



Rynek akcji
Polska

Komentarz poranny

Departament Analiz:

M. Marczak (22 6974738); I. Rokicka (22 6974737)
P. Grzybowski (22 6974717); M. Stokłosa (22 697 47 41)
G. Borowska (22 6974736); P. Zybala (22 697 47 01)

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

Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana
DJIA	12 965,7	+0,12%	FTSE 100	5 928,2	-0,29%	Miedź (LME)	8 449,0	+2,59%
S&P 500	1 362,2	+0,07%	WIG20	2 352,1	+0,14%	Ropa (Brent)	122,6	+1,17%
NASDAQ	2 948,6	-0,11%	BUX	19 192,6	-0,84%	USD/PLN	3,16	+0,23%
DAX	6 908,2	-0,58%	PX	1 016,0	-0,22%	EUR/PLN	4,18	+0,13%
CAC 40	3 465,2	-0,21%	PLBonds 10	5,53	+0,31%	EUR/USD	1,32	-0,07%

Informacje ze spółek i sektorów

Banki

Uwagi UKNF do projektu wprowadzającego podatek bankowy

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego odniósł się do projektu zmian ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, w ramach którego miała być wprowadzona opłata ostrożnościowa, czy też podatek bankowy. W opinii UKNF opłata wyliczona w oparciu o zaproponowaną w projekcie podstawę pozostaje w sprzeczności z nową strategią nadzorczą urzędu wobec banków. Zaproponowana podstawa podatku w projekcie to pasywa pomniejszone o kapitały własne i depozyty ubezpieczone. Oznacza, to że „podatek” byłby płacony m.in. od finansowania długoterminowego w formie obligacji, podczas gdy w 2012 UKNF zamierza koncentrować się na kwestiach związanych z płynnością sektora bankowego, w tym na zwiększeniu skali finansowania długoterminowego w bankach. W ciągu pięciu najbliższych lat oczekuje, że finansowanie w formie emisji długoterminowych papierów dłużnych wyniesie 20% finansowania ogółem. UKNF zaznacza, że przyjęcie proponowanych rozwiązań będzie skutkowało nałożeniem dodatkowych opłat na banki prowadzące rozsądną politykę płynnościową, a które ostatecznie poprzez dywersyfikację struktury finansowania byłyby w gorszej sytuacji niż te, dla których podstawą działalności są krótkoterminowe depozyty. Ponadto, UKNF proponuje zwolnić z obowiązku opłaty banki, które m.in. realizują program postępowania naprawczego, czy wykazujących stratę w sprawozdaniu finansowym za rok poprzedzający rok uiszczenia opłaty lub też w przypadku, gdy wartość wyliczonej opłaty przekracza zysk netto wykazany w tym sprawozdaniu finansowym.

UKNF również podważa zasadność wprowadzenia dodatkowej opłaty, wskazując, że banki już wnoszą składki na fundusz pomocowy BFG. **Chociaż powyższe komentarze UKNF wydają być słuszne i zasadne, nie jesteśmy przekonani czy ostatecznie zostaną uwzględnione w projekcie zmian ustawy (czyli, że rząd zrezygnuje całkowicie z wprowadzenia opłaty ostrożnościowej). Przypominamy, że w naszych prognozach nie uwzględniamy dodatkowych kosztów związanych z potencjalnym podatkiem bankowym. (I. Rokicka)**

KNF zapowiada nową rekomendację

W liście wysłanym do Prezesów banków, KNF zapowiada wprowadzenie jesienią tego roku nowej rekomendacji dotyczącej współpracy banków i zakładów ubezpieczeń. KNF podał, że rozważa odpowiednich działań legislacyjnych nakładających na banki obowiązek ujawnienia klientom prowizji pobieranych z tytułu ubezpieczeń stanowiących zabezpieczenie kredytu. **Przedstawiciele KNF informowali już wcześniej o możliwości wprowadzenia powyższej rekomendacji. Jej skutkiem może być zmniejszenie się wyniku prowizyjnego banków z tytułu dystrybucji ubezpieczeń. Z drugiej strony, może to pociągnąć za sobą podwyższenie oprocentowanie kredytów, tak aby banki mogły zrekompensować sobie utratę przychodów prowizyjnych.** (I. Rokicka)

BGŻ, Handlowy

Trzymaj – z dn. 19.01.12
Cena docelowa: 72,0 PLN

ING BSK

Trzymaj – z dn. 19.01.12
Cena docelowa: 80,0 PLN

Millennium

Redukuj – z dn. 19.01.12
Cena docelowa: 3,30 PLN

Moody's dokona przeglądu ratingów z możliwością ich obniżenia

Agencja ratingowa Moody's przekazała, że dokona przeglądu ratingów kredytowych i depozytowych Millennium, Handlowego, ING Banku Śląskiego i BGŻ z możliwością ich obniżenia. Te cztery polskie banki znalazły się w grupie 21 banków z Europy Środkowo-Wschodniej i WNP, których ratingi zostaną poddane przeglądowi ze względu na "wątpliwości co do słabnącego potencjału i/lub skłonności spółek-matek do zapewnienia wsparcia ich podmiotom zależnym". (I. Rokicka)

Get Bank

Trzymaj – z dn. 23.01.12
Cena docelowa: 1,55 PLN

Klienci banku kupili produkty strukturyzowane za ponad 1 mld PLN w 4Q 2011

Getin Noble Bank poinformował, że w 4Q 2011 jego klienci kupili produkty strukturyzowane za ponad 1 mld PLN. Bank podał także, że w drugiej połowie 2011 średnia kwartalna wartość produktów regularnego oszczędzania nabytych przez klientów bank wynosiła ponad 50 mln PLN. W końcu Getin Noble Bank poinformował, że największą popularnością cieszą się produkty 10- i 15-letnie. Średnia wartość składki jaką odkłada co miesiąc klient Getin Bank to około 500 PLN, podczas kiedy klienci Noble Bank odkładają miesięcznie ponad 2 tys. PLN. Getin Noble Bank planuje w najbliższym czasie wprowadzić do oferty Indywidualne Konto Emerytalne z debetem. **W naszych prognozach dla Getin Noble Banku na 4Q 2011 zakładamy 4% spadek Q/Q wyniku przewidywanego do 205 mln PLN. Spodziewamy się, że 29 lutego bank zaraportuje 70 mln PLN zysku netto, czyli -22% Q/Q oraz -35% R/R. (I. Rokicka)**

Kruk

Kupuj – z dn. 22.06.11
Cena docelowa: 53,0 PLN

Prezes spodziewa się znacznej podaży portfeli na rynku polskim w najbliższych 2-3 miesiącach

Prezes Kruka, Piotr Krupa, cytowany przez dziennik *Parkiet*, poinformował, że obecnie w Polsce toczą się przetargi na wierzycielności o wartości nominalnej 3-3,5 mld PLN. Według niego zostaną one rozstrzygnięte w ciągu najbliższych 2-3 miesięcy. Kruk widzi obecnie trzy transakcje, które będą wymagały łącznie 300-400 mln PLN nakładu. Ponadto Krupa wskazuje na toczące się dwa duże projekty sprzedaży portfeli korporacyjnych. **W naszych prognozach dla polskiego rynku windykacji, zakładamy spadek rynku o 8% wyrażonej w wartości godziwej (wartości inwestycji) z powodu bardzo wysokiej bazy roku 2011. Uważamy, że łączne nakłady Kruka (czyli razem z rynkami zagranicznymi) w 2012 spadną więcej niż średnio rynek polski, o 28% R/R do 387 mln PLN. Naszym zdaniem spółka osiągnęła w 2011 nienaturalnie wysokie udziały rynkowe, zarówno w Polsce jak i w Rumunii. Niemniej jednak uważamy, że spółka wygeneruje bardzo atrakcyjny wzrost zysku netto w 2012, +19% R/R do 75,3 mln PLN. (I. Rokicka)**

PGNiG

Redukuj - z dn. 16.01.12
Cena docelowa: 3,69 PLN

Pozew arbitrażowy przeciw Gazpromowi złożony

PGNiG złożyło przed Trybunałem Arbitrażowym pozew przeciw Gazpromowi ws. obniżki ceny importowanego z Rosji gazu. Przedmiotem pozwu jest zmiana warunków cenowych w kontrakcie długoterminowym na dostawę gazu zawartym dnia 25 września 1996 roku. **Sprawa nie jest jednoznaczna i dlatego jesteśmy raczej sceptyczni co do sukcesu na tym polu. Spór będzie zapewne dotyczył szczegółowej interpretacji zapisów umowy, których nie znamy. W tym wypadku to Gazprom ma coś do stracenia więc zapewne będzie starał się przedłużyć to postępowanie arbitrażowe, tym bardziej że formuła „take or pay” zawarta w kontrakcie jamalskim nie skłania rosyjskiego koncernu do żadnych ustępstw cenowych. Wpływ informacji płynących z tego postępowania arbitrażowego na kurs akcji PGNiG będzie ograniczony również z tego względu, że każda ewentualna obniżka będzie zapewne przenoszona na klientów poprzez obniżkę taryfy przez URE. (K. Kliszcz)**

Comarch

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

Wywiad z prezesem Filipiakiem

W wywiadzie udzielonym prasie prezes Comarchu poinformował, że wyniki EBIT i EBITDA 2011 roku powinny być nieco lepsze od tych, które spółka osiągnęła w 2010 roku. Jednocześnie prezes poinformował, że backlog na 2012 rok jest istotnie wyższy od ubiegłorocznego (nie podał jednak dokładnych wartości). Nie będzie jednak dywidendy z zysku 2011. W najbliższych tygodniach Comarch ma też dofinansować Cracovię około 15 mln PLN. **Nasze prognozy kwartalne implikują utrzymanie płaskich wyników EBIT i EBITDA. Publikacja raportu rocznego przyniesie zatem pewne odchylenie in plus od naszych oczekiwań. Dofinansowanie Cracovii jest naszym zdaniem złym pomysłem, jednak informacja o tym fakcie jest już zdyskontowana przez inwestorów (Comarch informował o tym fakcie około miesiąca temu). Również brak dywidendy był oczekiwany przez inwestorów. Zwracamy uwagę, że nawet zakładając niewielkie odchylenie od prognoz wyników 2011 roku spółka wciąż notowana jest z istotną premią do spółek porównywalnych. (P. Grzybowski)**

