


Rynek akcji
Polska

Komentarz poranny

Departament Analiz:

M. Marczak (22 6974738); M. Jeżewska (22 6974737)
P. Grzybowski (22 6974717); M. Stokłosa (22 697 47 41)

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

Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana	Indeks	Zamknięcie	Zmiana
DJIA	10 136,6	+0,00%	FTSE 100	5 188,4	+0,00%	Miedź (LME)	6 939,0	+0,00%
S&P 500	1 089,4	+0,00%	WIG20	2 433,8	+0,28%	Ropa (Brent)	73,7	+0,66%
NASDAQ	2 257,0	+0,00%	BUX	22 103,4	+0,75%	USD/PLN	3,31	-0,35%
DAX	5 964,3	+0,31%	PX	1 176,8	+0,60%	EUR/PLN	4,08	+0,02%
CAC 40	3 507,6	-0,21%	PLBonds 10	5,80	+0,33%	EUR/USD	1,23	+0,27%

Informacje ze spółek i sektorów

Banki

Nordea chce rosnąć na polskim rynku

Nordea Bank Polska chce w ciągu 5 lat pozyskać 7 – 8% rynku. Na koniec 2010 roku sieć oddziałów banku będzie liczyła 210 placówek, a docelowo ma ich być 400. Bank rozwija obecnie bankowość doradczą. Spory odsetek klientów banku to osoby zamożne, którym można zaoferować więcej niż rachunek i kredyt hipoteczny. Nie będzie to jednak poziom private banking, który ma zostać wprowadzony w tym roku. Obecnie bank koncentruje się na klientach zamożniejszych, jednak wkrótce w ofercie pojawi się również consumer finance. Dzisiaj Nordea BP kontroluje 2 – 4% rynku bankowego, w zależności od segmentu (np. segment samorządowy ok. 8% rynku). Szybko zwiększa udziały w rynku kredytów hipotecznych, generując obecnie miesięczną sprzedaż na poziomie ok. 250 mln PLN (4. miejsce na rynku). Bank zajmował 12. pozycję pod względem aktywów na koniec 2009 roku. Gdyby jednak policzyć również kredyty udzielane przez spółkę matkę, aby nie obciążać kapitałów banku w Polsce, to Nordea BP jest już przed Raiffeisenem, a nawet BGŻ, czyli w pierwszej dziesiątce. **Cela bardzo ambitny i będzie trudny do zrealizowania. Nordea w ubiegłym roku wykorzystała szansę i mocno weszła w rynek kredytów hipotecznych, gdzie przed kryzysem nie osiągała sukcesów. Jednak obecnie duży gracz wracają na rynek i coraz trudniej będzie zdobywać rynek. Tym bardziej, że każdy bank mówi obecnie o wzroście udziałów rynkowych, a rynek mamy tylko jeden. Z perspektywy dużych zagranicznych graczy posiadanie niewielkich udziałów w rynku (mimo że byłby on atrakcyjny) nie jest tak łakomym kąskiem. Kilko z nich może się nie udać. Naszym zdaniem może to doprowadzić do wycofania się kilku z nich z naszego rynku. A tak agresywne zapowiedzi ze strony wielu banków oznaczają jedno: konkurencję, a ta negatywnie wpływa na marżę.** (M. Jeżewska)

BNP Paribas Fortis chce sprzedać 400 mln PLN kredytów hipotecznych w 2010r.

BNP Paribas Fortis, który wprowadza do oferty dwuwalutowy kredyt hipoteczny (w ramach jednej umowy klient otrzymać może finansowanie w dwóch walutach – PLN i EUR), planuje, że w 2010 roku sprzedaż kredytów hipotecznych wyniesie 400 mln PLN. Obecnie wartość portfela kredytów hipotecznych banku wynosi około 4,4 mld PLN. Bank notuje wzrosty na tym rynku, za miesięczny napływ wniosków sięga około 100 mln PLN. **W dalszym ciągu oznacza to niewielką sprzedaż (poniżej 1% oczekiwanej przez nas na cały 2010 rok produkcji w sektorze: 45 – 48 mld PLN). Naszym zdaniem BNP Paribas jest ostrożny, bo rzeczywiście może starać się obecnie o przejęcie BZ WBK.** (M. Jeżewska)

BZ WBK

Trzymaj - z dn. 07.04.10
Cena docelowa 200,5 PLN

Francuskie banki jednak zainteresowane BZ WBK

Według informacji francuskiego dziennika „La Tribune”, który powołuje się na anonimowe osoby, faworytem w wyścigu o 70% udziałów w BZ WBK jest BNP, a zainteresowany jest także Societe Generale. Z informacji *Rzeczpospolitej* wynika, że poważnymi kandydatami do kupna udziałów w polskiej spółce jest brytyjski HSBC oraz hiszpański Santander. **W dalszym ciągu postrzegamy nabycie udziałów przez zagranicznego inwestora za najbardziej prawdopodobny scenariusz. Wszystkie wymienione wyżej banki nie mają w Polsce istotnej ekspozycji na rynek (największą ma BNP Paribas oraz Santander). Memorandum informacyjne jest w trakcie przygotowywania, zatem proces jeszcze nie nabral tempa. Doniesienia prasowe są zatem tylko spekulacją. I niewiadomo, czy prawdą jest, że Societe Generale wycofało się z procesu (o czym pisaliśmy nie tak dawno), czy jednak jest zainteresowany. Nie wiemy również na jakiej podstawie gazety typują faworytów, bo tym jest ten kto da więcej i uzyska zgodę nadzoru. W ostatnich dniach coraz głośniejszym jednak o pomysły „racjonalizacji” BZ WBK. Udziały miałyby zostać odkupione przez konsorcjum składające się z polskich instytucji. Odnosimy się do tego pomysłu z rezerwą.** (M. Jeżewska)

EneaAkumuluj – z dn. 30.03.10
Cena docelowa: 21,24 PLN**RWE nie weźmie udziału w prywatyzacji ENEI**

RWE podtrzymuje, że na moment obecny nie jest zainteresowany prywatyzacją ENEI. Głównym problemem ma być mała ilość dostępnych akcji (51%), co komplikuje zarządzanie firmą. RWE zaprzeczył jednocześnie, aby był zainteresowany kupnem spółki ENERGA. Enea natomiast potwierdziła zamiar złożenia wiążącej oferty w procesie prywatyzacji Zespołu Elektrowni Pątnów Adamów Konin.

PGNIGKupuj – z dn. 24.03.10
Cena docelowa: 4,32 PLN**Możliwe zakończenie negocjacji z Policami w czerwcu**

Prezes PGNIG widzi możliwość zakończenia negocjacji z Policami jeszcze w czerwcu bieżącego roku. Poinformował, że istnieje możliwość rozliczenia długu częściowo w gotówce, a częściowo w aktywach. Zadłużenie Polic wobec PGNIG wynosi obecnie 134 mln PLN. Prezes zapowiedział jednocześnie, że dzisiaj Spółka podejmie decyzję, czy weźmie udział w procesie prywatyzacji ENERGI. Termin składania pisemnych odpowiedzi na publiczne zaproszenie do negocjacji w sprawie nabycia akcji spółki upływa 1 czerwca 2010 roku o godzinie 11:00.

Zmiana cen

Dzisiaj PGNIG wprowadza podwyżkę taryfy. Średni wzrost gazu wysoko metanowego wyniesie 4,8%, natomiast zaazotowanego o 7,2-8,5%. Spółka zapowiada również złożenie wniosku do URE w sprawie podwyżki taryfy, jaka miałyby nastąpić we wrześniu.

CiechAkumuluj – z dn. 17.03.10
Cena docelowa: 39,20 PLN**Redukcja zatrudnienia w Zachemie**

Okolo 130 pracowników może zostać jeszcze w tym roku zwolniona z Zachemu, który należy do grupy Ciechu. Przedstawiciele związków Zachemu powiedzieli, że do końca 2012 roku z zakładów miałyby odejść nawet 350 pracowników. Termin upływu pakietu socjalnego upływa za miesiąc, co otwiera Spółce furtkę do potencjalnych zwolnień. Koszty całego procesu restrukturyzacji oszacowano na 5 mln PLN. Związku są już obecnie w sporze zbiorowym z Zarządem Zachemu. Spółka produkuje TDI i pianki poliuretanowe.

SygnityKupuj - z dn. 02.03.10
Cena docelowa: 18,2 PLN**Rejestracja połączenia z Aram**

Sąd zarejestrował połączenie z Aram.

