



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	12 716,5	+0,66%	FTSE 100	5 790,7	+1,92%	Miedź (LME)	8 440,0	+1,44%
S&P 500	1 324,1	+0,89%	WIG20	2 363,6	+1,35%	Ropa (Brent)	110,6	-0,17%
NASDAQ	2 848,3	+1,22%	BUX	19 148,6	+1,36%	USD/PLN	3,18	-1,41%
DAX	6 616,6	+2,44%	PX	983,3	+1,24%	EUR/PLN	4,19	-0,73%
CAC 40	3 367,5	+2,09%	PLBonds10	5,54	-0,77%	EUR/USD	1,32	+0,59%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Cyfrowy Polsat

Trzymaj - z dn. 13.10.11  
Cena docelowa: 14,80 PLN  
**TVN**  
Trzymaj - z dn. 05.12.11  
Cena docelowa: 10,30 PLN

### Oglądalność stacji telewizyjnych w grudniu

Całodobowa oglądalność Polsatu wzrosła w grudniu z 14,4% do 15,4%. W tym samym czasie oglądalność kanału TVN spadła z 14,4% do 13,4%. Udział TVP1 spadł z 20,1% do 17,1%, a TVP2 z 14,5% do 13,2%. W skali całej Grupy Polsat oglądalność wzrosła z 17,7% do 19,3%, a w Grupie TVN z 19,8% do 19,9%. **Utrzymuje się trend spadku oglądalności dużych stacji telewizyjnych, któremu póki co opiera się tylko Polsat dzięki poszerzonemu zasięgowi. Spadek udziału największych grup telewizyjnych w oglądalności widoczny jest zwłaszcza w grupie komercyjnej.** (P. Grzybowski)

### Budownictwo

### 20 firm dopuszczonych do składania oferty na budowę odcinka S8

Z 22 konsorcjów, które złożyły wnioski o dopuszczenie do udziału w przetargu na budowę drogi S8, GDDKiA dopuściła 20. Szacowana wartość odcinka S8 Powązkowska-w.Modlińska to ponad 1 mld PLN. GDDKiA przygotowuje się do rozpoczęcia sześciu przetargów za 1,1 mld PLN, w tym: obwodnica Leżajska, Szczuczyna, Nowego Miasta Lubawskiego. Rozpisanie kolejnych przetargów zależy od zgody rządu na zagospodarowanie przez GDDKiA oszczędności, sięgających blisko 2 mld PLN. Zdaniem prezesa Budimexu, GDDKiA w 2012 roku rozstrzygnie przetargi za 4 mld PLN, zaś samorządy (zlecenia drogowe) – za 800 mln PLN. **Uważamy, że a) liczba firm zainteresowanych budową dróg spadnie (rezygnacja części firm z działalności w segmencie), b) stanie się to pod koniec 2012 roku, kiedy firmy te zakończą obecnie realizowane odcinki dróg i zrestrukturyzują zatrudnienie, c) wartość przetargów możliwych do rozstrzygnięcia przez GDDKiA może być większa i sięgać 5-8 mld PLN (możliwe przesunięcie środków z kolei na drogi).** (M. Stokłosa)

### Mostostal Zabrze

### Korzystne decyzje sądów

Sąd Apelacyjny w Katowicach zdecydował o możliwości dalszego prowadzenia windykacji z majątku spółki Reliz kwoty 34 mln PLN. Sąd Okręgowy w Katowicach nie uwzględnił powództwa Reliz i nie zwolnił z egzekucji budynku Altus, który należy do spółki Reliz. Następnym krokiem ma być wystawienie na sprzedaż głównego aktywa Reliz, czyli budynku Altus. Środki ze sprzedaży budynku mają zaspokoić roszczenia Mostostalu. **Wiadomość pozytywna. Sprawa wygląda następująco – biurowiec Altus, główne aktywo spółki Reliz, blisko 10 lat temu przejął od Mostostalu Kredyt Bank – zdaniem Mostostalu po zaniżonej cenie. Mostostal po latach uzyskał decyzję sądu o możliwości egzekucji należności z tego tytułu – sporna kwota to 34 mln PLN + odsetki ustawowe, co razem daje aż blisko 90 mln PLN (aż 37% kapitalizacji spółki). Kredyt Bank, będący właścicielem spółki Reliz, blokował postępowanie, m.in. zgłaszając się do sądu jako poszkodowany – którego to zgłoszenia Sąd Okręgowy w Katowicach nie uznał. Następnym krokiem jest sprzedaż budynku, co ma zaspokoić roszczenia Mostostalu. W pierwszej kolejności zaspokojony będzie Bank, a w drugiej Mostostal (spółka ma specyficzną strukturę finansowania – kapitały własne ~0, całość finansowania z pożyczek Kredyt Banku).** (M. Stokłosa)

### Deweloperzy mieszkaniowi

### REAS o rynku mieszkaniowym w Q4 2011

W Q4 2011 na sześciu największych rynkach mieszkaniowych w Polsce wprowadzono do oferty ponad 7,3 tys. mieszkań (-17,5% q/q oraz -14% r/r). Liczba umów przedwstępnych wzrosła o ponad 8% q/q i wyniosła prawie 7,4 tys. Oferta utrzymała się na poziomie zbliżonym do Q3 2011, czyli wyniosła około 48 tys. mieszkań. **Powyższe dane potwierdzają, że popyt na mieszkania w Q4 2011 był wysoki nie tylko wśród deweloperów giełdowych. Silny wzrost sprzedaży w Q4 mógł być efektem wprowadzenia od stycznia niekorzystnych dla klientów zapisów rekomendacji S. Spodziewamy się wyraźnego spadku sprzedaży mieszkań w Q1 2012.** (P. Zybala)

**J.W. Construction**

Redukuj - z dn. 23.01.12  
Cena docelowa: 6,10 PLN

**Podpisanie aneksu do umowy nabycia gruntu przy ul. Kasprzaka**

JWCH zawarła aneks do umowy z VIS Investments, w którym strony potwierdziły dalsze obowiązywanie umowy, przedłużając do dnia 29 lutego 2012 r. termin na spełnienie się warunku, dotyczącego wejścia w życie miejscowego planu zagospodarowania terenu. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. (P. Zybala)**

**LPP**

Akumuluj - z dn. 29.12.11  
Cena docelowa: 2 300 PLN

**Bardzo dobre dane za styczeń**

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży osiągnięte w styczniu 2012 wyniosły 236 mln PLN i były wyższe r/r o 28%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła ok. 45% i była wyższa od zrealizowanej w styczniu 2011 o ok. 1 pp. **Wiadomość pozytywna. Wysoka dynamika sprzedaży kontynuuje trend z 2011. Pozytywna jest wiadomość o wzroście marży, co oznacza, że sprzedaż realizowana jest albo przy mniejszych wyprzedzeniach r/r lub z większą ilością sprzedaży nowej kolekcji z pełną marżą. Pomogła tu również niska baza, w pierwszych miesiącach 2011 marża procentowa była niższa r/r o -3/-2p.p. (G. Borowska)**

**NFI EMF**

Trzymaj - z dn. 29.12.11  
Cena docelowa: 8,8 PLN

**UOKiK wszczął postępowanie wyjaśniające w Empiku**

Kontrolerzy przeszukali siedzibę spółki i zabezpieczyli dokumenty w ramach postępowania wyjaśniającego. Wg PB chodzi o konflikt Empiku z wydawcami, którzy mają problemy z płynnością przez długie terminy płatności narzucane przez Empik. Wg gazety zwykle po ok. 2-3 tygodniach od kontroli zapada decyzja czy postępowanie będzie umorzona, czy prowadzone dalej w sprawie czy przeciw spółce. **Trudne relacje z wydawcami ujawniają się w spółce zwykle pod koniec roku. Tak było w 2011, kiedy w prasie pojawiły się artykuły o trudnościach w płatności zobowiązań Empiku. Wydawcy zagrozili też spółce wpisem do KRD i wstrzymaniem dostaw. Spółka porozumiała się z nimi do końca 2011. (G. Borowska)**

