


**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	10 926,8	-2,02%	FTSE 100	5 411,1	-2,56%	Miedź (LME)	7 025,5	-5,44%
S&P 500	1 173,6	-2,38%	WIG20	2 452,7	-3,72%	Ropa (Brent)	84,8	-4,12%
NASDAQ	2 424,3	-2,98%	BUX	23 688,0	-3,51%	USD/PLN	3,10	+4,26%
DAX	6 006,9	-2,60%	PX	1 256,1	-2,07%	EUR/PLN	4,02	+2,63%
CAC 40	3 689,3	-3,64%	PLBonds 10	5,71	+1,55%	EUR/USD	1,30	-1,58%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Ankieta NBP na temat rynku kredytowego

Wyniki ankiety przeprowadzonej przez NBP wskazują, że tendencja zaostrzania polityki kredytowej w bankach utrzymuje się już tylko w obszarze kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Banki drugi kwartał z rzędu łagodzą kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw. Część banków zaostrzyła lekko kryteria udzielania kredytów hipotecznych, czemu jednak towarzyszyły spadek marż. Banki korzystniej postrzegają perspektywy kondycji finansowej przedsiębiorstw. Negatywnie za to postrzegają ekonomiczną sytuację gospodarstw domowych. Należności nieregularne wciąż są główną przyczyną zaostrzania polityki kredytowej w bankach. Banki odczuły rosnący popyt na kredyty ze strony małych i średnich przedsiębiorstw oraz w kredytach hipotecznych (choć tutaj odpowiedzi banków były zróżnicowane). Z drugiej strony spadek popytu nastąpił w obszarze kredytów konsumpcyjnych oraz krótkoterminowych kredytów dla firm. W drugim kwartale br. banki spodziewają się wzrostu popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw (szczególnie w obszarze kredytów krótkoterminowych) oraz dalszego łagodzenia kryteriów ich przyznawania. Jednocześnie oczekują utrzymania polityki kredytowej w kredytach mieszkaniowych oraz dalszego jej zaostrzania w przypadku kredytów konsumpcyjnych. W obu obszarach spodziewany jest jednak wzrost popytu. **Wyniki ankiety są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Uważamy jednak, że większa chęć banków do udzielania kredytów nie przełoży się na dynamiczny wzrost portfela w tym roku. Na koniec marca portfel kredytów dla przedsiębiorstw spadł o 1,5% YTD oraz 9% R/R. Uważamy, że w całym 2010 roku portfel wzrośnie o około 3%. Duża część przedsiębiorstw wciąż chce restrukturyzować bilanse, a niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz poprawiające się wyniki pozwalają na spłatę zadłużenia. Jednocześnie w przypadku gospodarstw domowych oczekujemy niskich jednocyfrowych dynamik wzrostu w obszarze pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych i szybciej rosnącego portfela kredytów hipotecznych. Wyniki ankiety póki co wskazują, że banki powoli zaczynają otwierać się na większe wolumeny sprzedaży. Naszym zdaniem minie jeszcze chwila, zanim klienci również będą zainteresowani kredytami.**

(M. Jeżewska)

#### Pocztowy już w październiku br. złoży prospekt w KNF

W październiku Bank Poczty złoży w Komisji Nadzoru Finansowego prospekt emisyjny. Na przełomie tego i przyszłego roku zamierza przeprowadzić ofertę publiczną. Z emisji akcji Poczty chce pozyskać 250–350 mln PLN. Nowa strategia na lata 2010 – 2013 zakłada: (i) wzrost zysku z 11,2 mln PLN obecnie do 90,5 mln PLN w 2013 roku, (ii) wejście do dwudziestki największych banków w Polsce (na koniec 2009 roku w czwartej dziesiątce), (iii) wzrost portfela kredytów z 1,9 mld PLN do 8,6 mld PLN (w tym 3,1 mld PLN kredyty hipoteczne), (iv) wzrost bazy depozytowej z 2,7 mld PLN do 9,6 mld PLN. **Rozszerzenie informacji, o której pisaliśmy wczoraj.**

(M. Jeżewska)

### PKN Orlen

Trzymaj - z dn. 08.04.10  
Cena docelowa: 40,2 PLN

#### Pozew przeciwko Jukosowi

PKN Orlen złożył w Sądzie Arbitrażowym przy Międzynarodowej Izbie Handlowej pozew (wraz z uzasadnieniem i dowodami) przeciwko Yukosowi w sprawie odszkodowania w kwocie 250 mln USD związanego z transakcją zakupu akcji Możejek (brak zgodności stanu faktycznego rafinerii z oświadczeniem sprzedającego). Wspomniana kwota jest zdeponowana na rachunku zastrzeżonym. Wcześniej, w lipcu 2009, Orlen złożył wniosek o wszczęcie postępowania arbitrażowego. **Wydaje się, że polski koncern ma duże szanse na odzyskanie tej kwoty, ale postępowanie arbitrażowe będzie zapewne trwało kilka lat.** (K. Kliszcz)

## IT

**Przetarg dla Urzędu Morskiego w Gdyni**

Urząd Morski w Gdyni ogłosił przetarg na zaprojektowanie i wykonanie krajowego systemu bezpieczeństwa morskiego, etap I. Przetarg organizowany jest w formie dialogu konkurencyjnego, do którego zamawiający zaprosi pięciu wykonawców. Termin składania wniosków o dopuszczenie do udziału w postępowaniu mija 1 czerwca. Celem projektu jest przede wszystkim poprawa bezpieczeństwa żeglugi i przeciwdziałanie skażeniom środowiska morskiego. Projekt znajduje się na liście projektów podstawowych Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko, a jego wartość szacowana jest na 104,4 mln PLN. Czas realizacji zamówienia został wyznaczony na 24 miesiące. **Jest to kolejny projekt, jaki ma być uruchomiony w najbliższym czasie i który jest finansowany ze środków unijnych. Podtrzymujemy opinię, że wartość rozstrzyganych w tym roku przetargów finansowanych ze środków unijnych przekroczy 3,5 mld PLN.** (P. Grzybowski)

