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)

Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana
DJIA	12 226,3	+0,79%	**FTSE 100**	5 994,0	-0,12%	**Miedź (LME)**	9 885,0	+1,28%
S&P 500	1 327,2	+0,56%	**WIG20**	2 717,8	+1,66%	**Ropa (Brent)**	111,9	-0,13%
NASDAQ	2 782,3	+0,04%	**BUX**	23 155,5	+0,47%	**USD/PLN**	2,87	-0,96%
DAX	7 272,3	+1,21%	**PX**	1 244,1	+0,23%	**EUR/PLN**	3,96	-0,60%
CAC 40	4 110,4	+0,98%	**PLBonds10**	6,24	-0,98%	**EUR/USD**	1,38	+0,38%

Informacje ze spółek i sektorów

KGHM

Sprzedaj – z dn. 18.01.11
Cena docelowa: 145,0 PLN

Wyniki za 4Q2010 zgodne z oczekiwaniami

Wyniki jednostkowe KGHM za 4Q2010 są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przy przychodach na poziomie 4,75 mld PLN (prognoza (4,5 mld PLN) spółka wypracowała EBIT na poziomie 1,626 mld PLN (prognoza 1,64 mld PLN) i zysk netto równy 1,32 mld PLN (prognoza: 1,32 mld PLN). W 4Q spółka sprzedała 143 tys. ton miedzi (zakładaliśmy 140 tys. ton) i 340 ton srebra. Całkowity jednostkowy koszt produkcji miedzi wyniósł 13 157 PLN za tonę w stosunku do naszych oczekiwań na poziomie 11 950 PLN/t. Wyższy koszt jednostkowy to efekt większej produkcji ze wsadów obcych (27 tys. ton vs 22 tys. ton w prognozie) oraz wyższe niż zakładaliśmy koszty usług obcych. 36% miedzi, 18% przychodów ze sprzedaży srebra i 17% waluty objęta była transakcjami zabezpieczającymi. W wyniku realizacji i aktualizacji pozycji na transakcjach zabezpieczających wynik brutto 4Q2010 został obciążony kwotą 672,9 mln PLN (przede wszystkim pozostałe koszty operacyjne). Spółka wykazała również dodatkowe pozostałe przychody z tytułu dochodów z dywidend oraz rozwiązania rezerw Na koniec 2010 roku spółka dysponowała gotówką netto na poziomie 2,6 mld PLN. Zarząd zapowiedział, że w br. planuje zakup 3 złóż miedzi (Kanada i Ameryka Pn) za łączną kwotę 7,5 mld PLN, co zasadniczo ogranicza zdolność spółki do wypłaty „mega dywidendy". Nadal podtrzymujemy, że będzie to połowa zysku netto, tj. 2,35 mld PLN (11,75 na akcje, DY 6,9%). W 4Q2010 spółka wdrożyła strategie zabezpieczające na miedzi o łącznym wolumenie 58,5 tys. ton (horyzont czasowy 2011 i IH2012) i srebra dla 3,6 mln troz (111 ton, na 2011). W efekcie dokonanych transakcji spółka pozostaje zabezpieczona na miedzi na łączny wolumen 312 tys. ton z czego 156 tys. ton w 2011 (36% sprzedaży z produkcji ze wsadów własnych), 136,5 tys. ton w 2012 (32% sprzedaży z produkcji ze wsadów własnych) i 19,5 tys. ton w IH2013. Wyniki nie wpływają na naszą rekomendację inwestycyjną (sprzedaj). (M. Marczak)

Impexmetal

Kupuj – z dn. 11.02.11
Cena docelowa: 5,9 PLN

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym portalowi WNP Prezes Szeliga zapowiedział, że wydatki inwestycyjne w 2011 roku wyniosą około 30- 40 mln PLN (prognoza DI BRE 36,4 mln PLN bez dezinwestycji) i mają zostać przeznaczone głównie na wzrost mocy wytwórczych w Baterpolu. W kolejnych latach Spółka chciałaby przeprowadzić program inwestycyjny w HAK, pozwalający na podwojenie mocy produkcyjnych w zakresie wytwarzania blach aluminiowych. Na ten cel Impexmetal w ciągu kilku lat mógłby przeznaczyć 400-500 mln PLN. W bieżącym roku Spółka nie będzie prawdopodobnie jednak ponosić wydatków związanych z wymienionym programem inwestycyjnym. Środki na realizację przedsięwzięcia pochodzić mają z bieżącej działalności, kredytów inwestycyjnych i funduszy unijnych (decyzja na temat inwestycji ma zostać podjęta w marcu-kwietniu, nie ma natomiast planów pozyskania środków z emisji akcji). Prezes pytany o rekomendację dotyczącą podziału zeszłorocznego zysku przyznał, że biorąc pod uwagę, iż główny akcjonariusz - Boryszew - ma kilka celów akwizycyjnych nie jest wykluczone, że Spółka zdecydowałaby się na taki krok. W opinii Prezesa wypłata nawet połowy zeszłorocznego zysku netto nie wpłynęłaby negatywnie na kondycję Grupy (przy wypłacie połowy zeszłorocznego zysku netto DY 3,8%). Szeliga przyznał, że Spółce sprzyja panująca dobra koniunktura na rynku, dlatego w 2011 roiku istnieje możliwość poprawy wyniku sprzedażowego Grupy. Dokładne prognozy na 2011 rok Grupa zamierza podać do informacji inwestorów w marcu bieżącego roku. **Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla Impexmetalu. (J. Szkopek)**

Boryszew

Wyniki 4Q10 zgodne z całoroczną prognozą Zarządu

W 4Q10 przychody Grupy Boryszew wyniosły 912,3 mln PLN (+51,7% r/r), zysk operacyjny 50,9 mln PLN (+3,0% r/r) i zysk netto 29,4 mln PLN (+269,6% r/r). Wolumen sprzedaży w ramach Grupy był o 6% r/r wyższy, głównie za sprawą wysokiej dynamiki wolumenu w HAK (+26,3% r/r), Baterpol

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

(+14,3% r/r), NPA Skawina (+18,8% r/r), ZM Silesia (15,3% r/r) i WM Dziedzice (+14,3% r/r). Na poziomie operacyjnym warto wspomnieć o zdarzeniach jednorazowych związanych z uwzględnieniem nadwyżki wartości godziwej przejętych aktywów (przejmowane aktywa zakładów Grupy Maflow) nad wartością nabycia w wysokości 19,2 mln PLN oraz przychodów ze sprzedaży praw do emisji CO2 przez Elanę Energetyka w wysokości 3,0 mln PLN. **Po czterech kwartałach 2010 roku prognoza Zarządu na 2010 została wykonana w 102% na poziomie działalności operacyjnej, 101% na poziomie EBITDA i 103% na poziomie netto. Wyniki Grupy Boryszew należałoby uznać za zgodne wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu. Warto zwrócić uwagę na zwiększenie zapotrzebowania na walcówkę aluminiową (druty) produkowaną przez NPA Skawinę, co według nas wynika po części z substytucji z drogiej miedzi na aluminium. (J. Szkopek)**

Zetkama

Aktualizacja prognozy na 2010 rok

Spółka przedstawiła weryfikację prognozy Grupy na 2010 rok, która przewiduje wzrost przychodów ze sprzedaży z wcześniej założonych 180,8 mln PLN do 196,7 mln PLN, wzrost EBITDA z 17,17 mln PLN do 17,2 mln PLN i spadek wyniku netto z 6,6 mln PLN do 5,4 mln PLN. Wzrost sprzedaży jest efektem większego niż założono popytu na armaturę przemysłową i odlewy oferowane przez Spółkę. Spadek prognozowanego wyniku finansowego jest rezultatem niższego wyniku netto spółki zależnej MCS (większa amortyzacja skutkiem wyższej wartości aktywów trwałych skutkiem ostatecznego rozliczenia nabycia zorganizowanej części przedsiębiorstwa oraz niższej od zakładanej dynamiki sprzedaży), wyższego od spodziewanych kosztów odsetek od kredytów i różnic kursowych oraz wyższego podatku dochodowego wynikającego z rozwiązania aktywa na podatek odroczony w Zetkama S.A. i Śrubena Unia S.A. **Spółka na nowej prognozie Zarządu na 2010 rok jest notowana obecnie ze wskaźnikiem 12,5 P/E. Zdaniem Prezesa (wywiad w Pulsie Biznesu) początek bieżącego roku jest bardzo dobry i prognoza na 2011 rok będzie zakładać spore wzrosty. (J. Szkopek)**

Polimex Mostostal

Kupuj - z dn. 23.02.11
Cena docelowa: 4,03 PLN

Cele na rok 2011

Budżet Polimexu zakłada, że w 2011 roku uda się wygenerować wzrost przychodów r/r i osiągnąć marżę netto na poziomie ponad 3%. Polimex może też wypłacić dywidendę w wysokości 4 groszy na akcję. Prezes przyznaje, że spółka złożyła ofertę na budowę bloku w Siekierkach, o wartości 3,64 mld PLN brutto, z czego 1/3 to udział Polimexu (1,2 mld PLN brutto). Spółka ma nadzieję, że mimo oczekiwanej zmiany właściciela aktywów warszawskich, projekt będzie realizowany. Nie można naturalnie wykluczyć rozpisania nowego przetargu. **Wypowiedzi prezesa są bardzo ogólne, nie odbiegają jednak od naszych prognoz. (M. Stokłosa)**

Deweloperzy

Cushman & Wakefield pozytywnie o rynku komercyjnym

Przedstawicielka Cushman & Wakefield przyznaje, że w ubiegłym roku chętnych do wynajęcia powierzchni biurowej było dwukrotnie więcej, niż dostępnej powierzchni. Liczba oddanej powierzchni biurowej w 2010 roku wyniosła 188 tys. m2, -29% r/r. Z uwagi na zaostrzone kryteria przyznawania kredytów, liczba inwestycji oddanych w 2011 roku też będzie ograniczona. Brak wolnej gotowej powierzchni powoduje wzrost udziału transakcji typu pre-let (umowy przedwstępne) w umowach najmu. W 2009 roku było to 2%, a w roku ubiegłym aż 11,5%. Odsetek ten może dalej rosnąć. Czynsze w 2011 roku wzrosną o kilka-kilkanaście procent, w zależności od lokalizacji. W 2010 roku wzrost ten wyniósł ponad 11%. C&W oczekuje spadku yieldów dla najlepszych obiektów handlowych do 6,25% z 6,5%. W przypadku obiektów biurowych w W-wie yieldy wynoszą 6,5-7% i raczej nie należy się spodziewać dużego spadku z tych poziomów. Stopy kapitalizacji w mniejszych miastach są zbliżone do 8%. Wolumen transakcji na rynku w 2010 roku wyniósł 2 mld EUR. Jest szansa, że będzie on większy w roku 2011. Z uwagi na utrudniony dostęp do finansowania bankowego, w korzystnej pozycji znajdują się deweloperzy z finansowaniem własnym. **Czynsze rosną z niskich, kryzysowych poziomów. Nie dostrzegamy na razie perspektywy do rewizji prognoz dotyczących czynszów, czy yieldów, w górę. Spadek stóp kapitalizacji dla najlepszych obiektów komercyjnych byłby korzystny dla GTC (Galeria Mokotów, Galeria Kazimierz). (M. Stokłosa)**

