

4 marca 2011

Opracowanie cykliczne


**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    | 12 258,2   | +1,59% | FTSE 100   | 6 005,1    | +1,52% | Miedź (LME)  | 9 915,0    | +0,25% |
| S&P 500 | 1 331,0    | +1,72% | WIG20      | 2 762,9    | +2,01% | Ropa (Brent) | 114,5      | -1,29% |
| NASDAQ  | 2 798,7    | +1,84% | BUX        | 22 825,9   | +0,88% | USD/PLN      | 2,85       | -0,44% |
| DAX     | 7 226,0    | +0,62% | PX         | 1 238,0    | +0,71% | EUR/PLN      | 3,99       | +0,30% |
| CAC 40  | 4 060,8    | +0,66% | PLBonds 10 | 6,29       | +0,56% | EUR/USD      | 1,40       | +0,74% |

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Zysk sektora w styczniu wzrósł o 29% R/R do 1 mld PLN

KNF podał dane miesięczne dla sektora bankowego za styczeń. Zysk netto wzrósł o 29% R/R (ale spadł o 10% M/M) do 1 004 mln PLN. Było to możliwe dzięki wzrostowi wyniku odsetkowego o 16% R/R oraz spadkowi salda rezerw o 33% R/R. (I. Rokicka)

### PKO BP

Kupuj – z dn. 18.01.11  
Cena docelowa: 48,0 PLN

#### Prasowe spekulacje nt zmian w Zarządzie PKO BP

Dzisiejszy Parkiet donosi, że z Zarządu PKO BP najprawdopodobniej odejdzie Wojciech Papierak, dotychczasowy wiceprezes banku odpowiedzialny za detal. Startował on w konkursie na prezesa banku, razem z Zbigniew Jagiełło. Ponadto dziennik spekuluje, że z Zarządu może odejść również Krzysztof Dresler, obecnie odpowiedzialny za obszar ryzyka, aby przejść do Zarządu PZU. Z drugiej strony, dzisiejszy Puls Biznesu wskazuje, że do Zarządu może dołączyć Piotr Kamiński (w latach 2003-2006 wiceprezes PKO BP odpowiedzialny za pion korporacji), Jacek Obłękowski (obecnie wiceprezes BNP Paribas Fortis) i Ryszard Petru (obecnie dyrektor w PKO BP odpowiedzialny za analizy, relacje inwestorskie i strategię). (I. Rokicka)

### PGE

Kupuj – z dn. 13.09.10  
Cena docelowa: 26,73 PLN  
**PKN Orlen**

Redukuj – z dn. 03.12.10  
Cena docelowa: 40,7 PLN

### KGHM

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

#### Krótką listą na Polkomtela

Wg. jeszcze nieoficjalnych informacji na krótkiej liście do kupna Polkomtela znalazły się następujące podmioty: TeliaSonera, Telefonica, Telenor, konsorcja finansowe TPG i Blackstone oraz Apaks i CVC Capital a także Zygmunt Solorz-Żak – główny akcjonariusz Cyfrowego Polsatu. Ten ostatni miał złożyć najwyższą ofertę cenową, tj. 18 mld PLN za cały pakiet (pozostałe oferty nie mniej niż 16 mld PLN). **Transakcja ma szansę zamknąć się jeszcze w tym półroczu. Dotychczas przyjmowaliśmy wycenę Polkomtela na poziomie 16 mld PLN, co oznacza, że potwierdzenie się wycen na poziomie 18 mld PLN dodaje wartość do wyceny KGHM (+1,0% do MC), PKN (+1,9% do MC) i PGE (+0,8% do MC). Nie ma to więc istotnego przełożenia.** (M. Marczak)

### TPSA

Akumuluj – z dn. 01.12.10  
Cena docelowa: 17,6 PLN

#### UKE chce obniżki MTR o 41%

UKE rozpoczęło konsultacje środowiskowe ws. stawek MTR jakie miałyby obowiązywać od lipca 2011. Propozycja UKE mówi o obniżce obecnej stawki aż o 41% do 9,66 gr/m. UKE dosyć otwarcie szantażuje rynek uzależniając mniej restrykcyjne obniżki od tego czy, operatorzy zgodzą się na inwestycje w infrastrukturę na terenach gdzie jej obecnie brakuje a gdzie jest to nieopłacalne ekonomicznie. **Tak duża obniżka jest oczywiście niekorzystna dla operatorów i wpływa na spadek przychodów o ok. 1,3 mld PLN, tj. 24% (w przypadku Centertela, 13% całej grupy TP). Ważniejsze jest jednak to, co UKE zamierza zrobić z asymetrią. W 2009 roku obniżenie MTR o ponad 50% dla trzech największych operatorów drastycznie rozszerzyło asymetrię umożliwiając P4 wejście z agresywną akcją cenową, które „popsuła” rynek. Czekamy na dalsze szczegóły dotyczące planów UKE w zakresie MTR (porozumienie i mniejsze obniżki (do 12 gr.) z UKE jest nadal możliwe). Obecne propozycje obniżają wartość akcji TP i mogą rysować przed inwestorami kolejny trudny rok dla spółki.** (M. Marczak)

### Agora

Akumuluj – z dn. 03.01.11  
Cena docelowa: 28,90 PLN

#### Wyniki sprzedaży dzienników w styczniu

W styczniu rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło o 2,1%. Spadek rozpowszechniania dotknął w tym okresie również inne tytuły ogólnopolskie: *Fakt* (-3,1% r/r), *Rzeczpospolitej* (-2,0% r/r), *Dziennika. Gazety Prawnej* (-6,4% r/r) oraz *Super Expressu* (-1,2% r/r). **Po bardzo dużych spadkach rozpowszechniania *Gazety* w pierwszej połowie zeszłego roku negatywny trend został wyhamowany. Również sprzedaż komisowa *Gazety* zmalała w styczniu o 2,1%, co powinno prowadzić do stabilizacji wpływów ze sprzedaży wydawnictw w**

pierwszym kwartale 2011 roku. W odniesieniu do konkurentów wciąż widać umacnianie się Rzeczypospolitej. Dziennik. Gazeta Prawna natomiast z uwagi na początek roku i charakterystyczne dla tego okresu publikacje podatkowe zanotował sezonowo wyższą sprzedaż (wciąż jednak przekładającą się na 15,7% spadku sprzedaży kioskowej). (P. Grzybowski)

### Comarch

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

#### Podwyższenie kapitału w Cracovii?

Według nieoficjalnych informacji PAP pod koniec marca lub w połowie kwietnia Rada Miasta Krakowa może podjąć uchwałę, która umożliwi dokapitalizowanie przez Comarch klubu MKS Cracovia SSA kwotą 30 mln PLN. W wyniku dokapitalizowania klubu Comarch zwiększyłby swoje zaangażowanie do około 66%. **Podtrzymujemy opinię, że podwyższenie kapitału w klubie nie stanowi żadnej wartości dodanej dla spółki (marketingowy efekt jest w pełni wykorzystany już przy obecnym zaangażowaniu).** (P. Grzybowski)

### Sygnity

Kupuj - z dn. 18.01.11  
Cena docelowa: 18,30 PLN

#### Kontrakt z PSE Operator

Sygnity podpisało z PSE Operator umowę na świadczenie usług serwisu rozszerzonego i serwisu profilaktycznego w zakresie warstwy aplikacji biznesowych oprogramowania SIRE oraz usług utrzymania ciągłości realizacji funkcji SIRE. Wartość zamówienia to 5,6 mln PLN netto. **Powyższy kontrakt to około 1,0% naszej skonsolidowanej prognozy przychodów spółki na ten rok.** (P. Grzybowski)

### Polimex Mostostal

Akumuluj - z dn. 03.03.11  
Cena docelowa: 4,03 PLN

#### Kontrakt za 344,8 mln PLN

Torpol, spółka zależna Polimexu, podpisała w konsorcjum kontrakt z PKP PLK na modernizację linii E/CE 65 na odcinku LCS Gdańsk, LCS Gdynia. Wartość umowy to 850,6 mln PLN, z czego Torpol odpowiadać będzie za prace warte około 344,8 mln PLN (6,8% prognozowanych przychodów Polimexu na rok 2011). Czas realizacji prac to 36 miesięcy. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami, wcześniej oferta konsorcjum została wybrana przez PKP PLK.** (M. Stokłosa)

### Trakcja Polska

Trzymaj - z dn. 22.02.11  
Cena docelowa: 3,7 PLN

#### 5 konsorcjów złożyło protesty w sprawie wyboru oferty Trakcji

Pięć konsorcjów, których oferty zostały odrzucone (4 firmy) lub wykluczone (1 firma), złożyło odwołania w sprawie wyboru oferty konsorcjum z udziałem Trakcji Polskiej jako najkorzystniejszej w przetargu na modernizację linii E/CE 65 na odcinku LCS Malbork. Udział Trakcji w wartości oferty to 434,5 mln PLN. Konsorcjum Trakcji zostało wybrane z 5-ego miejsca. Trakcja może mieć też problem z szybkim sfinalizowaniem fuzji z Tiltra Group. Powodem jest wniesienie pozwu do sądu przez p. Jacka Jurka, akcjonariusza spółki, w sprawie uchwał dotyczących fuzji. Z informacji prasowych wynika, że p. Jacek Jurek domaga się realizacji prawa pierwszeństwa w zakupie udziałów w firmie Poldim, którą ostatecznie nabyła Tiltra. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. Zakładamy, że szanse Trakcji na zdobycie kontraktu to 40-50%.** (M. Stokłosa)

### Mostostal Płock

#### Sprzedaż stoczni Centromost

Mostostal Płock dokonał sprzedaży 50% udziałów w stoczni Centromost. Udziały zostały sprzedane za 1,9 mln PLN. Wartość bilansowa udziałów na koniec Q4 2010 wyniosła 0 PLN. Mostostal Płock dokonał też zbycia nieruchomości w Płocku, które użytkowała spółka Centromost. Cena sprzedaży netto to 5,6 mln PLN, przy wartości księgowej aktywów na poziomie 1,5 mln PLN. Płatność będzie rozłożona w czasie: 3,8 mln PLN w dniu podpisania umowy, do połowy 2011: 2 mln PLN, do połowy 2012: 2 mln PLN, do połowy 2013: 1 mln PLN. **Wiadomość pozytywna. Spółka wygeneruje na transakcji 6 mln PLN zysku. Stocznia przestanie negatywnie wpływać na wyniki finansowe (1,7 mln PLN – udział w stratach stoczni w Q4 2010).** (M. Stokłosa)

### Mirbud

#### Ambitna prognoza na rok 2011

Mirbud prognozuje w 2011 roku 520,7 mln PLN przychodów, 68 mln PLN EBIT, 81,8 mln PLN EBITDA i 43,7 mln PLN zysku netto. Dzięki przejęciu PRDiM, przychody Grupy mają wzrosnąć o 100 mln PLN, zaś zysk o 5 mln PLN. Marywilka powinna wygenerować 50 mln PLN przychodów i 15 mln PLN zysku. W przypadku pozostałych spółek, Mirbud i JHM Development, założono wzrost obrotów o 20%. **Nie wiemy, jaka część zysku będzie pochodzić z lokali przekazywanych lokali przez JHM, w efekcie, trudno nam się wypowiedzieć na temat prognozy.** (M. Stokłosa)

### Dom Development

Kupuj - z dn. 07.01.11  
Cena docelowa: 54,4 PLN

#### 123 mieszkania sprzedane netto w lutym?

PAP podaje, że Dom Development sprzedał netto w lutym 123 lokale. W styczniu sprzedaż wyniosła 89 lokali. **Dane te sugerowałyby, że sprzedaż mieszkań w Dom Development w Q1 2011 nie przekroczy 400 sprzedanych lokali i zbliży się raczej do 350. My jednak powątpiewamy w jakość zaprezentowanych danych. Spółka nigdy nie prezentowała z wyprzedzeniem danych sprzedażowych, były one publikowane jedynie przy publikacji wyników kwartalnych. Przypuszczamy, że może chodzić o dane, wynikające z kalkulacji zmian w ilości mieszkań w ofercie dewelopera – ilość lokali w ofercie deweloper publikuje na stronach www. Sądzymy jednak, że dane te mogą być aktualizowane z opóźnieniem – generalnie w branży dane o sprzedaży mieszkań z biur sprzedaży do central spółek napływają z opóźnieniem. Oczekujemy, że sprzedaż mieszkań w Q1 2011 może być zbliżona do Q4 2010 lub lekko wyższa. W Q4 2010 oczekujemy ponad 400 sprzedanych lokali.** (M. Stokłosa)

