%	1,0	1,0	0,9	3,0%	3,3%	3,7%
Uniq	11,1	22,6	-	11,5	5%	-	12%	1,1	1,4	1,3	3,1%	0,3%	3,5%
Aegon	3,7	4,4	8,4	6,3	10%	4%	6%	0,4	0,4	0,4	0,0%	2,8%	5,5%
Allianz	84,7	7,5	10,6	7,3	12%	8%	11%	0,9	0,9	0,8	5,4%	5,1%	5,5%
Aviva	3,5	5,6	6,9	6,1	16%	12%	13%	0,8	0,8	0,8	7,3%	7,7%	8,1%
AXA	11,6	7,4	5,9	5,8	8%	11%	11%	0,6	0,6	0,5	5,9%	6,2%	6,9%
Baloise	70,6	7,7	17,5	7,5	11%	6%	11%	0,8	0,8	0,8	6,6%	6,2%	6,6%
Generali	57,2	8,0	7,6	7,3	9%	9%	10%	0,8	0,8	0,7	4,6%	6,7%	6,9%
Helvetia	309,0	7,9	8,8	7,3	11%	10%	11%	0,8	0,8	0,8	5,0%	5,4%	5,7%
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	9,7	7,4	7,1	12%	15%	14%	1,0	1,0	0,9	8,2%	8,9%	9,2%
Zurich Financial	221,0	8,8	8,2	7,6	12%	12%	12%	1,0	1,0	1,0	7,7%	8,1%	8,2%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>7,3</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,4%</b>

**Wycena spółek paliwowych /31.01.2012/**


	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	26,1	6,4	6,0	8,1	0,5	0,4	0,3	5,0	4,7	8,1	7%	6%	4%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	36,7	4,7	3,8	6,2	0,3	0,2	0,2	6,6	3,8	13,1	7%	6%	4%	0,0%	0,0%	8,0%
MOL	18800,0	6,1	5,2	4,8	0,8	0,6	0,7	10,4	7,7	7,4	13%	12%	14%	2,7%	3,6%	4,5%
OMV	25,1	3,6	3,5	3,1	0,6	0,5	0,5	6,3	7,4	6,3	18%	13%	15%	4,1%	4,1%	4,3%
Hellenic Petroleum	5,8	8,3	9,2	6,7	0,5	0,4	0,4	9,9	10,5	6,7	6%	5%	5%	6,9%	7,7%	8,1%
Tupras	40,5	6,7	4,9	5,4	0,4	0,2	0,2	12,0	9,4	9,0	5%	5%	4%	6,4%	7,9%	8,3%
Unipetrol	172,0	6,0	7,3	5,9	0,4	0,3	0,3	25,9	37,5	19,2	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>9,9</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,5%</b>
<b>SPOŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,9	5,4	9,1	7,9	1,1	1,1	1,1	9,4	17,9	23,7	21%	12%	15%	0,6%	3,1%	2,2%
Gazprom	184,0	4,0	2,8	2,9	1,6	1,1	1,1	4,9	3,3	3,6	40%	41%	38%	1,4%	3,1%	3,5%
GDF Suez	20,8	6,1	5,5	5,1	1,1	1,0	1,0	10,6	12,5	11,3	18%	18%	19%	7,4%	7,4%	7,6%
Gas Natural SDG	12,5	7,1	7,0	6,7	1,8	1,6	1,6	9,7	9,9	9,2	25%	23%	23%	6,4%	6,5%	7,0%
<b>Mediana</b>		<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>9,5</b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,3%</b>

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


## Wycena spółek energetycznych /31.01.2012/

	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	130,0	6,4	7,1	6,7	2,8	2,9	2,8	8,9	10,9	9,5	45%	41%	42%	6,7%	6,4%	5,5%
ENEA	18,1	3,8	3,6	3,6	0,7	0,6	0,6	12,5	10,6	9,0	17%	16%	17%	2,1%	2,3%	2,7%
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	5,4	3,6	4,4	4,1	0,6	0,6	0,6	11,0	7,4	7,0	18%	14%	14%	0,1%	2,7%	4,1%
E.ON	16,3	5,0	7,2	6,2	0,8	0,7	0,7	6,1	13,1	9,9	16%	10%	11%	9,1%	6,1%	6,7%
EDF	17,6	4,7	5,2	4,8	1,2	1,2	1,1	9,5	9,7	8,4	26%	23%	24%	6,5%	6,6%	6,9%
Endesa	15,0	4,9	5,1	5,0	1,4	1,2	1,1	7,0	7,4	7,2	28%	23%	23%	7,1%	6,8%	7,0%
ENEL SpA	3,1	5,4	5,3	5,3	1,3	1,2	1,2	6,9	7,1	6,9	25%	23%	23%	8,7%	8,4%	8,7%
Fortum	16,8	8,6	7,9	8,2	3,5	3,3	3,3	10,5	10,9	10,7	41%	42%	40%	6,0%	6,1%	6,0%
Iberdrola	4,5	7,7	7,3	6,8	2,1	1,9	1,8	8,8	9,0	8,5	28%	25%	26%	7,3%	7,4%	7,7%
RWE AG	29,2	3,7	4,5	4,2	0,7	0,7	0,7	4,2	6,9	6,9	19%	16%	17%	12,0%	7,2%	7,3%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>26%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,9%</b>