**Asseco Poland**

Kupuj - z dn. 06.04.10  
Cena docelowa: 72,10 PLN

**Umowa ramowa z Frontex**

Asseco Poland podpisało umowę ramową o wartości 3 mln euro z Europejską Agencją Zarządzania Współpracą Operacyjną na Granicach Zewnętrznych Państw Członkowskich Unii Europejskiej (FRONTEX) na świadczenie usług pomocy informacyjnej i wsparcia. Czas trwania umowy ramowej został określony na cztery lata. (P. Grzybowski)

**Comarch**

Redukuj - z dn. 15.02.10  
Cena docelowa: 93,10 PLN

**Comp Safe Suport  
Sygnity**

Kupuj - z dn. 02.03.10  
Cena docelowa: 18,20 PLN

**Przetarg na Scentralizowany system dostępu do informacji publicznej**

Comarch, Comp i konsorcjum z udziałem Sygnity znalazły się wśród sześciu konsorcjów zaproszonych do dialogu konkurencyjnego w przetargu na budowę scentralizowanego systemu dostępu do informacji publicznej, prowadzonego przez Centrum Projektów Informatycznych MSWiA. **Pozytywna informacja wskazująca na znaczne przyspieszenie prac nad organizacją przetargów na elektroniczną administrację.** (P. Grzybowski)

**Sygnity**

Kupuj - z dn. 02.03.10  
Cena docelowa: 18,20 PLN

**Umowa o współpracy z IBM**

IBM oraz Winuel, spółka z grupy Sygnity, będą razem oferować pakiet oprogramowania dla firm energetycznych. Sygnity szacuje wartość polskiego rynku takich rozwiązań na 100 mln PLN, planuje też oferować nowy produkt na rynkach zagranicznych. **Winuel posiadał do tej pory dobrą ofertę skierowaną do segmentu energetycznego. Współpraca z IBM jest więc głównie wsparciem w zakresie uwiarygodnienia spółki jako realizującego projekty. Dopóki za umową o współpracy nie będą stały realne zamówienia trudno będzie oszacować wartość podpisanego porozumienia o współpracy (patrz wcześniejsza współpraca z Microsoftem).** (P. Grzybowski)

**KGHM**

Redukuj - z dn. 01.12.09  
Cena docelowa: 90,40 PLN

**KGHM zbuduje kopalnię w Kanadzie za 1,7 mld PLN**

KGHM podpisał umowę z Abacus Mining & Exploration (firma zajmująca się poszukiwaniem złóż, notowana na giełdzie TSX – Venture (TSX-V) w Kanadzie) w sprawie wspólnej realizacji projektu górniczego miedzi i złota Afton. Za 37 mln Euro KGHM kupi 51% udziałów w tworzonej wspólnie z Abacus spółce joint. Abacus wniesie prawa do złoża Afton – Ajax. Środki pieniężne zostaną przeznaczone na wykonanie Bankowego Studium Wykonalności oraz na dalsze prace eksploracyjne. Ponadto KGHM ma prawo nabycia opcji na zakup dalszych 29% udziałów w, za kwotę nie większą niż 35 mln USD. Termin zawarcia ostatecznej umowy joint - venture (konieczna zgoda udziałowców Abacus) na drugi kwartał 2010 roku, jednak nie później niż do 30 września 2010 r. Ponadto zawarta umowa przewiduje nabycie do 10% akcji spółki Abacus (15 mln sztuk akcji) w drodze emisji zamkniętej za łączną kwotę 4,5 mln CAD w terminie do 10 maja 2010 r. Na mocy postanowień KGHM zorganizuje finansowanie wydatków inwestycyjnych projektu w wysokości 535 mln USD (1,6 mld PLN) Zobowiązanie powstanie w momencie wykonania przez KGHM prawa opcji na nabycie dodatkowych 29% udziałów w spółce joint – venture. Projekt zakłada produkcję roczną miedzi na poziomie 50 tys. ton a produkcję złota na poziomie 100 tys. uncji. Przewiduje się 23 - letni okres eksploatacji złoża począwszy od roku 2013. Koszty produkcji jednej tony miedzi szacowane są na poziomie ok. 2000 USD. **Dane dotyczące złoża podane przez KGHM są wręcz fantastyczne, szczególnie w zakresie kosztu produkcji (rozumiemy, że jego niski poziom to efekt w głównej mierze przychodów ze sprzedaży złota, bez koszt jednostkowy na poziomie ok. 4 tys. USD). W scenariuszu w którym w roku 2013, kiedy KGHM zacznie eksplorację, ceny miedzi i złota utrzymają się na obecnym poziomie a spółka potwierdzi w dalszych badaniach geologicznych, że jednostkowy koszt produkcji to zaledwie 2 tys. USD/t - to cała inwestycja (dająca 200 mln USD zysku brutto rocznie) zwraca się zaledwie po 4 latach. W takim razie jak to możliwe, że Abacus oddaje tak atrakcyjne złożo za relatywnie niewielkie pieniądze i czy nie znalazł się nikt inny (wielki koncernowy wydobywca, private equity) chętny do jego eksploracji przed KGHM, kiedy na świecie podobno brakuje miedzi? Odpowiedzią prawdopodobnie są czynniki ryzyka, których na obecną chwilę nie znamy (dziś zarząd przedstawi dalsze szczegóły projektu).** (M. Marczak)

**Energomontaż  
Północ****Stabe wyniki 1Q**

W 1Q 2010 Energomontaż Północ zanotował w ujęciu r/r około 20% spadek przychodów i przy sprzedaży 67,4 mln PLN wygenerował 4,2 mln PLN straty netto. Jedną z głównych przyczyn była

śnieżna i mroźna zima, aczkolwiek nie bez znaczenia była także zmniejszająca się ilość zamówień na rynku i wyczerpywanie się inwestycji w sektorze chemicznym.

