

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

| Indeks  | Zamknięcie | Zmiana | Indeks     | Zamknięcie | Zmiana | Indeks       | Zamknięcie | Zmiana |
|---------|------------|--------|------------|------------|--------|--------------|------------|--------|
| DJIA    | 12 058,0   | -1,38% | FTSE 100   | 5 935,8    | -0,97% | Miedź (LME)  | 9 859,5    | -0,26% |
| S&P 500 | 1 306,3    | -1,57% | WIG20      | 2 692,3    | -0,94% | Ropa (Brent) | 116,0      | +3,64% |
| NASDAQ  | 2 737,4    | -1,61% | BUX        | 22 737,2   | -1,81% | USD/PLN      | 2,90       | +1,06% |
| DAX     | 7 223,3    | -0,67% | PX         | 1 230,6    | -1,09% | EUR/PLN      | 3,99       | +0,86% |
| CAC 40  | 4 067,2    | -1,05% | PLBonds 10 | 6,25       | +0,24% | EUR/USD      | 1,38       | -0,21% |

## Informacje ze spółek i sektorów

## BZ WBK

Trzymaj – z dn. 18.01.11

Cena docelowa: 219,0 PLN

## 4Q zysk netto 268 mln PLN, powyżej oczekiwań na bardzo mocnym wyniku odsetkowym

BZ WBK zraportował zysk netto za 2010 na poziomie 974 mln PLN (+10% R/R), co implikuje wynik 4Q na poziomie 268 mln PLN (+20% Q/Q i 9% R/R). Zysk za 4Q okazał się o 15% wyższy od naszej prognozy (232 mln PLN) i o 17% wyższy od oczekiwań rynkowych (229 mln PLN). Zwracamy uwagę, że na wyniki 4Q miało wpływ kilka pozytywnych czynników o charakterze jednorazowym: sprzedaż portfela kredytów z utratą wartości (12,8 mln PLN wykazane częściowo w wyniku odsetkowym i częściowo w saldzie rezerw), wypłata odszkodowania od ubezpieczyciela w sprawie sporu prawnego (ok. 6 mln PLN wykazane w pozostałej działalności operacyjnej) oraz rozwiązanie rezerwy z tytułu opcji walutowych (ok. 3 mln PLN wykazane w wyniku handlowym). Skorygowany zysk netto o powyższe transakcje wyniósłby 246 mln PLN i byłby 6% wyższy od naszej prognozy. Głównym powodem pozytywnego zaskoczenia na poziomie zysku netto (nawet po skorygowaniu o transakcje jednorazowe) był bardzo mocny wynik odsetkowy (+9% Q/Q) dzięki bardzo silnej poprawie marży odsetkowej (+34pb. Q/Q do 3,8%). (I. Rokicka)

## Podsumowanie wyników kwartalnych

| (mln PLN)                                 | 4Q10   | 3Q10   | Q/Q | 4Q09   | R/R  | 4Q10P  | Różnica |
|-------------------------------------------|--------|--------|-----|--------|------|--------|---------|
| Wynik odsetkowy                           | 501    | 458    | 9%  | 434    | 16%  | 474    | 6%      |
| Wynik z prowizji                          | 346    | 331    | 5%  | 321    | 8%   | 342    | 1%      |
| Wynik handlowy                            | 63     | 63     | 0%  | 97     | -35% | 57     | 9%      |
| Przychody z działalności bankowej         | 910    | 851    | 7%  | 851    | 7%   | 873    | 4%      |
| Pozostałe przychody operacyjne netto      | 13     | -7     | +/- | 14     | -7%  | 4      | 232%    |
| Przychody ogółem                          | 923    | 845    | 9%  | 865    | 7%   | 877    | 5%      |
| Koszty osobowe                            | -256   | -251   | 2%  | -240   | 7%   | -248   | 4%      |
| Amortyzacja                               | -33    | -32    | 1%  | -32    | 2%   | -32    | 3%      |
| Pozostałe koszty administracyjne          | -165   | -154   | 8%  | -162   | 2%   | -183   | -10%    |
| Koszty ogółem                             | -455   | -437   | 4%  | -433   | 5%   | -462   | -2%     |
| Wynik operacyjny przed kosztami rezerw    | 469    | 407    | 15% | 432    | 9%   | 414    | 13%     |
| Saldo rezerw                              | -103   | -101   | 2%  | -100   | 3%   | -104   | -1%     |
| Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych | 2      | 1      | 66% | 0      | 994% | 1      | 98%     |
| Zysk brutto                               | 367    | 308    | 19% | 331    | 11%  | 311    | 18%     |
| Podatek dochodowy                         | -83    | -69    | 21% | -70    | 19%  | -62    | 34%     |
| Zyski należne udziałowcom mniejszościowym | -17    | -16    | 3%  | -16    | 4%   | -17    | 0%      |
| Zysk netto                                | 268    | 223    | 20% | 246    | 9%   | 232    | 15%     |
| Kredyty netto                             | 32 838 | 33 422 | -2% | 34 571 | -5%  | 33 422 | -2%     |
| Aktywa ogółem                             | 53 154 | 55 485 | -4% | 54 065 | -2%  | 54 707 | -3%     |
| Depozyty                                  | 41 970 | 39 618 | 6%  | 41 223 | 2%   | 40 118 | 5%      |
| Kapitały własne                           | 6 623  | 6 380  | 4%  | 5 928  | 12%  | 6 612  | 0%      |

Źródło: BZ WBK, DI BRE

**Dywidenda za 2010 na poziomie 8 PLN na akcję**

Zarząd BZ WBK złożył deklarację odnośnie dywidendy za 2010 w wysokości 8 PLN na akcję. Propozycja została pozytywnie zaopiniowana przez Radę Nadzorczą banku. Data dywidendy została zaproponowana na 9 maja 2011, a dzień wypłaty dywidendy na 23 maja 2011. **Stopa wypłaty dywidendy wynosi 60%, powyżej naszych oczekiwań na poziomie 35%. Stopa dywidendy kształtuje się na poziomie 3,5%. (I. Rokicka)**

**ZCH Police**

Sprzedaj - z dn. 03.12.10  
Cena docelowa: 5,5 PLN

**Turecki Nurol Holding zainteresowany Policami?**

Według prasowych doniesień w ubiegłym miesiącu Police odwiedzili przedstawiciele tureckiego Nurol Holding (konglomerat spółek z różnych branż: budowlanej, metalurgicznej, finansowej i deweloperskiej), którym jako doradca towarzyszył reprezentant rumuńskiego Azomures (producent nawozów i melaminy należący do innego tureckiego holdingu). Podobno firma ta jest zainteresowana udziałem w prywatyzacji Polic. **Podobnych doniesień na temat Polic było już kilka (Azoty Tarnów, przedstawiciele jakiejś rosyjskiej firmy), więc na razie należy poczekać na konkretne oferty, tym bardziej że proces prywatyzacji nie został jeszcze wznowiony. Zwracamy jednak uwagę, że obecna wycena Polic może być trudna do zaakceptowania dla inwestora branżowego. (K. Kliszcz)**

**Drop****Wyniki lepsze niż zakładał w prognozie Zarząd**

W 4Q10 Spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 153,8 mln PLN (+11,3% r/r), wynik operacyjny 2,9 mln PLN (+4,1% r/r) oraz zysk netto 3,2 mln PLN (+43,1% r/r). W sumie w całym roku Spółka wypracowała 21,1 mln PLN (+2,9% vs oficjalna prognoza Zarządu) oraz zysk netto na poziomie 16,9 mln PLN (+9,3% vs oficjalna prognoza Zarządu). **Spółka na rezultatach z 2010 roku jest obecnie notowana na poziomie 11,8 P/E. Więcej na temat perspektyw wzrostu wyników Spółki w 2011 roku pisaliśmy przy okazji strategii na 2011 rok. (J. Szkopek)**

**Budownictwo****Zaproszenia do złożenia ostatecznej oferty na budowę bloku w Opolu**

PGE ustaliło specyfikację techniczną planowanego bloku w Opolu i zaprosiło do złożenia ostatecznych ofert cenowych. Zaproszenia do złożenia ofert otrzymały wszystkie 3 konsorcja (Alstom; Rafako, Mostostal W-wa i Polimex; PBG i konsorcjanci). Termin składania ofert upływa 30 czerwca 2011 roku. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. (M. Stokłosa)**

**Budimex**

Redukuj - z dn. 17.01.11  
Cena docelowa: 91,5 PLN

**Wybór oferty za 50,9 mln PLN**

Spółka Kujawsko – Pomorskie Inwestycje Medyczne wybrała ofertę konsorcjum z udziałem Budimexu na przebudowę i rozbudowę szpitala w Bydgoszczy. Wartość kontraktu to 98,4 mln PLN, z czego udział Budimexu to 50,9 mln PLN (1% prognozowanych przychodów na rok 2011). Realizacja prac potrwa 26 miesięcy. **Wiadomość neutralna, mały kontrakt. (M. Stokłosa)**

**Erbud**

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

**2011: wzrost przychodów i marża EBIT > 3%**

Portfel zamówień na rok 2011 sięga 1,1 mld PLN. Rok temu o tej porze było to 860 mln PLN. W efekcie, bardzo prawdopodobny jest wzrost przychodów r/r. Marża EBIT ma wzrosnąć powyżej 3%, czyli średniej dla sektora budowlanego. Całość portfela zleceń ma wartość 1,36 mld PLN. W najbliższych miesiącach Erbud może podpisać kontrakty za 300-400 mln PLN, z czego 1/3 może być zrealizowana w 2011 roku. Erbud rozważa zamknięcie zakładu konstrukcji stalowych – produkcja jest stopniowo wygaszana, jednak ostateczna decyzja jeszcze nie zapadła. **Wzrost przychodów jest zgodny z oczekiwaniami. Liczymy, że Erbudowi uda się zrealizować marżę EBIT > 3%, co wynika m.in. z realizacji kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu, kalkulowanego w oparciu o ceny z 2008 roku. Niedługo przedstawimy zaktualizowane prognozy wyników Erbudu i wycenę. (M. Stokłosa)**

**Mostostal Warszawa**

Kupuj - z dn. 11.02.11  
Cena docelowa: 59,9 PLN

**Rezygnacja 2 członków zarządu**

Z pełnienia funkcji zrezygnowało 2 członków zarządu – p. Owczarski, Wiceprezes ds. Rozwoju Infrastruktury oraz p. Binkiewicz, Wiceprezes ds. Rozwoju Budownictwa. **Wiadomość lekko negatywna. (M. Stokłosa)**

**Polimex Mostostal**

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

**Prezes: informacja o możliwych 200 dniach opóźnień na A4 nie jest prawdziwa**

Kilka dni temu pojawiły się informacje, że harmonogram GDDKiA prac nad budową odcinka A4 może spowodować, że realizujący kontrakt konsorcjum Polimex i Doprastav nie zrealizuje prac w terminie. Mowa była o możliwych ponad 200 dniach opóźnień. Prezes Jaskółka dementuje te informacje. Wykonawca ma obecnie maksymalnie 2-miesięczne opóźnienie. Prezes przyznaje też, że do jesieni wykonawca i GDDKiA będą robić wszystko, aby prowadzić normalne prace budowlane. Na jesieni strony usiądą do stołu i zweryfikują termin zakończenia prac. Według nieoficjalnych źródeł, prowadzona jest gra negocjacyjna. Rząd straszy karami za nieprzestrzeganie terminów, a wykonawca zgłasza wnioski o akceptację prac dodatkowych za dodatkowym wynagrodzeniem. **Trudno na razie ocenić ryzyko, skalę i potencjalne konsekwencje finansowe opóźnień. PBG i Hydrobudowie udało się przedłużyć termin realizacji kontraktu na budowę Stadionu Narodowego bez kar umownych. Nie spodziewamy się, aby możliwe opóźnienia w realizacji kontraktu mogły wpływać na wyniki Polimexu do czasu oczekiwanych jesiennych negocjacji. Sądzymy też, że w interesie spółek budowlanych jest finalizacja tego typu negocjacji przed wyborami parlamentarnymi (jesień 2011). (M. Stokłosa)**

**Rafako**Akumuluj - z dn. 01.02.11  
Cena docelowa: 13,4 PLN**Niekorzystny wyrok KIO w sprawie potencjalnego kontraktu**

Krajowa Izba Odwoławcza nakazała spółce Energa Kogeneracja unieważnienie czynności wyboru oferty Rafako na budowę bloku na biomasę w Elblągu i powtórzenie czynności oceny ofert złożonych w postępowaniu. Komunikat o wyborze przez Energa oferty Rafako wartej 191,8 mln PLN został opublikowany w styczniu 2011 roku. **Energa odrzuciła wszystkie oferty poza ofertą Rafako, i tą ofertę wybrała. Wyrok KIO miał miejsce z uwagi na protest jednego z konkurentów, którego oferta została odrzucona. Nie wiemy, czy oferta ta jest tańsza, czy droższa, niż oferta Rafako. 191,8 mln PLN to 13,5% prognozowanych przychodów Rafako na rok 2011. Wiadomość negatywna. (M. Stokłosa)**

**Unibep**Trzymaj - z dn. 03.12.10  
Cena docelowa: 9,3 PLN**Plan połączenia z PRDiM**

Unibep poinformował o planie połączenia ze spółką zależną PRDiM. **Wiadomość neutralna. (M. Stokłosa)**

**J.W. Construction**Akumuluj - z dn. 18.01.11  
Cena docelowa: 16,3 PLN**J.W. planuje kupić grunt od Black Lion NFI?**

W prasie pojawiły się nieoficjalne informacje, że J.W. Construction chce kupić grunt na Woli w Warszawie od Black Lion NFI. Chodzi o byłe tereny fabryki Vis, u zbiegu Kasprzaka i al. Prymasa Tysiąclecia. Grunt ma ponad 8 ha powierzchni, powstać na nim miałyby 145 tys. m2 powierzchni biurowej i mieszkaniowej. Za grunt deweloper mógłby zapłacić 170-200 mln PLN. Zgodnie z ustaleniami prasy, negocjacje między giełdowymi spółkami toczą się już od kilku miesięcy i są bliskie pozytywnego zakończenia. Akwizycja gruntu byłaby częściowo sfinansowana gotówką, częściowo zaś dzięki emisji obligacji, których część objąłby sprzedający grunt. **Teoretycznie potencjalna cena za m2 powierzchni użytkowej to 1,17 – 1,38 tys. PLN/m2, co jak za tą lokalizację jest ceną atrakcyjną. Z drugiej strony, mowa o wysokich budynkach, których koszt budowy z m2 jest wyższy, niż niskich, prostych obiektów. Ostatecznie, cena nabycia wydaje nam się uczciwa. Mimo to, obawiamy się o stronę bilansową transakcji. Zakup gruntu wymagałby znacznego zwiększenia długu netto J.W., co mogłoby negatywnie wpływać na możliwość rozpoczęcia nowych projektów i wyniki finansowe. Na wyniki finansowe mogą też negatywnie działać dodatkowe koszty odsetkowe. (M. Stokłosa)**

**LPP**Akumuluj - z dn. 03.12.10  
Cena docelowa: 2 300 PLN**Sprzedaż za luty**

Przychody ze sprzedaży osiągnięte w lutym wyniosły ok. 139 mln PLN i były wyższe r/r o 15%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła 47% i była niższa o ok. 3 pp od zrealizowanej w lutym roku poprzedniego. Przychody w okresie styczeń - luty 2011 wyniosły 323 mln PLN i były wyższe o 14% r/r. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. Luty nie jest kluczowy dla całego roku, jednak utrzymują się pozytywne tendencje w sprzedaży. Wzrost przychodów jest realizowany na mniejszej sieci (bez marek Esotiq, Henderson). Na danych porównywalnych, bez uwzględniania sprzedaży bielizny przychody r/r wzrosłyby o około 19% r/r. Negatywne jest, że w dalszym ciągu utrzymuje się niższa rentowność r/r. (G. Borowska)**

**Prima Moda****Wyniki 4Q 2010**

Spółka w 4Q 2010 miała 15,3 mln PLN sprzedaży w 4Q 2010 wzrost 11% r/r, 1,9 mln PLN zysku operacyjnego (188% r/r) i 1,9 mln PLN zysku netto. W wynikach pomogła wyższa marża brutto na sprzedaży r/r (57% w 4Q 2010 wobec 54% w 4Q 2009), płaskie koszty sprzedaży i ogólnego zarządu i dodatnio kontrybuujący do wyniku netto podatek. W całym 2010 spółka miała 1,1 mln PLN zysku netto wobec 2,1 mln PLN straty w 2009. Wyniki finansowe dobre, słabe przepływy operacyjne, głównie przez znaczny spadek zobowiązań handlowych. **(G. Borowska)**

**Intersport****Szacunki wyników 2010**

Wg wstępnych szacunków zarządu spółka osiągnęła w 2010 przychód netto ze sprzedaży towarów i usług w wysokości 232,4 mln PLN, zysk netto na poziomie 1,1 mln PLN. Wyższy niż prognozowany wynik netto jest efektem poprawy w grudniu 2010 marży procentowej ze sprzedaży. Prognoza zarządu z 23.12.2010 to 231 mln PLN przychodów i 0,8 mln PLN zysku netto (prognoza odwoływała wcześniejsze szacunki przychodów na poziomie 238 mln PLN i wyniku netto na poziomie 3,8 mln PLN). **(G. Borowska)**

## Wyniki spółek

### Comarch

Trzymaj - z dn. 18.01.11  
Cena docelowa: 88,00 PLN

#### Gorzej od oczekiwań

Wyniki Comarchu w czwartym kwartale okazały się znacząco słabsze od naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym oraz zgodne z prognozami na poziomie wyniku netto. Źródłem odchylenia na poziomie wyniku netto były bardzo wysokie koszty ogólne działalności spółki. Odchylenia in plus powstały na podatku dochodowym, gdzie spółka zaksięgowała ujemną wartość na poziomie -7,0 mln PLN, podczas gdy spodziewaliśmy się 1,6 mln PLN obciążenia podatkowego. Drugim źródłem odchylenia in plus jest strata mniejszości, która okazała się wyższa niż zakładaliśmy (-6,9 mln PLN vs -2,2 mln PLN prognozy).