Sygnity

Kupuj - z dn. 23.01.12
Cena docelowa: 20,80 PLN

Zwołanie NWZA

Na żądanie Legg Mason zwołane zostanie NWZA, którego głównym postanowieniem ma być obsadzenie zwalnającego się stanowiska członka Rady Nadzorczej spółki. **NWZA dotyczyć będzie technicznych kwestii i nie powinno mieć wpływu na notowania spółki. (P. Grzybowski)**

Zamet Industry**Szacunkowe dane za 2011 rok**

Spółka opublikowała szacunkowe dane finansowe za 2011 rok. Według nich przychody ze sprzedaży wyniosły 163,8 mln PLN (-0,3% vs prognoza Zarządu), EBIT 27,8 mln PLN (+31,4% vs prognoza Zarządu), EBITDA 33,9 mln PLN (+24,4% vs prognoza Zarządu) i zysk netto 24,4 mln PLN (+8,4% vs prognoza Zarządu). Na wyższe od spodziewanych wyniki finansowe miały wpływ poziom kursów walut oraz wzrost efektywności wykorzystania mocy produkcyjnych co bezpośrednio przełożyło się na osiągniętą rentowność brutto ze sprzedaży w 2011 roku. Spodziewamy się, że na poziom wyników będzie miała również wpływ transakcja jednorazowa dotycząca sporu w sprawie opcji walutowych zawartych z Bankiem ING BSK. Spółka ostatecznie w

4Q'11 zapłaciła bankowi 14,7 mln PLN kwoty spornej, podczas gdy wartość utworzonych rezerw na ten cel wynosiła 24,1 mln PLN (efekt jednorazowy +9,4 mln PLN). Spółka obecnie notowana jest ze wskaźnikami 5,9 P/E i 4,4 EV/EBITDA (bez wpływu efektu jednorazowego 9,7 P/E i 6,1 EV/EBITDA). W 4Q'11 i 1Q'12 Spółka podpisała szereg umów jednostkowych na kwotę 45,1 mln PLN (około 30% przychodów osiągniętych w 2011 roku). **Duża ilość podpisywanych na przełomie 2011 i 2012 roku kontraktów pozwala z optymizmem patrzeć na wielkość realizowanych przychodów w 2012 roku. Dodatkowo na ich rentowność pozytywnie powinien wpływać fakt, że wiele z nich to kontrakty eksportowe – podpisywane w momencie, gdy złotówka była słaba do EUR i USD.** (J. Szkopek)

Mirbud

Wyniki Q4 2011

Mirbud w Q4 2011 wygenerował 187,3 mln PLN przychodów, 13,6 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 7,2%, Q3 2011: 10,9%), 6,8 mln PLN wyniku na sprzedaży, 11,1 mln PLN EBIT i 6,8 mln PLN zysku netto. Na wyniki pozytywnie wpłynęło dodatnie saldo pozostałych przychodów operacyjnych (+4,2 mln PLN) – skorygowany o ten efekt wynik netto wyniósłby +3,6 mln PLN. Operacyjne przepływy wyniosły -4,5 mln PLN. Na poziomie jednostkowym przychody wyniosły 146 mln PLN, zysk brutto na sprzedaży 6,8 mln PLN, zysk na sprzedaży 3,5 mln PLN, EBIT 7,7 mln PLN, zysk netto zaś 4,7 mln PLN. Operacyjne przepływy jednostkowo wyniosły -24,5 mln PLN. W komentarzu do raportu za Q4 2011, Mirbud przyznaje, że portfel zamówień na rok 2012 jest zapełniony w 100%, zaś portfel zamówień na rok 2013 w 30%. Ponad 90% powierzchni CH Marywilska jest wynajęta. **Jak na to, do czego przyzwyczaili nas Mirbud w 2011 roku, wyniki Q4 2011 są słabe. Na tle branży wyniki są przeciętne. Zwracamy uwagę na duży udział pozostałych przychodów operacyjnych netto w wyniku (+4,2 mln PLN). W kontekście oczekiwań na rok 2012, warto zwrócić uwagę na bardzo duże zapasy: 201,1 mln PLN, z czego 68,9 mln PLN to produkty gotowe (głównie nie sprzedane mieszkania), zaś 51,5 mln PLN półprodukty w toku – mieszkania w budowie, m.in. projekt na Helu i w Bełchatowie – oddanie lokali w Q2 2012. Oddanie mieszkań może pozwolić na: a) poprawę wyników r/r; b) spadek zadłużenia Grupy. P/E 2011 = 6,9.** (M. Stokłosa)

PBG

Trzymaj - z dn. 26.01.12
Cena docelowa: 78,5 PLN

Zatory płatności na budowie A1 Czerniewice - Kowal

W prasie pojawiły się doniesienia, że na kontrakcie A1 Czerniewice – Kowal pojawiły się zatory płatności na kwotę około 30 mln PLN. Spółki zależne od PBG, KWG (w 100%) i Metorex (w 99,6%) z opóźnieniem płać podwykonawcom. Problemy z płatnościami występują od ponad pół roku. Podwykonawcy mówią, że roboty zostały wykonane, a faktury są wystawione poprawnie. PBG twierdzi, że jako generalny wykonawca przekazało płatności do KWG i Metorexu. **Wiadomość negatywna dla PBG. Późne terminy płatności w GDDKiA, duża skala prowadzonych robót i duże zadłużenie PBG dają o sobie znać. Do końca roku kontrakty drogowe będą zakończone, co powinno poprawić sytuację bilansową PBG. Niestety, wbrew wcześniejszym zapowiedziom, nie należy się spodziewać istotnego spadku zadłużenia PBG w Q1 2012 i Q2 2012.** (M. Stokłosa)

Wyniki spółek

Hutmen

Wyniki 4Q'11

W 4Q'11 przychody ze sprzedaży Grupy Hutmen wyniosły 217,9 mln PLN i były o 19,3% wyższe niż zakładaliśmy w prognozie dla Impexmetalu (+12,9% r/r). Wolumen sprzedaży Grupy w 4Q'11 wyniósł 9,4 tys. ton i był o 3,2% wyższy od naszych oczekiwań i 1,1% niższy r/r. Wynik na działalności operacyjnej wyniósł 6,0 mln PLN vs. prognoza DI BRE -2,0 mln PLN i -1,3 mln PLN rok wcześniej. Znacznie lepszy rezultat to efekt pozostałej działalności operacyjnej związanej ze sprzedażą aktywów trwałych w Hutmen S.A. której saldo w 4Q'11 wyniosło +9,2 mln PLN. W rzeczywistości wynik brutto ze sprzedaży wyniósł 7,8 mln PLN vs. 9,2 mln PLN rok wcześniej, a gdyby nie pozostała działalność operacyjna – wynik EBIT byłby na poziomie -3,3 mln PLN. Wynik netto w 4Q'11 był na poziomie +4,5 mln PLN wobec straty -8,3 mln PLN w 4Q'10. Na wyróżnienie zasługuje wysoki przepływ gotówki z działalności operacyjnej, który w 4Q'11 wyniósł +16,4 mln PLN vs. +4,5 mln PLN w 4Q'10 (efekt spadku zapasów i należności na przestrzeni kwartału). **Wyniki są nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań na poziomie przychodów i wyniku operacyjnego. Niestety w przypadku poziomu EBIT jest to związane wyłącznie ze zdarzeniem jednorazowym wynikającym ze sprzedaży aktywów trwałych.** (J. Szkopek)

Budimex

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

Wyniki Q4 2011 powyżej prognoz

Budimex opublikował wybrane składniki wyników Q4 2011. Wyniki są lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu prognoz. Źródłem pozytywnego zaskoczenia są wyższe przychody (tak budownictwa, jak i sprzedaży mieszkań) oraz wyższa marża brutto ze sprzedaży, w tym w segmencie budownictwa (8,1%, prognoza: 7,7%). Pozycja gotówki netto na koniec 2011 roku wyniosła 1,576 mld PLN – przy naszych prognozach na poziomie około 1,3 mld PLN. Portfel zleceń Budimexu na koniec 2011 roku wyniósł 8,567 mld PLN. Wartość kontraktów podpisanych w 2011 roku wyniosła 5,3 mld PLN. **Wyniki Q4 2011 oceniamy pozytywnie – tak na poziomie wyniku, jak i stanu gotówki netto. Na tle sektora budowlanego, Budimex zaprezentował w 2011 roku najlepsze**

przepływy operacyjne, jak i najlepsze wyniki, mimo, że startował z bardzo wysokiej bazy. Duże stany gotówki netto naszym zdaniem potwierdzają tezę o tym, że Budimex dysponuje ponadprzeciętną poduszką bezpieczeństwa, w postaci bardzo ostrożnego zaksięgowania kontraktów budowlanych w realizacji. Czujemy się komfortowo, jeśli chodzi o naszą prognozę wyników na rok 2012. (M. Stokłosa)

Wyniki Q4 2011 vs. prognoza DI BRE i konsensus PAP

(mln PLN)	IVQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IVQ 2010	Zmiana
Przychody	1694,0	1492,1	13,5%	1513,0	12,0%	1269,6	33,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	138,9	114,9	20,9%	-	-	116,8	18,9%
%	8,2%	7,7%	-	-	-	9,2%	-
EBIT	82,5	61,3	34,5%	69,7	18,3%	72,0	14,6%
%	4,9%	4,1%	-	4,6%	-	5,7%	-
Zysk brutto	85,9	69,4	23,7%	-	-	75,9	13,2%
Zysk netto	67,0	56,2	19,1%	60,0	11,6%	60,1	11,5%
%	4,0%	3,8%	-	4,0%	-	4,7%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex, PAP