KopexRekomendacja utajniona
do dnia 04.06.10 *****Zgoda UOKiK na przejęcie Ryfamy**

UOKiK zgodził się na przejęcie przez Kopex producenta przenośników zagrzebłowych – spółki Ryfama. Po przeprowadzeniu transakcji zakupu Kopex będzie posiadał 89,87% w kapitale zakładowym Ryfamy. **Informacja techniczna. Podtrzymujemy naszą rekomendację dla Kopexu. (J. Szkopek)**

PBGSprzedaj - z dn. 13.05.10
Cena docelowa: 194,0 PLN**Sprzedaż spółki Infra za 8,45 mln PLN**

PBG, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, dokonało sprzedaży wszystkich posiadanych walorów spółki Infra za kwotę 8,45 mln PLN (0,3% kapitalizacji PBG). PBG posiadało prawie 100% akcji Infra. **Wiadomość neutralna, wartość sprzedanych walorów jest niewielka. Trudno ocenić cenę sprzedaży. W latach przeszłych Infra realizowała nawet 140 mln PLN przychodów, sądzymy jednak, że przed sprzedażą pakietu akcji struktura firmy mogła ulec zmianie. PBG zapowiadało już wcześniej, że wypłaci ze spółki dużą dywidendę przed sprzedażą (>40 mln PLN). Nie wykluczone też, że przed sprzedażą udziałów, spółka została pozbawiona pewnych kompetencji / składników majątku / części kadry. (M. Stokłosa)**

Do końca roku uruchomienie kopalni kruszyw

Do końca roku spółka zależna PBG zakończy wartość 240 mln PLN inwestycję w uruchomienie kopalni kruszyw w Tłumaczowie w woj. dolnośląskim. Docelowo zakład będzie produkował 3 mln ton kruszyw rocznie. Do tej pory inwestycja pochłonęła 140 mln PLN. Spółka zapewnia finansowanie inwestycji i jest jej generalnym wykonawcą. Spółka posiada w kopalni 18,8% udziałów (główny udziałowcem jest cypryjski fundusz Esmer Holdings Ltd. – 48,8% udziałów). **Trudno jednoznacznie ocenić, czy i w jakim stopniu inwestycja może pozytywnie wpływać na rentowność biznesu drogowego. Dużo zależy od podaży kruszyw na rynku. W przypadku wzrostu cen kruszyw, posiadanie własnych złóż faktycznie może pomagać spółce utrzymać marżę na rozsądnym poziomie (7-9% brutto na sprzedaży). Trudno jednak powiedzieć, czy PBG, które posiada mniejszościowy udział w kopalni, może liczyć na „ulgowe” warunki w zakresie sprzedaży kruszyw. Prawdopodobnie, warunki te będą rynkowe. Z pośród dużych spółek, Strabag, krajowy lider drogownictwa, posiada własne zaplecze w zakresie kopalni kruszyw i wytwórni mas bitumicznych. (M. Stokłosa)**

RafakoAkumuluj - z dn. 20.05.10
Cena docelowa: 14,0 PLN**Kontrakt za 130 mln PLN**

Rafako podpisało kontrakt z Elektrownią Stalowa Wola na rozbudowę kotła do spalania biomasy, wraz z instalacją magazynowania, przygotowania i transportu biomasy do kotła. Wartość umowy to 130 mln PLN (około 12,5% prognozowanych na rok 2010 przychodów Rafako). **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami, wcześniej spółka informowała o wyborze oferty przez zamawiającego. (M. Stokłosa)**

Trakcja Polska

Trzymaj - z dn. 06.05.10
Cena docelowa: 4,16 PLN

Umowa na modernizację LCS Działdowo

Konsorcjum z udziałem Trakcji Polskiej podpisało umowę na modernizację LCS Działdowo. W konsorcjum bierze udział 7 firm (Trakcja Polska, PRKiL, PRK Kraków, Eiffage Construction Ceska Republika, ZUE, PNiUIK, ZRK – Dom). Wartość kontraktu to 781,1 mln PLN (115% przychodów prognozowanych na rok 2010). Realizacja prac potrwa 20 miesięcy. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. Udział Trakcji w konsorcjum sięga 50%, jednak spółka zaksięguje całe przychody z kontraktu. M.in. z tego powodu marża na zleceniu nie będzie wysoka (5,5-6% brutto na sprzedaży). Zlecenie pozwoli częściowo, choć nie w pełni wykorzystać moce spółki w Q4 2010. Pomimo podpisanego zlecenia, spadek wyników spółki i marż będzie widoczny w Q3 i Q4 2010. Pozyskanie kontraktu zostało uwzględnione w naszych prognozach.** (M. Stokłosa)

Echo Investment

Echo planuje sprzedać 2 biurowce i 2 centra handlowe

W tym półroczu spółka wytypowała kilka projektów, które mogą być sprzedane. Są to 2 biurowce i 2 centra handlowe. Są to inwestycje charakteryzujące się dobrą lokalizacją, są one wynajęte na stabilnych warunkach rynkowych. Pozyskane ze sprzedaży środki przeznaczone mają być na inwestycje. Na początku grudnia 2009 prezes spółki również informował, że nie wyklucza sprzedaży nieruchomości z portfela. Oferowane wówczas ceny nie były jednak atrakcyjne. Od początku roku Echo kupiło 3 działki: Wrocław, ul. Swobodna/Borkowska (6 mln PLN, 10 tys. m², 20 tys. PUM, biura), Katowice, Kościuszki (19 mln PLN, 54 tys. m², 50 tys. PUM, handel), Warszawa, Beethovena (70 mln PLN, 34 tys. m², 60 tys. PUM, biura, umowa przedwstępna). **Sprzedaż 2 biurowców i 2 centrów handlowych, a następnie reinwestowanie pozyskanych środków mogłoby pozwolić na istotny wzrost wartości spółki, nawet o 10%. Dźwignia w przypadku Echo jest znacznie większa niż w przypadku GTC, gdyż spółka po prostu posiada mniejsze aktywa i mniejszą kapitalizację. Nie wiemy, czy wymienione przypadki zakupu gruntów biorą pod uwagę ewentualny dług spółek celowych, w których mogły znajdować się grunty oraz inne zobowiązania wobec właścicieli.** (M. Stokłosa)

Plany uruchamiania nowych projektów

Echo planuje w 2010 roku uruchomić budowę projektów biurowych w Poznaniu i Łodzi oraz projektu handlowego w Szczecinie (Galeria Astra). Spółka potwierdza wcześniejsze plany uruchomienia 12 projektów mieszkaniowych. W latach 2010-2014 Echo planuje rozpocząć 14 projektów biurowych na 260 tys. m². W latach 2010-2015 spółka ma oddać 18 projektów (340 tys. m²). Do 2013 roku spółka chce zrealizować 13 obiektów handlowych (450 tys. m²). W 2011 roku mają być rozpoczęte dwa projekty zagraniczne (Mundo, Brasov). W przygotowaniu jest realizacja hotelu Novotel w Łodzi. Rozpoczęcie budowy planowane jest w 2010 roku. W 2010 roku Echo planuje rozpocząć 12 projektów mieszkaniowych (120 tys. m², 950 mieszkań) oraz rozpocząć sprzedaż działek o powierzchni 210 tys. m² (216 działek). W latach 2011-2013 spółka planuje rozpocząć 13 kolejnych projektów o powierzchni 40 tys. m². **Na plany rozpoczynania nowych projektów istotnie wpływać będzie sprzedaż nieruchomości.** (M. Stokłosa)

Pozostałe wiadomości ze spółek

Banki	NBP: Średnie oprocentowanie kredytu w CHF na cele mieszkaniowe w IV wyniosło 3,8 proc. Dane NBP dotyczące stanów oznaczają, że są to dane o średnim oprocentowaniu wszystkich istniejących umów na koniec okresu sprawozdawczego, zarówno tych zawartych przed miesiącem sprawozdawczym i nadal obowiązujących, jak i umów nowo zawartych.
Boryszew	Boryszew liczy na rozstrzygnięcie rozmów ws. przejęcia w ciągu 2-3 tygodni. Spółka Boryszew prowadzi "bardzo zaawansowane" rozmowy na temat podmiotu z sektora przemysłu ciężkiego o wartości ok. 100 mln PLN i liczy na rozstrzygnięcie tych negocjacji w ciągu 2-3 tygodni.
Budownictwo	Wielkość produkcji budowlanej w 2010 r. może być niższa niż w 2009 r. Jest możliwe, że ze względu na ostrą zimę oraz powódź wielkość produkcji budowlanej w 2010 roku będzie niższa niż w 2009 roku. Jego zdaniem, liczba mieszkań oddanych do użytku w bieżącym roku osiągnie 160 tys.
Comarch	Zarząd Comarchu będzie mógł podwyższyć kapitał zakładowy o 1 mln PLN do 2013 r. WZA Comarchu zwołane na 28 czerwca podejmie uchwałę o zmianach w statucie, które zakładają m.in. upoważnienie zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego o 1 mln PLN do 27 czerwca 2013 r. W projektach na ZWZ zwołanego na 28 czerwca zawarto projekt m.in. o przekazaniu całego zeszłorocznego zysku na kapitał zapasowy.
Deweloperzy	Liczba oddawanych mieszkań do '13 będzie spadać; w '10 wyraźnie poniżej 150 tys. Zdaniem prezesa firmy doradczej REAS Kazimierza Kirejczyka przez najbliższe 3 lata liczba mieszkań oddawanych do użytku będzie spadać - w tym roku oddanych zostanie do użytku wyraźnie poniżej 150 tys. mieszkań, a w 2013 r. ich liczba spadnie do 120 tys. Jego zdaniem, liczba mieszkań rozpoczynanych w 2010 roku wzrośnie o 15-20 proc. rdr, a ceny mieszkań w najbliższych kilkunastu miesiącach będą stabilne.