Wojas

Szacunkowe wyniki za 2010 i plany 2011

Spółka ze względu na wyższą sprzedaż w 11-12.12010 dokonała korekty prognozy na 2010. Szacunkowe przychody wyniosą 129 mln PLN, EBITDA 9,7 mln PLN, zysk netto 4,5 mln PLN. Do 04.2011 ma zostać przedstawiona prognoza na 2011, oraz strategia 2011-2013. Celem na 2011 jest wzrost przychodów o 15-20% (do 148-155 mln PLN). Kwestia większego zaangażowania lub wyjścia z inwestycji w Gino Rossi wyjaśni się w tym roku. Zarząd ma dwa pomysły na ewentualne fuzje. Wojas chce zwiększyć produkcję obuwia o 20%, liczy na zwycięstwo w kilku zadaniach w przetargu ogłoszonym przez Agencję Mienia Wojskowego. W 2011 spółka otworzy 15 nowych sklepów i wyda na to 2,5-3 mln PLN. Spółka nie wyklucza rozwoju poprzez franczyzę na rynkach wschodnich i na rynku czeskim. (PAP) **(G. Borowska)**

Wyniki spółek

Enea

Redukuj - z dn. 03.12.10
Cena docelowa: 21,43 PLN

Wyniki poniżej oczekiwań z uwagi na rezerwy

Wyniki Grupy ENEA w 4Q'10 okazały się gorsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, wykazując na poziomie EBIT odchylenie odpowiednio -25% i -33%. Głównym powodem słabszych rezultatów okazało się saldo rezerw, które wpłynęło na wzrost kosztów na pozycji pozostałych kosztów operacyjnych o 54,6 mln PLN q/q i 21 mln PLN r/r. W ostatnim kwartale 2010 roku Spółka zanotował też znaczny wzrost kosztów wynagrodzeń w porównaniu do 3Q'2010, ale taki scenariusz zakładaliśmy w naszych prognozach gdyż w poprzednim okresie nastąpiło rozwiązanie znacznych rezerw w tym obszarze i obecnie wydatki pracownicze powróciły do poziomu z 2Q'2010.W rozbiciu segmentowym pozytywne zaskoczenie pojawiło się w segmencie wytwarzania, gdzie EBIT sięgnął 97 mln PLN vs 72,6 mln PLN naszej prognozy, mimo sygnalizowanego zawiązania rezerw na opłatę środowiskową w kwocie 16 mln PLN. Znaczna poprawa wyników q/q to w naszej opinii jednak efekt zmiany formuły sprzedaży energii z Elektrowni Kozienice poprzez zwiększenie udziału sprzedaży zewnętrznej kosztem sprzedaży międzysegmentowej z 43% do 76%, co wpłynęło na wzrost średniej efektywnej ceny. To z kolei bezpośrednio odbiło się na spadku wyników w segmencie obrotu, gdzie zysk operacyjny wyniósł zaledwie 5,6 mln PLN vs zakładane 30,9 mln PLN. Największe rozczarowanie pojawiło się jednak w obszarze dystrybucji gdzie zaksięgowano prawdopodobnie większość wspomnianych wcześniej rezerw. Segment zanotował kwartalną stratę (-6,9 mln PLN) vs zakładane 51 mln PLN. Prawdopodobnie dodatkowym obciążeniem były wyższe koszty zakupu energii na straty sieciowe, niezrekompensowane przez oczekiwany spadek kosztów remontów (mimo trudnych warunków pogodowych koszty usług obcych zbliżyły się do 100 mln PLN). W segmencie „pozostałe" nie zanotowaliśmy odchyleń od naszej prognozy. Z uwagi na zmiany rozliczeń między segmentami wyłączenia konsolidacyjne były dodatnie (+9,2 mln PLN vs zakładane -28 mln PLN), ale częściowo zostało to zneutralizowane przez wyższe koszty ogólnego zarządu (32 mln PLN vs prognoza 25 mln PLN). Odchylenie na poziomie vs poprzednie kwartały może być związane z zaksięgowaniem na tej pozycji odpisu aktualizującego wartość PEC Śrem na kwotę -8 mln PLN.

Na poziomie działalności finansowej Enea zanotowała saldo na poziomie 18,6 mln PLN vs zakładane 35 mln PLN, mimo wyższych zysków z Elektrociepłowni Białystok (8 mln PLN vs prognoza 5 mln PLN). Wyższe koszty finansowe mogą być związane z rozliczeniem transakcji przejęcia PEC Piła i PEC Oborniki. Wynik netto dodatkowo obciążył wyższy podatek, implikującą stopę 28%. W 4Q Spółka wygenerowała 306 mln PLN gotówki z działalności operacyjnej, ale przy wysokich nakładach inwestycyjnych (336 mln PLN) nie pozwoliło to na zwiększenie gotówki netto, która na koniec okresu wyniosła 2,8 mld PLN. Podsumowując, wyniki Enei choć słabsze od oczekiwań to ze względu na wspomniane rezerwy nie powinny być powodem przeceny akcji.
(K. Kliszcz)

Skonsolidowane wyniki Enea za 4Q'2010

(mln PLN)	IVQ 2010	IVQ 2009	zmiana	IVQ 2010P	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	2010	2009	zmiana
Przychody	2 009,2	1 927,9	4,2%	2 152,9	-6,7%	2 073	-3,1%	7 837,0	7 167,3	9,3%
EBITDA	246,5	245,3	0,5%	277,2	-11,1%	-	-	1 347,5	1 167,0	15,5%
marża EBITDA	*12,3%*	*12,7%*	-	*12,9%*	-	-	-	*17,2%*	*16,3%*	-
EBIT	83,6	66,2	26,2%	111,5	-25,0%	125	-33,1%	694,3	505,6	37,3%
Zysk brutto	102,2	96,4	6,0%	146,5	-30,2%	-	-	795,5	653,1	21,8%
Zysk netto	73,4	67,2	9,1%	118,6	-38,2%	121	-39,1%	620,8	513,6	20,9%

Źródło: Enea, PAP, szacunki DI BRE

Erbud

Trzymaj - z dn. 19.01.11
Cena docelowa: 55,0 PLN

Wyniki Q4 2010: duże zaskoczenie negatywne, strata netto, strata EBIT

Wyniki Erbudu za Q4 2010 są dla nas dużym negatywnym zaskoczeniem. Spółka zaprezentowała bardzo niską marżę brutto na sprzedaży (wynik skonsolidowany: 3,2%, prognoza: 7,2%, wynik jednostkowy: 3,9%). Przy kosztach ogólnych nie odbiegających od prognozy, tak niska marża brutto na sprzedaży spowodowała powstanie straty na sprzedaży – tak na poziomie jednostkowym, jak i skonsolidowanym. Strata została zaprezentowana także na poziomie EBIT i netto. Oczekiwaliśmy 8 mln PLN zysku na sprzedaży na poziomie skonsolidowanym oraz dodatniego EBIT i zysku netto. Częściowo słabe wyniki tłumaczy rezerwa na kontrakt mieszkaniowy, tzw. Angel City (pozostałe koszty operacyjne ~ 7 mln PLN) i ostrzeżenie o wynikach spółek zależnych, opublikowane 19 lutego. W stosunku do naszych prognoz, segment drogowy i konstrukcji stalowych obniżył wynik Erbudu o 7,8 mln PLN. Za pozostałą część różnicy odpowiadają jednak inne czynniki, takie jak m.in. słaby wynik generalnego wykonawstwa w kraju (marża: 5,7%, prognoza: 7,1%). Zakładaliśmy, że generalne wykonawstwo w kraju w Q4 2010 wygeneruje dobry wynik. Jedynym pozytywnym aspektem wyników Q4 2010 jest duży dodatni cash flow operacyjny (+62,7 mln PLN). Podsumowując, wyniki Q4 2010 mogą wskazywać na konieczność obniżenia prognoz wyników Erbudu na rok 2011. Może to oddziaływać negatywnie na cenę docelową akcji spółki.

Wyniki Erbudu za Q4 2010 vs. prognoza

(mln PLN)	IVQ 2010	Prognoza DI BRE	Różnica	IVQ 2009	Zmiana
Przychody	270,3	305,0	-11,4%	287,0	-5,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,6	22,0	-61,0%	28,8	-70,2%
%	*3,2%*	*7,2%*	-	*10,0%*	-
EBIT	-15,2	7,5	-301,3%	12,7	-219,6%
%	*-5,6%*	*2,5%*	-	*4,4%*	-
Zysk brutto	-14,9	7,7	-294,3%	12,1	-223,0%
Zysk netto	-12,8	6,1	-309,4%	7,2	-278,4%
%	*-4,7%*	*2,0%*	-	*2,5%*	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Erbud

Koszty ogólne wyniosły 14,4 mln PLN (prognoza: 14,0 mln PLN). Strata na sprzedaży wyniosła 5,8 mln PLN (prognoza: zysk na sprzedaży = 8,0 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 9,3 mln PLN (z tego 7 mln PLN to rezerwa związana z realizacją kontraktu na budowę budynku Angel City). Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 0,3 mln PLN (prognoza: 0,1 mln PLN).

Wyniki Erbudu w Q4 2010: wyniki jednostkowe a wyniki skonsolidowane

(mln PLN)	Wynik skonsolidowane	Wyniki jednostkowe	Różnica
Przychody	270,3	215,7	54,6
Zysk brutto ze sprzedaży	8,6	8,5	0,1
%	*3,2%*	*3,9%*	*0,2%*
EBIT	-15,2	-8,8	-6,4
%	*-5,6%*	*-4,1%*	*-11,7%*
Zysk brutto	-14,9	-7,9	-7,0
Zysk netto	-12,8	-6,8	-6,0
%	*-4,7%*	*-3,1%*	*-11,0%*

Źródło: DI BRE Banku S.A., Erbud

Analiza segmentowa wyniku Erbudu w Q4 2010

Segment	Przychody: wynik	Zysk brutto z.s.: wynik	Marża %	Przychody: prognoza
Generalne wykonawstwo: kraj	211,2	12,1	5,7%	231,0
Działalność eksportowo	25,5	2,3	9,0%	30,0
Drogownictwo	-1,6	-4,7	297,9%	25,0
Działalność deweloperska	20,1	0,4	2,0%	13,0
Budownictwo energetyczne	11,9	0,3	2,9%	3,0
Konstrukcje stalowe	3,2	-1,9	-58,1%	3,0
Suma	**270,3**	**8,6**	**3,2%**	**305,0**

Źródło: DI BRE Banku S.A., Erbud

Polnord
Kupuj - z dn. 07.01.11
Cena docelowa: 43,5 PLN

Wyniki Q4 2010: lepszy wynik z oddanych mieszkań na Wilanowie

Wyniki Polnordu są lepsze od naszych prognoz, co lekko pozytywnie wpływa na naszą ocenę atrakcyjności inwestycyjnej dewelopera. Zwracamy uwagę głównie na lepszy wynik z działalności mieszkaniowej. Liczba przekazanych lokali w Q4 2010 okazała się zgodna z oczekiwaniami (wynik: 122, prognoza: 121). Wyższe jednak okazały się przychody oraz wynik brutto na sprzedaży (marża: 28,3%, prognoza: 22%). Uważamy, że związane jest to z wyższymi, niż zakładane w prognozach, cenami sprzedaży dużych mieszkań na Wilanowie. Lokale na Wilanowie odpowiadają za prawie 80% wyniku brutto na sprzedaży w Q4 2010. Do przekazania pozostają jeszcze gotowe lokale na Wilanowie o łącznej wartości 137,5 mln PLN. Gdyby i w tym przypadku marża brutto okazała się wyższa niż nasze założenia o 6 pkt. procentowych – Polnord mógłby zarobić o 8,2 mln PLN więcej (1,2% kapitalizacji spółki). **(M. Stokłosa)**