## Wycena spółek nawozowych i chemicznych /31.01.2012/

	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	10,4	12,7	3,1	5,9	0,5	0,4	0,4	28,5	3,3	10,3	4%	12%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	93,2	3,9	5,5	5,1	0,6	0,5	0,5	6,0	10,0	9,9	15%	10%	10%	1,1%	5,0%	5,0%
Acron	42,4	9,2	4,3	4,9	2,0	1,4	1,4	12,7	5,5	6,9	22%	32%	28%	1,9%	7,6%	3,3%
Agrium	61,0	7,5	4,1	4,1	1,0	0,7	0,6	12,6	6,5	6,5	14%	16%	16%	0,2%	0,2%	0,4%
DSM	39,2	3,4	3,6	3,6	1,4	1,4	1,4	34,2	31,9	31,4	41%	40%	40%	2,0%	2,2%	2,3%
K+S	36,5	8,1	6,2	5,9	1,5	1,4	1,4	16,4	10,4	9,6	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	236,1	7,4	5,0	5,6	1,2	1,0	1,0	11,2	6,7	7,4	16%	20%	18%	2,5%	2,7%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>14,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,9</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,0%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	19,5	5,3	5,5	5,2	0,5	0,5	0,5	26,6	-	14,3	10%	8%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	39,8	5,7	6,0	5,9	0,8	0,7	0,7	12,0	13,1	12,4	14%	12%	12%	3,6%	3,6%	3,8%
BASF	58,8	6,1	5,9	6,3	1,1	0,9	1,0	10,7	9,2	10,7	18%	16%	16%	3,6%	4,0%	4,1%
Croda	19,4	12,5	10,5	10,0	2,9	2,7	2,6	21,2	16,4	15,3	23%	25%	26%	1,8%	2,7%	3,0%
Dow Chemical	33,5	8,3	7,4	7,3	1,1	1,0	1,0	18,0	12,8	12,0	14%	14%	13%	1,8%	2,7%	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	3,7	6,4	5,0	4,8	1,5	1,3	1,2	14,1	9,0	9,1	23%	25%	24%	1,0%	1,4%	2,2%
Soda Sanayii	3,3	7,3	4,6	5,0	1,3	1,1	1,0	12,4	6,3	7,6	18%	23%	20%	-	3,4%	4,8%
Solvay	75,4	4,2	3,3	2,3	0,6	0,5	0,3	24,1	15,3	11,4	14%	16%	15%	4,0%	3,8%	4,1%
Tata Chemicals	341,4	7,6	7,4	6,0	1,4	1,2	1,1	12,1	11,7	10,0	19%	17%	18%	2,5%	2,6%	3,1%
Tessenderlo Chemie	26,1	5,6	5,1	4,8	0,4	0,5	0,5	34,3	11,7	11,1	8%	9%	9%	4,8%	5,1%	5,2%
Wacker Chemie	70,1	3,1	3,2	3,8	0,8	0,7	0,8	6,9	7,5	11,1	25%	23%	20%	3,3%	4,1%	3,3%
<b>Mediana</b>		<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>13,3</b>	<b>11,7</b>	<b>11,1</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,2%</b>

## Wycena europejskich operatorów narodowych /31.01.2012/

	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	36,1	20,2	15,9	23%	24%	24%	0,0%	3,4%	5,0%
TPSA	17,3	5,9	4,2	5,0	1,8	1,8	1,9	-	11,9	19,2	30%	42%	38%	8,7%	12,1%	8,7%
<b>Mediana</b>		<b>5,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>36,1</b>	<b>16,1</b>	<b>17,6</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	23,9	4,4	5,1	5,3	1,5	1,5	1,5	9,8	10,0	10,4	33%	30%	29%	9,1%	9,1%	9,2%
Cesky Telecom	386,0	4,9	5,7	6,3	2,2	2,4	2,4	12,1	15,5	14,8	45%	41%	38%	10,2%	9,7%	9,2%
Hellenic Telekom	2,8	3,4	3,8	3,8	1,1	1,3	1,3	4,0	5,2	4,7	34%	33%	34%	5,5%	5,2%	6,8%
Matav	535,0	4,6	4,8	4,8	1,6	1,6	1,7	11,1	11,6	11,1	35%	34%	35%	10,5%	9,4%	9,7%
Portugal Telecom	3,8	3,8	2,5	2,3	1,5	0,9	0,8	9,0	6,8	6,7	39%	36%	35%	16,7%	23,8%	17,6%
Telecom Austria	8,9	4,5	4,9	5,1	1,6	1,7	1,7	12,6	20,4	16,4	35%	34%	33%	8,4%	7,4%	7,4%
<b>Mediana</b>		<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,2%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	2,0	4,7	4,4	4,3	1,2	1,3	1,3	14,1	10,1	9,1	26%	29%	31%	3,4%	3,6%	4,1%
DT	8,6	4,4	4,7	4,8	1,4	1,5	1,5	10,9	11,6	11,8	31%	31%	31%	8,3%	8,2%	8,2%
FT	11,5	4,2	4,3	4,4	1,4	1,4	1,4	6,2	7,4	7,6	34%	33%	33%	12,2%	12,2%	12,2%
KPN	8,4	4,4	4,6	4,6	1,8	1,8	1,8	7,3	6,8	6,7	41%	40%	40%	9,5%	10,1%	10,7%
Swisscom	363,3	5,9	6,0	6,1	2,3	2,4	2,4	10,0	9,8	9,9	39%	40%	40%	6,1%	6,0%	6,4%
TELEFONICA	13,3	4,7	5,8	5,3	2,0	1,9	1,9	7,6	9,2	8,4	43%	34%	36%	10,5%	12,0%	9,8%
TeliaSonera	45,3	6,6	6,7	6,4	2,3	2,4	2,3	9,8	10,4	9,6	35%	35%	36%	5,5%	6,2%	6,7%
TI	0,8	4,5	4,2	4,2	1,9	1,7	1,7	6,4	6,2	6,3	42%	41%	41%	7,2%	8,6%	9,8%
<b>Mediana</b>		<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>8,7</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>37%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,4%</b>	<b>9,0%</b>