**Polnord**

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

**107 mieszkań sprzedanych netto w lutym 2011**

Polnord sprzedał w lutym 115 mieszkań brutto, rezygnacje zaś objęły 8 lokali. **Dobry wynik, zbliżony do celów sprzedażowych spółki. (M. Stokłosa)**

**NFI Octava****Zamiar podjęcia negocjacji w sprawie sprzedaży Magnolii**

Zarząd NFI Octava podjął decyzję o nawiązaniu kontraktu z ograniczonym kręgiem potencjalnych inwestorów, w celu określenia zainteresowania nabyciem aktywów lub udziałów funduszu, w szczególności spółki Legnicka Park (właściciel CH Magnolia we Wrocławiu). **Magnolia odpowiedzialna jest za 90-95% NAV spółki. Fundusz notowany jest z 30% dyskonta do NAV. Gdyby transakcja miała miejsce, pozyskane środki mogłyby naszym zdaniem zostać zwrócone akcjonariuszom – w formie dywidendy lub skupu akcji po cenie odpowiadającej NAV, co naturalnie mogłoby mieć implikacje podatkowe dla akcjonariuszy. Sprzedaż aktywów i zwrot gotówki akcjonariuszom, przy obecnym poziomie wyceny Octavy, byłby wiadomością pozytywną, pod warunkiem uzyskania atrakcyjnej ceny za sprzedane aktywa. Uważamy, że obecnie koniunktura sprzyja sprzedaży Magnolii za kwotę wyższą, niż BV obiektu. (M. Stokłosa)**

**Pozostałe wiadomości ze spółek**

|                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>08 Octava</b>        | Zarząd Funduszu podjął decyzję o nawiązaniu kontaktu z ograniczonym kręgiem potencjalnych inwestorów w celu określenia zainteresowania nabyciem aktywów bądź akcji (udziałów) spółek zależnych Funduszu, w tym w szczególności spółki Legnicka Development S.A.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Aterm</b>            | Portfel zamówień Atermu może w ciągu 2-3 miesięcy wzrosnąć o 110 mln zł. Zarząd będzie rekomendował pozostawienie zysku w spółce. Celem na kolejne lata jest utrzymanie dotychczasowego tempa rozwoju.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Avia Solutions</b>   | Avia Solutions Group prowadzi rozmowy w sprawie przejęć.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Awbud</b>            | Michał Wuczyński został powołany na prezesa spółki, a Mariusz Jędrzejczyk na wiceprezesa spółki. Dotychczasowy prezes spółki Przemysław Milczarek został powołany na stanowisko wiceprezesa zarządu.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Bioton</b>           | MG przyznało dofinansowanie dla projektu Biotonu w wysokości 52,9 mln zł. Bioton otrzymał z Ministerstwa Gospodarki informację o przyznaniu dofinansowania projektu "Dywersyfikacja produkcji poprzez wprowadzenie gamy innowacyjnych produktów dla diabetyków". Wniosek spółki, złożony w 2010 r., dotyczy dofinansowania w kwocie 51.916.189,50 zł.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Bipromet</b>         | Bipromet podpisał umowę z KGHM o wartości ponad 56,8 mln zł. Bipromet podpisał z KGHM umowę na wykonanie dokumentacji technicznej dla Programu Modernizacji Pirometalurgii w Hucie Miedzi Głogów. Wartość kontraktu przekracza 56,8 mln zł. Termin zakończenia realizacji umowy wyznaczono na 31.12.2013 r.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>BMP AG</b>           | Firma zał. Revotar Biopharmaceuticals AG bliżej dokładnego zbadania COPD. Spółka zakończyła istotniejsze kliniczne badanie fazy IIa dla COPD (Chronic Obstructive Pulmonary Disease; przewlekła obturacyjna choroba płuc - POChP, znana też jako przewlekłe zapalenie oskrzeli lub kaszel palacza) pozytywnymi wynikami pierwszorzędownymi. COPD jest obecnie przyczyną ok. 5 milionów zgonów rocznie, z tendencją wzrostową. Bmp i inni akcjonariusze dokonali podwyższenia kapitału, które zapewni dalsze finansowanie Revotara. Zarząd i akcjonariusze spółki rozważają obecnie sprzedaż spółki, ofertę publiczną, fuzję czy też zawarcie umowy licencyjnej z firmą farmaceutyczną do końca 2011 roku. Bmp zwiększyła swoje udziały w Revotar w wyniku rundy inwestycyjnej do nieco ponad 40%. |
| <b>Ferro</b>            | Ferro chce w '11 zwiększyć przychody i utrzymać dynamikę eksportu. Ferro, producent i dystrybutor armatury oraz komponentów instalacji sanitarnych i grzewczych, ma zamiar w 2011 r. zwiększyć przychody, dzięki rozszerzeniu portfolio produktowego oraz podpisaniu umów z nowymi klientami. Grupa planuje utrzymać dynamikę sprzedaży eksportowej z ostatnich lat i zwiększyć jej udział w całkowitych przychodach.<br>Ferro na przełomie III/IV otrzyma odpowiedź dot. oferty przejęcia NOVASERVIS. Jeśli transakcja dojdzie do skutku, zarząd spółki nie będzie wnioskował o wypłatę dywidendy za 2010 r.                                                                                                                                                                                     |
| <b>Getin Noble Bank</b> | Getin Noble Bank planuje przeznaczyć zysk za '10 na podwyższenie kapitału zapasowego.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Gino Rossi</b>       | Zakończono postępowanie upadłościowe spółki Cosimo Martinelli Poland sp. z o. o. wchodzącej w skład grupy kapitałowej.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

|                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Górnictwo</b>                         | MG: W 2010 r. górnictwo osiągnęło ok. 5-procentową rentowność. W ubiegłym roku polskie górnictwo węgla kamiennego osiągnęło średnio ponad 5-procentową rentowność netto, wypracowując ponad 1 mld 160,1 mln zł zysku netto. Wysoki zysk to przede wszystkim zasługa tylko jednej z kilku spółek węglowych, których wskaźniki złożyły się na ministerialne opracowanie. Ceny zbytu węgla w grudniu wzrosły rdr o 6,9 proc. rdr do 298,39 zł/tonę.                                                                                                                                                                 |
| <b>Higienika</b>                         | Hygienika rozwija marki własne i myśli o konsolidacji z innymi podmiotami. Hygienika zamierza rozwijać w tym roku produkty własnych marek, rozważa też możliwość konsolidacji z innymi podmiotami z branży higieniczno-kosmetycznej. Dodatkowym źródłem przychodów firmy ma być dystrybucja produktów obcych, typu kosmetyki czy chemia gospodarcza.                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>IDM SA</b>                            | Grupa IDM liczy na minimum kilkudziesięcioprocentowy wzrost wyników finansowych w 2011 roku.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Kopex</b>                             | Kopex może przejąć w tym roku kilka mniejszych podmiotów zagranicznych. Jak wynika z wywiadu PAP z prezesem spółki Kopex może podzielić się z akcjonariuszami zyskiem w przyszłym roku.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Macrologic</b>                        | Spółka osiągnęła w 2010 r. 4,16 mln PLN zysku netto, przy przychodach na poziomie 52,6 mln PLN. Dla porównania w 2009 r. Macrologic miał 7,47 mln PLN zysku netto przy 54,42 mln PLN przychodów.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Orzeł Biały</b>                       | Spółka podpisała umowę sprzedaży ołowiu oraz stopów ołowiu o znacznej wartości. Sprzedaż ołowiu oraz stopów ołowiu będzie realizowana w okresie od stycznia do grudnia 2011 roku. Umowa spełnia kryterium umowy znaczącej, tzn. wartość umowy przewyższa 10% przychodów ze sprzedaży Grupy Kapitałowej za okres ostatnich czterech kwartałów obrotowych.                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Pekaes</b>                            | Spółka z Grupy PEKAES sprzedała grunty w Warszawie i prawa do projektu za 49,5 mln PLN.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Pragma Inkaso</b>                     | Spółka wg szacunkowych wyników miała 4,211 mln PLN zysku netto przy 124,23 mln PLN przychodów. Przychody spółki r/r były wyższe o 41% w porównaniu do ubiegłego roku, natomiast zysk w tym czasie urósł o 10%. Spółka przekroczyła prognozy przychodów o 13%, wynik netto stanowił 89% realizacji zamierzonego.                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>PZ Cormay</b>                         | PARP przyznał spółce 7,2 mln PLN dotacji. Dofinansowanie dotyczy projektu "Opracowanie innowacyjnego analizatora hematologicznego klasy 5-diff oraz dedykowanych odczynników". Kwota przyznanej dotacji wynosi 7.263.325,00. Projekt będzie realizowany w województwie lubelskim.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Techmex W Upadłości Likwidacyjnej</b> | Zarząd złożył skargę na decyzję KNF do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie. Zarząd wraz ze skargą złożył wniosek o zawieszenie wykonania kary wykluczenia akcji Techmex SA w upadłości likwidacyjnej z obrotu regulowanego.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Ropczyce</b>                          | Spółka podpisała z Arcelor Mittal Poland S.A. dwuletnią ramową umowę o wartości ok. 11 mln EUR.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Wikana</b>                            | Wikana przeprowadzi resplit akcji w stosunku 10:1.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Wojas</b>                             | Wojas poprawił wyniki sprzedaży za luty 2011 w porównaniu z ubiegłym rokiem o ponad 20%. Wielkość skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży osiągniętych przez Grupę Kapitałową WOJAS S.A. w lutym 2011 roku wyniosła 8.413 tys. PLN i była wyższa o 20,4 % od osiągniętych w lutym 2010 roku.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>ZPUE</b>                              | PARP przyznał spółce 2,6 mln PLN dofinansowania w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. Dofinansowanie dotyczy projektu: Typoszereg kompaktowych rozdzielnic SN w izolacji suchego powietrza. Łączna wartość inwestycji oszacowano na 4,77 mln PLN. Wartość otrzymanego dofinansowania wynosi 58,42% w stosunku do kwalifikowanej wartości, tj. 4,47 mln PLN. Celem projektu jest opracowanie projektu rozdzielnic kompaktowej SN o wymaganej wytrzymałości dielektrycznej po zastosowaniu suchego powietrza. Planowane zakończenie realizacji projektu przewidywane jest na 3 kwartał roku 2014. |
| <b>ZUK</b>                               | ZUK Stąporków otrzymał zwrot podpisanej 28.02.2011 znaczącej umowy z firmą Alfsen og Gunderson. Przedmiotem umowy z firmą z Oslo jest dostawa i montaż urządzeń instalacji odpylania w LKAB Narvik - Norwegia za cenę 6.525.000,00 NOK co stanowi ok. 3,3 mln PLN. Ostateczny termin dostawy urządzeń to 31.08.2011 r., a montażu to 18.11.2011 r.                                                                                                                                                                                                                                                               |

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

|                 |                                                                                                                                                       |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Budimex</b>  | Podmiot blisko związany z członkiem RN sprzedał 25 lutego 10 341 akcji po średniej cenie 95,3 PLN.                                                    |
| <b>Bytom</b>    | Udział Investors TFI w kapitale spółki spadł z 32,81% do 23,52% w wyniku rejestracji akcji serii N.                                                   |
| <b>E-Muzyka</b> | NFI EMF zwiększył udział w kapitale zakładowym do 65,61 proc. z 61,49 proc. przed dokonaniem zmiany.                                                  |
| <b>FON</b>      | Udział Fartpol Holdings Limited w KZ spółki zmniejszył się o 2,33% w wyniku zarejestrowania podwyższenia KZ.                                          |
| <b>Kernel</b>   | Apalax Investments Limited, kontrolowana przez przewodniczącego Rady Dyrektorów zbyła 28 lut. i 1 mar. 247.153 akcji po śr. cenie 80,45 PLN za akcję. |
| <b>PEP</b>      | Wiceprezes zarządu nabył 1 marca 2 tys. akcji po średniej cenie ok. 27,16 PLN za akcję.                                                               |
| <b>Suwały</b>   | Członek RN nabył 25 lutego 1099 akcji po średniej cenie 75,95 PLN.                                                                                    |

## Kalendarium spółek

|                                               |                                                                             |
|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| <b>Piątek /04.03.11/</b><br>PBG               | Wprowadzenie do obrotu 500.000 akcji zwykłych na okaziciela serii A spółki. |
| <b>Poniedziałek /07.03.11/</b><br>PKO BP      | Publikacja raportu za 4Q2010 i 2010 rok.                                    |
| <b>Środa /09.03.11/</b><br>PEKAO              | Publikacja raportu za 4Q2010 i 2010 rok.                                    |
| <b>Czwartek /10.03.11/</b><br>DOM DEVELOPMENT | Publikacja raportu za 4Q2010 i 2010 rok.                                    |