Wyniki Polnordu za Q4 2010 vs. prognoza

(mln PLN)	IVQ 2010	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IVQ 2009	Zmiana
Przychody	42,6	39,8	7,2%	41,6	2,5%	51,1	-16,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,1	8,8	37,9%	-	-	5,4	123,9%
%	*28,3%*	*22,0%*	-	-	-	*10,6%*	-
Wycena nieruchomości	29,1	17,5	66,4%	-	-	64,5	-54,8%
EBIT	22,2	9,0	148,0%	9,6	131,5%	55,2	-59,8%
%	*184,0%*	*102,3%*	-	-	-	*1023,4%*	-
Zysk brutto	12,7	5,3	141,1%	-	-	43,7	-71,0%
Zysk netto	6,4	4,3	50,6%	4,2	52,6%	31,4	-79,6%
%	*53,1%*	*48,6%*	-		-	*582,1%*	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polimex Mostostal, PAP

Pozostałe wiadomości ze spółek

AB

AB zakłada w 2011 r. wzrost co najmniej na poziomie wzrostu rynku IT. Grupa AB koncentruje się obecnie na optymalizacji procesów zarządczych i uzyskaniu synergii pomiędzy wszystkimi spółkami w grupie. W tym roku AB nie planuje przyśpieszenia wzrostu przez akwizycje. AB nie wyklucza wprowadzenia nowego programu motywacyjnego.

Banki

Wartość transakcji kartami w IV kw. '10 wzrosła kdk o 0,78 proc.

	IV kw.'10	III kw.'10	proc.
Wartość transakcji	93,4	92,7	0,78
Wartość trans. kartami kred.	7,6	7,52	1
Liczba wyemitowanych kart	31,98	32,09	-0,3
Liczba transakcji kart.	407,9	398,7	2,3

Belvedere

Grupa Belvedere dokonała przelewu 3,9 mln euro na życzenie komisarzy wykonawczych planu naprawczego spółki.

Bioton

Bioton miał 100 mln zł zysku netto w IV kw. wobec 558 mln zł straty przed rokiem. W całym 2010 roku Bioton zanotował 110 mln zł zysku netto wobec 619 mln zł straty netto w 2009 roku.

BRE

Zarząd BRE Banku rekomenduje niewypłacanie dywidendy z zysku za '10. Wniosek ten zaakceptowała rada nadzorcza banku.

CEZ

CEZ chce zmniejszyć inwestycje kapitałowe i finansowe do 68,9 mld CZK w 2011 r. Czeski koncern energetyczny CEZ planuje zmniejszyć inwestycje kapitałowe (capex) i finansowe w tym roku do 68,9 mld CZK z 71,5 mld CZK w ub. r. oraz zmniejszać je w kolejnych latach.

Deweloperzy

Deweloperzy oddali w Polsce do użytku w ub. r. 405 tys. mkw. powierzchni handlowych. To więcej niż w tym czasie łącznie w Czechach, na Węgrzech i w Rumunii. Koniunktura wraca także na rynek magazynów i biur.

Drewex

Zarząd Dreweksu zamierza przeprowadzić dużą emisję akcji. Jeśli dojdzie do skutku, kapitał zakładowy spółki zostanie podniesiony do 16 mln zł z 6,5 mln zł obecnie.

Jutrzenka

Jutrzenka chce w '11 osiągnąć dwucyfrowy wzrost przychodów i zwiększyć zysk netto. Jutrzenka planuje w tym roku osiągnąć dwucyfrowy wzrost przychodów oraz zwiększyć zysk netto, głównie dzięki segmentowi słodyczy. Spółka mogłaby wydać na akwizycje kilkadziesiąt milionów zł i więcej, jednak na razie nie widzi odpowiedniego podmiotu na polskim rynku.

Farmacol

Wyniki Farmacolu w IV kw. 2010 roku vs. konsensus PAP.

mln zł	IV kw. 2010	konsensus	różnica
przychody	1207	1449,3	-17%
EBIT	23,0	35,8	-36%
zysk netto	23,0	30,8	-25%

Helio

Helio będzie w przyszłych latach rosło ponad 5-10 proc. rocznie. Na wynik ten wpłynie m. in. przeprowadzka spółki do nowego zakładu w Brochowie planowana na ostatnie tygodnie roku obrotowego 2010/11.

Inter Cars

Wyniki Inter Cars w IV kw. 2010 roku vs. konsensus PAP.

	wyniki	konsensus	różnica
przychody	666	651,3	2,26%
EBIT	27,3	26	5,00%
zysk netto	15,4	14	10,00%

JW. Construction

MSP odstąpiło od negocjacji w sprawie sprzedaży Intraco. MSP nie podało przyczyn decyzji.

Kopex

Kopex objął 180 obligacji KHW o nominale 18,0 mln zł.

NWR

Agencja Moody's zmieniła perspektywę ratingu New World Resources do "pozytywnej". Rating NWR został utrzymany na poziomie Ba3 i B3.

PGE

Wnioski o dopuszczenie do przetargu na system dla PGE złożyło 10 oferentów. Wnioski o dopuszczenie do udziału w postępowaniu na "Budowę i wdrożenie Centralnego Systemu Obsługi i Rozliczeń Klientów (CSORK) w obszarze sprzedaży detalicznej oraz dystrybucji energii elektrycznej Grupy Kapitałowej PGE" złożyło 10 oferentów. Obecnie trwa weryfikacja wniosków przez komisję przetargową.

PGF

PGF spodziewa się dwucyfrowej dynamiki skons. zysku netto w 2011 roku wobec 71,6 mln zł zysku osiągniętego w ’10 r. Prognoza została sporządzona przy założeniu, że rynek farmaceutyczny w Polsce wzrośnie w tym roku o 6-7 proc.

PKO BP

Prawdopodobnie już w środę poznamy nowego szefa PKO BP. Wszystko poza zwycięstwem Jagiełły będzie dużą niespodzianką.

Żywiec

Żywiec chce wypłacić 65 zł dywidendy na akcję z zysku za '10.

Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

Calatrava

Prezes zarządu w wyniku nabycia 700 tys. akcji zwiększył udział w kapitale zakładowym do 13,35 proc. z 12,99 proc. przed dokonaniem zmiany.

Ipopema

Ipopema TFI zwiększyło udział w ogólnej liczbie głosów do 20,38% z 19,29 proc. przed dokonaniem zmiany.

Kalendarium spółek

Wtorek /01.03.11/	
BBI DEVELOPMENT	Publikacja raportu za 4Q2010.
CIECH	Publikacja raportu za 4Q2010.
COMARCH	Publikacja raportu za 4Q2010.
EMPERIA	Publikacja raportu za 4Q2010.
ENEA	Publikacja raportu za 4Q2010.
FAMUR	Publikacja raportu za 4Q2010.
KGHM	Publikacja raportu za 4Q2010.
KOPEX	Publikacja raportu za 4Q2010.
Środa /02.03.11/	
BZ WBK	Publikacja raportu za 4Q2010 i 2010 rok.
CIECH	Zakończenie przyjmowania zapisów w odniesieniu do akcji serii D, na które nie złożono zapisów w wykonaniu prawa poboru lub zapisów dodatkowych
Piątek /04.03.11/	
PBG	Wprowadzenie do obrotu 500.000 akcji zwykłych na okaziciela serii A spółki.
Poniedziałek /07.03.11/	
PKO BP	Publikacja raportu za 4Q2010 i 2010 rok.

Kalendarium makro

Wtorek /01.03.11/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
0:30	Japonia	Wydatki gospodarstw domowych	Styczeń	-1,4% r/r	-3,3% r/r
0:30	Japonia	Stopa bezrobocia	Styczeń	4,9%	4,9%
2:00	Chiny	Indeks PMI przemysłu	Luty	52,1	52,9
9:00	Polska	Indeks PMI przemysłu	Luty		55,6
9:50	Francja	Indeks PMI przemysłu	Luty	55,3	54,9
9:55	Niemcy	Indeks PMI przemysłu	Luty	62,6	60,5
9:55	Niemcy	Zmiana bezrobocia	Luty	-18 tys.	13 tys.
9:55	Niemcy	Stopa bezrobocia	Luty	7,4%	7,5%
10:00	UE	Indeks PMI przemysłu	Luty	59,0	57,3
10:30	UK	Podaż pieniądza M4	Styczeń	0,4% m/m	-1,3% m/m; -1,5% r/r
10:30	UK	Zaakceptowane wnioski o kredyt hipoteczny	Styczeń	42,9 tys.	42,6 tys.
11:00	UE	Stopa bezrobocia	Luty	10,0%	10,0%
16:00	USA	Wydatki inwestycji budowlanych	Styczeń	-0,4%	-2,5%
16:00	USA	Indeks ISM przemysłu	Luty	60,8	60,8

Środa /02.03.11/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Inflacja PPI	Styczeń	1,1% m/m	0,8% m/m; 5,3% r/r
13:00	USA	Wnioski o kredyt hipoteczny	Tydzień		13,2%
14:15	USA	ADP Raport o zmianie zatrudnienia	Luty	180 tys.	187 tys.
16:30	USA	Zapasy ropy Crude	Tydzień		346,7 mln
		Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Costco Wholesale.			

Czwartek /03.03.11/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
0:15	Japonia	Indeks PMI usług	Luty		50,4
0:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w obligacje japońskie			-194,9 mld
0:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w akcje japońskie			621,3 mld
0:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne obligacje			28,1 mld
0:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne akcje			-151,1 mld
7:30	Francja	Stopa bezrobocia	4 kw.		9,7%
11:00	UE	PKB	4 kw.		0,3% k/k
16:00	USA	Indeks ISM dla branż poza przemysłowych	Luty		59,4
		Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Carrefour, GDF Suez.			
		Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Novell.			

