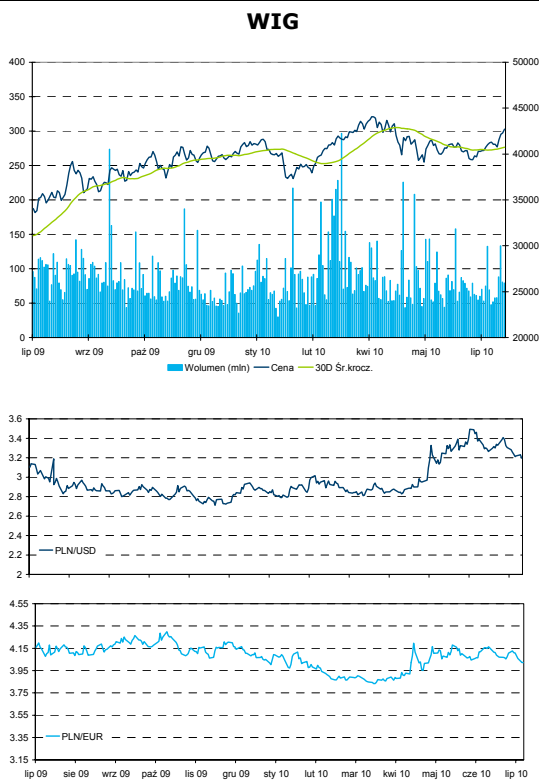


## Spis treści

<b>Przegląd informacji</b> .....	<b>3</b>
BZ WBK: zysk netto za II kwartał poniżej oczekiwań .....	3
TPSA: wyniki za II kwartał lepsze od oczekiwań .....	5
KGHM: prezes przetrwał .....	6
Echo Investment: rusza projekt mieszkaniowy we Wrocławiu .....	7
Agora: reklama zewnętrzna w II kwartale .....	7
Agora: przetarg na reklamę na przystankach tramwajowych i autobusowych .....	7
JW Construction: rezygnacja z udziału w budowie Hiltona .....	8
Branża detaliczna: Tesco wchodzi na rynek .....	8
<b>Prognozy wyników kwartalnych</b> .....	<b>9</b>
PKO BP: prognoza wyników za II kw. 2010 .....	9
Pekao: prognoza wyników za II kw. 2010 .....	10
BRE Bank: prognoza wyników za II kw. 2010 .....	11
<b>Spółki pokrywane</b> .....	<b>12</b>
<b>Lista kontaktów</b> .....	<b>13</b>

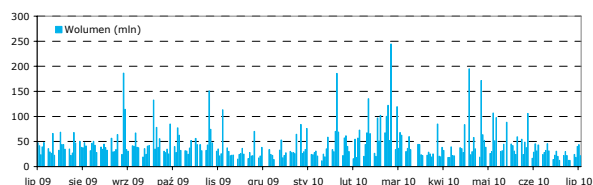
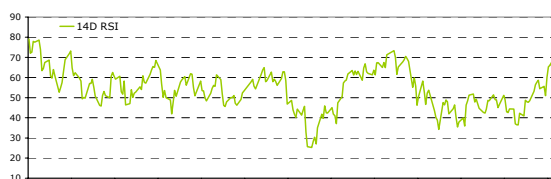
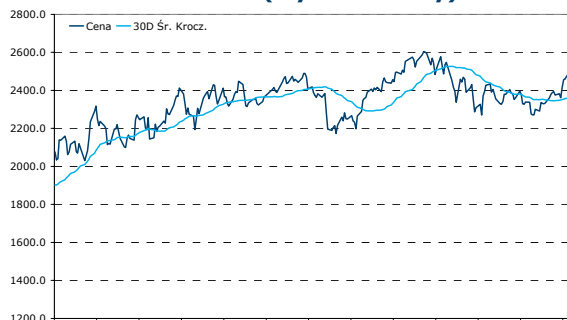
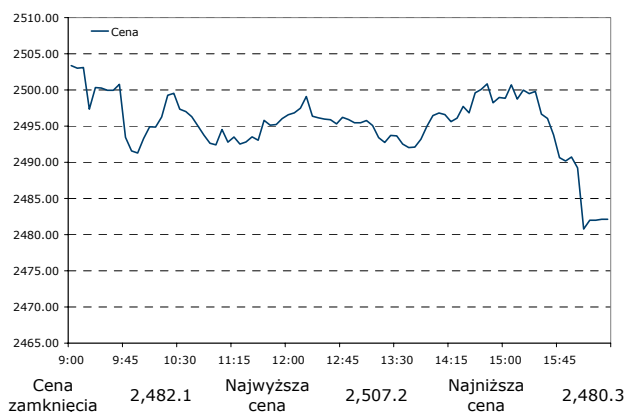
## Informacje bieżące



Źródło: Bloomberg

Index *	Cena	1D	1M	YTD
WIG	42,610.93	-0.24%	5.5%	6.6%
WIG20	2,482.11	-0.51%	6.2%	3.9%
MIDWIG	2,499.21	0.25%	3.6%	3.6%
MSCI EE	205.07	0.66%	8.8%	-1.8%
DOW JONES	10,537.69	0.12%	3.9%	1.1%
NASDAQ	2,288.25	-0.36%	3.0%	0.8%
S&P 500	1,113.84	-0.10%	3.7%	-0.1%
FTSE 100	5,365.67	0.27%	5.8%	-0.9%
CAC 40	3,666.40	0.83%	2.5%	-6.9%
DAX	6,207.31	0.21%	0.8%	4.2%
ISE 100	60,586.76	0.43%	7.4%	14.7%
BUX	22,660.05	2.07%	8.5%	6.8%
PX	1,189.40	1.20%	4.9%	6.5%
EUR	4.01	CHF	2.90	
USD	3.08	HUF	0.014	
GBP	4.80	CZK	0.160	
Surowce	Cena	1D	YTD	
LME MIEDŹ 3MO (\$)	7,059.0	-1.3%	-4.3%	
LME ALUMINIUM 3MO (\$)	2,056.0	0.0%	-7.8%	
Cena złota Spot \$/OZ	1,163.6	0.2%	6.1%	
Cena ropy Spot	75.8	0.9%	-1.9%	