## Kalendarium makro

### Piątek /04.03.11/

| Czas  | Region | Dane                                         | Okres   | Prognoza     | Poprzednia wartość |
|-------|--------|----------------------------------------------|---------|--------------|--------------------|
| 14:30 | USA    | Średnia płaca godzinowa                      | Luty    |              | 19,34              |
| 14:30 | USA    | Średnia tygodniowa liczba godzin pracy       | Luty    |              | 33,4               |
| 14:30 | USA    | Zmiana zatrudnienia w przemyśle              | Luty    | 200 tys. m/m | 49 tys. m/m        |
| 14:30 | USA    | Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym | Luty    | 190 tys. m/m | 36 tys. m/m        |
| 14:30 | USA    | Stopa bezrobocia                             | Luty    | 9,1%         | 9,0%               |
| 16:00 | USA    | Zamówienia w przemyśle                       | Styczeń | 2,0% m/m     | 0,2% m/m           |

### Poniedziałek /07.03.11/

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

### Wtorek /08.03.11/

| 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             |

### Środa /09.03.11/

| Czas  | Region | Dane                               | Okres   | Prognoza | Poprzednia wartość   |
|-------|--------|------------------------------------|---------|----------|----------------------|
| 10:30 | UK     | Eksport                            | Styczeń |          | 37,65 mld            |
| 10:30 | UK     | Import                             | Styczeń |          | 42,48 mld            |
| 10:30 | UK     | Bilans handlu zagranicznego bez UE | Styczeń |          | -5,8 mld             |
| 10:30 | UK     | Bilans handlu zagranicznego        | Styczeń |          | -4,8 mld             |
| 10:30 | UK     | Bilans handlu zagranicznego z UE   | Styczeń |          | -9,2 mld             |
| 12:00 | Niemcy | Produkcja przemysłowa              | Styczeń |          | -1,5% m/m; 10,0% r/r |
| 16:00 | USA    | Zapasy hurtowników M/M             | Styczeń |          | 1,0% m/m; 10,5% r/r  |
| 16:00 | USA    | Sprzedaż hurtowników R/R           | Styczeń |          | 0,4% m/m; 11,6% r/r  |

### Czwartek /10.03.11/

| Czas  | Region  | Dane                                         | Okres   | Prognoza | Poprzednia wartość   |
|-------|---------|----------------------------------------------|---------|----------|----------------------|
| 0:50  | Japonia | Indeks cen towarów korporacyjnych            | Luty    |          | 0,5% m/m; 1,6% r/r   |
| 0:50  | Japonia | PKB                                          | 1 kw.   |          | -0,3% k/k; -1,1% r/r |
| 7:30  | Francja | Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym | 4 kw.   |          | 0,4% k/k             |
| 8:00  | Niemcy  | Bilans obrotów bieżących                     | Styczeń |          | 17,6 mld             |
| 8:45  | Francja | Eksport                                      | Styczeń |          | 33,42 mld            |
| 8:45  | Francja | Import                                       | Styczeń |          | 38,47 mld            |
| 8:45  | Francja | Bilans handlu zagranicznego                  | Styczeń |          | -5,05 mld            |
| 10:30 | UK      | Produkcja przemysłowa                        | Styczeń |          | 0,5% m/m; 3,6% r/r   |
| 10:30 | UK      | Produkcja manufakturowa                      | Styczeń |          | -0,1% m/m; 4,4% r/r  |
| 10:30 | UK      | Stopa procentowa                             | Styczeń |          | 0,5%                 |
| 14:30 | USA     | Eksport                                      | Styczeń |          | 162,9 mld            |
| 14:30 | USA     | Import                                       | Styczeń |          | 203,5 mld            |
| 14:30 | USA     | Bilans handlu zagranicznego                  | Styczeń |          | -40,6 mld            |
| 16:00 | USA     | Indeks wskaźników wyprzedzających            | Luty    |          | 0,1%                 |
| 16:00 | USA     | NAHB Indeks rynku nieruchomości              | Marzec  |          | 16                   |

**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%           | 16,9     | 15,6     |                |                |
| GETIN                     | Trzy maj     | 2011-03-03   | 13,00               | 12,70         | 13,05        | -2,7%           | 22,1     | 14,4     |                |                |
| HANDLOWY                  | Trzy maj     | 2011-01-18   | 93,00               | 94,00         | 94,30        | -0,3%           | 16,3     | 13,6     |                |                |
| ING BSK                   | Trzy maj     | 2011-01-18   | 840,50              | 850,00        | 841,00       | 1,1%            | 14,5     | 12,2     |                |                |
| KREDYT BANK               | Akumuluj     | 2011-01-18   | 15,44               | 17,40         | 16,64        | 4,6%            | 24,3     | 13,6     |                |                |
| MILLENNIUM                | Redukuj      | 2011-03-03   | 5,59                | 5,10          | 5,62         | -9,3%           | 20,4     | 15,2     |                |                |
| PEKAO                     | Trzy maj     | 2011-03-03   | 164,00              | 155,00        | 167,90       | -7,7%           | 17,5     | 14,3     |                |                |
| PKO BP                    | Kupuj        | 2011-01-18   | 41,30               | 48,00         | 43,35        | 10,7%           | 16,9     | 12,9     |                |                |
| <b>Ubezpieczyciele</b>    |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| PZU                       | Akumuluj     | 2010-12-13   | 360,50              | 390,00        | 347,80       | 12,1%           | 13,3     | 12,0     |                |                |
| <b>Paliwa, Chemia</b>     |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| CIECH                     | Akumuluj     | 2011-03-03   | 26,15               | 27,60         | 26,80        | 3,0%            | 36,6     | 8,1      | 6,1            | 4,6            |
| LOTOS                     | Sprzedaj     | 2011-01-18   | 38,49               | 28,40         | 41,80        | -32,1%          | 8,3      | 10,8     | 9,9            | 6,3            |
| PGNiG                     | Kupuj        | 2010-12-03   | 3,61                | 4,40          | 3,92         | 12,2%           | 11,5     | 13,3     | 6,5            | 6,6            |
| PKN ORLEN                 | Redukuj      | 2010-12-03   | 46,49               | 40,70         | 47,70        | -14,7%          | 8,6      | 10,6     | 5,6            | 6,8            |
| POLICE                    | Sprzedaj     | 2010-12-03   | 6,95                | 5,50          | 10,86        | -49,4%          | 31,7     | 31,5     | 14,9           | 9,4            |
| ZA PUŁAWY                 | Trzy maj     | 2011-02-04   | 114,00              | 106,10        | 116,00       | -8,5%           | 17,0     | 11,7     | 9,3            | 6,7            |
| <b>Energetyka</b>         |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| CEZ                       | Trzy maj     | 2010-11-29   | 124,50              | 129,50        | 134,50       | -3,7%           | 9,3      | 9,6      | 6,6            | 7,1            |
| ENEA                      | Trzy maj     | 2011-03-03   | 22,10               | 21,43         | 22,10        | -3,0%           | 15,7     | 14,4     | 5,5            | 6,0            |
| PGE                       | Kupuj        | 2010-09-13   | 23,78               | 26,73         | 22,64        | 18,1%           | 14,0     | 11,2     | 6,5            | 5,8            |
| TAURON                    | Kupuj        | 2010-09-13   | 5,56                | 8,87          | 6,24         | 42,1%           | 12,7     | 11,9     | 4,4            | 4,5            |
| <b>Telekomunikacja</b>    |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| NETIA                     | Trzy maj     | 2011-01-18   | 5,15                | 5,40          | 5,25         | 2,9%            | 33,4     | 18,7     | 4,7            | 4,3            |
| TPSA                      | Akumuluj     | 2010-12-01   | 16,17               | 17,60         | 16,35        | 7,6%            | 131,2    | 17,0     | 5,6            | 4,6            |
| <b>Media</b>              |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| AGORA                     | Akumuluj     | 2011-01-03   | 26,10               | 28,90         | 26,21        | 10,3%           | 18,6     | 19,6     | 7,6            | 6,5            |
| CINEMA CITY               | Akumuluj     | 2011-03-03   | 36,06               | 42,90         | 35,38        | 21,3%           | 14,7     | 13,0     | 8,0            | 7,2            |
| CYFROWY POLSAT            | Trzy maj     | 2010-12-17   | 17,30               | 15,30         | 15,80        | -3,2%           | 16,5     | 14,8     | 10,4           | 9,3            |
| TVN                       | Akumuluj     | 2011-02-16   | 16,77               | 18,10         | 17,00        | 6,5%            | 127,4    | 20,7     | 13,6           | 10,7           |
| <b>IT</b>                 |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| AB                        | Akumuluj     | 2011-01-18   | 25,42               | 27,60         | 25,20        | 9,5%            | 11,1     | 8,0      | 8,0            | 6,6            |
| ACTION                    | Akumuluj     | 2011-01-18   | 16,65               | 18,16         | 19,75        | -8,1%           | 12,9     | 10,5     | 8,5            | 7,6            |
| ASBIS                     | Akumuluj     | 2011-01-18   | 3,80                | 4,32          | 3,40         | 27,1%           | 71,2     | 8,5      | 7,6            | 5,3            |
| ASSECO POLAND             | Kupuj        | 2010-08-31   | 55,00               | 65,30         | 50,60        | 29,1%           | 9,5      | 10,2     | 6,0            | 5,8            |
| COMARCH                   | Trzy maj     | 2011-01-18   | 88,95               | 88,00         | 93,45        | -5,8%           | 17,3     | 17,3     | 10,3           | 7,5            |
| KOMPUTRONIK               | Akumuluj     | 2011-01-18   | 9,03                | 10,12         | 9,55         | 6,0%            | 25,1     | 13,5     | 8,8            | 6,3            |
| SYGNITY                   | Kupuj        | 2011-01-18   | 17,56               | 18,30         | 18,20        | 0,5%            | -        | 101,5    | -              | 6,3            |
| <b>Górnictwo i Metale</b> |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| KGHM                      | Sprzedaj     | 2011-01-18   | 176,80              | 145,00        | 183,90       | -21,2%          | 8,1      | 6,8      | 5,6            | 4,5            |
| LW BOGDANKA               | Akumuluj     | 2011-02-04   | 118,30              | 125,90        | 118,90       | 5,9%            | 18,0     | 15,7     | 9,9            | 7,4            |
| <b>Przemysł</b>           |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| ASTARTA                   | Sprzedaj     | 2011-01-18   | 101,00              | 63,6          | 94,75        | -32,9%          | 6,8      | 9,8      | 1,6            | 1,3            |
| CENTRUM KLIMA             | Kupuj        | 2011-03-03   | 13,91               | 16,9          | 13,93        | 21,3%           | 15,9     | 11,7     | 11,1           | 7,2            |
| CERSANIT                  | Redukuj      | 2011-01-18   | 11,30               | 10,4          | 12,55        | -17,1%          | 20,2     | 20,5     | 13,0           | 10,6           |
| FAMUR                     | Sprzedaj     | 2011-01-18   | 2,85                | 2,3           | 3,37         | -31,8%          | 20,3     | 21,6     | 11,5           | 10,4           |
| IMPEXMETAL                | Kupuj        | 2011-02-11   | 5,15                | 5,9           | 4,95         | 19,2%           | 12,9     | 12,1     | 8,4            | 6,6            |
| KERNEL                    | Akumuluj     | 2011-02-28   | 79,25               | 87,8          | 82,60        | 6,3%            | 13,8     | 10,7     | 12,6           | 7,9            |
| KĘTY                      | Akumuluj     | 2011-02-22   | 122,00              | 134,8         | 127,50       | 5,7%            | 13,0     | 12,4     | 8,2            | 7,3            |
| KOPEX                     | Redukuj      | 2011-01-18   | 17,40               | 15,9          | 20,35        | -21,9%          | 44,0     | 18,4     | 11,2           | 8,7            |
| MONDI                     | Zawieszona   | 2011-03-03   | 81,85               | -             | 82,00        | -               | -        | -        | -              | -              |
| <b>Budownictwo</b>        |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| BUDIMEX                   | Redukuj      | 2011-01-17   | 103,20              | 91,50         | 97,50        | -6,2%           | 9,3      | 12,2     | 4,8            | 8,3            |
| ELEKTROBUDOWA             | Akumuluj     | 2011-03-03   | 158,00              | 178,60        | 158,00       | 13,0%           | 15,7     | 13,3     | 9,7            | 8,6            |
| ERBUD                     | Trzy maj     | 2011-03-02   | 47,90               | 48,70         | 46,06        | 5,7%            | 38,1     | 12,4     | 14,1           | 7,7            |
| MOSTOSTAL WAR.            | Kupuj        | 2011-02-11   | 48,20               | 59,90         | 48,57        | 23,3%           | 15,9     | 16,8     | 6,8            | 7,2            |
| PBG                       | Redukuj      | 2010-11-05   | 226,00              | 194,00        | 197,90       | -2,0%           | 12,8     | 12,8     | 9,4            | 9,1            |
| POLIMEX MOSTOSTAL         | Akumuluj     | 2011-03-03   | 3,71                | 4,03          | 3,75         | 7,5%            | 15,4     | 13,7     | 7,3            | 7,6            |
| RAFAKO                    | Akumuluj     | 2011-02-01   | 11,60               | 13,40         | 11,75        | 14,0%           | 20,4     | 14,5     | 10,3           | 8,1            |
| TRAKCJA POLSKA            | Trzy maj     | 2011-02-22   | 3,80                | 3,70          | 3,55         | 4,2%            | 16,2     | 11,4     | 8,5            | 7,3            |
| ULMA CP                   | Trzy maj     | 2011-03-03   | 83,20               | 85,90         | 83,00        | 3,5%            | 41,9     | 13,1     | 5,6            | 4,4            |
| UNIBEP                    | Trzy maj     | 2010-12-03   | 9,94                | 9,30          | 8,71         | 6,8%            | 13,3     | 14,8     | 9,7            | 10,7           |
| ZUE                       | Kupuj        | 2010-11-24   | 14,50               | 19,30         | 13,50        | 43,0%           | 18,3     | 10,3     | 7,4            | 5,4            |
| <b>Deweloperzy</b>        |              |              |                     |               |              |                 |          |          |                |                |
| BBi DEVELOPMENT           | Kupuj        | 2010-11-10   | 0,45                | 0,55          | 0,44         | 25,0%           | 17,0     | 9,9      | 10,8           | 11,2           |
| DOM DEVELOPMENT           | Kupuj        | 2011-01-07   | 41,49               | 54,40         | 45,50        | 19,6%           | 27,8     | 13,5     | 18,7           | 12,5           |
| GTC                       | Akumuluj     | 2011-02-03   | 20,92               | 24,03         | 21,04        | 14,2%           | 26,2     | 7,8      | 22,5           | 9,9            |
| J.W.C.                    | Akumuluj     | 2011-01-18   | 14,50               | 16,30         | 14,25        | 14,4%           | 8,4      | 8,0      | 7,8            | 7,2            |
| PA NOVA                   | Kupuj        | 2011-01-07   | 30,89               | 40,40         | 32,39        | 24,7%           | 16,6     | 15,4     | 13,8           | 15,5           |
| POLNORD                   | Kupuj        | 2011-01-07   | 32,20               | 43,50         | 32,50        | 33,8%           | 13,9     | 12,2     | 28,5           | 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               | -             | 113,00       | -               | -        | -        | -              | -              |
| EUROCASH                  | Kupuj        | 2011-02-04   | 30,50               | 37,40         | 30,30        | 23,4%           | 32,2     | 22,1     | 18,5           | 12,1           |
| LPP                       | Akumuluj     | 2010-12-03   | 2 140,00            | 2 300,00      | 2 089,50     | 10,1%           | 26,1     | 16,8     | 13,2           | 9,6            |
| NG2                       | Akumuluj     | 2011-02-23   | 59,55               | 63,00         | 59,50        | 5,9%            | 18,9     | 15,6     | 15,2           | 11,0           |
| VISTULA                   | Trzy maj     | 2011-03-03   | 2,10                | 2,10          | 2,09         | 0,5%            | 118,2    | 22,5     | 11,5           | 9,2            |