## Pozostałe wiadomości ze spółek

<b>Asseco Bs</b>	Asseco BS ma dwie nowe umowy na wdrożenie systemów ERP. Firma IT Asseco Business Solutions podpisała dwie nowe umowy na wdrożenie systemów ERP. Spółka wdroży swoje rozwiązania w firmach Pago i Moto Budrex. Wartości umów nie podano.
<b>Bakalland</b>	Bakalland chce w ciągu kilku lat dojść do 500 mln PLN przychodów. Prezes wyjaśnił, że spółka pracuje nad akwizycjami, ale nie ma żadnego projektu, o którym mogłaby w tej chwili poinformować. Możliwe są dwie drogi akwizycji - przejęcie spółki generującej ok. 50 mln PLN obrotów, przy czym musiałaby być ona bardzo rentowna, a przejęcie nie wymagałoby przeprowadzenia dużej restrukturyzacji. Alternatywa to przejęcie spółki o rocznych przychodach rzędu 100-150 mln PLN, przy czym tu przejęcie wiązałoby się z koniecznością wypracowania efektów synergii. Bakalland może rozpocząć produkcję dwóch nowych grup produktów. Chodzi o towary które obecnie produkują dla Bakallandu zewnętrznymi dostawcami, np. dżemy lub owoce w puszkach. Bakalland może przejąć spółkę dzięki której zwiększy obroty o 200 mln PLN. Bakalland, lider polskiego rynku bakalii, może dokonać akwizycji dzięki której jego przychody w średniej perspektywie czasu wzrosną nawet o 200 mln PLN.
<b>Banki</b>	Według ocen banków w I kwartale doszło do złagodzenia kryteriów udzielania kredytów dla przedsiębiorstw w większości kategorii tego kredytu. Nieznaczne zaostrzenie polityki kredytowej miało miejsce tylko dla kredytów długoterminowych przyznawanych małym i średnim przedsiębiorstwom. W I kwartale 2010 r. banki zaostryły kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, a ponad jedna trzecia ankietowanych banków zdecydowała się na obniżenie marż kredytowych. Około 12 proc. banków podwyższyło maksymalny wskaźnik LTV przy udzielaniu tych kredytów.
<b>Budopol-Wrocław</b>	Spółka zależna Budopolu-Wrocław zawarła umowę o wartości 17,9 mln PLN. Spółka zależna Budopolu-Wrocław, Budopol GW Sp. z o.o., zawarła ze spółką Gant PM Sp. z o.o. Kąty 1 umowę na prace budowlane o wartości 17,9 mln PLN netto. Przedmiotem umowy jest budowa Osiedla Tęczowego 3 we Wrocławiu. Spółka ma wybudować trzy budynki wielorodzinne mieszkalne z garażami.
<b>Cersanit</b>	Spółka podpisała z bankiem Pekao aneks do umowy kredytowej, zgodnie z którym okres udostępnienia kredytu na kwotę 65 mln PLN został wydłużony do 30 kwietnia 2011 r.
<b>Chemoservis-Dwory</b>	Koszty emisji akcji serii C wyniosły 251,7 tys. PLN, co stanowi 1,71 proc. kwoty uzyskanej ze sprzedaży papierów.
<b>Duda</b>	PKM Duda ma zarys nowej strategii, do roku 2012 zainwestuje ok. 100 mln PLN. Przejęcia dystrybutorów mięs i wędlin, rozwój kanału HoReCa, przejęcia zakładów przetwórczych, centralizacja i rozwój rozbioru w grupie oraz dalsza restrukturyzacja to główne założenia nowej strategii na lata 2010-2012 PKM Duda. Na jej realizację spółka zamierza przeznaczyć ok. 100 mln PLN.
<b>Energetyka</b>	MSP zaprasza do negocjacji ws. kupna gdańskiej Energi. Konflikt między Urzędem Regulacji Energetyki a resortem gospodarki doszedł do takiego poziomu, że URE nie chce informować ministerstwa o swych działaniach.
<b>Gastel Żurawie</b>	NWZA Gastel Żurawie zdecydowało o emisji akcji s. H z pozbawieniem prawa poboru. Podwyższenie kapitału ma zostać przeprowadzone w drodze emisji nie więcej niż 57.000.000 akcji serii H.
<b>Górnictwo</b>	Drożeje węgiel z Kompanii Węglowej. Średnio o ok. 2-3 proc. zdrożał z początkiem maja tego roku węgiel opałowy w kopalniach największego polskiego producenta - Kompanii Węglowej. Firma zapowiada, że co miesiąc węgiel będzie mniej więcej tyle samo drożał, aż do grudnia.
<b>GPW</b>	Od 1 lipca GPW udostępni możliwość zawierania transakcji krótkiej sprzedaży według nowych zasad. Lista papierów wartościowych dopuszczonych do krótkiej sprzedaży będzie publikowana na stronach internetowych GPW i obejmie wszystkie akcje wchodzące w skład indeksu WIG 20, a ponadto najbardziej płynne akcje spoza tego indeksu oraz obligacje skarbowe. Pierwsza publikacja listy nastąpi w połowie czerwca.