Piątek /04.03.11/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Średnia płaca godzinowa	Luty		19,34
14:30	USA	Średnia tygodniowa liczba godzin pracy	Luty		33,4
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w przemyśle	Luty		49 tys. m/m
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	Luty		36 tys. m/m
14:30	USA	Stopa bezrobocia	Luty		9,0%
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	Styczeń		0,2% m/m

Poniedziałek /07.03.11/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:30	UE	Indeks Sentix	Marzec		16,7
21:00	USA	Kredyt konsumencki	Styczeń		6,1 mld
	Niemcy	Rezerwy walutowe	Luty		152,43 mld
	Francja	Rezerwy walutowe	Luty		132,44 mld
	Polska	Rezerwy walutowe	Luty		95,74 mld

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2010	P/E 2011	EV/EBITDA 2010	EV/EBITDA 2011
Banki										
BZ WBK	Trzymaj	2011-01-18	213,50	219,00	225,40	-2,8%	17,6	15,6		
GETIN	Akumuluj	2011-01-17	11,75	12,70	13,08	-2,9%	24,1	14,4		
HANDLOWY	Trzymaj	2011-01-18	93,00	94,00	93,50	0,5%	16,2	13,5		
ING BSK	Trzymaj	2011-01-18	840,50	850,00	852,50	-0,3%	14,5	12,4		
KREDYT BANK	Akumuluj	2011-01-18	15,44	17,40	16,80	3,6%	24,5	13,8		
MILLENNIUM	Trzymaj	2011-02-03	5,23	5,10	5,60	-8,9%	20,3	15,2		
PEKAO	Redukuj	2011-01-18	170,00	155,00	164,40	-5,7%	17,1	14,0		
PKO BP	Kupuj	2011-01-18	41,30	48,00	41,99	14,3%	16,4	12,5		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2010-12-13	360,50	390,00	347,40	12,3%	13,3	12,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2010-08-23	28,27	27,60	27,09	1,9%	106,8	8,2	6,6	4,6
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	40,27	-29,5%	8,9	10,4	9,5	6,2
PGNiG	Kupuj	2010-12-03	3,61	4,40	3,90	12,8%	11,4	13,3	6,4	6,6
PKN ORLEN	Redukuj	2010-12-03	46,49	40,70	45,60	-10,7%	8,3	10,2	5,8	6,6
POLICE	Sprzedaj	2010-12-03	6,95	5,50	9,77	-43,7%	-	28,3	14,3	8,7
ZA PUŁAWY	Trzymaj	2011-02-04	114,00	106,10	113,40	-6,4%	16,6	11,5	9,1	6,5
Energetyka										
CEZ	Trzymaj	2010-11-29	124,50	129,50	131,50	-1,5%	8,6	9,5	6,8	7,1
ENEA	Redukuj	2010-12-03	23,50	21,43	21,90	-2,1%	14,5	14,3	5,4	6,0
PGE	Kupuj	2010-09-13	23,78	26,73	22,64	18,1%	14,0	11,2	6,5	5,8
TAURON	Kupuj	2010-09-13	5,56	8,87	6,17	43,8%	12,5	11,8	4,3	4,5
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2011-01-18	5,15	5,40	5,21	3,6%	33,1	18,6	4,7	4,3
TPSA	Akumuluj	2010-12-01	16,17	17,60	17,29	1,8%	138,8	18,0	5,9	4,8
Media										
AGORA	Akumuluj	2011-01-03	26,10	28,90	26,88	7,5%	19,4	20,1	8,2	6,7
CINEMA CITY	Trzymaj	2011-01-18	42,35	42,90	38,49	11,5%	16,1	14,2	8,8	7,9
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2010-12-17	17,30	15,30	15,69	-2,5%	16,3	14,7	10,3	9,2
TVN	Akumuluj	2011-02-16	16,77	18,10	17,30	4,6%	61,8	21,1	13,3	10,8
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	25,00	10,4%	11,0	7,9	8,0	6,6
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	20,20	-10,1%	13,2	10,8	8,6	7,7
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	3,40	27,1%	25,8	8,5	6,8	5,3
ASSECO POLAND	Kupuj	2010-08-31	55,00	65,30	51,25	27,4%	9,6	10,4	6,1	5,9
COMARCH	Trzymaj	2011-01-18	88,95	88,00	95,00	-7,4%	17,9	17,5	8,8	7,6
KOMPUTRONIK	Akumuluj	2011-01-18	9,03	10,12	10,04	0,8%	26,4	14,2	9,1	6,5
SYGNITY	Kupuj	2011-01-18	17,56	18,30	18,05	1,4%	-	100,7	-	6,2
Górnictwo i Metale										
KGHM	Sprzedaj	2011-01-18	176,80	145,00	175,50	-17,4%	7,7	6,5	5,3	4,3
LW BOGDANKA	Akumuluj	2011-02-04	118,30	125,90	117,40	7,2%	17,8	15,5	9,7	7,3
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	93,50	-32,0%	6,7	9,6	1,5	1,3
CENTRUM KLIMA	Trzymaj	2011-01-18	16,00	16,9	14,49	16,6%	16,5	12,2	11,6	7,5
CERSANIT	Redukuj	2011-01-18	11,30	10,4	12,30	-15,4%	19,8	20,1	12,8	10,4
FAMUR	Sprzedaj	2011-01-18	2,85	2,3	3,27	-29,7%	19,7	21,0	11,7	10,1
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-02-11	5,15	5,9	4,87	21,1%	13,5	11,9	8,1	6,5
KERNEL	Akumuluj	2011-02-28	79,25	87,8	82,90	5,9%	13,8	10,7	12,6	7,9
KĘTY	Akumuluj	2011-02-22	122,00	134,8	125,00	7,8%	12,8	12,2	8,0	7,2
KOPEX	Redukuj	2011-01-18	17,40	15,9	20,87	-23,8%	45,2	18,8	11,5	8,8
MONDI	Trzymaj	2011-01-18	77,80	80,0	80,20	-0,2%	18,7	11,9	10,3	8,0
Budownictwo										
BUDIMEX	Redukuj	2011-01-17	103,20	91,50	96,35	-5,0%	9,2	12,0	4,7	8,2
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	2011-02-08	168,40	178,60	158,00	13,0%	15,7	13,3	9,7	8,6
ERBUD	Trzymaj	2011-01-19	54,55	55,00	48,98	12,3%	18,1	11,9	10,3	7,3
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-02-11	48,20	59,90	49,00	22,2%	16,1	16,9	6,9	7,3
PBG	Redukuj	2010-11-05	226,00	194,00	198,00	-2,0%	12,9	12,8	9,4	9,2
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	2011-02-23	3,33	4,03	3,59	12,3%	15,1	13,1	7,4	7,3
RAFAKO	Akumuluj	2011-02-01	11,60	13,40	12,05	11,2%	20,9	14,9	10,6	8,4
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	2011-02-22	3,80	3,70	3,50	5,7%	16,0	11,2	8,3	7,2
ULMA CP	Akumuluj	2011-02-04	78,00	85,90	83,00	3,5%	41,9	13,1	5,6	4,4
UNIBEP	Trzymaj	2010-12-03	9,94	9,30	8,99	3,4%	13,7	15,3	10,0	11,1
ZUE	Kupuj	2010-11-24	14,50	19,30	13,80	39,9%	18,7	10,5	7,6	5,5
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Kupuj	2010-11-10	0,45	0,55	0,43	27,9%	31,7	9,7	34,4	11,1
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2011-01-07	41,49	54,40	46,49	17,0%	28,5	13,8	19,0	12,8
GTC	Akumuluj	2011-02-03	20,92	24,03	21,14	13,7%	26,6	7,9	22,7	9,9
J.W.C.	Akumuluj	2011-01-18	14,50	16,30	14,65	11,3%	8,6	8,2	7,9	7,4
PA NOVA	Kupuj	2011-01-07	30,89	40,40	32,49	24,3%	16,6	15,5	13,8	15,5
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	31,90	36,4%	14,3	12,0	38,8	15,4
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,59	1,82	42,3%	14,0	13,1	16,8	15,7
Handel										
EMPERIA	Zawieszona	2010-10-05	99,50	-	114,00	-	-	-	-	-
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,40	31,40	19,1%	32,6	23,0	18,7	12,5
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 080,00	10,6%	25,9	16,7	13,2	9,5
NG2	Akumuluj	2011-02-23	59,55	63,00	59,90	5,2%	19,1	15,7	15,3	11,1
VISTULA	Redukuj	2010-12-14	2,21	2,10	2,11	-0,5%	119,3	22,8	11,6	9,3

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /28.02.2011/

		P/E			ROE			P/BV			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE BANKI													
BZ WBK	225,4	17,6	15,6	12,2	15%	15%	17%	2,5	2,2	2,0	1,8%	2,0%	2,6%
Getin	13,1	24,1	14,4	11,2	10%	14%	16%	2,2	1,9	1,6	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	93,5	16,2	13,5	11,5	12%	13%	15%	1,9	1,8	1,7	4,0%	4,3%	5,2%
ING BSK	852,5	14,5	12,4	11,2	14%	15%	15%	1,9	1,8	1,6	0,0%	2,8%	3,6%
Kredyt Bank	16,8	24,5	13,8	10,4	7%	11%	13%	1,6	1,4	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	5,6	20,3	15,2	11,3	9%	11%	13%	1,7	1,5	1,4	0,0%	1,8%	2,6%
Pekao	164,4	17,1	14,0	12,5	13%	15%	16%	2,1	2,0	2,0	1,8%	5,4%	6,1%
PKO BP	42,0	16,4	12,5	10,6	15%	18%	19%	2,5	2,2	1,9	4,5%	2,4%	4,0%
Mediana		**17,3**	**13,9**	**11,3**	**12%**	**14%**	**15%**	**2,0**	**1,8**	**1,6**	**0,9%**	**2,2%**	**3,1%**
INWESTORZY POLSKICH BANKOW													
AIB	0,3	-	-	6,6	-	-	3%	0,2	0,2	0,3	0,0%	0,0%	0,4%
BCP	0,6	11,7	10,3	7,8	4%	5%	6%	0,6	0,6	0,5	3,4%	3,6%	4,8%
Citigroup	4,7	12,0	10,2	8,7	8%	8%	9%	0,8	0,8	0,7	0,0%	0,2%	1,4%
Commerzbank	6,2	6,9	12,0	5,1	9%	7%	12%	0,7	0,7	0,6	0,0%	0,2%	1,3%
ING	9,1	9,5	6,7	6,0	10%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	0,1%	1,3%	3,3%
KBC	30,3	6,1	6,1	5,1	15%	15%	15%	0,9	0,9	0,8	2,9%	3,3%	4,1%
UCI	1,9	20,0	10,2	7,2	3%	5%	7%	0,6	0,5	0,5	1,8%	3,6%	4,9%
Mediana		**10,6**	**10,2**	**6,6**	**8%**	**8%**	**9%**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**0,1%**	**1,3%**	**3,3%**
ZAGRANICZNE BANKI													
BEP	4,4	12,2	10,8	8,1	6%	6%	8%	0,7	0,7	0,7	5,1%	4,8%	6,2%
Deutsche Bank	46,4	11,5	7,9	7,1	7%	11%	12%	0,9	0,9	0,8	1,7%	2,2%	2,8%
Erste Bank	38,3	16,2	11,5	8,8	8%	10%	12%	1,2	1,1	1,0	1,6%	1,9%	2,3%
Komercni B.	4250,0	12,7	11,7	10,7	18%	18%	19%	2,2	2,0	1,9	4,7%	5,4%	5,8%
OTP	5880,0	12,6	9,5	7,0	10%	12%	15%	1,2	1,1	1,0	2,3%	3,2%	4,7%
Santander	8,9	9,0	7,9	6,6	12%	13%	14%	1,0	1,0	0,9	6,4%	6,7%	7,5%
Turkiye Garanti B.	7,1	8,9	8,7	7,8	23%	20%	20%	1,9	1,6	1,4	2,2%	2,8%	3,1%
Turkiye Halk B.	11,6	7,5	7,5	7,0	28%	25%	23%	2,0	1,7	1,4	2,9%	3,7%	4,1%
Sbierbank	3,5	15,3	8,8	7,7	17%	24%	23%	2,4	1,9	1,6	0,7%	1,5%	1,8%
VTB Bank	6,9	19,6	14,0	11,1	10,1%	12%	13%	1,9	1,7	1,5	0,6%	1,0%	1,5%
Mediana		**12,4**	**9,2**	**7,7**	**11%**	**13%**	**15%**	**1,5**	**1,4**	**1,2**	**2,2%**	**3,0%**	**3,6%**