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /03.03.2011/**

|  | 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  | 16,9 | 15,6 | 12,2 | 16%   | 15%  | 17%  | 2,5  | 2,2  | 2,0  | 1,8% | 3,5% | 2,6% |
| Getin                                                                             | 13,1   | 22,1 | 14,4 | 11,1 | 10%   | 14%  | 16%  | 2,1  | 1,9  | 1,6  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Handlowy                                                                          | 94,3   | 16,3 | 13,6 | 11,6 | 12%   | 13%  | 15%  | 1,9  | 1,8  | 1,7  | 4,0% | 4,2% | 5,1% |
| ING BSK                                                                           | 841,0  | 14,5 | 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 | 10,3 | 7%    | 11%  | 13%  | 1,6  | 1,4  | 1,3  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Millennium                                                                        | 5,6    | 20,4 | 15,2 | 11,3 | 9%    | 11%  | 13%  | 1,7  | 1,5  | 1,4  | 0,0% | 1,8% | 2,6% |
| Pekao                                                                             | 167,9  | 17,5 | 14,3 | 12,7 | 13%   | 15%  | 16%  | 2,2  | 2,1  | 2,0  | 1,7% | 5,3% | 5,9% |
| PKO BP                                                                            | 43,4   | 16,9 | 12,9 | 11,0 | 15%   | 18%  | 19%  | 2,5  | 2,2  | 2,0  | 4,4% | 2,4% | 3,9% |
| Mediana                                                                           |        | 17,2 | 14,0 | 11,2 | 12%   | 14%  | 15%  | 2,0  | 1,8  | 1,6  | 0,9% | 2,1% | 3,2% |
| INWESTORZY POLSKICH BANKOW                                                        |        |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
| AIB                                                                               | 0,2    | -    | -    | 6,1  | -     | -    | 3%   | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,0% | 0,0% | 0,4% |
| BCP                                                                               | 0,6    | 11,4 | 9,9  | 7,5  | 4%    | 5%   | 6%   | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 3,5% | 3,7% | 5,0% |
| Citigroup                                                                         | 4,7    | 12,0 | 10,2 | 8,7  | 8%    | 8%   | 9%   | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 0,0% | 0,2% | 1,4% |
| Commerzbank                                                                       | 6,3    | 7,0  | 12,2 | 5,2  | 9%    | 7%   | 12%  | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 0,0% | 0,2% | 1,2% |
| ING                                                                               | 8,8    | 9,2  | 6,5  | 5,8  | 10%   | 12%  | 12%  | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 0,1% | 1,3% | 3,4% |
| KBC                                                                               | 28,6   | 5,7  | 5,8  | 4,9  | 15%   | 15%  | 15%  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 3,1% | 3,5% | 4,3% |
| UCI                                                                               | 1,8    | 19,4 | 9,9  | 7,0  | 3%    | 5%   | 7%   | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 1,9% | 3,7% | 5,1% |
| Mediana                                                                           |        | 10,3 | 9,9  | 6,1  | 8%    | 8%   | 9%   | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 0,1% | 1,3% | 3,4% |
| ZAGRANICZNE BANKI                                                                 |        |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
| BEP                                                                               | 4,2    | 11,7 | 10,3 | 7,8  | 6%    | 6%   | 8%   | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 5,3% | 5,0% | 6,5% |
| Deutsche Bank                                                                     | 46,2   | 11,4 | 7,9  | 7,1  | 7%    | 11%  | 12%  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 1,7% | 2,2% | 2,8% |
| Erste Bank                                                                        | 37,0   | 15,7 | 11,1 | 8,5  | 8%    | 10%  | 12%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 1,7% | 1,9% | 2,3% |
| Komerční B.                                                                       | 4314,0 | 12,9 | 11,8 | 10,8 | 18%   | 18%  | 19%  | 2,2  | 2,1  | 1,9  | 4,6% | 5,3% | 5,7% |
| OTP                                                                               | 5555,0 | 11,9 | 9,0  | 6,6  | 10%   | 12%  | 15%  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 2,4% | 3,4% | 4,9% |
| Santander                                                                         | 8,5    | 8,6  | 7,5  | 6,3  | 12%   | 13%  | 14%  | 1,0  | 0,9  | 0,9  | 6,7% | 7,0% | 7,9% |
| Türkiye Garanti B.                                                                | 7,1    | 8,8  | 8,6  | 7,7  | 23%   | 20%  | 20%  | 1,9  | 1,6  | 1,4  | 2,2% | 2,8% | 3,2% |
| Türkiye Halk B.                                                                   | 11,2   | 7,3  | 7,2  | 6,7  | 28%   | 25%  | 23%  | 2,0  | 1,7  | 1,4  | 3,0% | 3,8% | 4,2% |
| Sberbank                                                                          | 3,6    | 15,4 | 8,8  | 7,7  | 17%   | 24%  | 23%  | 2,4  | 1,9  | 1,6  | 0,7% | 1,5% | 1,8% |
| VTB Bank                                                                          | 6,9    | 18,9 | 13,6 | 10,8 | 10,1% | 12%  | 13%  | 1,8  | 1,6  | 1,4  | 0,6% | 1,0% | 1,5% |
| Mediana                                                                           |        | 11,8 | 8,9  | 7,7  | 11%   | 13%  | 15%  | 1,5  | 1,3  | 1,2  | 2,3% | 3,1% | 3,7% |

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /03.03.2011/**

|  | P/E            |      |      |      | ROE  |      |      | P/BV |      |      | D/Y   |      |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
|                                                                                     | Cena           | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010  | 2011 | 2012 |
|                                                                                     | POLSKIE SPOŁKI |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |
| PZU                                                                                 | 347,8          | 13,3 | 12,0 | 11,0 | 19%  | 19%  | 19%  | 2,4  | 2,1  | 2,0  | 45,6% | 3,4% | 5,0% |
| ZAGRANICZNE SPOŁKI                                                                  |                |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |
| Vienna Insurance G.                                                                 | 41,6           | 13,7 | 12,1 | 10,8 | 9%   | 10%  | 10%  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 2,5%  | 2,7% | 3,0% |
| 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% | 4,3% |
| Allianz                                                                             | 104,5          | 9,3  | 8,7  | 8,2  | 12%  | 12%  | 12%  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 4,4%  | 4,8% | 5,2% |
| Aviva                                                                               | 4,6            | 7,8  | 7,5  | 6,8  | 16%  | 14%  | 15%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 5,6%  | 5,9% | 6,4% |
| AXA                                                                                 | 14,9           | 9,6  | 7,5  | 6,9  | 8%   | 9%   | 9%   | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 4,5%  | 5,2% | 5,7% |
| Baloise                                                                             | 98,9           | 10,3 | 9,3  | 8,4  | 11%  | 11%  | 11%  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 4,7%  | 4,9% | 5,1% |
| Generali                                                                            | 91,2           | 12,9 | 12,0 | 10,2 | 9%   | 9%   | 10%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 2,9%  | 3,0% | 3,2% |
| Helvetia                                                                            | 388,8          | 9,8  | 8,8  | 8,0  | 11%  | 12%  | 12%  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 4,1%  | 4,3% | 5,4% |
| Mapfre                                                                              | 2,7            | 8,6  | 8,4  | 8,0  | 14%  | 14%  | 14%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 5,7%  | 6,0% | 6,1% |
| RSA Insurance                                                                       | 1,4            | 10,1 | 9,3  | 8,9  | 15%  | 16%  | 16%  | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 6,3%  | 6,7% | 7,0% |
| Zurich Financial                                                                    | 267,5          | 10,5 | 8,9  | 8,5  | 12%  | 14%  | 13%  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 6,2%  | 6,5% | 6,7% |
| Mediana                                                                             |                | 10,0 | 8,9  | 8,3  | 11%  | 12%  | 12%  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 4,5%  | 4,8% | 5,3% |