<b>Integer</b>	Spółka zależna Integer.pl w ciągu 6 miesięcy wprowadzi nowe usługi jako MVNO. InMobile, spółka mająca prowadzić działalność w sektorze marketingu mobilnego w której 50% ma grupa Integer.pl, w ciągu dwóch kwartałów powinna wprowadzić na rynek nowe usługi.
<b>IT</b>	W '09 przychody z usług IT spadły o ponad 5 proc., '10 może być lepszy. W 2009 roku światowe przychody z usług IT wyniosły 763 mld dolarów, to o 5,3 proc. mniej niż w 2008 roku (805 mld dolarów) - wynika z danych firmy analitycznej Gartner. Według Gartner dostawcy prognozują jednak, że 2010 rok będzie lepszy i oczekują dodatnich wyników sprzedaży.
<b>Izolacja</b>	Izolacja Jarocin miała 0,45 mln PLN straty netto w I kw. 2010 r., spadek o 9,9% r/r. Strata operacyjna wyniosła 0,39 mln PLN wobec 0,43 mln PLN straty rok wcześniej. Przychody wyniosły 2,92 mln PLN wobec 3,31 mln PLN rok wcześniej.
<b>KGHM</b>	Według ustaleń "DGP" przedstawiciele MSP zadowolą się maksymalnie 6-7 PLN dywidendy za papier KGHM. Tymczasem propozycja zarządu zakłada dywidendę w wysokości 3 PLN za akcję.
<b>LPP</b>	Przychody LPP spadły o 10% r/r do ok. 142 mln PLN w kwietniu.
<b>Mirbud</b>	Zarząd Mirbudu zdecydował o emisji w ramach kapitału docelowego 10 mln akcji serii G po 2,8 PLN za walor. Do objęcia akcji uprawnieni będą posiadacze warrantów subskrypcyjnych serii D. Dotychczasowi akcjonariusze zostaną pozbawieni prawa poboru. Zarząd budowlanej spółki podjął uchwałę o emisji 10 mln akcji po 2,8 PLN za akcję. Uprawnionym do objęcia emisji będzie Rubicon Partners DM.
<b>Mostostal War</b>	ZWZ Mostostalu Warszawa zadecyduje o wypłacie 1,40 PLN dywidendy na akcję 27 maja.
<b>Mostostal Zabrze</b>	Przedsiębiorstwo Robót Drogowych i Mostowych z grupy Mostostalu Zabrze-Holding zbuduje obwodnicę Grodkowa (Opolwkie). Wartość zlecenia to 35,5 mln PLN. Prace mają zakończyć się do 31 maja 2011 r.
<b>Odlewnie</b>	Wierzyciele Odlewni Polskich przyjęli układ. Wierzyciele Odlewni Polskich na wtorkowym Zgromadzeniu Wierzycieli przyjęli układ. Zgodnie z układem 24 proc. należności głównej wobec banków ulegnie konwersji na akcje spółki. Nowe akcje przypadną bankom proporcjonalnie do wysokości posiadanych i podlegających konwersji wierzytelności, po cenie emisyjnej 3 złote za akcję.
<b>Paged</b>	Paged zdecydował się rozpocząć projekt deweloperski na części z posiadanych gruntów.
<b>Pemug</b>	AB Consulting ma zgodę UOKiK-u na przejęcie Pemugu. W połowie marca AB Consulting wezwał do sprzedaży 29.563.176 akcji, dających prawo do 97,3 proc. głosów na WZA spółki Pemug, po 1,83 PLN za akcję. Zapisy na sprzedaż akcji rozpoczęły się 6 kwietnia i mają potrwać do 17 maja.
<b>Ponar</b>	Ponar Real Estate sprzedał do tej pory 112 ze 162 wybudowanych w warszawskim Żeraniu mieszkań. Pierwsze akty notarialne zostały podpisane w styczniu, więc zyski ze sprzedaży lokali pojawią się w wynikach za I kw. 2010 r. 15 maja akcjonariusze mają zdecydować o zmianie profilu działalności spółki: po sprzedaży części hydraulicznej ma ona inwestować w nieruchomości.
<b>Querqus TFI</b>	Querqus TFI pozyskało 33 mln zł do funduszu Absolute Return FIZ. Udział akcji i instrumentów pochodnych w aktywach funduszu może wynosić od minus 100 proc. do 200 proc.
<b>Telekomunikacja</b>	Sieć komórkowa Play rozważa odwołanie się od wyroku Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, który uznał, że operator stosował niedozwolone zapisy w umowach abonenckich, m.in. natychmiastowo rozwiązując umowę w przypadku zalegania z płatnościami.
<b>Unibep</b>	ZWZ Unibepu zadecyduje o wypłacie 10 gr dywidendy na akcję 31 maja.
<b>Złomrex</b>	Parkiet podaje, że po bardzo słabym 2009 r. spółka oczekuje poprawy wyników w 2010 r. dzięki ożywieniu w branży i wyprzedza majątku.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>Arteria</b>	Nova Group Limited zmniejszyła udział w kapitale zakładowym do 15,17 proc. z 20,09 proc. przed dokonaniem zmiany.
<b>Azoty Tarnów</b>	Aviva OFE zwiększyło udział w kapitale zakładowym do 6,82 proc. z kapitału zakładowego.

<b>EMC</b>	PPIM zwiększył udział w całkowitej liczbie głosów do 6,51 proc. z 4,42 proc. przed dokonaniem zmiany.
<b>IBSystem</b>	Członek zarządu nabył 30 kwietnia 100 tys. akcji po średniej cenie 0,42 PLN za akcję.
<b>Hygienika</b>	Krzysztof Moska poinformował o sprzedaży w transakcji pakietowej 100 tys. akcji spółki, przez co zmniejszył udział w kapitale zakładowym do 4,71 proc. z 5,14 proc. przed dokonaniem zmiany.
<b>One-2-One</b>	Quercus TFI zwiększyło zaangażowanie w kapitale zakładowym do 7,43 proc. z 0,24 proc. przed dokonaniem zmiany.
<b>Sygnity</b>	Członek RN sprzedał 30 kwietnia 28 tys. akcji po średniej cenie 17,61 PLN za akcję. Członek RN nabył 30 kwietnia 6 tys. akcji po średniej cenie 16,81 PLN za akcję.

## Kalendarium spółek

### Środa /05.05.10/

BRE	Publikacja raportu za 1Q2010.
BZ WBK	Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 4,00 zł na akcję.
PZU	Koniec przyjmowania zapisów do 25.819.337 akcji serii A i B spółki w transzy inwestorów instytucjonalnych.
QUMAK SEKOM	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.

### Czwartek /06.05.10/

ACTION	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,85 zł na akcję.
ASBIS	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
DOM DEVELOPMENT	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
HANDLOWY	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
MONDI	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
NETIA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
PZU	Przydział akcji spółki.

### Piątek /07.05.10/

BZ WBK	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 4,00 zł na akcję.
--------	---

### Poniedziałek /10.05.10/

PBG	Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 1,40 zł na akcję.
-----	--

### Wtorek /11.05.10/

CEZ	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
CYFROWY POLSAT	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ZA PUŁAWY	Publikacja skonsolidowanego raportu za III kwartał 2009/2010 roku.