## Wydarzenia najbliższego tygodnia

**WIG20 (wykres roczny)**

**WIG20 (wykres dzienny)**


Źródło: Bloomberg

**Stopy BC**

Repo	3.50%
Lomb	5.00%
Disc	3.75%

**WIBOR**

O/N	3.19%
1M	3.51%
1Y	4.14%

**Obligacje skarbowe**

1Y	3.37%
3Y	4.87%
10Y	5.82%

Źródło: Bloomberg

**WIG20 (największe wzrosty dzienne):**

Spółka	Zmiana %	cena
GTC	3.67	24.00
LOTOS	1.06	32.50
CYFRPLSAT	0.68	14.70
BIOTON	0.00	0.20
GETIN	0.00	10.00

**WIG20 (największe spadki dzienne):**

Spółka	Zmiana %	cena
ASSECOPOL	-2.19	55.80
BZWBK	-1.39	191.80
TPSA	-1.17	15.26
PZU	-1.06	384.10
KGHM	-0.84	106.00

Źródło: Bloomberg

**WIG20 (największe wzrosty od początku roku):**

Spółka	Zmiana %	cena
TVN	20.71	17.25
POLIMEXMS	18.39	4.70
PKNORLEN	17.11	39.76
BRE	14.76	263.40
PBG	13.19	230.00

**WIG20 (największe spadki od początku roku):**

Spółka	Zmiana %	cena
BIOTON	-13.04	0.20
ASSECOPOL	-10.93	55.80
PGE	-8.78	22.35
PGNIG	-6.86	3.53
GTC	-6.43	24.00

Źródło: Bloomberg

## Przegląd informacji

### BZ WBK: zysk netto za II kwartał poniżej oczekiwań

BZ WBK	Trzymaj	
BZW PW		
Kurs akcji PLN	191.80	
Wycena	200.80	
Kapitalizacja m€	3,496.6	
Free Float	29.6%	
	EPS	P/E
FY09	12.1	15.8
FY10E	14.1	13.6
FY11E	16.3	11.7

**Zysk netto** za II kwartał br. wyniósł 250,1 mln zł (+7,1% kw./kw., ale -1,6% r/r), poniżej naszej prognozy w wysokości 258,5 mln zł i konsensusu na poziomie 263 mln zł (przedział według PAP, 234 mln-297 mln zł). Przychody z dział. podstawowej okazały się zgodne z oczekiwaniami, natomiast koszty były niższe od oczekiwań. Niemniej jednak nie udało się zrównoważyć wyższych niż oczekiwano rezerw. Mimo ostrożnego podejścia banku do jakości aktywów w przededniu sprzedaży banku uważamy, że wyniki powinny mieć negatywny wpływ na dzisiejszy kurs akcji BZ WBK.

**Wynik odsetkowy netto** wyniósł w II kw. br. 438,3 mln zł (+3,3% kw./kw. i +23,5% r/r), zgodnie z naszymi oczekiwaniami i konsensusem. Poprawa marży odsetkowej netto (3,19%, +11 pb kw./kw.) była efektem niższych kosztów finansowania i dodatniej marży na depozytach. Łączne depozyty w II kwartale spadły o 3,8% kw./kw., a kredyty zwiększyły się o 2,3% kw./kw.

**Wynik z tytułu prowizji i opłat** w II kw. br. wyniósł 335,7 mln zł (+1,1% kw./kw. i +1,7% r/r), zgodnie z naszymi oczekiwaniami i konsensusem. Głównym czynnikiem wzrostu, oprócz wysokiego wolumenu, okazał się wzrost prowizji na transakcjach walutowych (+13% kw./kw.).

**Koszty operacyjne** w II kw. br. wyniosły 423,5 mln zł (+2,3% kw./kw. i +6,1% r/r), poniżej naszej prognozy (427 mln zł) i konsensusu na poziomie 427 mln zł (przedział według PAP 422 mln-445 mln zł). Poprawa jest efektem spadku kosztów osobowych (-7,5% kw./kw.), natomiast negatywnie na poziom kosztów wpłynęły w omawianym kwartale wydatki marketingowe i koszty zarządu (+18,4% kw./kw.).

**Rezerwy netto** wyniosły w II kw. br. 146,4 mln zł (+108,1% kw./kw. i +19,4% kw./kw.), powyżej naszej prognozy (122,4 mln zł) i konsensusu na poziomie 123 mln zł (przedział według PAP, 103 mln-105 mln zł). Wzrost poziomu rezerw był głównie rezultatem utworzenia 47 mln zł rezerw IBNR i pogorszenia korporacyjnego portfela nieruchomości. Koszt ryzyka w II kwartale wyniósł 166 pb średniej wartości kredytów brutto (120 pb w I kw. br. po skorygowaniu o 35 mln zł rezerw IBNR). Tymczasem wskaźnik kredytów zagrożonych po raz kolejny wzrósł z 5,8% w I kw. do 6,3%, a pokrycie rezerw spadło w II kwartale br. z 42,3% w I kw. do 41,3%.

michal.konarski@kbcsecurities.pl

**BZ WBK: podsumowanie wyników za II kw. 2010**

(mln PLN)				Zmiana (%)				Zmiana (%)
	2Q09 MSSF	1Q10 MSSF	2Q10 MSSF	r/r	kw./kw.	6M09 MSSF	6M10 MSSF	r/r
<b>Wynik z tyt. odsetek</b>	<b>354.9</b>	<b>424.5</b>	<b>438.3</b>	<b>23.5</b>	<b>3.3</b>	<b>716.4</b>	<b>862.8</b>	<b>20.4</b>
Wynik z tytułu opłat i prowizji	330.2	331.9	335.7	1.7	1.1	640.1	667.7	4.3
Wynik na dział. handlowej	153.9	76.5	123.6	-19.6	61.6	203.3	200.2	-1.5
Pozostały zysk operacyjny	9.4	7.8	11.6	23.7	49.1	22.8	19.4	-14.9
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>493.4</b>	<b>416.2</b>	<b>471.0</b>	<b>-4.5</b>	<b>13.2</b>	<b>866.2</b>	<b>887.2</b>	<b>2.4</b>
<b>Dochód ogółem</b>	<b>848.4</b>	<b>840.7</b>	<b>909.3</b>	<b>7.2</b>	<b>8.2</b>	<b>1,582.6</b>	<b>1,750.0</b>	<b>10.6</b>
Koszty ogólne	-399.1	-414.1	-423.5	6.1	2.3	-806.1	-837.6	3.9
Pozostałe koszty	-4.7	-7.4	-7.6	63.1	3.2	-11.3	-15.0	32.6
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-403.8</b>	<b>-421.5</b>	<b>-431.1</b>	<b>6.8</b>	<b>2.3</b>	<b>-817.4</b>	<b>-852.6</b>	<b>4.3</b>
<b>Zysk operacyjny przed rezerwami</b>	<b>444.6</b>	<b>419.2</b>	<b>478.2</b>	<b>7.6</b>	<b>14.1</b>	<b>765.3</b>	<b>897.4</b>	<b>17.3</b>
Rezerwy netto	122.7	70.4	146.4	19.4	108.1	283.4	216.8	-23.5
<b>Operating profit</b>	<b>321.9</b>	<b>348.9</b>	<b>331.8</b>	<b>3.1</b>	<b>-4.9</b>	<b>481.9</b>	<b>680.6</b>	<b>41.2</b>
Zysk nadzwyczajny	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Wartość firmy z konsolidacji	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>Zysk brutto</b>	<b>321.9</b>	<b>348.9</b>	<b>331.8</b>	<b>3.1</b>	<b>-4.9</b>	<b>481.9</b>	<b>680.6</b>	<b>41.2</b>
Podatek dochodowy	-55.2	-99.0	-66.0	19.4	-33.3	-85.8	-165.0	92.3
Udział w zysku podm. kons.	-0.4	-0.2	1.6	n.m.	n.m.	-3.3	1.4	n.m.
Udział akcj. mniejszościowych	-12.1	-16.2	-17.2	42.7	6.5	-23.3	-33.4	43.4
<b>Zysk netto</b>	<b>254.2</b>	<b>233.5</b>	<b>250.1</b>	<b>-1.6</b>	<b>7.1</b>	<b>369.4</b>	<b>483.6</b>	<b>30.9</b>