**NG2**

Kupuj - z dn. 29.12.11  
Cena docelowa: 54,0 PLN

**Wysoka dynamika sprzedaży za styczeń**

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży za styczeń wyniosły 66,2 mln PLN i były wyższe r/r o 59,9%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za miesiąc styczeń wyniosły 59,4 mln PLN i były wyższe r/r o 63,2%. **Wiadomość pozytywna. Spółka już na łamach prasy zapowiadała kilkudziesięcioprocentowy wzrost sprzedaży w styczniu. W styczniowej sprzedaży pomagają: (i) niska baza (w styczniu 2011 dynamika r/r wyniosła -27%), (ii) duża szerokość asortymentu oraz (iii) zimowa pogoda. Dodatkowo w sprzedaży pomagają spółce głębsze niż w poprzednim roku wyprzedzenie, przez co marże jednostkowe są niższe r/r. Zarząd wspominał też w prasie o tym, że przy dobrej sprzedaży w 1Q 2012 spodziewa się zysku netto na koniec kwartału (w 1Q 2011 miała -6,2 mln PLN straty). (G. Borowska)**

**Pozostałe wiadomości ze spółek****ABC Data**

ABC Data ocenia, że szacunkowy zysk netto grupy w '11 wyniósł 70 mln zł. ABC Data szacuje, że zysk netto grupy w 2011 przekroczył prognozowane wcześniej 46 mln zł i wyniósł 70 mln zł z uwzględnieniem transakcji wniesienia do spółki zależnej aportu w postaci zorganizowanej części przedsiębiorstwa, a prognozowany zysk netto bez uwzględnienia tej transakcji wyniósł 47,2 mln zł.

**Azoty Tarnów**

Ograniczenie dostaw gazu do ZCh Police nie wpłynie na wyniki grupy Azoty Tarnów. Ograniczenie dostaw gazu do ZCh Police nie wpłynie na wyniki grupy Azoty Tarnów. Spółka spodziewa się, że nadrobi braki w sprzedaży amoniaku jeszcze w pierwszym kwartale tego roku.

**Helio**

Helio spodziewa się utrzymania w II poł. roku 2011/2012 jednocyfrowej dynamiki wzrostu sprzedaży z I półrocza. Dodatni wynik netto w całym roku nie jest zagrożony, jednak spółka nie zbliży się do poziomów z roku 2009/2010, gdy zysk netto sięgnął 8,23 mln zł. Spółka cały czas szuka podmiotu do przejęcia.

**Hygienika**

Hygienika skupi do 2 mln akcji własnych. Spółka przeznaczy na ten cel do 4 mln zł. Upoważnienie zarządu do kupowania akcji własnych obejmuje okres od 31 stycznia 2012 r. do 31 stycznia 2014 r.

**Pelion**

Grupa Pelion ocenia, że w 2011 roku rosła szybciej niż rynek. Grupa poprawiła swoją pozycję rynkową we wszystkich obszarach prowadzonej działalności.

Pelion w kolejnych latach chce kontynuować politykę dzielenia się zyskiem w postaci dywidendy jak i buy backu. Proporcja w wykorzystaniu tych dwóch narzędzi będzie zależała od sytuacji na rynku kapitałowym.

Pelion nie obawia się istotnego wpływu ustawy refundacyjnej na jej wyniki w 2012 rok. Dynamika rynku farmaceutycznego w I kwartale może być niższa niż zazwyczaj w tym okresie, ale w kwietniu popyt na leki może się zwiększyć.

**Petrolinvest**

Walne zgromadzenie Petrolinvestu uchwaliło warunkowe podwyższenie kapitału o kwotę do 600 mln zł.

<b>PGNiG, PKN, Puławy, Police</b>	PGNiG, na wniosek Gaz-Systemu, ogranicza dostawy gazu do ZCh Police, PKN Orlen i ZA Puławy. PGNiG, na wniosek Gaz-Systemu, wprowadziło ograniczenia w dostawach gazu od 31 stycznia 2012 roku do Zakładów Chemicznych Police, a od 1 lutego do PKN Orlen i Zakładów Azotowych Puławy. Gaz System uzasadnił konieczność wprowadzenia ograniczeń dla odbiorców "spodziewanym wzrostem zapotrzebowania na gaz ziemny wysokometanowy do poziomu przekraczającego 70 mln m <sup>3</sup> /dobę i zagrożeniem niezbilansowania systemu przesyłowego".
<b>PKN</b>	Marża rafineryjna w styczniu 2012 roku wzrosła do 4,7 USD na baryłce. Modelowa marża rafineryjna w styczniu 2012 roku wzrosła do 4,7 USD na baryłce z 1,5 USD w grudniu. Rok wcześniej w styczniu marża wynosiła 1,7 USD. Dyferencjał Ural/Brent wyniósł 1,0 USD wobec 0,1 USD na baryłce w grudniu i 2,6 USD w styczniu zeszłego roku.
<b>PKN Orlen</b>	Ograniczenia w dostawach gazu nie mają wpływu na operacyjne funkcjonowanie aktywów produkcyjnych PKN Orlen.
<b>PKN, Lotos</b>	Liczymy na decyzje ws. rurociągu Odessa-Brody-Płock w 2012 r. Aby w 2016 r. do Polski mogła popłynąć kaspijska ropa, decyzje polityczne w sprawie budowy rurociągu Odessa-Brody-Płock powinny zapaść w 2012 r.
<b>Police</b>	ZCh Police przez ograniczenie dostaw gazu z PGNiG zmniejszą produkcję amoniaku o 35 proc. W wyniku ograniczenia dostaw gazu Zakłady Chemiczne Police zmniejszą wielkość produkcji amoniaku na dwóch liniach produkcyjnych łącznie o 35 proc. bez konieczności wyłączenia instalacji. Tym samym ograniczeniu ulegnie sprzedaż amoniaku do odbiorców zewnętrznych.
<b>Puławy</b>	Puławy szacują, że ograniczenie przez PGNiG dostaw gazu do spółki wynosi ok. 5 proc.
<b>Rynek, Giełdy</b>	Komisja Europejska zablokowała w środę planowane połączenie niemieckiej Deutsche Boerse z giełdą nowojorską (NYSE Euronext), w wyniku którego powstałaby największa giełda na świecie.
<b>Stalprodukt, KGHM</b>	Stalprodukt jako jedyny złożył ofertę wiążącą na kupno 86,92 proc. akcji Zakładów Górniczo-Hutniczych Bolesław. Oferty nie złożył KGHM, który był na krótkiej liście.
<b>Tauron</b>	Spółka Tauron Wytwarzanie planuje zmniejszenie zatrudnienia. Skupiająca dziewięć elektrowni i elektrociepłowni spółka Tauron Wytwarzanie planuje w tym roku zmniejszenie zatrudnienia, m.in. w formie dobrowolnych odejść pracowników za odprawą, przenoszenia do innych spółek czy świadczeń przedemerytalnych.
<b>Trakcja, ZUE, Budownictwo</b>	Budowa większości dróg, torów i dworców na Euro 2012 jest bardzo opóźniona. Zgodnie z harmonogramem realizowane są zaledwie dwie z dziesięciu inwestycji kolejowych. Kilka odcinków autostrad uznano za niemożliwe do skończenia o czasie.
<b>Wasko</b>	MSP przyznało Wasko wyłączność negocjacyjną ws. zakupu akcji Centralnego Ośrodka Informatyki Górnictwa (COIG).

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>ABC Data</b>	Spółka nabyła 1 lutego 40 502 akcje własne po średniej cenie 2,61 PLN za akcję.
<b>Alchemia</b>	Spółka nabyła 1 lutego 18 544 akcje własne po średniej cenie 5,04 PLN za akcję.
<b>Bakalland</b>	Spółka nabyła 31 stycznia 865 akcji własnych po średniej cenie 4,89 PLN za akcję.
<b>Benefit</b>	Aplico OFE zmniejszył udział w KZ do 4,70% z 5,53% wcześniej. Generali OFE zmniejszył 27 stycznia udział w KZ do 4,42% z 5,28% wcześniej.
<b>Colian</b>	Spółka nabyła 31 stycznia 22 847 akcji własnych po średniej cenie 2,84 PLN za akcję.
<b>Ferrum</b>	Spółka nabyła 1 lutego 5 tys. akcji własnych po średniej cenie 9,40 PLN za akcję.
<b>Integer.PI</b>	Prezes zarządu nabył 31 stycznia 350 akcji spółki po średniej cenie 129,33 PLN za akcję.
<b>JSW</b>	W wyniku programu nieodpłatnego nabywania akcji przez pracowników spółki, udział MSP w KZ zmniejszył się do 57,18% z 58,25% wcześniej.