## Kalendarium makro

### Środa /05.05.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:58	UE	Indeks PMI dla usług - fin	Kwiecień	55,5	54,1
11:00	UE	Sprzedaż detaliczna s.a.	Marzec	0,2% m/m	-0,6% m/m
13:00	USA	Wnioski o kredyt hipoteczny	Tydzień		-2,9%
13:30	USA	Raport Challengeera	Kwiecień		67 611 tys.
14:15	USA	Raport ADP	Kwiecień	25 tys.	-23 tys.
16:00	USA	Indeks ISM dla usług	Kwiecień	56	55,4
16:30	USA	Tygodniowa zmiana zapasów paliw	Tydzień		
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje Pulte Homes i Societe Generale, a po sesji JDS Uniphase.					

### Czwartek /06.05.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
13:45	UE	Decyzja ECB ws. stóp procentowych	Maj	1%	1%
14:30	USA	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	Tydzień	443 tys.	448 tys.
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy - wst	I kw.	-1,1% k/k	-5,9% k/k
14:30	USA	Wydajność pracy - wst	I kw.	2,7% k/k	6,9% k/k
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje Aegon, Alcatel-Lucent, Commerzbank, El Paso.					



**Piątek /07.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Stopa bezrobocia	Kwiecień	9,7%	9,7%
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	Kwiecień	175 tys.	162 tys.
14:30	USA	Długość tygodnia pracy	Kwiecień	34,1 godz.	34 godz.
14:30	USA	Płaca godzinowa	Kwiecień	0,2% m/m	-0,1% m/m

**Poniedziałek /10.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
		Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje E On, a po sesji Walt Disney, Morgan Stanley.			


**Wtorek /11.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
16:00	USA	Zapasy hurtowników	Marzec		0,6% m/m


**Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.**

<b>Spółka</b>	<b>Rekomendacja</b>	<b>Cena docelowa</b>	<b>Cena bieżąca</b>	<b>Data wydania</b>	<b>Cena w dniu wydania</b>	<b>P/E 2010</b>
AB	Trzymaj	18,80	17,35	2010-03-18	17,50	10,1
ACTION	Trzymaj	18,49	21,76	2010-04-07	22,00	13,9
AGORA	Trzymaj	24,20	25,60	2010-02-24	23,85	22,0
ASBIS	Redukuj	4,61	4,90	2010-03-29	5,08	11,7
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	56,00	2010-04-06	57,60	12,9
ASTARTA	Sprzedaj	31,60	58,70	2010-02-12	50,00	15,5
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	98,80	2010-03-29	96,60	13,6
BZWBK	Trzymaj	204,50	215,00	2010-04-07	216,50	15,8
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	15,10	12,00	2010-04-07	13,14	12,8
CERSANIT	Redukuj	13,63	15,49	2010-04-01	16,03	17,3
CEZ	Trzymaj	140,30	142,50	2010-03-03	133,90	10,6
CIECH	Akumuluj	39,20	32,10	2010-03-17	33,40	12,6
COMARCH	Redukuj	93,10	100,00	2010-02-15	102,90	20,3
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,59	2010-03-25	15,79	12,8
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	51,60	61,00	2010-04-13	55,65	57,6
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	178,40	2010-03-12	171,00	17,2
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	79,30	2010-03-09	77,50	15,5
ENEA	Akumuluj	21,62	17,90	2010-03-30	18,91	12,1
ERBUD	Trzymaj	54,60	54,20	2010-03-11	53,30	13,3
EUROCASH	Trzymaj	18,60	21,51	2010-03-09	17,60	23,1
FAMUR	Sprzedaj	2,16	2,45	2010-03-08	2,60	16,6
GETIN	Redukuj	10,34	10,31	2010-04-07	11,37	13,5
GTC	Redukuj	21,80	22,45	2010-04-07	24,95	15,9
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	79,65	2010-04-07	83,90	16,4
ING BSK	Trzymaj	749,00	770,00	2010-04-07	766,00	14,8
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,18	2010-04-13	15,65	7,7
KĘTY	Trzymaj	120,36	115,80	2010-02-24	115,00	12,1
KGHM	Redukuj	90,40	105,00	2009-12-01	107,80	6,5
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	9,58	2009-12-08	11,39	10,5
KOPEX	Trzymaj	21,65	21,10	2010-04-07	22,50	14,4
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,06	2010-04-07	14,60	31,8
LOTOS	Redukuj	26,50	31,80	2010-04-07	31,40	10,5
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,10	61,45	2010-02-03	77,00	11,4
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,70	2010-04-27	4,84	19,3
MONDI	Redukuj	67,30	71,90	2010-04-09	73,40	18,4
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	78,20	70,00	2010-04-07	77,00	13,0
NETIA	Trzymaj	4,30	4,90	2009-11-06	4,36	51,0
PBG	Sprzedaj	173,20	234,00	2010-04-07	216,00	16,5
PEKAO	Trzymaj	175,70	164,00	2010-03-05	165,50	16,2
PGE	Kupuj	27,90	21,51	2010-03-30	23,00	11,9
PGNiG	Kupuj	4,32	3,37	2010-03-24	3,70	9,8
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,24	2010-04-08	39,40	10,3
PKO BP	Trzymaj	40,10	40,68	2010-03-17	39,07	16,4
POLICE	Redukuj	5,50	6,16	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	5,16	4,54	2010-04-07	5,24	13,4
POLNORD	Kupuj	52,60	40,30	2010-04-13	39,29	24,8
RAFAKO	Trzymaj	13,60	13,02	2010-03-12	13,55	17,1
SYGNITY	Kupuj	18,20	16,33	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,64	2010-04-23	16,35	18,2
TRAKCJA POLSKA	Redukuj	4,16	4,24	2010-03-30	4,58	17,1
TVN	Trzymaj	16,00	18,06	2010-02-22	15,30	21,6
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	80,50	2010-01-06	84,50	17,0
UNIBEP	Redukuj	7,52	8,01	2010-04-07	9,00	14,4
WSiP	Trzymaj	17,20	16,82	2009-09-03	16,61	13,0
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	67,10	2010-01-06	80,90	15,5