EMC	EMC złożył jedną z dwóch wiążących ofert na zakup Uzdrowiska Szczawno-Jedlina w Szczawnie Zdroju. Ofertę na zakup uzdrowiska złożyło też konsorcjum: Tokel Art Jerzy Keller z siedzibą w Warszawie, Tokel Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, Jedlina Sp. z o.o. z siedzibą w Jedlinie Zdroju.
Enea	Enea zamierza złożyć ofertę wiążącą na PAK oraz KWB Adamów i Konin. Enea zamierza złożyć ofertę wiążącą w prywatyzacji KWB Adamów, KWB Konin oraz Zespołu Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin. Enea zamierza złożyć ofertę wiążącą w prywatyzacji KWB Adamów, KWB Konin oraz Zespołu Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin.
Eurocash	UOKiK wydał zgodę Eurocash na przejęcie aktywów dystrybucyjnych CEDC.
FAM	Fortis Bank Polska jest gotowy podpisać umowy kredytowe z warunkami restrukturyzacji. Porozumienie spółek z grupy Fam z Fortisem było jednym z warunków zawartej wcześniej ugody między grupą a Bankiem Millennium.
Fortis	BNP Paribas Fortis chce w 2010 roku sprzedać kredyty hipoteczne za 400 mln PLN.
Gastel Żurawie	Zarząd spółki i PGMB Budopolu przedłużyły do 31 października prawo wyłączności negocjacyjnej dla Gastel Żurawi.
Hydrotor	Hydrotor planuje 1 PLN lub 2 PLN dywidendy na akcję z zysku za 2009 rok. Proponowanym dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 30 sierpnia, a dniem jej wypłaty 15 września.
Infovide-Matrix	Nowy prezes Infovide-Matrix chce zwiększyć potencjał grupy m.in. przez przejęcia. Jan Maciejewicz, który od 1 czerwca obejmie stanowisko prezesa Infovide-Matrix, widzi możliwość wzmocnienia potencjału grupy, poszerzenia oferty i wejścia na nowe rynki m.in. poprzez przejęcia innych podmiotów. Wśród ważnych obszarów działań nowy prezes wymienia m.in. zwiększenie integracji grupy kapitałowej, wzmocnienie ładu korporacyjnego i zwiększenie efektywności działania.
Kofola	Sąd w Koszalinie ogłosił postanowienie o ogłoszeniu upadłości likwidacyjnej Pomorskiego Centrum Dystrybucji HOOP (spółki zależnej Kofoli).
Lentex	Pracownicy Lenteksu chcą podwyżki w wysokości 350 PLN z wyrównaniem od początku roku. Według Eryka Karskiego, prezesa spółki Lentex, taka podwyżka nie jest możliwa.
Lotos	Aktualizacja strategii Grupy Lotos po czerwcu.
LPP	W ramach programu motywacyjnego na lata 2010-2012 pracownicy będą mogli objąć na preferencyjnych warunkach 15 tys. akcji.
Magellan	Spółka zawarła z dostawcą sprzętu i artykułów medycznych do szpitali umowę poręczenia zobowiązań do 13,3 mln PLN.
MOL	Węgierskie media podają, że rząd prowadzi negocjacje dotyczące odkupienia od rosyjskiego koncernu Surgutnieftgaz 21,2 proc. akcji MOL. Wartość ewentualnej transakcji mogłaby przekroczyć 1,77 mld USD.
PKN	PKN Orlen jest na etapie opracowywania zasad na jakich mógłby sprzedawać licencje na kawiarnie działające pod logo Stop Cafe i Stop Bistro Cafe.
Talex	Talex podpisał z firmą Chemia.com umowę dotyczącą dostaw oprogramowania. Kontrakt zawarto na trzy lata a jego szacunkowa wartość to 4 mln EUR (ok. 16 mln PLN).
Teta	Wezwanie Unit4 na akcje Tety ma szansę dojść do skutku. Wezwanie ogłoszone na akcje Tety przez Unit4 N.V. ma szansę zakończyć się powodzeniem z uwagi na stosunkowo nisko ustawiony próg jego dojścia do skutku. Poziomą cenę w wezwaniu jest interesujący i odpowiada wartości rynkowej spółki. Teta od kilku miesięcy prowadziła rozmowy z wzywającym w zakresie potencjalnej współpracy biznesowej.
TIM	TIM wezwał do sprzedaży 10 proc. akcji własnych po 11,10 PLN. Zapisy na sprzedaż akcji będą przyjmowane od 22 czerwca do 5 lipca.
TPSA	NSA oddalił 27 maja skargę kasacyjną TPSA w jednym z procesów w UKE, dotyczącym łączenia sprzedaży dostępu do Internetu z usługą telefoniczną.

Żywiec

Żywiec chce mieć więcej piwiarni z logo Warka. Do końca 2010 r. w Polsce ma działać ok. 100 lokali pod szyldem flagowej marki wicelidera rynku piwa. Obecnie działa w kraju 85 Piwiarni Wareckich. Są to lokale franczyzowe działające pod szyldem marki Warka, czołowego piwa notowanej na GPW grupy Żywiec.

Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

Beef-San	Podkarpacki Bank Spółdzielczy nabył 2,6 mln akcji w transakcji pakietowej, płacąc 0,52 PLN za akcję. Po nabyciu bank zwiększył udział w kapitale zakładowym do 44,8 proc. z 39,8 proc. przed dokonaniem zmiany.
Mennica	Fundusz zarządzany przez OFE PZU zwiększył udział w kapitale zakładowym do 5,39 proc., z 4,62 proc. przed zmianą.
Próchnik	Prezes zarządu nabył 0,7 mln akcji.
Wielton	ING TFI zwiększyło zaangażowanie w kapitale zakładowym do 5,2 proc. z 4,69 proc. przed dokonaniem zmiany.

Makroekonomia**3,0% wzrost PKB w I kw. 2010**

W I kw. 2010 dynamika PKB spadła do 3,0% z 3,3% zanotowanych w IV kw. 2010. Spadek dynamiki PKB w znacznym stopniu tłumaczą warunki pogodowe w I kw. (arktyczna zima i zahamowanie robót budowlanych).

Przechodząc do składowych PKB, w IV. Kw. 2010 zanotowano przyspieszenie konsumpcji prywatnej z 1,7% do 2,2% r/r. Dotkliwie, o 12,4% r/r, spadły natomiast inwestycje, które jeszcze w IV kw. 2009 za sprawą projektów infrastrukturalnych stały się sprawcą miłej niespodzianki. Musimy jednak podkreślić, że podana kontrybucja inwestycji do wzrostu i dynamika inwestycji nie wydają nam się spójne. Po rozmowach z GUSem nie udało nam się jednak ostatecznie wyjaśnić, czy któraś z podanych danych jest błędna (uważamy, że dynamika inwestycji mogłaby być wyższa, za czym przemawia dużo mniejsze hamowanie wartości dodanej w budownictwie, a przecież agregat inwestycji napędzany jest projektami infrastrukturalnymi). Pomimo dotkliwego spadku inwestycji nastąpiła w I kw. istotna odbudowa zapasów, które dodały aż 2,1pkt. proc. do wzrostu (w IV kw. kontrybucja ta była delikatnie ujemna). W I kw. zmniejszyła się natomiast dodatnia kontrybucja eksportu netto (z 2,4 do 0,7 pkt. proc.).

Po stronie podażowej w I kw. obserwowaliśmy kontynuację wzrostów wartości dodanej w przemyśle (wzrost dynamiki z 5,5 do 11,2% r/r). Warunki pogodowe spowodowały jednak załamanie budownictwa (spadek o 5,8% r/r). Prawdopodobnie warunki pogodowe przyczyniły się również do spadku wartości dodanej w usługach.

PKB w II kw. 2010 również pozostanie pod wpływem nadzwyczajnych efektów, w tym czynników pogodowych, które obniżą będą jego dynamikę. Szacujemy, że wzrost w II kw. może być nawet niższy niż 3% r/r.

Jak do tej pory odchylenia ścieżki wzrostu PKB od, powiedzmy trendu, powodowane były czynnikami nadzwyczajnymi. Przy założeniu, że od tego wpływu wolne będą dane w III kw. oczekiwaliśmy dalszego przyspieszenia dynamiki PKB do powyżej 3,5%. Ryzykiem średniookresowym jest jednak problem rozlania kryzysu zadłużeniowego na sektor bankowy, co również może mieć wpływ na dostępność kredytu i stawiać pod znakiem zapytania gładkie przejście gospodarki z fazy bezkredytowego ożywienia do fazy dojrzałego wzrostu gospodarczego.

BRE Bank S.A.

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)
research@brebank.com.pl

Kalendarium spółek**Wtorek /01.06.10/**

BPH	WZA spółki.
PEKAO	Dzień wypłaty dywidendy 2,90 zł na akcję.
TVN	Dzień wypłaty dywidendy 0,31 zł na akcję.

Środa /02.06.10/

EUROCASH	ZWZA spółki m.in. ws. wypłaty po 0,37 zł/akcję dywidendy.
----------	---

Piątek /04.06.10/

BUDIMEX	Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 6,80 zł na akcję.
DOM DEVELOPMENT	Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 0,80 zł na akcję.

Poniedziałek /07.06.10/

BUDIMEX Dzień ustalenia prawa do dywidendy 6,80 zł na akcję.
DOM DEVELOPMENT Dzień ustalenia prawa do 0,80 zł dywidendy na akcję

Kalendarium makro
Wtorek /01.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:58	UE	Publikacja indeksu PMI	Maj	55,9 pkt.	57,6 pkt.
11:00	UE	Publikacja danych dotyczących stopy bezrobocia			10%
16:00	USA	Publikacja danych dotyczących dynamiki wydatków na inwestycje budowlane		0,0%	0,2%
16:00	USA	Publikacja indeksu ISM	Maj	58,9	60,4

Środa /02.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Publikacja danych o inflacji PPI	Kwiecień	0,9% m/m	0,6% m/m
16:00	USA	Publikacja indeksu obrazującego liczbę przyszłych transakcji kupna domów na rynku wtórnym (Pending Home Sales Index)	Kwiecień	1,7%	5,3%

Czwartek /03.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:58	UE	Publikacja indeksu PMI	Maj	56 pkt.	55,6 pkt.
11:00	UE	Publikacja danych o dynamice sprzedaży detalicznej	Kwiecień		0% m/m
14:30	USA	Publikacja danych o dynamice wydajności pracy	I kw.	3,6%	3,6%
14:30	USA	Publikacja danych na temat dynamiki kosztów pracy	I kw.	-1,6% k/k	-5,6% k/k
14:30	USA	Publikacja danych o nowych podaniach o zasiłki dla bezrobotnych	Tydzień		
16:00	USA	Publikacja danych o dynamice zamówień na dobra trwałe	Kwiecień	2,9%	0%
16:00	USA	Publikacja danych o dynamice zamówień w przemyśle	Kwiecień	1,0%	1,3%
	Polska	Sesja na GPW nie odbędzie się.			