**Lentex**

Udział Krzysztofa Moski w KZ zmniejszył się do 18,53% z 20,02% wcześniej w wyniku podwyższenia kapitału.  
EBOiR objął akcje nowej emisji, zwiększając udział w KZ do 5,64%.

**Skotan**

NFI Krezus zwiększył 1 lutego udział w kapitale zakładowym do 5,05% z 4,51% wcześniej.

**Kalendarium spółek****Poniedziałek /06.02.12/**

BANK HANDLOWY	Publikacja wyników za 4Q2011 r.
ECHO INVESTMENT	Publikacja wyników za 4Q2011 r.

**Środa /08.02.12/**

BRE Bank	Publikacja wyników za 4Q2011 r.
ECHO	Pierwszy dzień zapisów na sprzedaż akcji spółki w wezwaniu Park Postępu-Projekt Echo-93.
PZU	NWZ ws. zmian w statucie spółki.

**Kalendarium makro****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
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	50,9	50,4
9:50	Francja	Indeks PMI usług	Styczeń	44,2	44,5
9:55	Niemcy	Indeks PMI usług	Styczeń		50,3
10:00	UE	Indeks PMI usług	Styczeń		52,4
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	53,25	54
11:00	UE	Sprzedaż detaliczna	Grudzień	0,25% m/m	-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	17 tys. m/m	23 tys. m/m
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	Styczeń	163,33 tys. m/m	200 tys. m/m
14:30	USA	Stopa bezrobocia	Styczeń	8,5%	8,5%
16:00	USA	Indeks ISM dla branż poza przemysłowych	Styczeń	52,83	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

**Środa /08.02.12/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
0:50	Japonia	Bilans obrotów kapitałowych	Grudzień		5,4 mld
0:50	Japonia	Bilans obrotów bieżących	Grudzień		138,5 mld
0:50	Japonia	Bilans obrotów finansowych	Grudzień		7699,3 mld
	Japonia	Indeks zaufania konsumentów	Styczeń		38,2



## 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	1,97	-21,3%	5,0	16,3		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-01-19	73,95	72,00	77,10	-6,6%	14,3	13,9		
ING BSK	Trzy maj	2012-01-19	80,70	80,00	83,00	-3,6%	12,2	12,6		
KREDYT BANK	Redukuj	2012-01-19	9,61	9,10	11,05	-17,6%	9,3	13,3		
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	161,00	-16,1%	14,7	15,4		
PKO BP	Akumuluj	2012-01-19	32,89	35,00	35,50	-1,4%	11,9	13,2		
<b>Ubezpieczyciele</b>										
PZU	Akumuluj	2012-01-23	327,00	345,00	341,20	1,1%	12,3	12,6		
<b>Usługi finansowe</b>										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	42,70	24,1%	11,2	9,6		
<b>Paliwa, Chemia</b>										
CIECH	Kupuj	2012-01-16	17,35	21,50	19,40	10,8%	73,7	14,3	5,5	5,1
LOTOS	Trzy maj	2012-01-16	21,80	21,60	26,50	-18,5%	4,7	8,2	6,0	8,2
PGNiG	Redukuj	2012-01-16	4,04	3,69	3,83	-3,7%	17,6	23,4	9,0	7,8
PKN ORLEN	Trzy maj	2011-11-17	39,25	39,00	37,75	3,3%	3,9	13,5	3,9	6,3
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9,62	10,00	10,15	-1,5%	3,2	10,0	3,0	5,7
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2011-09-26	85,00	85,54	93,50	-8,5%	10,1	9,9	5,5	5,2
<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	20,50	12,5%	6,5	8,6	4,5	4,5
TAURON	Kupuj	2012-01-02	5,35	7,44	5,47	36,0%	7,5	7,1	4,5	4,1
<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	17,10	1,8%	11,8	19,0	4,1	4,9
<b>Media</b>										
AGORA	Kupuj	2012-01-23	10,66	15,30	12,55	21,9%	11,2	12,6	3,2	3,2
CINEMA CITY	Kupuj	2011-10-21	26,80	33,50	31,35	6,9%	17,2	13,2	8,3	6,8
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15,35	14,80	13,70	8,0%	14,7	11,9	10,0	7,8
TVN	Trzy maj	2011-12-05	10,13	10,30	11,08	-7,0%	-	13,3	9,9	8,4
<b>IT</b>										
AB	Akumuluj	2012-01-23	20,20	22,50	22,10	1,8%	9,1	7,9	7,2	6,5
ACTION	Trzy maj	2012-01-23	19,89	18,10	20,63	-12,3%	8,9	9,7	6,5	6,7
ASBIS	Kupuj	2012-01-23	2,05	2,47	2,40	2,9%	22,4	7,1	6,2	4,8
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	47,65	36,4%	9,5	8,8	5,7	5,3
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	61,00	-24,8%	24,7	15,3	9,9	6,8
SYGNITY	Kupuj	2012-01-23	18,59	20,80	19,50	6,7%	60,9	13,1	6,3	5,0
<b>Górnictwo i Metale</b>										
JSW	Kupuj	2012-01-23	99,00	127,00	107,20	18,5%	7,3	5,4	3,2	2,3
KGHM	Kupuj	2012-01-23	129,90	151,50	143,10	5,9%	2,6	8,3	1,7	3,1
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	53,9	56,35	-4,3%	2,8	3,8	3,7	4,5
BORYSZEW	Trzy maj	2012-01-04	0,67	0,65	0,76	-14,5%	13,5	18,9	8,0	8,9
CEDC	Trzy maj	2012-01-23	13,10	13,8	13,74	0,4%	3,9	3,8	7,6	6,5
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-11-15	9,65	15,0	10,00	50,0%	9,7	8,5	6,3	5,4
FAMUR	Kupuj	2011-11-28	2,50	3,2	3,10	3,2%	14,8	12,3	6,3	5,8
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-01-19	3,46	5,7	3,88	46,9%	7,7	9,7	5,9	6,3
KERNEL	Redukuj	2012-01-10	71,00	61,1	67,45	-9,4%	6,5	5,7	5,4	4,4
KĘTY	Kupuj	2011-11-07	101,00	136,7	107,10	27,6%	9,5	8,9	5,9	5,7
KOPEX	Akumuluj	2012-01-23	21,30	22,5	23,45	-4,1%	12,7	12,2	8,4	6,8
MONDI	Kupuj	2012-01-23	58,30	77,0	61,00	26,2%	7,4	9,0	5,0	6,2
ROVESE	Kupuj	2011-12-29	4,02	6,0	5,44	10,3%	18,7	13,0	8,1	6,9
<b>Budownictwo</b>										
BUDIMEX	Akumuluj	2012-01-23	79,00	87,30	84,60	3,2%	9,1	9,0	4,5	5,1
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2012-01-26	97,80	112,40	100,00	12,4%	12,0	10,3	6,4	6,1
ERBUD	Kupuj	2012-01-26	17,25	24,00	19,88	20,7%	-	7,3	-	4,7
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2012-01-26	18,72	27,20	19,51	39,4%	20,9	8,4	6,5	2,9
PBG	Trzy maj	2012-01-26	76,90	78,50	82,20	-4,5%	5,9	5,5	8,2	5,9
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	2012-01-26	1,69	2,01	1,86	8,1%	12,4	8,2	6,1	5,2
RAFAKO	Kupuj	2012-01-23	7,63	11,00	8,20	34,1%	8,2	9,3	3,4	3,2
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	1,25	-	-	-	-	-
ULMA CP	Akumuluj	2012-01-23	60,70	69,30	59,00	17,5%	9,1	9,8	3,3	3,5
UNIBEP	Kupuj	2012-01-23	6,04	7,00	6,00	16,7%	10,5	5,0	8,4	5,0
ZUE	Kupuj	2012-01-26	7,33	9,20	7,49	22,8%	7,9	7,4	4,7	3,8
<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	33,02	-4,9%	11,2	9,4	10,2	8,2
ECHO	Kupuj	2012-01-24	3,75	4,70	3,96	18,7%	8,5	4,0	9,3	6,6
GTC	Trzy maj	2012-01-24	9,00	9,40	10,30	-8,7%	4,9	3,1	8,5	6,9
J.W.C.	Redukuj	2012-01-23	7,15	6,10	7,45	-18,1%	15,7	12,4	13,9	13,5
PA NOVA	Kupuj	2012-01-23	19,23	25,80	20,23	27,5%	11,5	11,3	11,1	14,0
POLNORD	Trzy maj	2012-01-23	15,10	15,70	17,15	-8,5%	6,6	5,6	11,2	14,4
ROBYG	Akumuluj	2012-01-23	1,22	1,43	1,34	6,7%	40,4	4,6	64,8	5,8
<b>Handel</b>										
EUROCASH	Kupuj	2012-01-20	29,40	37,40	29,98	24,7%	30,2	23,9	16,1	13,4
LPP	Kupuj	2012-01-23	2 017,50	2 300,00	2 014,00	14,2%	15,9	13,5	9,7	8,4
NFI EMF	Trzy maj	2011-12-29	8,34	8,80	9,55	-7,9%	14,8	19,1	6,8	6,2
NG2	Kupuj	2011-12-29	46,50	54,00	50,90	6,1%	15,0	13,6	11,2	9,8
VISTULA	Trzy maj	2011-11-21	0,86	0,90	1,15	-21,7%	-	18,7	9,7	8,2

