



Rynek akcji  
Polska

# Komentarz poranny

Departament Analiz:

M. Marczak (22 6974738); I. Rokicka (22 6974737) K. Kliszcz (22 697 47 06)  
P. Grzybowski (22 6974717) M. Stokłosa (22 697 47 41) J. Szkopek (22 697 47 40)  
G. Borowska (22 6974736) P. Zybala (22 697 47 01)

Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana
DJIA	12 660,5	-0,58%	FTSE 100	5 733,5	-1,07%	Miedź (LME)	8 525,0	-0,76%
S&P 500	1 316,3	-0,16%	WIG20	2 306,4	+0,04%	Ropa (Brent)	110,7	+0,41%
NASDAQ	2 816,6	+0,40%	BUX	19 286,2	+0,76%	USD/PLN	3,20	-1,13%
DAX	6 512,0	-0,43%	PX	967,8	-1,05%	EUR/PLN	4,23	-0,29%
CAC 40	3 318,8	-1,32%	PLBonds 10	5,62	-0,11%	EUR/USD	1,32	+0,85%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Sbierbank może być notowany w Warszawie – prasa

Dzisiejszy *Dziennika Gazeta Prawna* donosi, że rosyjski Sbierbank rozważa wprowadzenie swoich akcji do obrotu giełdowego w Warszawie. Takim posunięciem miałby zyskać przychylność regulatora w kwestii przejęć polskich aktywów. W 2011 Sbierbank przejął austriacki Volksbank International oraz szwajcarski SBL Capital. Obecnie Rosjanie negocjują przejęcie tureckiego Deniz Banku. (I. Rokicka)

### IT

#### Rozstrzygnięcie w drugiej części przetargu na e-zdrowie

Centrum Projektów Informatycznych Ochrony Zdrowia dokonało wyboru najlepszej oferty w drugiej części projektu e-zdrowie. Za najlepszą ofertę uznano ofertę HP, którą zwyciężyła oferta Sygnity. Sygnity miało nieznacznie tańszą ofertę (110,6 mln PLN), HP na 116,8 mln PLN, jednak Sygnity zaofერowało dłuższą realizację 30 miesięcy vs 27 miesięcy HP). Tempo rozstrzygnięć przetargów jest bardzo wysokie, co bardzo dobrze wróży branży informatycznej w tym roku. Do przeprowadzenia zostało jeszcze wiele dużych wartościowo postępowań i będą one stanowiły istotną część portfeli zamówień spółek na ten rok. (P. Grzybowski)

### Comarch

Redukuj - z dn. 13.10.11  
Cena docelowa: 45,90 PLN

#### Przejęcie w Szwajcarii

Comarch zakupił 100% udziałów w A-MEA Informatik AG. Łączna cena nabycia ma nie przekroczyć sumy 2 mln CHF (ok. 7.03 mln PLN) oraz wartości kapitałów własnych A-MEA. Nie ujawniono wyników spółki, więc trudno odnieść się do parametrów wyceny implikowanych cena nabycia. Brakuje też wartości kapitałów spółki, która ma powiększać cenę nabycia szwajcarskiej spółki ponad 2 mln CHF. Comarch jest aktualnie w fazie restrukturyzacji swojego poprzedniego przejęcia w regionie DACH (Comarch SuB), jednak można mieć nadzieję, że z uwagi na mniejszą skalę działalności kupionej spółki problemy jakie Comarch spotkał w Niemczech się nie powtórzą. (P. Grzybowski)

### Ferro

#### Wywiad z Prezes Zarządu

W wywiadzie udzielonym agencji PAP – Prezes Zarządu Pani Aneta Raczek wyraziła zadowolenie z przychodów uzyskanych przez grupę w 4Q'11, przyznała jednak, że marże okazały się kwartał do kwartału niższe ze względu na niekorzystne zmiany kursów walut (spółka dystrybuowaną na terenie kraju armaturę importuje z Chin w USD). Ferro w związku z osłabieniem złotówki zdecydowała się podnieść cenniki, ale te weszły w życie z opóźnieniem. Pani Prezes oceniła, że podobnie jak w 2011 - rok 2012 będzie dla branży trudny, ale zapowiada dalszy wzrost sprzedaży grupy. Prezes zakłada dalszy rozwój na rynkach wschodnich, gdzie nadal ma miejsce wysoka dynamika wzrostu. W 2012 roku zdaniem rozmówcy nie należy spodziewać się dużych akwizycji i nowych inwestycji. Spółka nie wyklucza wypłaty dywidendy z zysku za 2011 rok (jej wielkość ograniczają jednak kowenanty wyznaczone przy emisji obligacji, przewidujące, że ewentualna dywidenda może stanowić do 30% zysku). (J. Szkopek)

### Grupa Kęty

Kupuj - z dn. 07.11.11  
Cena docelowa: 136,7 PLN

#### Wywiad ze specjalistą ds. relacji inwestorskich

W wywiadzie udzielonym agencji PAP – specjalista ds. relacji inwestorskich Grupy Kęty - Michał Malina przedstawił, że pierwsze tygodnie bieżącego roku pod względem wolumenu produkcji są porównywalne z zeszłorocznymi. Zamówienia segmentów związanych z podstawową działalnością pozwalają na obłożenie mocy produkcyjnych na okres jednego miesiąca, co odpowiada stabilnej sytuacji. W segmencie usług budowlanych Spółka posiada portfel zamówień wypełniony w 100%. Zdaniem przedstawiciela Spółki czynnikiem wpływającym pozytywnie na wielkość sprzedaży jest słaby złoty, który zwiększa atrakcyjność produktów sprzedawanych poza granicami kraju oraz

chroni lokalny rynek przed napływem produktów z importu. Stabilnie na zmiany koniunktury zachowuje się segment związany z produkcją opakowań gętych, gdyż ten swój asortyment kieruje do dużych międzynarodowych koncernów, jak Nestle, Kraft Foods i Unilever. **Stabilny wolumen sprzedaży w Grupie Kęty, to pozytywna informacja, gwarantująca dobry wynik w pierwszym kwartale. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla Spółki. (J. Szkopek)**

### Rovese

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

#### Nowy Prezes o planach na 2012 rok

Wojciech Stankiewicz – nowy Prezes Grupy Rovese – w wywiadzie udzielonym stacji CNBC przedstawił, iż widzi potencjał wzrostu zyskowności Grupy (wzrost marży EBITDA). Zaznaczył, że istotne wzrosty sprzedaży, to zadanie już na rok 2012. Prezes nie chce walczyć w najniższej półce cenowej, ze względu na konkurencję producentów chińskich. Spółka, za której sterami zasiada będzie koncentrować się na półce średniej i wyższej. Planuje wprowadzać również nowe marki na rynek. Rovese zamierza inwestować w nowoczesny oraz w tradycyjny kanał dystrybucyjny. Prezes nie wykluczył, aby Grupa miała się rozwijać nieorganicznie na rynkach wschodnich. **W naszych prognozach zakładamy wzrost przychodów i rentowności Grupy Cersanit w 2012 roku. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla Spółki Rovese. (J. Szkopek)**

### Budimex

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

#### Wygaśnięcie umowy warunkowej za 60,1 mln PLN

Budimex poinformował, że wygasła umowa warunkowa na budowę 2 etapu inwestycji Libra Business Center, warta 60,1 mln PLN (1,2% oczekiwanych przychodów Budimexu na rok 2011). Umowa wynika z braku pozyskania finansowania przez inwestora. **Wiadomość neutralna – potencjalny kontrakt był relatywnie mały, umowa warunkowa była zaś wielokrotnie przedłużana. (M. Stokłosa)**

### Polimex Mostostal

Rekomendacja utajniona  
do dnia 01.02.12 \*\*\*

#### Dług netto / EBITDA nie przekroczy 3,2-3,3

Prezes Polimexu deklaruje, że spółka będzie się starać, aby wskaźnik dług netto / EBITDA w 2012 roku nie przekroczył 3,2-3,3. Prezes przyznaje też, że w ramach realizacji dużych kontraktów energetycznych (bloki w Opolu), na przełomie 3 i 4 roku budowy mogą na krótko wystąpić negatywne przepływy pieniężne. **Deklaracja prezesa oznacza, że średniorocznie, w porównaniu do końca 2011 roku, zadłużenie Polimexu może wzrosnąć o około 150 mln PLN, co zostało uwzględnione w naszej zaktualizowanej wycenie spółki. Spodziewamy się, że przez większą część realizacji kontraktów energetycznych przepływy będą dodatnie. (M. Stokłosa)**