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /04.05.2010/**


	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE BANKI</b>													
BZ WBK	215,0	17,7	15,8	12,3	16%	16%	18%	2,6	2,4	2,1	0,0%	1,9%	2,1%
Getin	10,3	26,6	13,5	10,8	7%	13%	14%	1,9	1,7	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	79,7	20,6	16,4	12,0	9%	10%	13%	1,7	1,6	1,5	0,0%	4,3%	4,9%
ING BSK	770,0	16,8	14,8	10,9	13%	13%	15%	2,1	1,8	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,1	118,4	31,8	9,3	1%	5%	15%	1,6	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,7	2667,9	19,3	10,9	0%	9%	12%	1,4	1,4	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	164,0	17,8	16,2	13,6	14%	14%	16%	2,4	2,3	2,1	0,0%	1,8%	4,9%
PKO BP	40,7	22,1	16,4	11,8	13%	15%	18%	2,5	2,3	2,0	2,5%	2,5%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>21,3</b>	<b>16,3</b>	<b>11,3</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,0%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	1,4	-	-	39,9	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,7	16,7	10,7	6,4	4%	6%	9%	0,5	0,5	0,5	3,5%	4,6%	6,9%
Citigroup	4,3	-	106,5	12,5	-	1%	7%	0,8	0,8	0,7	0,2%	0,2%	1,0%
Commerzbank	5,8	-	-	13,1	-	-	5%	0,5	0,5	0,5	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,4	83,0	6,7	5,0	1%	10%	12%	0,7	0,7	0,6	0,1%	1,4%	4,0%
KBC	33,8	-	8,8	7,4	-	13%	15%	1,1	1,0	0,9	0,0%	1,6%	3,1%
UCI	1,9	18,1	14,3	7,4	3%	4%	8%	0,6	0,6	0,6	1,5%	3,0%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>18,1</b>	<b>10,7</b>	<b>7,4</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,1%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	5,0	8,8	11,8	8,7	10%	7%	9%	0,8	0,8	0,8	5,6%	4,5%	5,6%
Deutsche Bank	50,9	7,5	8,3	6,8	13%	11%	12%	0,9	0,8	0,8	1,8%	2,3%	3,5%
Erste Bank	31,9	12,7	13,7	9,3	8%	8%	11%	1,0	1,0	0,9	1,5%	1,5%	2,3%
Komercni B.	3850,0	13,5	13,0	11,2	17%	17%	18%	2,3	2,1	2,0	4,2%	4,3%	5,3%
OTP	6851,0	13,1	12,8	9,0	13%	12%	15%	1,6	1,4	1,2	0,9%	2,6%	3,2%
Santander	8,6	8,1	8,0	6,5	14%	13%	15%	1,0	1,0	0,9	6,5%	6,7%	7,9%
Turkiye Garanti B.	7,0	10,7	10,1	8,8	24%	21%	21%	2,4	2,0	1,7	1,4%	2,2%	2,3%
Turkiye Halk B.	11,3	9,0	8,6	7,9	31%	25%	24%	2,6	2,1	1,9	3,6%	4,0%	4,3%
Sbierbank	2,6	89,4	11,8	7,2	2%	16%	23%	2,1	1,8	1,5	0,2%	0,9%	1,8%
VTB Bank	5,2	-	38,0	11,9	-	2%	12%	1,5	1,5	1,3	0,3%	0,4%	1,4%
<b>Mediana</b>		<b>10,7</b>	<b>11,8</b>	<b>8,8</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,4%</b>

**Wycena spółek paliwowych /04.05.2010/**


	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
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	31,8	13,1	12,9	8,1	0,7	0,6	0,5	4,7	10,5	7,2	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
FKN Orlen	37,2	7,9	7,3	6,5	0,4	0,4	0,4	12,2	10,3	10,6	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
MOL	19620,0	9,5	6,8	5,9	1,2	1,0	0,9	22,7	11,2	8,5	13%	15%	16%	1,6%	2,3%	3,3%
OMV	26,8	4,7	3,7	3,2	0,7	0,6	0,5	11,1	7,7	6,0	14%	16%	17%	3,3%	3,8%	4,3%
Hellenic Petroleum	7,5	8,5	8,1	7,2	0,6	0,5	0,4	11,2	11,8	9,5	7%	6%	6%	6,0%	6,0%	6,4%
Tupras	31,8	6,7	6,1	5,4	0,4	0,3	0,2	10,3	9,4	8,7	5%	5%	5%	8,0%	8,6%	8,8%
Unipetrol	194,1	12,7	7,6	6,0	0,6	0,5	0,4	-	41,0	18,4	5%	6%	7%	0,1%	3,0%	4,2%
<b>Mediana</b>		<b>8,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>11,1</b>	<b>10,5</b>	<b>8,7</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,2%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,4	7,3	5,3	5,9	1,1	1,0	1,1	16,5	9,8	11,7	15%	20%	19%	0,7%	2,4%	4,1%
Gazprom	165,0	4,7	4,0	3,4	1,7	1,5	1,2	5,9	5,0	4,1	35%	37%	36%	1,2%	1,7%	2,4%
GDF Suez	27,0	6,5	6,1	5,6	1,1	1,1	1,0	13,5	13,2	11,6	17%	18%	19%	5,6%	5,9%	6,3%
Gas Natural SDG	12,2	7,9	7,1	6,8	1,9	1,8	1,7	8,6	8,4	7,7	24%	25%	26%	6,3%	6,8%	7,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>11,0</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,2%</b>