Przychody Comarchu sięgnęły w 4Q2010 264,4 mln PLN tj. o 5,4%. Głównymi motorami wzrostu przychodów okazały się przy tym segment handlu (+33,0 mln PLN r/r) oraz segment TMT (+9,4 mln PLN r/r). Mimo wzrostu udziału sprzętu kosztem oprogramowania własnego nastąpił tylko niewielki spadek marży brutto na sprzedaży (26,6% vs 25,5% naszej prognozy i 27,1% przed rokiem). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu sięgnęły aż 49,0 mln PLN i było to najważniejsze negatywne zaskoczenie publikacji (w poprzednim roku, który był dotąd rekordowy pod tym względem koszty te wynosiły 36,4 mln PLN). Niemiecki SoftM obniżył przy tym skonsolidowany wynik operacyjny o 5,5 mln PLN, a spółki celowe zanotowały stratę w wysokości 2,3 mln PLN. Ostatecznie wynik operacyjny Comarchu wyniósł 19,2 mln PLN.

Saldo na działalności finansowej wyniosło -2,6 mln PLN, wobec oczekiwanych +0,4 mln PLN. Przy wspomnianych wyżej odchyleniach na poziomie obciążenia podatkowego i straty mniejszości (efekt wyższej od oczekiwań straty SoftM) wynik netto ukształtował się na poziomie 30,6 mln PLN.

Podsumowując, wyniki Comarchu stanowią lekkie rozczarowanie w relacji do naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Mimo pozytywów płynących z dynamiczniejszego wzrostu przychodów oraz bardzo dobrej rentowności brutto spółka nie jest w stanie utrzymać dyscypliny kosztowej i wykorzystać powyższych trendów do znacznej poprawy wyników. Spółka poinformowała, że portfel zamówień na 2011 rok ma obecnie wartość 406,3 mln PLN tj. o 18% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Stosunkowo duży przyrost portfela będzie przekładał się na poprawę wyników w 2011 roku, jednak wobec tak dużego wzrostu kosztów jaki miał miejsce w 4Q2010 poprawa ta może być znacząco mniejsza od tej, której oczekują inwestorzy. Do naszych prognoz i rekomendacji odniesiemy się po zapoznaniu się z dokładnymi przyczynami wzrostu kosztów działalności spółki. **(P. Grzybowski)**

### Wyniki Comarchu w 4Q2010 vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

| (mln PLN)   | 4Q2010 | 4Q2009 | zmiana | 4Q2010P | różnica | konsensus | różnica | 2010  | 2009  | zmiana |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|-----------|---------|-------|-------|--------|
| Przychody   | 264,4  | 233,1  | 13,4%  | 250,8   | 5,4%    | 242,7     | 8,9%    | 761,7 | 729,4 | 4,4%   |
| EBITDA      | 28,0   | 37,6   | -25,6% | 40,4    | -30,9%  | -         | -       | 64,0  | 56,2  | 13,9%  |
| marża       | 10,58% | 16,12% | -      | 16,13%  | -       | -         | -       | 7,89% | 8,40% | -      |
| EBIT        | 19,2   | 26,1   | -26,5% | 28,9    | -33,6%  | 26,3      | -26,9%  | 23,5  | 14,3  | 63,6%  |
| Zysk brutto | 16,7   | 27,0   | -38,4% | 29,3    | -43,2%  | -         | -       | 23,7  | 18,4  | 28,5%  |
| Zysk netto  | 30,6   | 27,6   | 10,7%  | 29,9    | 2,1%    | 26,8      | 14,1%   | 43,4  | 32,3  | 34,4%  |

Źródło: Comarch, PAP, DI BRE

### Famur

Sprzedaj – z dn. 18.01.11  
Cena docelowa: 2,3 PLN

#### Wyższe przychody, marża niska mimo wykonywania rentownych umów

W 4Q10 przychody ze sprzedaży były o 49,6% wyższe od naszych oczekiwań, na co złożyła się wyższa o 85,3% sprzedaż segmentu maszyn górniczych oraz o 71,1% segmentu innych urządzeń dla górnictwa. Wyższe od naszych oczekiwań o 8,3% przychody miały miejsce w urządzeniach dźwigowych i przeładunkowych oraz o 22,1% w pozostałej działalności w związku z wyższą niż się spodziewaliśmy sprzedażą węgla w ramach rozliczenia obligacji węglowych wyemitowanych przez Katowicki Holding Węglowy. Spółka w 4Q10 zmieniła również prezentację wyników Spółki Zamet Industry, której wyniki sprzedażowe prezentowane są w segmencie maszyn i urządzeń przeładunkowych i dźwigowych, a nie jak dotychczas w pozostałej działalności. Sprzedaż jedynie nieznacznie odbiegała od naszych prognoz pod względem wygenerowanych przychodów in minus w segmencie odlewów (-2,2% vs prognoza DI BRE). Mimo wykonywania dwóch całkiem rentownych umów (dla Katowickiego Holdingu Węglowego za 83,9 mln PLN i części kontraktu dla kontrahenta meksykańskiego za 14,9 mln EUR) marża brutto ze sprzedaży segmentu maszyn górniczych i innych urządzeń dla górnictwa wyniosła jedynie 24,8% i 25,2% wobec przez nas zakładanych (28,0% i 31,0%), co związane było prawdopodobnie ze wzrostem kosztów osobowych i mediów nowego zakładu Famur-2 (zakład zwiększył zatrudnienie o 100 osób, z czego wiele było zatrudniona już w 4Q10). Rentowność wyżej wymienionych segmentów w 1Q10 i 2Q10 wynosiła odpowiednio 38,4% i 43,8% oraz 31,7% i 31,4%, zatem spadek marżowości należy uznać za istotny. Wyższa rentowność (31,2% vs prognozowane 26,0%) miała miejsce w segmencie urządzeń przeładunkowych i dźwigowych, co oznacza trwały powrót do marżowości tej części działalności (w 1Q10 rentowność wynosiła jedynie 10,1%, w 2Q10 23,9%, a w 3Q10 32,4%). W sumie wynik operacyjny był o 0,1% wyższy od naszych oczekiwań. Negatywnie na jego poziom



wpływało zwiększenie rezerw w kwocie 5 mln PLN oraz aktualizacja wartości aktywów niefinansowych w kwocie 7,5 mln PLN. W sumie wpływ pozostałej działalności operacyjnej w 4Q10 wyniósł -18,7 mln PLN. Wyższe od naszych oczekiwań były koszty sprzedaży o 30,4% oraz koszty zarządu o 17,9%. Na poziomie wyniku brutto pozytywny wpływ miało rozliczenie i wycena kontraktów terminowych (+6,2 mln PLN) oraz dyskonto wynikające z rozliczenia obligacji węglowych od KHW w kwocie 5,8 mln PLN (zakładaliśmy 2 mln PLN dyskonta). W sumie wynik brutto w 4Q10 był o 18,9% wyższy niż zakładaliśmy, a zysk netto o 10,5% wyższy. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na malejącą rentowność w segmentach związanych z produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa, mimo wykonywania rentownych kontraktów w 4Q10 (część kontraktu meksykańskiego została wykonana w 2Q10, co dało ponad 40% rentowność brutto ze sprzedaży segmentu maszyn górniczych, a do przetargu na wykonywanie obudowy kompleksu niskiego dla KHW został dopuszczony tylko Famur, co gwarantowało wysoką marżę zdołanego kontraktu). Pamiętać należy, że do kosztów osobowych i mediów w 1Q11 dojdzie jeszcze amortyzacja nowego zakładu, która wyniesie ponad 10 mln PLN rocznie. Do tej pory Famur na rynku uchodził za spółkę o stosunkowo istotnie zamortyzowanym parku maszynowym, co miało istotny wpływ na realizowane rentowności na poziomie operacyjnym i netto. Bieżący rok może, to zmienić gdyż rynek nadal jest stosunkowo trudny pod względem uzyskiwanych marż, a nowe zamówienia zakładu Famur-2, według zapowiedzi Spółki, nie będą jeszcze miały miejsca w 1Q11. Dodatkowo w 1Q11 Spółka nie informowała o wykonywaniu żadnej większej umowy na obudowy ścianowe, co prowadzić naszym zdaniem będzie do obniżenia wyniku w bieżącym kwartale (w części Famur, gdyż do dotychczasowego biznesu w 1Q11 dojdzie jeszcze przejęty Remag). Zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami wyniki 4Q10 są bardzo dobre, nie spostrzegamy większych zaskoczeń na poziomie operacyjnym. (J. Szkopek)

### Realizacja prognoz DI BRE dla Spółki Famur w 4Q10

| (mln PLN)   | IVQ2010P | zmiana | IVQ2010 | zmiana  | IVQ2009 | 2010P | zmiana | 2010  | zmiana | 2009  |
|-------------|----------|--------|---------|---------|---------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Przychody   | 236,1    | 49,6%  | 353,3   | 119,5%  | 160,9   | 761,7 | 16,2%  | 885,4 | 27,4%  | 695,1 |
| EBITDA      | 43,0     | 3,2%   | 44,4    | 2417,2% | 1,8     | 133,9 | 5,0%   | 140,5 | 5,2%   | 133,6 |
| marża       | 18,2%    |        | 12,6%   |         | 1,1%    | 17,6% |        | 15,9% |        | 19,2% |
| EBIT        | 29,9     | 0,1%   | 30,0    | -       | -6,1    | 88,8  | 6,0%   | 94,1  | -6,6%  | 100,8 |
| Zysk brutto | 30,0     | 18,9%  | 35,6    | -       | -1,7    | 99,5  | 4,1%   | 103,6 | 33,1%  | 77,9  |
| Zysk netto  | 24,4     | 10,5%  | 27,0    | -       | -2,9    | 79,7  | 0,1%   | 79,8  | 37,6%  | 58,0  |

Źródło: DI BRE Banku

### Kopex

Redukuj – z dn. 18.01.11

Cena docelowa: 15,9 PLN

### Zgodnie z oczekiwaniami, rosnące przychody spadająca rentowność

W 4Q10 przychody ze sprzedaży były o 35,6% wyższe niż wynikało to z naszych oczekiwań, głównie za sprawą wyższych o 69,6% przychodów segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego oraz wyższych o 50,5% przychodów segmentu maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych. Większa niż się spodziewaliśmy wartość obrotu miała miejsce w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego (+20,4% vs prognozy DI BRE), segmentu sprzedaży energii (+19,3% vs prognozy DI BRE) oraz usług górniczych (+12,8% vs prognozy DI BRE). Niższa niż oczekiwaliśmy sprzedaż miała miejsce w segmentach maszyn i urządzeń dla przemysłu (-32,8% vs prognozy DI BRE), odlewów (-6,4% vs prognozy DI BRE) oraz sprzedaży węgla (-6,4% vs prognozy DI BRE). Niepokojącym sygnałem jest niższa rentowność brutto ze sprzedaży w segmentach usług górniczych (16,8% vs zakładane 26,9% i 22,0% w 3Q10, 18,4% w 2Q10 i 18,7% w 1Q10), segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (17,6% vs zakładane 19,0% i 18,2% w 3Q10, 18,3% w 2Q10 i 34,2% w 1Q10) oraz segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego i maszyn i urządzeń dla przemysłu (odpowiednio 18,2% vs oczekiwane 21,0% oraz -19,9% vs oczekiwane 15,0%). Pozytywnym sygnałem jest wyższa rentowność w segmencie urządzeń elektrycznych i elektronicznych (z oczekiwanych 24,3% do 27,5%), odlewów (z oczekiwanych 16,5% do 25,8%) oraz handlu energią (z oczekiwanych 1,4% do 2,2%). Wynik operacyjny w 4Q10 był o 7,5% wyższy od naszych oczekiwań, mimo że koszty sprzedaży były o 74,0% wyższe niż zakładaliśmy, a koszty zarządu o 7,3% wyższe. Pozostała działalność operacyjna miała negatywny wpływ na wielkość osiągniętego wyniku operacyjnego w kwocie -1,2 mln PLN. Wpływ działalności finansowej na wynik wyniósł -16,0 mln PLN wobec oczekiwanych -13,3 mln PLN, głównie za sprawą wyższych kosztów finansowych w pozycji „inne” (-3,4 mln PLN). Na poziomie brutto wynik był o 16,7% niższy od naszych oczekiwań, a na poziomie netto o 1,5% wyższy. W pierwszym przypadku odstępstwo od naszej prognozy wynika ze wspomnianych wyższych kosztów finansowych, w drugim natomiast z niższego o 61,6% podatku dochodowego oraz niższego o 44,2% zysku przypadający akcjonariuszom niekontrolującym. Wyniki w większości pokrywają się z naszymi oczekiwaniami. Pozytywnym sygnałem płynącym z rezultatów jest wysoki poziom przychodów w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego i usług górniczych. Z drugiej jednak strony za wzrostem sprzedaży podąża spadek rentowności wyżej wymienionych segmentów. Dobrym sygnałem jest zwiększenie sprzedaży i powrót do wyższej rentowności segmentu maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych. Na poziomie netto nie spełnił się scenariusz zapowiadany przez głównego akcjonariusza Spółki, jakoby Spółka miała wypracować w 2010 roku połowę zysku netto osiągniętego w 2009 roku, co oznaczałoby, że w 4Q10 Kopex zrealizowałby zysk netto wyższy niż 20 mln PLN. Choćby dla tego

argumentu należałoby podejść z ostrożnością do zapowiedzi Zarządu dotyczących wypracowania w 2011 roku co najmniej 100 mln PLN zysku netto. (**J. Szkopek**)

### Realizacja prognoz DI BRE dla Spółki Kopex w 4Q10

| (mln PLN)   | IVQ2010P | zmiana | IVQ2010 | zmiana | IVQ2009 | 2010P   | zmiana | 2010    | zmiana | 2009    |
|-------------|----------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|
| Przychody   | 548,7    | 35,6%  | 744,3   | 24,0%  | 600,3   | 2 171,9 | 9,0%   | 2 367,5 | 2,3%   | 2 313,4 |
| EBITDA      | 52,3     | 4,4%   | 54,6    | 97,1%  | 27,7    | 175,9   | -51,9% | 84,5    | -61,1% | 217,1   |
| marża       | 9,5%     | -      | 7,3%    | -      | 4,6%    | 8,1%    | -      | 3,6%    | -      | 9,4%    |
| EBIT        | 29,8     | 7,5%   | 32,0    | 190,6% | 11,0    | 91,4    | 2,4%   | 93,6    | -35,6% | 145,3   |
| Zysk brutto | 19,9     | -16,7% | 16,5    | 41,8%  | 11,7    | 60,3    | -5,5%  | 57,0    | -48,1% | 109,7   |
| Zysk netto  | 13,1     | 1,5%   | 13,3    | -35,4% | 20,6    | 34,3    | 0,6%   | 34,5    | -60,4% | 87,2    |

Źródło: DI BRE Banku

### BBI Development

Kupuj - z dn. 10.11.10

Cena docelowa: 0,55 PLN

### Pozytywne zaskoczenie na wycenie nieruchomości, negatywne po stronie kosztów

Przychody spółki okazały się wyższe od naszych prognoz ze względu na dodatnią wycenę projektu Plac Unii. Zysk na wycenie nieruchomości inwestycyjnych wyniósł 14,7 mln PLN, podczas gdy prognoza wskazywała nieznacznie stratę (-0,4 mln PLN). Przychody ze sprzedaży mieszkań w inwestycji Dom na Dolnej były natomiast niższe o 16% od naszych prognoz i wyniosły 3,1 mln PLN. Spółka ma już nabywców na wszystkie mieszkania w projekcie Dom na Dolnej - wyniki z przekazania lokali pojawiają się w Q1 2011. Marża na mieszkaniach przekazanych w Q4 wyniosła 24%, co jest zbieżne z naszymi prognozami.