## Pozostałe wiadomości ze spółek

<b>Action</b>	Spółka chce w 2012 zwiększyć sprzedaż o 25-30 proc. i utrzymać zeszłoroczną rentowność. Action nie boi się spowolnienia.
<b>Bomi</b>	Piotr Kwaśniewski, akcjonariusz Bomi uważa, że uchwała o podwyższeniu kapitału jest krzywdząca dla drobnych inwestorów i zamierza ją zaskarżyć. Chodzi o uchwałę o emisji do 11 mln akcji po 2,3 PLN bez prawa poboru, akcje mają mieć w pierwszej kolejności zaoferowane akcjonariuszom posiadającym powyżej 3% udziału u kapitale.
<b>Emperia</b>	Emperia myśli o joint venture z wybranym inwestorem. Na początku drugiego kwartału powinna zapaść decyzja w sprawie losów sieci sklepów Stokrotka i Delima.
<b>Grajewo</b>	Grajewo otrzymało od konsorcjum banków ofertę kredytową opiewającą na 110 mln EUR. Podpisanie umowy kredytowej i uruchomienie kredytu bankowego wymaga zabezpieczenia przez sponsorów projektu dodatkowych środków. Grajewo liczy, że rozruch nowego zakładu płyty MDF w Rosji miały miejsce w 2013 roku. Grajewo zakończyło 2011 rok dodatnim wynikiem na wszystkich poziomach. W tym roku spodziewa się dalszej poprawy rezultatów finansowych. Firma liczy, że dobre wyniki pozwolą jej zmniejszyć koszty długu.
<b>Handel</b>	Obroty w handlu detalicznym w grudniu 2011 spadły wobec listopada o 1,7 proc. Sprzedaż hurtowa przedsiębiorstw handlowych wzrosła w grudniu o 15,1 proc. rdr, po wzroście w listopadzie o 14,5 proc., a mdm spadła o 2,2 proc.
<b>Introl, Budimex</b>	Konsorcjum Introl i spółka zał. IB Systems Sp. z o.o. zawarły z Budimexem umowę o wartości 11,2 mln PLN netto. Przedmiotem umowy jest wykonanie robót budowlano – montażowych, polegających na realizacji instalacji teletechnicznych i specjalnych na budowie zadania inwestycyjnego pn. "Budowa Nowej Siedziby Muzeum Śląskiego w Katowicach". Wartość przedmiotu umowy wynosi 11 200 000 PLN netto (13 776 000 PLN brutto). Termin realizacji przedmiotu umowy został określony na 30 marca 2013 r.
<b>KSG Agro</b>	KSG Agro prognozuje uzyskanie w 2012 31,8 mln USD zysku netto, 42,3 mln USD EBITDA i 66,7 mln USD przychodów. Do 2014 roku grupa chce powiększać bank ziemi, tonaż hodowli trzody chlewnej oraz produkcję peletu.

<b>Lotos</b>	Wiceprzewodniczący Rady Nadzorczej Grupy Lotos, Rafał Wardziński złożył rezygnację z pełnionej funkcji ze skutkiem natychmiastowym, jako przyczynę wskazując powody natury osobistej.
<b>MCI</b>	Była pracownica MCI Management wniosła do sądu zawezwanie do próby ugodowej, domagając się od spółki 30 mln zł z tytułu wynagrodzenia.
<b>Neuca</b>	Neuca liczy na wzrost rentowności i stabilny rynek w tym roku. Spółka chce nadal obniżyć zadłużenie, po tym jak w 2011 roku najprawdopodobniej udało jej się zejść z tym wskaźnikiem do poziomu 3,5 X EBITDA. Grupa Neuca jest spokojna o realizację prognoz w '11, a jej udziały w rynku lekko wzrosły w IV kw. Grupa Neuca jest spokojna o realizację prognoz w 2011 roku zakładających 6,44 mld zł przychodów ze sprzedaży i 44 mln zł zysku netto, a udziały grupy w rynku lekko wzrosły w IV kw. Duży popyt w grudniu sprawił, że rynek farmaceutyczny wzrósł w całym 2011 roku o ok. 5 proc. r/r. Zarząd Neuca zaproponuje dywidendę na akcję za 2011 rok większą o co najmniej 10 proc. od tej za 2010 rok i będzie to ponad 2,5 PLN za akcję.
<b>Petrolinvest</b>	Wtorkowe NWZA ma podjąć decyzję o emisji akcji m.in. na poszukiwania gazu łupkowego.
<b>PGE</b>	Rada nadzorcza PGE Energia Odnawialna przyjęła rezygnację prezesa spółki Jacka Podlewskiego, a rada nadzorcza PGE Obrót odwołała prezesa Henryka Małeckiego.
<b>Police</b>	ZCh Police chcą w tym roku zaoszczędzić 3 mln PLN na wprowadzeniu nowego systemu przyznawania premii.
<b>Przemysł</b>	Nowe zamówienia w przemyśle w Polsce wzrosły w grudniu w ujęciu rdr o 4,7 proc., po wzroście o 11,3 proc. w listopadzie.
<b>Rainbow Tours</b>	Rainbow odnotował w grudniu 2011 ponad 17 proc. wzrost przychodów ze sprzedaży. Wartość jednostkowych przychodów ze sprzedaży z tytułu organizacji imprez turystycznych w miesiącu grudniu 2011 r. wyniosła 23,1 mln PLN, + 17,3 % r/r. Przychody ze sprzedaży spółki w rachunku narastającym za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2011 roku wyniosły 408,1 mln zł i są wyższe o 32,0 %, od przychodów za okres od 1 stycznia – 31 grudnia 2010 roku, które wyniosły 309,1 mln zł.
<b>Wawel</b>	Spółka chce osiągnąć kilkunastoprocentowy udział w rynku słodczy, czyli ok. 10 pkt proc. większy niż dzisiaj. To oznacza wejście w ostrzejszą konkurencję z największymi w tej branży. Spółka planuje każdego roku rosnąć w dwucyfrowym tempie.
<b>Zboża</b>	Rosja prawdopodobnie wkrótce wprowadzi cła na eksport zbóż. Możliwa data obowiązywania to początek kwietnia br.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>Alchemia</b>	Spółka nabyła 27 stycznia 19 694 akcje własne po średniej cenie 5,18 PLN za akcję.
<b>Amica</b>	Spółka nabyła od 16 do 20 stycznia 8 422 akcji własnych po średniej cenie 5,18 PLN za akcję.
<b>Centrum Klima</b>	Spółka nabyła 26 stycznia 215 akcji własnych po średniej cenie 10,05 PLN PLN za akcję.
<b>CP ENERGIA</b>	PBG zwiększyło w wyniku zarejestrowania podwyższenia KZ udział w kapitale do 15,34% z 13,18% wcześniej.
<b>Get Bank</b>	Aviva OFE BZ WBK, zwiększył zaangażowanie do 5,29 proc. kapitału zakładowego.
<b>TU Europa</b>	ING PTE zmniejszył 23 stycznia udział w KZ do 10,02% z 12,01% wcześniej.

## Makroekonomia

### Sprzedaż detaliczna bez rewelacji, duże znaczenie efektów bazy

W grudniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 8,6% wobec wzrostu o 12,6% w listopadzie. W ujęciu realnym wzrost wyniósł już tylko 4,2%. Liczone przez nas agregaty sprzedaży w ujęciu bazowym (bez wyłączenia samochodów i po wyłączeniu samochodów) sugerują, że dynamika sprzedaży powróciła do trendu spadkowego po okresie kilkumiesięcznej korekty. Niemniej jednak należy zachować ostrożność z wysuwaniem zbyt pesymistycznych wniosków – znaczne obniżenie wszystkich kategorii wynika w dużej mierze z efektów bazy statystycznej. Dane o sprzedaży pozostają wciąż pod dużym wpływem efektów jednorazowych i naturalnej zmienności poszczególnych kategorii.