**Wycena spółek paliwowych /03.03.2011/**

|  | 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                                                                               | 41,8               | 9,9  | 6,3  | 5,2  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 8,3  | 10,8 | 5,8  | 6%           | 7%   | 8%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| PKN Orlen                                                                           | 47,7               | 5,6  | 6,8  | 5,8  | 0,4  | 0,4  | 0,3  | 8,6  | 10,6 | 9,4  | 7%           | 6%   | 6%   | 0,0% | 2,2% | 2,0% |
| MOL                                                                                 | 24145,0            | 7,1  | 6,3  | 5,6  | 1,0  | 0,9  | 0,8  | 13,3 | 10,5 | 8,8  | 14%          | 14%  | 15%  | 2,0% | 2,7% | 3,6% |
| OMV                                                                                 | 30,6               | 3,6  | 3,3  | 3,1  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 8,1  | 6,7  | 6,1  | 18%          | 18%  | 17%  | 3,3% | 3,6% | 3,9% |
| Hellenic Petroleum                                                                  | 7,4                | 9,2  | 8,4  | 6,5  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 12,8 | 10,4 | 7,1  | 6%           | 6%   | 7%   | 4,9% | 5,1% | 6,3% |
| Tupras                                                                              | 39,9               | 7,4  | 6,7  | 6,1  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 11,4 | 10,4 | 9,6  | 5%           | 5%   | 5%   | 7,0% | 7,6% | 7,6% |
| Unipetrol                                                                           | 177,2              | 6,0  | 5,4  | 5,0  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 22,3 | 15,5 | 12,9 | 7%           | 7%   | 7%   | 1,5% | 2,4% | 4,0% |
| Mediana                                                                             |                    | 7,1  | 6,3  | 5,6  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 11,4 | 10,5 | 8,8  | 7%           | 7%   | 7%   | 2,0% | 2,7% | 3,9% |
| SPÓŁKI GAZOWE                                                                       |                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| PGNiG                                                                               | 3,9                | 6,5  | 6,6  | 5,0  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 11,5 | 13,3 | 11,1 | 18%          | 18%  | 21%  | 2,0% | 3,3% | 3,0% |
| Gazprom                                                                             | 212,2              | 4,7  | 4,3  | 3,9  | 1,8  | 1,7  | 1,5  | 5,7  | 5,4  | 4,9  | 39%          | 38%  | 39%  | 1,5% | 1,7% | 2,0% |
| GDF Suez                                                                            | 28,6               | 7,0  | 6,2  | 5,8  | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 14,6 | 12,9 | 11,9 | 18%          | 19%  | 19%  | 5,3% | 5,6% | 6,0% |
| Gas Natural SDG                                                                     | 12,1               | 6,9  | 7,0  | 6,6  | 1,8  | 1,8  | 1,7  | 10,0 | 9,9  | 8,8  | 26%          | 25%  | 25%  | 6,5% | 7,1% | 7,6% |
| Mediana                                                                             |                    | 6,7  | 6,4  | 5,4  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 10,7 | 11,4 | 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 /03.03.2011/**

|  | 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                                                                               | 134,5               | 6,6  | 7,1  | 6,8  | 3,0  | 3,1  | 2,9  | 9,3  | 9,6  | 8,8  | 45%          | 43%  | 43%  | 6,5% | 6,2% | 5,8% |
| ENEA                                                                              | 22,1                | 5,5  | 6,0  | 6,3  | 1,0  | 1,1  | 1,2  | 15,7 | 14,4 | 12,8 | 17%          | 18%  | 19%  | 1,7% | 3,4% | 2,8% |
| PGE                                                                               | 22,6                | 6,5  | 5,8  | 5,8  | 2,1  | 2,1  | 2,2  | 14,0 | 11,2 | 10,1 | 33%          | 36%  | 37%  | 3,1% | 3,7% | 4,5% |
| TAURON                                                                            | 6,2                 | 4,4  | 4,5  | 4,4  | 0,8  | 0,9  | 0,9  | 12,7 | 11,9 | 10,2 | 18%          | 19%  | 20%  | 0,0% | 2,5% | 2,5% |
| E.ON                                                                              | 23,3                | 6,0  | 6,7  | 6,3  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 8,7  | 10,7 | 10,0 | 16%          | 14%  | 15%  | 6,4% | 5,6% | 5,7% |
| EDF                                                                               | 31,6                | 6,1  | 6,1  | 5,7  | 1,5  | 1,6  | 1,5  | 15,8 | 15,3 | 12,9 | 25%          | 25%  | 26%  | 3,6% | 3,8% | 4,1% |
| Endesa                                                                            | 21,4                | 5,8  | 5,9  | 5,7  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 8,8  | 10,4 | 9,7  | 27%          | 26%  | 26%  | 5,3% | 5,0% | 5,5% |
| ENEL SpA                                                                          | 4,2                 | 5,9  | 5,9  | 5,7  | 1,5  | 1,4  | 1,4  | 9,3  | 9,2  | 8,6  | 25%          | 24%  | 25%  | 6,4% | 6,6% | 7,0% |
| Fortum                                                                            | 21,9                | 10,4 | 10,3 | 9,8  | 4,3  | 4,2  | 4,0  | 13,6 | 13,8 | 13,3 | 42%          | 41%  | 41%  | 4,6% | 4,6% | 4,7% |
| Iberdrola                                                                         | 6,1                 | 8,6  | 8,2  | 7,6  | 2,4  | 2,3  | 2,2  | 11,9 | 11,6 | 10,6 | 28%          | 28%  | 28%  | 5,3% | 5,5% | 5,9% |
| RWE AG                                                                            | 48,1                | 4,5  | 4,9  | 4,6  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 6,9  | 8,4  | 8,1  | 19%          | 17%  | 17%  | 7,3% | 6,5% | 6,4% |
| Mediana                                                                           |                     | 6,0  | 6,0  | 5,8  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 11,9 | 11,2 | 10,1 | 25%          | 25%  | 26%  | 5,3% | 5,0% | 5,5% |

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /03.03.2011/**

|  | 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                                                                            | 10,9      | 14,9 | 9,4  | 9,0  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 31,7 | 31,5 | 26,0 | 4%           | 6%   | 6%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| ZA Puławy                                                                         | 116,0     | 9,3  | 6,7  | 6,3  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 17,0 | 11,7 | 11,5 | 10%          | 12%  | 12%  | 0,9% | 2,9% | 4,3% |
| Acron                                                                             | 47,0      | 8,7  | 7,3  | 7,3  | 2,0  | 1,7  | 1,6  | 12,7 | 10,3 | 9,8  | 22%          | 23%  | 22%  | 1,4% | 1,7% | 1,2% |
| Agrium                                                                            | 68,7      | 8,7  | 6,4  | 6,3  | 1,2  | 1,0  | 1,0  | 14,1 | 10,1 | 9,9  | 14%          | 16%  | 15%  | 0,2% | 0,2% | 0,2% |
| DSM                                                                               | 43,5      | 3,9  | 4,0  | 4,0  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 37,9 | 35,4 | 33,8 | 41%          | 41%  | 40%  | 1,8% | 2,0% | 2,1% |
| K+S                                                                               | 56,7      | 12,5 | 9,4  | 8,5  | 2,4  | 2,2  | 2,1  | 26,4 | 16,6 | 14,4 | 19%          | 23%  | 24%  | 1,6% | 2,5% | 2,9% |
| Silvinit                                                                          | 30020,0   | 10,9 | 8,8  | 8,1  | 6,5  | 5,4  | 4,9  | 18,5 | 14,0 | 12,6 | 59%          | 61%  | 61%  | 0,8% | 1,2% | 1,2% |
| Uralkali                                                                          | 8,4       | 20,2 | 15,6 | 12,6 | 9,9  | 8,5  | 7,1  | 28,3 | 21,7 | 22,6 | 49%          | 54%  | 56%  | 1,3% | 2,3% | -    |
| Yara                                                                              | 290,0     | 8,1  | 7,2  | 7,6  | 1,4  | 1,3  | 1,2  | 13,5 | 10,2 | 10,6 | 18%          | 18%  | 16%  | 2,0% | 2,3% | 2,4% |
| Mediana                                                                           |           | 9,3  | 7,3  | 7,6  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 18,5 | 14,0 | 12,6 | 19%          | 23%  | 22%  | 1,3% | 2,0% | 1,6% |
| SPÓŁKI CHEMICZNE                                                                  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Ciech                                                                             | 26,8      | 6,1  | 4,6  | 4,6  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 36,6 | 8,1  | 9,7  | 10%          | 11%  | 11%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Akzo Nobel                                                                        | 48,8      | 6,7  | 6,2  | 5,9  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 14,9 | 13,0 | 11,7 | 14%          | 14%  | 14%  | 2,9% | 3,2% | 3,4% |
| BASF                                                                              | 61,0      | 6,3  | 5,9  | 5,6  | 1,1  | 1,0  | 1,0  | 11,8 | 11,4 | 10,4 | 18%          | 18%  | 18%  | 3,4% | 3,7% | 3,9% |
| 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                                                                      | 37,9      | 8,7  | 7,8  | 6,8  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 20,4 | 15,5 | 12,2 | 14%          | 15%  | 16%  | 1,6% | 1,6% | 1,6% |
| Rhodia                                                                            | 20,7      | 3,9  | 3,7  | 3,7  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 7,8  | 6,7  | 6,3  | 17%          | 16%  | 16%  | 1,9% | 2,6% | 2,8% |
| Sisecam                                                                           | 2,8       | 5,4  | 4,8  | 4,5  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 9,5  | 8,4  | 7,6  | 23%          | 23%  | 23%  | 0,7% | 2,0% | 3,4% |
| Soda Sanay ii                                                                     | 2,3       | 6,6  | 6,3  | 4,9  | 1,1  | 1,1  | 0,8  | 8,8  | 7,6  | 6,5  | 17%          | 17%  | 17%  | 4,3% | 5,7% | 3,1% |
| Solvay                                                                            | 85,3      | 5,0  | 5,0  | 4,7  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 26,6 | 23,4 | 20,1 | 14%          | 15%  | 15%  | 3,5% | 3,6% | 3,7% |
| Tata Chemicals                                                                    | 330,2     | 7,4  | 6,8  | 6,1  | 1,4  | 1,2  | 1,1  | 11,7 | 11,1 | 9,0  | 19%          | 18%  | 19%  | 2,5% | 2,8% | 3,0% |
| Tessenderlo Chemie                                                                | 25,4      | 5,5  | 4,5  | 4,0  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 33,0 | 13,4 | 9,7  | 7%           | 8%   | 9%   | 4,8% | 4,9% | 4,9% |
| Wacker Chemie                                                                     | 135,8     | 6,1  | 5,5  | 4,9  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 13,6 | 11,9 | 10,4 | 25%          | 26%  | 27%  | 1,5% | 1,9% | 2,1% |
| Mediana                                                                           |           | 6,2  | 5,7  | 4,9  | 1,1  | 1,1  | 0,9  | 14,3 | 11,6 | 10,0 | 17%          | 17%  | 17%  | 2,3% | 2,7% | 3,1% |

**Wycena europejskich operatorów narodowych /03.03.2011/**

|  | 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       | 4,7  | 4,3  | 3,9  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 33,4 | 18,7 | 14,7         | 23%  | 24%  | 24%  | 0,0%  | 3,7%  | 5,3%  |
| TPSA                                                                                | 16,4      | 5,6  | 4,6  | 4,5  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | -    | 17,0 | 15,7         | 30%  | 37%  | 38%  | 9,2%  | 9,2%  | 9,2%  |
| Mediana                                                                             |           | 5,2  | 4,5  | 4,2  | 1,4  | 1,4  | 1,3  | 33,4 | 17,9 | 15,2         | 27%  | 31%  | 31%  | 5%    | 6%    | 7%    |
| OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI                                                 |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |       |
| Belgacom                                                                            | 27,1      | 5,0  | 5,5  | 5,6  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 9,9  | 11,1 | 11,1         | 32%  | 30%  | 29%  | 8,1%  | 8,2%  | 8,3%  |
| Cesky Telecom                                                                       | 408,5     | 5,4  | 5,6  | 5,7  | 2,3  | 2,3  | 2,4  | 12,2 | 12,8 | 12,2         | 43%  | 42%  | 41%  | 9,6%  | 9,0%  | 8,9%  |
| Hellenic Telekom                                                                    | 7,5       | 4,5  | 4,7  | 4,6  | 1,6  | 1,6  | 1,6  | 12,4 | 10,8 | 9,4          | 34%  | 34%  | 35%  | 3,7%  | 4,3%  | 5,4%  |
| Matav                                                                               | 573,0     | 4,5  | 4,6  | 4,7  | 1,6  | 1,7  | 1,7  | 10,6 | 11,0 | 10,5         | 37%  | 36%  | 36%  | 11,1% | 10,0% | 10,6% |
| Portugal Telecom                                                                    | 8,4       | 5,0  | 4,3  | 4,0  | 1,9  | 1,6  | 1,5  | 17,1 | 11,2 | 9,9          | 38%  | 38%  | 38%  | 7,3%  | 7,7%  | 7,9%  |
| Telecom Austria                                                                     | 10,1      | 4,8  | 4,9  | 4,8  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 14,9 | 14,1 | 12,1         | 35%  | 35%  | 35%  | 7,4%  | 7,4%  | 7,4%  |
| Mediana                                                                             |           | 4,9  | 4,8  | 4,7  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 12,3 | 11,2 | 10,8         | 36%  | 36%  | 36%  | 7,7%  | 7,9%  | 8,1%  |
| OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI                                              |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |       |
| BT                                                                                  | 1,8       | 4,4  | 4,2  | 4,2  | 1,2  | 1,2  | 1,2  | 12,7 | 9,9  | 9,2          | 26%  | 28%  | 29%  | 3,8%  | 4,1%  | 4,5%  |
| DT                                                                                  | 9,7       | 4,7  | 4,8  | 4,8  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 12,4 | 12,3 | 11,7         | 31%  | 32%  | 32%  | 7,4%  | 7,4%  | 7,4%  |
| FT                                                                                  | 15,7      | 4,8  | 4,8  | 4,9  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 8,3  | 8,8  | 8,7          | 35%  | 34%  | 34%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |
| KPN                                                                                 | 11,8      | 5,5  | 5,6  | 5,6  | 2,3  | 2,3  | 2,2  | 10,2 | 9,6  | 9,1          | 41%  | 41%  | 40%  | 6,8%  | 7,3%  | 7,6%  |
| Swisscom                                                                            | 410,6     | 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                                                                          | 18,1      | 5,6  | 5,7  | 5,6  | 2,3  | 2,2  | 2,1  | 9,2  | 9,5  | 9,0          | 41%  | 38%  | 38%  | 7,7%  | 8,6%  | 9,6%  |
| TeliaSonera                                                                         | 52,9      | 7,7  | 7,6  | 7,4  | 2,7  | 2,7  | 2,6  | 11,4 | 10,8 | 10,4         | 35%  | 35%  | 35%  | 4,8%  | 5,2%  | 5,5%  |
| TI                                                                                  | 1,1       | 5,0  | 4,8  | 4,8  | 2,1  | 2,0  | 2,0  | 9,4  | 9,2  | 8,8          | 42%  | 42%  | 42%  | 4,9%  | 5,3%  | 5,7%  |
| Mediana                                                                             |           | 5,2  | 5,2  | 5,2  | 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 /03.03.2011/**