Źródło: BZ WBK, KBC Securities

**BZ WBK: wyniki vs. konsensus  
(mln PLN)**

	2Q10	Konsensus	Różnica
<b>Wynik z tyt. odsetek</b>	438.3	438.0	0.1%
Wynik z tytułu opłat i prowizji	335.7	334.0	0.5%
Koszty operacyjne	-423.5	-427.0	-0.8%
Rezerwy netto	-146.4	-123.0	19.1%
<b>Zysk netto</b>	250.1	263.0	-4.9%

Źródło: BZ WBK, KBC Securities, PAP

## TPSA: wyniki za II kwartał lepsze od oczekiwań

<b>TPSA</b>	<b>Kupuj</b>	Zysk netto w II kw. br. wyniósł 325 mln zł (-13% r/r, ale +14% kw./kw.), 13% powyżej konsensusu na poziomie 288 mln zł (według PAP) i 4% powyżej naszej prognozy w wysokości 313 mln zł. Powodem lepszych od oczekiwań wyników są nieco wyższe przychody i EBITDA w połączeniu z niższymi od oczekiwań kosztami finansowymi. Poprawiła się znacząco rentowność telefonii komórkowej, a także liczba pozyskanych klientów netto, co naszym zdaniem rynek powita z zadowoleniem. Spółka zwiększyła całoroczną prognozę przepływów pieniężnych z 2 mld zł do 2,3 mld zł. Oczekujemy pozytywnej reakcji rynku.
TPS PW		
Kurs akcji PLN	15.26	
Wycena	17.50	
Kapitalizacja m€	0.0	
Free Float	46.0%	
	EPS	P/E
FY09	0.96	15.9
FY10E	0.97	15.8
FY11E	1.02	15.0

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

### TPSA: podsumowanie wyników za II kw. 2010

(mln PLN)	2Q09	1Q10	2Q10	Zmiana r/r	Zmiana kw./kw.	1H09	1H10	Zmiana r/r
<b>Łączne przychody</b>	<b>4,185</b>	<b>3,873</b>	<b>3,987</b>	<b>-4.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>8,497</b>	<b>7,860</b>	<b>-7.5%</b>
Telefonia stacjonarna	2,505	2,311	2,288	-8.7%	-1.0%	5,087	4,599	-9.6%
Usługi telefoniczne	1,490	1,350	1,315	-11.7%	-2.6%	3,091	2,665	-13.8%
Przesył danych	656	639	636	-3.0%	-0.5%	1,301	1,275	-2.0%
pozostałe	359	322	337	-6.1%	4.7%	695	659	-5.2%
Telefonia komórkowa	1,954	1,816	1,950	-0.2%	7.4%	3,952	3,766	-4.7%
Koszty operacyjne	-2,629	-2,453	-2,515	-4.3%	2.5%	-5,284	-4,968	-6.0%
<b>EBITDA</b>	<b>1,556</b>	<b>1,420</b>	<b>1,472</b>	<b>-5.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3,213</b>	<b>2,892</b>	<b>-10.0%</b>
Linie stacjonarne	1,023	919	861	-15.8%	-6.2%	2,117	1,780	-15.9%
komórkowe	533	501	611	14.6%	21.9%	1,096	1,112	1.5%
Amortyzacja i odpisy	-1,056	-946	-965	-8.6%	2.0%	-2,103	-1,911	-9.1%
<b>EBIT</b>	<b>500</b>	<b>474</b>	<b>507</b>	<b>1.4%</b>	<b>7.0%</b>	<b>1,110</b>	<b>981</b>	<b>-11.6%</b>
Działalność finansowa netto	-65	-115	-97	49.2%	-15.7%	-264	-213	-19.3%
Zysk brutto	435	359	410	-5.7%	14.2%	846	768	-9.2%
Podatek dochodowy	-60	-74	-84	40.0%	13.5%	-143	-158	10.5%
Udział akcj. mniejszościowych	-1	0	-1			-1	-1	
<b>Zysk netto</b>	<b>374</b>	<b>285</b>	<b>325</b>	<b>-13.1%</b>	<b>14.0%</b>	<b>702</b>	<b>609</b>	<b>-13.2%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>37.2%</b>	<b>36.7%</b>	<b>36.9%</b>			<b>37.8%</b>	<b>36.8%</b>	
Telefonia stacjonarna	40.8%	39.7%	37.6%			41.6%	38.7%	
Telefonia komórkowa	27.3%	27.6%	31.3%			27.7%	29.5%	