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

**Wycena spółek energetycznych /04.05.2010/**


	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
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	142,5	7,0	7,5	7,8	3,2	3,5	3,5	9,7	10,6	10,7	46%	46%	45%	5,3%	5,9%	5,4%
ENEA	17,9	6,1	4,1	4,8	1,0	0,8	0,9	15,4	12,1	12,1	16%	18%	18%	2,6%	3,2%	4,1%
PGE	21,5	5,3	5,9	6,0	2,0	2,1	2,1	11,0	11,9	11,3	37%	35%	36%	3,3%	3,5%	4,2%
E.ON	28,2	7,0	6,7	6,5	1,1	1,1	1,0	9,7	9,7	9,4	16%	16%	16%	5,3%	5,5%	5,8%
EDF	40,8	7,4	6,8	6,4	1,8	1,8	1,7	20,0	18,2	16,0	25%	26%	27%	2,9%	2,9%	3,2%
Endesa	20,6	6,1	6,2	6,1	2,0	1,9	1,9	8,4	9,9	9,7	32%	31%	31%	6,7%	5,3%	5,5%
ENEL SpA	3,8	6,0	5,9	5,7	1,5	1,5	1,5	7,6	8,7	8,4	25%	25%	25%	7,1%	6,9%	7,1%
Fortum	18,8	9,7	9,8	9,7	4,2	4,1	4,0	12,8	13,4	13,4	43%	42%	41%	4,9%	5,1%	5,2%
Iberdrola	5,6	8,8	8,3	7,7	2,3	2,2	2,1	10,9	11,0	10,1	27%	27%	28%	5,8%	5,6%	6,0%
RWE AG	61,9	5,5	4,8	4,7	1,0	0,9	0,9	9,8	8,9	8,8	18%	18%	19%	5,7%	6,0%	6,2%
<b>Mediana</b>		<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>10,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,4</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /04.05.2010/**


	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
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
POLICE	6,2	-	11,6	6,5	0,3	0,4	0,4	-	-	17,9	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	67,1	8,1	6,5	2,9	0,6	0,5	0,4	18,9	15,5	5,7	7%	8%	14%	15,2%	1,3%	1,6%
Acron	36,1	9,3	6,6	6,1	2,1	1,7	1,5	12,7	9,7	9,7	22%	25%	24%	1,5%	2,0%	2,8%
Agrium	46,2	10,2	6,3	5,4	0,9	0,9	0,8	18,9	9,7	7,9	9%	14%	15%	0,3%	0,3%	0,3%
DSM	33,3	3,6	3,5	3,4	1,4	1,4	1,4	36,5	30,4	28,0	38%	40%	39%	2,1%	2,4%	2,6%
K+S	41,9	21,3	11,1	7,9	2,5	2,0	1,8	-	21,0	13,3	12%	18%	22%	0,7%	2,2%	3,4%
Silvinit	17888,2	6,8	6,4	4,9	4,7	4,0	3,1	10,3	10,1	7,0	68%	63%	64%	1,8%	1,5%	2,5%
Uralkali	4,7	15,5	10,4	7,4	8,5	5,9	4,4	21,9	14,3	11,4	55%	56%	60%	1,3%	1,6%	2,0%
Yara	207,9	14,8	7,4	6,6	1,2	1,0	1,0	25,2	10,6	8,7	8%	14%	15%	2,1%	2,6%	2,9%
<b>Mediana</b>		<b>9,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>18,9</b>	<b>12,4</b>	<b>9,7</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>22%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,5%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	32,1	6,2	5,4	4,8	0,7	0,6	0,6	-	12,6	8,0	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	43,1	7,1	6,5	6,1	0,9	0,9	0,8	16,8	14,4	12,2	13%	13%	14%	3,1%	3,5%	3,9%
BASF	43,1	7,4	5,8	5,3	1,0	1,0	0,9	20,7	13,4	11,5	14%	17%	17%	3,6%	4,4%	4,6%
Croda	9,8	10,9	9,3	8,8	1,8	1,7	1,7	19,5	15,2	13,9	17%	18%	19%	2,1%	2,5%	2,7%
Dow Chemical	29,3	10,5	8,1	6,9	1,2	1,1	1,0	56,9	19,9	12,0	12%	13%	14%	3,0%	2,7%	2,7%
Rhodia	16,8	6,6	4,4	4,1	0,7	0,7	0,6	-	12,9	9,1	11%	15%	15%	0,1%	1,2%	1,6%
Sisecam	2,0	6,2	5,1	4,4	1,2	1,1	1,0	16,9	10,8	9,5	19%	21%	22%	0,0%	2,0%	4,2%
Soda Sanayii	1,9	5,3	4,6	3,9	1,0	0,9	0,7	6,6	9,0	6,1	20%	20%	17%	-	3,8%	5,7%
Solvay	70,8	6,6	9,3	8,4	0,9	1,2	1,2	12,1	15,2	17,6	14%	13%	14%	3,7%	3,7%	4,0%
Tata Chemicals	342,2	6,3	7,4	6,9	1,0	1,4	1,3	11,1	12,8	11,0	16%	19%	19%	2,6%	2,4%	2,5%
Tessenderlo Chemie	23,9	16,2	6,2	4,8	0,5	0,5	0,4	-	29,5	12,3	3%	7%	9%	5,1%	5,2%	5,4%
Wacker Chemie	107,3	9,2	5,7	4,9	1,6	1,4	1,3	38,4	13,9	11,2	17%	25%	26%	1,0%	1,8%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>16,9</b>	<b>13,7</b>	<b>11,3</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,3%</b>