Łącznie koszty operacyjne okazały się o 1,7 mln PLN wyższe od prognoz, czego główną przyczyną były wyższe niż zakładaliśmy koszty wynagrodzeń oraz koszty usług obcych. Spółka, zgodnie z oczekiwaniami, wykazała 8,6 mln PLN straty na sprzedaży inwestycji w Kiekrzu (Poznań). W naszych prognozach powyższa strata została uwzględniona w pozostałych kosztach operacyjnych, spółka z kolei zaksięgowwała część tej kwoty (2,1 mln PLN) jako koszt finansowy. Ostatecznie saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -2,6 mln PLN (prognoza -8,6 mln PLN). Oprócz straty na inwestycji w Kiekrzu, wynik na działalności finansowej jest obciążony stratą na sprzedaży nieruchomości w Dziwnowie (-1,8 mln PLN), która miała miejsce w październiku 2010. Po uwzględnieniu odsetek od długu, których spółka nie mogła kapitalizować, koszty działalności finansowej netto wyniosły -5,2 mln PLN. W najbliższych kwartałach wartość kapitalizowanych odsetek powinna wzrosnąć, co spowoduje spadek kosztów finansowych w RZiS.

Generalnie wyniki Q4 oceniamy neutralnie. Wcześniejsze rozpoznanie części marży deweloperskiej na realizacji Placu Unii nie wpływa na naszą wycenę akcji BBI Development.

### Wyniki BBI Development w Q4 2010 vs. prognozy DI BRE

| (mln PLN)                         | Q4 2010     | Q4 2010P     | Różnica        | Q4 2009     | Zmiana         |
|-----------------------------------|-------------|--------------|----------------|-------------|----------------|
| Przychody                         | 18,7        | 3,3          | 463,3%         | 0,4         | 4883,7%        |
| Koszty operacyjne                 | 6,7         | 5,0          | 33,2%          | 2,5         | 168,8%         |
| <b>Zysk (Strata) na sprzedaży</b> | <b>12,0</b> | <b>-1,7</b>  | <b>-802,2%</b> | <b>-2,1</b> | <b>-666,8%</b> |
| marża                             | 64,2%       | -51,5%       | -              | -564,3%     | -              |
| Pozostała działalność operacyjna  | -2,6        | -8,6         | -69,5%         | -1,5        | 75,0%          |
| <b>EBIT</b>                       | <b>9,4</b>  | <b>-10,3</b> | <b>-190,9%</b> | <b>-3,6</b> | <b>-359,0%</b> |
| marża                             | 50,1%       | -310,7%      | -              | -964,5%     | -              |
| Działalność finansowa             | -5,2        | 0,2          | -2675,5%       | 0,0         | 27010,5%       |
| <b>Zysk brutto</b>                | <b>4,2</b>  | <b>-10,1</b> | <b>-141,7%</b> | <b>-3,6</b> | <b>-216,0%</b> |
| Podatek dochodowy                 | 6,5         | -1,9         | -438,9%        | 0,6         | 904,6%         |
| <b>Zysk netto</b>                 | <b>-2,3</b> | <b>-8,2</b>  | <b>-72,0%</b>  | <b>-4,3</b> | <b>-46,5%</b>  |

Źródło: DI BRE Banku S.A., BBI Development

### Gino Rossi

### Wyniki 4Q 2010

Spółka osiągnęła w 4Q 2010 47,6 mln PLN sprzedaży (płasko r/r), 25,9 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (wzrost 25% r/r). Niższe r/r koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (-4%) pozwoliły na osiągnięcie ponad 12x wyższego wyniku na sprzedaży r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej było dodatnie i powiększyło wynik operacyjny o 1,4 mln PLN wobec straty 11,39 mln PLN w 4Q 2009. Saldo działalności finansowej było ujemne -5,8 mln PLN wobec -2,7 mln PLN w 4Q 2009. Ostatecznie spółka osiągnęła 1,95 mln PLN zysku netto wobec 14,3 mln PLN straty w 4Q 2009. W całym 2010 Gino Rossi miało 6,8 mln PLN skonsolidowanego wyniku netto wobec 25 mln PLN straty w 2009. Wyniki są lepsze od prognoz zarządu. Pozostała działalność operacyjna dodaje do wyniku jednak są to głównie odzyskane należności (3,5 mln PLN) oraz wyprzedane zapasy, które wcześniej zostały odpisane w koszty (4,9 mln PLN). Wysokie koszty finansowe zawierają różnice kursowe od kredytu zaciągniętego w CHF. Wygenerowane operacyjne przepływy pieniężne spółka wydała na spłatę kredytów i ostatecznie dług netto na koniec 2010 wyniósł 37,5 mln PLN, spadek o 9% r/r (1,8x EBITDA 2010 lub 2,14x skorygowana EBITDA). Wyniki oceniamy

pozytywnie. Są one rezultatem przeprowadzonej w spółce restrukturyzacji sieci sprzedaży. Zamknięcie nierentownych lokalizacji pozwoliło na zwiększenie średniej sprzedaży na sklep, rentowności brutto na sprzedaży (wzrost w 2010 o 4,4 pp.) i na spadek kosztów stałych (czynsze itp.). **(G. Borowska)**

## Wyniki 4Q 2010

| (mln PLN)   | Raportowane |         |        |            |           |        |
|-------------|-------------|---------|--------|------------|-----------|--------|
|             | IVQ2010     | IVQ2009 | zmiana | I-IVQ2010P | I-IVQ2009 | zmiana |
| Przychody   | 49,9        | 47,9    | 4,23%  | 184,2      | 177,4     | 3,81%  |
| EBITDA      | 9,5         | -9,3    | -      | 20,9       | -14,7     | -      |
| marża       | 19,1%       | -19,4%  | -      | 11,4%      | -8,3%     | -      |
| EBIT        | 7,9         | -10,9   | -      | 15,2       | -20,5     | -      |
| Zysk brutto | 2,2         | -13,4   | -      | 8,0        | -21,8     | -      |
| Zysk netto  | 1,9         | -14,3   | -      | 6,8        | -25,2     | -      |

Źródło: DI BRE Banku S.A., Gino Rossi

### Emperia

Zawieszona - z dn. 05.10.10

#### Dobre wyniki 4Q 2010, powyżej konsensusu

Przychody w 4Q 2010 zwiększyły się o 7,4% r/r do 1 531,7 mln PLN. Rentowność brutto na sprzedaży w 4Q była nieznacznie niższa r/r i wyniosła 16,3% wobec 16,6% w 4Q 2009. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były na zbliżonym poziomie r/r, co pozwoliło na wygenerowanie wyniku na sprzedaży 45,8 mln PLN (wzrost o 44,8% r/r). Dodatkowo saldo pozostałej działalności operacyjnej (3,5 mln PLN) i niższe niż w 4Q 2009 koszty finansowe (-3,8 mln PLN wobec -4,1 mln PLN w 4Q 2009) pozwoliły na wygenerowanie wyniku brutto 100% wyższym r/r. Ostatecznie dzięki niższej efektywnej stopie podatkowej r/r (21,1% wobec 25,2% w 4Q 2009) spółka raportowała wynik netto 36,1 mln PLN (wzrost 110% r/r). W całym 2010 Emperia miała 135,1 mln PLN zysku operacyjnego (wzrost 19,3% r/r) i zysk netto 95,4 mln PLN (wzrost 37,6% r/r). Spółka wygenerowała bardzo dobry poziom przepływów operacyjnych (277 mln PLN). Wyniki powyżej konsensusu. Spółka wyjaśnia osiągnięcie wyników efektem skali w segmencie dystrybucji (dojrzewanie centrów dystrybucyjnych). Niższa marża brutto na sprzedaży to z kolei wynik presji cenowej wywieranej przez konkurentów (w detalu i dystrybucji) oraz wynik słabych warunków atmosferycznych w 4Q 2010, co utrudniało realizowanie aktywnej sprzedaży w dystrybucji. Bardzo dobry poziom operacyjnych przepływów pieniężnych, w tym głównie zmiana zobowiązań pozwolił na zmniejszenie długu netto o ponad 16% r/r. **(G. Borowska)**

## Wyniki 4Q 2010

| (mln PLN)   | Raportowane |         |         |            |           |        | Konsensus |        |
|-------------|-------------|---------|---------|------------|-----------|--------|-----------|--------|
|             | IVQ2010     | IVQ2009 | zmiana  | I-IVQ2010P | I-IVQ2009 | zmiana | IVQ2010P  | zmiana |
| Przychody   | 1 531,7     | 1 425,8 | 7,43%   | 5 916,6    | 5 525,7   | 7,07%  | 1 620,0   | -5,45% |
| EBITDA      | 66,7        | 43,0    | 55,16%  | 203,5      | 176,5     | 15,30% | 62,3      | 7,05%  |
| marża       | 4,35%       | 3,01%   | -       | 3,44%      | 3,19%     | -      | 3,85%     | -      |
| EBIT        | 49,3        | 26,8    | 84,17%  | 135,1      | 113,2     | 19,33% | 42,1      | 17,09% |
| Zysk brutto | 45,5        | 22,7    | 100,48% | 118,8      | 92,2      | 28,75% | -         | -      |
| Zysk netto  | 36,1        | 17,2    | 110,57% | 95,4       | 69,3      | 37,64% | 29,6      | 22,04% |

Źródło: DI BRE Banku S.A., Emperia

## Pozostałe wiadomości ze spółek

|                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>4Fun Media</b>    | Zarząd 4fun Media złożył 28 lutego wniosek koncesyjny do Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji w sprawie uruchomienia kanału muzycznego TV.DISCO, który ma wystartować w czerwcu 2011 roku.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Arctic Paper</b>  | Spółka osiągnęła w IV kw. 2010 r. 34,99 mln PLN zysku netto, przy 598,3 mln PLN przychodów. Dla porównania w IV kw. 2009 r. spółka miała 31,14 mln PLN zysku netto, przy 432,77 mln PLN przychodów.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Asseco Poland</b> | Asseco Poland ma kontrakt w PKP PLK o wartości 5,7 mln zł.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>ATM</b>           | Zarząd ATM pracuje nad koncepcją podziału spółki na dwie niezależne firmy. W efekcie zmian na GPW notowany byłby ATM SA odpowiedzialny wyłącznie za działalność telekomunikacyjną i ATM Systemy Informatyczne, odpowiedzialny za działalność integratorską. Nie wykluczone, że podział uda się sfinalizować do końca roku.<br>ATM prowadzi rozmowy z inwestorami zainteresowanymi dokapitalizowaniem mPay . Jest duża szansa, że przed końcem roku w spółce pojawi się nowy inwestor branżowy oraz inwestor finansowy. |

Portfel zamówień grupy ATM w segmencie integracji systemów teleinf. na koniec II miał wartość ok. 150 mln PLN. W fazie analiz lub przed złożeniem są oferty na projekty o wartości blisko 1 mld PLN. Za rozwojową grupa uważa działalność polegającą na wynajmowaniu powierzchni kolokacyjnej. Na koniec 2011 r. ATM powinien mieć 8.100 m<sup>2</sup> brutto powierzchni w serwerowniach.

|                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Boryszew</b>                | Boryszew przedstawi prognozy na ten rok do końca marca. Spółka pracuje nad kilkoma akwizycjami w segmencie automotive.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>CEDC</b>                    | CEDC prognozuje, że tegoroczne przychody netto wyniosą 0,88-1,08 mld USD, a rozwodniony zysk netto na jedną akcję 1,05-1,25 USD.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Cognor</b>                  | Spółka osiągnęła w całym 2010 r. 41,3 mln PLN straty netto, przy 1,14 mld PLN przychodów. Dla porównania w 2009 r. spółka miała 55,1 mln PLN straty netto, przy 948,96 mln PLN przychodów. W IV kw. 2010 r. spółka miała 1,2 mln PLN zysku netto na działalności kontynuowanej i 20,8 mln PLN na działalności zaniechanej.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Comp</b>                    | W grudniu grupa Comp powiększyła się o spółkę M2 Net. W grudniu 2010 r. spółka Enigma Systemy Ochrony Informacji z grupy Comp kupiła za 11,5 mln zł 100 proc. akcji spółki M2 Net. W przypadku osiągnięcia lub przekroczenia przez M2 Net kwoty 440 tys. zł zysku netto za 2010 r., zweryfikowanego przez biegłego rewidenta, Enigma dopłaci sprzedającemu 350 tys. zł. Backlog Compu na 2011 r. wynosi około 100 mln zł i jest ponad 10 proc. wyższy r/r. Jednostkowy backlog Compu na 2011 r. wynosi obecnie około 100 mln zł i jest ponad 10 proc. wyższy r/r. Grupa postrzega perspektywy na 2011 r. jako bardzo dobre zarówno w tradycyjnym obszarze bezpieczeństwa informatycznego, jak i w obszarze rynku fiskalnego i rozwiązań dla tego rynku. |
| <b>DFP Doradztwo Finansowe</b> | DFP może wypłacić od 4 do 8 groszy dywidendy na akcję. Zarząd DFP Doradztwo Finansowe rekomenduje akcjonariuszom spółki, by z zysku za 2010 rok na dywidendę dla akcjonariuszy przeznaczono od 467,9 tys. zł do 935,8 tys. zł, co da od 0,04 zł do 0,08 zł dywidendy na akcję.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>DM IDM</b>                  | Spółka osiągnęła w IV kw. 2010 r. 7,77 mln PLN zysku netto, przy 51,77 mln PLN przychodów. Dla porównania w IV kw. 2009 r. spółka miała 1,89 mln PLN straty netto, przy 45,08 mln PLN przychodów.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>DSS</b>                     | DSS otrzyma 50,2 mln PLN dofinansowania na budowę zakładu. Ministerstwo Gospodarki przyznało spółce Dolnośląskie Surowce Skalne dofinansowanie w wysokości 50,2 mln zł dla projektu dotyczącego zastosowania pyłu amfibolitowego w innowacyjnych procesach produkcji.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Fabryka Maszyn Ożarów</b>   | Fabryka Maszyn Ożarów, specjalizująca się w produkcji tabletekarek, części do maszyn budowlanych i drogowych, chce pozyskać z emisji prywatnej 2,6 mln zł i wejść na rynek NewConnect.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Gastel Żurawie</b>          | Spółka osiągnęła w IV kw. 2010 r. 1,05 mln PLN zysku netto, przy 25,57 mln PLN przychodów. Dla porównania w IV kw. 2009 r. spółka miała -0,95 mln PLN straty netto, przy 15,96 mln PLN przychodów.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Grajewo</b>                 | Grajewo oczekuje wzrostu popytu na swoje wyroby o 5 proc. w Polsce i 10 proc. w Rosji. Spółka wznowi budowę fabryki w Rosji.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Intercars</b>               | Inter Cars obiecuje poprawę wyników. Ubiegły rok był dla spółki słabszy od 2009. Spółka zapowiada wejście na rynek Bułgarski.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Kogeneracja</b>             | Kogeneracja osiągnęła w IV kw. 2010 r. 59,6 mln PLN zysku netto. Zysk netto Kogeneracji, przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej, spadł w czwartym kwartale 2010 roku do 59,6 mln zł z 66 mln zł w analogicznym okresie 2009 roku. Zysk operacyjny grupy w IV kwartale 2010 roku wyniósł 79,4 mln zł wobec 85,6 mln zł w IV kwartale 2009 roku. Przychody ze sprzedaży netto wzrosły natomiast do 333,1 mln zł z 317,6 mln zł rok wcześniej.                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Lentex</b>                  | Wygasła podpisana przez Lentex przedwstępna umowa zakupu węgierskiej spółki Graboplast Padlőgyártó.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Lubawa</b>                  | Spółka osiągnęła w całym 2010 r. 2,4 mln PLN zysku netto, przy 38 mln PLN przychodów. Dla porównania w 2009 r. spółka miała 1,06 mln PLN zysku netto, przy 21,7 mln PLN przychodów.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |



**Multimedia**

Wyniki Multimedia w czwartym kwartale 2010 roku

|            | wyniki | konsensus | różnica |
|------------|--------|-----------|---------|
| zysk netto | 26,4   | 19,6      | 34,69%  |
| EBIT       | 35,2   | 34,9      | 0,86%   |
| EBITDA     | 78,6   | 77,4      | 1,55%   |
| przychody  | 147    | 145       | 1,38%   |

|            | IV kw. 2010 | IV kw. 2009 | różnica |
|------------|-------------|-------------|---------|
| zysk netto | 26,4        | 22,3        | 18%     |
| EBIT       | 35,2        | 29,9        | 18%     |
| przychody  | 147         | 138         | 7%      |

**Open Finance <lpo>**

Wartość oferty Open Finance może wynieść 800 mln PLN. Nowi akcjonariusze mogą mieć blisko 50 proc. akcji, co oznacza że spółka została wyceniona na około 1,6 mld PLN.

**Optimus**

Spółka osiągnęła w IV kw. 2010 r. 1,8 mln PLN zysku netto, przy 26,57 mln PLN przychodów. Dla porównania w IV kw. 2009 r. spółka miała -0,9 mln PLN straty netto, przy 0,24 mln PLN przychodów.

**Permedia**

Zarząd spółki przedstawi propozycję wypłaty dywidendy za 2010 rok w wysokości 0,50 PLN za jedną akcję.

**PGF**

Dynamika wzrostu zysku PGF w 2011 roku może być zbliżona do ubiegłorocznej, która wyniosła około 10 proc.

**Plastbox**

Spółka osiągnęła w IV kw. 2010 r. -0,39 mln PLN straty netto, przy 18,55 mln PLN przychodów. Dla porównania w IV kw. 2009 r. spółka miała 0,21 mln PLN zysku netto, przy 15,02 mln PLN przychodów.

**Police**

Przedstawiciele tureckiej firmy Nurol Holding interesują się Zakładami Chemicznymi Police. Jak podaje Parkiet przedstawiciele tureckiej spółki w zeszłym miesiącu odwiedzili siedzibę Polic.

**PZ Cormay**

Spółka osiągnęła w IV kw. 2010 r. 0,64 mln PLN zysku netto, przy 15,1 mln PLN przychodów. Dla porównania w IV kw. 2009 r. spółka miała 0,49 mln PLN zysku netto, przy 12,05 mln PLN przychodów.

**Quercus TFI**

KNF zatwierdziła prospekt emisyjny Quercus TFI.

**Rainbow**

Spółka osiągnęła w całym 2010 r. 5,07 mln PLN zysku netto, przy 308,96 PLN przychodów. Dla porównania w 2009 r. spółka miała 0,05 mln PLN zysku netto, przy 276,69 mln PLN przychodów.

**Seco/Warwick**

Seco/Warwick chce w '11 zrealizować przejęcie na rynku brazylijskim. Backlog grupy Seco/Warwick na koniec 2010 roku wynosił 233,4 mln zł wobec ponad 50 mln zł na koniec 2009 roku. W 2011 roku grupa oczekuje kontynuacji dynamicznego wzrostu i zrealizowania akwizycji na rynku brazylijskim.

**Zelmer**

Zelmer chce w ciągu trzech lat wypłacić środki z funduszu dywidendowego.

**Zetkama**

W 2011 roku Zetkama, producent armatury przemysłowej i odlewów żeliwnych, znacząco poprawi osiągnięte w 2010 roku wyniki, w połowie marca spółka opublikuje oficjalną prognozę.

## Kalendarium spółek

|                                |  |                                                                                                                                                 |
|--------------------------------|--|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Środa /02.03.11/</b>        |  |                                                                                                                                                 |
| 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. |
| <b>Piątek /04.03.11/</b>       |  |                                                                                                                                                 |
| PBG                            |  | Wprowadzenie do obrotu 500.000 akcji zwykłych na okaziciela serii A spółki.                                                                     |
| <b>Poniedziałek /07.03.11/</b> |  |                                                                                                                                                 |
| PKO BP                         |  | Publikacja raportu za 4Q2010 i 2010 rok.                                                                                                        |

## Kalendarium makro

| <b>Środa /02.03.11/</b>                                            |         |                                                    |         |                    |                       |
|--------------------------------------------------------------------|---------|----------------------------------------------------|---------|--------------------|-----------------------|
| Czas                                                               | Region  | Dane                                               | Okres   | Prognoza           | Poprzednia wartość    |
| 10:00                                                              | Polska  | PKB                                                | 4 kw.   | 4,4% r/r           | 1,3% k/k; 4,2% r/r    |
| 11:00                                                              | UE      | Inflacja PPI                                       | Styczeń | 1,1% m/m; 5,7% r/r | 0,8% m/m; 5,3% r/r    |
| 13:00                                                              | USA     | Wnioski o kredyt hipoteczny                        | Tydzień |                    | 13,2%                 |
| 14:00                                                              | Polska  | Stopa procentowa                                   |         | 3,75%              | 3,75%                 |
| 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.    |         |                                                    |         |                    |                       |
| <b>Czwartek /03.03.11/</b>                                         |         |                                                    |         |                    |                       |
| 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%               | 9,7%                  |
| 8:00                                                               | Niemcy  | Sprzedaż detaliczna                                | Styczeń | 0,5% m/m; 1,7% r/r | -0,3% m/m; -1,3% r/r  |
| 9:50                                                               | Francja | Indeks PMI usług                                   | Luty    | 60,8               | 57,8                  |
| 9:55                                                               | Niemcy  | Indeks PMI usług                                   | Luty    | 59,5               | 60,3                  |
| 10:00                                                              | UE      | Indeks PMI usług                                   | Luty    | 57,2               | 55,9                  |
| 10:30                                                              | UK      | Indeks PMI usług                                   | Luty    | 53,7               | 54,5                  |
| 11:00                                                              | UE      | PKB                                                | 4 kw.   | 0,3% k/k; 2,0% r/r | 0,3% k/k; 1,9% r/r    |
| 11:00                                                              | UE      | Sprzedaż detaliczna                                | Styczeń | 0,4% m/m; 0,0% r/r | -0,6% m/m; -0,9% r/r  |
| 13:45                                                              | UK      | Stopa procentowa                                   |         | 1,0%               | 1,0%                  |
| 14:30                                                              | USA     | Liczba osób pobierających zasiłek dla bezrobotnych | Tydzień |                    | 3790 tys.             |
| 14:30                                                              | USA     | Nowozarejestrowani bezrobotni                      | Tydzień | 395 tys.           | 391 tys.              |
| 14:30                                                              | USA     | Wydajność pracy w sektorze pozarolniczym           | 4 kw.   | 2,6% k/k           | 2,3% k/k; 2,5% r/r    |
| 14:30                                                              | USA     | Jednostkowe koszty pracy                           | 4kw.    |                    | -0,1% k/k; -1,1% r/r  |
| 16:00                                                              | USA     | Indeks ISM dla branż poza przemysłowych            | Luty    | 59,4               | 59,4                  |
| 16:30                                                              | USA     | Zapasy gazu ziemnego                               | Tydzień |                    | 1830 mld              |
| Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Carrefour, GDF Suez. |         |                                                    |         |                    |                       |
| Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Novell.                 |         |                                                    |         |                    |                       |
| <b>Piątek /04.03.11/</b>                                           |         |                                                    |         |                    |                       |
| 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              |
| <b>Poniedziałek /07.03.11/</b>                                     |         |                                                    |         |                    |                       |
| 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             |
| <b>Wtorek /08.03.11/</b>                                           |         |                                                    |         |                    |                       |
| Czas                                                               | Region  | Dane                                               | Okres   | Prognoza           | Poprzednia wartość    |
| 0:50                                                               | Japonia | Bilans obrotów kapitałowych                        | Styczeń |                    | -19,6 mld             |
| 0:50                                                               | Japonia | Bilans obrotów bieżących                           | Styczeń |                    | 1195,3 mld            |
| 0:50                                                               | Japonia | Bilans obrotów finansowych                         | Styczeń |                    | 861,7 mld             |
| 0:50                                                               | Japonia | Podaż pieniądza M3                                 | Luty    |                    | 1,8% r/r              |
| 12:00                                                              | Niemcy  | Zamówienia w przemyśle                             | Styczeń |                    | -3,4% m/m; 195,5% r/r |
| 20:00                                                              | USA     | Budżet rządowy                                     | Luty    |                    | -49,8 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 |
|---------------------------|--------------|--------------|---------------------|---------------|--------------|-----------------|----------|----------|----------------|----------------|
| <b>Banki</b>              |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| BZ WBK                    | Trzy maj     | 2011-01-18   | 213,50              | 219,00        | 225,50       | -2,9%           | 17,6     | 15,6     |                |                |
| GETIN                     | Akumuluj     | 2011-01-17   | 11,75               | 12,70         | 13,12        | -3,2%           | 22,2     | 14,5     |                |                |
| HANDLOWY                  | Trzy maj     | 2011-01-18   | 93,00               | 94,00         | 93,55        | 0,5%            | 16,2     | 13,5     |                |                |
| ING BSK                   | Trzy maj     | 2011-01-18   | 840,50              | 850,00        | 843,00       | 0,8%            | 14,6     | 12,2     |                |                |
| KREDYT BANK               | Akumuluj     | 2011-01-18   | 15,44               | 17,40         | 16,60        | 4,8%            | 24,3     | 13,6     |                |                |
| MILLENNIUM                | Trzy maj     | 2011-02-03   | 5,23                | 5,10          | 5,55         | -8,1%           | 20,1     | 15,0     |                |                |
| PEKAO                     | Redukuj      | 2011-01-18   | 170,00              | 155,00        | 164,00       | -5,5%           | 17,1     | 14,0     |                |                |
| PKO BP                    | Kupuj        | 2011-01-18   | 41,30               | 48,00         | 41,17        | 16,6%           | 16,1     | 12,3     |                |                |
| <b>Ubezpieczyciele</b>    |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| PZU                       | Akumuluj     | 2010-12-13   | 360,50              | 390,00        | 343,30       | 13,6%           | 13,1     | 11,9     |                |                |
| <b>Paliwa, Chemia</b>     |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| CIECH                     | Kupuj        | 2010-08-23   | 28,27               | 27,60         | 26,17        | 5,5%            | 103,2    | 7,9      | 6,5            | 4,6            |
| LOTOS                     | Sprzedaj     | 2011-01-18   | 38,49               | 28,40         | 40,25        | -29,4%          | 8,9      | 10,4     | 9,5            | 6,2            |
| PGNiG                     | Kupuj        | 2010-12-03   | 3,61                | 4,40          | 3,87         | 13,7%           | 11,3     | 13,2     | 6,4            | 6,5            |
| PKN ORLEN                 | Redukuj      | 2010-12-03   | 46,49               | 40,70         | 45,50        | -10,5%          | 8,3      | 10,2     | 5,8            | 6,6            |
| POLICE                    | Sprzedaj     | 2010-12-03   | 6,95                | 5,50          | 9,88         | -44,3%          | -        | 28,6     | 14,4           | 8,8            |
| ZA PULAWY                 | Trzy maj     | 2011-02-04   | 114,00              | 106,10        | 112,10       | -5,4%           | 16,4     | 11,3     | 9,0            | 6,4            |
| <b>Energetyka</b>         |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| CEZ                       | Trzy maj     | 2010-11-29   | 124,50              | 129,50        | 130,70       | -0,9%           | 8,6      | 9,4      | 6,7            | 7,0            |
| ENEA                      | Redukuj      | 2010-12-03   | 23,50               | 21,43         | 22,02        | -2,7%           | 14,6     | 14,4     | 5,4            | 6,0            |
| PGE                       | Kupuj        | 2010-09-13   | 23,78               | 26,73         | 22,30        | 19,9%           | 13,8     | 11,0     | 6,4            | 5,7            |
| TAURON                    | Kupuj        | 2010-09-13   | 5,56                | 8,87          | 6,17         | 43,8%           | 12,5     | 11,8     | 4,3            | 4,5            |
| <b>Telekomunikacja</b>    |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| NETIA                     | Trzy maj     | 2011-01-18   | 5,15                | 5,40          | 5,28         | 2,3%            | 33,6     | 18,8     | 4,8            | 4,3            |
| TPSA                      | Akumuluj     | 2010-12-01   | 16,17               | 17,60         | 16,70        | 5,4%            | 134,0    | 17,4     | 5,7            | 4,7            |
| <b>Media</b>              |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| AGORA                     | Akumuluj     | 2011-01-03   | 26,10               | 28,90         | 26,57        | 8,8%            | 19,2     | 19,8     | 8,1            | 6,6            |
| CINEMA CITY               | Trzy maj     | 2011-01-18   | 42,35               | 42,90         | 36,80        | 16,6%           | 15,4     | 13,6     | 8,4            | 7,5            |
| CYFROWY POLSAT            | Trzy maj     | 2010-12-17   | 17,30               | 15,30         | 15,50        | -1,3%           | 16,1     | 14,5     | 10,2           | 9,1            |
| TVN                       | Akumuluj     | 2011-02-16   | 16,77               | 18,10         | 17,11        | 5,8%            | 61,2     | 20,8     | 13,1           | 10,7           |
| <b>IT</b>                 |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| 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         | 19,40        | -6,4%           | 12,7     | 10,3     | 8,3            | 7,5            |
| ASBIS                     | Akumuluj     | 2011-01-18   | 3,80                | 4,32          | 3,15         | 37,1%           | 23,9     | 7,8      | 6,4            | 5,1            |
| ASSECO POLAND             | Kupuj        | 2010-08-31   | 55,00               | 65,30         | 50,35        | 29,7%           | 9,4      | 10,2     | 6,0            | 5,8            |
| COMARCH                   | Trzy maj     | 2011-01-18   | 88,95               | 88,00         | 92,60        | -5,0%           | 17,4     | 17,1     | 8,5            | 7,4            |
| KOMPUTRONIK               | Akumuluj     | 2011-01-18   | 9,03                | 10,12         | 9,79         | 3,4%            | 25,7     | 13,8     | 8,9            | 6,4            |
| SYGNITY                   | Kupuj        | 2011-01-18   | 17,56               | 18,30         | 17,65        | 3,7%            | -        | 98,4     | -              | 6,1            |
| <b>Górnictwo i Metale</b> |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| KGHM                      | Sprzedaj     | 2011-01-18   | 176,80              | 145,00        | 175,10       | -17,2%          | 7,7      | 6,5      | 5,3            | 4,3            |
| LW BOGDANKA               | Akumuluj     | 2011-02-04   | 118,30              | 125,90        | 116,60       | 8,0%            | 17,7     | 15,4     | 9,7            | 7,2            |
| <b>Przemysł</b>           |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| ASTARTA                   | Sprzedaj     | 2011-01-18   | 101,00              | 63,6          | 94,20        | -32,5%          | 6,8      | 9,7      | 1,6            | 1,3            |
| CENTRUM KLIMA             | Trzy maj     | 2011-01-18   | 16,00               | 16,9          | 13,91        | 21,5%           | 15,9     | 11,7     | 11,1           | 7,1            |
| CERSANIT                  | Redukuj      | 2011-01-18   | 11,30               | 10,4          | 12,48        | -16,7%          | 20,1     | 20,4     | 12,9           | 10,5           |
| FAMUR                     | Sprzedaj     | 2011-01-18   | 2,85                | 2,3           | 3,35         | -31,3%          | 20,2     | 21,5     | 12,0           | 10,3           |
| IMPEXMETAL                | Kupuj        | 2011-02-11   | 5,15                | 5,9           | 4,82         | 22,4%           | 13,4     | 11,8     | 8,1            | 6,4            |
| KERNEL                    | Akumuluj     | 2011-02-28   | 79,25               | 87,8          | 82,80        | 6,0%            | 13,8     | 10,7     | 12,6           | 7,9            |
| KĘTY                      | Akumuluj     | 2011-02-22   | 122,00              | 134,8         | 125,20       | 7,7%            | 12,8     | 12,2     | 8,0            | 7,2            |
| KOPEX                     | Redukuj      | 2011-01-18   | 17,40               | 15,9          | 20,78        | -23,5%          | 45,0     | 18,7     | 11,5           | 8,8            |
| MONDI                     | Trzy maj     | 2011-01-18   | 77,80               | 80,0          | 80,00        | 0,0%            | 18,7     | 11,8     | 10,2           | 8,0            |
| <b>Budownictwo</b>        |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| BUDIMEX                   | Redukuj      | 2011-01-17   | 103,20              | 91,50         | 97,40        | -6,1%           | 9,3      | 12,2     | 4,8            | 8,3            |
| ELEKTROBUDOWA             | Trzy maj     | 2011-02-08   | 168,40              | 178,60        | 158,00       | 13,0%           | 15,7     | 13,3     | 9,7            | 8,6            |
| ERBUD                     | Trzy maj     | 2011-01-19   | 54,55               | 55,00         | 47,90        | 14,8%           | 17,7     | 11,6     | 10,1           | 7,1            |
| MOSTOSTAL WAR.            | Kupuj        | 2011-02-11   | 48,20               | 59,90         | 47,01        | 27,4%           | 15,4     | 16,2     | 6,6            | 7,0            |
| PBG                       | Redukuj      | 2010-11-05   | 226,00              | 194,00        | 195,00       | -0,5%           | 12,7     | 12,6     | 9,3            | 9,0            |
| POLIMEX MOSTOSTAL         | Kupuj        | 2011-02-23   | 3,33                | 4,03          | 3,70         | 8,9%            | 15,5     | 13,5     | 7,5            | 7,5            |
| RAFAKO                    | Akumuluj     | 2011-02-01   | 11,60               | 13,40         | 11,80        | 13,6%           | 20,5     | 14,6     | 10,4           | 8,2            |
| TRAKCJA POLSKA            | Trzy maj     | 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         | 83,30        | 3,1%            | 42,0     | 13,1     | 5,6            | 4,4            |
| UNIBEP                    | Trzy maj     | 2010-12-03   | 9,94                | 9,30          | 8,98         | 3,6%            | 13,7     | 15,2     | 10,0           | 11,0           |
| ZUE                       | Kupuj        | 2010-11-24   | 14,50               | 19,30         | 14,00        | 37,9%           | 18,9     | 10,6     | 7,8            | 5,6            |
| <b>Deweloperzy</b>        |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| 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         | 46,00        | 18,3%           | 28,2     | 13,7     | 18,8           | 12,7           |
| GTC                       | Akumuluj     | 2011-02-03   | 20,92               | 24,03         | 20,63        | 16,5%           | 25,9     | 7,7      | 22,4           | 9,8            |
| J.W.C.                    | Akumuluj     | 2011-01-18   | 14,50               | 16,30         | 14,14        | 15,3%           | 8,3      | 7,9      | 7,7            | 7,2            |
| 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         | 32,50        | 33,8%           | 14,5     | 12,2     | 39,2           | 15,6           |
| ROBYG                     | Kupuj        | 2011-01-07   | 1,86                | 2,59          | 1,82         | 42,3%           | 14,0     | 13,1     | 16,8           | 15,7           |
| <b>Handel</b>             |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| EMPERIA                   | Zawieszona   | 2010-10-05   | 99,50               | -             | 114,50       | -               | -        | -        | -              | -              |
| EUROCASH                  | Kupuj        | 2011-02-04   | 30,50               | 37,40         | 31,06        | 20,4%           | 32,3     | 22,7     | 18,5           | 12,4           |
| LPP                       | Akumuluj     | 2010-12-03   | 2 140,00            | 2 300,00      | 2 090,00     | 10,0%           | 26,1     | 16,8     | 13,3           | 9,6            |
| NG2                       | Akumuluj     | 2011-02-23   | 59,55               | 63,00         | 59,80        | 5,4%            | 19,0     | 15,6     | 15,3           | 11,1           |
| VISTULA                   | Redukuj      | 2010-12-14   | 2,21                | 2,10          | 2,10         | 0,0%            | 118,7    | 22,6     | 11,5           | 9,3            |