Źródło: TPSA, KBC Securities

Podstawowe wskaźniki	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
<b>Linie stacjonarne es (EOP, mln)</b>	<b>8.180</b>	<b>7.957</b>	<b>7.724</b>	<b>7.503</b>	<b>7.285</b>	<b>7.076</b>	<b>6.893</b>	<b>6.750</b>
Rezygnacje z linii stacjonarnych		-2.7%	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-2.6%	-2.1%
<b>ARPU linii stacjonarnych (PLN)</b>	<b>55.8</b>	<b>56.1</b>	<b>55.2</b>	<b>52.5</b>	<b>52.6</b>	<b>52.0</b>	<b>50.9</b>	<b>49.9</b>
Zmiana kw./kw.		0.5%	-1.6%	-4.9%	0.2%	-1.1%	-2.1%	-2.0%
<b>Linie DSL (EOP, mln)</b>	<b>2.157</b>	<b>2.193</b>	<b>2.243</b>	<b>2.268</b>	<b>2.278</b>	<b>2.273</b>	<b>2.262</b>	<b>2.261</b>
Rezygnacje z linii DSL (kw./kw.)		1.7%	2.3%	1.1%	0.4%	-0.2%	-0.5%	0.0%
<b>ARPU linii DSL (PLN)</b>	<b>57.6</b>	<b>57.5</b>	<b>58.7</b>	<b>58.8</b>	<b>58.0</b>	<b>57.7</b>	<b>57.7</b>	<b>56.6</b>
Zmiana kw./kw.		-0.3%	2.1%	0.2%	-1.4%	-0.5%	0.0%	-1.9%
<b>Klienci telefonii komórkowej (EOP, mln)</b>	<b>14.054</b>	<b>14.182</b>	<b>13.680</b>	<b>13.768</b>	<b>13.736</b>	<b>13.714</b>	<b>13.774</b>	<b>14.029</b>
Zmiana kw./kw. (mln)		0.128	-0.502	0.088	-0.032	-0.022	0.060	0.255
<b>ARPU blended (PLN)</b>	<b>50.6</b>	<b>50</b>	<b>44.8</b>	<b>44.9</b>	<b>43.8</b>	<b>42.7</b>	<b>41.2</b>	<b>43.6</b>
Zmiana kw./kw.		-1.2%	-10.4%	0.2%	-2.4%	-2.5%	-3.5%	5.8%
<b>ARPU hurtowe (PLN)</b>			<b>11.2</b>	<b>9.8</b>	<b>8.4</b>	<b>8.3</b>	<b>8.2</b>	<b>9.0</b>
Zmiana kw./kw.				-12.5%	-14.3%	-1.2%	-1.2%	9.8%
<b>ARPU detaliczne (PLN)</b>			<b>33.6</b>	<b>35.1</b>	<b>35.4</b>	<b>34.4</b>	<b>33.0</b>	<b>34.2</b>
Zmiana kw./kw.				4.5%	0.9%	-2.8%	-4.1%	3.6%
<b>ARPU (blended) (min)</b>	<b>113</b>	<b>123</b>	<b>126</b>	<b>135</b>	<b>139</b>	<b>142</b>	<b>147</b>	<b>161.8</b>
Zmiana kw./kw.		9.1%	2.2%	7.6%	2.9%	1.9%	3.3%	10.4%

Źródło: TPSA, KBC Securities

#### TPSA: wyniki vs konsensus i prognoza KBC

(mln PLN)	2Q10	konsensus	Różnica	Prognoza KBC	Różnica
Przychody	3,987	3,904	2%	3,887	3%
EBITDA	1,472	1,439	2%	1,419	4%
Amortyzacja	965	977	-1%	930	4%
EBIT	507	462	10%	489	4%
Zysk netto	325	288	13%	313	4%
Marża EBITDA	36.9%	36.9%		36.5%	

Źródło: TPSA, PAP, KBC Securities

### KGHM: prezes przetrwał

**KGHM**  
KGH PW

**Kupuj**

Wczoraj na posiedzeniu rady nadzorczej nie dyskutowano zmian w zarządzie. Zatem nie sprawdziły się pogłoski o dymisji prezesa Wirtha z powodów politycznych.

Kurs akcji PLN 106.00  
Wycena 115.00  
Kapitalizacja €m 5,297.9  
Free Float 68.2%

	EPS	P/E
FY09	11.7	9.0
FY10E	11.3	9.4
FY11E	11.5	9.2

#### Naszym zdaniem:

Spekulacje tego typu nie są niczym niezwykłym dla KGHM, gdzie polityczne decyzje ważą więcej niż kryteria ekonomiczne. Oczekujemy neutralnej reakcji rynku, gdyż takie spekulacje są uwzględnione w notowaniach spółki.

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

## Echo Investment: rusza projekt mieszkaniowy we Wrocławiu

**Echo Investment**  
ECH PW

**Kupuj**

Spółka poinformowała, że rozpoczęła we Wrocławiu realizację projektu mieszkaniowego Przy Słowiańskim Wzgórzu (197 mieszkań).

Kurs akcji PLN	4.60	
Wycena	5.24	
Kapitalizacja €m	482.8	
Free Float	59.5%	
	EPS	P/E
FY09	0.24	19.0
FY10E	0.38	12.0
FY11E	0.43	10.8

### Naszym zdaniem:

Rozpoczęcie tego projektu jest zgodne z planami ekspansji w segmencie mieszkaniowym i naszymi oczekiwaniami, zatem nie powinno zaskoczyć rynku. Spodziewamy się, że spółka rozpocznie w br. łącznie 6 projektów mieszkaniowych (42 800 mkw. powierzchni). Nowe projekty powinny zacząć generować przychody od 2012 roku. Informacja dotarła do rynku podczas wczorajszej sesji i oczekujemy jej neutralnego wpływu na dzisiejszy kurs akcji Echa.

cezary.bernattek@kbcsecurities.pl

## Agora: reklama zewnętrzna w II kwartale

**Agora**  
AGO PW

**Kupuj**

Według Izby Reklamy Zewnętrznej, wartość rynku w Polsce w II kw. br. wyniosła 174,8 mln zł (-1% r/r). Prezes Izby optymistycznie zapatruje się na perspektywę rynku reklamy zewnętrznej w przyszłości.

Kurs akcji PLN	24.40	
Wycena	27.50	
Kapitalizacja €m	335.3	
Free Float	80.0%	
	EPS	P/E
FY09	0.43	57.3
FY10E	0.75	32.4
FY11E	1.46	16.7

### Naszym zdaniem:

Jest to bardzo dobry wynik w porównaniu z 11% spadkiem rynku w I kwartale. II kwartał był 7. z rzędu okresem ujemnej dynamiki, jednak wydaje się, że może zakończyć dotychczasową złą passę. Nie oczekujemy, że prezydencka kampania wyborcza miała decydujący wpływ na wyniki tego segmentu. W prognozach wyników za II kwartał dla Agory założyliśmy głębszy spadek tego rynku, bo aż o 8% r/r, i 7% spadek przychodów Agory z reklamy zewnętrznej.