Wycena spółek ubezpieczeniowych /28.02.2011/

		P/E			ROE			P/BV			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPOŁKI													
PZU	347,4	13,3	12,0	11,0	19%	19%	19%	2,4	2,1	2,0	45,6%	3,4%	5,0%
ZAGRANICZNE SPOŁKI													
Vienna Insurance G.	41,6	13,7	12,1	10,8	9%	10%	10%	1,2	1,2	1,1	2,5%	2,7%	3,0%
Uniqa	15,3	25,1	18,6	17,6	7%	8%	8%	1,5	1,3	1,3	1,8%	2,1%	2,4%
Aegon	5,6	7,6	8,3	6,8	10%	7%	8%	0,5	0,5	0,5	0,0%	2,1%	4,2%
Allianz	104,6	9,3	8,7	8,2	12%	12%	12%	1,0	1,0	0,9	4,4%	4,8%	5,2%
Aviva	4,7	8,0	7,7	7,0	16%	14%	15%	1,2	1,1	1,0	5,5%	5,8%	6,2%
AXA	15,2	9,8	7,7	7,1	8%	9%	9%	0,8	0,7	0,7	4,4%	5,1%	5,6%
Baloise	100,4	10,5	9,5	8,5	11%	11%	11%	1,1	1,0	0,9	4,6%	4,8%	5,0%
Generali	90,2	12,8	11,9	10,1	9%	9%	10%	1,2	1,0	1,0	2,9%	3,1%	3,3%
Helvetia	398,5	10,1	9,0	8,2	11%	12%	12%	1,1	1,0	0,9	4,0%	4,2%	5,3%
Mapfre	2,7	8,7	8,5	8,1	14%	14%	14%	1,2	1,1	1,0	5,6%	5,9%	6,1%
RSA Insurance	1,4	10,2	9,5	9,0	15%	16%	16%	1,3	1,2	1,2	6,2%	6,6%	6,9%
Zurich Financial	269,7	10,6	9,0	8,5	12%	14%	13%	1,2	1,2	1,1	6,2%	6,4%	6,6%
Mediana		**10,2**	**9,0**	**8,4**	**11%**	**12%**	**12%**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**4,4%**	**4,8%**	**5,2%**

Wycena spółek paliwowych /28.02.2011/

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
SPOŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	40,3	9,5	6,2	5,1	0,6	0,4	0,4	8,9	10,4	5,6	6%	7%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	45,6	5,8	6,6	5,7	0,4	0,4	0,3	8,3	10,2	9,0	7%	6%	6%	0,0%	2,3%	2,1%
MOL	23800,0	7,0	6,3	5,5	1,0	0,9	0,8	13,1	10,4	8,7	14%	14%	15%	2,0%	2,7%	3,6%
OMV	30,8	3,6	3,3	3,1	0,6	0,6	0,5	8,1	6,8	6,1	18%	18%	17%	3,3%	3,6%	3,9%
Hellenic Petroleum	7,4	9,2	8,4	6,5	0,6	0,5	0,5	12,8	10,5	7,2	6%	6%	7%	4,9%	5,1%	6,3%
Tupras	39,8	7,4	6,7	6,1	0,4	0,3	0,3	11,4	10,3	9,6	5%	5%	5%	7,1%	7,6%	7,6%
Unipetrol	175,0	5,9	5,3	4,9	0,4	0,4	0,4	22,0	15,3	12,7	7%	7%	7%	1,5%	2,5%	4,0%
Mediana		**7,0**	**6,3**	**5,5**	**0,6**	**0,4**	**0,4**	**11,4**	**10,4**	**8,7**	**7%**	**7%**	**7%**	**2,0%**	**2,7%**	**3,9%**
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	3,9	6,4	6,6	5,0	1,2	1,2	1,1	11,4	13,3	11,0	18%	18%	21%	2,1%	3,4%	3,0%
Gazprom	208,7	4,6	4,3	3,9	1,8	1,6	1,5	5,6	5,3	4,8	39%	38%	39%	1,5%	1,8%	2,0%
GDF Suez	29,4	7,1	6,3	5,9	1,3	1,2	1,1	15,0	13,2	12,2	18%	19%	19%	5,2%	5,5%	5,9%
Gas Natural SDG	12,4	7,0	7,0	6,6	1,8	1,8	1,7	10,2	10,1	9,0	26%	25%	25%	6,4%	6,9%	7,5%
Mediana		**6,7**	**6,4**	**5,5**	**1,5**	**1,4**	**1,3**	**10,8**	**11,7**	**10,0**	**22%**	**22%**	**23%**	**3,6%**	**4,4%**	**4,4%**

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

Wycena spółek energetycznych /28.02.2011/

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	131,5	6,8	7,1	6,7	2,9	3,0	2,9	8,6	9,5	8,7	44%	43%	43%	6,5%	6,3%	5,8%
ENEA	21,9	5,4	6,0	6,2	0,9	1,1	1,2	14,5	14,3	12,7	17%	18%	19%	1,7%	3,4%	2,8%
PGE	22,6	6,5	5,8	5,8	2,1	2,1	2,2	14,0	11,2	10,1	33%	36%	37%	3,1%	3,7%	4,5%
TAURON	6,2	4,3	4,5	4,3	0,8	0,9	0,9	12,5	11,8	10,1	18%	19%	20%	0,0%	2,5%	2,5%
E.ON	23,8	6,1	6,8	6,4	1,0	1,0	0,9	8,9	10,9	10,2	16%	14%	15%	6,3%	5,5%	5,5%
EDF	32,3	6,2	6,2	5,7	1,6	1,6	1,5	16,1	15,7	13,2	25%	25%	26%	3,6%	3,7%	4,1%
Endesa	22,0	5,9	6,0	5,8	1,6	1,6	1,5	9,1	10,6	9,9	27%	26%	26%	5,1%	4,9%	5,4%
ENEL SpA	4,3	5,9	5,9	5,7	1,5	1,4	1,4	9,4	9,3	8,8	25%	24%	25%	6,3%	6,5%	6,9%
Fortum	22,6	10,6	10,5	10,0	4,4	4,3	4,1	14,0	14,2	13,6	42%	41%	41%	4,4%	4,4%	4,6%
Iberdrola	6,3	8,8	8,4	7,8	2,4	2,3	2,2	12,4	12,1	11,1	28%	28%	28%	5,1%	5,2%	5,6%
RWE AG	48,9	4,6	4,9	4,7	0,9	0,8	0,8	7,1	8,5	8,2	19%	17%	17%	7,2%	6,4%	6,3%
Mediana		**6,1**	**6,0**	**5,8**	**1,6**	**1,6**	**1,5**	**12,4**	**11,2**	**10,1**	**25%**	**25%**	**26%**	**5,1%**	**4,9%**	**5,4%**

Wycena spółek nawozowych i chemicznych /28.02.2011/

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
SPOŁKI NAWOZOWE																
POLICE	9,8	14,3	8,7	8,3	0,5	0,5	0,5	-	28,3	23,4	4%	6%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	113,4	9,1	6,5	6,2	0,9	0,8	0,8	16,6	11,5	11,2	10%	12%	12%	0,9%	3,0%	4,4%
Acron	43,8	8,4	7,0	7,0	1,9	1,6	1,6	12,1	9,8	9,3	22%	23%	22%	1,4%	1,8%	1,3%
Agrium	68,3	8,6	6,4	6,3	1,2	1,0	1,0	14,0	10,0	9,8	14%	16%	15%	0,2%	0,2%	0,2%
DSM	42,6	3,9	3,9	3,9	1,6	1,6	1,6	37,0	34,6	33,0	41%	41%	40%	1,9%	2,0%	2,1%
K+S	56,0	12,3	9,2	8,4	2,3	2,2	2,1	26,1	16,4	14,2	19%	23%	24%	1,6%	2,6%	2,9%
Silvinit	29633,9	10,8	8,7	8,0	6,4	5,3	4,9	18,2	13,9	12,4	59%	61%	61%	0,8%	1,2%	1,2%
Uralkali	7,5	18,4	14,2	11,5	9,0	7,7	6,5	25,8	19,8	20,5	49%	54%	56%	1,4%	2,6%	-
Yara	296,9	8,2	7,4	7,8	1,5	1,3	1,2	13,8	10,4	10,9	18%	18%	16%	2,0%	2,2%	2,3%
Mediana		**9,1**	**7,4**	**7,8**	**1,6**	**1,6**	**1,6**	**17,4**	**13,9**	**12,4**	**19%**	**23%**	**22%**	**1,4%**	**2,0%**	**1,7%**
SPOŁKI CHEMICZNE																
Ciech	27,1	6,6	4,6	4,6	0,6	0,5	0,5	-	8,2	9,8	9%	11%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	49,3	6,8	6,3	5,9	0,9	0,9	0,8	15,1	13,2	11,8	14%	14%	14%	2,9%	3,1%	3,4%
BASF	60,3	6,2	5,9	5,5	1,1	1,0	1,0	11,7	11,2	10,2	18%	18%	18%	3,4%	3,7%	4,0%
Croda	15,8	10,6	9,8	9,1	2,4	2,3	2,2	17,3	15,7	14,4	23%	24%	24%	2,1%	2,4%	2,7%
Dow Chemical	37,2	8,6	7,7	6,8	1,2	1,1	1,1	20,0	15,2	12,0	14%	15%	16%	1,6%	1,7%	1,6%
Rhodia	20,9	4,0	3,7	3,7	0,7	0,6	0,6	7,9	6,7	6,4	17%	16%	16%	1,8%	2,5%	2,7%
Sisecam	2,8	5,4	4,8	4,5	1,2	1,1	1,0	9,6	8,5	7,7	23%	23%	23%	0,6%	1,9%	3,4%
Soda Sanayii	2,3	6,6	6,3	4,9	1,1	1,1	0,8	8,8	7,6	6,5	17%	17%	17%	4,3%	5,7%	3,1%
Solvay	85,0	5,0	5,0	4,7	0,7	0,7	0,7	26,5	23,4	20,1	14%	15%	15%	3,5%	3,6%	3,7%
Tata Chemicals	321,5	7,3	6,7	6,0	1,4	1,2	1,1	11,4	10,8	8,8	19%	18%	19%	2,6%	2,9%	3,1%
Tessenderlo Chemie	24,5	5,3	4,4	3,9	0,4	0,4	0,4	31,8	12,9	9,3	7%	8%	9%	5,0%	5,0%	5,1%
Wacker Chemie	133,7	6,0	5,4	4,8	1,5	1,4	1,3	13,4	11,7	10,2	25%	26%	27%	1,5%	1,9%	2,2%
Mediana		**6,4**	**5,6**	**4,8**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**13,4**	**11,5**	**10,0**	**17%**	**17%**	**17%**	**2,4%**	**2,7%**	**3,1%**