Pozostałe wiadomości ze spółek

Alchemia	Alchemia miała 55,56 mln zł zysku w IV kw. 2011 r. Zysk operacyjny na poziomie grupy wyniósł 61,67 mln zł wobec 1,77 mln zł zysku rok wcześniej. Skonsolidowane przychody wyniosły 308,55 mln zł wobec 181,58 mln zł rok wcześniej. Grupa Alchemii oczekuje powtórki dobrych wyników. W tym roku hutniczy koncern zadecyduje, czy wybuduje własną stalownię, czy kupi już istniejący zakład.
Bomi	Bomi zmieniło warunki emisji: wyemituje 11,25 mln akcji (wcześniej planowano 10,5 mln akcji) po cenie emisyjnej 0,92 PLN (wcześniej 1,0 PLN).
CD Projekt	CD Projekt RED sprzedał 1,5 mln egz. 'Wiedźmina' i 'Wiedźmina 2' w 2011 r. Na tę liczbę składa się 1,1 mln egzemplarzy gry "Wiedźmin 2" oraz 400 tys. sztuk pierwszej części serii.
CEDC	Mark Kaufman, drugi największy akcjonariusz CEDC chce wejść do rady dyrektorów. Oczekuje odpowiedzi od spółki do 12.03.2012.
DSS	DSS 'podejmuje działania' aby zapłacić Skarbowi Państwa za akcje KSS. Spółka Dolnośląskie Surowce Skalne (DSS) podejmuje działania mające na celu doprowadzenie do uregulowania zobowiązania wobec Skarbu Państwa za 85% akcji spółki Kopalnie Surowców Skalnych (KSS).
Energetyka	Pomimo dużych inwestycji zadłużenie firm energetycznych w najbliższych latach nie przekroczy 2,5x EBITDA. Fitch ocenia, że pomimo planowanego zwiększenia poziomu inwestycji w sektorze energetycznym, wskaźnik długu netto do EBITDA czterech największych firm: PGE, Enei, Tauronu i Energi nie przekroczy konserwatywnego poziomu 2,5x. Spółki nie powinny mieć problemu z dostępem do finansowania. Agencja nie planuje zmian ocen ratingowych dla energetycznych koncernów. Obrót energią na TGE w I'12 wzrósł o 41,2 proc. rdr do 3,173 TWh.
Grupa ADV	Grupa ADV miała 3,32 mln zł zysku netto w IV kw. 2011 r. Zysk operacyjny na poziomie grupy wyniósł 5,32 mln zł wobec 2,63 mln zł zysku rok wcześniej. Skonsolidowane przychody wyniosły 34,99 mln zł wobec 20,65 mln zł rok wcześniej.
Hawe	Hawe Telekom ma umowę o wartości około 22 mln zł. Hawe Telekom, spółka zależna Hawe, podpisała ze spółką TP Teltech umowę na wykonanie projektów budowlanych oraz robót budowlanych w związku z realizacją projektu "Szerokopasmowe lubuskie - budowa sieci szkieletowo-dystrybucyjnej na terenie białych płam w województwie lubuskim". Przewidywane przychody Hawe Telekom z tytułu realizacji umowy wyniosą około 22 mln złotych.
Orbis	Grupa Orbis miała w 2011 r 119,1 mln zł zysku netto wobec 9,2 mln zł rok wcześniej. Zysk operacyjny grupy wyniósł 161,4 mln zł wobec 42 mln zł zysku EBIT w 2010 roku, co oznacza wzrost o 284,3 proc. rdr. Przychody netto ze sprzedaży wzrosły o 2,6 proc. rdr do 718,9 mln zł w porównaniu z 700,8 mln zł rok wcześniej.
PGNiG	PGNiG planuje emisję średnio- lub długoterminowych obligacji o wartości 2 mld zł do końca czerwca.

Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

Ferrum	Spółka nabyła 21 lutego 9148 akcji własnych po średniej cenie 8,97 PLN za akcję.
Ferro	Członek RN nabył w 2011 r. 2460 akcji po średniej cenie 7,81 PLN za akcję.
Muza	Spółka nabyła 30 akcji własnych po średniej cenie 5,06 PLN za akcję.

Kalendarium spółek

Środa /22.02.12/	
IMPEXMETAL	Publikacja wyników za 4Q2011.
Czwartek /23.02.12/	
LOTOS	Publikacja wyników za 4Q2011.
Piątek /24.02.12/	
LPP	Publikacja wyników za 4Q2011.
KREDYT BANK	Publikacja wyników za 2011 rok.
Poniedziałek /27.02.12/	
AGORA	Publikacja wyników za 4Q2011.
JSW	NWZA w sprawie zmian w statucie spółki.
Wtorek /28.02.12/	
ASBIS	Publikacja wyników za 4Q2011.
CEZ	Publikacja wyników za 4Q2011.
ERBUD	Publikacja wyników za 4Q2011.

Kalendarium makro

Środa /22.02.12/					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
7:30	Francja	Zharmonizowana inflacja CPI	Styczeń	-0,3% m/m; 2,7% r/r	0,4% m/m; 2,7% r/r
7:30	Francja	Inflacja CPI	Styczeń		0,4% m/m; 2,5% r/r
9:00	Francja	Indeks PMI przemysłu	Luty		48,5
9:00	Francja	Indeks PMI usług	Luty		52,3
9:30	Niemcy	Indeks PMI przemysłu	Luty	51,3	51,0
9:30	Niemcy	Indeks PMI usług	Luty	53,75	53,7
10:00	UE	Indeks PMI przemysłu	Luty	48,7	48,8
10:00	UE	Indeks PMI usług	Luty	50,2	50,4
11:00	UE	Nowe zamówienia przemysłu	Grudzień	-1,17% r/r	-1,3% m/m; -2,7% r/r
13:00	USA	Wnioski o kredyt hipoteczny	Tydzień		-1,0%
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	Styczeń	4,65 mln	4,61 mln
16:30	USA	Zapasy ropy Crude	Tydzień		339,1 mln
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Daimler, France Telecom. Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje: Hewlett-Packard.					
Czwartek /23.02.12/					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
0:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w obligacje japońskie			40,3 mld
0:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w akcje japońskie			128,3 mld
0:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne obligacje			-1008,3 mld
0:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne akcje			63,8 mld
3:30	Chiny	Indeks PMI przemysłu	Luty		48,8
10:00	Niemcy	IFO Indeks nastrojów w biznesie	Luty	108,6	108,3
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna	Styczeń	13,5% r/r	8,6% r/r
10:00	Polska	Stopa bezrobocia	Styczeń	13,0%	12,5%
14:30	Polska	Nowozarejestrowani bezrobotni	Tydzień	352,5 tys.	348,0 tys.
16:00	USA	Indeks cen nieruchomości	4 kw.		0,24% k/k
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Allianz, Credit Agricole, Deutsche Telekom, Lloyds, Royal Bank of Scotland.					
Piątek /24.02.12/					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:30	UK	Inwestycje w biznesie	4 kw.		0,3% k/k; 4,3% r/r
10:30	UK	PKB	4 kw.	-0,2% k/k; 0,8% r/r	-0,2% k/k; 0,8% r/r
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: BASF.					
Poniedziałek /27.02.12/					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
8:45	Francja	Inflacja PPI	Styczeń		0,0% m/m; 4,0% r/r
16:00	USA	Indeks spodziewanych umów sprzedaży domów	Styczeń		-3,5%
Wtorek /28.02.12/					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
0:50	Japonia	Handel detaliczny	Styczeń		1,8% m/m; 2,5% r/r
8:00	Niemcy	GfK Indeks zaufania konsumentów	Marzec		5,9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku bez środków transportu	Styczeń		2,1% m/m
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku	Styczeń		3,0% m/m
16:00	USA	Indeks Fed z Richmond	Luty		12
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Bayer.					



Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
Banki										
GET BANK	Trzy maj	2012-01-23	1,56	1,55	1,86	-16,7%	4,7	15,4		
HANDLOWY	Trzy maj	2012-01-19	73,95	72,00	77,00	-6,5%	14,3	13,8		
ING BSK	Trzy maj	2012-01-19	80,70	80,00	87,00	-8,0%	12,8	13,2		
KREDYT BANK	Redukuj	2012-01-19	9,61	9,10	12,10	-24,8%	10,1	14,5		
MILLENNIUM	Redukuj	2012-01-19	3,82	3,30	4,31	-23,4%	11,3	13,9		
PEKAO	Redukuj	2012-01-19	145,90	135,00	159,70	-15,5%	14,6	15,3		
PKO BP	Akumuluj	2012-01-19	32,89	35,00	35,51	-1,4%	11,9	13,2		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2012-01-23	327,00	345,00	339,60	1,6%	12,4	12,5		
Usługi finansowe										
KRUK	Kupuj	2011-06-22	39,70	53,00	47,00	12,8%	12,3	10,6		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Kupuj	2012-01-16	17,35	21,50	18,29	17,6%	49,2	13,4	5,3	5,0
LOTOS	Trzy maj	2012-01-16	21,80	21,60	27,45	-21,3%	5,6	8,5	6,3	8,2
PGNiG	Redukuj	2012-01-16	4,04	3,69	3,71	-0,5%	20,5	22,6	9,4	7,6
PKN ORLEN	Trzy maj	2011-11-17	39,25	39,00	36,57	6,6%	4,9	13,1	4,6	6,2
POLICE	Trzy maj	2012-01-16	9,62	10,00	10,34	-3,3%	3,2	10,2	2,9	5,8
ZA PUŁAWY	Trzy maj	2011-09-26	85,00	85,54	89,20	-4,1%	9,6	9,4	5,3	4,9
Energetyka										
CEZ	Redukuj	2012-01-05	140,00	124,90	141,10	-11,5%	11,8	10,3	7,5	7,1
ENEA	Akumuluj	2011-11-04	17,77	21,24	17,81	19,3%	9,4	8,8	3,5	3,6
PGE	Akumuluj	2012-01-02	20,70	23,07	20,41	13,0%	6,6	8,6	4,5	4,5
TAURON	Kupuj	2012-01-02	5,35	7,44	5,40	37,8%	7,7	7,0	4,5	4,1
Telekomunikacja										
NETIA	Trzy maj	2012-01-23	5,66	5,70	6,11	-6,7%	59,9	19,0	7,4	4,8
TPSA	Trzy maj	2012-01-23	17,90	17,40	17,10	1,8%	12,9	19,0	4,2	4,9
Media										
AGORA	Kupuj	2012-01-23	10,66	15,30	12,37	23,7%	15,2	20,8	3,6	3,9
CINEMA CITY	Kupuj	2011-10-21	26,80	33,50	33,90	-1,2%	18,1	14,3	8,9	7,3
CYFROWY POLSAT	Trzy maj	2011-10-13	15,35	14,80	14,06	5,3%	32,9	12,2	9,8	7,9
TVN	Trzy maj	2011-12-05	10,13	10,30	11,40	-9,6%	-	13,2	9,6	8,6
IT										
AB	Akumuluj	2012-01-23	20,20	22,50	22,99	-2,1%	9,2	8,5	7,3	6,7
ACTION	Trzy maj	2012-01-23	19,89	18,10	22,89	-20,9%	8,7	10,2	6,6	7,1
ASBIS	Kupuj	2012-01-23	2,05	2,47	2,52	-2,0%	8,3	8,4	4,7	5,2
ASSECO POLAND	Kupuj	2011-05-27	49,60	65,00	54,30	19,7%	10,5	10,0	6,1	5,9
COMARCH	Redukuj	2011-10-13	50,25	45,90	60,90	-24,6%	20,6	15,3	6,8	6,8
SYGNITY	Kupuj	2012-01-23	18,59	20,80	20,49	1,5%	22,7	13,7	8,6	5,3
Górnictwo i Metale										
JSW	Kupuj	2012-01-23	99,00	127,00	107,40	18,2%	7,4	6,1	3,1	2,4
KGHM	Kupuj	2012-01-23	129,90	151,50	140,50	7,8%	2,5	7,0	1,5	2,6
LW BOGDANKA	Kupuj	2012-01-23	109,90	132,00	128,70	2,6%	21,9	14,4	10,0	6,2
Przemysł										
ASTARTA	Trzy maj	2011-12-29	51,50	53,9	65,05	-17,1%	3,5	4,4	4,3	4,9
BORYSZEW	Trzy maj	2012-01-04	0,67	0,65	0,83	-21,7%	14,5	20,7	8,5	9,5
CEDC	Trzy maj	2012-01-23	13,10	13,8	18,61	-25,8%	-	34,4	-	12,1
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-11-15	9,65	15,0	11,50	30,4%	11,4	9,7	7,4	6,2
FAMUR	Kupuj	2011-11-28	2,50	3,2	3,58	-10,6%	18,6	14,2	7,2	6,7
IMPEXMETAL	Kupuj	2012-01-19	3,46	5,7	4,08	39,7%	7,9	10,2	6,1	6,6
KERNEL	Redukuj	2012-01-10	71,00	61,1	70,80	-13,7%	6,8	6,1	5,7	4,6
KĘTY	Kupuj	2011-11-07	101,00	136,7	123,50	10,7%	11,0	10,2	6,5	6,3
KOPEX	Akumuluj	2012-01-23	21,30	22,5	24,76	-9,1%	11,8	12,9	8,2	7,1
MONDI	Kupuj	2012-01-23	58,30	77,0	71,00	8,5%	8,8	10,5	5,9	7,1
ROVESE	Kupuj	2011-12-29	4,02	6,0	5,42	10,7%	17,6	12,9	8,1	6,9
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2012-01-23	79,00	87,30	86,00	1,5%	8,8	9,0	2,8	4,7
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2012-01-26	97,80	112,40	117,00	-3,9%	14,1	12,1	8,1	7,7
ERBUD	Kupuj	2012-01-26	17,25	24,00	22,41	7,1%	-	10,4	-	6,3
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2012-01-26	18,72	27,20	20,60	32,0%	-	10,6	-	3,8
PBG	Trzy maj	2012-01-26	76,90	78,50	76,15	3,1%	5,3	11,0	10,4	9,4
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	2012-01-26	1,69	2,01	1,90	5,8%	9,5	9,6	6,4	6,1
RAFAKO	Kupuj	2012-01-23	7,63	11,00	11,14	-1,3%	12,8	11,9	10,2	7,3
TRAKCJA TILTRA	Zawieszona	2011-12-19	1,10	-	1,44	-	-	-	-	-
ULMA CP	Akumuluj	2012-01-23	60,70	69,30	65,50	5,8%	7,3	12,0	3,2	3,6
UNIBEP	Kupuj	2012-01-23	6,04	7,00	6,05	15,7%	9,7	7,6	5,7	6,8
ZUE	Kupuj	2012-01-26	7,33	9,20	8,22	11,9%	8,5	9,1	6,1	4,6
Deweloperzy										
BBI DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	0,32	0,34	0,34	0,0%	12,5	371,6	14,9	32,8
DOM DEVELOPMENT	Trzy maj	2012-01-23	29,50	31,40	41,80	-24,9%	14,5	12,0	11,7	9,7
ECHO	Kupuj	2012-01-24	3,75	4,70	4,08	15,2%	10,4	6,5	6,8	10,0
GTC	Trzy maj	2012-01-24	9,00	9,40	8,80	6,8%	-	27,2	-	24,6
J.W.C.	Redukuj	2012-01-23	7,15	6,10	7,99	-23,7%	15,5	15,3	13,1	15,2
PA NOVA	Kupuj	2012-01-23	19,23	25,80	20,51	25,8%	10,6	11,5	10,6	14,0
POLNORD	Trzy maj	2012-01-23	15,10	15,70	19,70	-20,3%	7,6	8,1	12,3	20,5
ROBYG	Akumuluj	2012-01-23	1,22	1,43	1,40	2,1%	10,3	8,6	42,7	8,8
Handel										
EUROCASH	Kupuj	2012-01-20	29,40	34,70	31,00	11,9%	32,2	17,7	21,5	10,9
LPP	Kupuj	2012-01-23	2 017,50	2 300,00	2 200,00	4,5%	14,6	15,5	9,2	9,2
NFI EMF	Trzy maj	2011-12-29	8,34	8,80	9,90	-11,1%	15,4	19,8	7,0	6,3
NG2	Kupuj	2011-12-29	46,50	54,00	55,00	-1,8%	16,8	14,7	12,4	10,5
VISTULA	Trzy maj	2011-11-21	0,86	0,90	1,28	-29,7%	-	20,8	10,1	8,5

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /21.02.2012/

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE BANKI													
Get Bank	1,86	9,9	4,7	15,4	14%	24%	6%	1,3	1,0	1,0	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	77,0	13,3	14,3	13,8	12%	11%	11%	1,5	1,6	1,5	4,9%	7,4%	3,5%
ING BSK	87,0	15,0	12,8	13,2	14%	15%	13%	2,0	1,8	1,6	0,0%	1,7%	0,8%
Kredyt Bank	12,1	17,7	10,1	14,5	7%	11%	7%	1,2	1,1	1,0	0,0%	3,1%	0,0%
Millennium	4,3	15,3	11,3	13,9	9%	11%	8%	1,3	1,1	1,1	0,0%	2,3%	0,0%
Pekao	159,7	16,6	14,6	15,3	13%	14%	12%	2,1	2,0	1,9	1,8%	4,3%	3,4%
PKO BP	35,5	13,8	11,9	13,2	15%	17%	14%	2,1	1,9	1,8	5,4%	5,6%	4,2%
Mediana		15,0	11,9	13,9	13%	14%	11%	1,5	1,6	1,5	0,0%	3,1%	0,8%
INWESTORZY POLSKICH BANKOW													
AIB	0,1	-	-	-	-	-	-	0,3	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,2	3,5	8,7	7,6	4%	3%	3%	0,2	0,2	0,2	10,9%	2,3%	2,3%
Citigroup	33,4	8,5	8,6	7,7	8%	7%	7%	0,6	0,5	0,5	0,0%	0,1%	1,0%
Commerzbank	2,1	2,4	15,7	7,3	13%	3%	6%	0,3	0,5	0,5	0,0%	0,0%	0,7%
ING	6,8	6,5	4,8	5,1	10%	13%	11%	0,7	0,6	0,6	0,0%	0,0%	3,2%
KBC	17,8	3,8	5,3	3,8	15%	8%	14%	0,6	0,6	0,5	4,3%	2,0%	3,3%
UCI	4,2	5,1	-	4,0	2%	-	4%	0,1	0,2	0,2	7,1%	0,2%	6,4%
Mediana		4,4	8,6	6,2	9%	7%	7%	0,3	0,5	0,5	0,0%	0,1%	2,3%
ZAGRANICZNE BANKI													
BEP	3,2	7,7	11,0	11,6	6%	6%	5%	0,5	0,6	0,6	6,8%	5,3%	5,1%
Deutsche Bank	33,5	6,4	6,8	6,5	7%	9%	9%	0,6	0,6	0,6	2,2%	2,3%	2,4%
Erste Bank	18,9	8,1	44,5	8,1	8%	-	8%	0,6	0,7	0,6	3,3%	0,0%	2,3%
Komercni B.	3614,0	10,7	12,0	10,4	18%	15%	17%	1,8	1,8	1,7	5,6%	6,0%	6,9%
OTP	3975,0	8,6	9,4	7,4	10%	9%	11%	0,8	0,8	0,7	3,0%	2,8%	4,6%
Santander	6,5	6,7	7,7	7,4	12%	10%	11%	0,8	0,8	0,7	8,8%	9,0%	8,7%
Turkiye Garanti B.	6,8	8,7	9,3	9,0	22%	18%	16%	1,8	1,6	1,4	2,0%	2,0%	2,1%
Turkiye Halk B.	12,5	7,9	7,9	7,7	30%	25%	21%	2,1	1,8	1,5	2,7%	2,6%	2,9%
Sbierbank	3,2	13,7	6,8	7,0	18%	27%	22%	2,3	1,7	1,4	0,7%	2,0%	2,3%
VTB Bank	4,7	14,7	7,6	7,7	10,7%	15%	13%	1,4	1,1	1,0	1,0%	1,2%	1,4%
Mediana		8,3	8,6	7,7	11%	15%	12%	1,1	0,9	0,9	2,8%	2,4%	2,6%

Wycena spółek ubezpieczeniowych /21.02.2012/

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
POLSKIE SPOŁKI													
PZU	339,6	12,0	12,4	12,5	20%	18%	18%	2,3	2,3	2,2	46,7%	7,7%	7,4%
ZAGRANICZNE SPOŁKI													
Vienna Insurance G.	34,1	11,3	10,7	9,8	9%	10%	9%	1,0	1,0	0,9	2,9%	3,2%	3,6%
Uniqa	11,8	24,0	-	12,2	5%	-	12%	1,2	1,5	1,4	2,9%	0,3%	3,3%
Aegon	4,0	4,8	9,0	6,8	10%	4%	6%	0,4	0,4	0,4	0,0%	2,6%	5,1%
Allianz	90,8	8,1	11,4	7,8	12%	8%	11%	0,9	0,9	0,9	5,0%	4,7%	5,2%
Aviva	3,8	6,0	7,4	6,5	16%	12%	13%	0,9	0,9	0,8	6,8%	7,1%	7,5%
AXA	12,5	7,9	6,3	6,3	8%	11%	11%	0,6	0,6	0,6	5,5%	5,8%	6,4%
Baloise	73,1	7,9	18,1	7,7	11%	6%	11%	0,8	0,9	0,8	6,3%	6,0%	6,3%
Generali	60,1	8,4	7,9	7,6	9%	9%	10%	0,8	0,8	0,8	4,3%	6,3%	6,6%
Helvetia	319,5	8,2	9,1	7,6	11%	10%	11%	0,9	0,9	0,8	4,8%	5,2%	5,5%
Mapfre	2,5	8,4	8,1	7,6	14%	14%	14%	1,1	1,1	1,0	5,9%	6,1%	6,3%
RSA Insurance	1,1	10,4	7,9	7,6	12%	15%	14%	1,1	1,1	1,0	7,7%	8,3%	8,6%
Zurich Financial	225,8	9,0	8,3	7,8	12%	12%	12%	1,1	1,0	1,0	7,5%	7,9%	8,1%
Mediana		8,3	8,3	7,6	11%	10%	11%	0,9	0,9	0,8	5,2%	5,9%	6,3%