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /01.02.2012/**

	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	1,97	10,5	5,0	16,3	14%	24%	6%	1,3	1,1	1,0	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	77,1	13,3	14,3	13,9	12%	11%	11%	1,6	1,6	1,5	4,9%	7,4%	3,5%
ING BSK	83,0	14,3	12,2	12,6	14%	15%	13%	1,9	1,7	1,5	0,0%	1,8%	0,8%
Kredyt Bank	11,1	16,1	9,3	13,3	7%	11%	7%	1,1	1,0	0,9	0,0%	3,3%	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	161,0	16,7	14,7	15,4	13%	14%	12%	2,1	2,0	1,9	1,8%	4,2%	3,4%
PKO BP	35,5	13,8	11,9	13,2	15%	17%	14%	2,1	1,9	1,8	5,4%	5,6%	4,2%
<b>Mediana</b>		<b>14,3</b>	<b>11,9</b>	<b>13,6</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,3%</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	7,0	6,0	4%	3%	3%	0,1	0,1	0,2	13,7%	2,9%	2,9%
Citigroup	31,6	8,1	8,1	7,3	8%	7%	7%	0,6	0,5	0,5	0,0%	0,1%	1,0%
Commerzbank	1,9	2,2	14,0	6,5	13%	3%	6%	0,3	0,4	0,4	0,0%	0,0%	0,8%
ING	7,3	7,0	5,1	5,5	10%	13%	11%	0,7	0,6	0,6	0,0%	0,0%	3,0%
KBC	15,3	3,3	4,6	3,3	15%	8%	14%	0,5	0,5	0,5	5,0%	2,3%	3,8%
UCI	4,0	4,8	-	3,8	2%	-	4%	0,1	0,2	0,2	7,6%	0,2%	6,8%
<b>Mediana</b>		<b>4,0</b>	<b>7,0</b>	<b>5,8</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,9%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	3,4	8,2	11,7	12,3	6%	6%	5%	0,6	0,6	0,6	6,4%	5,0%	4,8%
Deutsche Bank	34,1	6,5	7,0	6,6	7%	9%	9%	0,7	0,6	0,6	2,2%	2,2%	2,3%
Erste Bank	17,7	7,6	41,6	7,6	8%	-	8%	0,5	0,6	0,6	3,5%	0,0%	2,4%
Komercni B.	3750,0	11,1	12,4	10,8	18%	15%	17%	1,9	1,8	1,7	5,4%	5,8%	6,6%
OTP	4117,0	8,9	9,7	7,7	10%	9%	11%	0,8	0,8	0,7	2,9%	2,7%	4,4%
Santander	6,2	6,3	7,3	7,0	12%	10%	11%	0,7	0,7	0,7	9,4%	9,5%	9,2%
Turkiye Garanti B.	6,7	8,6	9,2	8,9	22%	18%	16%	1,8	1,6	1,4	2,0%	2,0%	2,1%
Turkiye Halk B.	12,2	7,7	7,7	7,6	30%	25%	21%	2,1	1,7	1,5	2,8%	2,6%	3,0%
Sbierbank	3,1	13,1	6,5	6,7	18%	27%	22%	2,2	1,6	1,4	0,7%	2,1%	2,4%
VTB Bank	4,8	15,1	7,8	7,9	10,7%	15%	13%	1,5	1,1	1,0	1,0%	1,2%	1,3%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>7,6</b>	<b>11%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,7%</b>

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /01.02.2012/**


	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	341,2	12,1	12,3	12,6	20%	19%	18%	2,3	2,3	2,3	46,5%	7,6%	7,3%
<b>ZAGRANICZNE SPOŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	33,2	11,0	10,4	9,5	9%	10%	9%	1,0	1,0	0,9	3,0%	3,3%	3,7%
Uniq	11,3	23,0	-	11,7	5%	-	12%	1,1	1,4	1,4	3,0%	0,3%	3,5%
Aegon	3,8	4,6	8,6	6,5	10%	4%	6%	0,4	0,4	0,4	0,0%	2,7%	5,4%
Allianz	86,8	7,7	10,9	7,5	12%	8%	11%	0,9	0,9	0,8	5,2%	4,9%	5,4%
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	12,3	7,8	6,2	6,2	8%	11%	11%	0,6	0,6	0,6	5,5%	5,8%	6,5%
Baloise	71,8	7,8	17,8	7,6	11%	6%	11%	0,8	0,8	0,8	6,5%	6,1%	6,4%
Generali	57,8	8,1	7,6	7,3	9%	9%	10%	0,8	0,8	0,7	4,5%	6,6%	6,8%
Helvetia	319,3	8,2	9,1	7,6	11%	10%	11%	0,9	0,9	0,8	4,8%	5,2%	5,5%
Mapfre	2,6	8,5	8,2	7,7	14%	14%	14%	1,1	1,1	1,0	5,8%	6,0%	6,2%
RSA Insurance	1,1	10,0	7,6	7,3	12%	15%	14%	1,0	1,0	1,0	8,0%	8,7%	9,0%
Zurich Financial	223,1	8,9	8,2	7,7	12%	12%	12%	1,0	1,0	1,0	7,6%	8,0%	8,2%
<b>Mediana</b>		<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>7,5</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,3%</b>

**Wycena spółek paliwowych /01.02.2012/**


	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	26,5	6,5	6,0	8,2	0,5	0,4	0,3	5,1	4,7	8,2	7%	6%	4%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	37,8	4,8	3,9	6,3	0,3	0,2	0,2	6,8	3,9	13,5	7%	6%	4%	0,0%	0,0%	7,8%
MOL	19100,0	6,2	5,2	4,8	0,8	0,6	0,7	10,5	7,8	7,6	13%	12%	14%	2,6%	3,6%	4,4%
OMV	25,7	3,7	3,6	3,2	0,6	0,5	0,5	6,4	7,6	6,5	18%	13%	15%	4,0%	4,0%	4,2%
Hellenic Petroleum	5,7	8,3	9,2	6,7	0,5	0,4	0,4	9,8	10,4	6,6	6%	5%	5%	6,9%	7,7%	8,2%
Tupras	42,2	7,1	5,1	5,7	0,4	0,2	0,2	12,5	9,8	9,3	5%	5%	4%	6,2%	7,6%	8,0%
Unipetrol	174,1	6,1	7,4	6,0	0,4	0,3	0,3	26,2	38,0	19,4	6%	4%	6%	0,3%	0,9%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>6,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,4%</b>
<b>SPOŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,8	5,3	9,0	7,8	1,1	1,1	1,1	9,2	17,6	23,4	21%	12%	15%	0,6%	3,1%	2,3%
Gazprom	180,1	4,0	2,8	2,9	1,6	1,1	1,1	4,8	3,2	3,5	40%	41%	38%	1,4%	3,2%	3,5%
GDF Suez	21,2	6,2	5,6	5,1	1,1	1,0	1,0	10,9	12,8	11,6	18%	18%	19%	7,2%	7,2%	7,4%
Gas Natural SDG	12,7	7,2	7,1	6,8	1,8	1,6	1,6	9,8	10,1	9,3	25%	23%	23%	6,3%	6,4%	6,9%
<b>Mediana</b>		<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>9,5</b>	<b>11,4</b>	<b>10,4</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>