Piątek /04.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Publikacja danych dotyczących dynamiki PKB.		2,2% r/r	0,5% r/r
14:30	USA	Publikacja danych o stopie bezrobocia		9,8%	9,9%
14:30	USA	Publikacja danych o zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym		400 tys.	290 tys.
14:30	USA	Publikacja danych o dynamice płacy godzinowej		0,1% m/m	0% m/m


Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Akumuluj	18,80	16,90	2010-05-06	16,90	9,9
ACTION	Trzymaj	18,49	19,50	2010-04-07	22,00	12,5
AGORA	Utajniona do dnia			2010-06-02		
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,60	2010-05-10	4,65	10,1
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	57,90	2010-04-06	57,60	13,3
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	57,75	2010-05-11	57,50	4,5
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	104,50	2010-03-29	96,60	14,4
BZWBK	Trzymaj	200,50	206,00	2010-04-07	216,50	15,1
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,65	2010-05-06	12,00	13,5
CERSANIT	Redukuj	13,63	14,17	2010-04-01	16,03	15,8
CEZ	Trzymaj	140,30	140,30	2010-03-03	133,90	10,2
CIECH	Akumuluj	39,20	27,99	2010-03-17	33,40	11,0
COMARCH	Redukuj	93,10	91,00	2010-02-15	102,90	18,5
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,74	2010-03-25	15,79	13,0
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,90	51,50	2010-05-07	55,40	47,2
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	166,10	2010-03-12	171,00	16,1
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	88,00	2010-03-09	77,50	17,3
ENEA	Akumuluj	21,24	18,31	2010-03-30	18,91	12,4
ERBUD	Trzymaj	54,60	53,50	2010-03-11	53,30	13,1
EUROCASH	Redukuj	18,60	20,25	2010-05-06	20,61	21,7
FAMUR	Utajniona do dnia			2010-06-04		
GETIN	Trzymaj	10,34	10,24	2010-05-06	10,19	13,4
GTC	Utajniona do dnia			2010-06-04		
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	75,70	2010-04-07	83,90	15,6
ING BSK	Trzymaj	749,00	755,00	2010-04-07	766,00	14,5
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,72	2010-04-13	15,65	7,9
KĘTY	Trzymaj	120,36	107,00	2010-02-24	115,00	11,2
KGHM	Utajniona do dnia			2010-06-02		
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	8,45	2009-12-08	11,39	9,2
KOPEX	Utajniona do dnia			2010-06-04		
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,85	2010-04-07	14,60	33,4
LOTOS	Redukuj	26,50	31,85	2010-04-07	31,40	10,6
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	61,45	2010-05-19	72,45	11,2
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,74	2010-04-27	4,84	19,5
MONDI	Redukuj	67,30	66,35	2010-04-09	73,40	17,0
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	78,20	72,00	2010-05-06	68,30	13,4
NETIA	Trzymaj	4,30	4,91	2009-11-06	4,36	51,1
PBG	Sprzedaj	194,00	213,40	2010-05-13	233,50	14,2
PEKAO	Trzymaj	172,80	168,40	2010-03-05	165,50	16,6
PGE	Kupuj	27,90	21,09	2010-03-30	23,00	11,6
PGNiG	Kupuj	4,32	3,44	2010-03-24	3,70	10,0
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	38,50	2010-04-08	39,40	10,6
PKO BP	Trzymaj	40,10	41,20	2010-03-17	39,07	16,6
POLICE	Redukuj	5,50	5,40	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	5,16	4,45	2010-05-06	4,65	13,2
POLNORD	Kupuj	52,60	38,18	2010-04-13	39,29	23,5
PZU	Trzymaj	358,80	350,00	2010-05-11	312,50	13,4
RAFAKO	Akumuluj	14,00	13,50	2010-05-20	12,60	18,3
SYGNITY	Kupuj	18,20	15,50	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,54	2010-04-23	16,35	18,0
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,28	2010-05-06	4,14	17,2
TVN	Trzymaj	17,00	17,37	2010-05-19	18,00	20,6
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	81,00	2010-01-06	84,50	17,1
UNIBEP	Akumuluj	9,10	8,10	2010-05-14	7,90	14,0
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	64,80	2010-01-06	80,90	15,0

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /31.05.2010/

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE BANKI													
BZ WBK	206,0	17,0	15,1	11,8	16%	16%	18%	2,5	2,3	2,0	0,0%	1,9%	2,2%
Getin	10,2	26,4	13,4	10,8	7%	13%	14%	1,9	1,7	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	75,7	19,6	15,6	11,4	9%	10%	13%	1,6	1,5	1,5	0,0%	5,0%	5,1%
ING BSK	755,0	16,5	14,5	10,6	13%	13%	15%	2,0	1,8	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,9	124,6	33,4	9,7	1%	5%	15%	1,7	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,7	2690,6	19,5	11,0	0%	9%	12%	1,4	1,4	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	168,4	18,3	16,6	14,0	14%	14%	16%	2,4	2,3	2,2	0,0%	1,7%	4,8%
PKO BP	41,2	22,3	16,6	11,9	13%	15%	18%	2,5	2,3	2,1	2,4%	1,9%	3,0%
Mediana		21,0	16,1	11,2	11%	13%	15%	2,0	1,7	1,5	0,0%	0,9%	1,1%
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
AIB	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	16,5	9,6	7,2	4%	6%	8%	0,5	0,6	0,5	3,6%	4,5%	6,2%
Citigroup	4,0	-	12,8	9,1	-	6%	8%	0,7	0,7	0,7	0,3%	0,1%	0,6%
Commerzbank	5,8	-	-	11,6	-	-	6%	0,5	0,6	0,6	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,5	24,2	6,8	5,2	1%	10%	11%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,3%	2,3%
KBC	31,9	-	8,0	6,7	-	15%	15%	1,0	0,9	0,8	0,0%	2,4%	3,5%
UCI	1,7	17,8	14,9	7,4	3%	4%	7%	0,5	0,5	0,5	1,4%	2,6%	5,2%
Mediana		17,8	9,6	7,3	3%	6%	8%	0,5	0,6	0,6	0,1%	0,3%	2,3%
ZAGRANICZNE BANKI													
BEP	4,2	7,5	9,4	7,2	10%	7%	9%	0,7	0,7	0,6	6,6%	5,4%	6,9%
Deutsche Bank	48,6	7,1	7,2	6,1	13%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	1,9%	2,1%	3,5%
Erste Bank	29,4	11,6	12,4	8,3	9%	8%	10%	1,0	0,9	0,8	1,7%	2,0%	2,6%
Komercni B.	3667,0	12,8	12,0	10,6	17%	17%	18%	2,2	2,0	1,8	4,4%	5,0%	5,8%
OTP	5780,0	10,8	10,1	7,3	13%	12%	15%	1,3	1,2	1,0	0,8%	2,6%	4,4%
Santander	8,3	7,8	7,7	6,6	14%	13%	15%	1,0	1,0	0,9	6,7%	6,9%	7,7%
Turkiye Garanti B.	6,8	10,3	8,6	7,7	24%	23%	21%	2,3	1,8	1,5	1,4%	2,2%	2,8%
Turkiye Halk B.	10,3	8,2	7,4	6,6	31%	28%	25%	2,3	1,9	1,5	4,0%	4,1%	4,9%
Sberbank	2,3	84,4	11,1	6,8	2%	16%	23%	2,0	1,7	1,4	0,2%	0,9%	1,9%
VTB Bank	4,8	-	36,7	11,5	-	2%	12%	1,4	1,4	1,3	0,3%	0,5%	1,5%
Mediana		10,3	9,8	7,3	13%	13%	15%	1,4	1,3	1,2	1,8%	2,4%	3,9%

Wycena spółek ubezpieczeniowych /31.05.2010/

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI													
PZU	350,0	8,0	13,4	11,2	25%	20%	21%	2,7	2,4	2,1	-	3,1%	3,4%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI													
Vienna Insurance G.	34,4	12,5	11,3	9,8	9%	9%	10%	1,0	1,0	0,9	3,2%	3,1%	3,4%
Uniq	14,8	32,1	14,0	11,3	4%	7%	9%	1,5	1,4	1,3	1,9%	2,5%	2,8%
Aegon	4,6	-	9,7	6,7	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,8%	3,3%
Allianz	81,5	8,2	7,5	6,8	12%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,8%	5,5%	6,0%
Aviva	3,2	5,6	5,6	4,7	13%	15%	17%	0,8	0,9	0,8	7,6%	8,2%	8,8%
AXA	13,5	9,0	7,2	6,3	9%	10%	10%	0,7	0,6	0,6	3,7%	5,5%	6,5%
Baloise	82,0	8,8	8,2	7,5	12%	11%	11%	0,9	0,9	0,8	5,5%	5,7%	6,0%
Generali	88,2	15,9	12,9	11,5	8%	8%	9%	1,3	1,2	1,0	3,0%	3,0%	3,2%
Helvetia	310,5	9,0	7,7	7,1	11%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,4%	4,8%	5,1%
Mapfre	2,3	7,0	7,4	7,1	17%	14%	14%	1,1	1,0	0,9	6,6%	6,6%	6,9%
RSA Insurance	1,2	9,1	8,9	8,3	12%	14%	14%	1,2	1,1	1,1	6,9%	7,3%	7,7%
Zurich Financial	236,8	10,2	8,4	7,8	13%	14%	14%	1,2	1,1	1,1	5,1%	6,5%	6,8%
Mediana		9,0	8,3	7,3	12%	11%	12%	1,0	0,9	0,8	4,6%	5,5%	6,0%