Wycena spółek paliwowych /21.02.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
SPOŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	27,5	6,6	6,3	8,2	0,5	0,4	0,3	5,2	5,6	8,5	7%	6%	4%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	36,6	4,7	4,6	6,2	0,3	0,2	0,2	6,6	4,9	13,1	7%	5%	4%	0,0%	0,0%	8,0%
MOL	19010,0	6,2	5,2	4,8	0,8	0,6	0,7	10,5	7,8	7,5	13%	12%	14%	2,6%	3,6%	4,5%
OMV	27,6	3,8	3,7	3,3	0,7	0,5	0,5	6,9	8,2	7,0	18%	13%	15%	3,7%	3,7%	3,9%
Hellenic Petroleum	6,0	8,5	9,4	6,8	0,5	0,4	0,4	10,3	11,0	7,0	6%	5%	5%	6,6%	7,3%	7,8%
Tupras	45,0	7,6	5,5	6,1	0,4	0,3	0,3	13,3	10,5	9,9	5%	5%	4%	5,8%	7,1%	7,5%
Unipetrol	167,2	5,8	7,1	5,8	0,4	0,3	0,3	25,1	36,5	18,7	6%	4%	6%	0,4%	1,0%	2,4%
Mediana		6,2	5,5	6,1	0,5	0,4	0,3	10,3	8,2	8,5	7%	5%	5%	2,6%	3,6%	4,5%
SPOŁKI GAZOWE																
PGNiG	3,7	5,2	9,4	7,6	1,1	1,1	1,1	8,9	20,5	22,6	21%	12%	15%	0,6%	3,2%	2,3%
Gazprom	196,5	4,3	3,0	3,1	1,7	1,2	1,2	5,2	3,5	3,8	40%	41%	38%	1,3%	2,9%	3,3%
GDF Suez	19,8	6,0	5,4	5,0	1,1	1,0	0,9	10,2	12,0	10,8	18%	18%	19%	7,7%	7,7%	8,0%
Gas Natural SDG	12,9	7,2	7,1	6,8	1,8	1,6	1,6	10,0	10,3	9,5	25%	23%	23%	6,2%	6,3%	6,8%
Mediana		5,6	6,2	5,9	1,4	1,2	1,1	9,5	11,1	10,1	23%	21%	21%	3,7%	4,8%	5,0%

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

Wycena spółek energetycznych /21.02.2012/

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y			
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	141,1	6,7	7,5	7,1	3,0	3,0	3,0	9,6	11,8	10,3	45%	40%	42%	6,2%	5,9%	5,1%
ENEA	17,8	3,7	3,5	3,6	0,6	0,6	0,6	12,3	9,4	8,8	17%	16%	17%	2,1%	2,3%	2,7%
PGE	20,4	5,7	4,5	4,5	1,9	1,2	1,2	12,7	6,6	8,6	33%	28%	28%	4,1%	3,2%	7,7%
TAURON	5,4	3,6	4,5	4,1	0,6	0,7	0,6	11,0	7,7	7,0	18%	15%	14%	0,1%	2,7%	4,1%
E.ON	16,9	5,1	7,3	6,3	0,8	0,7	0,7	6,3	13,5	10,2	16%	10%	11%	8,9%	6,0%	6,5%
EDF	19,1	4,8	5,3	5,0	1,2	1,2	1,2	10,3	10,5	9,1	26%	23%	24%	6,0%	6,1%	6,4%
Endesa	15,9	5,1	5,3	5,1	1,4	1,2	1,2	7,5	7,8	7,6	28%	23%	23%	6,7%	6,4%	6,6%
ENEL SpA	3,1	5,4	5,3	5,2	1,3	1,2	1,2	6,7	6,9	6,7	25%	23%	23%	8,9%	8,6%	8,9%
Fortum	18,5	9,2	8,5	8,8	3,8	3,6	3,5	11,5	12,0	11,7	41%	42%	40%	5,4%	5,5%	5,4%
Iberdrola	4,7	7,9	7,5	7,0	2,2	1,9	1,8	9,2	9,5	9,0	28%	25%	26%	6,9%	7,0%	7,3%
RWE AG	33,6	4,0	4,8	4,5	0,8	0,8	0,8	4,8	7,9	7,9	19%	16%	17%	10,4%	6,3%	6,4%
Mediana		5,1	5,3	5,1	1,3	1,2	1,2	9,6	9,4	8,8	26%	23%	23%	6,2%	6,0%	6,4%

Wycena spółek nawozowych i chemicznych /21.02.2012/

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y			
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
SPÓŁKI NAWOZOWE																
POLICE	10,3	12,7	2,9	5,8	0,5	0,4	0,3	28,3	3,2	10,2	4%	13%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	89,2	3,7	5,3	4,9	0,6	0,5	0,5	5,7	9,6	9,4	15%	10%	10%	1,1%	5,2%	5,2%
Acron	46,7	9,8	4,5	5,2	2,1	1,4	1,4	13,7	6,0	7,5	22%	32%	28%	1,8%	7,0%	3,1%
Agrium	64,4	7,9	4,3	4,3	1,1	0,7	0,7	13,3	6,8	6,9	14%	16%	16%	0,2%	0,2%	0,4%
DSM	42,0	3,5	3,7	3,7	1,4	1,5	1,5	36,6	34,1	33,7	41%	40%	40%	1,9%	2,0%	2,1%
K+S	39,8	8,8	6,7	6,4	1,7	1,6	1,5	17,9	11,4	10,5	19%	23%	24%	2,3%	3,7%	4,0%
Silvinit	28230,0	10,1	8,2	7,4	6,1	5,1	4,6	17,1	12,6	11,2	60%	62%	63%	1,2%	1,4%	1,5%
Uralkali	7,3	-	10,0	6,8	-	6,6	4,7	-	15,2	10,6	-	66%	69%	-	3,6%	6,3%
Yara	263,3	8,1	5,5	6,1	1,3	1,1	1,1	12,4	7,5	8,3	16%	20%	18%	2,3%	2,4%	2,7%
Mediana		8,4	5,3	5,8	1,4	1,4	1,4	15,4	9,6	10,2	18%	23%	24%	1,5%	2,4%	2,7%
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	18,3	5,2	5,3	5,0	0,5	0,4	0,5	25,0	49,2	13,4	10%	8%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	44,8	6,3	6,7	6,5	0,9	0,8	0,8	13,5	14,8	14,0	14%	12%	12%	3,2%	3,2%	3,3%
BASF	65,0	6,6	6,4	6,8	1,2	1,0	1,1	11,9	10,2	11,8	18%	16%	16%	3,3%	3,6%	3,7%
Croda	21,2	13,6	11,4	10,8	3,1	2,9	2,8	23,3	18,0	16,8	23%	25%	26%	1,6%	2,5%	2,7%
Dow Chemical	34,7	8,5	7,6	7,5	1,2	1,0	1,0	18,6	13,2	12,4	14%	14%	13%	1,7%	2,6%	2,9%
Rhodia	31,6	4,9	4,4	4,4	0,8	0,7	0,7	11,9	9,2	9,0	17%	16%	16%	1,3%	2,0%	2,1%
Siseecam	3,4	6,2	4,8	4,6	1,4	1,2	1,1	13,3	8,5	8,6	23%	25%	24%	1,0%	1,5%	2,4%
Soda Sanayii	3,3	7,4	4,7	5,0	1,3	1,1	1,0	12,6	6,4	7,7	18%	23%	20%	-	3,3%	4,7%
Solvay	89,7	5,5	4,3	3,0	0,8	0,7	0,5	28,6	18,2	13,5	14%	16%	15%	3,4%	3,2%	3,4%
Tata Chemicals	366,4	8,0	7,7	6,3	1,5	1,3	1,1	13,0	12,6	10,7	19%	17%	18%	2,3%	2,5%	2,9%
Tessenderlo Chemie	24,4	5,3	4,8	4,6	0,4	0,4	0,4	32,0	10,9	10,3	8%	9%	9%	5,2%	5,5%	5,5%
Wacker Chemie	82,8	3,7	3,7	4,5	0,9	0,9	0,9	8,2	8,8	13,1	25%	23%	20%	2,8%	3,5%	2,8%
Mediana		6,2	5,0	5,0	1,1	0,9	1,0	13,4	11,8	12,1	18%	16%	16%	2,3%	2,9%	2,9%

Wycena europejskich operatorów narodowych /21.02.2012/

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y			
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
PÓLSKIE SPÓŁKI																
Netia	6,1	5,6	7,4	4,8	1,3	1,8	1,2	38,9	59,9	19,0	23%	25%	26%	0,0%	2,6%	1,7%
TPSA	17,1	5,8	4,2	4,9	1,8	1,7	1,8	-	12,9	19,0	30%	41%	38%	8,8%	12,3%	8,8%
Mediana		5,7	5,8	4,8	1,5	1,8	1,5	38,9	36,4	19,0	27%	33%	32%	4%	7%	5%
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Belgacom	23,8	4,4	5,1	5,2	1,5	1,5	1,5	9,7	9,9	10,4	33%	30%	29%	9,2%	9,2%	9,3%
Cesky Telecom	397,0	5,1	5,9	6,5	2,3	2,4	2,5	12,4	15,9	15,2	45%	41%	38%	9,9%	9,4%	8,9%
Hellenic Telekom	2,6	3,3	3,7	3,7	1,1	1,2	1,3	3,8	4,8	4,3	34%	33%	34%	6,0%	5,6%	7,3%
Matav	574,0	4,8	5,0	5,0	1,7	1,7	1,7	12,0	12,4	11,9	35%	34%	35%	9,8%	8,8%	9,0%
Portugal Telecom	4,2	4,0	2,6	2,5	1,6	0,9	0,9	9,9	7,5	7,4	39%	36%	35%	15,2%	21,6%	16,1%
Telecom Austria	8,7	4,5	4,8	5,1	1,6	1,6	1,7	12,4	20,0	16,0	35%	34%	33%	8,6%	7,6%	7,5%
Mediana		4,4	4,9	5,0	1,6	1,6	1,6	10,9	11,2	11,1	35%	34%	35%	9,5%	9,0%	9,0%
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	2,2	4,9	4,6	4,5	1,3	1,3	1,4	15,0	10,7	9,6	26%	29%	31%	3,2%	3,4%	3,8%
DT	9,1	4,5	4,8	4,9	1,4	1,5	1,5	11,4	12,2	12,5	31%	31%	31%	7,9%	7,8%	7,8%
FT	11,4	4,2	4,3	4,4	1,4	1,4	1,4	6,2	7,4	7,6	34%	33%	33%	12,2%	12,2%	12,2%
KPN	8,0	4,3	4,5	4,5	1,8	1,8	1,8	7,0	6,5	6,4	41%	40%	40%	9,9%	10,6%	11,2%
Swisscom	365,2	5,9	6,0	6,1	2,3	2,4	2,4	10,1	9,8	9,9	39%	40%	40%	6,0%	6,0%	6,3%
TELEFONICA	13,2	4,6	5,7	5,3	2,0	1,9	1,9	7,6	9,1	8,3	43%	34%	36%	10,6%	12,1%	9,9%
TeliaSonera	48,0	7,0	7,0	6,7	2,4	2,5	2,4	10,4	11,0	10,1	35%	35%	36%	5,2%	5,9%	6,3%
TI	0,8	4,6	4,3	4,3	1,9	1,8	1,8	6,8	6,6	6,7	42%	41%	41%	6,8%	8,1%	9,2%
Mediana		4,6	4,7	4,7	1,8	1,8	1,8	8,8	9,5	9,0	37%	35%	36%	7,3%	7,9%	8,5%