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

## Agora: przetarg na reklamę na przystankach tramwajowych i autobusowych

AMS w konsorcjum z Stroer Polska (podmiot zależny największej niemieckiej spółki reklamy zewnętrznej) zamierza ubiegać się o koncesję na budowę i utrzymanie wiat przystankowych na terenie Warszawy. Umowa konsorcjum została zawarta wyłącznie na potrzeby tego postępowania. Dzisiaj konsorcjum złoży ofertę. Koszt inwestycji w ciągu kolejnych 3 lat został oszacowany przez władze m. st. Warszawy na 80 mln zł. Jest to jedna z największych inwestycji na polskim rynku reklamy zewnętrznej. Wybór wykonawcy zostanie dokonany w ciągu 2-3 miesięcy.

### Naszym zdaniem:

Współpraca z Stroerem jest dobrym posunięciem ze strony Agory. Oczekujemy, że przetargiem będzie zainteresowanych wiele firm, także nowych graczy. Według wcześniejszych spekulacji, francuska firma JC Decaux, która jako jedyny globalny gracz jest jeszcze nieobecna na polskim rynku reklamy zewnętrznej, także zamierza wystartować. Polskie spółki reklamy zewnętrznej narzekają, że warunki przetargu nie są przejrzyste i miasto zostawiło sobie dużą dowolność w wyborze zwycięskiej firmy. Dlatego też uważamy, że połączenie sił przez AMS i

Stroer Polska jest rozsądnym ruchem i korzystnym z punktu widzenia Agory, gdyż zwiększa szanse na wygraną.

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

## JW Construction: rezygnacja z udziału w budowie Hiltona

<b>JW Construction</b>		<b>Trzymaj</b>
JWC PW		
Kurs akcji PLN	17.87	
Wycena	16.11	
Kapitalizacja €m	244.3	
Free Float	18.1%	
	EPS	P/E
FY09	1.8	9.7
FY10E	2.0	8.8
FY11E	0.9	19.4

W wywiadzie z Parkietem, przewodniczący rady nadzorczej Józef Wojciechowski poinformowała, że spółka ostatecznie wycofała się z joint venture budującego hotel Hilton we Wrocławiu. Strony uczestniczące w tym przedsięwzięciu nie mogły dojść do porozumienia w kwestii wyboru głównego wykonawcy. Spółka chciała, aby to jej firma budowlana pełniła tę rolę. Środki przeznaczone na udział w budowie Hiltona JWC zamierza teraz wykorzystać na zakup dodatkowych gruntów. Wojciechowski oznajmił, że na rynku jest wiele atrakcyjnych ofert i spółka jest bliska zakupu gruntu kilku działek na warszawskiej Woli i podkreślił, że w grę wchodzi jedynie działki, które mają już wszystkie potrzebne pozwolenia na budowę, gdyż pozwoli to na szybkie rozpoczęcie realizacji nowych inwestycji. Spółka negocjuje także zakup gruntów w Gdańsku, Wrocławiu i Krakowie.

### Naszym zdaniem:

Wycofanie się spółki z budowy hotelu będzie miało prawdopodobnie jedynie niewielki negatywny wpływ na dzisiejsze notowania JWC. Mimo że spółka podkreślała, że nie wyklucza w przyszłości współpracy z partnerami z wrocławskiego projektu, uważamy, że rynek już uwzględnił w cenie akcji przerwanie współpracy w związku z wygaśnięciem w czerwcu umowy joint venture. Nie ma to wpływu na naszą wycenę, gdyż nie włączyliśmy tego projektu do naszych prognoz biorąc pod uwagę jego początkowe stadium.

cezary.bernatek@kbcsecurities.pl

## Branża detaliczna: Tesco wchodzi na rynek

Według Dziennika Gazety Prawnej, brytyjskie Tesco zamierza uruchomić sieć sprzedaży odzieżowej marki F&F. Pierwszy sklep zostanie prawdopodobnie otwarty w Czechach. Jeśli okaże się sukcesem, spółka wejdzie z marką na rynki innych krajów, na przykład Polski.

### Naszym zdaniem:

Oczekujemy neutralnego wpływu informacji na dzisiejsze notowania LPP. Tesco próbuje zdywersyfikować działalność i poprawić marżę. Już dziś w ofercie hypermarketów Tesco znajduje się tania odzież męska, damska i dziecięca marki F&F, chociaż rozpoznawalność tej marki w Polsce jest raczej niska. Uważamy, że ekspansja sklepów odzieżowych Tesco na polskim rynku jest raczej mało prawdopodobna w najbliższej przyszłości. Z drugiej strony, jeśli Tesco postawi na rozwój marki odzieżowej w kierunku modowymi, będzie mogła uruchomić małe/średniej wielkości sklepy w centrach handlowych w nadchodzących latach. Wtedy Tesco stałoby się bezpośrednim rywalem polskich spółek detalicznych notowanych na GPW (na przykład LPP i Redan).

kamil.szlaga@kbcsecurities.pl

## Prognozy wyników kwartalnych

### PKO BP: prognoza wyników za II kw. 2010

<b>PKO BP</b>	<b>Kupuj</b>	
PKO PW		
Kurs akcji PLN	40.95	
Wycena	43.15	
Kapitalizacja m€	10,675.5	
Free Float	48.8%	
	EPS	P/E
FY09	2.2	18.5
FY10E	2.6	15.7
FY11E	3.3	12.3

4 sierpnia bank opublikuje swoje wyniki za II kwartał br. Jeszcze nie jest dostępny konsensus prognoz. Prognozujemy 750 mln zł zysku netto (+4,2% kw./kw. i +23,0% r/r). Oczekujemy przyzwoitych przychodów zarówno z działalności podstawowej, jak i niekluczowej (+4,3% r/r) pod wpływem przede wszystkim zwiększenia udziału w rynku kredytów. Marża odsetkowa netto powinna wzrosnąć o 2 pb kw./kw. do 3,79% średniej wartości aktywów pod wpływem wzrostu wolumenu i spadku stawek oprocentowania. Oczekujemy, że w II kw. br. rezerwy netto pozostały na wysokim poziomie (141 pb średniej wartości kredytów brutto). Natomiast koszty operacyjne powinny, według naszych szacunków, zanotować 6,2% wzrost kw./kw. (w I kwartale widoczne były efekty kontroli kosztów pozaosobowych).