|  | 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 SPOŁKI                                                                    |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| AB                                                                                | 25,2      | 8,0  | 6,6  | 6,9  | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 11,1 | 8,0  | 9,1  | 2%           | 2%   | 2%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| ACTION                                                                            | 19,8      | 8,5  | 7,6  | 6,7  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 12,9 | 10,5 | 9,1  | 2%           | 2%   | 2%   | 4,1% | 2,9% | 3,8% |
| ASBIS                                                                             | 3,4       | 7,6  | 5,3  | 4,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | -    | 8,5  | 5,2  | 1%           | 1%   | 2%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| ASSECO POLAND                                                                     | 50,6      | 6,0  | 5,8  | 5,2  | 1,3  | 1,1  | 1,0  | 9,5  | 10,2 | 9,6  | 21%          | 20%  | 19%  | 3,1% | 2,9% | 3,1% |
| COMARCH                                                                           | 93,5      | 10,3 | 7,5  | 6,3  | 0,9  | 0,8  | 0,7  | 17,3 | 17,3 | 14,7 | 8%           | 11%  | 11%  | 0,0% | 0,0% | 2,0% |
| KOMPUTRONIK                                                                       | 9,6       | 8,8  | 6,3  | 5,0  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 25,1 | 13,5 | 9,0  | 2%           | 2%   | 2%   | 0,0% | 0,0% | 1,5% |
| SYGNITY                                                                           | 18,2      | -    | 6,3  | 5,2  | 0,5  | 0,4  | 0,3  | -    | -    | 15,0 | -            | 7%   | 6%   | 0,0% | 0,0% | 2,0% |
| Mediana                                                                           |           | 8,3  | 6,3  | 5,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 12,9 | 10,4 | 9,1  | 2%           | 2%   | 2%   | 0,0% | 0,0% | 2,0% |
| ZAGRANICZNE SPOŁKI                                                                |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Accenture                                                                         | 53,0      | 9,8  | 9,1  | 8,6  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 20,2 | 17,7 | 15,9 | 16%          | 16%  | 15%  | 1,9% | 1,6% | 1,9% |
| Atos Origin                                                                       | 42,3      | 6,0  | 5,1  | 4,4  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 15,5 | 13,1 | 11,2 | 10%          | 11%  | 11%  | 0,4% | 0,7% | 0,9% |
| CapGemini                                                                         | 41,8      | 7,7  | 6,5  | 5,8  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 20,7 | 16,6 | 14,2 | 8%           | 9%   | 10%  | 2,2% | 2,5% | 2,6% |
| IBM                                                                               | 163,5     | 9,3  | 8,6  | 7,9  | 2,2  | 2,1  | 2,0  | 14,3 | 12,9 | 11,8 | 24%          | 25%  | 26%  | 1,5% | 1,6% | 1,6% |
| Indra Sistemas                                                                    | 14,0      | 7,8  | 7,6  | 7,1  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 11,4 | 11,2 | 10,5 | 13%          | 13%  | 13%  | 4,7% | 4,9% | 5,2% |
| LogicaCMG                                                                         | 1,3       | 7,3  | 6,8  | 6,3  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 11,1 | 10,3 | 9,3  | 9%           | 9%   | 10%  | 3,0% | 3,4% | 4,0% |
| Microsoft                                                                         | 26,2      | 7,0  | 6,0  | 5,8  | 3,0  | 2,7  | 2,5  | 12,7 | 10,6 | 9,7  | 42%          | 44%  | 43%  | 2,0% | 2,4% | 2,4% |
| Oracle                                                                            | 33,0      | 13,0 | 10,4 | 9,6  | 6,1  | 4,7  | 4,4  | 20,5 | 16,4 | 14,8 | 47%          | 46%  | 46%  | 0,6% | 0,6% | 0,7% |
| SAP                                                                               | 44,2      | 14,1 | 11,9 | 10,9 | 4,5  | 4,0  | 3,7  | 20,9 | 17,8 | 16,0 | 32%          | 34%  | 34%  | 1,3% | 1,5% | 1,7% |
| TietoEnator                                                                       | 13,9      | 6,3  | 5,4  | 5,0  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 12,6 | 10,5 | 9,5  | 10%          | 11%  | 12%  | 3,8% | 4,4% | 5,3% |
| Mediana                                                                           |           | 7,7  | 7,2  | 6,7  | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 14,9 | 13,0 | 11,5 | 14%          | 14%  | 14%  | 1,9% | 2,0% | 2,1% |

**Wycena spółek mediowych /03.03.2011/**

|  | 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 SPOŁKI |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| AGORA                                                                             | 26,2           | 7,6  | 6,5  | 5,6  | 1,1  | 1,0  | 0,8  | 18,6 | 19,6 | 15,6         | 15%  | 15%  | 15%  | 1,9% | 2,5% | 2,6% |
| CYFROWY POLSAT                                                                    | 15,8           | 10,4 | 9,3  | 8,5  | 2,8  | 2,7  | 2,6  | 16,5 | 14,8 | 14,6         | 27%  | 29%  | 30%  | 3,6% | 4,3% | 4,5% |
| TVN                                                                               | 17,0           | 13,6 | 10,7 | 8,5  | 3,3  | 2,9  | 2,6  | -    | 20,7 | 14,7         | 24%  | 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  | 11,5 | 9,1  | 8,4          | 9%   | 10%  | 11%  | 6,4% | 8,0% | 9,1% |
| Axel Springer                                                                     | 114,3          | 7,3  | 6,6  | 6,1  | 1,3  | 1,2  | 1,2  | 12,3 | 11,2 | 10,3         | 18%  | 19%  | 20%  | 4,0% | 4,3% | 4,7% |
| Daily Mail                                                                        | 5,4            | 7,9  | 7,6  | 7,3  | 1,5  | 1,4  | 1,4  | 11,4 | 10,4 | 9,7          | 19%  | 19%  | 19%  | 2,9% | 3,1% | 3,3% |
| Gruppo Editorial                                                                  | 1,9            | 6,0  | 5,3  | 5,0  | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 14,2 | 11,3 | 10,0         | 17%  | 19%  | 20%  | 4,0% | 5,5% | 5,7% |
| Mcclatchy                                                                         | 4,1            | 5,9  | 6,1  | -    | 1,6  | 1,7  | -    | 6,5  | 8,5  | 7,4          | 28%  | 27%  | -    | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Naspers                                                                           | 396,5          | 24,0 | 20,3 | 17,2 | 5,8  | 5,1  | 4,5  | 28,3 | 21,9 | 17,1         | 24%  | 25%  | 26%  | 0,6% | 0,8% | 1,0% |
| New York Times                                                                    | 10,9           | 5,5  | 5,9  | 5,7  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 15,8 | 16,5 | 15,1         | 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  | 4,4  | 5,0  | 4,3          | 20%  | 23%  | 23%  | 0,3% | 0,1% | 2,1% |
| SPIR Comm                                                                         | 39,6           | 10,9 | 8,5  | 7,0  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | -    | -    | 31,6         | 4%   | 5%   | 6%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Trinity Mirror                                                                    | 0,7            | 2,9  | 2,9  | 2,9  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 2,5  | 2,5  | 2,4          | 20%  | 20%  | 19%  | 2,1% | 4,2% | 5,9% |
| Mediana                                                                           |                | 7,0  | 6,3  | 6,1  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 11,5 | 10,4 | 9,9          | 18%  | 19%  | 19%  | 1,4% | 1,9% | 2,7% |
| TV                                                                                |                |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| Antena 3 Televis                                                                  | 7,0            | 10,3 | 8,8  | 7,8  | 2,0  | 1,9  | 1,8  | 13,5 | 11,5 | 10,1         | 20%  | 22%  | 24%  | 5,6% | 6,8% | 8,1% |
| CETV                                                                              | 355,8          | 21,2 | 12,7 | 9,7  | 3,2  | 2,8  | 2,5  | -    | -    | 30,5         | 15%  | 22%  | 26%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Gestevision Telecinco                                                             | 8,8            | 13,6 | 9,1  | 7,7  | 3,5  | 2,6  | 2,5  | 17,0 | 13,2 | 11,1         | 25%  | 28%  | 32%  | 4,4% | 6,6% | 8,2% |
| ITV PLC                                                                           | 0,9            | 9,0  | 8,2  | 7,5  | 1,9  | 1,8  | 1,8  | 17,1 | 15,1 | 13,1         | 21%  | 22%  | 23%  | 0,3% | 1,3% | 2,5% |
| M6-Metropole Tel                                                                  | 18,6           | 6,8  | 6,5  | 6,4  | 1,4  | 1,4  | 1,3  | 15,8 | 14,7 | 14,5         | 21%  | 21%  | 20%  | 5,0% | 5,2% | 5,2% |
| Mediaset SPA                                                                      | 4,6            | 4,8  | 4,4  | 4,1  | 1,7  | 1,5  | 1,4  | 12,9 | 11,4 | 10,1         | 35%  | 35%  | 35%  | 6,7% | 7,4% | 8,2% |
| 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                                                                  | 14,1           | 10,6 | 8,0  | 7,2  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 22,9 | 15,7 | 13,6         | 11%  | 14%  | 15%  | 3,3% | 4,3% | 5,0% |
| Mediana                                                                           |                | 9,7  | 8,3  | 7,6  | 1,9  | 1,9  | 1,8  | 17,0 | 14,7 | 13,3         | 21%  | 22%  | 24%  | 4,7% | 5,8% | 6,0% |
| PAY TV                                                                            |                |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| BSkyB PLC                                                                         | 8,2            | 13,5 | 11,3 | 9,9  | 2,7  | 2,5  | 2,4  | 27,1 | 20,8 | 17,1         | 20%  | 22%  | 24%  | 2,3% | 2,6% | 2,9% |
| Canal Plus                                                                        | 5,7            | 5,1  | 5,0  | 4,9  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 17,2 | 16,7 | 16,2         | 5%   | 5%   | 5%   | 4,9% | 5,1% | 5,1% |
| Cogeco                                                                            | 44,0           | 6,0  | 5,6  | 5,3  | 2,4  | 2,2  | 2,1  | 18,1 | 16,2 | 14,1         | 39%  | 40%  | 40%  | 1,3% | 1,5% | 2,0% |
| Comcast                                                                           | 25,8           | 6,7  | 6,3  | 6,0  | 2,6  | 2,5  | 2,4  | 20,5 | 17,5 | 15,0         | 39%  | 40%  | 40%  | 1,5% | 1,6% | 1,8% |
| Liberty Global                                                                    | 43,7           | 8,3  | 7,5  | 6,9  | 3,7  | 3,4  | 3,2  | -    | 37,2 | 18,5         | 44%  | 45%  | 46%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Multimedia                                                                        | 9,6            | 7,1  | 6,8  | 6,5  | 3,7  | 3,5  | 3,3  | 15,4 | 13,9 | 11,5         | 52%  | 51%  | 51%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Shaw Communications                                                               | 21,2           | 7,6  | 6,5  | 6,1  | 3,5  | 2,8  | 2,5  | 16,3 | 13,6 | 12,8         | 46%  | 43%  | 41%  | 4,1% | 4,3% | 4,4% |
| Mediana                                                                           |                | 7,1  | 6,5  | 6,1  | 2,7  | 2,5  | 2,4  | 17,7 | 16,7 | 15,0         | 39%  | 40%  | 40%  | 1,5% | 1,6% | 2,0% |