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

Wycena spółek IT /21.02.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
POLSKIE SPÓŁKI																
AB	23,0	7,6	7,3	6,7	0,1	0,1	0,1	7,2	9,2	8,5	2%	2%	2%	1,4%	1,1%	1,2%
ACTION	22,9	10,0	6,6	7,1	0,2	0,2	0,2	15,1	8,7	10,2	2%	3%	2%	3,6%	1,8%	2,1%
ASBIS	2,5	6,9	4,7	5,2	0,1	0,1	0,1	46,7	8,3	8,4	1%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	54,3	7,3	6,1	5,9	1,6	1,1	1,0	10,1	10,5	10,0	21%	17%	17%	2,7%	3,3%	3,0%
COMARCH	60,9	6,2	6,8	6,8	0,5	0,6	0,5	11,2	20,6	15,3	8%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	8,8	8,3	5,9	4,7	0,1	0,1	0,1	23,2	12,4	8,3	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	1,6%
SYGNITY	20,5	-	8,6	5,3	0,5	0,4	0,4	-	22,7	13,7	-	5%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		7,5	6,6	5,9	0,2	0,2	0,2	13,1	10,5	10,0	2%	3%	2%	0,0%	0,0%	1,2%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Accenture	58,1	10,9	9,4	8,5	1,7	1,5	1,3	22,1	17,2	15,3	16%	15%	16%	1,7%	1,6%	2,3%
Atos Origin	43,3	7,1	5,4	4,2	0,7	0,5	0,4	16,0	13,7	11,3	10%	10%	10%	0,4%	1,3%	1,6%
CapGemini	32,5	5,7	4,7	4,5	0,5	0,4	0,4	15,5	13,8	12,8	9%	9%	9%	2,7%	3,1%	3,3%
IBM	193,4	10,3	9,4	8,8	2,5	2,3	2,2	16,9	14,5	13,0	24%	24%	25%	1,2%	1,5%	1,6%
Indra Sistemas	10,9	6,4	6,4	6,2	0,8	0,8	0,7	8,5	9,4	9,5	12%	12%	11%	6,0%	6,0%	6,1%
LogicaCMG	0,8	4,7	5,3	5,1	0,4	0,4	0,4	6,7	8,6	7,5	9%	7%	8%	4,9%	5,5%	5,7%
Microsoft	31,4	8,6	7,4	7,0	3,6	3,2	3,0	15,3	12,2	11,4	42%	43%	43%	1,7%	1,8%	2,4%
Oracle	28,7	11,3	8,2	8,0	5,3	4,0	3,8	17,8	13,1	12,3	47%	49%	48%	0,7%	0,6%	0,8%
SAP	49,5	15,2	12,1	11,6	5,0	4,4	4,1	22,7	17,9	16,5	33%	36%	35%	1,2%	1,4%	1,5%
TietoEnator	13,7	6,4	5,4	5,4	0,6	0,6	0,6	11,8	12,5	11,8	10%	11%	11%	3,8%	4,8%	4,9%
Mediana		7,9	6,9	6,6	1,3	1,1	1,0	15,7	13,4	12,0	14%	14%	14%	1,7%	1,7%	2,3%

Wycena spółek mediowych /21.02.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
POLSKIE SPÓŁKI																
AGORA	12,4	3,4	3,6	3,9	0,5	0,4	0,4	8,8	15,2	20,8	15%	12%	11%	4,0%	4,0%	4,0%
CYFROWY POLSAT	14,1	15,1	9,8	7,9	4,2	3,0	2,4	14,6	32,9	12,2	27%	31%	30%	4,1%	0,0%	3,3%
TVN	11,4	10,2	9,6	8,6	2,5	2,6	2,2	-	-	13,2	25%	27%	26%	2,7%	0,0%	0,0%
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	1,5	5,0	5,3	5,6	0,5	0,5	0,5	7,4	7,8	8,7	9%	9%	8%	10,6%	10,2%	10,3%
Axel Springer	35,4	7,0	6,2	6,1	1,3	1,2	1,1	11,6	11,9	11,8	18%	19%	18%	4,4%	4,7%	4,8%
Daily Mail	4,3	6,9	7,4	7,2	1,3	1,3	1,3	9,1	9,2	9,0	19%	18%	18%	3,6%	3,9%	4,2%
Gruppo Editorial	1,1	4,0	3,7	3,7	0,7	0,7	0,7	8,4	7,5	7,5	17%	18%	18%	6,7%	7,6%	7,9%
Mccloatchy	2,8	5,7	6,5	7,0	1,6	1,7	1,8	4,5	5,1	7,0	27%	26%	25%	0,0%	0,0%	0,0%
Naspers	403,1	24,6	21,8	22,5	5,9	5,2	4,4	28,8	23,0	22,1	24%	24%	20%	0,6%	0,8%	0,8%
New York Times	7,0	4,1	4,4	4,4	0,6	0,7	0,7	10,2	11,4	10,6	16%	15%	15%	0,0%	0,0%	0,0%
Promotora de Inform	0,8	6,8	8,1	7,0	1,3	1,5	1,5	2,2	11,5	9,3	20%	18%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
SPIR Comm	27,8	6,9	6,8	4,5	0,3	0,3	0,2	-	-	24,4	4%	4%	6%	0,0%	0,0%	0,3%
Trinity Mirror	0,5	1,8	2,0	2,1	0,3	0,4	0,4	1,8	1,9	2,0	20%	18%	18%	1,2%	1,2%	3,7%
Mediana		6,3	6,4	5,9	1,0	0,9	0,9	8,4	9,2	9,1	18%	18%	18%	0,9%	1,0%	2,2%
TV																
Antena 3 Televis	4,9	7,5	9,0	9,9	1,5	1,5	1,5	9,5	11,1	12,2	20%	16%	15%	8,2%	7,6%	6,7%
CETV	166,2	15,5	10,1	8,4	2,3	1,9	1,8	-	-	-	15%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevision Telecinco	4,5	8,3	9,6	11,2	2,1	1,8	1,8	7,5	11,2	13,0	26%	18%	16%	8,1%	8,0%	7,4%
ITV PLC	0,8	8,1	7,2	7,0	1,7	1,6	1,6	14,7	11,2	10,8	20%	22%	23%	0,5%	1,8%	2,9%
M6-Metropole Tel	13,4	4,4	4,5	4,7	1,0	1,0	1,0	11,3	11,1	11,5	21%	22%	21%	7,0%	7,5%	7,4%
Mediaset SPA	2,5	5,2	4,2	4,3	1,2	1,2	1,2	6,6	9,4	10,1	23%	28%	28%	13,3%	9,6%	9,2%
RTL Group	76,5	9,4	8,7	8,9	2,0	1,9	1,9	18,2	16,6	16,1	22%	22%	22%	5,9%	6,6%	7,1%
TF1-TV Francaise	9,3	6,4	5,5	5,8	0,8	0,8	0,8	15,0	11,0	11,4	12%	14%	13%	5,0%	6,7%	6,6%
Mediana		7,8	8,0	7,7	1,6	1,6	1,5	11,3	11,1	11,5	21%	20%	21%	6,4%	7,1%	6,9%
PAY TV																
BSkyB PLC	6,9	11,4	9,7	8,5	2,3	2,1	1,9	22,7	17,3	14,1	20%	22%	23%	2,7%	3,1%	3,6%
Canal Plus	4,8	3,9	3,8	3,7	0,2	0,2	0,2	15,1	14,2	13,8	5%	5%	5%	5,6%	6,0%	6,0%
Cogeco	46,4	6,3	5,7	5,2	2,5	2,3	2,2	19,1	13,7	9,7	39%	41%	42%	1,2%	1,5%	2,2%
Comcast	29,1	7,3	5,7	5,3	2,8	1,9	1,7	23,1	19,1	15,6	39%	32%	32%	1,3%	1,5%	1,7%
Liberty Global	48,5	8,2	7,1	6,8	3,7	3,3	3,1	-	-	28,2	45%	46%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	9,1	5,5	5,2	5,0	2,8	2,7	2,6	13,3	12,1	11,0	51%	52%	52%	-	-	-
Shaw Communications	20,2	7,4	6,2	5,8	3,4	2,6	2,5	15,5	13,0	12,0	46%	43%	43%	4,3%	4,5%	4,7%
Mediana		7,3	5,7	5,3	2,8	2,3	2,2	17,3	13,9	13,8	39%	41%	42%	2,0%	2,3%	2,9%