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

## Wycena spółek energetycznych /01.02.2012/

	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	2,9	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	5,5	3,6	4,5	4,1	0,6	0,6	0,6	11,2	7,5	7,1	18%	14%	14%	0,1%	2,7%	4,0%
E.ON	16,9	5,1	7,4	6,3	0,8	0,7	0,7	6,3	13,6	10,2	16%	10%	11%	8,8%	5,9%	6,4%
EDF	18,1	4,7	5,2	4,8	1,2	1,2	1,2	9,8	10,0	8,7	26%	23%	24%	6,3%	6,4%	6,7%
Endesa	15,2	5,0	5,2	5,0	1,4	1,2	1,1	7,1	7,5	7,2	28%	23%	23%	7,0%	6,7%	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%	8,5%	8,7%
Fortum	18,0	9,0	8,3	8,6	3,7	3,5	3,4	11,2	11,7	11,4	41%	42%	40%	5,6%	5,7%	5,6%
Iberdrola	4,6	7,8	7,4	6,9	2,1	1,9	1,8	9,0	9,2	8,7	28%	25%	26%	7,1%	7,2%	7,5%
RWE AG	30,7	3,8	4,6	4,3	0,7	0,7	0,7	4,4	7,3	7,2	19%	16%	17%	11,4%	6,9%	7,0%
<b>Mediana</b>		<b>5,1</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>9,2</b>	<b>8,7</b>	<b>26%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,7%</b>

## Wycena spółek nawozowych i chemicznych /01.02.2012/

	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	10,2	12,5	3,0	5,7	0,5	0,4	0,3	27,7	3,2	10,0	4%	12%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	93,5	3,9	5,5	5,2	0,6	0,5	0,5	6,0	10,1	9,9	15%	10%	10%	1,1%	5,0%	5,0%
Acron	42,4	9,2	4,2	4,9	2,0	1,4	1,4	12,6	5,5	6,9	22%	32%	28%	1,9%	7,7%	3,4%
Agrium	62,4	7,6	4,2	4,1	1,0	0,7	0,7	12,9	6,6	6,7	14%	16%	16%	0,2%	0,2%	0,4%
DSM	39,8	3,5	3,6	3,6	1,4	1,4	1,4	34,7	32,4	31,9	41%	40%	40%	2,0%	2,1%	2,3%
K+S	37,7	8,3	6,4	6,0	1,6	1,5	1,5	16,9	10,8	9,9	19%	23%	24%	2,4%	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	-	10,1	6,9	-	6,6	4,8	-	15,4	10,7	-	66%	69%	-	3,6%	6,2%
Yara	246,5	7,6	5,2	5,8	1,2	1,0	1,0	11,6	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>5,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>14,9</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,9%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	19,4	5,3	5,5	5,1	0,5	0,5	0,5	26,5	-	14,3	10%	8%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	40,8	5,8	6,2	6,0	0,8	0,7	0,7	12,3	13,4	12,8	14%	12%	12%	3,5%	3,5%	3,7%
BASF	59,9	6,2	6,0	6,4	1,1	1,0	1,0	10,9	9,4	10,9	18%	16%	16%	3,6%	4,0%	4,0%
Croda	19,5	12,6	10,6	10,0	2,9	2,7	2,6	21,4	16,5	15,5	23%	25%	26%	1,8%	2,7%	3,0%
Dow Chemical	33,9	8,4	7,5	7,4	1,2	1,0	1,0	18,2	12,9	12,1	14%	14%	13%	1,8%	2,6%	3,0%
Rhodia	31,6	4,9	4,4	4,4	0,8	0,7	0,7	11,9	9,2	9,0	17%	16%	16%	1,3%	2,0%	2,1%
Sisecam	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	3,4	7,4	4,7	5,1	1,4	1,1	1,0	12,6	6,4	7,8	18%	23%	20%	-	3,3%	4,7%
Solvay	78,6	4,5	3,5	2,5	0,6	0,5	0,4	25,1	15,9	11,9	14%	16%	15%	3,8%	3,7%	3,9%
Tata Chemicals	346,5	7,7	7,5	6,1	1,5	1,2	1,1	12,3	11,9	10,1	19%	17%	18%	2,4%	2,6%	3,1%
Tessenderlo Chemie	27,0	5,7	5,2	5,0	0,4	0,5	0,5	35,4	12,1	11,4	8%	9%	9%	4,7%	5,0%	5,0%
Wacker Chemie	71,0	3,2	3,2	3,8	0,8	0,8	0,8	7,0	7,6	11,2	25%	23%	20%	3,2%	4,1%	3,3%
<b>Mediana</b>		<b>6,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>13,4</b>	<b>11,9</b>	<b>11,3</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,2%</b>

## Wycena europejskich operatorów narodowych /01.02.2012/

	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	5,3	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	17,1	5,8	4,1	4,9	1,8	1,7	1,8	-	11,8	19,0	30%	42%	38%	8,8%	12,3%	8,8%
<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>36,5</b>	<b>16,1</b>	<b>17,5</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	24,1	4,5	5,2	5,3	1,5	1,5	1,6	9,9	10,1	10,5	33%	30%	29%	9,0%	9,0%	9,1%
Cesky Telecom	385,0	4,9	5,7	6,3	2,2	2,4	2,4	12,0	15,4	14,8	45%	41%	38%	10,2%	9,7%	9,2%
Hellenic Telekom	2,9	3,4	3,8	3,8	1,1	1,3	1,3	4,1	5,3	4,8	34%	33%	34%	5,4%	5,1%	6,7%
Matav	536,0	4,6	4,8	4,8	1,6	1,6	1,7	11,2	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	6,6	39%	36%	35%	16,8%	24,0%	17,8%
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>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>1,5</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>9,6%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,2%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	2,1	4,8	4,4	4,4	1,3	1,3	1,3	14,3	10,2	9,2	26%	29%	31%	3,3%	3,6%	4,0%
DT	8,7	4,4	4,7	4,9	1,4	1,5	1,5	11,0	11,8	12,0	31%	31%	31%	8,2%	8,1%	8,1%
FT	11,6	4,2	4,3	4,4	1,4	1,4	1,4	6,3	7,5	7,7	34%	33%	33%	12,1%	12,1%	12,1%
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	368,5	5,9	6,0	6,1	2,3	2,4	2,4	10,2	9,9	10,0	39%	40%	40%	6,0%	6,0%	6,3%
TELEFONICA	13,5	4,7	5,8	5,4	2,0	2,0	2,0	7,7	9,3	8,5	43%	34%	36%	10,4%	11,9%	9,6%
TeliaSonera	46,2	6,8	6,8	6,5	2,4	2,4	2,3	10,0	10,6	9,8	35%	35%	36%	5,4%	6,1%	6,6%
TI	0,8	4,5	4,2	4,3	1,9	1,7	1,7	6,5	6,3	6,4	42%	41%	41%	7,1%	8,5%	9,6%
<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>8,9</b>	<b>9,6</b>	<b>8,9</b>	<b>37%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>7,6%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,8%</b>