Przechodząc do szczegółów, wyhamowanie dynamiki sprzedaży to przede wszystkim efekt niższej sprzedaży samochodów (-16% w ujęciu rocznym, po 5,5% spadku w listopadzie), wygenerowany przez efekt bazowy związany z przyspieszeniem sprzedaży samochodów z końca ubiegłego roku (VAT i kratki); w kolejnym miesiącu można oczekiwać powrotu dynamiki do dodatnich poziomów z uwagi na wręcz absurdalnie niską sprzedaż samochodów w styczniu ubiegłego roku. Podobne odbicie może być zaobserwowane w przyszłym miesiącu na sprzedaży paliw, na której również zaważył efekt bazowy z ubiegłego roku (skutkowało to obniżeniem rocznej dynamiki z 27,1% do 19,5%). Spadkową tendencję utrzymała żywność (1,7% w ujęciu rocznym, po 4,1% wzroście w poprzednim miesiącu), względnie stabilna pozostała sprzedaż dóbr trwałych po wyłączeniu samochodów (nawet lekkie przyspieszenie). Co ciekawe, mimo medialnej wrzawy o sprzedaży leków (i kolejek przed aptekami), kategoria ta przyspieszyła zaledwie do 20% z 16,3% w poprzednim miesiącu. Swoją zmienność potwierdziła kategoria pozostałe, odnotowując wzrost na poziomie 8,6% wobec 17,1% przed miesiącem.

W grudniu ceny sprzedaży detalicznej spadły, zarówno w ujęciu *headline*, jak i bazowym. Warto przy tym zwrócić uwagę, że faktyczne ceny sprzedawanych towarów zniwelowały wzrosty z grudnia, tymczasem inflacja CPI zawróciła „tylko” z 4,8% do 4,6%. Może być to istotny sygnał, który wskazuje że procesy inflacyjne w polskiej gospodarce przebiegają bardziej łagodnie niż to obecnie ocenia RPP, a obniżenie konsumpcji (patrz dane o PKB) będzie w tym względzie ważnym czynnikiem dezinflacyjnym.

### **Dynamika PKB na poziomie 4,3% w 2011 roku**

W całym 2011 roku PKB wzrósł o 4,3%, co oznacza, że w IV kw. dynamika PKB mogła wynieść nawet więcej niż 4,1% r/r.

Rozbicie PKB potwierdza nasz pogląd na mechanizmy sterujące polską gospodarką. Konsumpcja prywatna wzrosła w 2011 roku zaledwie o 3,1% r/r. W IV kw. dynamika konsumpcji mogła wynieść tym samym nawet mniej niż 2% r/r (wobec 3,0% w III kwartale), co oznacza, że konsumenci zaczynają dotkliwie odczuwać wpływ szoków cenowych i kursowych oraz uszczuplenie dochodu do dyspozycji (jeszcze w połowie roku ubytek konsumpcji ze względu na te szoki szacowaliśmy na przekraczający 1,4 pkt. proc.). Pozytywnie zaskoczyły natomiast inwestycje. W całym 2011 wzrosły o 8,7%, co oznacza, że w IV kw. wzrost ten mógł wynieść nawet powyżej 10% r/r (wobec 8,5% w III kwartale). W danych tych otrzymaliśmy potwierdzenie kontynuacji ożywienia inwestycji prywatnych, które mają do nadrobienia poważny ubytek zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw. Utrzymała się prawdopodobnie pozytywna kontrybucja inwestycji w infrastrukturę. W IV kw. z całą siłą ujawniły się również automatyczne stabilizatory z kursem walutowym na czele, co przełożyło się na prawdopodobnie przekraczającą 1,5 pkt. proc. kontrybucję eksportu netto do wzrostu.

W kolejnych kwartałach widzielibyśmy powolne obniżenie dynamiki PKB i utrzymanie tendencji na jego składowych – względnie wysoką dynamikę inwestycji wynikającą z odbudowy mocy produkcyjnych i krótkiego dotychczasowego cyklu i niższą dynamikę konsumpcji prywatnej (luka między dynamiką funduszu płac i sprzedażą detaliczną wynosi obecnie ponad 4 pkt. proc. i powinna się zawęzić w kolejnych kwartałach poprzez ograniczenie dynamiki konsumpcji).

Dane wskazują na postępujące równoważenie polskiej gospodarki (niższa konsumpcja i wzrost eksportu netto) i poprawę potencjału produkcyjnego (wysokie inwestycje). Dane te można odbierać, głównie ze względu na zależność między aktywnością inwestycyjną firm i zatrudnieniem, jako zmniejszające ryzyko wyraźnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy.

Dane nie miały większego wpływu na rynek. Pomimo pozytywnego wydzźwięku samej dynamiki PKB jego składowe nie sugerują konieczności szybkiej reakcji ze strony RPP.

### **BRE Bank S.A.**

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)

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

## Kalendarium spółek

### Wtorek /31.01.12/

MILLENNIUM	Publikacja wstępnych wyników za 2011 r.
ZA PUŁAWY	Dzień ustalenia prawa do 3,66 zł dywidendy na akcję.

## Kalendarium makro

### 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

### Czwartek /02.02.12/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Inflacja PPI	Grudzień		0,2% m/m; 5,3% r/r
14:30	USA	Wydajność pracy w sektorze pozarolniczym	4 kw.		2,3% m/m; 0,9% r/r
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	4 kw.		-2,5% m/m; 0,4% r/r

### Piątek /03.02.12/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
1:15	Japonia	Indeks PMI usług	Styczeń		50,4
10:00	Polska	Sprzedż 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	Sprzedż 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