Wycena spółek górniczych /21.02.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
POLSKIE SPÓŁKI																
KGHM	140,5	4,1	1,5	2,6	1,6	0,9	1,1	6,2	2,5	7,0	39%	59%	42%	10,5%	10,5%	14,2%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo Amer.	27,2	4,2	3,5	3,1	1,7	1,4	1,3	6,8	5,3	4,7	40%	41%	41%	2,0%	2,7%	3,1%
BHP Billiton	20,8	4,7	3,1	2,9	2,2	1,6	1,5	8,8	5,0	5,0	48%	53%	53%	4,1%	4,6%	5,3%
Freeport-MCMOR	44,0	4,5	4,4	4,4	2,3	2,1	2,1	9,9	9,1	9,2	52%	49%	48%	1,6%	3,4%	2,9%
Rio Tinto	37,0	3,2	2,9	2,9	1,5	1,3	1,3	5,2	4,5	4,4	46%	45%	44%	2,6%	3,3%	3,5%
Southern Peru	32,7	9,5	7,1	6,7	5,4	4,0	3,9	17,5	11,8	11,5	57%	57%	59%	4,9%	6,7%	5,6%
Mediana		4,5	3,5	3,1	2,2	1,6	1,5	8,8	5,3	5,0	48%	49%	48%	2,6%	3,4%	3,5%

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

Wycena spółek budowlanych /21.02.2012/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	86,0	1,0	2,8	4,7	0,1	0,2	0,3	8,2	8,8	9,0	8%	6%	6%	7,9%	10,6%	8,0%
Elektrobudowa	117,0	7,9	8,1	7,7	0,6	0,6	0,5	12,3	14,1	12,1	8%	7%	7%	3,0%	5,1%	2,5%
Erbud	22,4	6,3	-	6,3	0,2	0,2	0,2	23,3	-	10,4	3%	-	4%	2,2%	0,1%	0,0%
Mostostal Wa-wa	20,6	1,0	-	3,8	0,0	0,1	0,1	6,6	-	10,6	5%	-	4%	8,7%	3,0%	0,0%
PBG	76,2	5,9	10,4	9,4	0,7	1,0	0,6	4,9	5,3	11,0	12%	9%	6%	1,8%	0,0%	2,0%
Polimex Mostostal	1,9	4,6	6,4	6,1	0,3	0,3	0,3	8,0	9,5	9,6	7%	5%	6%	2,1%	2,1%	0,0%
Rafako	11,1	8,1	10,2	7,3	0,5	0,7	0,5	17,8	12,8	11,9	6%	7%	6%	2,7%	5,1%	0,0%
Trakcja Tiltra	1,4	0,4	4,5	3,7	0,0	0,3	0,3	7,1	4,6	4,2	11%	8%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ulma Construccoon	65,5	5,3	3,2	3,6	2,5	1,6	1,6	33,6	7,3	12,0	48%	51%	44%	0,0%	2,6%	4,0%
Unibep	6,1	6,1	5,7	6,8	0,3	0,2	0,3	9,0	9,7	7,6	5%	4%	5%	1,6%	2,0%	0,0%
ZUE	8,2	6,3	6,1	4,6	0,5	0,4	0,3	10,8	8,5	9,1	8%	6%	6%	0,9%	0,0%	0,0%
Mediana		5,9	6,1	6,1	0,3	0,3	0,3	9,0	8,8	10,4	8%	7%	6%	2%	2%	0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
AMEC	11,1	10,9	9,3	8,2	1,0	0,9	0,8	18,8	16,5	14,3	9%	10%	10%	1,8%	2,6%	3,0%
BILFINGER	75,4	10,9	10,4	9,9	0,7	0,7	0,7	13,5	15,3	14,1	6%	6%	7%	3,1%	3,9%	3,5%
EIFFAGE	25,9	8,5	8,1	7,7	1,2	1,2	1,1	9,7	10,2	9,0	14%	14%	15%	4,7%	4,6%	4,7%
HOCHTIEF	53,6	4,9	6,1	3,9	0,3	0,3	0,3	16,1	-	12,9	6%	4%	7%	3,2%	2,9%	5,1%
NCC	149,1	7,6	7,8	6,1	0,3	0,3	0,3	13,2	14,4	10,4	5%	4%	5%	4,2%	6,2%	6,9%
SKANSKA	121,0	6,8	7,4	7,5	0,4	0,4	0,4	14,2	12,3	15,1	5%	5%	5%	4,8%	5,0%	5,2%
STRABAG	22,6	4,0	3,7	3,7	0,2	0,2	0,2	14,8	13,1	12,7	5%	5%	5%	2,3%	2,8%	2,9%
Mediana		7,6	7,8	7,5	0,4	0,4	0,4	14,2	13,7	12,9	6%	5%	7%	3,2%	3,9%	4,7%

Wycena spółek deweloperskich /21.02.2012/

	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
POLSKIE SPÓŁKI																
BBI Development	0,3	9,6	14,9	32,8	0,8	0,7	0,7	14,9	12,5	-	42%	37%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	41,8	17,4	11,7	9,7	1,3	1,2	1,2	25,4	14,5	12,0	12%	16%	13%	1,9%	2,2%	4,1%
Echo Investment	4,1	19,7	6,8	10,0	0,9	0,8	0,7	11,6	10,4	6,5	41%	136%	72%	0,0%	0,0%	0,0%
GTC	8,8	15,2	-	24,6	0,5	0,5	0,5	11,0	-	27,2	66%	-	38%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	8,0	6,2	13,1	15,2	0,9	0,9	0,8	4,7	15,5	15,3	25%	22%	22%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	20,5	10,1	10,6	14,0	0,9	0,8	0,8	10,2	10,6	11,5	19%	19%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	19,7	22,9	12,3	20,5	0,4	0,4	0,4	8,5	7,6	8,1	28%	28%	20%	4,4%	1,6%	2,6%
Robyrg	1,4	15,1	42,7	8,8	0,9	0,9	0,8	11,4	10,3	8,6	17%	11%	18%	0,0%	5,0%	3,9%
Mediana		15,2	12,3	14,6	0,9	0,8	0,7	11,2	10,6	11,5	27%	22%	20%	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	2,6	19,7	17,7	16,5	0,7	0,7	0,8	14,3	13,6	12,9	55%	55%	57%	5,1%	5,3%	5,4%
CORIO	35,6	17,9	17,1	16,2	0,8	0,8	0,8	12,5	12,2	11,7	78%	83%	82%	7,4%	7,7%	7,8%
DEUTSCHE EUROSHOP	25,8	21,2	16,2	14,8	1,1	1,0	1,0	18,5	19,0	16,9	87%	87%	87%	4,2%	4,3%	4,5%
HAMMERSON	4,0	19,5	19,1	18,6	1,0	0,9	0,8	20,2	20,2	19,6	80%	77%	77%	4,0%	4,1%	4,3%
KLEPIERRE	23,5	16,9	16,2	15,6	1,1	0,9	1,0	15,1	12,5	12,8	84%	85%	85%	5,3%	5,8%	6,0%
SPARKASSEN IMMO	4,4	19,8	15,8	15,4	0,6	0,6	0,6	60,3	18,7	15,2	47%	48%	48%	0,0%	3,0%	3,4%
UNIBAIL-RODAMCO	145,0	20,3	19,6	19,0	1,1	1,2	1,1	16,1	16,2	15,5	84%	84%	85%	5,5%	5,6%	5,7%
Mediana		19,7	17,4	16,4	0,9	0,8	0,8	16,1	17,5	14,0	79%	80%	80%	4,7%	4,8%	5,0%

Wycena spółek sektora elektromaszynowego /21.02.2012/

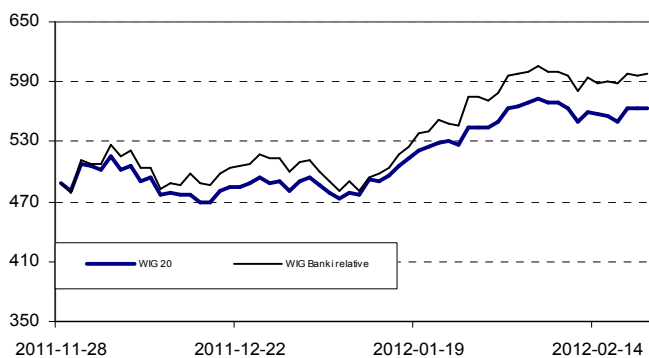
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
POLSKIE SPÓŁKI																
FAMUR	3,6	14,7	7,2	6,7	2,7	2,2	2,0	23,5	18,6	14,2	18%	31%	30%	0,0%	5,0%	0,0%
KOPEX	24,8	13,0	8,2	7,1	1,0	1,0	1,0	55,3	11,8	12,9	8%	12%	14%	0,0%	0,0%	0,8%
Mediana		13,8	7,7	6,9	1,8	1,6	1,5	39,4	15,2	13,5	13%	22%	22%	0,0%	2,5%	0,4%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atlas Copco	172,6	13,4	11,0	10,9	3,2	2,7	2,6	21,1	16,4	16,3	24%	25%	24%	2,5%	2,8%	3,0%
Caterpillar	92,0	14,9	9,4	7,6	2,1	1,5	1,3	23,0	13,5	10,2	14%	16%	17%	1,9%	1,9%	2,0%
Emeco	1,2	5,7	4,7	4,1	2,3	2,1	1,9	18,0	13,0	10,5	41%	46%	46%	1,2%	6,3%	4,8%
Industrea	1,2	5,7	5,1	4,2	1,9	1,7	1,5	8,5	8,3	6,8	34%	34%	35%	2,8%	2,8%	4,3%
Joy Global	90,0	12,7	9,2	7,2	2,7	2,1	1,7	21,5	15,2	12,2	21%	23%	23%	0,8%	0,8%	0,8%
Sandvik	104,7	9,8	9,0	8,6	1,9	1,6	1,6	18,9	14,9	15,0	19%	18%	18%	2,6%	3,1%	3,5%
Mediana		11,3	9,1	7,4	2,2	1,9	1,6	20,0	14,2	11,4	22%	24%	24%	2,2%	2,8%	3,3%