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

## Wycena spółek IT /31.01.2012/

	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	23,5	7,7	7,5	6,8	0,2	0,1	0,1	7,3	9,7	8,4	2%	2%	2%	1,4%	1,0%	1,2%
ACTION	21,1	9,3	6,7	6,8	0,2	0,2	0,2	13,9	9,1	10,0	2%	3%	2%	3,9%	2,0%	2,2%
ASBIS	2,4	6,6	6,1	4,7	0,1	0,1	0,1	43,0	21,8	6,9	1%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	46,8	6,5	5,6	5,2	1,4	1,0	0,9	8,7	9,3	8,6	21%	18%	17%	3,1%	3,8%	3,5%
COMARCH	62,3	6,3	10,1	7,0	0,5	0,6	0,5	11,5	25,2	15,6	8%	6%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	6,8	7,1	5,0	4,0	0,1	0,1	0,1	18,0	9,6	6,4	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	2,1%
SYGNITY	19,3	-	6,3	5,0	0,5	0,4	0,4	-	60,1	12,9	-	7%	7%	7%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>6,3</b>	<b>5,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>12,7</b>	<b>9,7</b>	<b>8,6</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,2%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Accenture	57,3	10,7	9,2	8,4	1,7	1,4	1,3	21,8	17,0	15,1	16%	15%	16%	1,7%	1,6%	2,3%
Atos Origin	38,4	6,4	4,8	3,8	0,7	0,5	0,4	14,2	12,1	10,0	10%	10%	10%	0,4%	1,5%	1,8%
CapGemini	27,9	4,7	3,9	3,8	0,4	0,4	0,3	13,3	11,8	11,0	9%	9%	9%	3,2%	3,7%	3,9%
IBM	192,6	10,3	9,3	8,8	2,5	2,3	2,2	16,8	14,4	13,0	24%	24%	25%	1,3%	1,5%	1,6%
Indra Sistemas	10,1	6,0	6,0	5,8	0,7	0,7	0,7	7,9	8,7	8,8	12%	12%	11%	6,5%	6,5%	6,6%
LogicaCMG	0,8	4,4	5,0	4,8	0,4	0,4	0,4	6,2	8,0	7,0	9%	7%	8%	5,3%	5,9%	6,1%
Microsoft	29,5	8,0	6,9	6,5	3,4	3,0	2,8	14,3	11,4	10,7	42%	43%	43%	1,8%	1,9%	2,6%
Oracle	28,2	11,1	8,0	7,8	5,2	3,9	3,7	17,4	12,9	12,0	47%	49%	48%	0,7%	0,6%	0,9%
SAP	46,2	14,2	11,4	10,9	4,7	4,1	3,8	21,2	16,7	15,4	33%	36%	35%	1,3%	1,5%	1,6%
TietoEnator	11,5	5,4	4,6	4,6	0,5	0,5	0,5	9,9	10,5	9,9	10%	11%	11%	4,5%	5,8%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>14,3</b>	<b>12,0</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 /31.01.2012/