**Wycena spółek górniczych /03.03.2011/**

|  | 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 SPOŁKI     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| KGHM                                                                                | 183,9              | 5,6  | 4,5  | 8,9  | 2,2  | 1,9  | 2,5  | 8,1  | 6,8  | 15,2 | 40%          | 41%  | 28%  | 1,6% | 5,4% | 5,4% |
|                                                                                     | ZAGRANICZNE SPOŁKI |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Anglo Amer.                                                                         | 33,6               | 4,9  | 3,9  | 3,6  | 1,9  | 1,6  | 1,5  | 8,2  | 6,4  | 5,5  | 39%          | 42%  | 43%  | 1,8% | 3,0% | 3,3% |
| BHP Billiton                                                                        | 24,8               | 5,8  | 3,9  | 3,5  | 2,8  | 2,2  | 2,0  | 10,1 | 6,8  | 5,9  | 48%          | 55%  | 56%  | 3,5% | 3,8% | 3,9% |
| Freeport-MCMOR                                                                      | 52,4               | 2,9  | 2,5  | 2,4  | 1,5  | 1,3  | 1,2  | 6,2  | 5,2  | 5,0  | 51%          | 52%  | 49%  | 2,4% | 3,8% | 3,9% |
| Rio Tinto                                                                           | 43,5               | 3,7  | 3,1  | 3,1  | 1,7  | 1,5  | 1,5  | 6,2  | 5,1  | 5,0  | 46%          | 48%  | 48%  | 2,2% | 2,5% | 2,8% |
| Southern Peru                                                                       | 42,7               | 12,6 | 7,9  | 6,9  | 7,1  | 4,9  | 4,4  | 22,8 | 13,0 | 11,5 | 57%          | 63%  | 64%  | 3,8% | 5,0% | 6,1% |
| Mediana                                                                             |                    | 4.9  | 3.9  | 3.5  | 1.9  | 1.6  | 1.5  | 8.2  | 6.4  | 5.5  | 48%          | 52%  | 49%  | 2.4% | 3.8% | 3.9% |

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

**Wycena spółek budowlanych /03.03.2011/**

|  | 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                                                                           | 97,5      | 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                                                                             | 46,1      | 14,1 | 7,7  | 6,9  | 0,4  | 0,4  | 0,3  | 38,1 | 12,4 | 11,2 | 3%           | 5%   | 5%   | 1,1% | 0,5% | 1,6% |  |
| Mostostal Wa-wa                                                                   | 48,6      | 6,8  | 7,2  | 5,6  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 15,9 | 16,8 | 12,4 | 4%           | 4%   | 5%   | 3,7% | 3,1% | 3,0% |  |
| PBG                                                                               | 197,9     | 9,4  | 9,1  | 8,5  | 1,1  | 0,8  | 0,6  | 12,8 | 12,8 | 12,4 | 12%          | 8%   | 8%   | 1,5% | 1,6% | 2,4% |  |
| Polimex Mostostal                                                                 | 3,8       | 7,3  | 7,6  | 6,6  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 15,4 | 13,7 | 10,6 | 7%           | 6%   | 7%   | 1,1% | 0,0% | 0,0% |  |
| Rafako                                                                            | 11,8      | 10,3 | 8,1  | 7,4  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 20,4 | 14,5 | 13,4 | 6%           | 5%   | 5%   | 2,6% | 0,0% | 0,0% |  |
| Trakcja Polska                                                                    | 3,6       | 8,5  | 7,3  | 6,2  | 0,9  | 0,5  | 0,4  | 16,2 | 11,4 | 9,6  | 11%          | 7%   | 7%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |  |
| Ulmia Construccoon                                                                | 83,0      | 5,6  | 4,4  | 4,8  | 2,8  | 2,2  | 2,3  | 41,9 | 13,1 | 18,0 | 50%          | 50%  | 47%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |  |
| Unibep                                                                            | 8,7       | 9,7  | 10,7 | 5,7  | 0,5  | 0,4  | 0,4  | 13,3 | 14,8 | 7,8  | 5%           | 4%   | 6%   | 0,0% | 0,7% | 2,6% |  |
| Mediana                                                                           |           | 8,9  | 7,9  | 6,7  | 0,6  | 0,5  | 0,4  | 15,8 | 13,2 | 12,1 | 8%           | 6%   | 7%   | 1,3% | 0,6% | 2,0% |  |
| ZAGRANICZNE SPÓŁKI                                                                |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |  |
| AMEC                                                                              | 11,9      | 11,9 | 10,5 | 9,3  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 20,7 | 18,1 | 15,5 | 9%           | 10%  | 10%  | 1,7% | 1,9% | 2,1% |  |
| BILFINGER                                                                         | 61,3      | 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% |  |
| EIFPAGE                                                                           | 42,6      | 9,5  | 9,0  | 8,4  | 1,3  | 1,3  | 1,3  | 16,1 | 13,8 | 11,6 | 14%          | 15%  | 15%  | 2,8% | 3,1% | 3,5% |  |
| HOCHTIEF                                                                          | 69,6      | 5,6  | 5,0  | 4,6  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 21,8 | 18,3 | 15,0 | 6%           | 6%   | 7%   | 2,4% | 2,8% | 3,2% |  |
| NCC                                                                               | 168,0     | 8,6  | 8,2  | 7,3  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 14,8 | 14,1 | 12,2 | 5%           | 5%   | 5%   | 3,8% | 4,2% | 4,6% |  |
| SKANSKA                                                                           | 127,5     | 7,8  | 8,0  | 7,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 14,8 | 15,5 | 14,2 | 5%           | 5%   | 5%   | 4,5% | 4,6% | 4,8% |  |
| STRABAG                                                                           | 21,3      | 3,8  | 3,8  | 3,7  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 14,1 | 14,3 | 14,4 | 5%           | 5%   | 5%   | 2,4% | 2,5% | 2,7% |  |
| Mediana                                                                           |           | 8,6  | 8,2  | 7,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 14,8 | 14,3 | 14,2 | 6%           | 6%   | 7%   | 2,8% | 3,1% | 3,5% |  |

**Wycena spółek deweloperskich /03.03.2011/**

|  |       | 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   | 10,8      | 11,2 | 12,4 | 1,0  | 0,9  | 0,8  | 17,0 | 9,9  | 7,3  | 45%          | 48%  | 30%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Dom Development                                                                   | 45,5  | 18,7      | 12,5 | 6,5  | 1,4  | 1,3  | 1,2  | 27,8 | 13,5 | 8,6  | 12%          | 16%  | 17%  | 1,8% | 1,0% | 4,4% |
| GTC                                                                               | 21,0  | 22,5      | 9,9  | 7,6  | 1,2  | 1,0  | 0,9  | 26,2 | 7,8  | 5,3  | 68%          | 131% | 142% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| J.W. Construction                                                                 | 14,3  | 7,8       | 7,2  | 10,3 | 1,5  | 1,3  | 1,1  | 8,4  | 8,0  | 10,5 | 25%          | 29%  | 39%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Polnord                                                                           | 32,5  | 28,5      | 15,6 | 8,9  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 13,9 | 12,2 | 7,2  | 28%          | 26%  | 36%  | 2,7% | 0,0% | 0,0% |
| Mediana                                                                           |       | 18,7      | 11,2 | 8,9  | 1,2  | 1,0  | 0,9  | 17,0 | 9,9  | 7,3  | 28%          | 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                                                                           | 3,3   | 20,3      | 18,8 | 17,8 | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 17,3 | 15,9 | 14,9 | 56%          | 58%  | 59%  | 4,1% | 4,3% | 4,2% |
| CORIO                                                                             | 47,8  | 21,0      | 18,8 | 16,8 | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 16,6 | 15,9 | 14,8 | 82%          | 83%  | 83%  | 5,5% | 5,7% | 5,9% |
| DEUTSCHE EUROSHOP                                                                 | 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                                                                   | 5,0   | 13,6      | 9,7  | 8,1  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 12,8 | 9,2  | 7,9  | 69%          | 89%  | 85%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| HAMMERSON                                                                         | 4,7   | 21,6      | 21,6 | 21,0 | 1,2  | 1,0  | 1,0  | 20,9 | 22,2 | 18,3 | 80%          | 80%  | 79%  | 3,4% | 3,5% | 3,6% |
| KLEPIERRE                                                                         | 28,2  | 18,2      | 17,2 | 16,3 | 1,4  | 1,1  | 1,1  | 18,4 | 17,4 | 15,6 | 85%          | 86%  | 88%  | 4,5% | 4,6% | 4,7% |
| SPARKASSEN IMMO                                                                   | 4,9   | 20,3      | 18,1 | 16,2 | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 29,4 | 12,9 | 8,4  | 47%          | 47%  | 49%  | 0,0% | 4,7% | 3,7% |
| UNIBAIL-RODAMCO                                                                   | 147,5 | 19,8      | 19,8 | 19,2 | 1,1  | 1,2  | 1,1  | 16,4 | 16,7 | 15,9 | 86%          | 84%  | 84%  | 8,0% | 5,5% | 5,6% |
| Mediana                                                                           |       | 20,3      | 18,8 | 17,5 | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 17,8 | 16,7 | 14,9 | 80%          | 83%  | 83%  | 3,9% | 4,3% | 4,2% |

**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /03.03.2011/**

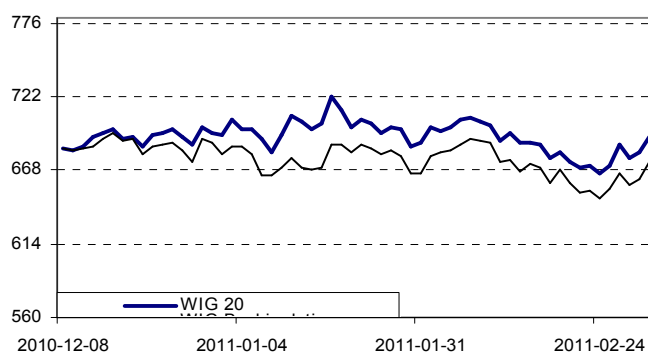
|  |       | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      | marża EBITDA |      |      | D/Y  |      |      |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|------|
|                                                                                     | Cena  | 2010      | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2010         | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 |      |
| POLSKIE SPÓŁKI                                                                      |       |           |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| FAMUR                                                                               | 3,4   | 11,5      | 10,4 | 8,8  | 1,8  | 2,1  | 1,9  | 20,3 | 21,6 | 17,4         | 16%  | 20%  | 22%  | 0,0% | 0,0% | 3,1% |
| KOPEX                                                                               | 20,4  | 11,2      | 8,7  | 7,9  | 0,8  | 0,9  | 1,0  | 44,0 | 18,4 | 16,0         | 8%   | 10%  | 13%  | 0,0% | 0,0% | 3,1% |
| Mediana                                                                             |       | 11,3      | 9,5  | 8,3  | 1,3  | 1,5  | 1,5  | 32,2 | 20,0 | 16,7         | 12%  | 15%  | 18%  | 0,0% | 0,0% | 3,1% |
| ZAGRANICZNE SPÓŁKI                                                                  |       |           |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |      |
| Atlas Copco                                                                         | 157,5 | 12,4      | 10,8 | 9,8  | 2,9  | 2,6  | 2,4  | 19,4 | 16,4 | 14,8         | 23%  | 24%  | 25%  | 2,4% | 2,7% | 2,9% |
| Bucyrus                                                                             | 91,0  | 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                                                                               | 1,2   | 5,7       | 4,8  | 4,4  | 2,3  | 2,2  | 2,0  | 18,1 | 12,7 | 10,3         | 41%  | 45%  | 45%  | 1,2% | 3,2% | 4,7% |
| Industrea                                                                           | 1,4   | -         | -    | -    | -    | -    | -    | 27,6 | 7,6  | 6,9          | -    | -    | -    | 2,6% | 3,3% | 3,9% |
| Joy Global                                                                          | 97,3  | 13,5      | 11,1 | 9,6  | 2,9  | 2,5  | 2,2  | 23,3 | 19,2 | 16,5         | 21%  | 22%  | 23%  | 0,7% | 0,7% | 0,7% |
| Sandvik                                                                             | 119,2 | 10,9      | 9,0  | 8,0  | 2,1  | 1,9  | 1,7  | 21,5 | 15,7 | 13,3         | 19%  | 21%  | 22%  | 2,3% | 3,0% | 3,6% |
| Mediana                                                                             |       | 12,4      | 10,3 | 9,0  | 2,4  | 2,2  | 2,0  | 22,2 | 16,1 | 14,0         | 21%  | 22%  | 23%  | 1,7% | 2,9% | 3,3% |