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /01.03.2011/**

|  | Cena   | P/E  |      |      | ROE   |      |      | P/BV |      |      | D/Y  |      |      |
|-----------------------------------------------------------------------------------|--------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                                                                   |        | 2010 | 2011 | 2012 | 2010  | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 |
| POLSKIE BANKI                                                                     |        |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
| BZ WBK                                                                            | 225,5  | 17,6 | 15,6 | 12,2 | 15%   | 15%  | 17%  | 2,5  | 2,2  | 2,0  | 1,8% | 2,0% | 2,6% |
| Getin                                                                             | 13,1   | 22,2 | 14,5 | 11,2 | 10%   | 14%  | 16%  | 2,1  | 1,9  | 1,6  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Handlowy                                                                          | 93,6   | 16,2 | 13,5 | 11,5 | 12%   | 13%  | 15%  | 1,9  | 1,8  | 1,7  | 4,0% | 4,3% | 5,2% |
| ING BSK                                                                           | 843,0  | 14,6 | 12,2 | 11,1 | 14%   | 15%  | 15%  | 1,9  | 1,7  | 1,6  | 0,0% | 1,8% | 3,7% |
| Kredyt Bank                                                                       | 16,6   | 24,3 | 13,6 | 10,2 | 7%    | 11%  | 13%  | 1,6  | 1,4  | 1,3  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Millennium                                                                        | 5,6    | 20,1 | 15,0 | 11,2 | 9%    | 11%  | 13%  | 1,6  | 1,5  | 1,4  | 0,0% | 1,8% | 2,7% |
| Pekao                                                                             | 164,0  | 17,1 | 14,0 | 12,4 | 13%   | 15%  | 16%  | 2,1  | 2,0  | 2,0  | 1,8% | 5,4% | 6,1% |
| PKO BP                                                                            | 41,2   | 16,1 | 12,3 | 10,4 | 15%   | 18%  | 19%  | 2,4  | 2,1  | 1,9  | 4,6% | 2,5% | 4,1% |
| Mediana                                                                           |        | 17,3 | 13,8 | 11,2 | 12%   | 14%  | 15%  | 2,0  | 1,8  | 1,6  | 0,9% | 1,9% | 3,2% |
| INWESTORZY POLSKICH BANKOW                                                        |        |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
| AIB                                                                               | 0,3    | -    | -    | 6,5  | -     | -    | 3%   | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,0% | 0,0% | 0,4% |
| BCP                                                                               | 0,6    | 11,6 | 10,1 | 7,7  | 4%    | 5%   | 6%   | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 3,5% | 3,6% | 4,9% |
| Citigroup                                                                         | 4,6    | 11,7 | 10,0 | 8,5  | 8%    | 8%   | 9%   | 0,8  | 0,7  | 0,7  | 0,0% | 0,2% | 1,5% |
| Commerzbank                                                                       | 6,3    | 6,9  | 12,0 | 5,1  | 9%    | 7%   | 12%  | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 0,0% | 0,2% | 1,3% |
| ING                                                                               | 9,0    | 9,4  | 6,6  | 5,9  | 10%   | 12%  | 12%  | 0,9  | 0,8  | 0,7  | 0,1% | 1,3% | 3,4% |
| KBC                                                                               | 29,8   | 6,0  | 6,0  | 5,1  | 15%   | 15%  | 15%  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 2,9% | 3,3% | 4,2% |
| UCI                                                                               | 1,8    | 19,6 | 10,0 | 7,1  | 3%    | 5%   | 7%   | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 1,9% | 3,7% | 5,0% |
| Mediana                                                                           |        | 10,5 | 10,0 | 6,5  | 8%    | 8%   | 9%   | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 0,1% | 1,3% | 3,4% |
| ZAGRANICZNE BANKI                                                                 |        |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
| BEP                                                                               | 4,3    | 12,1 | 10,6 | 8,0  | 6%    | 6%   | 8%   | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 5,2% | 4,8% | 6,3% |
| Deutsche Bank                                                                     | 45,7   | 11,3 | 7,8  | 7,0  | 7%    | 11%  | 12%  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 1,7% | 2,2% | 2,9% |
| Erste Bank                                                                        | 37,5   | 15,9 | 11,3 | 8,7  | 8%    | 10%  | 12%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 1,6% | 1,9% | 2,3% |
| Komerčni B.                                                                       | 4270,0 | 12,8 | 11,7 | 10,7 | 18%   | 18%  | 19%  | 2,2  | 2,1  | 1,9  | 4,7% | 5,4% | 5,7% |
| OTP                                                                               | 5679,0 | 12,2 | 9,2  | 6,7  | 10%   | 12%  | 15%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 2,4% | 3,3% | 4,8% |
| Santander                                                                         | 8,8    | 8,9  | 7,7  | 6,5  | 12%   | 13%  | 14%  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 6,5% | 6,8% | 7,6% |
| Türkiye Garanti B.                                                                | 6,7    | 8,4  | 8,2  | 7,3  | 23%   | 20%  | 20%  | 1,8  | 1,5  | 1,3  | 2,3% | 2,9% | 3,3% |
| Türkiye Halk B.                                                                   | 10,9   | 7,1  | 7,0  | 6,5  | 28%   | 25%  | 23%  | 1,9  | 1,6  | 1,4  | 3,1% | 3,9% | 4,3% |
| Sberbank                                                                          | 3,5    | 15,3 | 8,8  | 7,6  | 17%   | 24%  | 23%  | 2,4  | 1,9  | 1,6  | 0,7% | 1,5% | 1,8% |
| VTB Bank                                                                          | 6,8    | 19,1 | 13,7 | 10,9 | 10,1% | 12%  | 13%  | 1,8  | 1,6  | 1,4  | 0,6% | 1,0% | 1,5% |
| Mediana                                                                           |        | 12,1 | 9,0  | 7,5  | 11%   | 13%  | 15%  | 1,5  | 1,3  | 1,2  | 2,4% | 3,1% | 3,8% |

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /01.03.2011/**

|  | P/E            |      |      |      | ROE  |      |      | P/BV |      |      | D/Y   |      |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
|                                                                                     | Cena           | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010  | 2011 | 2012 |
|                                                                                     | POLSKIE SPOŁKI |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |
| PZU                                                                                 | 343,3          | 13,1 | 11,9 | 10,9 | 19%  | 19%  | 19%  | 2,4  | 2,1  | 1,9  | 46,2% | 3,4% | 5,0% |
| ZAGRANICZNE SPOŁKI                                                                  |                |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |
| Vienna Insurance G.                                                                 | 42,4           | 14,0 | 12,4 | 11,0 | 9%   | 10%  | 10%  | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 2,4%  | 2,7% | 3,0% |
| Uniqia                                                                              | 15,5           | 25,4 | 18,8 | 17,8 | 7%   | 8%   | 8%   | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 1,8%  | 2,0% | 2,4% |
| Aegon                                                                               | 5,5            | 7,5  | 8,2  | 6,8  | 10%  | 7%   | 8%   | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,0%  | 2,1% | 4,2% |
| Allianz                                                                             | 103,1          | 9,2  | 8,6  | 8,1  | 12%  | 12%  | 12%  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 4,5%  | 4,9% | 5,2% |
| Aviva                                                                               | 4,6            | 7,8  | 7,5  | 6,8  | 16%  | 14%  | 15%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 5,6%  | 6,0% | 6,4% |
| AXA                                                                                 | 15,0           | 9,7  | 7,6  | 7,0  | 8%   | 9%   | 9%   | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 4,5%  | 5,2% | 5,7% |
| Baloise                                                                             | 99,8           | 10,4 | 9,4  | 8,4  | 11%  | 11%  | 11%  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 4,7%  | 4,8% | 5,0% |
| Generali                                                                            | 90,4           | 12,8 | 11,9 | 10,2 | 9%   | 9%   | 10%  | 1,2  | 1,0  | 1,0  | 2,9%  | 3,0% | 3,3% |
| Helvetia                                                                            | 395,3          | 10,0 | 8,9  | 8,2  | 11%  | 12%  | 12%  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 4,0%  | 4,2% | 5,3% |
| Mapfre                                                                              | 2,7            | 8,8  | 8,5  | 8,1  | 14%  | 14%  | 14%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 5,6%  | 5,9% | 6,0% |
| RSA Insurance                                                                       | 1,4            | 10,1 | 9,4  | 8,9  | 15%  | 16%  | 16%  | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 6,3%  | 6,6% | 7,0% |
| Zurich Financial                                                                    | 268,4          | 10,5 | 9,0  | 8,5  | 12%  | 14%  | 13%  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 6,2%  | 6,4% | 6,6% |
| Mediana                                                                             |                | 10,1 | 9,0  | 8,3  | 11%  | 12%  | 12%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 4,5%  | 4,8% | 5,3% |