	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	12,0	3,3	3,1	3,0	0,5	0,4	0,4	8,5	10,7	12,0	15%	13%	12%	4,2%	4,2%	4,2%
CYFROWY POLSAT	13,2	14,6	9,7	7,6	4,0	2,8	2,3	13,7	14,2	11,5	27%	29%	30%	4,3%	0,0%	3,5%
TVN	11,3	10,1	10,0	8,5	2,5	2,4	2,2	-	-	13,5	25%	24%	26%	2,8%	0,0%	-
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	1,4	4,8	5,1	5,4	0,4	0,4	0,5	6,8	7,2	8,0	9%	9%	8%	11,5%	11,1%	11,2%
Axel Springer	35,8	7,1	6,2	6,2	1,3	1,2	1,1	11,7	12,1	12,0	18%	19%	18%	4,4%	4,7%	4,8%
Daily Mail	4,4	7,0	7,4	7,2	1,3	1,3	1,3	9,3	9,3	9,1	19%	18%	18%	3,5%	3,9%	4,2%
Gruppo Editorial	1,1	3,9	3,6	3,6	0,7	0,6	0,6	8,1	7,2	7,1	17%	18%	18%	7,0%	7,9%	8,2%
Mccloatchy	2,4	5,6	6,4	6,8	1,5	1,7	1,7	3,8	4,2	5,8	27%	26%	25%	0,0%	0,0%	0,0%
Naspers	391,8	23,9	21,2	21,9	5,7	5,0	4,3	28,0	22,3	21,5	24%	24%	20%	0,6%	0,8%	0,8%
New York Times	7,5	4,2	4,5	4,6	0,7	0,7	0,7	10,8	12,1	11,2	16%	15%	15%	0,0%	0,0%	0,0%
Promotora de Inform	0,8	6,8	8,1	7,0	1,3	1,5	1,5	2,1	11,1	9,0	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
SPIR Comm	23,9	5,8	5,7	3,8	0,2	0,2	0,2	-	-	21,0	4%	4%	6%	0,0%	0,0%	0,4%
Trinity Mirror	0,5	1,7	1,9	2,0	0,3	0,4	0,4	1,7	1,8	1,9	20%	18%	18%	1,3%	1,3%	3,9%
<b>Mediana</b>		<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>8,1</b>	<b>9,3</b>	<b>9,1</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,4%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	4,8	7,5	9,0	9,8	1,5	1,5	1,5	9,4	11,0	12,1	20%	16%	15%	8,3%	7,7%	6,8%
CETV	136,5	14,4	9,4	7,8	2,1	1,8	1,7	-	-	-	15%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevision Telecinco	4,5	8,2	9,6	11,1	2,1	1,8	1,8	7,4	11,2	12,9	26%	18%	16%	8,2%	8,0%	7,4%
ITV PLC	0,7	7,7	6,9	6,7	1,6	1,5	1,5	13,9	10,5	10,1	20%	22%	23%	0,5%	1,9%	3,1%
M6-Metropole Tel	12,8	4,2	4,3	4,4	0,9	0,9	0,9	10,7	10,6	11,0	21%	22%	21%	7,3%	7,9%	7,7%
Mediaset SPA	2,3	5,0	4,0	4,1	1,2	1,2	1,2	6,1	8,7	9,3	23%	28%	28%	14,4%	10,5%	10,0%
RTL Group	75,6	9,3	8,6	8,8	2,0	1,9	1,9	18,0	16,4	16,0	22%	22%	22%	5,9%	6,7%	7,1%
TF1-TV Francaise	8,4	5,9	5,0	5,3	0,7	0,7	0,7	13,6	10,0	10,3	12%	14%	13%	5,5%	7,3%	7,3%
<b>Mediana</b>		<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,6</b>	<b>11,0</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,2%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	6,9	11,4	9,7	8,5	2,3	2,1	1,9	22,7	17,3	14,1	20%	22%	23%	2,7%	3,1%	3,6%
Canal Plus	4,3	3,2	3,1	3,0	0,2	0,2	0,1	13,5	12,7	12,3	5%	5%	5%	6,3%	6,7%	6,7%
Cogeco	48,3	6,5	5,8	5,4	2,5	2,4	2,2	19,9	14,2	10,1	39%	41%	42%	1,2%	1,4%	2,1%
Comcast	26,6	6,8	5,4	5,0	2,6	1,7	1,6	21,1	17,5	14,2	39%	32%	32%	1,4%	1,7%	1,8%
Liberty Global	45,9	8,1	7,0	6,6	3,6	3,2	3,0	-	-	26,7	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>6,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>17,6</b>	<b>13,5</b>	<b>12,3</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 /31.01.2012/

	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	139,6	4,1	1,6	3,0	1,6	0,9	1,2	6,1	2,6	8,1	39%	57%	40%	10,6%	10,6%	14,3%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	26,2	4,1	3,4	3,1	1,6	1,4	1,2	6,6	5,1	4,5	40%	41%	41%	2,0%	2,8%	3,2%
BHP Billiton	21,2	4,8	3,1	2,9	2,3	1,7	1,5	9,0	5,1	5,1	48%	53%	53%	4,0%	4,5%	5,2%
Freeport-MCMOR	46,2	4,8	4,6	4,6	2,5	2,2	2,2	10,4	9,6	9,7	52%	49%	48%	1,6%	3,3%	2,8%
Rio Tinto	38,1	3,3	3,0	2,9	1,5	1,3	1,3	5,4	4,6	4,5	46%	45%	44%	2,6%	3,2%	3,4%
Southern Peru	34,7	10,1	7,5	7,1	5,8	4,3	4,1	18,6	12,5	12,2	57%	57%	59%	4,6%	6,3%	5,3%
<b>Mediana</b>		<b>4,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>9,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>48%</b>	<b>49%</b>	<b>48%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,4%</b>