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

Wycena spółek paliwowych /31.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	31,9	13,1	12,9	8,1	0,7	0,6	0,5	4,7	10,6	7,2	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	38,5	8,0	7,4	6,6	0,4	0,4	0,4	12,6	10,6	11,0	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	1,9%
MOL	18350,0	9,1	6,6	5,7	1,2	0,9	0,8	21,2	10,4	7,8	13%	13%	14%	1,8%	2,5%	3,7%
OMV	25,9	4,6	3,4	3,0	0,7	0,6	0,5	10,7	7,1	5,7	14%	17%	17%	3,4%	3,9%	4,2%
Hellenic Petroleum	5,9	7,4	7,3	6,4	0,5	0,4	0,4	8,8	9,7	7,7	7%	6%	6%	7,5%	7,5%	7,9%
Tupras	28,8	6,0	5,4	4,8	0,3	0,3	0,2	9,3	8,3	7,6	5%	5%	5%	8,8%	9,8%	10,1%
Unipetrol	199,0	13,0	8,0	6,3	0,6	0,5	0,4	-	49,3	20,0	5%	6%	7%	0,1%	3,6%	4,9%
Mediana		8,0	7,3	6,3	0,6	0,5	0,4	10,0	10,4	7,7	5%	6%	6%	1,8%	3,6%	4,2%
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	3,4	7,5	5,4	6,0	1,1	1,1	1,1	16,9	10,0	11,9	15%	20%	19%	0,7%	2,3%	4,0%
Gazprom	161,0	4,7	3,7	3,3	1,6	1,4	1,3	5,7	4,6	3,9	34%	39%	38%	1,4%	1,7%	2,0%
GDF Suez	25,3	6,6	6,3	5,8	1,1	1,1	1,1	12,6	12,5	11,2	17%	18%	19%	6,0%	6,1%	6,4%
Gas Natural SDG	11,9	7,9	7,0	6,7	1,9	1,8	1,7	8,4	8,2	7,7	24%	25%	25%	6,5%	7,0%	7,6%
Mediana		7,0	5,9	5,9	1,4	1,3	1,2	10,5	9,1	9,5	21%	22%	22%	3,7%	4,2%	5,2%

Wycena spółek energetycznych /31.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	140,3	6,7	7,3	7,5	3,1	3,3	3,4	9,3	10,2	10,2	46%	46%	45%	5,6%	6,2%	5,7%
ENEA	18,3	6,3	4,3	5,0	1,0	0,8	0,9	15,7	12,4	12,3	16%	18%	18%	2,5%	3,2%	4,0%
PGE	21,1	5,2	5,8	5,9	1,9	2,0	2,1	10,8	11,6	11,0	37%	35%	36%	3,4%	3,6%	4,3%
E.ON	24,7	6,4	6,3	6,2	1,0	1,0	1,0	8,5	8,9	8,6	16%	16%	16%	6,1%	6,2%	6,3%
EDF	35,8	6,8	6,3	5,9	1,7	1,7	1,6	17,6	16,7	14,4	25%	26%	27%	3,3%	3,3%	3,6%
Endesa	18,8	5,8	5,9	5,9	1,9	1,8	1,7	7,7	8,8	8,9	32%	30%	29%	7,3%	6,0%	6,0%
ENEL SpA	3,7	6,4	6,2	6,1	1,6	1,5	1,5	7,4	8,4	8,2	25%	25%	24%	7,3%	7,1%	7,3%
Fortum	18,0	9,4	9,1	9,2	4,0	3,8	3,8	12,3	11,9	12,3	43%	42%	41%	5,2%	5,5%	5,5%
Iberdrola	5,4	8,6	8,1	7,6	2,3	2,3	2,2	10,4	10,5	9,9	27%	28%	29%	6,0%	6,0%	6,1%
RWE AG	58,3	5,2	4,6	4,5	0,9	0,9	0,8	9,2	8,3	8,3	18%	19%	19%	6,0%	6,3%	6,5%
Mediana		6,4	6,3	6,0	1,8	1,7	1,7	9,9	10,3	10,1	26%	27%	28%	5,8%	6,0%	5,8%

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

Wycena spółek nawozowych i chemicznych /31.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
SPÓŁKI NAWOZOWE																
POLICE	5,4	-	10,8	6,1	0,3	0,4	0,3	-	-	15,7	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	64,8	7,8	6,2	2,8	0,5	0,5	0,4	18,3	15,0	5,5	7%	8%	14%	15,7%	1,4%	1,7%
Acron	25,9	7,8	5,8	5,3	1,7	1,4	1,2	8,9	7,0	6,9	22%	24%	23%	2,0%	3,0%	4,3%
Agrium	45,7	10,1	6,5	5,4	0,9	0,9	0,8	18,6	9,9	7,9	9%	14%	15%	0,3%	0,2%	0,2%
DSM	32,6	3,6	3,4	3,4	1,4	1,4	1,4	35,7	29,0	27,3	38%	40%	40%	2,1%	2,5%	2,6%
K+S	36,6	18,8	8,6	6,6	2,2	1,6	1,5	63,2	16,2	11,1	12%	19%	23%	0,8%	2,6%	3,8%
Silvinit	17000,0	6,5	6,3	4,7	4,4	3,9	3,0	9,8	9,6	6,8	68%	61%	64%	1,9%	1,4%	2,5%
Uralkali	3,2	11,9	8,1	6,1	6,2	4,4	3,6	19,4	5,4	3,9	53%	55%	59%	1,7%	3,8%	7,2%
Yara	191,1	13,8	7,1	7,0	1,1	1,1	1,0	23,2	10,6	9,3	8%	15%	14%	2,3%	2,7%	3,1%
Mediana		8,9	6,5	5,4	1,4	1,4	1,2	19,0	10,2	7,9	17%	19%	23%	1,9%	2,5%	2,6%
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	28,0	5,9	5,1	4,5	0,6	0,6	0,5	-	11,0	6,9	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	41,8	6,9	6,4	5,9	0,9	0,9	0,8	16,2	13,5	11,5	13%	14%	14%	3,2%	3,6%	4,0%
BASF	43,1	7,4	5,5	5,1	1,0	0,9	0,9	20,7	11,9	10,6	14%	17%	17%	3,6%	4,5%	4,7%
Croda	9,5	10,7	8,6	8,0	1,8	1,7	1,6	18,9	13,3	12,2	17%	20%	20%	2,2%	2,6%	2,9%
Dow Chemical	26,9	10,0	7,3	6,4	1,2	1,0	0,9	52,3	16,0	10,4	12%	14%	15%	3,3%	2,9%	2,9%
Rhodia	13,9	6,0	3,8	3,6	0,6	0,6	0,5	-	8,5	6,6	11%	15%	15%	0,2%	2,1%	2,6%
Sisecam	1,8	5,8	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	15,0	9,7	6,6	19%	21%	22%	0,0%	1,2%	2,3%
Soda Sanayii	1,7	5,6	6,2	4,4	1,1	1,0	0,8	8,6	7,2	4,2	20%	16%	18%	-	5,6%	7,6%
Solvay	71,4	6,7	9,8	8,9	1,0	1,2	1,2	12,1	23,2	17,8	14%	13%	14%	3,7%	3,6%	3,8%
Tata Chemicals	321,6	6,1	7,1	6,7	1,0	1,3	1,3	10,4	11,4	10,1	16%	19%	19%	2,7%	2,6%	2,6%
Tessenderlo Chemie	23,4	16,0	5,9	4,7	0,5	0,4	0,4	-	27,0	11,4	3%	7%	9%	5,2%	5,4%	5,5%
Wacker Chemie	102,1	9,0	5,5	4,8	1,5	1,3	1,2	29,9	13,4	11,1	17%	24%	25%	1,1%	1,8%	2,2%
Mediana		6,8	6,0	5,0	1,0	1,0	0,9	16,2	12,6	10,5	14%	16%	16%	2,7%	2,8%	2,9%

Wycena europejskich operatorów narodowych /31.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
Netia	4,9	6,1	5,0	4,3	1,1	1,1	1,0	21,6	51,1	24,5	19%	21%	22%	-	2,0%	4,1%
TPSA	15,5	4,0	4,5	4,5	1,5	1,6	1,7	16,2	18,0	17,2	38%	36%	37%	9,7%	9,7%	9,7%
Mediana		5,0	4,8	4,4	1,3	1,4	1,3	18,9	34,6	20,9	28%	29%	30%	10%	6%	7%
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Belgacom	25,0	5,3	4,9	5,3	1,7	1,6	1,6	9,7	9,8	10,1	32%	32%	30%	8,4%	8,7%	8,7%
Cesky Telecom	408,4	4,8	5,2	5,2	2,1	2,2	2,2	11,7	12,1	11,5	44%	43%	43%	11,3%	9,6%	9,5%
Hellenic Telekom	6,8	3,9	4,2	4,2	1,4	1,5	1,5	6,6	7,6	6,9	36%	35%	35%	10,4%	8,1%	8,7%
Matav	699,0	4,3	4,6	4,7	1,7	1,8	1,8	9,0	9,8	10,0	39%	39%	39%	10,6%	10,6%	10,7%
Portugal Telecom	8,3	5,8	5,5	5,3	2,1	1,9	1,9	13,7	13,5	11,8	36%	35%	36%	6,9%	7,0%	7,0%
Telecom Austria	10,4	4,6	5,0	5,0	1,7	1,8	1,8	13,0	15,4	13,6	37%	35%	35%	7,2%	7,2%	7,2%
Mediana		4,7	4,9	5,1	1,7	1,8	1,8	10,7	10,9	10,8	36%	35%	36%	9,4%	8,4%	8,7%
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	1,3	4,3	3,8	3,7	1,0	1,0	1,0	9,1	8,6	8,0	22%	27%	27%	6,4%	5,4%	5,9%
DT	9,1	4,2	4,4	4,4	1,3	1,4	1,4	13,7	12,6	12,2	32%	32%	32%	8,5%	7,9%	7,9%
FT	15,5	4,6	4,9	5,0	1,5	1,7	1,7	9,2	8,9	8,6	33%	35%	35%	9,1%	9,0%	9,0%
KPN	10,6	5,4	5,2	5,2	2,1	2,1	2,1	11,6	9,4	8,9	38%	40%	40%	6,5%	7,5%	8,1%
Sw isscom	368,3	6,0	6,2	6,2	2,4	2,4	2,4	9,8	10,3	10,0	40%	38%	39%	6,1%	6,3%	6,6%
TELEFONICA	15,6	5,2	5,3	5,2	2,1	2,0	2,0	9,1	8,7	8,3	40%	39%	39%	7,4%	9,0%	10,0%
TeliaSonera	47,0	7,4	7,0	6,8	2,4	2,4	2,4	10,8	10,2	9,6	33%	35%	35%	4,5%	5,4%	5,8%
TI	1,0	4,8	4,8	4,8	2,0	2,0	2,0	9,3	8,4	7,9	41%	41%	42%	5,5%	5,9%	6,5%
Mediana		5,0	5,1	5,1	2,0	2,0	2,0	9,5	9,1	8,8	36%	37%	37%	6,5%	6,9%	7,2%