**Wycena spółek paliwowych /01.03.2011/**

|  | 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 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                                                                           | 45,5               | 5,8  | 6,6  | 5,7  | 0,4  | 0,4  | 0,3  | 8,3  | 10,2 | 8,9  | 7%           | 6%   | 6%   | 0,0% | 2,3% | 2,1% |
| MOL                                                                                 | 23770,0            | 7,0  | 6,3  | 5,5  | 1,0  | 0,9  | 0,8  | 13,1 | 10,3 | 8,7  | 14%          | 14%  | 15%  | 2,0% | 2,7% | 3,6% |
| OMV                                                                                 |                    | 31,2 | 3,7  | 3,3  | 3,2  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 8,2  | 6,8  | 6,2          | 18%  | 18%  | 17%  | 3,3% | 3,5% |
| Hellenic Petroleum                                                                  | 7,4                | 9,2  | 8,4  | 6,5  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 12,9 | 10,5 | 7,2  | 6%           | 6%   | 7%   | 4,9% | 5,1% | 6,3% |
| Tupras                                                                              | 39,6               | 7,4  | 6,7  | 6,1  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 11,3 | 10,3 | 9,5  | 5%           | 5%   | 5%   | 7,1% | 7,6% | 7,7% |
| Unipetrol                                                                           | 174,9              | 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  | 11,3 | 10,3 | 8,7  | 7%           | 7%   | 7%   | 2,0% | 2,7% | 3,8% |
| SPÓŁKI GAZOWE                                                                       |                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| PGNiG                                                                               | 3,9                | 6,4  | 6,5  | 5,0  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 11,3 | 13,2 | 10,9 | 18%          | 18%  | 21%  | 2,1% | 3,4% | 3,0% |
| Gazprom                                                                             | 205,3              | 4,6  | 4,2  | 3,8  | 1,8  | 1,6  | 1,5  | 5,5  | 5,2  | 4,7  | 39%          | 38%  | 39%  | 1,5% | 1,8% | 2,1% |
| GDF Suez                                                                            | 28,8               | 7,0  | 6,2  | 5,9  | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 14,7 | 13,0 | 12,0 | 18%          | 19%  | 19%  | 5,3% | 5,6% | 6,0% |
| Gas Natural SDG                                                                     | 12,3               | 6,9  | 7,0  | 6,6  | 1,8  | 1,8  | 1,7  | 10,2 | 10,1 | 8,9  | 26%          | 25%  | 25%  | 6,4% | 6,9% | 7,5% |
| Mediana                                                                             |                    | 6,7  | 6,4  | 5,4  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 10,8 | 11,5 | 9,9  | 22%          | 22%  | 23%  | 3,7% | 4,5% | 4,5% |

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



**Wycena spółek energetycznych /01.03.2011/**

|  | 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                                                                               | 130,7               | 6,7  | 7,0  | 6,7  | 2,9  | 3,0  | 2,9  | 8,6  | 9,4  | 8,6  | 44%          | 43%  | 43%  | 6,6% | 6,3% | 5,9% |
| ENEA                                                                              | 22,0                | 5,4  | 6,0  | 6,3  | 0,9  | 1,1  | 1,2  | 14,6 | 14,4 | 12,7 | 17%          | 18%  | 19%  | 1,7% | 3,4% | 2,8% |
| PGE                                                                               | 22,3                | 6,4  | 5,7  | 5,8  | 2,1  | 2,0  | 2,1  | 13,8 | 11,0 | 9,9  | 33%          | 36%  | 37%  | 3,2% | 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                                                                              | 23,4                | 6,0  | 6,7  | 6,3  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 8,8  | 10,8 | 10,1 | 16%          | 14%  | 15%  | 6,4% | 5,6% | 5,6% |
| EDF                                                                               | 31,9                | 6,1  | 6,1  | 5,7  | 1,5  | 1,6  | 1,5  | 15,9 | 15,5 | 13,0 | 25%          | 25%  | 26%  | 3,6% | 3,8% | 4,1% |
| Endesa                                                                            | 21,8                | 5,9  | 6,0  | 5,7  | 1,6  | 1,5  | 1,5  | 9,0  | 10,6 | 9,9  | 27%          | 26%  | 26%  | 5,2% | 4,9% | 5,4% |
| ENEL SpA                                                                          | 4,3                 | 5,9  | 5,9  | 5,7  | 1,5  | 1,4  | 1,4  | 9,3  | 9,2  | 8,7  | 25%          | 24%  | 25%  | 6,4% | 6,6% | 7,0% |
| Fortum                                                                            | 22,0                | 10,4 | 10,3 | 9,8  | 4,3  | 4,2  | 4,0  | 13,6 | 13,9 | 13,3 | 42%          | 41%  | 41%  | 4,6% | 4,6% | 4,7% |
| Iberdrola                                                                         | 6,2                 | 8,7  | 8,3  | 7,8  | 2,4  | 2,3  | 2,2  | 12,3 | 11,9 | 10,9 | 28%          | 28%  | 28%  | 5,2% | 5,3% | 5,7% |
| RWE AG                                                                            | 48,2                | 4,5  | 4,9  | 4,6  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 7,0  | 8,4  | 8,1  | 19%          | 17%  | 17%  | 7,3% | 6,4% | 6,4% |
| Mediana                                                                           |                     | 6,0  | 6,0  | 5,8  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 12,3 | 11,0 | 10,1 | 25%          | 25%  | 26%  | 5,2% | 4,9% | 5,4% |

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /01.03.2011/**

|  | 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 NAWOZOWE                                                                   |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| POLICE                                                                            | 9,9       | 14,4 | 8,8  | 8,4  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | -    | 28,6 | 23,6 | 4%           | 6%   | 6%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| ZA Puławy                                                                         | 112,1     | 9,0  | 6,4  | 6,1  | 0,9  | 0,8  | 0,7  | 16,4 | 11,3 | 11,1 | 10%          | 12%  | 12%  | 0,9% | 3,1% | 4,4% |
| Acron                                                                             | 47,0      | 8,8  | 7,4  | 7,4  | 2,0  | 1,7  | 1,6  | 13,0 | 10,6 | 10,0 | 22%          | 23%  | 22%  | 1,3% | 1,6% | 1,2% |
| Agrium                                                                            | 68,2      | 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                                                                               | 43,4      | 3,9  | 4,0  | 4,0  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 37,7 | 35,3 | 33,6 | 41%          | 41%  | 40%  | 1,8% | 2,0% | 2,1% |
| K+S                                                                               | 56,0      | 12,4 | 9,3  | 8,4  | 2,3  | 2,2  | 2,1  | 26,1 | 16,4 | 14,2 | 19%          | 23%  | 24%  | 1,6% | 2,6% | 2,9% |
| Silvinit                                                                          | 30439,0   | 11,1 | 8,9  | 8,2  | 6,5  | 5,5  | 5,0  | 18,7 | 14,2 | 12,7 | 59%          | 61%  | 61%  | 0,8% | 1,1% | 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                                                                              | 291,1     | 8,1  | 7,3  | 7,7  | 1,4  | 1,3  | 1,2  | 13,6 | 10,2 | 10,7 | 18%          | 18%  | 16%  | 2,0% | 2,3% | 2,4% |
| Mediana                                                                           |           | 9,0  | 7,4  | 7,7  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 17,6 | 14,2 | 12,7 | 19%          | 23%  | 22%  | 1,3% | 2,0% | 1,6% |
| SPÓŁKI CHEMICZNE                                                                  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Ciech                                                                             | 26,2      | 6,5  | 4,6  | 4,5  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | -    | 7,9  | 9,5  | 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                                                                              | 59,8      | 6,2  | 5,9  | 5,5  | 1,1  | 1,0  | 1,0  | 11,6 | 11,1 | 10,2 | 18%          | 18%  | 18%  | 3,5% | 3,7% | 4,0% |
| Croda                                                                             | 16,1      | 10,7 | 9,9  | 9,2  | 2,5  | 2,3  | 2,2  | 17,6 | 15,9 | 14,6 | 23%          | 24%  | 24%  | 2,1% | 2,4% | 2,6% |
| Dow Chemical                                                                      | 36,1      | 8,4  | 7,6  | 6,6  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 19,5 | 14,8 | 11,6 | 14%          | 15%  | 16%  | 1,7% | 1,7% | 1,7% |
| Rhodia                                                                            | 21,0      | 4,0  | 3,8  | 3,7  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 8,0  | 6,8  | 6,4  | 17%          | 16%  | 16%  | 1,8% | 2,5% | 2,7% |
| Sisecam                                                                           | 2,6       | 5,2  | 4,7  | 4,4  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 9,1  | 8,0  | 7,3  | 23%          | 23%  | 23%  | 0,7% | 2,1% | 3,5% |
| Soda Sanay ii                                                                     | 2,2       | 6,4  | 6,1  | 4,7  | 1,1  | 1,0  | 0,8  | 8,5  | 7,4  | 6,3  | 17%          | 17%  | 17%  | 4,4% | 5,9% | 3,2% |
| Solvay                                                                            | 85,5      | 5,1  | 5,1  | 4,7  | 0,7  | 0,8  | 0,7  | 26,7 | 23,5 | 20,2 | 14%          | 15%  | 15%  | 3,5% | 3,6% | 3,7% |
| Tata Chemicals                                                                    | 333,9     | 7,5  | 6,9  | 6,1  | 1,4  | 1,2  | 1,2  | 11,8 | 11,2 | 9,1  | 19%          | 18%  | 19%  | 2,5% | 2,8% | 3,0% |
| Tessenderlo Chemie                                                                | 24,6      | 5,3  | 4,4  | 3,9  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 32,0 | 13,0 | 9,4  | 7%           | 8%   | 9%   | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Wacker Chemie                                                                     | 135,2     | 6,0  | 5,4  | 4,9  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 13,6 | 11,8 | 10,3 | 25%          | 26%  | 27%  | 1,5% | 1,9% | 2,1% |
| Mediana                                                                           |           | 6,3  | 5,6  | 4,8  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 13,6 | 11,5 | 9,8  | 17%          | 17%  | 17%  | 2,3% | 2,7% | 3,1% |

**Wycena europejskich operatorów narodowych /01.03.2011/**

|  | 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  |
| PÓLSKIE SPÓŁKI                                                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |       |
| Netia                                                                               | 5,3       | 4,8  | 4,3  | 3,9  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 33,6 | 18,8 | 14,8         | 23%  | 24%  | 24%  | 0,0%  | 3,7%  | 5,3%  |
| TPSA                                                                                | 16,7      | 5,7  | 4,7  | 4,6  | 1,7  | 1,8  | 1,8  | -    | 17,4 | 16,0         | 30%  | 37%  | 38%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |
| Mediana                                                                             |           | 5,2  | 4,5  | 4,3  | 1,4  | 1,4  | 1,3  | 33,6 | 18,1 | 15,4         | 27%  | 31%  | 31%  | 4%    | 6%    | 7%    |
| OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI                                                 |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |       |
| Belgacom                                                                            | 27,4      | 5,1  | 5,6  | 5,6  | 1,6  | 1,7  | 1,6  | 10,0 | 11,2 | 11,2         | 32%  | 30%  | 29%  | 8,0%  | 8,1%  | 8,2%  |
| Cesky Telecom                                                                       | 399,0     | 5,2  | 5,4  | 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                                                                    | 7,3       | 4,5  | 4,6  | 4,6  | 1,5  | 1,6  | 1,6  | 12,1 | 10,5 | 9,2          | 34%  | 34%  | 35%  | 3,8%  | 4,4%  | 5,6%  |
| Matav                                                                               | 552,0     | 4,4  | 4,5  | 4,5  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 10,2 | 10,6 | 10,1         | 37%  | 36%  | 36%  | 11,5% | 10,3% | 11,0% |
| Portugal Telecom                                                                    | 8,6       | 5,1  | 4,4  | 4,1  | 1,9  | 1,7  | 1,6  | 17,5 | 11,5 | 10,1         | 38%  | 38%  | 38%  | 7,1%  | 7,6%  | 7,7%  |
| Telecom Austria                                                                     | 10,3      | 4,8  | 4,9  | 4,9  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 15,1 | 14,4 | 12,3         | 35%  | 35%  | 35%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  |
| Mediana                                                                             |           | 4,9  | 4,8  | 4,7  | 1,7  | 1,7  | 1,6  | 12,0 | 11,3 | 10,6         | 36%  | 36%  | 36%  | 7,6%  | 7,8%  | 7,9%  |
| OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI                                              |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |       |
| BT                                                                                  | 1,8       | 4,4  | 4,2  | 4,2  | 1,2  | 1,2  | 1,2  | 12,6 | 9,7  | 9,1          | 26%  | 28%  | 29%  | 3,8%  | 4,1%  | 4,6%  |
| DT                                                                                  | 9,7       | 4,7  | 4,8  | 4,8  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 12,4 | 12,2 | 11,6         | 31%  | 32%  | 32%  | 7,4%  | 7,4%  | 7,4%  |
| FT                                                                                  | 15,9      | 4,9  | 4,9  | 4,9  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 8,4  | 8,9  | 8,8          | 35%  | 34%  | 34%  | 8,9%  | 8,9%  | 8,9%  |
| KPN                                                                                 | 11,8      | 5,5  | 5,6  | 5,6  | 2,3  | 2,3  | 2,2  | 10,3 | 9,6  | 9,2          | 41%  | 41%  | 40%  | 6,8%  | 7,3%  | 7,6%  |
| Swisscom                                                                            | 410,5     | 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                                                                         | 53,8      | 7,9  | 7,7  | 7,5  | 2,7  | 2,7  | 2,7  | 11,6 | 11,0 | 10,6         | 35%  | 35%  | 35%  | 4,7%  | 5,1%  | 5,4%  |
| TI                                                                                  | 1,1       | 4,9  | 4,8  | 4,8  | 2,1  | 2,0  | 2,0  | 9,4  | 9,1  | 8,7          | 42%  | 42%  | 42%  | 4,9%  | 5,4%  | 5,7%  |
| Mediana                                                                             |           | 5,2  | 5,2  | 5,3  | 2,2  | 2,1  | 2,1  | 10,8 | 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 /01.03.2011/**

|  | 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                                                                    |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| 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                                                                            | 19,4      | 8,3  | 7,5  | 6,6  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 12,7 | 10,3 | 9,0  | 2%           | 2%   | 2%   | 4,2% | 2,9% | 3,9% |
| ASBIS                                                                             | 3,2       | 6,4  | 5,1  | 3,9  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 23,9 | 7,8  | 4,8  | 1%           | 1%   | 2%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| ASSECO POLAND                                                                     | 50,4      | 6,0  | 5,8  | 5,2  | 1,3  | 1,1  | 1,0  | 9,4  | 10,2 | 9,5  | 21%          | 20%  | 19%  | 3,1% | 2,9% | 3,1% |
| COMARCH                                                                           | 92,6      | 8,5  | 7,4  | 6,3  | 0,9  | 0,8  | 0,7  | 17,4 | 17,1 | 14,6 | 10%          | 11%  | 11%  | 0,0% | 0,0% | 2,1% |
| KOMPUTRONIK                                                                       | 9,8       | 8,9  | 6,4  | 5,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 25,7 | 13,8 | 9,2  | 2%           | 2%   | 2%   | 0,0% | 0,0% | 1,4% |
| SYGNITY                                                                           | 17,7      | -    | 6,1  | 5,1  | 0,5  | 0,4  | 0,3  | -    | -    | 14,6 | -            | 7%   | 6%   | 0,0% | 0,0% | 2,1% |
| Mediana                                                                           |           | 8,2  | 6,4  | 5,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 15,1 | 10,3 | 9,2  | 2%           | 2%   | 2%   | 0,0% | 0,0% | 2,1% |
| ZAGRANICZNE SPÓŁKI                                                                |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Accenture                                                                         | 51,2      | 9,4  | 8,7  | 8,2  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 19,5 | 17,1 | 15,4 | 16%          | 16%  | 15%  | 1,9% | 1,7% | 1,9% |
| Atos Origin                                                                       | 41,8      | 5,9  | 5,1  | 4,3  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 15,3 | 12,9 | 11,1 | 10%          | 11%  | 11%  | 0,4% | 0,7% | 0,9% |
| CapGemini                                                                         | 41,6      | 7,6  | 6,5  | 5,8  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 20,7 | 16,5 | 14,2 | 8%           | 9%   | 10%  | 2,2% | 2,5% | 2,6% |
| IBM                                                                               | 160,0     | 9,1  | 8,4  | 7,8  | 2,2  | 2,1  | 2,0  | 14,0 | 12,7 | 11,5 | 24%          | 25%  | 26%  | 1,5% | 1,6% | 1,7% |
| Indra Sistemas                                                                    | 13,8      | 7,8  | 7,5  | 7,1  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 11,3 | 11,1 | 10,4 | 13%          | 13%  | 13%  | 4,7% | 4,9% | 5,3% |
| LogicaCMG                                                                         | 1,4       | 7,3  | 6,9  | 6,4  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 11,2 | 10,3 | 9,4  | 9%           | 9%   | 10%  | 3,0% | 3,4% | 4,0% |
| Microsoft                                                                         | 26,2      | 7,0  | 6,0  | 5,7  | 3,0  | 2,7  | 2,5  | 12,7 | 10,6 | 9,7  | 42%          | 44%  | 43%  | 2,0% | 2,4% | 2,4% |
| Oracle                                                                            | 31,7      | 12,5 | 10,0 | 9,2  | 5,8  | 4,5  | 4,2  | 19,7 | 15,8 | 14,2 | 47%          | 46%  | 46%  | 0,6% | 0,7% | 0,7% |
| SAP                                                                               | 43,6      | 13,9 | 11,8 | 10,8 | 4,5  | 4,0  | 3,7  | 20,7 | 17,5 | 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% | 4,5% | 5,3% |
| Mediana                                                                           |           | 7,7  | 7,2  | 6,7  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 14,7 | 12,8 | 11,3 | 14%          | 14%  | 14%  | 2,0% | 2,0% | 2,2% |