## 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	1,73	-10,4%	4,4	14,3		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-01-19	73,95	72,00	73,05	-1,4%	13,6	13,1		
ING BSK	Trzy maj	2012-01-19	80,70	80,00	82,40	-2,9%	12,1	12,5		
KREDYT BANK	Redukuj	2012-01-19	9,61	9,10	11,40	-20,2%	9,6	13,7		
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	156,40	-13,7%	14,3	15,0		
PKO BP	Akumuluj	2012-01-19	32,89	35,00	34,74	0,7%	11,6	12,9		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Akumuluj	2012-01-23	327,00	345,00	338,10	2,0%	12,2	12,4		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	43,05	23,1%	11,3	9,7		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Kupuj	2012-01-16	17,35	21,50	19,35	11,1%	73,5	14,2	5,5	5,1
LOTOS	Trzy maj	2012-01-16	21,80	21,60	25,67	-15,9%	4,6	7,9	5,9	8,1
PGNiG	Redukuj	2012-01-16	4,04	3,69	3,78	-2,4%	17,4	23,0	8,9	7,7
PKN ORLEN	Trzy maj	2011-11-17	39,25	39,00	36,55	6,7%	3,8	13,1	3,8	6,2
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9,62	10,00	10,48	-4,6%	3,3	10,3	3,1	5,9
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2011-09-26	85,00	85,54	90,00	-5,0%	9,7	9,5	5,3	5,0
<b>Energetyka</b>										
CEZ	Redukuj	2012-01-05	140,00	124,90	132,80	-5,9%	11,1	9,6	7,2	6,8
ENEA	Akumuluj	2011-11-04	17,77	21,24	17,62	20,5%	10,4	8,7	3,5	3,5
PGE	Akumuluj	2012-01-02	20,70	23,07	20,40	13,1%	6,5	8,6	4,5	4,5
TAURON	Kupuj	2012-01-02	5,35	7,44	5,24	42,0%	7,2	6,8	4,3	4,0
<b>Telekomunikacja</b>										
NETIA	Trzy maj	2012-01-23	5,66	5,70	5,74	-0,7%	20,4	16,1	4,8	4,4
TPSA	Trzy maj	2012-01-23	17,90	17,40	17,42	-0,1%	12,0	19,4	4,2	5,0
<b>Media</b>										
AGORA	Kupuj	2012-01-23	10,66	15,30	11,50	33,0%	10,2	11,5	2,9	2,8
CINEMA CITY	Kupuj	2011-10-21	26,80	33,50	31,50	6,3%	17,1	13,2	8,3	6,7
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15,35	14,80	12,89	14,8%	13,9	11,2	9,6	7,4
TVN	Trzy maj	2011-12-05	10,13	10,30	10,73	-4,0%	-	12,8	9,8	8,2
<b>IT</b>										
AB	Akumuluj	2012-01-23	20,20	22,50	21,85	3,0%	9,0	7,8	7,1	6,4
ACTION	Trzy maj	2012-01-23	19,89	18,10	20,30	-10,8%	8,8	9,6	6,5	6,6
ASBIS	Kupuj	2012-01-23	2,05	2,47	2,15	14,9%	19,9	6,3	5,9	4,5
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	47,70	36,3%	9,5	8,8	5,7	5,3
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	60,95	-24,7%	24,7	15,3	9,9	6,8
SYGNITY	Kupuj	2012-01-23	18,59	20,80	18,88	10,2%	58,9	12,7	6,1	4,9
<b>Górnictwo i Metale</b>										
JSW	Kupuj	2012-01-23	99,00	127,00	99,85	27,2%	6,8	5,1	2,9	2,1
KGHM	Kupuj	2012-01-23	129,90	151,50	133,90	13,1%	2,5	7,8	1,5	2,8
LW BOGDANKA	Kupuj	2012-01-23	109,90	132,00	124,00	6,5%	26,8	12,3	11,7	6,1
<b>Przemysł</b>										
ASTARTA	Trzy maj	2011-12-29	51,50	53,90	55,70	-3,2%	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	Trzy maj	2012-01-23	13,10	13,80	12,55	10,0%	3,6	3,5	7,4	6,4
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-11-15	9,65	15,00	10,20	47,1%	9,9	8,6	6,5	5,5
FAMUR	Kupuj	2011-11-28	2,50	3,20	3,05	4,9%	14,5	12,1	6,2	5,7
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-01-19	3,46	5,70	3,84	48,4%	7,6	9,6	5,8	6,3
KERNEL	Redukuj	2012-01-10	71,00	61,10	66,50	-8,1%	6,3	5,6	5,3	4,3
KĘTY	Kupuj	2011-11-07	101,00	136,70	103,20	32,5%	9,2	8,5	5,7	5,5
KOPEX	Akumuluj	2012-01-23	21,30	22,50	23,10	-2,6%	12,5	12,1	8,3	6,7
MONDI	Kupuj	2012-01-23	58,30	77,00	62,50	23,2%	7,6	9,2	5,1	6,3
ROVESE	Kupuj	2011-12-29	4,02	6,00	5,65	6,2%	19,4	13,5	8,4	7,1
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Akumuluj	2012-01-23	79,00	87,30	82,00	6,5%	8,8	8,7	4,3	4,9
ELEKTROBUDOWA	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	99,55	-	-	-	-	-
ERBUD	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	18,80	-	-	-	-	-
MOSTOSTAL WAR.	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	19,01	-	-	-	-	-
PBG	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	79,95	-	-	-	-	-
POLIMEX MOSTOSTAL	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	1,73	-	-	-	-	-
RAFAKO	Kupuj	2012-01-23	7,63	11,00	8,00	37,5%	8,0	9,1	3,3	3,0
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	1,23	-	-	-	-	-
ULMA CP	Akumuluj	2012-01-23	60,70	69,30	60,60	14,4%	9,3	10,0	3,4	3,5
UNIBEP	Kupuj	2012-01-23	6,04	7,00	6,28	11,5%	10,9	5,2	8,7	5,1
ZUE	Utajniona do dnia	2012-02-01	-	-	7,30	-	-	-	-	-
<b>Deweloperzy</b>										
BBI DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	0,32	0,34	0,31	9,7%	16,2	5,0	25,5	9,3
DOM DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	29,50	31,40	31,25	0,5%	10,6	8,9	9,7	7,8
ECHO	Utajniona do dnia	2012-01-30	-	-	3,99	-	-	-	-	-
GTC	Utajniona do dnia	2012-01-30	-	-	10,20	-	-	-	-	-
J.W.C.	Redukuj	2012-01-23	7,15	6,10	7,30	-16,4%	15,4	12,2	13,8	13,4
PA NOVA	Kupuj	2012-01-23	19,23	25,80	19,55	32,0%	11,1	11,0	10,9	13,8
POLNORD	Trzy maj	2012-01-23	15,10	15,70	16,99	-7,6%	6,6	5,6	11,1	14,4
ROBYG	Akumuluj	2012-01-23	1,22	1,43	1,25	14,4%	37,7	4,3	62,8	5,7
<b>Handel</b>										
EUROCASH	Kupuj	2012-01-20	29,40	37,40	29,80	25,5%	30,0	23,8	16,0	13,3
LPP	Kupuj	2012-01-23	2017,50	2300,00	1973,00	16,6%	15,6	13,2	9,5	8,2
NFI EMF	Trzy maj	2011-12-29	8,34	8,80	9,30	-5,4%	14,4	18,6	6,7	6,1
NG2	Kupuj	2011-12-29	46,50	54,00	51,00	5,9%	15,0	13,6	11,2	9,8
VISTULA	Trzy maj	2011-11-21	0,86	0,90	1,13	-20,4%	-	18,4	9,7	8,1

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /27.01.2012/**

	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	1,73	9,2	4,4	14,3	14%	24%	6%	1,2	0,9	0,9	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	73,1	12,6	13,6	13,1	12%	11%	11%	1,5	1,5	1,4	5,2%	7,8%	3,7%
ING BSK	82,4	14,2	12,1	12,5	14%	15%	13%	1,9	1,7	1,5	0,0%	1,8%	0,8%
Kredyt Bank	11,4	16,7	9,6	13,7	7%	11%	7%	1,1	1,0	0,9	0,0%	3,2%	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	156,4	16,2	14,3	15,0	13%	14%	12%	2,0	1,9	1,8	1,9%	4,3%	3,5%
PKO BP	34,7	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>13,6</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>3,2%</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	2,8	7,1	6,1	4%	3%	3%	0,1	0,2	0,2	13,5%	2,8%	2,8%
Citigroup	30,9	7,9	7,9	7,1	8%	7%	7%	0,5	0,5	0,5	0,0%	0,1%	1,0%
Commerzbank	1,9	2,2	13,9	6,5	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%	3,1%
KBC	15,9	3,4	4,7	3,4	15%	8%	14%	0,5	0,5	0,5	4,9%	2,2%	3,7%
UCI	3,7	4,4	-	3,5	2%	-	4%	0,1	0,1	0,1	8,3%	0,2%	7,5%
<b>Mediana</b>		<b>3,9</b>	<b>7,1</b>	<b>5,7</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>2,8%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	3,4	8,1	11,5	12,2	6%	6%	5%	0,5	0,6	0,6	6,5%	5,0%	4,9%
Deutsche Bank	33,2	6,3	6,8	6,4	7%	9%	9%	0,6	0,6	0,5	2,2%	2,3%	2,4%
Erste Bank	17,2	7,4	40,6	7,4	8%	-	8%	0,5	0,6	0,6	3,6%	0,0%	2,5%
Komercni B.	3695,0	10,9	12,3	10,7	18%	15%	17%	1,9	1,8	1,7	5,5%	5,8%	6,7%
OTP	4125,0	8,9	9,7	7,7	10%	9%	11%	0,9	0,8	0,7	2,9%	2,7%	4,4%
Santander	6,2	6,3	7,2	7,0	12%	10%	11%	0,7	0,7	0,7	9,4%	9,6%	9,3%
Turkiye Garanti B.	6,6	8,5	9,0	8,7	22%	18%	16%	1,7	1,5	1,3	2,0%	2,1%	2,1%
Turkiye Halk B.	11,9	7,5	7,5	7,4	30%	25%	21%	2,0	1,7	1,4	2,8%	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	14,7	7,6	7,7	10,7%	15%	13%	1,4	1,1	1,0	1,0%	1,2%	1,4%
<b>Mediana</b>		<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,5</b>	<b>11%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,8%</b>

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /27.01.2012/**


	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	338,1	12,0	12,2	12,4	20%	19%	18%	2,3	2,3	2,2	46,9%	7,7%	7,4%
<b>ZAGRANICZNE SPOŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	33,5	11,1	10,5	9,6	9%	10%	9%	1,0	1,0	0,9	3,0%	3,3%	3,7%
Uniq	11,1	22,7	-	11,5	5%	-	12%	1,1	1,4	1,3	3,1%	0,3%	3,5%
Aegon	3,7	4,4	8,2	6,2	10%	4%	6%	0,4	0,4	0,4	0,0%	2,8%	5,6%
Allianz	85,3	7,6	10,7	7,3	12%	8%	11%	0,9	0,9	0,8	5,3%	5,0%	5,5%
Aviva	3,6	5,7	7,1	6,2	16%	12%	13%	0,9	0,8	0,8	7,2%	7,5%	7,9%
AXA	12,0	7,6	6,0	6,0	8%	11%	11%	0,6	0,6	0,6	5,7%	6,0%	6,7%
Baloise	71,6	7,8	17,8	7,6	11%	6%	11%	0,8	0,8	0,8	6,5%	6,1%	6,5%
Generali	55,4	7,8	7,3	7,0	9%	9%	10%	0,7	0,7	0,7	4,7%	6,9%	7,1%
Helvetia	306,8	7,9	8,8	7,3	11%	10%	11%	0,8	0,8	0,8	5,0%	5,4%	5,7%
Mapfre	2,6	8,5	8,2	7,6	14%	14%	14%	1,1	1,1	1,0	5,9%	6,0%	6,3%
RSA Insurance	1,1	9,8	7,5	7,2	12%	15%	14%	1,0	1,0	1,0	8,1%	8,8%	9,2%
Zurich Financial	224,7	8,9	8,3	7,7	12%	12%	12%	1,1	1,0	1,0	7,5%	8,0%	8,1%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,3</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,4%</b>