Wycena europejskich operatorów narodowych /28.02.2011/

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPOŁKI																
Netia	5,2	4,7	4,3	3,8	1,1	1,0	0,9	33,1	18,6	14,6	23%	24%	24%	0,0%	3,7%	5,4%
TPSA	17,3	5,9	4,8	4,7	1,8	1,8	1,8	-	18,0	16,6	30%	37%	38%	8,7%	8,7%	8,7%
Mediana		**5,3**	**4,5**	**4,3**	**1,4**	**1,4**	**1,4**	**33,1**	**18,3**	**15,6**	**27%**	**31%**	**31%**	**4%**	**6%**	**7%**
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Belgacom	27,2	5,0	5,6	5,6	1,6	1,6	1,6	9,9	11,1	11,1	32%	30%	29%	8,0%	8,1%	8,2%
Cesky Telecom	400,0	5,3	5,5	5,6	2,3	2,3	2,3	11,9	12,5	11,9	43%	42%	41%	9,8%	9,2%	9,1%
Hellenic Telekom	7,5	4,5	4,7	4,6	1,6	1,6	1,6	12,3	10,8	9,4	34%	34%	35%	3,7%	4,3%	5,5%
Matav	551,0	4,4	4,5	4,5	1,6	1,6	1,6	10,2	10,6	10,1	37%	36%	36%	11,6%	10,4%	11,0%
Portugal Telecom	8,5	5,0	4,4	4,1	1,9	1,6	1,6	17,3	11,3	10,0	38%	38%	38%	7,2%	7,6%	7,8%
Telecom Austria	10,4	4,8	4,9	4,9	1,7	1,7	1,7	15,2	14,4	12,4	35%	35%	35%	7,2%	7,3%	7,3%
Mediana		**4,9**	**4,8**	**4,7**	**1,7**	**1,6**	**1,6**	**12,1**	**11,2**	**10,6**	**36%**	**36%**	**36%**	**7,6%**	**7,9%**	**8,0%**
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	1,8	4,4	4,2	4,2	1,2	1,2	1,2	12,7	9,8	9,2	26%	28%	29%	3,8%	4,1%	4,6%
DT	9,8	4,7	4,8	4,8	1,5	1,5	1,5	12,4	12,3	11,7	31%	32%	32%	7,4%	7,4%	7,4%
FT	16,0	4,9	4,9	5,0	1,7	1,7	1,7	8,5	9,0	8,9	35%	34%	34%	8,8%	8,9%	8,8%
KPN	11,7	5,5	5,6	5,6	2,2	2,3	2,2	10,2	9,6	9,1	41%	41%	40%	6,8%	7,3%	7,7%
Swisscom	410,2	6,5	6,4	6,4	2,5	2,5	2,5	11,3	10,8	10,6	39%	39%	39%	5,5%	5,9%	6,2%
TELEFONICA	18,4	5,6	5,8	5,7	2,3	2,2	2,1	9,3	9,6	9,2	41%	38%	38%	7,6%	8,5%	9,5%
TeliaSonera	53,3	7,8	7,6	7,4	2,7	2,7	2,6	11,5	10,9	10,5	35%	35%	35%	4,7%	5,2%	5,5%
TI	1,1	5,0	4,8	4,8	2,1	2,0	2,0	9,5	9,3	8,8	42%	42%	42%	4,9%	5,3%	5,7%
Mediana		**5,2**	**5,2**	**5,3**	**2,2**	**2,1**	**2,1**	**10,7**	**9,7**	**9,2**	**37%**	**36%**	**37%**	**6,1%**	**6,6%**	**6,8%**

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

Wycena spółek IT /28.02.2011/

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPOŁKI																
AB	25,0	8,0	6,6	6,8	0,2	0,2	0,1	11,0	7,9	9,0	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	20,2	8,6	7,7	6,8	0,2	0,2	0,2	13,2	10,8	9,3	2%	2%	2%	4,0%	2,8%	3,7%
ASBIS	3,4	6,8	5,3	4,1	0,1	0,1	0,1	25,8	8,5	5,2	1%	1%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	51,3	6,1	5,9	5,3	1,3	1,1	1,0	9,6	10,4	9,7	21%	20%	19%	3,1%	2,9%	3,1%
COMARCH	95,0	8,8	7,6	6,5	0,9	0,8	0,7	17,9	17,5	14,9	10%	11%	11%	0,0%	0,0%	2,0%
KOMPUTRONIK	10,0	9,1	6,5	5,2	0,2	0,1	0,1	26,4	14,2	9,4	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	1,4%
SYGNITY	18,1	-	6,2	5,2	0,5	0,4	0,3	-	-	14,9	-	7%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
Mediana		**8,3**	**6,5**	**5,3**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**15,6**	**10,6**	**9,4**	**2%**	**2%**	**2%**	**0,0%**	**0,0%**	**2,0%**
ZAGRANICZNE SPOŁKI																
Accenture	51,5	9,5	8,8	8,3	1,5	1,4	1,3	19,6	17,2	15,5	16%	16%	15%	1,9%	1,7%	1,9%
Atos Origin	41,9	5,9	5,1	4,3	0,6	0,5	0,5	15,4	12,9	11,1	10%	11%	11%	0,4%	0,7%	0,9%
CapGemini	42,3	7,8	6,6	5,9	0,7	0,6	0,6	21,0	16,8	14,4	8%	9%	10%	2,2%	2,4%	2,6%
IBM	161,9	9,2	8,5	7,9	2,2	2,1	2,0	14,1	12,8	11,7	24%	25%	26%	1,5%	1,6%	1,6%
Indra Sistemas	14,1	7,9	7,6	7,2	1,0	1,0	0,9	11,5	11,3	10,6	13%	13%	13%	4,6%	4,8%	5,2%
LogicaCMG	1,4	7,5	7,0	6,5	0,7	0,6	0,6	11,4	10,5	9,6	9%	9%	10%	2,9%	3,3%	3,9%
Microsoft	26,6	7,2	6,2	5,9	3,0	2,7	2,5	12,9	10,8	9,8	42%	44%	43%	2,0%	2,3%	2,3%
Oracle	32,9	13,0	10,4	9,6	6,1	4,7	4,4	20,4	16,4	14,8	47%	46%	46%	0,6%	0,6%	0,7%
SAP	43,7	13,9	11,8	10,8	4,5	4,0	3,7	20,7	17,6	15,8	32%	34%	34%	1,3%	1,6%	1,7%
TietoEnator	13,9	6,3	5,4	5,0	0,6	0,6	0,6	12,6	10,5	9,5	10%	11%	12%	3,8%	4,4%	5,3%
Mediana		**7,8**	**7,3**	**6,8**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**14,8**	**12,9**	**11,4**	**14%**	**14%**	**14%**	**2,0%**	**2,0%**	**2,1%**

Wycena spółek mediowych /28.02.2011/

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPOŁKI																
AGORA	26,9	8,2	6,7	5,8	1,2	1,0	0,9	19,4	20,1	16,0	14%	15%	15%	1,9%	2,5%	2,5%
CYFROWY POLSAT	15,7	10,3	9,2	8,4	2,8	2,7	2,5	16,3	14,7	14,5	27%	29%	30%	3,6%	4,3%	4,5%
TVN	17,3	13,3	10,8	8,6	3,4	3,0	2,6	61,8	21,1	15,0	25%	27%	30%	1,8%	0,0%	1,4%
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	2,6	7,0	6,2	5,9	0,7	0,6	0,6	11,7	9,3	8,6	9%	10%	11%	6,2%	7,8%	8,9%
Axel Springer	118,1	7,5	6,8	6,3	1,4	1,3	1,2	12,7	11,6	10,6	18%	19%	20%	3,9%	4,2%	4,5%
Daily Mail	5,6	8,2	7,8	7,5	1,5	1,5	1,4	11,9	10,8	10,1	19%	19%	19%	2,7%	3,0%	3,2%
Gruppo Editorial	1,9	6,0	5,3	5,0	1,1	1,0	1,0	14,4	11,5	10,1	17%	19%	20%	3,9%	5,4%	5,6%
Mcclatchy	4,0	5,9	6,1	-	1,6	1,7	-	6,5	8,4	7,3	28%	27%	-	0,0%	0,0%	0,0%
Naspers	400,0	24,3	20,4	17,3	5,8	5,1	4,5	28,5	22,1	17,2	24%	25%	26%	0,6%	0,8%	1,0%
New York Times	10,4	5,4	5,7	5,5	0,8	0,9	0,9	15,1	15,8	14,4	16%	15%	16%	0,0%	0,0%	0,0%
Promotora de Inform	2,0	7,2	6,6	6,3	1,4	1,5	1,4	4,5	5,0	4,3	20%	23%	23%	0,3%	0,1%	2,1%
SPIR Comm	40,0	11,0	8,6	7,1	0,4	0,4	0,4	-	-	31,8	4%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
Trinity Mirror	0,8	3,1	3,1	3,1	0,6	0,6	0,6	3,1	3,0	2,9	20%	20%	19%	1,7%	3,5%	4,8%
Mediana		**7,1**	**6,4**	**6,3**	**1,2**	**1,2**	**1,0**	**11,9**	**10,8**	**10,1**	**18%**	**19%**	**19%**	**1,2%**	**1,9%**	**2,7%**
TV																
Antena 3 Televis	7,0	10,3	8,8	7,8	2,0	1,9	1,8	13,4	11,5	10,1	20%	22%	24%	5,6%	6,9%	8,1%
CETV	345,2	20,7	12,4	9,5	3,1	2,8	2,5	-	-	29,2	15%	22%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevision Telecinco	9,1	14,0	9,3	7,9	3,6	2,7	2,5	17,5	13,6	11,5	25%	28%	32%	4,3%	6,4%	7,9%
ITV PLC	0,9	8,7	7,9	7,3	1,8	1,8	1,7	16,5	14,5	12,6	21%	22%	23%	0,3%	1,4%	2,6%
M6-Metropole Tel	18,3	6,7	6,4	6,3	1,4	1,3	1,3	15,6	14,5	14,3	21%	21%	20%	5,1%	5,2%	5,2%
Mediaset SPA	4,7	4,8	4,4	4,1	1,7	1,5	1,4	13,0	11,4	10,1	35%	35%	35%	6,6%	7,4%	8,2%
RTL Group	73,6	9,1	8,5	8,1	2,0	1,9	1,8	17,6	15,6	14,8	22%	22%	22%	6,1%	6,4%	6,7%
TF1-TV Francaise	14,1	10,5	8,0	7,2	1,2	1,1	1,1	22,8	15,7	13,5	11%	14%	15%	3,3%	4,3%	5,0%
Mediana		**9,7**	**8,2**	**7,5**	**1,9**	**1,8**	**1,8**	**16,5**	**14,5**	**13,1**	**21%**	**22%**	**24%**	**4,7%**	**5,8%**	**6,0%**
PAY TV																
BSkyB PLC	7,9	12,9	10,8	9,5	2,6	2,4	2,3	25,9	19,9	16,4	20%	22%	24%	2,4%	2,7%	3,0%
Canal Plus	5,8	5,3	5,2	5,0	0,3	0,2	0,2	17,5	17,0	16,5	5%	5%	5%	4,8%	5,0%	5,0%
Cogeco	42,7	5,9	5,5	5,2	2,3	2,2	2,1	17,5	15,7	13,7	39%	40%	40%	1,3%	1,6%	2,1%
Comcast	25,8	6,7	6,3	6,0	2,6	2,5	2,4	20,5	17,5	15,0	39%	40%	40%	1,5%	1,6%	1,8%
Liberty Global	42,1	8,2	7,4	6,9	3,6	3,3	3,1	-	35,8	17,8	44%	45%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	9,6	7,1	6,8	6,5	3,7	3,5	3,3	15,4	13,9	11,5	52%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Shaw Communications	21,3	7,6	6,5	6,2	3,5	2,8	2,5	16,5	13,8	12,9	46%	43%	41%	4,1%	4,2%	4,4%
Mediana		**7,1**	**6,5**	**6,2**	**2,6**	**2,5**	**2,4**	**17,5**	**17,0**	**15,0**	**39%**	**40%**	**40%**	**1,5%**	**1,6%**	**2,1%**