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

Wycena spółek IT /31.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
AB	16,9	7,8	7,1	6,4	0,1	0,1	0,1	10,2	9,9	9,0	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	19,5	7,1	8,8	7,6	0,1	0,2	0,2	10,8	12,5	10,1	2%	2%	2%	7,1%	1,9%	1,6%
ASBIS	4,6	15,3	5,6	4,5	0,1	0,1	0,1	-	10,1	6,8	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	57,9	7,6	7,6	7,1	1,6	1,5	1,4	12,0	13,3	12,5	21%	20%	20%	2,5%	2,3%	2,4%
COMARCH	91,0	11,0	9,8	7,2	0,9	0,9	0,8	21,7	18,5	14,2	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	8,5	10,7	6,9	4,7	0,1	0,1	0,1	32,1	9,2	6,0	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNIFY	15,5	-	10,2	5,6	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		9,3	7,6	6,4	0,1	0,2	0,2	12,0	11,3	9,5	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Accenture	37,5	7,1	7,0	6,6	1,1	1,1	1,0	14,1	14,2	12,5	15%	15%	15%	1,3%	2,6%	2,2%
Atos Origin	36,3	5,9	5,4	4,9	0,5	0,6	0,5	16,6	13,7	11,2	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,8%
CapGemini	36,6	6,7	7,0	5,8	0,6	0,6	0,6	18,6	19,8	14,4	8%	8%	10%	2,2%	2,3%	2,7%
IBM	125,3	7,7	7,2	6,8	1,8	1,8	1,7	12,7	11,1	10,2	24%	24%	25%	1,7%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	14,2	7,7	7,5	7,1	1,0	1,0	1,0	11,7	11,5	10,7	13%	13%	14%	4,6%	4,8%	5,2%
LogicaCMG	1,3	8,3	7,2	6,8	0,7	0,7	0,6	11,8	10,6	9,7	8%	9%	9%	2,4%	2,7%	2,9%
Microsoft	25,8	8,4	7,6	6,9	3,3	3,2	2,9	15,3	12,5	11,1	39%	42%	42%	1,9%	2,0%	1,7%
Oracle	22,6	9,9	8,4	7,4	4,8	4,1	3,2	15,9	14,0	11,9	48%	48%	43%	0,1%	0,9%	1,0%
SAP	35,2	13,1	11,3	10,2	4,0	3,7	3,5	20,7	17,4	15,5	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,9%
TietoEnator	15,1	7,2	6,3	5,6	0,7	0,7	0,7	14,3	12,1	10,3	9%	11%	12%	2,8%	3,9%	4,6%
Mediana		7,7	7,2	6,8	1,0	1,0	1,0	14,8	13,1	11,1	14%	14%	15%	1,8%	2,2%	2,0%

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

Wycena spółek mediowych /31.05.2010/

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011		
POLSKIE SPÓŁKI																
AGORA	26,2	8,6	7,3	7,0	1,0	1,0	0,9	34,8	22,4	21,5	12%	14%	13%	1,4%	2,2%	2,3%
CYFROWY POLSAT	14,7	11,8	8,7	7,5	3,1	2,6	2,5	16,6	13,0	11,6	26%	30%	33%	5,1%	4,0%	5,1%
TVN	17,4	9,8	12,2	10,0	3,7	3,2	2,9	14,0	20,6	16,4	37%	27%	29%	4,4%	1,8%	1,5%
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	2,5	10,2	7,4	6,3	0,7	0,7	0,7	15,4	11,1	8,6	7%	10%	11%	2,1%	6,8%	8,2%
Axel Springer	84,0	8,7	7,6	6,5	1,2	1,1	1,1	10,3	12,2	10,2	14%	15%	16%	5,2%	5,4%	5,8%
Daily Mail	4,9	9,3	8,3	7,7	1,4	1,5	1,4	13,5	11,9	10,2	15%	18%	19%	3,0%	3,1%	3,3%
Gruppo Editorial	1,8	10,9	6,4	5,5	1,1	1,1	1,1	56,9	13,7	10,4	10%	18%	20%	0,0%	3,3%	4,9%
Mcclatchy	4,8	6,5	6,0	6,2	1,6	1,7	1,7	15,1	8,1	8,6	24%	28%	27%	1,9%	-	-
Naspers	301,3	20,4	18,5	15,0	4,8	4,5	3,9	28,5	21,5	16,3	24%	24%	26%	0,7%	0,8%	1,0%
New York Times	9,3	4,3	3,4	3,5	0,6	0,6	0,6	43,6	12,9	12,7	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,1	7,9	7,6	6,9	1,5	1,5	1,5	6,7	5,2	3,9	19%	20%	22%	0,6%	0,6%	0,6%
SPIR Comm	16,8	21,3	9,9	6,7	0,4	0,4	0,4	-	-	37,0	2%	4%	6%	21,4%	-	-
Trinity Mirror	1,0	4,5	4,0	3,8	0,8	0,8	0,8	5,8	4,3	3,8	18%	19%	20%	0,0%	0,5%	2,3%
Mediana		9,0	7,5	6,4	1,2	1,1	1,1	15,1	11,9	10,2	14%	18%	19%	1,3%	3,1%	3,3%
TV																
Antena 3 Televis	5,0	18,4	8,7	7,1	1,8	1,7	1,5	24,7	10,4	8,3	10%	19%	22%	3,4%	7,1%	8,5%
CETV	547,4	37,8	14,8	10,4	3,6	3,1	2,7	-	-	30,9	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	8,2	18,9	11,5	7,1	3,3	2,4	2,0	29,1	16,6	11,1	17%	21%	28%	3,5%	4,7%	7,5%
ITV PLC	0,6	13,7	8,7	6,9	1,6	1,5	1,4	43,0	16,4	11,0	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,1%
M6-Metropole Tel	16,6	7,9	7,3	6,8	1,5	1,5	1,4	16,5	15,5	14,1	20%	20%	21%	5,6%	5,1%	5,4%
Mediaset SPA	5,0	6,3	5,7	5,2	2,0	1,8	1,7	20,1	14,8	12,4	32%	32%	32%	4,8%	5,6%	6,5%
RTL Group	59,5	11,2	9,6	8,7	1,7	1,7	1,6	22,5	16,3	14,6	15%	17%	19%	3,8%	4,9%	5,6%
TF1-TV Francaise	11,7	13,7	12,5	8,5	1,2	1,1	1,1	32,9	25,9	14,7	9%	9%	12%	2,3%	3,4%	4,3%
Mediana		13,7	9,2	7,1	1,8	1,7	1,6	24,7	16,3	13,3	13%	19%	21%	3,4%	4,8%	5,5%
PAY TV																
BSkyB PLC	5,8	10,9	10,1	8,7	2,2	2,0	1,9	22,0	19,1	15,1	20%	20%	22%	3,0%	3,3%	3,5%
Canal Plus	5,3	5,0	4,9	4,8	0,2	0,2	0,2	14,4	15,0	14,6	5%	5%	4%	4,9%	5,0%	5,1%
Cogeco	33,6	5,4	5,4	5,0	2,2	2,1	2,0	15,5	14,5	12,3	41%	39%	40%	1,4%	1,7%	1,8%
Comcast	18,1	5,8	5,5	5,4	2,2	2,1	2,1	15,4	14,6	12,8	39%	39%	39%	1,5%	2,0%	2,3%
Liberty Global	25,8	6,0	6,8	6,6	2,6	3,0	3,0	-	-	32,2	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	8,6	6,0	5,5	5,1	2,9	2,7	2,5	20,3	16,2	13,4	49%	50%	50%	0,0%	3,4%	4,6%
Shaw Communications	18,3	7,2	6,4	5,9	3,3	3,0	2,6	14,7	14,0	12,5	46%	46%	44%	4,5%	4,8%	5,0%
Mediana		6,0	5,5	5,4	2,2	2,1	2,1	15,4	14,8	13,4	41%	39%	40%	1,5%	3,3%	3,5%