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

## Wycena spółek budowlanych /31.01.2012/

	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>																
Budimex	85,0	1,0	4,6	5,1	0,1	0,3	0,3	8,1	9,1	9,0	8%	6%	5%	8,0%	10,7%	5,5%
Elektrobudowa	99,6	6,6	6,4	6,1	0,5	0,5	0,4	10,5	11,9	10,2	8%	7%	7%	3,5%	6,0%	2,9%
Erbud	18,6	4,7	-	4,4	0,1	0,2	0,2	19,3	-	6,8	3%	-	4%	2,7%	1,3%	0,0%
Mostostal Wa-wa	19,4	0,8	6,5	2,9	0,0	0,1	0,1	6,2	20,8	8,4	5%	2%	3%	9,2%	2,8%	1,4%
PBG	82,0	6,2	8,2	5,9	0,7	0,9	0,5	5,2	5,9	5,5	12%	10%	8%	1,7%	1,7%	1,7%
Polimex Mostostal	1,8	4,5	6,0	5,1	0,3	0,3	0,3	7,6	12,0	7,9	7%	5%	6%	2,2%	0,0%	0,0%
Rafako	7,9	4,9	3,2	2,9	0,3	0,2	0,2	12,6	7,9	9,0	6%	8%	7%	3,8%	7,2%	0,0%
Trakcja Tiltra	1,3	-	4,3	3,5	-	0,3	0,2	6,4	4,2	3,8	-	8%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ulma Construccoon	58,0	4,9	3,3	3,4	2,4	1,6	1,6	29,8	8,9	9,6	48%	50%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	6,2	6,2	8,6	5,1	0,3	0,4	0,4	9,3	10,8	5,2	5%	4%	7%	1,6%	0,0%	0,0%
ZUE	7,2	5,6	4,5	3,7	0,5	0,3	0,3	9,4	7,6	7,2	8%	8%	8%	1,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>9,3</b>	<b>9,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	10,0	9,6	8,2	7,2	0,9	0,8	0,7	17,0	14,9	12,9	9%	10%	10%	2,0%	2,9%	3,3%
BILFINGER	69,9	10,4	9,9	9,4	0,6	0,6	0,6	12,5	14,2	13,0	6%	6%	7%	3,4%	4,2%	3,8%
EIFFAGE	23,5	8,4	8,0	7,6	1,2	1,1	1,1	8,8	9,2	8,1	14%	14%	15%	5,2%	5,1%	5,2%
HOCHTIEF	49,3	4,6	5,7	3,7	0,3	0,3	0,2	14,8	-	11,8	6%	4%	7%	3,4%	3,1%	5,5%
NCC	140,6	7,2	7,4	5,7	0,3	0,3	0,3	12,5	13,6	9,8	5%	4%	5%	4,5%	6,6%	7,3%
SKANSKA	118,8	6,6	7,2	7,4	0,4	0,4	0,4	14,0	12,0	14,8	5%	5%	5%	4,9%	5,1%	5,2%
STRABAG	22,4	4,0	3,7	3,7	0,2	0,2	0,2	14,7	13,0	12,6	5%	5%	5%	2,3%	2,9%	2,9%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>14,0</b>	<b>13,3</b>	<b>12,6</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 /31.01.2012/

	Cena	EV/EBITDA			P/BV			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>																
BBI Development	0,3	9,2	25,9	9,4	0,7	0,7	0,6	14,0	16,8	5,1	42%	24%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	33,5	14,1	10,3	8,3	1,1	1,0	0,9	20,4	11,4	9,6	12%	16%	14%	2,4%	2,7%	5,3%
Echo Investment	4,0	19,8	9,3	6,6	0,9	0,8	0,7	11,3	8,4	4,0	40%	92%	113%	0,0%	0,0%	0,0%
GTC	10,6	16,0	8,5	7,0	0,5	0,5	0,4	13,1	4,9	3,1	66%	127%	159%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	7,6	6,0	14,0	13,6	0,9	0,8	0,8	4,5	16,0	12,7	25%	22%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	19,5	9,8	10,8	13,8	0,8	0,8	0,7	9,7	11,1	10,9	19%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	17,0	21,7	11,1	14,3	0,3	0,3	0,3	7,3	6,6	5,5	28%	31%	22%	5,1%	1,9%	3,1%
Robyng	1,2	14,1	62,0	5,6	0,8	0,8	0,7	9,8	36,5	4,2	17%	9%	25%	0,0%	5,8%	1,1%
<b>Mediana</b>		<b>14,1</b>	<b>11,0</b>	<b>8,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>10,6</b>	<b>11,2</b>	<b>5,3</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	19,5	17,5	16,4	0,7	0,7	0,7	13,9	13,2	12,6	55%	55%	57%	5,2%	5,5%	5,6%
CORIO	35,6	17,9	17,1	16,2	0,8	0,8	0,8	12,5	12,2	11,7	78%	83%	82%	7,4%	7,7%	7,8%
DEUTSCHE EUROSHOP	26,1	21,3	16,3	14,9	1,1	1,0	1,1	18,7	19,1	17,0	87%	87%	87%	4,2%	4,3%	4,5%
HAMMERSON	3,8	19,0	18,6	18,1	0,9	0,8	0,7	19,2	19,2	18,7	80%	77%	77%	4,2%	4,3%	4,5%
KLEPIERRE	23,0	16,7	16,0	15,5	1,1	0,9	1,0	14,7	12,2	12,5	84%	85%	85%	5,5%	6,0%	6,1%
SPARKASSEN IMMO	4,4	19,8	15,8	15,4	0,6	0,6	0,6	60,0	18,6	15,1	47%	48%	48%	0,0%	3,0%	3,4%
UNIBAIL-RODAMCO	146,8	20,5	19,7	19,1	1,1	1,2	1,1	16,3	16,4	15,6	84%	84%	85%	5,5%	5,5%	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>16,3</b>	<b>17,5</b>	<b>13,8</b>	<b>79%</b>	<b>80%</b>	<b>80%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,1%</b>