marta.czajkowska@kbcsecurities.pl

#### PKO BP: prognoza wyników za II kw. 2010 roku (mln PLN)

				Zmiana (%)				Zmiana
	2Q09	1Q10	2Q10P			6m09	6m10P	(%)
	MSSF	MSSF	MSSF	r/r	kw./kw.	MSSF	MSSF	r/r
<b>Wynik odsetkowy netto</b>	<b>1,108.5</b>	<b>1,474.5</b>	<b>1,499.8</b>	<b>35.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2,301.6</b>	<b>2,974.3</b>	<b>29.2</b>
Wynik z tyt. prowizji i opłat	621.9	725.4	750.8	20.7	3.5	1,171.8	1,476.2	26.0
Wynik na dział. finansowej i z pozycji wymiany	349.4	117.4	137.4	-60.7	17.0	705.3	254.8	-63.9
Pozostały zysk	186.5	92.0	124.2	-33.4	35.0	311.2	216.3	-30.5
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>1,157.7</b>	<b>934.9</b>	<b>1,012.4</b>	<b>-12.5</b>	<b>8.3</b>	<b>2,188.3</b>	<b>1,947.3</b>	<b>-11.0</b>
<b>Przychody ogółem</b>	<b>2,266.2</b>	<b>2,409.4</b>	<b>2,512.2</b>	<b>10.9</b>	<b>4.3</b>	<b>4,489.9</b>	<b>4,921.6</b>	<b>9.6</b>
Koszty ogólne (z amortyzacją)	-993.6	-1,014.2	-1,076.6	8.3	6.2	-2,075.1	-2,090.8	0.8
Pozostałe koszty	-76.1	-62.9	-75.5	-0.8	20.0	-155.0	-138.5	-10.6
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-1,069.7</b>	<b>-1,077.2</b>	<b>-1,152.1</b>	<b>7.7</b>	<b>7.0</b>	<b>-2,230.1</b>	<b>-2,229.3</b>	<b>0.0</b>
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>1,196.5</b>	<b>1,332.2</b>	<b>1,360.1</b>	<b>13.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2,259.8</b>	<b>2,692.4</b>	<b>19.1</b>
Saldo rezerw	390.5	425.1	437.9	12.1	3.0	764.1	863.0	12.9
<b>Zysk operacyjny netto</b>	<b>806.0</b>	<b>907.1</b>	<b>922.2</b>	<b>14.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1,495.7</b>	<b>1,829.3</b>	<b>22.3</b>
Zysk nadzwyczajny	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Odpis wartości firmy z konsolidacji	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>Zysk brutto</b>	<b>806.0</b>	<b>907.1</b>	<b>922.2</b>	<b>14.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1,495.7</b>	<b>1,829.3</b>	<b>22.3</b>
Opodatkowanie	-183.4	-183.5	-175.2	-4.5	-4.5	-335.6	-358.8	6.9
Udział w zyskach podm. powiązanych	-5.8	-4.4	4.4	n.m.	n.m.	-0.3	0.0	n.m.
Zysk/ strata akcj. mniejszościowych	-6.9	0.8	-1.0	-85.3	n.m.	-9.2	-0.2	-97.9
<b>Zysk netto</b>	<b>609.9</b>	<b>720.0</b>	<b>750.4</b>	<b>23.0</b>	<b>4.2</b>	<b>1,150.6</b>	<b>1,470.4</b>	<b>27.8</b>

Źródło: PKO BP, KBC Securities

## Pekao: prognoza wyników za II kw. 2010

<b>Bank Pekao</b>	<b>Sprzedaj</b>	
PEO PW		
Kurs akcji PLN	166.90	
Wycena	139.00	
Kapitalizacja m€	10,943.0	
Free Float	40.6%	
	EPS	P/E
FY09	9.2	18.2
FY10E	9.9	16.9
FY11E	11.4	14.7

4 sierpnia bank opublikuje swoje wyniki za II kwartał br. Jeszcze nie jest dostępny konsensus prognoz. Prognozujemy 608,8 mln zł zysku netto (+1,0% kw./kw., ale -0,7% r/r). Oczekujemy 2,1% wzrostu kw./kw. przychodów i poprawy marży odsetkowej netto do 3,21%, (+4 pb kw./kw.), a także 3,4% wzrostu kw./kw. wyniku z tytułu prowizji i opłat, pomimo niższych prowizji na działalności na rynku kapitałowym. Oczekujemy utrzymania w ryzach kosztów (+1,9% kw./kw.) w omawianym kwartale i zakładamy, że poziom rezerw będzie zgodny z prognozą zarządu i na poziomie podobnym do 74 pb (poniżej średniej w sektorze bankowym).

marta.czajkowska@kbcsecurities.pl

### Bank Pekao: prognoza wyników za II kw. 2010 roku

(mln PLN)	Zmiana (%)					Zmiana (%)		Zmiana (%) r/r
	2Q09	1Q10	2Q10F	r/r	kw./kw.	6M09	6M10F	
<b>Wynik z tyt. odsetek</b>	<b>966.2</b>	<b>1,025.9</b>	<b>1,034.7</b>	<b>7.1</b>	<b>0.9</b>	<b>1,889.0</b>	<b>2,060.6</b>	<b>9.1</b>
Wynik z tytułu opłat i prowizji	553.7	572.2	591.9	6.9	3.4	1,082.4	1,164.1	7.6
Wynik na dział. finansowej i z pozycji wymiany	270.4	136.4	143.9	-46.8	5.5	480.8	280.3	-41.7
Pozostały zysk netto i zysk netto z dział. inwestycyjnej	56.4	51.6	52.5	-6.9	1.8	121.8	104.1	-14.6
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>880.5</b>	<b>760.2</b>	<b>788.3</b>	<b>-10.5</b>	<b>3.7</b>	<b>1,684.9</b>	<b>1,548.5</b>	<b>-8.1</b>
<b>Przychody łączne</b>	<b>1,846.7</b>	<b>1,786.1</b>	<b>1,823.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>3,573.9</b>	<b>3,609.1</b>	<b>1.0</b>
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-938.0</b>	<b>-903.6</b>	<b>-920.8</b>	<b>-1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>-1,862.9</b>	<b>-1,824.4</b>	<b>-2.1</b>
<b>Zysk operacyjny przed rezerwami</b>	<b>908.7</b>	<b>882.5</b>	<b>902.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1,711.0</b>	<b>1,784.7</b>	<b>4.3</b>
Saldo rezerw	-153.4	-140.9	-147.7	-3.8	4.8	-245.1	-288.5	17.7
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>755.3</b>	<b>741.7</b>	<b>754.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1,465.9</b>	<b>1,496.2</b>	<b>2.1</b>
Zysk nadzwyczajny	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Odpis wartości firmy z konsolidacji	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>Zysk brutto</b>	<b>755.3</b>	<b>741.7</b>	<b>754.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1,465.9</b>	<b>1,496.2</b>	<b>2.1</b>
Podatek dochodowy	-140.9	-136.7	-143.4	1.7	4.9	-281.9	-280.1	-0.7
<b>Zysk netto z dział. kontynuowanej</b>	<b>614.3</b>	<b>605.0</b>	<b>611.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1,184.0</b>	<b>1,216.1</b>	<b>2.7</b>
<b>Zysk netto z dział. zaniechanej</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>n.m.</b>
Udział mniejszości	-1.1	-2.2	-2.3	102.2	3.0	-4.5	-4.5	1.2
<b>Zysk netto</b>	<b>613.2</b>	<b>602.7</b>	<b>608.8</b>	<b>-0.7</b>	<b>1.0</b>	<b>1,179.5</b>	<b>1,211.6</b>	<b>2.7</b>