Wycena spółek górniczych /28.02.2011/

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPOŁKI																
KGHM	175,5	5,3	4,3	8,5	2,1	1,8	2,4	7,7	6,5	14,5	40%	41%	28%	1,7%	5,7%	5,7%
ZAGRANICZNE SPOŁKI																
Anglo Amer.	33,3	4,8	3,9	3,6	1,9	1,6	1,5	8,2	6,3	5,5	39%	42%	43%	1,8%	3,0%	3,3%
BHP Billiton	24,3	5,7	3,8	3,4	2,7	2,1	1,9	9,9	6,6	5,8	48%	55%	56%	3,5%	3,8%	4,0%
Freeport-MCMOR	53,0	2,9	2,5	2,5	1,5	1,3	1,2	6,2	5,2	5,1	51%	52%	49%	2,4%	3,8%	3,9%
Rio Tinto	43,1	3,7	3,1	3,1	1,7	1,5	1,5	6,2	5,1	5,0	46%	48%	48%	2,2%	2,5%	2,8%
Southern Peru	42,3	12,5	7,8	6,8	7,1	4,9	4,4	22,6	12,9	11,4	57%	63%	64%	3,8%	5,0%	6,1%
Mediana		**4,8**	**3,8**	**3,4**	**1,9**	**1,6**	**1,5**	**8,2**	**6,3**	**5,5**	**48%**	**52%**	**49%**	**2,4%**	**3,8%**	**3,9%**

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

Wycena spółek budowlanych /28.02.2011/

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	96,4	4,7	8,2	8,9	0,4	0,4	0,5	9,2	12,0	12,3	8%	5%	6%	7,1%	6,9%	4,2%
Elektrobudowa	158,0	9,7	8,6	7,4	0,9	0,8	0,7	15,7	13,3	11,9	9%	10%	10%	2,2%	2,3%	2,5%
Erbud	49,0	10,3	7,3	6,2	0,5	0,4	0,4	18,1	11,9	10,0	5%	5%	6%	1,0%	1,1%	1,7%
Mostostal Wa-wa	49,0	6,9	7,3	5,7	0,3	0,3	0,3	16,1	16,9	12,5	4%	4%	5%	3,6%	3,1%	3,0%
PBG	198,0	9,4	9,2	8,5	1,1	0,8	0,6	12,9	12,8	12,4	12%	8%	8%	1,5%	1,6%	2,4%
Polimex Mostostal	3,6	7,4	7,3	6,3	0,6	0,5	0,4	15,1	13,1	10,2	8%	6%	7%	1,1%	0,0%	0,0%
Rafako	12,1	10,6	8,4	7,7	0,6	0,5	0,4	20,9	14,9	13,7	6%	5%	5%	2,5%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	3,5	8,3	7,2	6,2	0,9	0,5	0,4	16,0	11,2	9,5	11%	7%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	83,0	5,6	4,4	4,8	2,8	2,2	2,3	41,9	13,1	18,0	50%	50%	47%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	9,0	10,0	11,1	5,9	0,5	0,4	0,4	13,7	15,3	8,1	5%	4%	6%	0,0%	0,7%	2,5%
Mediana		**8,9**	**7,8**	**6,3**	**0,6**	**0,5**	**0,4**	**15,9**	**13,1**	**12,1**	**8%**	**6%**	**7%**	**1,3%**	**0,9%**	**2,1%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
AMEC	11,6	11,6	10,3	9,1	1,1	1,0	0,9	20,2	17,7	15,2	9%	10%	10%	1,7%	1,9%	2,2%
BILFINGER	60,6	10,0	9,5	9,0	0,6	0,6	0,6	10,6	10,7	9,6	6%	6%	7%	4,0%	4,3%	4,7%
EIFFAGE	43,1	9,6	9,0	8,5	1,3	1,3	1,3	16,3	13,9	11,8	14%	15%	15%	2,8%	3,0%	3,4%
HOCHTIEF	71,1	5,7	5,1	4,7	0,3	0,3	0,3	22,3	18,7	15,3	6%	6%	7%	2,3%	2,7%	3,1%
NCC	165,4	8,5	8,0	7,2	0,4	0,4	0,4	14,6	13,9	12,0	5%	5%	5%	3,9%	4,2%	4,6%
SKANSKA	130,1	8,0	8,2	7,6	0,4	0,4	0,4	15,1	15,8	14,5	5%	5%	5%	4,4%	4,5%	4,7%
STRABAG	21,3	3,8	3,8	3,7	0,2	0,2	0,2	14,2	14,4	14,5	5%	5%	5%	2,4%	2,5%	2,7%
Mediana		**8,5**	**8,2**	**7,6**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**15,1**	**14,4**	**14,5**	**6%**	**6%**	**7%**	**2,8%**	**3,0%**	**3,4%**

Wycena spółek deweloperskich /28.02.2011/

		EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPÓŁKI																
BBI Development	0,4	34,4	11,1	12,3	0,9	0,8	0,8	31,7	9,7	7,2	20%	48%	30%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	46,5	19,0	12,8	6,7	1,5	1,3	1,2	28,5	13,8	8,8	12%	16%	17%	1,7%	1,0%	4,3%
GTC	21,1	22,7	9,9	7,7	1,2	1,0	0,9	26,6	7,9	5,4	68%	131%	142%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	14,7	7,9	7,4	10,4	1,5	1,3	1,2	8,6	8,2	10,8	25%	29%	39%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	31,9	38,8	15,4	8,8	0,6	0,6	0,6	14,3	12,0	7,0	21%	26%	36%	2,7%	0,0%	0,0%
Mediana		**22,7**	**11,1**	**8,8**	**1,2**	**1,0**	**0,9**	**26,6**	**9,7**	**7,2**	**21%**	**29%**	**36%**	**0%**	**0%**	**0%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
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	3,2	20,1	18,6	17,6	0,9	0,9	0,9	16,8	15,5	14,5	56%	58%	59%	4,2%	4,4%	4,3%
CORIO	48,1	21,1	18,9	16,8	1,1	1,1	1,0	16,7	16,0	14,9	82%	83%	83%	5,5%	5,7%	5,9%
DEUTSCHE EUROSHOP	27,3	20,6	18,3	17,4	1,1	1,1	1,1	20,8	17,7	17,6	88%	87%	87%	4,0%	4,1%	4,3%
ECHO INVESTMENT	4,9	13,5	9,6	8,0	1,2	1,1	1,0	12,7	9,1	7,8	69%	89%	85%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	4,7	21,6	21,6	21,0	1,2	1,0	1,0	20,9	22,2	18,4	80%	80%	79%	3,4%	3,5%	3,6%
KLEPIERRE	28,3	18,2	17,2	16,3	1,4	1,1	1,1	18,4	17,4	15,7	85%	86%	88%	4,5%	4,6%	4,7%
SPARKASSEN IMMO	5,0	20,4	18,2	16,3	0,7	0,7	0,7	30,1	13,2	8,6	47%	47%	49%	0,0%	4,6%	3,6%
UNIBAIL-RODAMCO	145,7	19,7	19,7	19,1	1,1	1,1	1,1	16,2	16,5	15,7	86%	84%	84%	8,1%	5,6%	5,7%
Mediana		**20,4**	**18,6**	**17,4**	**1,1**	**1,1**	**1,0**	**17,6**	**16,5**	**14,9**	**80%**	**83%**	**83%**	**4,0%**	**4,4%**	**4,3%**

Wycena spółek sektora elektromaszynowego /28.02.2011/

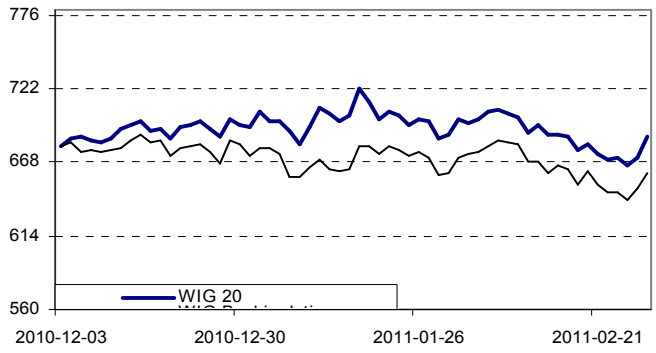
		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPÓŁKI																
FAMUR	3,3	11,7	10,1	8,5	2,1	2,1	1,9	19,7	21,0	16,9	18%	20%	22%	0,0%	0,0%	3,1%
KOPEX	20,9	11,5	8,8	8,0	0,9	0,9	1,0	45,2	18,8	16,4	8%	10%	13%	0,0%	0,0%	3,0%
Mediana		**11,6**	**9,5**	**8,3**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**32,5**	**19,9**	**16,7**	**13%**	**15%**	**18%**	**0,0%**	**0,0%**	**3,1%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atlas Copco	159,1	12,5	10,9	9,9	2,9	2,6	2,4	19,6	16,6	14,9	23%	24%	25%	2,4%	2,6%	2,9%
Bucyrus	91,1	12,8	10,3	9,0	2,4	2,0	1,8	22,9	17,4	14,9	19%	19%	20%	0,1%	0,1%	0,1%
Emeco	1,1	5,7	4,8	4,4	2,3	2,2	2,0	17,9	12,6	10,1	41%	45%	45%	1,2%	3,2%	4,7%
Industrea	1,4	-	-	-	-	-	-	27,6	7,6	6,9	-	-	-	2,6%	3,3%	3,9%
Joy Global	97,4	13,5	11,1	9,6	2,9	2,5	2,2	23,3	19,2	16,5	21%	22%	23%	0,7%	0,7%	0,7%
Sandvik	121,5	11,1	9,2	8,1	2,1	1,9	1,8	21,9	16,0	13,5	19%	21%	22%	2,2%	3,0%	3,5%
Mediana		**12,5**	**10,3**	**9,0**	**2,4**	**2,2**	**2,0**	**22,4**	**16,3**	**14,2**	**21%**	**22%**	**23%**	**1,7%**	**2,8%**	**3,2%**