## Wycena spółek sektora elektromaszynowego /31.01.2012/

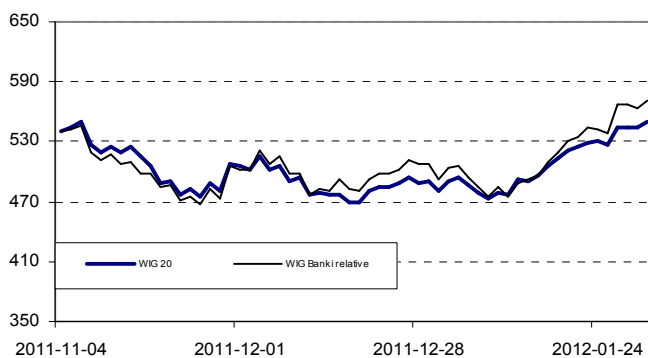
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	3,1	12,7	6,3	5,8	2,3	2,0	1,8	20,3	14,8	12,3	18%	32%	30%	0,0%	5,8%	0,0%
KOPEX	23,6	12,5	8,4	6,8	1,0	1,0	1,0	52,7	12,8	12,3	8%	12%	14%	0,0%	0,0%	0,8%
<b>Mediana</b>		<b>12,6</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>36,5</b>	<b>13,8</b>	<b>12,3</b>	<b>13%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,9%</b>	<b>0,4%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Atlas Copco	161,7	12,6	10,4	10,2	3,0	2,6	2,5	19,8	15,4	15,3	24%	25%	24%	2,6%	3,0%	3,2%
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	5,2	4,3	3,8	2,2	2,0	1,7	15,9	11,5	9,3	41%	46%	46%	1,4%	7,2%	5,4%
Industrea	1,1	5,3	4,7	3,9	1,8	1,6	1,4	7,7	7,6	6,2	34%	34%	35%	3,1%	3,1%	4,8%
Joy Global	90,7	12,8	9,3	7,3	2,7	2,1	1,7	21,7	15,3	12,3	21%	23%	23%	0,8%	0,8%	0,8%
Sandvik	100,5	9,5	8,7	8,3	1,8	1,6	1,5	18,1	14,3	14,4	19%	18%	18%	2,7%	3,2%	3,7%
<b>Mediana</b>		<b>11,1</b>	<b>9,0</b>	<b>7,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>18,9</b>	<b>13,9</b>	<b>11,3</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>

## Wycena spółek sektora papierniczego /31.01.2012/

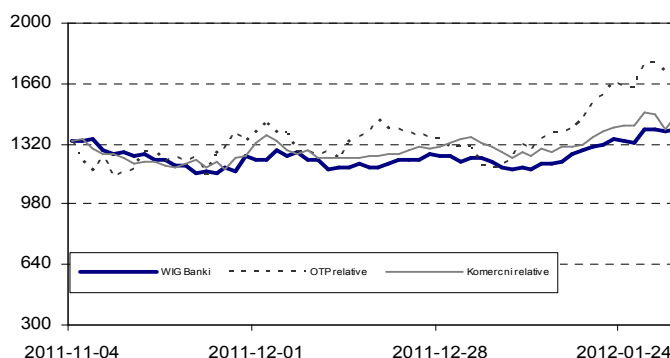
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	61,6	7,3	5,1	6,2	1,6	1,1	1,2	12,4	7,5	9,1	22%	22%	19%	0,0%	0,0%	13,4%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	59,8	4,2	4,0	5,2	0,8	0,7	0,8	8,9	8,3	12,6	18%	18%	15%	4,7%	5,9%	5,5%
Holmen	204,9	9,2	7,0	7,4	1,4	1,2	1,3	23,5	13,0	14,8	15%	18%	17%	3,4%	-	-
INTL Paper	31,1	6,2	5,7	5,6	0,8	0,8	0,8	15,4	10,1	10,3	13%	14%	14%	1,3%	3,2%	3,4%
M-Real	1,7	4,5	8,6	6,8	0,5	0,5	0,6	8,2	-	13,8	12%	6%	9%	1,0%	0,4%	1,7%
Norske Skog	6,9	8,5	6,9	5,9	0,6	0,5	0,5	-	-	-	7%	8%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	1,8	5,2	5,1	5,2	1,5	1,4	1,4	7,7	7,0	7,4	28%	27%	27%	8,7%	7,3%	7,8%
Stora Enso	6,7	5,9	5,7	6,3	0,7	0,7	0,7	9,1	10,5	11,9	13%	12%	11%	3,7%	4,1%	4,4%
Svenska	113,6	7,4	7,9	7,3	1,1	1,1	1,1	12,9	13,5	12,1	15%	14%	15%	3,5%	3,7%	3,9%
UPM-Kymmene	9,8	5,9	6,0	5,8	1,0	0,9	0,8	10,3	10,5	11,8	16%	14%	14%	4,8%	5,7%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>9,7</b>	<b>10,5</b>	<b>12,0</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,1%</b>