**Wycena spółek paliwowych /27.01.2012/**


	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	25,7	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	36,6	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	19565,0	6,3	5,3	4,9	0,8	0,7	0,7	10,8	8,0	7,7	13%	12%	14%	2,5%	3,5%	4,3%
OMV	25,8	3,7	3,6	3,2	0,6	0,5	0,5	6,5	7,6	6,5	18%	13%	15%	4,0%	3,9%	4,2%
Hellenic Petroleum	5,9	8,4	9,3	6,7	0,5	0,4	0,4	10,1	10,7	6,8	6%	5%	5%	6,8%	7,5%	8,0%
Tupras	38,8	6,4	4,6	5,2	0,3	0,2	0,2	11,5	9,0	8,6	5%	5%	4%	6,7%	8,2%	8,7%
Unipetrol	171,5	6,0	7,2	5,9	0,4	0,3	0,3	25,8	37,4	19,1	6%	4%	6%	0,4%	1,0%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>10,1</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,3%</b>
<b>SPOŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,8	5,2	8,9	7,7	1,1	1,1	1,1	9,1	17,4	23,0	21%	12%	15%	0,6%	3,2%	2,3%
Gazprom	192,4	4,2	2,9	3,0	1,7	1,2	1,1	5,1	3,4	3,8	40%	41%	38%	1,3%	3,0%	3,3%
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	12,6	7,2	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>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>9,4</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>

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


## Wycena spółek energetycznych /27.01.2012/

	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 ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	132,8	6,4	7,2	6,8	2,9	2,9	2,9	9,0	11,1	9,6	45%	41%	42%	6,7%	6,3%	5,4%
ENEA	17,6	3,7	3,5	3,5	0,6	0,6	0,6	12,2	10,4	8,7	17%	16%	17%	2,2%	2,3%	2,7%
PGE	20,4	5,7	4,5	4,5	1,9	1,2	1,2	12,7	6,5	8,6	33%	28%	28%	4,1%	3,2%	7,7%
TAURON	5,2	3,5	4,3	4,0	0,6	0,6	0,6	10,7	7,2	6,8	18%	14%	14%	0,1%	2,8%	4,2%
E.ON	16,4	5,0	7,2	6,2	0,8	0,7	0,7	6,1	13,2	9,9	16%	10%	11%	9,1%	6,1%	6,6%
EDF	17,5	4,7	5,1	4,8	1,2	1,2	1,1	9,4	9,6	8,4	26%	23%	24%	6,6%	6,6%	7,0%
Endesa	15,4	5,0	5,2	5,0	1,4	1,2	1,2	7,2	7,6	7,3	28%	23%	23%	6,9%	6,7%	6,9%
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%	8,5%	8,8%
Fortum	16,9	8,6	8,0	8,2	3,6	3,4	3,3	10,6	11,0	10,7	41%	42%	40%	5,9%	6,1%	6,0%
Iberdrola	4,6	7,7	7,4	6,9	2,1	1,9	1,8	8,9	9,1	8,6	28%	25%	26%	7,2%	7,3%	7,6%
RWE AG	28,8	3,7	4,5	4,2	0,7	0,7	0,7	4,1	6,8	6,8	19%	16%	17%	12,1%	7,3%	7,5%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>	<b>26%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,9%</b>

## Wycena spółek nawozowych i chemicznych /27.01.2012/

	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 NAWOZOWE</b>																
POLICE	10,5	12,8	3,1	5,9	0,5	0,4	0,4	28,7	3,3	10,3	4%	12%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	90,0	3,8	5,3	5,0	0,6	0,5	0,5	5,8	9,7	9,5	15%	10%	10%	1,1%	5,2%	5,2%
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	61,4	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	39,5	3,5	3,6	3,6	1,4	1,4	1,4	34,5	32,1	31,7	41%	40%	40%	2,0%	2,2%	2,3%
K+S	37,2	8,2	6,3	6,0	1,6	1,5	1,4	16,8	10,7	9,8	19%	23%	24%	2,5%	3,9%	4,3%
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	248,3	7,7	5,2	5,8	1,3	1,0	1,0	11,7	7,0	7,8	16%	20%	18%	2,4%	2,6%	2,9%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>14,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,8</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,9%</b>
<b>SPOŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	19,4	5,3	5,5	5,1	0,5	0,5	0,5	26,5	-	14,2	10%	8%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	40,7	5,8	6,1	6,0	0,8	0,7	0,7	12,2	13,4	12,7	14%	12%	12%	3,5%	3,5%	3,7%
BASF	60,5	6,3	6,1	6,4	1,1	1,0	1,0	11,0	9,5	11,0	18%	16%	16%	3,5%	3,9%	4,0%
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	12,7	11,9	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	3,6	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	77,0	4,4	3,4	2,4	0,6	0,5	0,4	24,6	15,6	11,6	14%	16%	15%	3,9%	3,7%	4,0%
Tata Chemicals	336,8	7,5	7,3	6,0	1,4	1,2	1,1	11,9	11,6	9,9	19%	17%	18%	2,5%	2,7%	3,1%
Tessenderlo Chemie	25,7	5,5	5,0	4,8	0,4	0,5	0,4	33,7	11,6	10,9	8%	9%	9%	4,9%	5,2%	5,3%
Wacker Chemie	69,4	3,1	3,1	3,7	0,8	0,7	0,8	6,9	7,4	11,0	25%	23%	20%	3,3%	4,2%	3,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>13,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,0</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,3%</b>

## Wycena europejskich operatorów narodowych /27.01.2012/

	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 SPOŁKI</b>																
Netia	5,7	5,3	4,8	4,4	1,2	1,1	1,0	36,5	20,4	16,1	23%	24%	24%	0,0%	3,4%	4,9%
TPSA	17,4	5,9	4,2	5,0	1,8	1,8	1,9	-	12,0	19,4	30%	42%	38%	8,6%	12,0%	8,6%
<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>36,5</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	23,9	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	377,0	4,8	5,6	6,2	2,2	2,3	2,3	11,8	15,1	14,4	45%	41%	38%	10,4%	9,9%	9,4%
Hellenic Telekom	2,9	3,4	3,8	3,8	1,1	1,3	1,3	4,1	5,3	4,7	34%	33%	34%	5,5%	5,1%	6,7%
Matav	541,0	4,6	4,8	4,8	1,6	1,6	1,7	11,3	11,7	11,2	35%	34%	35%	10,4%	9,3%	9,6%
Portugal Telecom	4,0	3,9	2,5	2,4	1,5	0,9	0,8	9,5	7,1	7,0	39%	36%	35%	15,9%	22,7%	16,9%
Telecom Austria	9,0	4,5	4,9	5,1	1,6	1,7	1,7	12,7	20,5	16,5	35%	34%	33%	8,4%	7,4%	7,3%
<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>10,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,8</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,3%</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	8,8	4,4	4,7	4,9	1,4	1,5	1,5	11,1	11,9	12,1	31%	31%	31%	8,1%	8,0%	8,0%
FT	11,4	4,2	4,3	4,4	1,4	1,4	1,4	6,2	7,4	7,6	34%	33%	33%	12,3%	12,3%	12,3%
KPN	8,2	4,3	4,6	4,6	1,8	1,8	1,8	7,2	6,7	6,6	41%	40%	40%	9,7%	10,4%	11,0%
Swisscom	363,1	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	45,1	6,6	6,7	6,4	2,3	2,4	2,3	9,7	10,4	9,5	35%	35%	36%	5,6%	6,2%	6,7%
TI	0,8	4,5	4,2	4,2	1,9	1,7	1,7	6,5	6,2	6,3	42%	41%	41%	7,1%	8,5%	9,7%
<b>Mediana</b>		<b>4,6</b>	<b>4,6</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>7,6%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,9%</b>