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

## Wycena spółek IT /01.02.2012/

	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	22,1	7,4	7,2	6,5	0,1	0,1	0,1	6,9	9,1	7,9	2%	2%	2%	1,4%	1,1%	1,3%
ACTION	20,6	9,2	6,5	6,7	0,2	0,2	0,2	13,6	8,9	9,7	2%	3%	2%	4,0%	2,0%	2,2%
ASBIS	2,4	6,7	6,2	4,8	0,1	0,1	0,1	44,1	22,4	7,1	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	7,0	7,2	5,1	4,0	0,1	0,1	0,1	18,4	9,9	6,6	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	2,0%
SYGNITY	19,5	-	6,3	5,0	0,5	0,4	0,4	-	60,9	13,1	-	7%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>12,4</b>	<b>9,9</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	58,4	11,0	9,4	8,5	1,7	1,5	1,3	22,2	17,3	15,4	16%	15%	16%	1,7%	1,6%	2,3%
Atos Origin	39,6	6,6	5,0	3,9	0,7	0,5	0,4	14,6	12,5	10,3	10%	10%	10%	0,4%	1,4%	1,8%
CapGemini	28,8	4,9	4,1	3,9	0,4	0,4	0,4	13,7	12,2	11,4	9%	9%	9%	3,1%	3,5%	3,8%
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	10,2	6,1	6,1	5,9	0,8	0,7	0,7	8,0	8,9	9,0	12%	12%	11%	6,4%	6,4%	6,5%
LogicaCMG	0,8	4,4	5,1	4,8	0,4	0,4	0,4	6,3	8,0	7,0	9%	7%	8%	5,2%	5,9%	6,0%
Microsoft	29,9	8,1	7,0	6,6	3,4	3,0	2,8	14,5	11,6	10,8	42%	43%	43%	1,8%	1,9%	2,6%
Oracle	28,9	11,4	8,2	8,0	5,3	4,0	3,8	17,9	13,2	12,3	47%	49%	48%	0,7%	0,6%	0,8%
SAP	46,8	14,4	11,5	11,0	4,8	4,2	3,8	21,5	16,9	15,6	33%	36%	35%	1,2%	1,5%	1,6%
TietoEnator	11,6	5,4	4,6	4,6	0,5	0,5	0,5	10,0	10,5	10,0	10%	11%	11%	4,5%	5,7%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>14,6</b>	<b>12,3</b>	<b>11,1</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,4%</b>

## Wycena spółek mediowych /01.02.2012/

	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	12,6	3,4	3,2	3,2	0,5	0,4	0,4	8,9	11,2	12,6	15%	13%	12%	4,0%	4,0%	4,0%
CYFROWY POLSAT	13,7	14,9	10,0	7,8	4,1	2,9	2,4	14,2	14,7	11,9	27%	29%	30%	4,2%	0,0%	3,4%
TVN	11,1	10,0	9,9	8,4	2,4	2,4	2,2	-	-	13,3	25%	24%	26%	2,8%	0,0%	-
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	1,4	4,9	5,2	5,4	0,4	0,5	0,5	7,0	7,4	8,2	9%	9%	8%	11,3%	10,8%	10,9%
Axel Springer	36,4	7,2	6,3	6,3	1,3	1,2	1,2	11,9	12,2	12,1	18%	19%	18%	4,3%	4,6%	4,7%
Daily Mail	4,5	7,1	7,6	7,4	1,3	1,3	1,3	9,6	9,6	9,4	19%	18%	18%	3,4%	3,8%	4,0%
Gruppo Editorial	1,1	3,9	3,6	3,7	0,7	0,7	0,7	8,2	7,3	7,2	17%	18%	18%	6,9%	7,8%	8,1%
Mccloatchy	2,4	5,6	6,4	6,9	1,5	1,7	1,7	3,8	4,3	5,8	27%	26%	25%	0,0%	0,0%	0,0%
Naspers	399,9	24,4	21,6	22,3	5,9	5,1	4,4	28,5	22,8	22,0	24%	24%	20%	0,6%	0,8%	0,8%
New York Times	7,7	4,3	4,6	4,7	0,7	0,7	0,7	11,1	12,4	11,6	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	23,8	5,7	5,7	3,8	0,2	0,2	0,2	-	-	20,9	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	1,8	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>5,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,3%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	4,9	7,6	9,1	10,0	1,5	1,5	1,5	9,6	11,2	12,3	20%	16%	15%	8,2%	7,5%	6,6%
CETV	136,7	14,5	9,4	7,8	2,1	1,8	1,7	-	-	-	15%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevision Telecinco	4,5	8,3	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	0,8	7,7	6,9	6,7	1,6	1,5	1,5	13,9	10,6	10,2	20%	22%	23%	0,5%	1,9%	3,1%
M6-Metropole Tel	13,1	4,3	4,4	4,6	0,9	1,0	1,0	11,0	10,8	11,3	21%	22%	21%	7,2%	7,7%	7,5%
Mediaset SPA	2,3	5,0	4,1	4,1	1,2	1,2	1,2	6,2	8,8	9,4	23%	28%	28%	14,2%	10,3%	9,9%
RTL Group	74,0	9,1	8,4	8,6	2,0	1,9	1,9	17,6	16,1	15,6	22%	22%	22%	6,1%	6,8%	7,3%
TF1-TV Francaise	8,6	6,0	5,2	5,4	0,7	0,7	0,7	13,9	10,2	10,6	12%	14%	13%	5,3%	7,2%	7,1%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>11,0</b>	<b>10,8</b>	<b>11,3</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,2%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	6,8	11,3	9,6	8,4	2,3	2,1	1,9	22,4	17,1	13,9	20%	22%	23%	2,8%	3,1%	3,7%
Canal Plus	4,4	3,3	3,2	3,2	0,2	0,2	0,2	13,8	13,0	12,6	5%	5%	5%	6,1%	6,6%	6,6%
Cogeco	47,8	6,4	5,8	5,3	2,5	2,4	2,2	19,6	14,1	10,0	39%	41%	42%	1,2%	1,5%	2,1%
Comcast	26,9	6,8	5,4	5,0	2,6	1,7	1,6	21,3	17,7	14,4	39%	32%	32%	1,4%	1,7%	1,8%
Liberty Global	46,8	8,1	7,0	6,7	3,6	3,2	3,0	-	-	27,2	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>5,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>17,5</b>	<b>13,5</b>	<b>12,6</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 /01.02.2012/

	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	143,1	4,2	1,7	3,1	1,6	0,9	1,3	6,3	2,6	8,3	39%	57%	40%	10,3%	10,3%	14,0%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	27,3	4,2	3,5	3,2	1,7	1,4	1,3	6,9	5,3	4,7	40%	41%	41%	1,9%	2,7%	3,1%
BHP Billiton	21,7	4,9	3,2	3,0	2,3	1,7	1,6	9,2	5,2	5,2	48%	53%	53%	3,9%	4,4%	5,0%
Freeport-MCMOR	46,2	4,8	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	39,1	3,3	3,1	3,0	1,5	1,4	1,3	5,5	4,8	4,6	46%	45%	44%	2,5%	3,1%	3,3%
Southern Peru	34,8	10,1	7,5	7,1	5,8	4,3	4,2	18,7	12,6	12,3	57%	57%	59%	4,6%	6,2%	5,3%
<b>Mediana</b>		<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>9,2</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>3,3%</b>

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

## Wycena spółek budowlanych /01.02.2012/

	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	84,6	0,9	4,5	5,1	0,1	0,3	0,3	8,1	9,1	9,0	8%	6%	5%	8,0%	10,7%	5,5%
Elektrobudowa	100,0	6,7	6,4	6,1	0,5	0,5	0,4	10,5	12,0	10,3	8%	7%	7%	3,5%	6,0%	2,9%
Erbud	19,9	5,2	-	4,7	0,1	0,2	0,2	20,7	-	7,3	3%	-	4%	2,5%	1,2%	0,0%
Mostostal Wa-wa	19,5	0,8	6,5	2,9	0,0	0,1	0,1	6,2	20,9	8,4	5%	2%	3%	9,2%	2,8%	1,4%
PBG	82,2	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	1,9	4,5	6,1	5,2	0,3	0,3	0,3	7,9	12,4	8,2	7%	5%	6%	2,1%	0,0%	0,0%
Rafako	8,2	5,2	3,4	3,2	0,3	0,3	0,2	13,1	8,2	9,3	6%	8%	7%	3,7%	7,0%	0,0%
Trakcja Tiltra	1,3	-	4,2	3,5	-	0,3	0,2	6,1	4,0	3,7	-	8%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ulma Construccoon	59,0	4,9	3,3	3,5	2,4	1,6	1,6	30,3	9,1	9,8	48%	50%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	6,0	6,0	8,4	5,0	0,3	0,4	0,4	9,0	10,5	5,0	5%	4%	7%	1,7%	0,0%	0,0%
ZUE	7,5	5,8	4,7	3,8	0,5	0,4	0,3	9,8	7,9	7,4	8%	8%	8%	0,9%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</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	9,8	8,4	7,3	0,9	0,8	0,7	17,3	15,1	13,1	9%	10%	10%	2,0%	2,9%	3,3%
BILFINGER	70,1	10,4	9,9	9,5	0,6	0,6	0,6	12,6	14,2	13,1	6%	6%	7%	3,4%	4,2%	3,8%
EIFFAGE	25,4	8,5	8,0	7,7	1,2	1,2	1,1	9,5	10,0	8,8	14%	14%	15%	4,8%	4,7%	4,8%
HOCHTIEF	50,7	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	142,0	7,2	7,5	5,8	0,3	0,3	0,3	12,6	13,7	9,9	5%	4%	5%	4,4%	6,6%	7,2%
SKANSKA	122,0	6,9	7,5	7,6	0,4	0,4	0,4	14,3	12,4	15,2	5%	5%	5%	4,8%	4,9%	5,1%
STRABAG	22,7	4,1	3,7	3,7	0,2	0,2	0,2	14,9	13,2	12,7	5%	5%	5%	2,3%	2,8%	2,9%
<b>Mediana</b>		<b>7,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>14,3</b>	<b>13,4</b>	<b>12,7</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,8%</b>