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

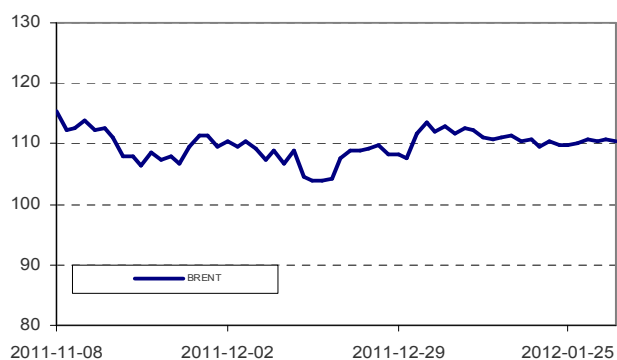
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



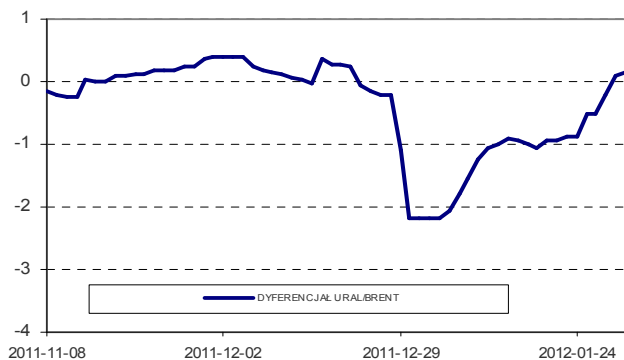
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



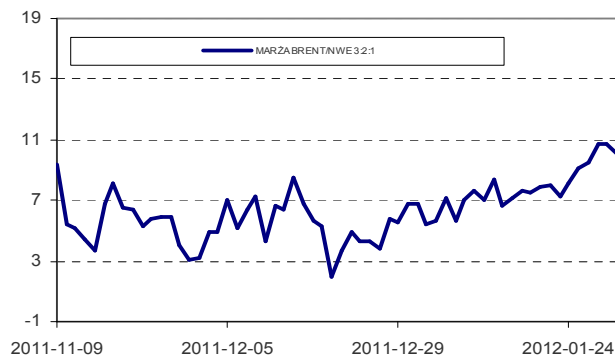
BRENT (USD/brk)



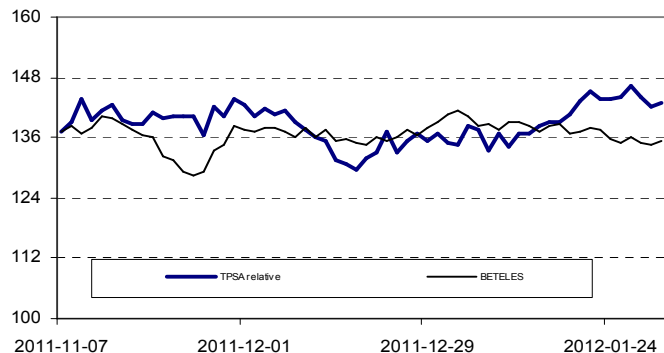
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



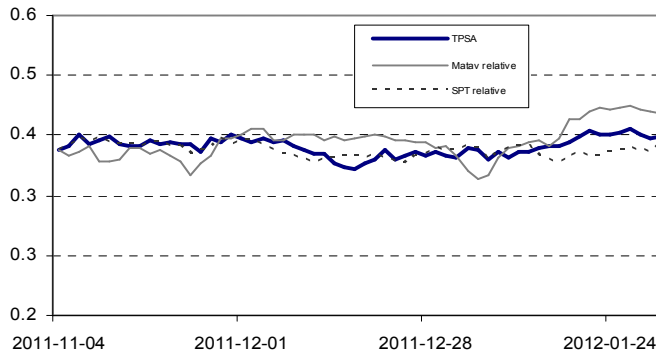
Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)