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

## Wycena spółek IT /27.01.2012/

	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	21,9	7,3	7,1	6,4	0,1	0,1	0,1	6,8	9,0	7,8	2%	2%	2%	1,5%	1,1%	1,3%
ACTION	20,3	9,0	6,5	6,6	0,2	0,2	0,2	13,4	8,8	9,6	2%	3%	2%	4,1%	2,1%	2,3%
ASBIS	2,2	6,3	5,9	4,5	0,1	0,1	0,1	39,3	19,9	6,3	1%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	47,7	6,6	5,7	5,3	1,4	1,0	0,9	8,9	9,5	8,8	21%	18%	17%	3,1%	3,8%	3,4%
COMARCH	61,0	6,2	9,9	6,8	0,5	0,6	0,5	11,2	24,7	15,3	8%	6%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	7,4	7,4	5,3	4,2	0,1	0,1	0,1	19,3	10,4	6,9	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	1,9%
SYGNITY	18,9	-	6,1	4,9	0,4	0,4	0,4	-	58,9	12,7	-	7%	7%	7%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>12,3</b>	<b>10,4</b>	<b>8,8</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	56,4	10,6	9,1	8,2	1,7	1,4	1,3	21,5	16,7	14,9	16%	15%	16%	1,8%	1,7%	2,3%
Atos Origin	38,3	6,4	4,8	3,8	0,7	0,5	0,4	14,1	12,1	10,0	10%	10%	10%	0,4%	1,5%	1,8%
CapGemini	28,2	4,7	4,0	3,8	0,4	0,4	0,4	13,4	11,9	11,1	9%	9%	9%	3,2%	3,6%	3,8%
IBM	190,5	10,2	9,2	8,7	2,4	2,2	2,2	16,6	14,2	12,8	24%	24%	25%	1,3%	1,5%	1,6%
Indra Sistemas	10,6	6,3	6,3	6,1	0,8	0,7	0,7	8,3	9,2	9,3	12%	12%	11%	6,1%	6,2%	6,3%
LogicaCMG	0,8	4,6	5,2	4,9	0,4	0,4	0,4	6,5	8,3	7,3	9%	7%	8%	5,0%	5,7%	5,8%
Microsoft	29,2	7,9	6,8	6,4	3,3	2,9	2,7	14,2	11,3	10,6	42%	43%	43%	1,8%	2,0%	2,6%
Oracle	28,4	11,2	8,1	7,9	5,2	3,9	3,8	17,6	13,0	12,1	47%	49%	48%	0,7%	0,6%	0,8%
SAP	45,3	13,9	11,1	10,7	4,6	4,0	3,7	20,8	16,4	15,1	33%	36%	35%	1,3%	1,6%	1,7%
TietoEnator	11,7	5,5	4,7	4,7	0,5	0,5	0,5	10,1	10,7	10,1	10%	11%	11%	4,5%	5,7%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>14,2</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>2,5%</b>

## Wycena spółek mediowych /27.01.2012/

	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	11,5	3,1	2,9	2,8	0,5	0,4	0,3	8,1	10,2	11,5	15%	13%	12%	4,3%	4,3%	4,3%
CYFROWY POLSAT	12,9	14,4	9,6	7,4	3,9	2,8	2,3	13,4	13,9	11,2	27%	29%	30%	4,4%	0,0%	3,6%
TVN	10,7	9,8	9,8	8,2	2,4	2,4	2,1	-	-	12,8	25%	24%	26%	2,9%	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%	11,1%
Axel Springer	36,0	7,1	6,3	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	7,3	1,3	1,3	1,3	9,3	9,3	9,2	19%	18%	18%	3,5%	3,9%	4,1%
Gruppo Editorial	1,1	4,0	3,7	3,7	0,7	0,7	0,7	8,4	7,5	7,4	17%	18%	18%	6,7%	7,6%	7,9%
Mccloatchy	2,4	5,6	6,4	6,9	1,5	1,7	1,7	3,9	4,4	5,9	27%	26%	25%	0,0%	0,0%	0,0%
Naspers	384,3	23,4	20,8	21,5	5,6	4,9	4,2	27,4	21,9	21,1	24%	24%	20%	0,6%	0,8%	0,9%
New York Times	7,9	4,4	4,7	4,7	0,7	0,7	0,7	11,4	12,8	11,9	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	2,2	11,3	9,1	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
SPIR Comm	23,7	5,7	5,7	3,7	0,2	0,2	0,2	-	-	20,8	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>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>2,4%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	5,0	7,7	9,2	10,1	1,5	1,5	1,5	9,7	11,3	12,5	20%	16%	15%	8,1%	7,4%	6,5%
CETV	135,9	14,5	9,4	7,8	2,1	1,8	1,7	-	-	-	15%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevision Telecinco	4,4	8,2	9,5	11,1	2,1	1,8	1,7	7,4	11,1	12,8	26%	18%	16%	8,2%	8,1%	7,4%
ITV PLC	0,8	7,9	7,0	6,8	1,6	1,6	1,5	14,3	10,8	10,4	20%	22%	23%	0,5%	1,8%	3,0%
M6-Metropole Tel	12,9	4,2	4,3	4,5	0,9	0,9	0,9	10,9	10,7	11,1	21%	22%	21%	7,3%	7,8%	7,6%
Mediaset SPA	2,3	5,0	4,1	4,1	1,2	1,2	1,2	6,1	8,7	9,3	23%	28%	28%	14,4%	10,4%	10,0%
RTL Group	73,6	9,0	8,4	8,5	2,0	1,9	1,9	17,5	16,0	15,5	22%	22%	22%	6,1%	6,9%	7,3%
TF1-TV Francaise	8,6	6,0	5,2	5,4	0,7	0,7	0,7	13,9	10,2	10,5	12%	14%	13%	5,3%	7,2%	7,1%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,8</b>	<b>11,1</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,2%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	6,8	11,2	9,5	8,3	2,2	2,1	1,9	22,3	16,9	13,8	20%	22%	23%	2,8%	3,2%	3,7%
Canal Plus	4,2	3,1	3,0	2,9	0,2	0,1	0,1	13,2	12,4	12,1	5%	5%	5%	6,4%	6,9%	6,9%
Cogeco	47,0	6,3	5,7	5,2	2,5	2,3	2,2	19,3	13,8	9,8	39%	41%	42%	1,2%	1,5%	2,1%
Comcast	26,3	6,7	5,3	5,0	2,6	1,7	1,6	20,9	17,3	14,1	39%	32%	32%	1,4%	1,7%	1,8%
Liberty Global	45,6	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	19,7	7,3	6,1	5,7	3,3	2,6	2,4	15,2	12,6	11,7	46%	43%	43%	4,4%	4,6%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>17,2</b>	<b>13,2</b>	<b>12,1</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 /27.01.2012/

	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	133,9	3,9	1,5	2,8	1,5	0,9	1,1	5,9	2,5	7,8	39%	57%	40%	11,1%	11,1%	14,9%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	27,0	4,2	3,5	3,1	1,7	1,4	1,3	6,8	5,3	4,6	40%	41%	41%	2,0%	2,7%	3,1%
BHP Billiton	21,8	4,9	3,2	3,0	2,3	1,7	1,6	9,3	5,2	5,2	48%	53%	53%	3,9%	4,4%	5,0%
Freeport-MCMOR	46,1	4,7	4,6	4,6	2,5	2,2	2,2	10,4	9,5	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%	2,5%	3,2%	3,4%
Southern Peru	36,1	10,5	7,8	7,4	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>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>9,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>48%</b>	<b>49%</b>	<b>48%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,4%</b>

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

## Wycena spółek budowlanych /27.01.2012/

	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	82,0	0,7	4,3	4,9	0,1	0,3	0,3	7,8	8,8	8,7	8%	6%	5%	8,3%	11,1%	5,7%
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	18,8	4,7	-	4,4	0,1	0,2	0,2	19,5	-	6,9	3%	-	4%	2,7%	1,3%	0,0%
Mostostal Wa-wa	19,0	0,7	6,3	2,8	0,0	0,1	0,1	6,1	20,3	8,2	5%	2%	3%	9,4%	2,9%	1,5%
PBG	80,0	6,1	8,1	5,8	0,7	0,8	0,5	5,1	5,8	5,3	12%	10%	8%	1,8%	1,8%	1,8%
Polimex Mostostal	1,7	4,3	5,8	4,9	0,3	0,3	0,3	7,3	11,5	7,6	7%	5%	6%	2,3%	0,0%	0,0%
Rafako	8,0	5,0	3,3	3,0	0,3	0,3	0,2	12,8	8,0	9,1	6%	8%	7%	3,8%	7,1%	0,0%
Trakcja Tiltra	1,2	-	4,2	3,4	-	0,3	0,2	6,0	3,9	3,6	-	8%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ulma Construccoon	60,6	5,0	3,4	3,5	2,4	1,7	1,6	31,1	9,3	10,0	48%	50%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	6,3	6,3	8,7	5,1	0,3	0,4	0,4	9,4	10,9	5,2	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>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>9,4</b>	<b>9,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	10,2	9,9	8,4	7,4	0,9	0,8	0,7	17,3	15,2	13,2	9%	10%	10%	2,0%	2,9%	3,3%
BILFINGER	70,5	10,5	9,9	9,5	0,6	0,6	0,6	12,7	14,3	13,2	6%	6%	7%	3,4%	4,1%	3,7%
EIFFAGE	23,5	8,4	8,0	7,6	1,2	1,1	1,1	8,8	9,3	8,1	14%	14%	15%	5,2%	5,1%	5,2%
HOCHTIEF	50,9	4,7	5,8	3,8	0,3	0,3	0,3	15,3	-	12,2	6%	4%	7%	3,3%	3,0%	5,3%
NCC	139,0	7,1	7,3	5,7	0,3	0,3	0,3	12,3	13,4	9,7	5%	4%	5%	4,5%	6,7%	7,4%
SKANSKA	119,0	6,7	7,3	7,4	0,4	0,4	0,4	14,0	12,1	14,8	5%	5%	5%	4,9%	5,1%	5,2%
STRABAG	22,6	4,0	3,7	3,7	0,2	0,2	0,2	14,8	13,1	12,7	5%	5%	5%	2,3%	2,8%	2,9%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>14,0</b>	<b>13,3</b>	<b>12,7</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,2%</b>