## Wycena spółek deweloperskich /01.02.2012/

	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	33,0	13,9	10,2	8,2	1,0	1,0	0,9	20,1	11,2	9,4	12%	16%	14%	2,4%	2,7%	5,4%
Echo Investment	4,0	19,8	9,3	6,6	0,9	0,8	0,7	11,3	8,5	4,0	40%	92%	113%	0,0%	0,0%	0,0%
GTC	10,3	15,9	8,5	6,9	0,5	0,5	0,4	12,9	4,9	3,1	66%	127%	159%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	7,5	6,0	13,9	13,5	0,9	0,8	0,8	4,4	15,7	12,4	25%	22%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	20,2	10,0	11,1	14,0	0,9	0,8	0,7	10,0	11,5	11,3	19%	18%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	17,2	21,8	11,2	14,4	0,3	0,3	0,3	7,4	6,6	5,6	28%	31%	22%	5,0%	1,9%	3,0%
Robyrg	1,3	14,8	64,8	5,8	0,8	0,9	0,8	10,9	40,4	4,6	17%	9%	25%	0,0%	5,2%	1,0%
<b>Mediana</b>		<b>14,3</b>	<b>11,1</b>	<b>8,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>11,1</b>	<b>11,4</b>	<b>5,4</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	2,6	19,6	17,7	16,5	0,7	0,7	0,8	14,2	13,5	12,9	55%	55%	57%	5,1%	5,4%	5,5%
CORIO	36,1	18,1	17,2	16,3	0,8	0,8	0,8	12,7	12,4	11,8	78%	83%	82%	7,3%	7,6%	7,7%
DEUTSCHE EUROSHOP	26,6	21,5	16,5	15,0	1,1	1,0	1,1	19,1	19,6	17,4	87%	87%	87%	4,1%	4,2%	4,4%
HAMMERSON	3,8	19,0	18,6	18,1	0,9	0,8	0,7	19,3	19,3	18,7	80%	77%	77%	4,2%	4,3%	4,5%
KLEPIERRE	23,6	16,9	16,2	15,6	1,1	0,9	1,0	15,1	12,5	12,8	84%	85%	85%	5,3%	5,8%	6,0%
SPARKASSEN IMMO	4,4	19,8	15,8	15,4	0,6	0,6	0,6	60,3	18,7	15,2	47%	48%	48%	0,0%	3,0%	3,4%
UNIBAIL-RODAMCO	150,8	20,8	20,0	19,4	1,1	1,2	1,1	16,8	16,9	16,1	84%	84%	85%	5,3%	5,4%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>19,7</b>	<b>17,4</b>	<b>16,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>16,8</b>	<b>17,8</b>	<b>14,0</b>	<b>79%</b>	<b>80%</b>	<b>80%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>

## Wycena spółek sektora elektromaszynowego /01.02.2012/

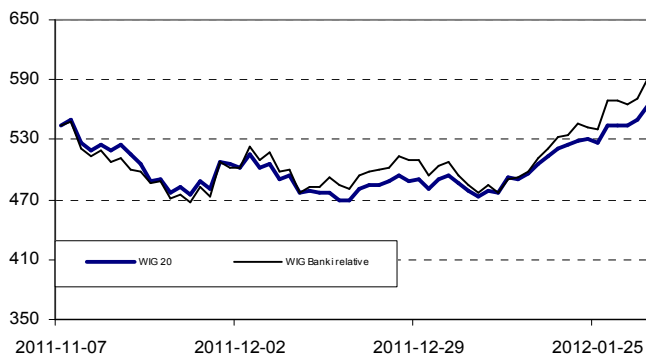
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	3,1	12,7	6,3	5,8	2,3	2,0	1,8	20,3	14,8	12,3	18%	32%	30%	0,0%	5,8%	0,0%
KOPEX	23,5	12,4	8,4	6,8	1,0	1,0	1,0	52,4	12,7	12,2	8%	12%	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>36,4</b>	<b>13,7</b>	<b>12,2</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	167,4	13,0	10,7	10,6	3,1	2,7	2,5	20,5	15,9	15,8	24%	25%	24%	2,6%	2,9%	3,1%
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	1,1	5,3	4,4	3,9	2,2	2,0	1,8	16,4	11,8	9,5	41%	46%	46%	1,3%	7,0%	5,2%
Industrea	1,2	5,4	4,8	4,0	1,8	1,6	1,4	7,9	7,7	6,3	34%	34%	35%	3,0%	3,0%	4,7%
Joy Global	91,3	12,9	9,3	7,3	2,7	2,1	1,7	21,8	15,4	12,4	21%	23%	23%	0,8%	0,8%	0,8%
Sandvik	99,9	9,5	8,7	8,3	1,8	1,5	1,5	18,0	14,2	14,3	19%	18%	18%	2,8%	3,2%	3,7%
<b>Mediana</b>		<b>11,2</b>	<b>9,0</b>	<b>7,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>19,2</b>	<b>13,9</b>	<b>11,3</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 /01.02.2012/

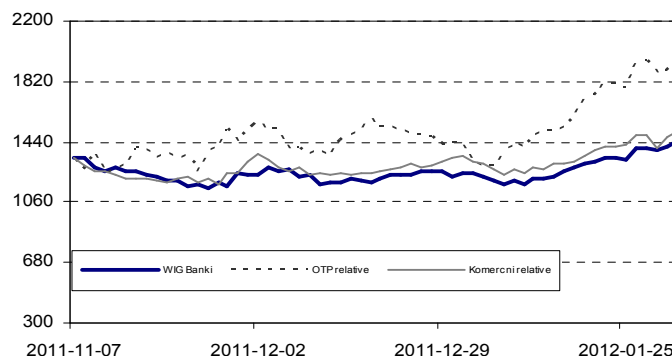
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	61,0	7,3	5,0	6,2	1,6	1,1	1,2	12,2	7,4	9,0	22%	22%	19%	0,0%	0,0%	13,5%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	58,0	4,1	3,9	5,1	0,7	0,7	0,7	8,7	8,1	12,2	18%	18%	15%	4,8%	6,1%	5,7%
Holmen	200,3	9,1	6,9	7,3	1,3	1,2	1,2	23,0	12,7	14,5	15%	18%	17%	3,5%	-	-
INTL Paper	31,4	6,3	5,7	5,6	0,8	0,8	0,8	15,5	10,2	10,4	13%	14%	14%	1,3%	3,2%	3,4%
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	7,1	8,5	6,9	5,9	0,6	0,5	0,5	-	-	-	7%	8%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	1,9	5,3	5,2	5,2	1,5	1,4	1,4	7,8	7,2	7,5	28%	27%	27%	8,5%	7,2%	7,7%
Stora Enso	6,6	5,9	5,7	6,3	0,7	0,7	0,7	9,0	10,4	11,8	13%	12%	11%	3,8%	4,1%	4,4%
Svenska	116,3	7,6	8,1	7,4	1,1	1,1	1,1	13,2	13,9	12,4	15%	14%	15%	3,5%	3,6%	3,8%
UPM-Kymmene	10,4	6,1	6,2	6,0	1,0	0,9	0,9	10,9	11,1	12,5	16%	14%	14%	4,5%	5,4%	5,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>12,3</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