**Wycena spółek mediowych /01.03.2011/**

|  | 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 |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| AGORA                                                                             | 26,6           | 8,1  | 6,6  | 5,7  | 1,2  | 1,0  | 0,9  | 19,2 | 19,8 | 15,8         | 14%  | 15%  | 15%  | 1,9% | 2,5% | 2,5% |
| CYFROWY POLSAT                                                                    | 15,5           | 10,2 | 9,1  | 8,3  | 2,8  | 2,7  | 2,5  | 16,1 | 14,5 | 14,3         | 27%  | 29%  | 30%  | 3,7% | 4,3% | 4,6% |
| TVN                                                                               | 17,1           | 13,1 | 10,7 | 8,6  | 3,3  | 2,9  | 2,6  | 61,2 | 20,8 | 14,8         | 25%  | 27%  | 30%  | 1,8% | 0,0% | 1,4% |
| DZIENNIKI                                                                         |                |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| Arnolgo Mondadori                                                                 | 2,5            | 6,9  | 6,1  | 5,9  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 11,6 | 9,2  | 8,5          | 9%   | 10%  | 11%  | 6,3% | 7,9% | 9,1% |
| Axel Springer                                                                     | 120,0          | 7,7  | 6,9  | 6,4  | 1,4  | 1,3  | 1,3  | 12,9 | 11,8 | 10,8         | 18%  | 19%  | 20%  | 3,8% | 4,1% | 4,5% |
| Daily Mail                                                                        | 5,6            | 8,1  | 7,7  | 7,5  | 1,5  | 1,5  | 1,4  | 11,8 | 10,7 | 10,0         | 19%  | 19%  | 19%  | 2,8% | 3,0% | 3,2% |
| Gruppo Editorial                                                                  | 1,9            | 6,2  | 5,4  | 5,1  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 14,6 | 11,7 | 10,3         | 17%  | 19%  | 20%  | 3,9% | 5,3% | 5,5% |
| Mcclatchy                                                                         | 3,9            | 5,9  | 6,0  | -    | 1,6  | 1,7  | -    | 6,4  | 8,3  | 7,2          | 28%  | 27%  | -    | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Naspers                                                                           | 397,0          | 24,1 | 20,3 | 17,2 | 5,8  | 5,1  | 4,5  | 28,3 | 22,0 | 17,1         | 24%  | 25%  | 26%  | 0,6% | 0,8% | 1,0% |
| New York Times                                                                    | 10,1           | 5,3  | 5,6  | 5,4  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 14,7 | 15,3 | 14,1         | 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                                                                         | 40,7           | 11,2 | 8,8  | 7,2  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | -    | -    | 32,4         | 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  | 3,0  | 2,9  | 2,9          | 20%  | 20%  | 19%  | 1,8% | 3,6% | 5,0% |
| Mediana                                                                           |                | 7,1  | 6,4  | 6,3  | 1,2  | 1,2  | 1,0  | 11,8 | 10,7 | 10,2         | 18%  | 19%  | 19%  | 1,2% | 1,9% | 2,7% |
| TV                                                                                |                |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| Antena 3 Televis                                                                  | 6,9            | 10,1 | 8,7  | 7,6  | 2,0  | 1,9  | 1,8  | 13,2 | 11,3 | 9,9          | 20%  | 22%  | 24%  | 5,7% | 7,0% | 8,3% |
| CETV                                                                              | 339,1          | 20,5 | 12,2 | 9,4  | 3,1  | 2,7  | 2,5  | -    | -    | 28,7         | 15%  | 22%  | 26%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Gestevisión Telecinco                                                             | 9,0            | 13,9 | 9,3  | 7,9  | 3,5  | 2,6  | 2,5  | 17,4 | 13,5 | 11,4         | 25%  | 28%  | 32%  | 4,3% | 6,5% | 8,0% |
| ITV PLC                                                                           | 0,9            | 8,6  | 7,8  | 7,2  | 1,8  | 1,7  | 1,7  | 16,1 | 14,3 | 12,4         | 21%  | 22%  | 23%  | 0,4% | 1,4% | 2,7% |
| M6-Metropole Tel                                                                  | 18,4           | 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                                                                      | 4,6            | 4,8  | 4,3  | 4,0  | 1,6  | 1,5  | 1,4  | 12,8 | 11,3 | 10,0         | 35%  | 35%  | 35%  | 6,7% | 7,5% | 8,3% |
| RTL Group                                                                         | 73,0           | 9,0  | 8,4  | 8,1  | 1,9  | 1,9  | 1,8  | 17,4 | 15,4 | 14,6         | 22%  | 22%  | 22%  | 6,1% | 6,4% | 6,8% |
| TF1-TV Francaise                                                                  | 14,0           | 10,5 | 8,0  | 7,1  | 1,2  | 1,1  | 1,1  | 22,7 | 15,6 | 13,4         | 11%  | 14%  | 15%  | 3,3% | 4,3% | 5,1% |
| Mediana                                                                           |                | 9,6  | 8,2  | 7,4  | 1,9  | 1,8  | 1,7  | 16,1 | 14,3 | 12,9         | 21%  | 22%  | 24%  | 4,7% | 5,8% | 6,0% |
| PAY TV                                                                            |                |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| BSkyB PLC                                                                         | 7,9            | 13,0 | 10,9 | 9,6  | 2,6  | 2,4  | 2,3  | 26,1 | 20,1 | 16,5         | 20%  | 22%  | 24%  | 2,4% | 2,7% | 3,0% |
| Canal Plus                                                                        | 5,8            | 5,3  | 5,2  | 5,1  | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 17,6 | 17,1 | 16,6         | 5%   | 5%   | 5%   | 4,8% | 5,0% | 5,0% |
| Cogeco                                                                            | 43,0           | 5,9  | 5,5  | 5,2  | 2,3  | 2,2  | 2,1  | 17,7 | 15,8 | 13,8         | 39%  | 40%  | 40%  | 1,3% | 1,6% | 2,0% |
| Comcast                                                                           | 25,3           | 6,6  | 6,2  | 5,9  | 2,6  | 2,5  | 2,4  | 20,1 | 17,2 | 14,7         | 39%  | 40%  | 40%  | 1,5% | 1,6% | 1,9% |
| Liberty Global                                                                    | 41,3           | 8,1  | 7,3  | 6,8  | 3,6  | 3,3  | 3,1  | -    | 35,1 | 17,5         | 44%  | 45%  | 46%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Multimedia                                                                        | 9,5            | 7,1  | 6,7  | 6,4  | 3,7  | 3,4  | 3,3  | 15,2 | 13,8 | 11,4         | 52%  | 51%  | 51%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Shaw Communications                                                               | 21,2           | 7,6  | 6,5  | 6,1  | 3,5  | 2,8  | 2,5  | 16,3 | 13,7 | 12,8         | 46%  | 43%  | 41%  | 4,1% | 4,3% | 4,4% |
| Mediana                                                                           |                | 7,1  | 6,5  | 6,1  | 2,6  | 2,5  | 2,4  | 17,6 | 17,1 | 14,7         | 39%  | 40%  | 40%  | 1,5% | 1,6% | 2,0% |

**Wycena spółek górniczych /01.03.2011/**

|  | 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     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| KGHM                                                                                | 175,1              | 5,3  | 4,3  | 8,5  | 2,1  | 1,8  | 2,4  | 7,7  | 6,5  | 14,4 | 40%          | 41%  | 28%  | 1,7% | 5,7% | 5,7% |
|                                                                                     | ZAGRANICZNE SPÓŁKI |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Anglo Amer.                                                                         | 33,1               | 4,8  | 3,8  | 3,5  | 1,9  | 1,6  | 1,5  | 8,1  | 6,3  | 5,5  | 39%          | 42%  | 43%  | 1,8% | 3,0% | 3,4% |
| BHP Billiton                                                                        | 24,3               | 5,7  | 3,8  | 3,4  | 2,7  | 2,1  | 1,9  | 9,8  | 6,6  | 5,8  | 48%          | 55%  | 56%  | 3,5% | 3,8% | 4,0% |
| Freeport-MCMOR                                                                      | 51,6               | 2,8  | 2,5  | 2,4  | 1,4  | 1,3  | 1,2  | 6,1  | 5,1  | 5,0  | 51%          | 52%  | 49%  | 2,5% | 3,9% | 4,0% |
| Rio Tinto                                                                           | 42,9               | 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                                                                       | 41,3               | 12,2 | 7,6  | 6,7  | 6,9  | 4,8  | 4,3  | 22,1 | 12,6 | 11,1 | 57%          | 63%  | 64%  | 3,9% | 5,1% | 6,3% |
| Mediana                                                                             |                    | 4.8  | 3.8  | 3.4  | 1.9  | 1.6  | 1.5  | 8.1  | 6.3  | 5.5  | 48%          | 52%  | 49%  | 2.5% | 3.8% | 4.0% |

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

**Wycena spółek budowlanych /01.03.2011/**

|  | 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                                                                           | 97,4      | 4,8  | 8,3  | 9,0  | 0,4  | 0,4  | 0,5  | 9,3  | 12,2 | 12,4 | 8%           | 5%   | 6%   | 7,0% | 6,8% | 4,1% |  |
| 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                                                                             | 47,9      | 10,1 | 7,1  | 6,0  | 0,5  | 0,4  | 0,3  | 17,7 | 11,6 | 9,8  | 5%           | 5%   | 6%   | 1,0% | 1,1% | 1,7% |  |
| Mostostal Wa-wa                                                                   | 47,0      | 6,6  | 7,0  | 5,4  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 15,4 | 16,2 | 12,0 | 4%           | 4%   | 5%   | 3,8% | 3,2% | 3,1% |  |
| PBG                                                                               | 195,0     | 9,3  | 9,0  | 8,4  | 1,1  | 0,8  | 0,6  | 12,7 | 12,6 | 12,2 | 12%          | 8%   | 8%   | 1,5% | 1,6% | 2,5% |  |
| Polimex Mostostal                                                                 | 3,7       | 7,5  | 7,5  | 6,5  | 0,6  | 0,5  | 0,4  | 15,5 | 13,5 | 10,5 | 8%           | 6%   | 7%   | 1,1% | 0,0% | 0,0% |  |
| Rafako                                                                            | 11,8      | 10,4 | 8,2  | 7,5  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 20,5 | 14,6 | 13,4 | 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% |  |
| Ulmia Construccoon                                                                | 83,3      | 5,6  | 4,4  | 4,8  | 2,8  | 2,2  | 2,3  | 42,0 | 13,1 | 18,1 | 50%          | 50%  | 47%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |  |
| Unibep                                                                            | 9,0       | 10,0 | 11,0 | 5,9  | 0,5  | 0,4  | 0,4  | 13,7 | 15,2 | 8,0  | 5%           | 4%   | 6%   | 0,0% | 0,7% | 2,5% |  |
| Mediana                                                                           |           | 8,8  | 7,8  | 6,3  | 0,6  | 0,5  | 0,4  | 15,6 | 13,2 | 11,9 | 8%           | 6%   | 7%   | 1,3% | 0,9% | 2,1% |  |
| ZAGRANICZNE SPÓŁKI                                                                |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |  |
| AMEC                                                                              | 11,5      | 11,4 | 10,1 | 8,9  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 20,0 | 17,4 | 14,9 | 9%           | 10%  | 10%  | 1,8% | 1,9% | 2,2% |  |
| BILFINGER                                                                         | 61,2      | 10,0 | 9,6  | 9,0  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 10,7 | 10,8 | 9,7  | 6%           | 6%   | 7%   | 4,0% | 4,3% | 4,6% |  |
| EIFFAGE                                                                           | 42,7      | 9,5  | 9,0  | 8,4  | 1,3  | 1,3  | 1,3  | 16,2 | 13,8 | 11,6 | 14%          | 15%  | 15%  | 2,8% | 3,0% | 3,5% |  |
| HOCHTIEF                                                                          | 69,9      | 5,6  | 5,0  | 4,6  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 21,9 | 18,4 | 15,1 | 6%           | 6%   | 7%   | 2,3% | 2,7% | 3,2% |  |
| NCC                                                                               | 164,1     | 8,4  | 8,0  | 7,2  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 14,5 | 13,8 | 11,9 | 5%           | 5%   | 5%   | 3,9% | 4,3% | 4,7% |  |
| SKANSKA                                                                           | 129,3     | 7,9  | 8,1  | 7,5  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 15,0 | 15,7 | 14,4 | 5%           | 5%   | 5%   | 4,4% | 4,5% | 4,7% |  |
| STRABAG                                                                           | 20,8      | 3,7  | 3,7  | 3,6  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 13,8 | 14,0 | 14,1 | 5%           | 5%   | 5%   | 2,4% | 2,6% | 2,7% |  |
| Mediana                                                                           |           | 8,4  | 8,1  | 7,5  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 15,0 | 14,0 | 14,1 | 6%           | 6%   | 7%   | 2,8% | 3,0% | 3,5% |  |

**Wycena spółek deweloperskich /01.03.2011/**

|  |       | 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                                                                   | 46,0  | 18,8      | 12,7 | 6,6  | 1,5  | 1,3  | 1,2  | 28,2 | 13,7 | 8,7  | 12%          | 16%  | 17%  | 1,7% | 1,0% | 4,4% |
| GTC                                                                               | 20,6  | 22,4      | 9,8  | 7,6  | 1,2  | 1,0  | 0,8  | 25,9 | 7,7  | 5,3  | 68%          | 131% | 142% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| J.W. Construction                                                                 | 14,1  | 7,7       | 7,2  | 10,2 | 1,5  | 1,3  | 1,1  | 8,3  | 7,9  | 10,4 | 25%          | 29%  | 39%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Polnord                                                                           | 32,5  | 39,2      | 15,6 | 8,9  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 14,5 | 12,2 | 7,2  | 21%          | 26%  | 36%  | 2,7% | 0,0% | 0,0% |
| Mediana                                                                           |       | 22,4      | 11,1 | 8,9  | 1,2  | 1,0  | 0,8  | 25,9 | 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   | 20,2      | 18,7 | 17,7 | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 17,1 | 15,7 | 14,7 | 56%          | 58%  | 59%  | 4,2% | 4,4% | 4,3% |
| CORIO                                                                             | 47,9  | 21,1      | 18,8 | 16,8 | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 16,7 | 15,9 | 14,8 | 82%          | 83%  | 83%  | 5,5% | 5,7% | 5,9% |
| DEUTSCHE EUROSHP                                                                  | 27,7  | 20,7      | 18,4 | 17,5 | 1,1  | 1,1  | 1,1  | 21,1 | 18,0 | 17,9 | 88%          | 87%  | 87%  | 3,9% | 4,1% | 4,3% |
| ECHO INVESTMENT                                                                   | 4,9   | 13,5      | 9,6  | 8,0  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 12,6 | 9,1  | 7,8  | 69%          | 89%  | 85%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| HAMMERSON                                                                         | 4,6   | 21,4      | 21,4 | 20,8 | 1,2  | 1,0  | 1,0  | 20,6 | 21,9 | 18,1 | 80%          | 80%  | 79%  | 3,4% | 3,5% | 3,7% |
| KLEPIERRE                                                                         | 28,2  | 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                                                                   | 5,1   | 20,4      | 18,3 | 16,3 | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 30,3 | 13,3 | 8,6  | 47%          | 47%  | 49%  | 0,0% | 4,6% | 3,6% |
| UNIBAIL-RODAMCO                                                                   | 145,6 | 19,6      | 19,7 | 19,1 | 1,1  | 1,1  | 1,1  | 16,1 | 16,5 | 15,7 | 86%          | 84%  | 84%  | 8,1% | 5,6% | 5,7% |
| Mediana                                                                           |       | 20,4      | 18,7 | 17,5 | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 17,7 | 16,5 | 14,8 | 80%          | 83%  | 83%  | 3,9% | 4,4% | 4,3% |