## Wycena spółek deweloperskich /27.01.2012/

	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	9,0	25,5	9,3	0,7	0,7	0,6	13,6	16,2	5,0	42%	24%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	31,3	13,2	9,7	7,8	1,0	0,9	0,9	19,0	10,6	8,9	12%	16%	14%	2,6%	2,9%	5,7%
Echo Investment	4,0	19,9	9,4	6,6	0,9	0,8	0,7	11,4	8,5	4,1	40%	92%	113%	0,0%	0,0%	0,0%
GTC	10,2	15,8	8,4	6,9	0,5	0,5	0,4	12,6	4,8	3,0	66%	127%	159%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	7,3	5,9	13,8	13,4	0,9	0,8	0,8	4,3	15,4	12,2	25%	22%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	19,6	9,8	10,9	13,8	0,8	0,8	0,7	9,7	11,1	11,0	19%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	17,0	21,7	11,1	14,4	0,3	0,3	0,3	7,3	6,6	5,6	28%	31%	22%	5,1%	1,9%	3,0%
Robyng	1,3	14,3	62,8	5,7	0,8	0,8	0,7	10,2	37,7	4,3	17%	9%	25%	0,0%	5,6%	1,1%
<b>Mediana</b>		<b>13,7</b>	<b>11,0</b>	<b>8,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>10,8</b>	<b>10,9</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	37,2	18,4	17,5	16,5	0,8	0,8	0,8	13,0	12,8	12,2	78%	83%	82%	7,1%	7,4%	7,5%
DEUTSCHE EUROSHOP	26,1	21,3	16,3	14,9	1,1	1,0	1,1	18,7	19,2	17,0	87%	87%	87%	4,2%	4,3%	4,5%
HAMMERSON	3,9	19,3	18,9	18,4	1,0	0,8	0,7	19,8	19,8	19,3	80%	77%	77%	4,1%	4,2%	4,3%
KLEPIERRE	23,4	16,8	16,1	15,6	1,1	0,9	1,0	15,0	12,4	12,7	84%	85%	85%	5,4%	5,9%	6,0%
SPARKASSEN IMMO	4,3	19,7	15,8	15,3	0,6	0,6	0,6	58,9	18,3	14,8	47%	48%	48%	0,0%	3,1%	3,5%
UNIBAIL-RODAMCO	146,9	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>17,5</b>	<b>16,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>16,3</b>	<b>17,4</b>	<b>13,8</b>	<b>79%</b>	<b>80%</b>	<b>80%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,0%</b>

## Wycena spółek sektora elektromaszynowego /27.01.2012/

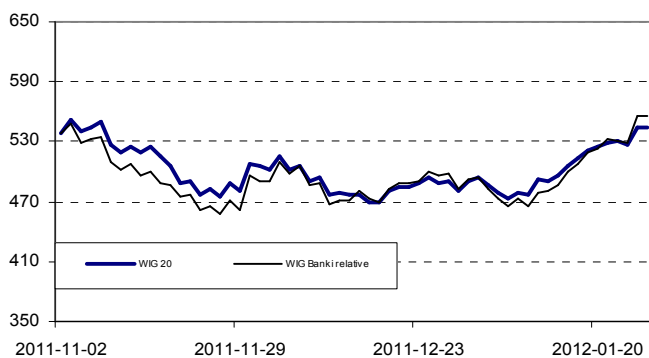
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	3,1	12,5	6,2	5,7	2,3	2,0	1,7	20,0	14,5	12,1	18%	32%	30%	0,0%	5,9%	0,0%
KOPEX	23,1	12,3	8,3	6,7	1,0	1,0	1,0	51,6	12,5	12,1	8%	12%	14%	0,0%	0,0%	0,8%
<b>Mediana</b>		<b>12,4</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>35,8</b>	<b>13,5</b>	<b>12,1</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	166,5	13,0	10,7	10,5	3,1	2,6	2,5	20,4	15,8	15,7	24%	25%	24%	2,6%	2,9%	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	5,1	4,2	3,7	2,1	1,9	1,7	15,4	11,1	9,0	41%	46%	46%	1,4%	7,4%	5,6%
Industrea	1,2	5,5	4,9	4,0	1,9	1,7	1,4	8,0	7,9	6,4	34%	34%	35%	3,0%	3,0%	4,6%
Joy Global	93,1	13,1	9,5	7,5	2,8	2,1	1,8	22,3	15,7	12,7	21%	23%	23%	0,8%	0,8%	0,8%
Sandvik	100,6	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>11,2</b>	<b>9,0</b>	<b>7,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>19,2</b>	<b>13,9</b>	<b>11,4</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,4%</b>

## Wycena spółek sektora papierniczego /27.01.2012/

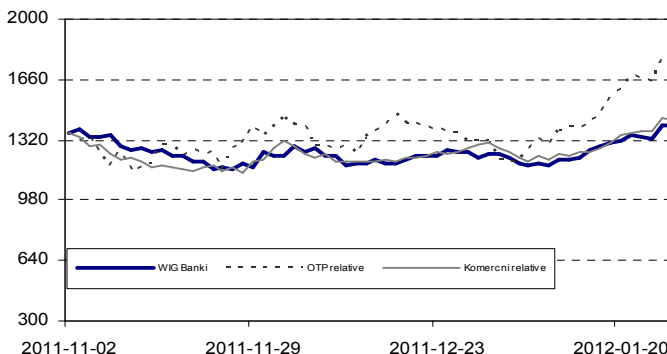
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	62,5	7,4	5,1	6,3	1,6	1,1	1,2	12,5	7,6	9,2	22%	22%	19%	0,0%	0,0%	13,2%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	61,0	4,3	4,1	5,3	0,8	0,7	0,8	9,1	8,5	12,9	18%	18%	15%	4,6%	5,8%	5,4%
Holmen	206,5	9,3	7,1	7,5	1,4	1,3	1,3	23,7	13,1	14,9	15%	18%	17%	3,4%	-	-
INTL Paper	31,0	6,2	5,6	5,6	0,8	0,8	0,8	15,3	10,1	10,3	13%	14%	14%	1,3%	3,2%	3,5%
M-Real	1,8	4,5	8,7	6,9	0,5	0,5	0,6	8,5	-	14,3	12%	6%	9%	0,9%	0,4%	1,6%
Norske Skog	7,0	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	7,9	7,2	7,5	28%	27%	27%	8,5%	7,2%	7,7%
Stora Enso	6,6	5,8	5,6	6,2	0,7	0,7	0,7	8,9	10,3	11,7	13%	12%	11%	3,8%	4,2%	4,5%
Svenska	114,1	7,5	8,0	7,3	1,1	1,1	1,1	12,9	13,6	12,1	15%	14%	15%	3,5%	3,7%	3,9%
UPM-Kymmene	10,0	5,9	6,0	5,8	1,0	0,9	0,8	10,5	10,7	12,0	16%	14%	14%	4,7%	5,7%	5,6%
<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>9,8</b>	<b>10,3</b>	<b>12,0</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,2%</b>