Źródło: Bank Pekao, KBC Securities

## BRE Bank: prognoza wyników za II kw. 2010

<b>BRE Bank</b>		<b>Kupuj</b>
BRE PW		
Kurs akcji PLN	263.80	
Wycena	253.40	
Kapitalizacja €m	1,950.7	
Free Float	30.2%	
	EPS	P/E
FY09	4.3	60.8
FY10E	15.8	16.7
FY11E	20.0	13.2

4 sierpnia bank opublikuje swoje wyniki za II kwartał br. Prognozujemy 118,1 mln zł zysku netto (+2,3% kw./kw.) w porównaniu z 61,6 mln zł straty tok temu. Jeszcze nie jest dostępny konsensus prognoz. Oczekujemy 8,0% wzrostu kw./kw. przychodów pod wpływem poprawy marży odsetkowej netto o 10 pb kw./kw. do 1,98%, na która pozytywnie w II kw. br. powinny oddziaływać cięcia oprocentowania depozytów i 2 mld zł dodatkowych środków pozyskanych z emisji praw do akcji oraz poprawy wyniku handlowego netto i wyniku z pozycji wymiany. Natomiast Prognozujemy 0,9% spadek kw./kw. wyniku z tytułu prowizji i opłat w II kwartale w konsekwencji zbyt wolnego wzrostu wolumenów po korektach o różnice kursowe. Zakładamy, że stosunkowo przyzwoity wzrost przychodów co najmniej częściowo zostanie zniwelowany przez wyższe koszty operacyjne, które powinny w II kw. br. zwiększyć się, według naszych prognoz, o 7,0% kw./kw. pod wpływem kosztów zarządu oraz wzrostu wymogów rezerw obowiązkowych (do 145 pb średniej wartości aktywów).

marta.czajkowska@kbcsecurities.pl

### BRE Bank: prognoza wyników za II kw. 2010 roku

(mln PLN)				Zmiana (%)				Zmiana (%)
	2Q09	1Q10	2Q10F	r/r	kw./kw.	6M09	6M10F	
	IFRS	IFRS	IFRS	r/r	kw./kw.	IFRS	IFRS	r/r
<b>Wynik z tyt. odsetek</b>	<b>431.5</b>	<b>390.5</b>	<b>426.5</b>	<b>-1.2</b>	<b>9.2</b>	<b>828.6</b>	<b>817.0</b>	<b>-1.4</b>
Wynik z tytułu opłat i prowizji	158.1	173.9	172.3	9.0	-0.9	280.0	346.2	23.7
Wynik na dział. handlowej	103.2	96.5	122.1	18.2	26.5	209.6	218.6	4.3
Pozostały zysk operacyjny	66.6	52.1	49.5	-25.7	-5.1	156.7	101.6	-35.2
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>327.9</b>	<b>322.5</b>	<b>343.9</b>	<b>4.9</b>	<b>6.6</b>	<b>646.3</b>	<b>666.4</b>	<b>3.1</b>
<b>Dochód ogółem</b>	<b>759.4</b>	<b>713.1</b>	<b>770.4</b>	<b>1.4</b>	<b>8.0</b>	<b>1,474.9</b>	<b>1,483.4</b>	<b>0.6</b>
Koszty ogólne	363.2	354.1	379.0	4.4	7.0	722.3	733.2	1.5
Pozostałe koszty operacyjne	44.6	24.1	34.9	-21.7	45.0	87.6	59.0	-32.6
<b>Koszty ogółem</b>	<b>407.7</b>	<b>378.2</b>	<b>414.0</b>	<b>1.5</b>	<b>9.4</b>	<b>809.9</b>	<b>792.2</b>	<b>-2.2</b>
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>351.7</b>	<b>334.8</b>	<b>356.4</b>	<b>1.3</b>	<b>6.4</b>	<b>665.0</b>	<b>691.3</b>	<b>3.9</b>
Saldo rezerw	438.8	177.1	195.1	-55.5	10.2	648.9	372.2	-42.6
<b>Zysk operacyjny netto</b>	<b>-87.1</b>	<b>157.8</b>	<b>161.3</b>	<b>n.m.</b>	<b>2.2</b>	<b>16.2</b>	<b>319.1</b>	<b>1,871.1</b>
Zysk nadzwyczajny	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Wartość firmy z konsolidacji	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>Zysk brutto</b>	<b>-87.1</b>	<b>157.8</b>	<b>161.3</b>	<b>n.m.</b>	<b>2.2</b>	<b>16.2</b>	<b>319.1</b>	<b>1,871.1</b>
Podatek dochodowy	22.0	-35.2	-36.8	n.m.	4.5	-5.6	-72.0	1,189.6
Udział w zysku podmiotów zależnych	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Udział akcji. mniejszościowych	3.6	-7.2	-6.5	n.m.	-10.0	5.1	-13.6	n.m.
Działalność zaniechana (netto)	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>Zysk netto</b>	<b>-61.6</b>	<b>115.4</b>	<b>118.1</b>	<b>n.m.</b>	<b>2.3</b>	<b>15.7</b>	<b>233.5</b>	<b>1,390.6</b>