Wycena spółek sektora papierniczego /21.02.2012/

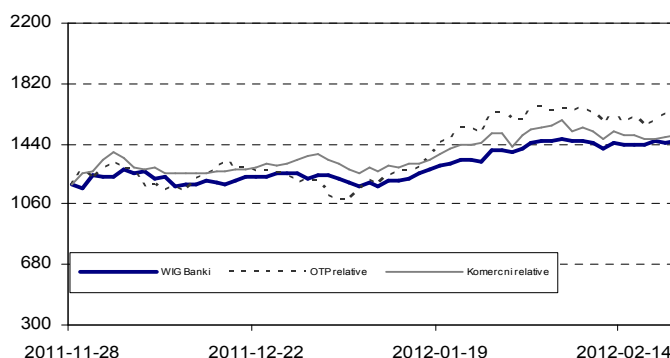
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
POLSKIE SPÓŁKI																
MONDI	71,0	8,3	5,9	7,1	1,8	1,3	1,4	14,2	8,8	10,5	22%	22%	19%	0,0%	0,0%	11,4%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Billerund	61,5	4,3	4,1	5,4	0,8	0,7	0,8	9,2	8,5	13,0	18%	18%	15%	4,5%	5,7%	5,4%
Holmen	198,0	9,0	6,9	7,2	1,3	1,2	1,2	22,7	12,6	14,3	15%	18%	17%	3,5%	-	-
INTL Paper	33,3	6,5	5,9	5,8	0,9	0,8	0,8	16,4	10,8	11,1	13%	14%	14%	1,2%	3,0%	3,2%
M-Real	2,2	5,0	9,6	7,6	0,6	0,6	0,7	10,5	-	17,7	12%	6%	9%	0,8%	0,3%	1,3%
Norske Skog	6,4	8,4	6,8	5,8	0,5	0,5	0,5	-	-	-	7%	8%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,0	5,6	5,4	5,5	1,6	1,5	1,5	8,4	7,7	8,1	28%	27%	27%	7,9%	6,7%	7,1%
Stora Enso	6,8	6,0	5,7	6,4	0,8	0,7	0,7	9,2	10,6	12,1	13%	12%	11%	3,7%	4,1%	4,3%
Svenska	114,0	7,4	7,9	7,3	1,1	1,1	1,1	12,9	13,6	12,1	15%	14%	15%	3,5%	3,7%	3,9%
UPM-Kymmene	10,7	6,2	6,3	6,1	1,0	0,9	0,9	11,3	11,5	12,9	16%	14%	14%	4,4%	5,3%	5,2%
Mediana		6,2	6,3	6,1	0,9	0,8	0,8	10,9	10,8	12,5	15%	14%	14%	3,5%	3,9%	4,1%

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

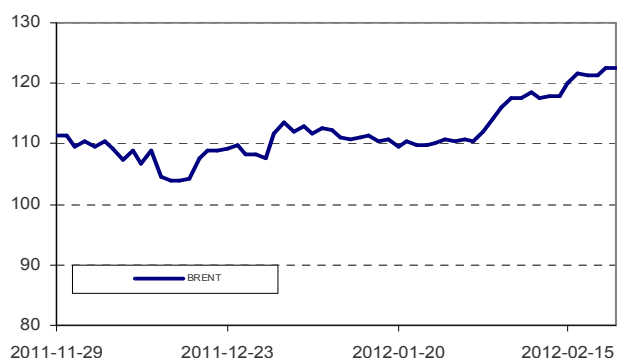
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



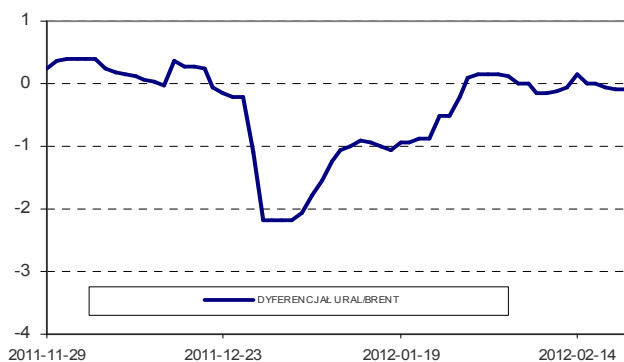
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



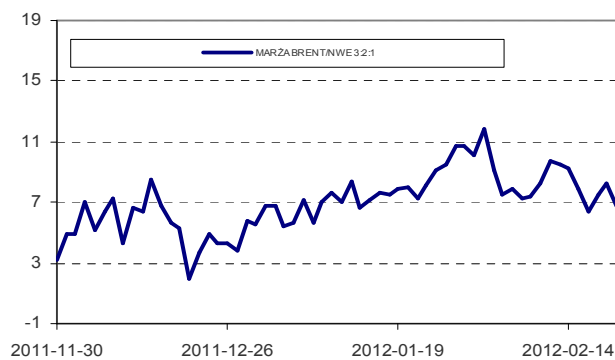
BRENT (USD/brk)



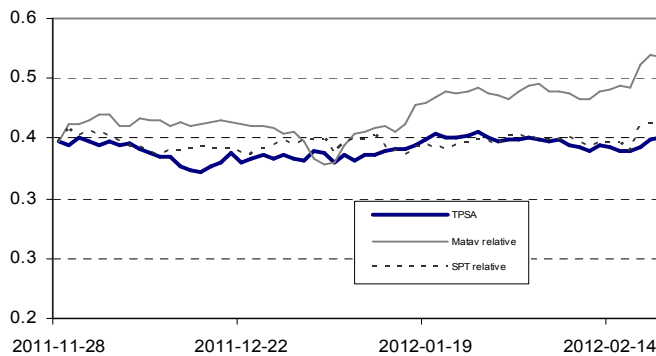
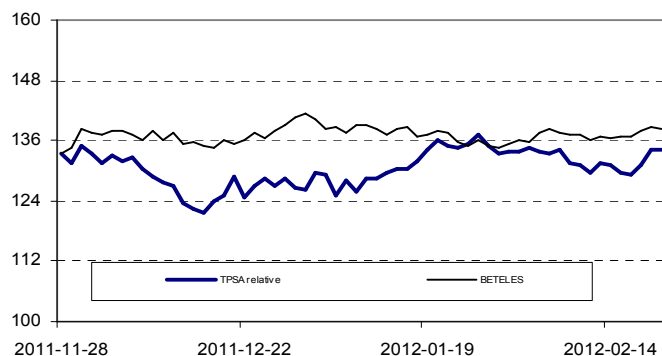
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

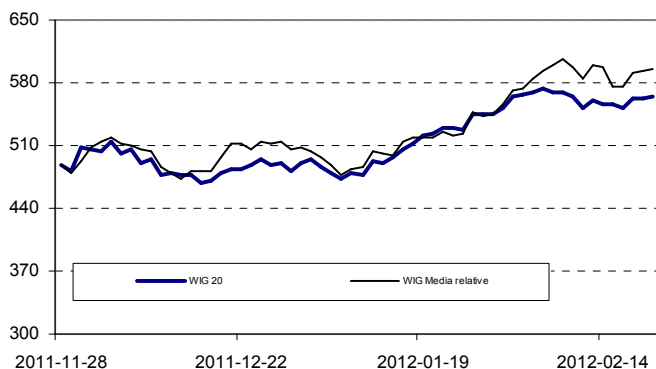


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

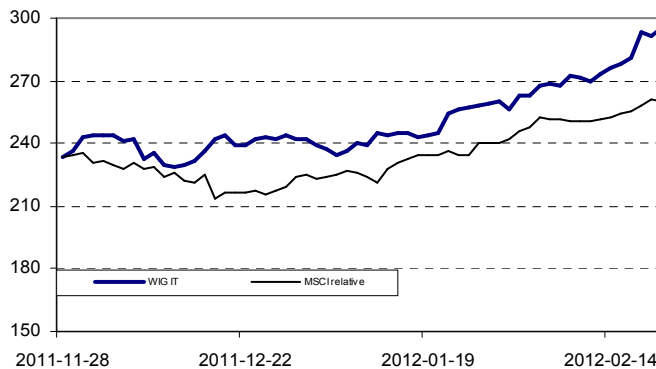


Źródło: Bloomberg

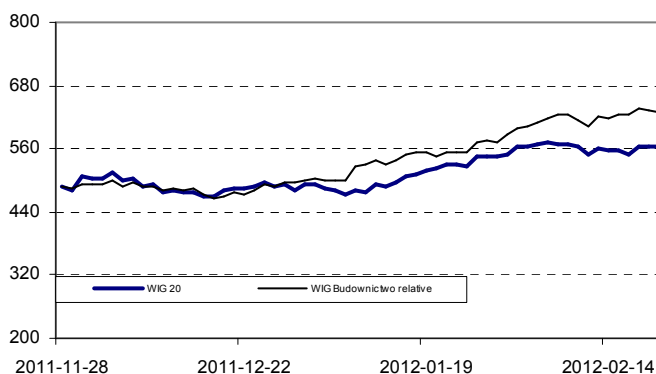
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



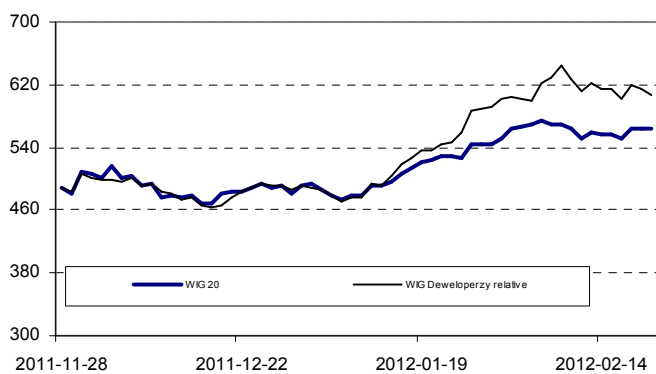
Indeks WIG IT na tle MSCI



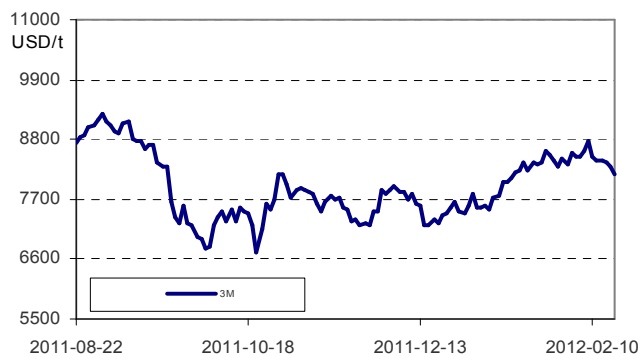
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



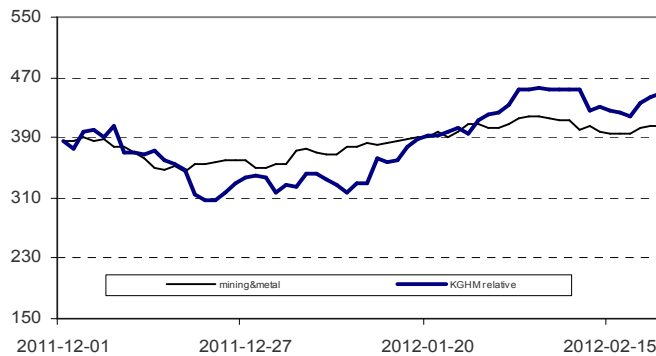
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg



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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

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

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

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

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

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

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

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

„Prywatny Makler”

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.