Wycena spółek sektora papierniczego /28.02.2011/

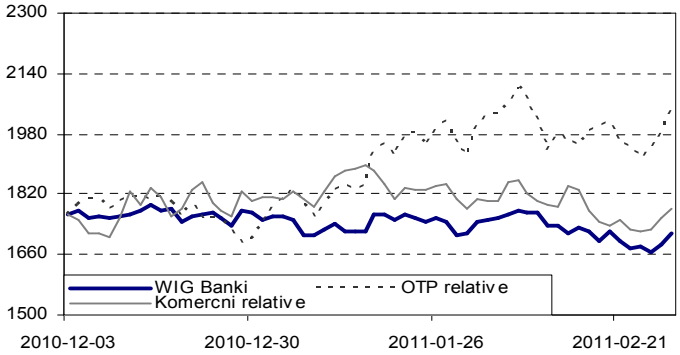
		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
	Cena	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPÓŁKI																
MONDI	80,2	10,3	8,0	7,7	2,0	1,8	1,7	18,7	11,9	11,3	19%	22%	23%	0,0%	5,3%	8,4%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Billerund	68,5	4,8	5,6	5,5	0,9	0,9	0,8	10,5	13,3	12,8	18%	15%	15%	3,6%	3,8%	3,8%
Holmen	231,0	10,1	7,7	7,5	1,5	1,4	1,3	27,0	15,6	14,9	15%	17%	17%	3,0%	3,5%	4,3%
INTL Paper	27,8	5,8	5,2	4,8	0,8	0,7	0,7	13,7	10,2	9,0	13%	15%	15%	1,4%	2,0%	2,6%
M-Real	3,0	5,7	5,4	5,2	0,7	0,7	0,6	14,4	10,0	8,5	12%	12%	12%	0,7%	1,2%	1,8%
Norske Skog	18,2	11,0	6,3	5,8	0,7	0,6	0,6	-	-	-	6%	10%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,6	6,9	6,6	6,4	1,9	1,8	1,7	11,7	10,6	10,5	27%	28%	27%	5,4%	4,4%	5,0%
Stora Enso	8,5	7,2	6,7	6,5	0,9	0,9	0,8	11,4	11,1	10,7	12%	13%	13%	2,8%	2,8%	3,0%
Svenska	104,7	7,1	6,2	5,9	1,0	1,0	1,0	12,0	10,0	9,4	15%	16%	16%	3,8%	4,2%	4,4%
UPM-Kymmene	14,4	7,5	6,7	6,6	1,2	1,1	1,1	15,2	13,5	12,5	16%	17%	17%	3,2%	3,6%	3,7%
Mediana		**7,1**	**6,3**	**5,9**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**12,8**	**10,9**	**10,6**	**15%**	**15%**	**15%**	**3,0%**	**3,5%**	**3,7%**

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

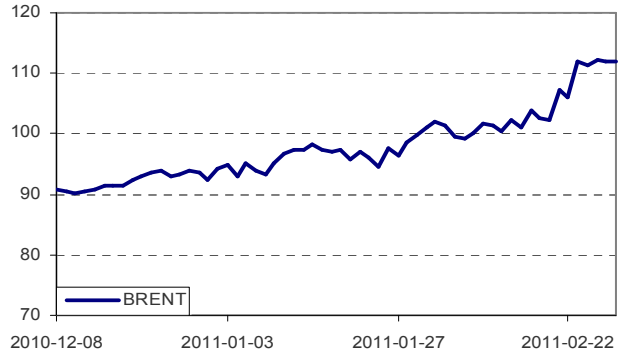
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



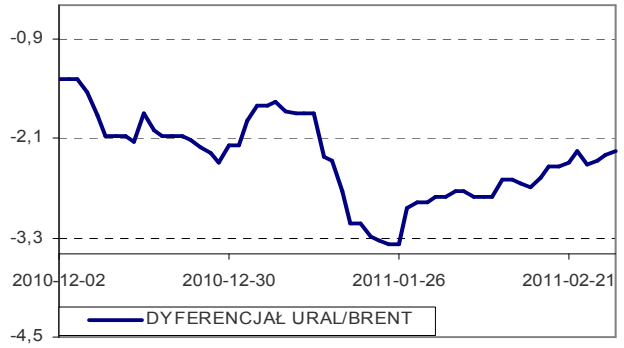
Relatywne zmiany OTP i Komercni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



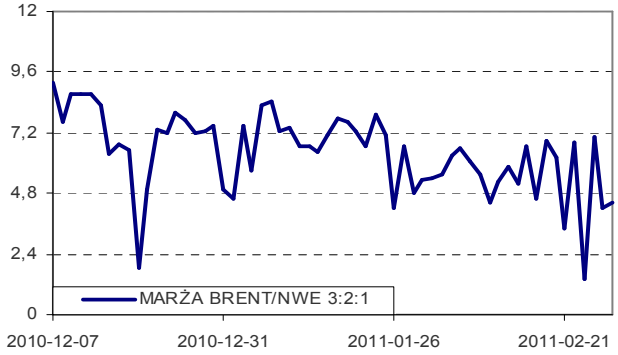
BRENT (USD/brk)



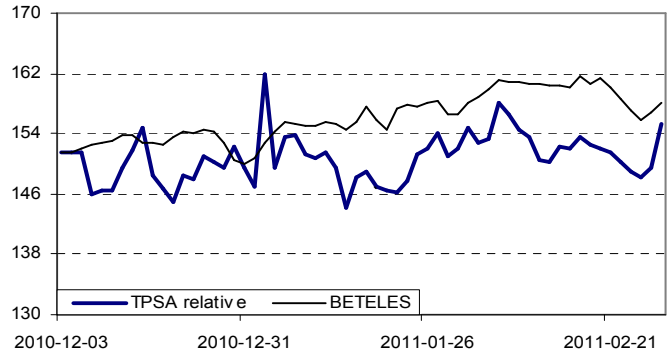
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



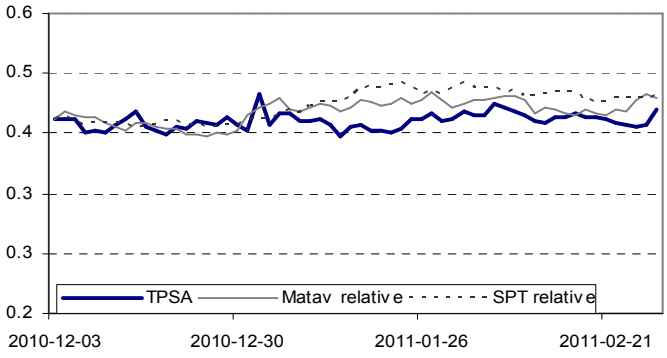
Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)



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

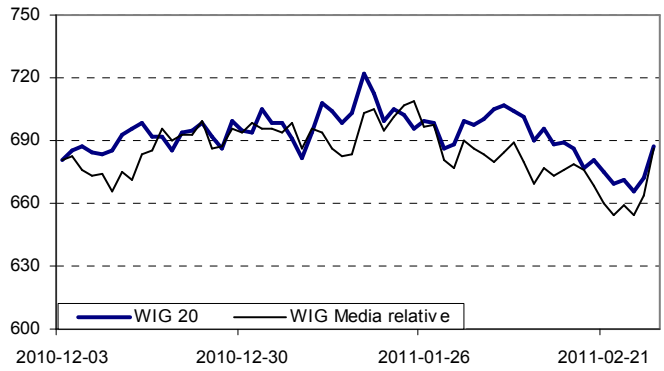


Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

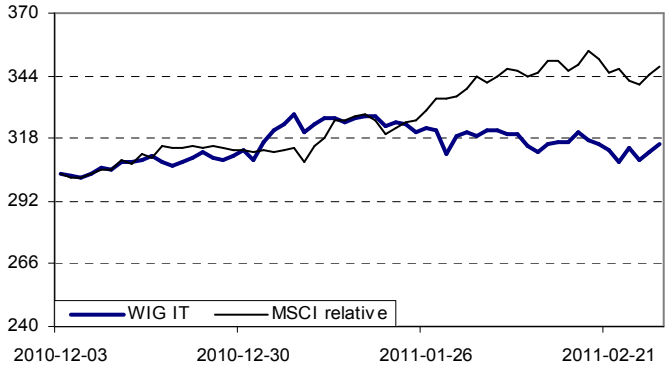


Źródło: Bloomberg

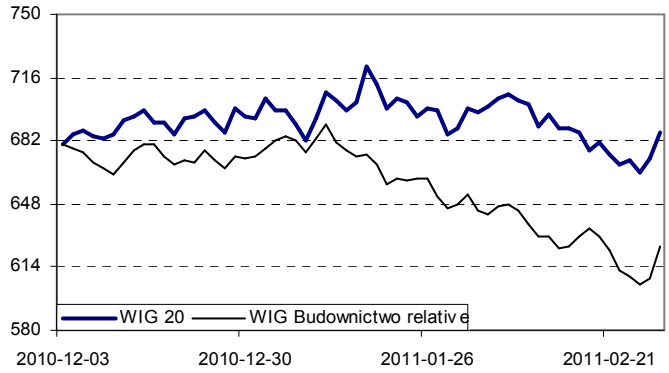
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



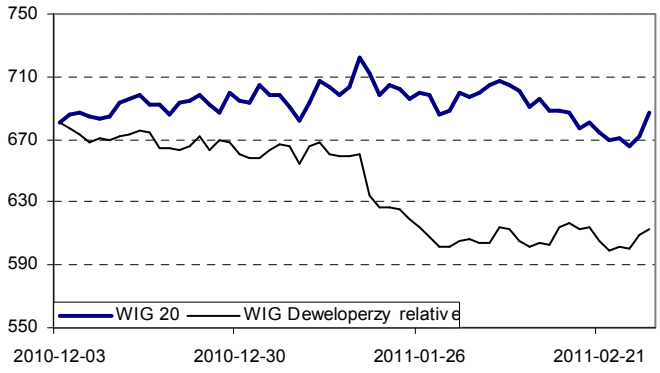
Indeks WIG IT na tle MSCI



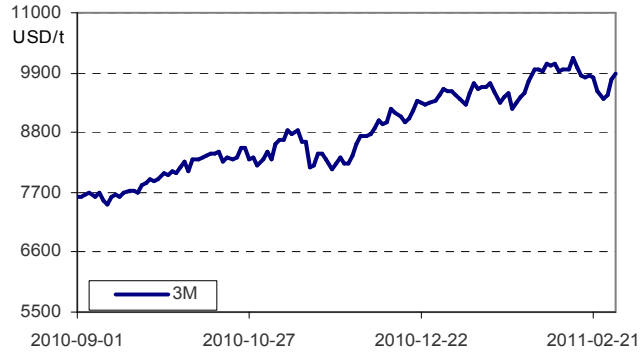
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



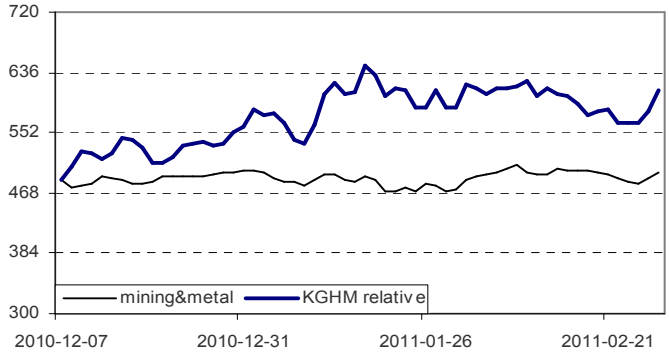
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.
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.