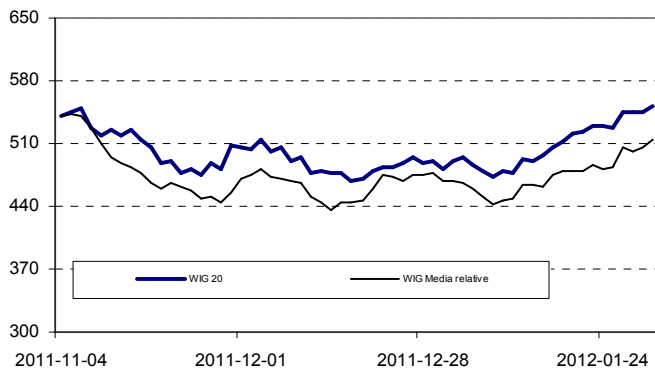
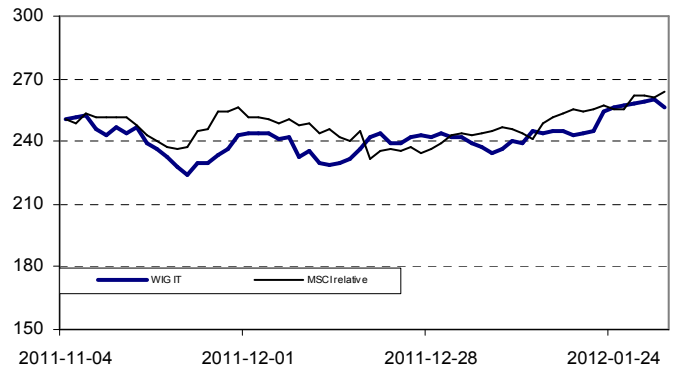
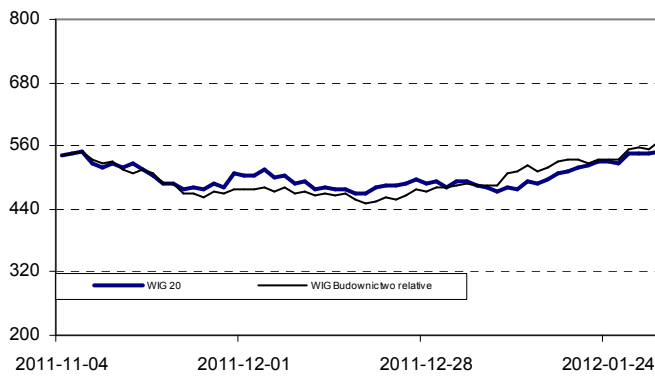
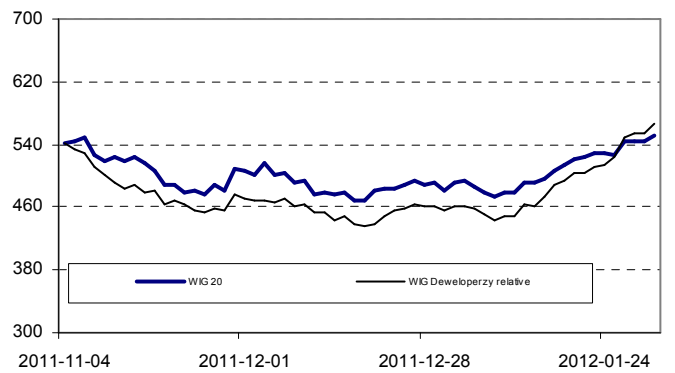
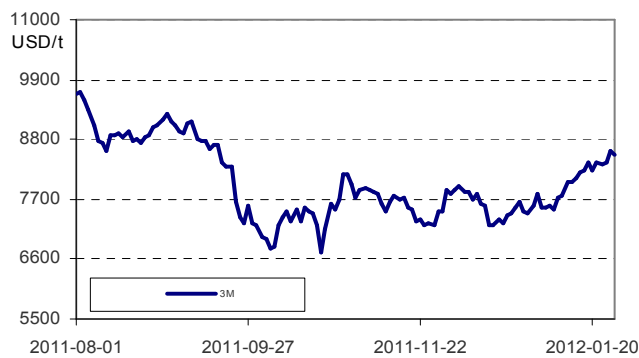
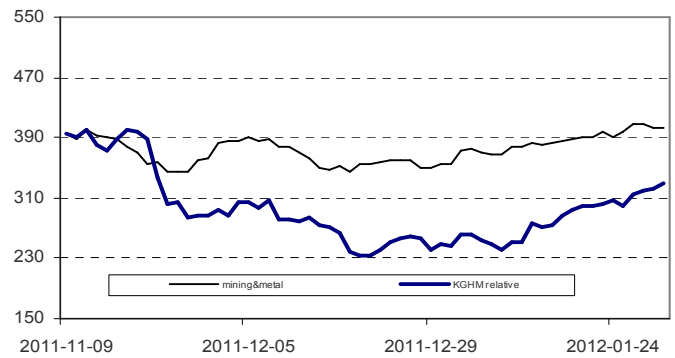
TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)



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.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@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, Mondy, 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, Mondy, 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, Echo Investment, 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, Sfinks, 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.