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

Wycena spółek budowlanych /31.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	104,5	8,8	11,5	11,5	0,6	0,6	0,6	15,4	14,4	16,5	7%	5%	5%	5,6%	6,5%	4,2%
Elektrobudowa	166,1	8,6	10,6	9,5	1,0	1,0	0,9	14,5	16,1	14,4	11%	9%	9%	1,9%	2,0%	2,3%
Erbud	53,5	7,9	9,3	8,8	0,6	0,5	0,4	16,1	13,1	13,5	7%	5%	5%	0,2%	1,0%	1,1%
Mostostal Wa-w a	72,0	5,6	7,4	7,8	0,4	0,5	0,4	12,0	13,4	15,2	8%	6%	5%	0,0%	4,2%	3,7%
PBG	213,4	12,9	10,0	9,8	1,5	1,0	0,8	14,5	14,2	13,8	11%	10%	8%	0,0%	1,4%	1,5%
Polimex Mostostal	4,5	7,3	8,3	7,6	0,5	0,6	0,5	13,2	13,2	12,0	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	13,5	10,4	10,2	8,1	0,7	0,7	0,4	24,9	18,3	15,6	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,3	6,3	9,3	8,6	0,8	0,7	0,5	9,6	17,2	17,0	12%	8%	6%	2,3%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	81,0	9,0	5,1	4,5	3,7	2,6	2,3	-	17,1	12,9	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,1	9,6	10,6	10,6	0,7	0,5	0,4	15,4	14,0	14,5	7%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
Mediana		8,7	9,7	8,7	0,7	0,6	0,5	14,5	14,3	14,5	8%	7%	6%	0,2%	0,5%	0,9%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
AMEC	8,0	8,3	7,4	6,6	0,7	0,7	0,6	16,8	15,2	13,3	9%	9%	10%	2,2%	2,4%	2,6%
BILFINGER	45,6	7,7	5,4	5,4	0,3	0,3	0,3	14,3	9,6	8,9	4%	6%	6%	4,0%	5,2%	5,2%
EIFFAGE	35,8	8,5	8,5	8,0	1,2	1,2	1,2	11,6	13,2	10,8	14%	14%	15%	3,2%	3,2%	3,5%
HOCHTIEF	52,1	5,9	5,0	4,7	0,3	0,3	0,3	19,9	15,8	13,8	5%	5%	6%	2,8%	3,1%	3,5%
NCC	119,0	6,6	7,5	6,8	0,3	0,3	0,3	12,0	12,4	11,1	5%	4%	5%	3,3%	4,7%	5,0%
SKANSKA	115,3	6,2	6,9	6,9	0,3	0,3	0,3	13,7	15,3	15,1	5%	5%	5%	4,8%	4,9%	5,1%
STRABAG	19,2	4,2	4,1	4,1	0,2	0,2	0,2	13,9	13,2	13,1	5%	5%	5%	2,7%	2,5%	2,7%
Mediana		6,6	6,9	6,6	0,3	0,3	0,3	13,9	13,2	13,1	5%	5%	6%	3,2%	3,2%	3,5%

Wycena spółek deweloperskich /31.05.2010/


	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
Dom Development	51,5	13,7	33,8	11,9	1,9	1,7	1,6	15,8	47,2	15,1	16%	9%	18%	1,6%	0,5%	1,7%
GTC	24,0	-	4,6	4,5	-	-	-	-	-	-	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,7	9,7	8,6	11,4	2,8	2,2	1,6	9,0	7,9	8,9	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	38,2	14,1	19,7	14,3	0,7	0,7	0,7	13,3	23,5	12,2	48%	16%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		13,7	14,2	11,7	1,9	1,7	1,6	13,3	23,5	12,2	21%	19%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
CA IMMO INTERNATIONAL	6,5	21,3	17,6	14,3	0,5	0,6	0,6	-	-	-	66%	52%	55%	0,0%	0,0%	1,5%
CITYCON	2,6	18,7	16,9	15,8	0,7	0,7	0,8	14,5	11,7	11,1	56%	58%	59%	5,3%	5,4%	5,7%
CORIO	39,0	24,1	16,9	14,9	0,7	0,9	0,9	12,8	13,2	12,8	64%	83%	87%	6,8%	6,9%	7,1%
DEUTSCHE EUROSHOP	23,4	18,6	17,0	16,3	0,9	1,0	1,0	20,2	16,4	14,7	87%	86%	86%	4,5%	4,6%	5,0%
ECHO INVESTMENT	4,3	14,1	14,8	11,3	1,1	1,1	1,0	20,2	15,9	11,5	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,6	18,6	19,1	18,5	0,5	0,9	0,8	17,7	16,7	17,4	77%	78%	79%	4,2%	4,4%	4,6%
KLEPIERRE	21,9	20,6	16,8	16,0	0,7	1,1	1,0	14,6	15,1	14,5	71%	85%	86%	5,7%	5,7%	5,9%
SPARKASSEN IMMO	4,9	24,2	17,1	15,1	0,6	0,7	0,6	-	11,7	7,3	53%	50%	50%	0,0%	1,7%	5,5%
UNIBAIL-RODAMCO	127,0	17,2	17,1	16,0	0,8	0,9	0,9	13,5	13,6	13,1	86%	82%	81%	6,3%	6,5%	6,8%
Mediana		18,7	17,0	15,8	0,7	0,9	0,9	14,6	14,3	12,9	66%	78%	79%	4,5%	4,6%	5,5%

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


Wycena spółek sektora elektromaszynowego /31.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
FAMUR	2,1	8,2	9,9	5,7	1,6	1,6	1,5	17,3	17,6	10,3	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	18,4	8,2	7,5	6,2	0,8	0,7	0,6	15,7	17,0	12,0	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		8,2	8,7	6,0	1,2	1,1	1,1	16,5	17,3	11,2	14%	13%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atlas Copco	111,8	13,2	11,1	9,5	2,4	2,3	2,1	21,2	16,8	13,9	18%	21%	22%	2,6%	2,9%	3,3%
Bucyrus	53,6	8,3	6,7	5,5	1,7	1,2	1,1	13,5	14,0	10,5	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,5	3,0	3,5	3,0	1,1	1,5	1,3	5,9	8,1	5,6	38%	41%	45%	6,3%	3,5%	8,0%
Industrea	0,3	5,1	4,4	3,9	1,7	1,5	1,3	7,0	7,1	5,6	34%	34%	34%	1,8%	3,6%	4,5%
Joy Global	51,0	7,2	9,4	7,7	1,5	1,8	1,6	12,0	16,4	13,0	21%	19%	20%	1,4%	1,4%	1,4%
Sandvik	92,8	36,5	10,5	8,1	2,0	1,8	1,6	-	20,6	13,5	5%	17%	20%	1,7%	2,3%	3,4%
Mediana		7,7	8,0	6,6	1,7	1,6	1,4	12,0	15,2	11,8	21%	20%	21%	1,8%	2,6%	3,4%

Wycena spółek sektora papierniczego /31.05.2010/

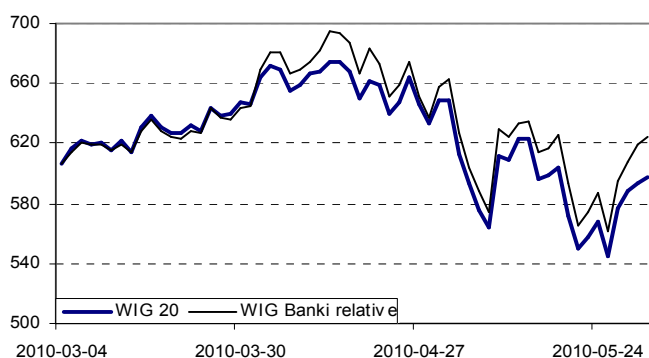
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
MONDI	66,4	18,3	9,6	7,9	2,9	2,2	2,0	46,5	17,0	11,9	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,7%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Billerund	50,5	7,7	4,5	5,1	0,9	0,8	0,8	32,6	8,7	10,4	11%	17%	15%	1,1%	3,8%	4,9%
Holmen	189,0	7,8	9,9	7,9	1,3	1,3	1,2	15,8	27,6	17,0	16%	13%	15%	4,8%	3,7%	3,8%
INTL Paper	23,2	6,1	5,8	5,1	0,8	0,7	0,7	26,5	13,1	9,4	13%	13%	14%	1,4%	1,6%	2,0%
M-Real	2,5	63,6	6,4	6,1	0,7	0,7	0,7	-	24,0	12,6	1%	11%	12%	0,0%	0,5%	0,7%
Norske Skog	6,9	5,2	10,5	6,4	0,6	0,6	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,0	10,7	7,7	6,6	2,2	1,8	1,6	16,5	12,7	9,9	20%	23%	25%	3,8%	4,7%	5,6%
Stora Enso	6,1	10,5	8,0	6,9	0,9	0,8	0,8	37,9	15,1	12,1	9%	11%	12%	2,9%	3,3%	3,4%
Svenska	91,3	6,7	6,9	6,1	1,0	1,0	0,9	11,4	11,1	9,2	14%	14%	15%	4,0%	4,4%	4,7%
UPM-Kymmene	10,4	9,1	7,7	6,6	1,2	1,1	1,0	-	23,3	14,4	13%	14%	16%	3,7%	4,4%	4,7%
Mediana		7,8	7,7	6,4	0,9	0,8	0,8	21,5	14,1	11,2	13%	13%	15%	2,9%	3,7%	3,8%

Wycena spółek górniczych /31.05.2010/

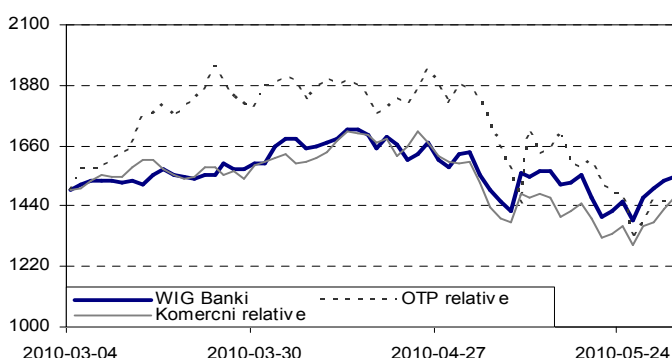
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
KGHM	98,5	5,1	4,8	5,8	1,7	1,6	1,6	7,8	5,9	10,0	33%	34%	27%	11,9%	3,0%	5,1%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo Amer.	26,6	7,3	4,1	3,4	2,1	1,6	1,5	12,3	6,4	4,9	29%	40%	43%	0,3%	1,5%	3,7%
BHP Billiton	19,1	5,2	4,5	3,1	2,3	2,2	1,7	10,7	7,9	5,1	44%	48%	55%	4,1%	4,5%	5,0%
Freeport-MCMOR	70,1	5,1	3,8	3,6	2,4	2,0	1,9	13,0	8,6	7,8	48%	52%	52%	0,1%	1,4%	2,1%
Rio Tinto	31,9	6,9	3,8	3,3	2,2	1,7	1,6	9,8	4,9	4,1	31%	44%	47%	1,7%	3,1%	3,4%
Southern Peru	29,5	13,9	8,1	6,3	6,8	4,8	3,7	27,6	13,7	10,3	49%	59%	60%	1,6%	5,2%	6,4%
Mediana		6,9	4,1	3,4	2,3	2,0	1,7	12,3	7,9	5,1	44%	48%	52%	1,6%	3,1%	3,7%