Źródło: BRE Bank KBC Securities

## Spółki pokrywane

Spółka	Ticker	Rekomendacja	Cena	Wycena	Potencjał wzrostu (%)	C/Z 10E	C/Z 11E
Agora	AGO PW	Kupuj	24.31	27.50	13.1	32.3	16.7
Amrest	EAT PW	Kupuj	71.30	79.50	11.5	23.9	17.2
Asseco	ACP PW	Trzymaj	55.85	60.00	7.4	10.6	11.6
Asseco SL	ACS PW	Kupuj	22.74	30.00	31.9	13.2	9.7
Bank Millennium	MIL PW	Trzymaj	4.72	4.80	1.7	19.7	12.3
Bank Pekao	PEO PW	Sprzedaj	166.30	139.00	-16.4	16.8	14.6
Bioton	BIO PW	Sprzedaj	0.20	0.16	-20.0	14.1	14.9
BRE Bank	BRE PW	Kupuj	263.50	253.40	-3.8	16.7	13.2
Budimex	BDX PW	Trzymaj	90.80	91.42	0.7	12.4	13.5
BZ WBK	BZW PW	Trzymaj	191.50	200.80	4.9	13.6	11.7
Cersanit	CST PW	Trzymaj	13.86	13.86	0.0	10.9	11.0
Cinema City	CCI PW	Kupuj	39.10	41.00	4.9	18.1	17.1
Comarch	CMR PW	Trzymaj	84.50	95.00	12.4	17.0	13.7
Comp	CMP PW	Kupuj	68.05	75.00	10.2	11.7	10.3
Cyfrowy Polsat	CPS PW	Trzymaj	14.79	18.00	21.7	11.4	9.4
Dom Development	DOM PW	Sprzedaj	46.49	46.15	-0.7	22.9	13.4
Echo Investment	ECH PW	Kupuj	4.61	5.24	13.7	12.0	10.8
Elstar Oils	ELS PW	Trzymaj	6.82	8.64	26.7	12.2	9.2
Emperia	EMP PW	Kupuj	81.00	90.00	11.1	15.4	12.9
Empik M & F	EMF PW	Trzymaj	18.00	18.00	0.0	21.6	15.5
Eurocash	EUR PW	Trzymaj	23.15	21.50	-7.1	23.9	19.3
Getin Holding	GTN PW	Kupuj	9.99	11.78	17.9	21.7	9.9
Grupa Lotos	LTS PW	Kupuj	32.50	38.90	19.7	7.4	5.8
GTC	GTC PW	Kupuj	24.08	26.94	11.9	11.4	7.7
ING BSK	BSK PW	Trzymaj	796.00	773.90	-2.8	14.9	12.9
JW Construction	JWC PW	Trzymaj	17.86	16.11	-9.8	8.8	19.4
Kęty	KTY PW	Trzymaj	106.30	113.00	6.3	13.9	12.5
KGHM	KGH PW	Kupuj	107.40	115.00	7.1	9.5	9.3
LC Corp	LCC PW	Kupuj	1.52	1.89	24.3	22.5	14.8
LPP	LPP PW	Sprzedaj	1,785.00	1,540.00	-13.7	20.1	13.9
Netia	NET PW	U.R.	4.92			32.8	18.8
NG2	CCC PW	Kupuj	57.30	63.50	10.8	15.1	13.1
Nowa Gala	CNG PW	Kupuj	2.89	3.00	3.8	11.1	9.0
PBG	PBG PW	Kupuj	231.20	247.00	6.8	13.5	12.2
PGNiG	PGN PW	Kupuj	3.55	4.32	21.7	12.4	11.2
PKN Orlen	PKN PW	Trzymaj	39.76	36.00	-9.5	12.4	10.0
PKO BP	PKO PW	Kupuj	40.92	43.15	5.4	15.7	12.3
Polimex	PXM PW	Kupuj	4.71	5.90	25.3	13.0	12.4
Ronson	RON PW	Kupuj	1.66	2.07	24.7	11.4	16.7
Sygnity	SGN PW	Sprzedaj	13.35	12.00	-10.1	n.m.	n.m.
TPSA	TPS PW	Kupuj	15.75	17.50	11.1	16.3	15.5
TVN	TVN PW	Trzymaj	17.31	17.00	-1.8	26.7	26.2
Vistula	VST PW	Kupuj	2.63	3.40	29.3	15.4	8.0

## Lista kontaktów

### Analitycy

<b>Dyrektor, Banki</b>	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
<b>Banki</b>	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>micHAL.konarski@kbcsecurities.pl</i>
<b>Paliwa, Farmaceutyki</b>	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
<b>Telekomunikacja, Media, IT</b>	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
<b>Handel Detaliczny</b>	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
<b>Przemysł, Metale</b>	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
<b>Nieruchomości, budownictwo</b>	Lucian Albuлесcu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bernatек@kbcsecurities.pl</i>
<b>Koordynator</b>	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
<b>Tłumacz</b>	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

### Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
--	------------------	------------------	--

KBC Securities NV  
Havenlaan 12  
Avenue du Port  
1080 Brussels  
Belgium  
Tel.: +32 2 417 44 04  
Fax: +32 2 429 47 07

KBC Securities NV Polish  
Branch  
Ul. Chmielna 85/87  
00 – 805 Warsaw  
Poland  
Tel.: +48 22 581 08 00  
Fax: +48 22 581 08 01

Patria Finance as  
Jungmanlistopadaa 24  
110 00 Praha 1  
Czech Republic  
Tel.: +420 221 424 111  
Fax: +420 221 424 204

KBC Securities NV Hungarian  
Branch  
Vigadó tér 1  
1051 Budapest  
Hungary  
Tel.: +361 483 4005  
Fax: +36 1 483 4001

KBC Financial Products  
140 East 45th Street  
2 Grand Central Tower - 42nd Floor  
NY 10017-3144 New York, US  
Tel.: +1 212 845 22 89  
Tel.: +1 866 917 88 88 (toll free)  
Fax: +1 212 845 2100

KBC Financial Products UK Limited  
111 Old Broad Street  
London, UK  
EC2N 1FP  
Tel.: +44 20 7614 6000  
Fax: +44 20 7614 6100

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities NV Oddział w Polsce, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities NV Oddział w Polsce.

Nadzór nad KBC Securities NV Oddział w Polsce sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które KBC Securities NV Oddział w Polsce uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities NV Oddział w Polsce nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities NV Oddział w Polsce, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities NV Oddział w Polsce. KBC Securities NV Oddział w Polsce nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.