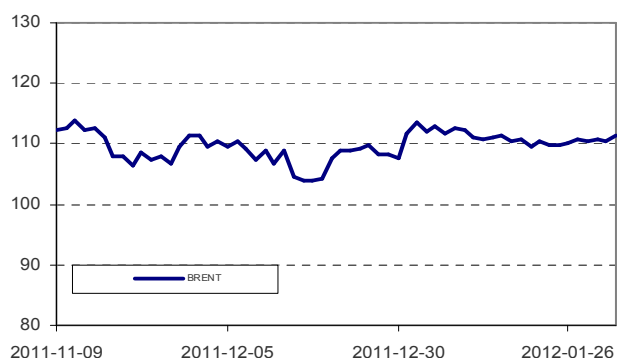
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



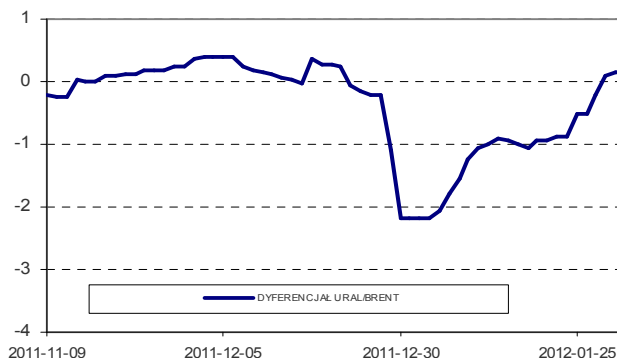
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



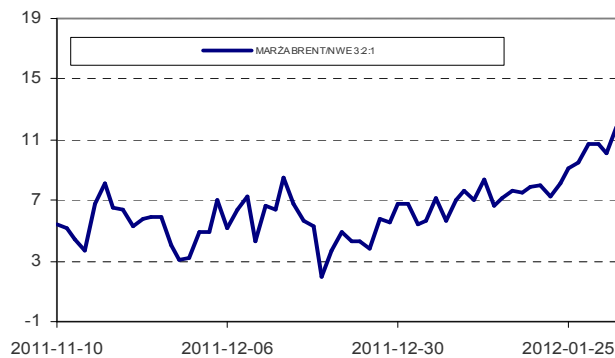
BRENT (USD/brk)



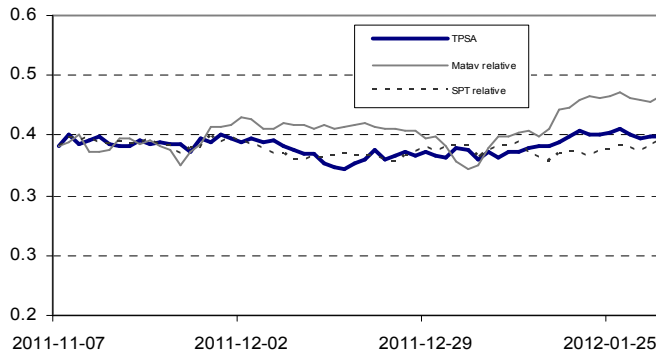
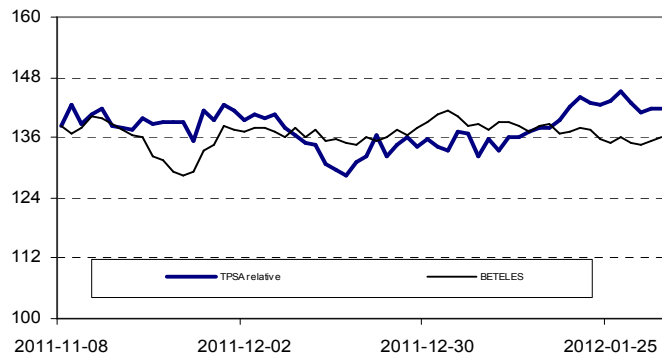
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



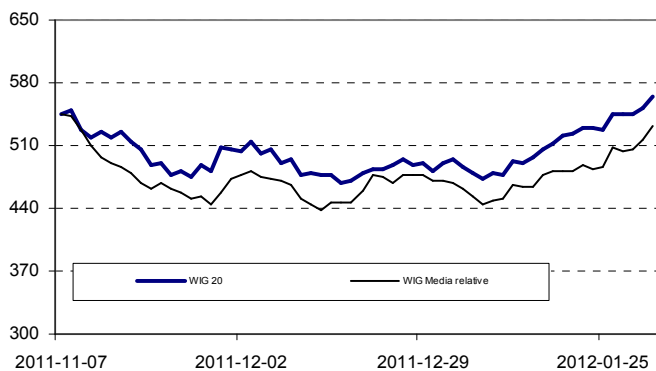
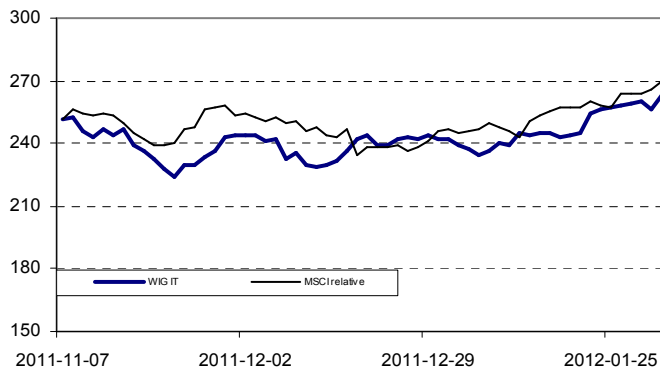
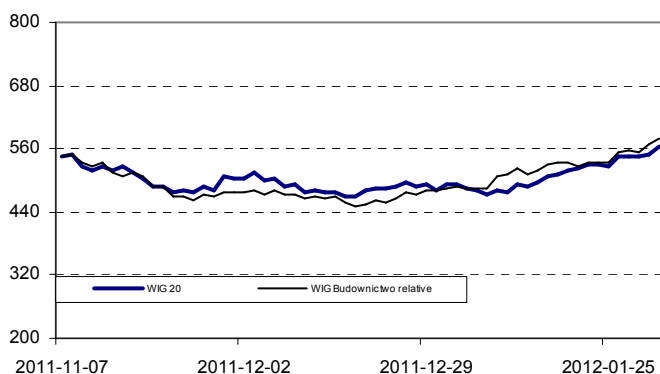
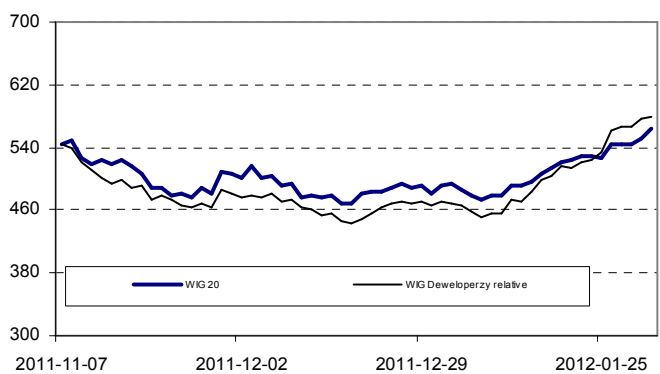
Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

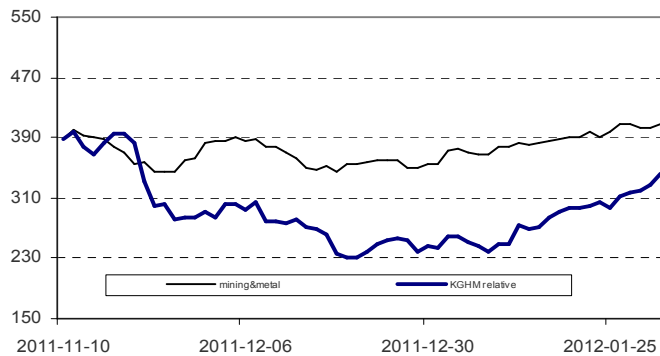


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR) - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)



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 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, 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.