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

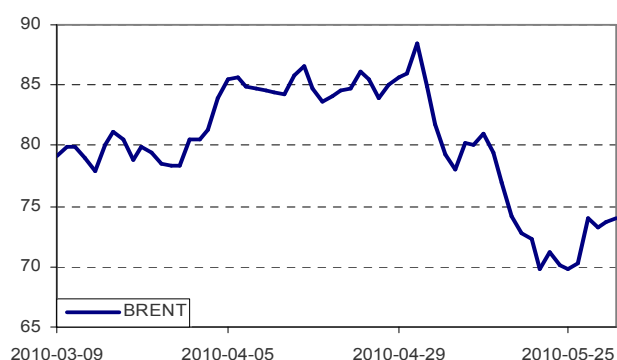
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



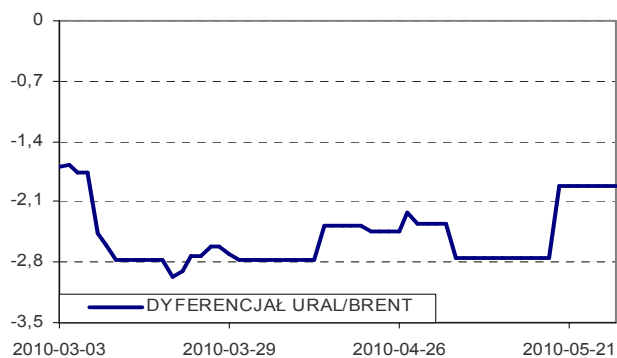
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



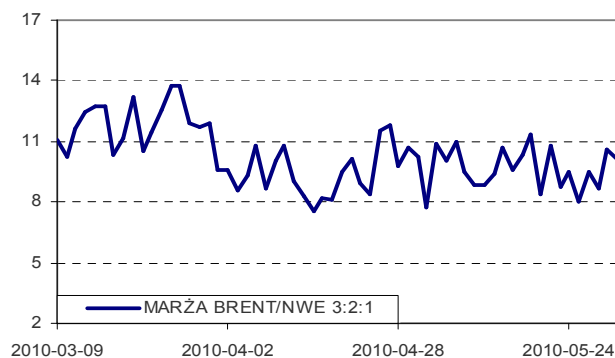
BRENT (USD/brk)



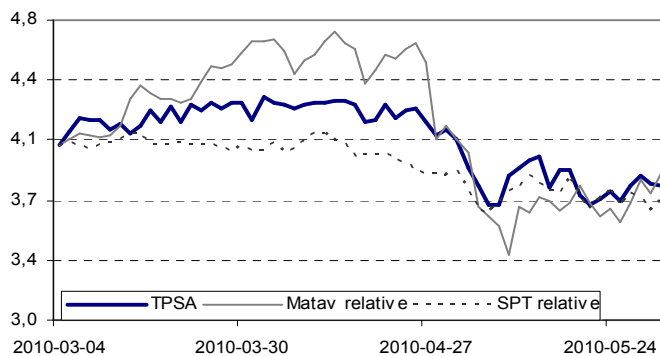
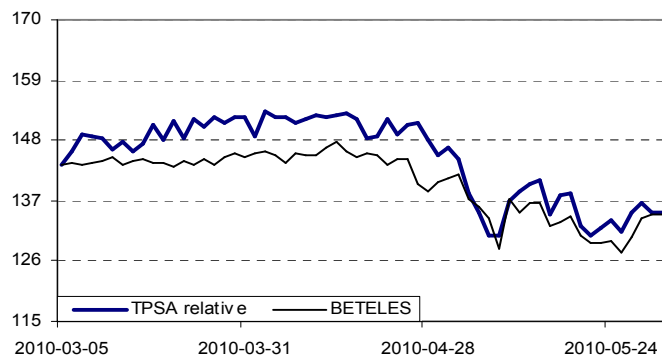
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

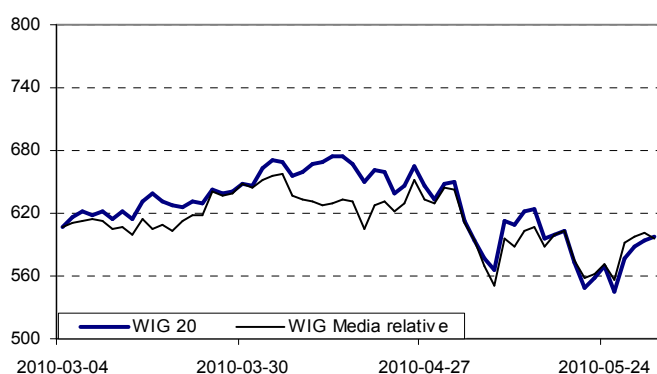


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR) - **Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

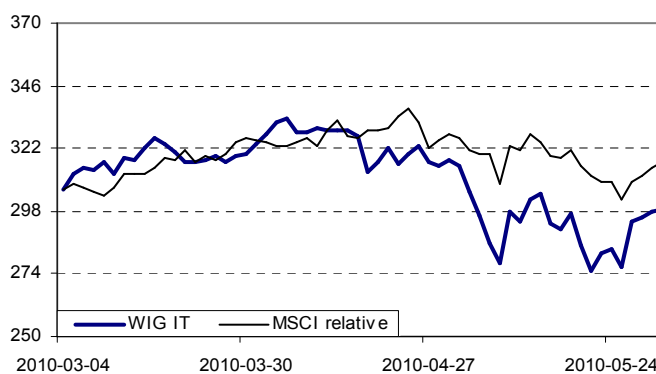


Źródło: Bloomberg

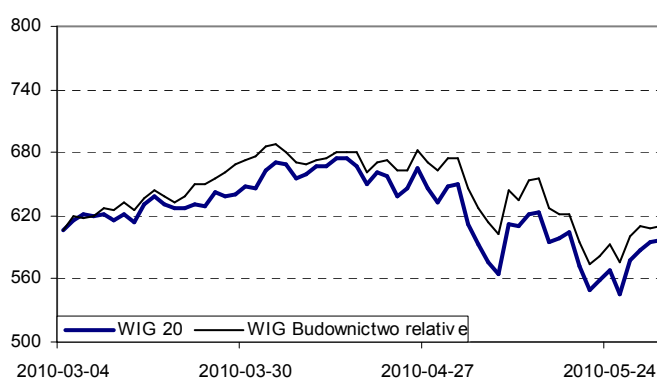
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



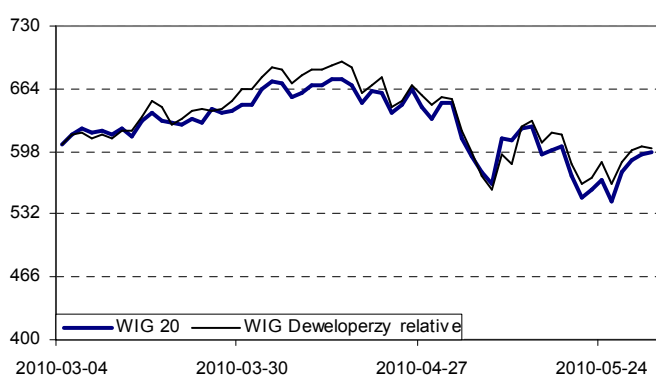
Indeks WIG IT na tle MSCI



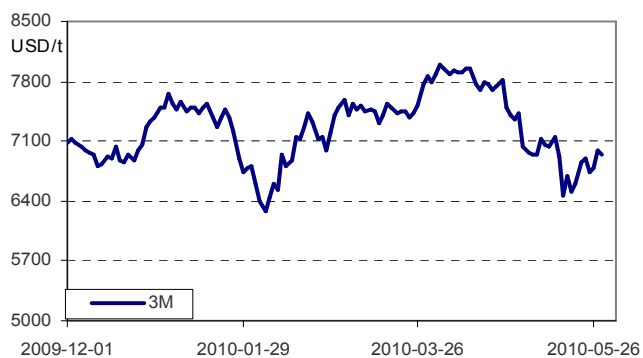
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



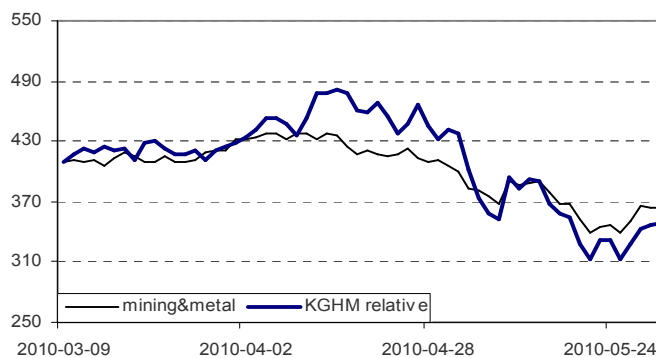
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

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

Departament Analiz:

Marta Jezewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

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

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

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

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”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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 księgową

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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimy, LW Bogdanka.

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.