**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /01.03.2011/**

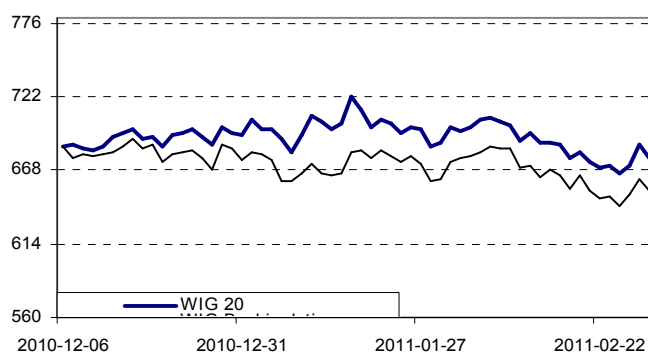
|  |       | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      | marża EBITDA |      |      | D/Y  |      |      |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|------|
|                                                                                     | Cena  | 2010      | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2010         | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 |      |
| POLSKIE SPÓŁKI                                                                      |       |           |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| FAMUR                                                                               | 3,4   | 12,0      | 10,3 | 8,7  | 2,1  | 2,1  | 1,9  | 20,2 | 21,5 | 17,3         | 18%  | 20%  | 22%  | 0,0% | 0,0% | 3,1% |
| KOPEX                                                                               | 20,8  | 11,5      | 8,8  | 8,0  | 0,9  | 0,9  | 1,0  | 45,0 | 18,7 | 16,4         | 8%   | 10%  | 13%  | 0,0% | 0,0% | 3,1% |
| Mediana                                                                             |       | 11,7      | 9,6  | 8,4  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 32,6 | 20,1 | 16,8         | 13%  | 15%  | 18%  | 0,0% | 0,0% | 3,1% |
| ZAGRANICZNE SPÓŁKI                                                                  |       |           |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| Atlas Copco                                                                         | 157,9 | 12,4      | 10,8 | 9,8  | 2,9  | 2,6  | 2,4  | 19,5 | 16,5 | 14,8         | 23%  | 24%  | 25%  | 2,4% | 2,7% | 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   | 5,6       | 4,7  | 4,3  | 2,3  | 2,1  | 2,0  | 17,7 | 12,4 | 10,0         | 41%  | 45%  | 45%  | 1,2% | 3,3% | 4,8% |
| Industrea                                                                           | 1,3   | -         | -    | -    | -    | -    | -    | 27,0 | 7,4  | 6,7          | -    | -    | -    | 2,6% | 3,4% | 4,0% |
| Joy Global                                                                          | 97,2  | 13,5      | 11,1 | 9,6  | 2,9  | 2,5  | 2,2  | 23,2 | 19,1 | 16,4         | 21%  | 22%  | 23%  | 0,7% | 0,7% | 0,7% |
| Sandvik                                                                             | 118,6 | 10,9      | 9,0  | 8,0  | 2,1  | 1,9  | 1,7  | 21,4 | 15,7 | 13,2         | 19%  | 21%  | 22%  | 2,3% | 3,1% | 3,6% |
| Mediana                                                                             |       | 12,4      | 10,3 | 9,0  | 2,4  | 2,1  | 2,0  | 22,2 | 16,1 | 14,0         | 21%  | 22%  | 23%  | 1,8% | 2,9% | 3,3% |

**Wycena spółek sektora papierniczego /01.03.2011/**

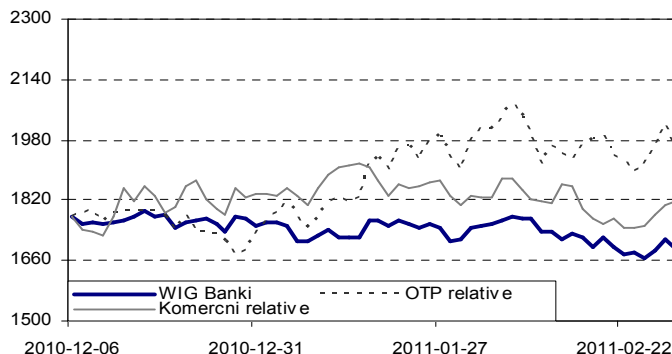
|  | EV/EBITDA |      |      |      | EV/S |      |      |      | P/E  |      | marża EBITDA |      |      |      | D/Y  |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                                                                                     | Cena      | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010         | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 |
| POLSKIE SPÓŁKI                                                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| MONDI                                                                               | 80,0      | 10,2 | 8,0  | 7,7  | 2,0  | 1,8  | 1,7  | 18,7 | 11,8 | 11,3 | 19%          | 22%  | 23%  | 0,0% | 5,4% | 8,5% |
| ZAGRANICZNE SPÓŁKI                                                                  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Billerund                                                                           | 66,5      | 4,7  | 5,5  | 5,4  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 10,2 | 12,9 | 12,4 | 18%          | 15%  | 15%  | 3,7% | 3,9% | 3,9% |
| Holmen                                                                              | 232,0     | 10,1 | 7,8  | 7,5  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 27,1 | 15,7 | 15,0 | 15%          | 17%  | 17%  | 3,0% | 3,4% | 4,2% |
| INTL Paper                                                                          | 26,7      | 5,7  | 5,0  | 4,7  | 0,8  | 0,7  | 0,7  | 13,2 | 9,8  | 8,6  | 13%          | 15%  | 15%  | 1,5% | 2,0% | 2,7% |
| M-Real                                                                              | 3,1       | 5,8  | 5,5  | 5,2  | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 14,5 | 10,1 | 8,5  | 12%          | 12%  | 12%  | 0,7% | 1,2% | 1,8% |
| Norske Skog                                                                         | 18,3      | 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  | 6,5  | 6,4  | 1,9  | 1,8  | 1,7  | 11,6 | 10,6 | 10,5 | 27%          | 28%  | 27%  | 5,4% | 4,5% | 5,0% |
| Stora Enso                                                                          | 8,5       | 7,2  | 6,7  | 6,5  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 11,4 | 11,1 | 10,8 | 12%          | 13%  | 13%  | 2,7% | 2,7% | 2,9% |
| Svenska                                                                             | 104,3     | 7,0  | 6,2  | 5,9  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 11,9 | 10,0 | 9,3  | 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 | 13,4 | 12,4 | 16%          | 17%  | 17%  | 3,3% | 3,6% | 3,7% |
| Mediana                                                                             |           | 7,0  | 6,3  | 5,9  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 12,5 | 10,8 | 10,6 | 15%          | 15%  | 15%  | 3,0% | 3,4% | 3,7% |

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

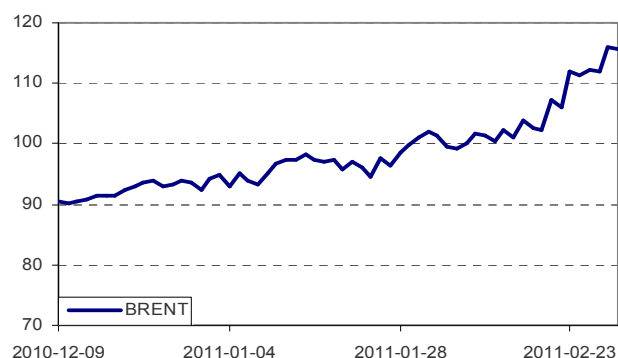
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



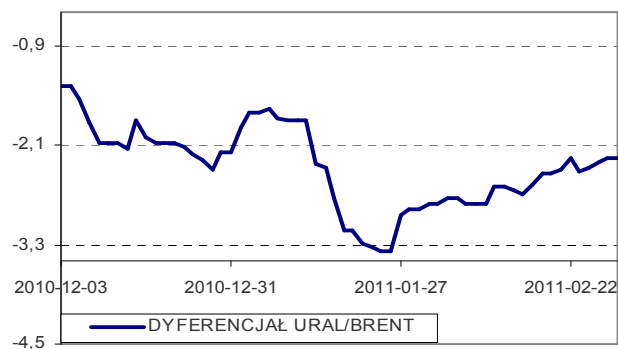
Relatywne zmiany OTP i Komercni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



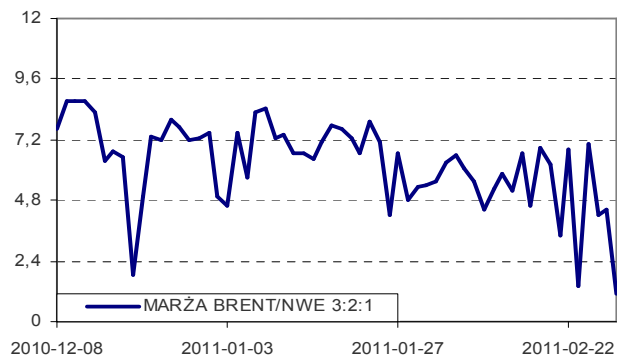
BRENT (USD/brk)



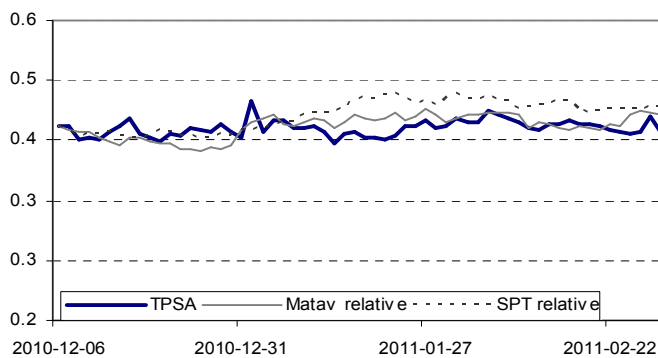
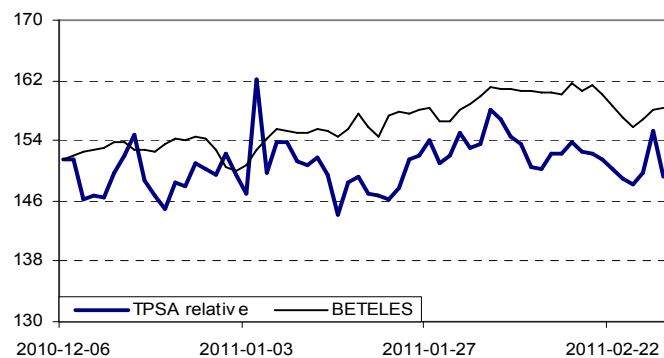
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

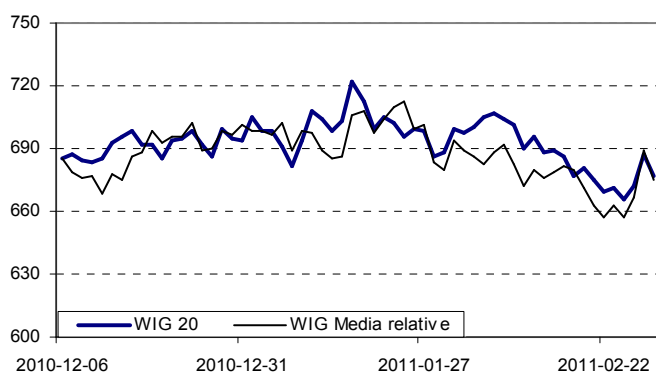


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR) Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

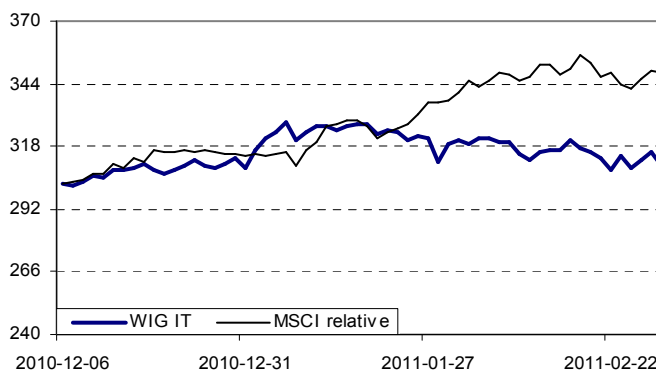


Źródło: Bloomberg

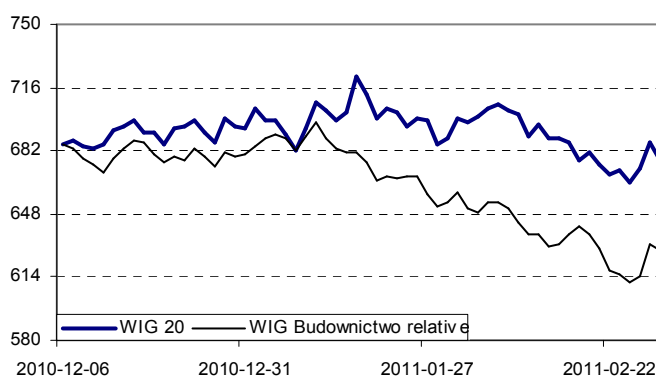
**Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)**



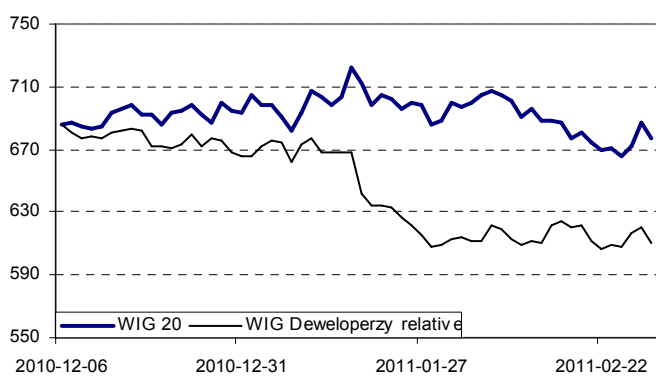
**Indeks WIG IT na tle MSCI**



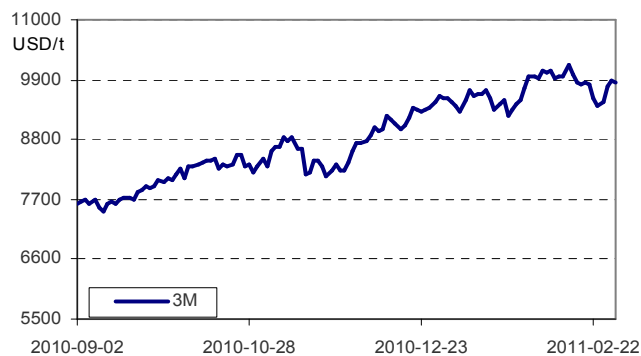
**Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)**



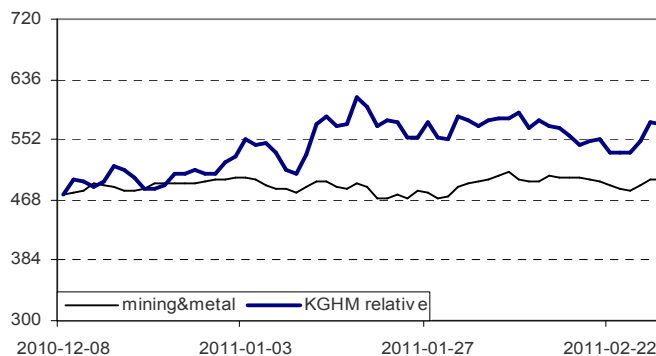
**Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)**



**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](mailto: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](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, Deweloperzy

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

#### 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)

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

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

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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Departamentu Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mond, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Assec Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mond, 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, Mond, 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.

Assec 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.