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

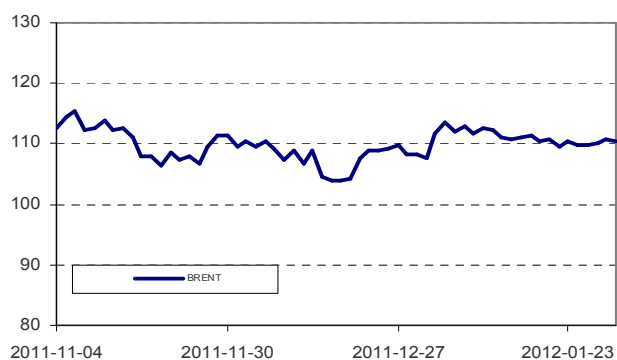
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



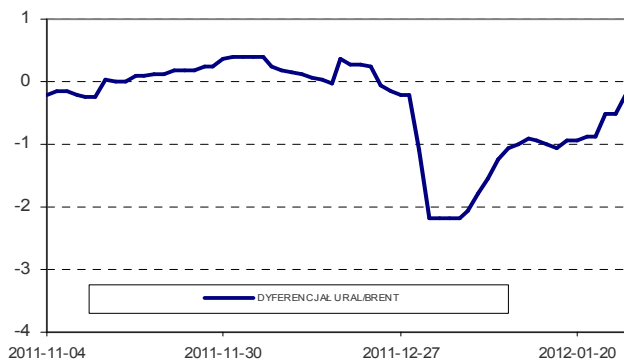
Relatywne zmiany OTP i Komercni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



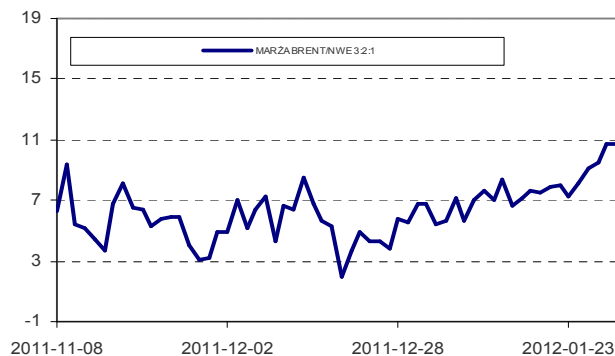
BRENT (USD/brk)



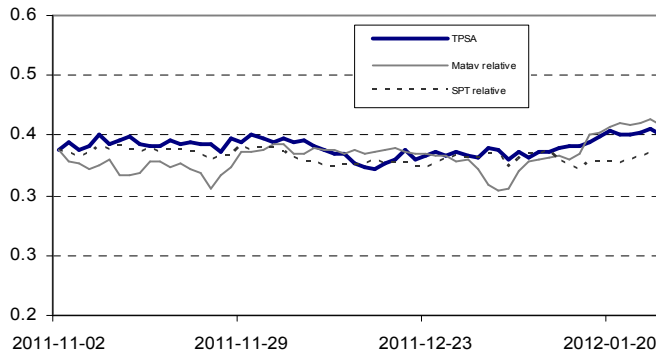
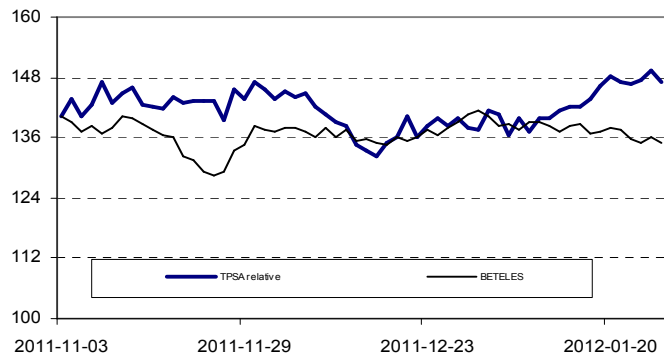
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



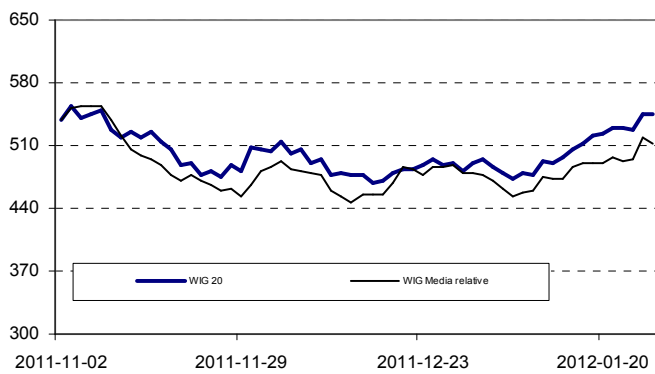
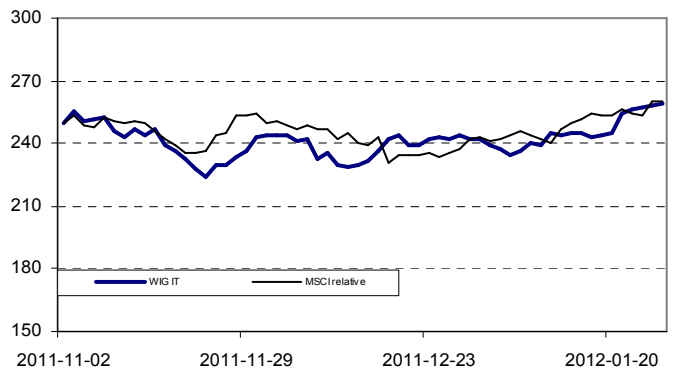
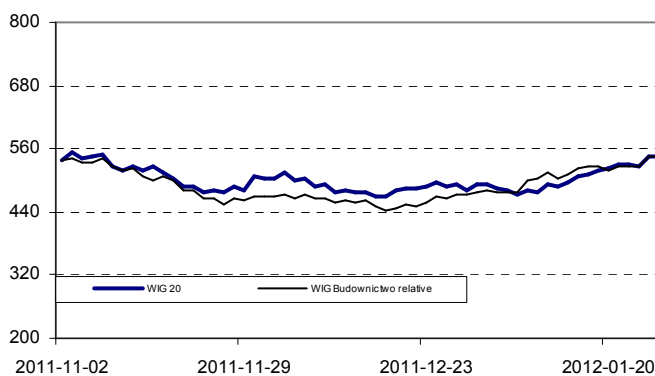
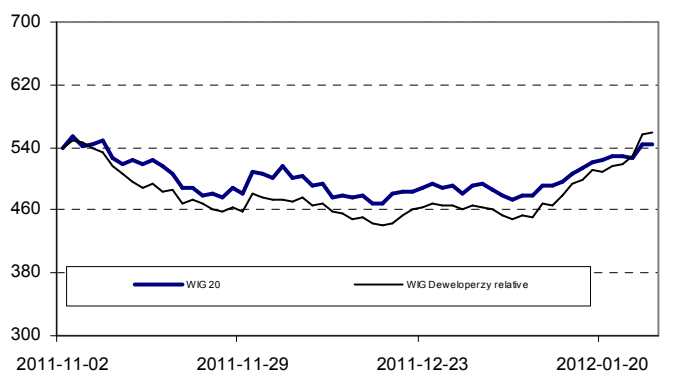
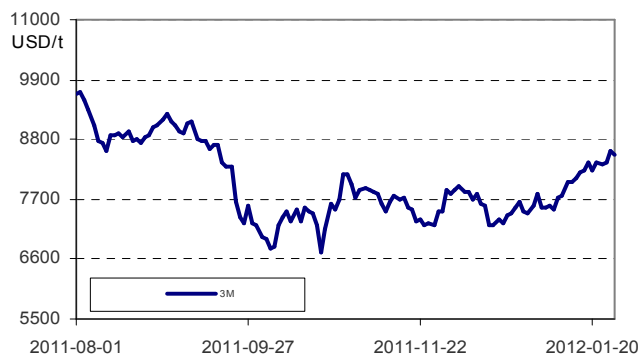
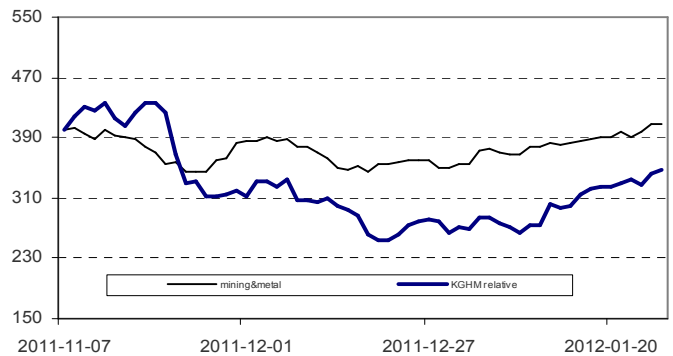
Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)



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



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

**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 księgowa) - 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, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, 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, Ergoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin 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.