**Wycena spółek sektora papierniczego /03.03.2011/**

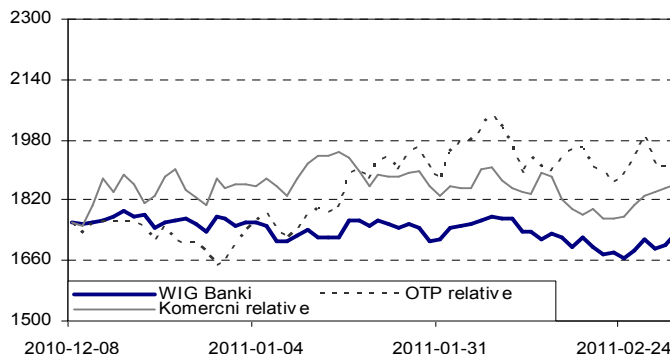
|  | EV/EBITDA |      |      |      | EV/S |      |      |      | P/E  |      | marża EBITDA |      |      | D/Y  |      |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                                                                                     | Cena      | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010         | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 |
| POLSKIE SPÓŁKI                                                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| MONDI                                                                               | 82,0      | 10,5 | 8,1  | 7,8  | 2,0  | 1,8  | 1,8  | 19,1 | 12,1 | 11,5 | 19%          | 22%  | 23%  | 0,0% | 5,2% | 8,2% |
| ZAGRANICZNE SPÓŁKI                                                                  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Billerund                                                                           | 67,3      | 4,8  | 5,5  | 5,4  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 10,3 | 13,0 | 12,5 | 18%          | 15%  | 15%  | 3,7% | 3,8% | 3,9% |
| Holmen                                                                              | 232,6     | 10,1 | 7,8  | 7,6  | 1,5  | 1,4  | 1,3  | 27,2 | 15,8 | 15,0 | 15%          | 17%  | 17%  | 3,0% | 3,4% | 4,2% |
| INTL Paper                                                                          | 27,3      | 5,7  | 5,1  | 4,8  | 0,8  | 0,7  | 0,7  | 13,4 | 10,0 | 8,8  | 13%          | 15%  | 15%  | 1,5% | 2,0% | 2,7% |
| M-Real                                                                              | 3,0       | 5,7  | 5,4  | 5,2  | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 14,4 | 10,0 | 8,4  | 12%          | 12%  | 12%  | 0,7% | 1,2% | 1,8% |
| Norske Skog                                                                         | 20,7      | 11,4 | 6,6  | 6,0  | 0,7  | 0,7  | 0,6  | -    | -    | -    | 6%           | 10%  | 11%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Portucel EMP.                                                                       | 2,5       | 6,8  | 6,5  | 6,4  | 1,9  | 1,8  | 1,7  | 11,5 | 10,5 | 10,4 | 27%          | 28%  | 27%  | 5,5% | 4,5% | 5,0% |
| Stora Enso                                                                          | 8,6       | 7,3  | 6,8  | 6,6  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 11,6 | 11,3 | 10,9 | 12%          | 13%  | 13%  | 2,7% | 2,7% | 2,9% |
| Svenska                                                                             | 103,0     | 7,0  | 6,2  | 5,9  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 11,8 | 9,9  | 9,2  | 15%          | 16%  | 16%  | 3,9% | 4,3% | 4,5% |
| UPM-Kymmene                                                                         | 14,7      | 7,6  | 6,8  | 6,7  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 15,6 | 13,8 | 12,7 | 16%          | 17%  | 17%  | 3,2% | 3,5% | 3,6% |
| Mediana                                                                             |           | 7,0  | 6,5  | 6,0  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 12,6 | 10,9 | 10,7 | 15%          | 15%  | 15%  | 3,0% | 3,4% | 3,6% |

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

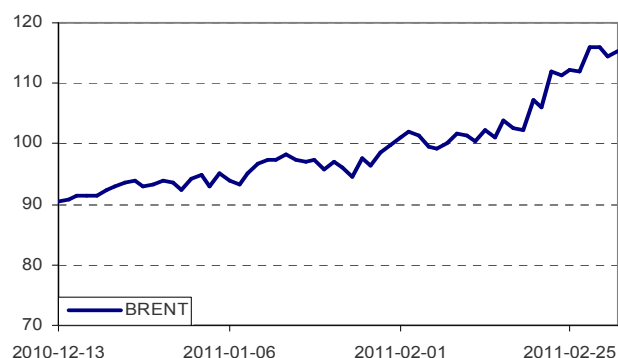
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



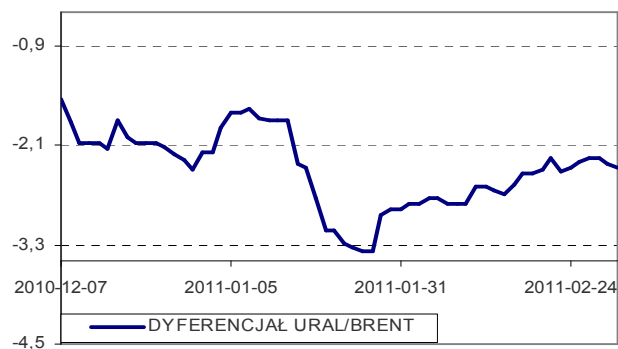
**Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



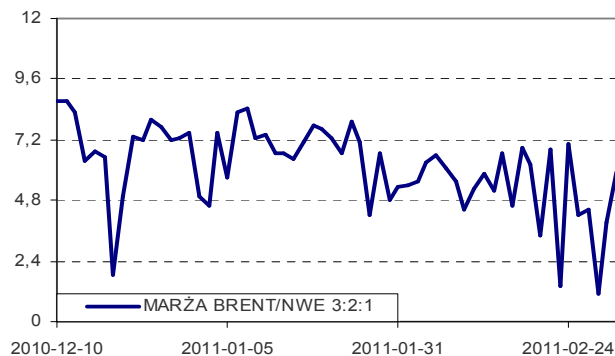
**BRENT (USD/brk)**



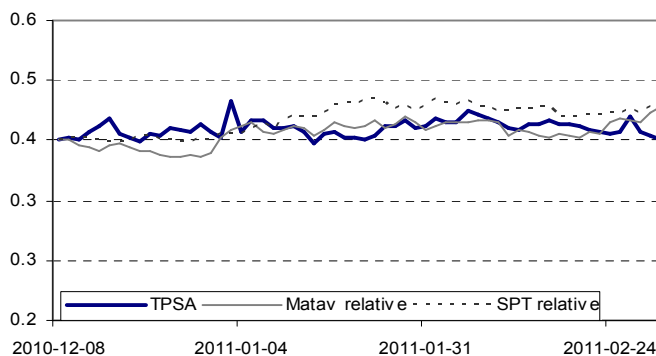
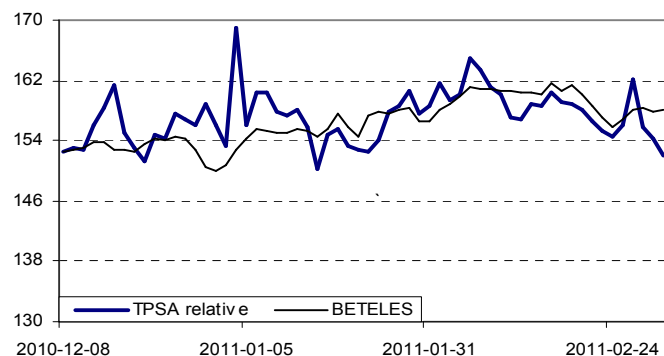
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

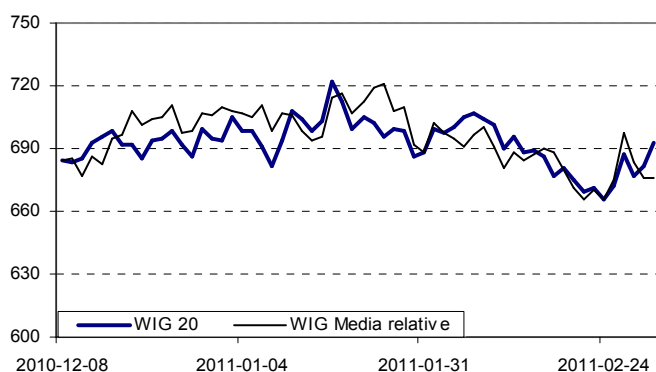


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)** **Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

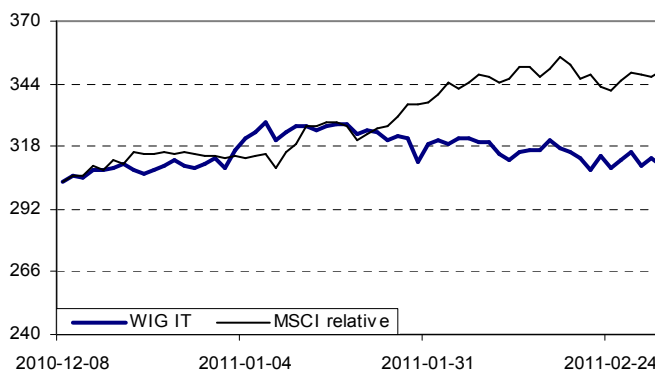


Źródło: Bloomberg

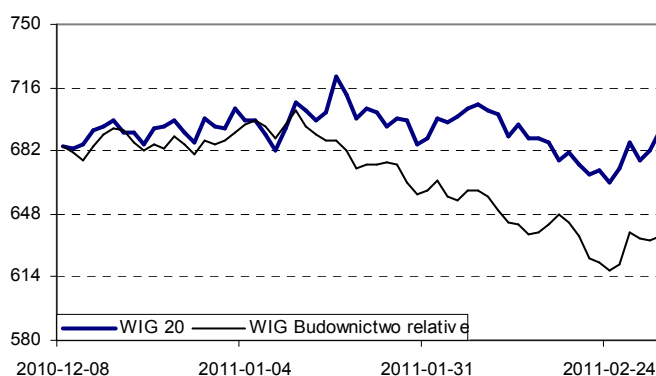
**Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)**



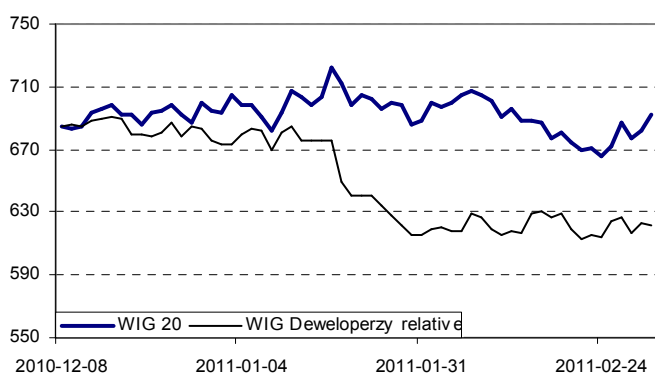
**Indeks WIG IT na tle MSCI**



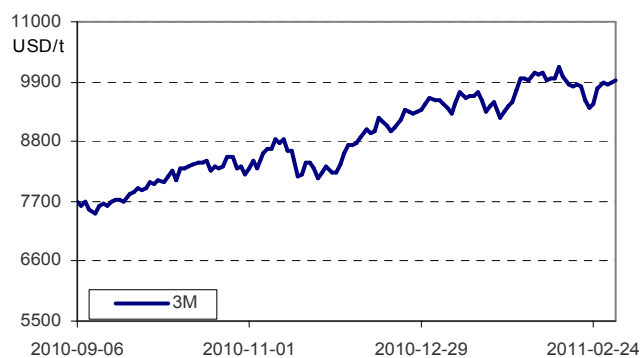
**Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)**



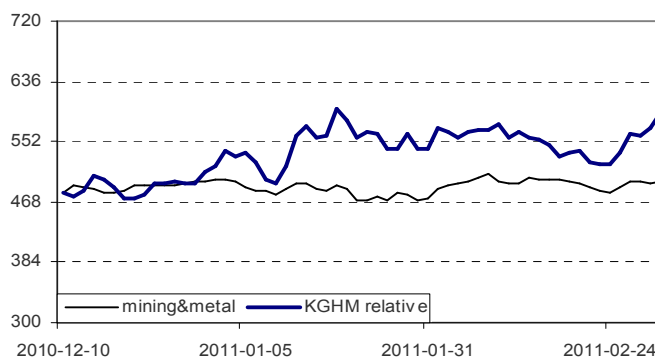
**Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)**



**Cena miedzi na LME**



**KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)**



Źródło: Bloomberg



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczy@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczy@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, 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.