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

**Wycena europejskich operatorów narodowych /04.05.2010/**

	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Netia	4,9	6,1	5,0	4,3	1,1	1,1	1,0	21,5	51,0	24,4	19%	21%	22%	-	2,0%	4,1%
TPSA	15,6	4,0	4,5	4,5	1,5	1,7	1,7	16,3	18,2	17,3	38%	36%	37%	9,6%	9,6%	9,6%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>18,9</b>	<b>34,6</b>	<b>20,9</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>10%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>
<b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>																
Belgacom	26,1	5,5	5,2	5,5	1,8	1,7	1,7	10,1	10,1	10,6	32%	32%	30%	8,0%	8,1%	8,2%
Cesky Telecom	421,1	5,0	5,1	5,1	2,2	2,2	2,2	12,1	11,7	11,2	44%	43%	43%	10,9%	9,9%	9,9%
Hellenic Telekom	8,2	4,2	4,4	4,4	1,5	1,6	1,6	8,0	8,0	7,3	36%	35%	36%	8,6%	8,3%	8,8%
Mataw	666,0	4,2	4,3	4,4	1,6	1,7	1,7	8,6	9,0	9,1	39%	39%	39%	11,2%	11,3%	11,4%
Portugal Telecom	7,4	5,4	5,2	5,1	2,0	1,9	1,8	12,1	11,9	10,6	36%	36%	36%	7,7%	7,8%	7,9%
Telecom Austria	9,8	4,4	4,8	4,8	1,6	1,7	1,7	12,2	13,8	12,2	37%	35%	35%	7,7%	7,7%	7,7%
<b>Mediana</b>		<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>11,1</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,5%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,3	4,3	3,7	3,7	1,0	1,0	1,0	8,9	8,6	7,9	22%	27%	27%	6,5%	5,5%	6,0%
DT	9,0	4,2	4,3	4,3	1,3	1,4	1,4	13,5	12,6	12,1	32%	32%	32%	8,7%	8,4%	8,4%
FT	15,9	4,7	4,7	4,7	1,6	1,6	1,6	9,4	8,8	8,5	33%	34%	34%	8,9%	8,9%	9,0%
KPN	11,0	5,6	5,4	5,4	2,1	2,1	2,1	12,0	10,0	9,2	38%	40%	39%	6,3%	7,3%	7,8%
Sw isscom	362,0	6,1	6,2	6,2	2,4	2,4	2,4	9,6	9,9	9,9	40%	39%	39%	6,2%	6,5%	6,7%
TELEFONICA	16,4	5,3	5,4	5,3	2,1	2,1	2,1	9,6	9,2	8,6	40%	39%	39%	7,0%	8,5%	9,5%
TeliaSonera	48,8	7,6	7,4	7,2	2,5	2,5	2,5	11,2	10,6	10,1	33%	34%	34%	4,3%	5,1%	6,1%
TI	1,0	4,9	5,0	5,0	2,0	2,0	2,0	10,0	9,3	8,8	41%	41%	41%	5,1%	5,3%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>9,8</b>	<b>9,6</b>	<b>9,0</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>36%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,3%</b>

**Wycena spółek IT /04.05.2010/**

	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AB	17,4	8,0	7,2	6,6	0,1	0,1	0,1	10,4	10,1	9,2	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	21,8	7,7	9,6	8,2	0,2	0,2	0,2	12,0	13,9	11,3	2%	2%	2%	6,3%	1,7%	1,4%
ASBIS	4,9	17,9	6,1	5,1	0,1	0,1	0,1	-	11,7	8,4	0%	1%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	56,0	7,4	7,4	6,9	1,6	1,5	1,3	11,6	12,9	12,1	21%	20%	20%	2,6%	2,3%	2,5%
COMARCH	100,0	12,2	10,9	8,0	1,0	1,0	0,9	23,9	20,3	15,6	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	9,6	11,7	7,5	5,1	0,1	0,1	0,1	36,4	10,5	6,8	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	16,3	-	10,6	5,8	0,3	0,4	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>9,8</b>	<b>7,5</b>	<b>6,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>12,0</b>	<b>12,3</b>	<b>10,2</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Accenture	43,0	8,3	8,2	7,7	1,3	1,3	1,2	16,2	15,9	14,2	15%	15%	16%	1,1%	2,2%	2,0%
Atos Origin	37,1	6,0	5,7	5,1	0,6	0,6	0,5	17,0	14,2	11,7	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,8%
CapGemini	36,9	10,2	7,1	5,9	0,6	0,6	0,6	18,7	20,2	14,9	6%	8%	10%	2,1%	2,2%	2,6%
IBM	128,1	7,9	7,3	7,0	1,9	1,8	1,8	13,0	11,6	10,6	24%	25%	25%	1,6%	1,8%	1,8%
Indra Sistemas	14,3	7,8	7,6	7,2	1,0	1,0	0,9	11,8	11,7	10,9	13%	13%	13%	4,6%	4,7%	5,1%
LogicaCMG	1,4	8,8	7,8	7,4	0,7	0,7	0,7	12,7	11,5	10,5	8%	9%	9%	2,2%	2,5%	2,8%
Microsoft	30,1	10,0	9,4	8,6	3,9	3,8	3,6	17,8	15,0	13,8	39%	41%	42%	1,7%	1,7%	1,6%
Oracle	25,0	11,0	9,9	8,6	5,3	4,8	3,8	17,6	15,8	13,6	48%	48%	45%	0,1%	0,8%	0,9%
SAP	35,6	13,3	11,7	10,6	4,0	3,8	3,6	21,0	17,8	16,0	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,8%
TietoEnator	15,2	7,3	6,1	5,5	0,7	0,7	0,7	14,3	11,9	10,4	9%	11%	12%	2,8%	3,8%	4,5%
<b>Mediana</b>		<b>8,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>16,6</b>	<b>14,6</b>	<b>12,6</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,9%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /04.05.2010/**

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		
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AGORA	25,6	8,4	7,1	6,6	1,0	1,0	0,9	34,0	22,0	19,7	12%	13%	13%	1,5%	2,3%	2,5%
CYFROWY POLSAT	14,6	11,7	8,6	7,4	3,0	2,6	2,4	16,5	12,8	11,5	26%	30%	33%	5,1%	4,0%	5,1%
TVN	18,1	10,1	12,6	10,5	3,8	3,4	3,0	14,6	21,6	17,6	37%	27%	29%	4,3%	1,7%	1,4%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,8	10,8	7,8	6,7	0,8	0,8	0,8	16,6	12,2	9,6	7%	10%	11%	2,0%	5,9%	7,3%
Axel Springer	84,6	8,8	8,1	7,0	1,2	1,1	1,1	10,4	13,5	11,1	14%	14%	16%	5,1%	4,6%	5,0%
Daily Mail	5,1	9,6	8,8	8,2	1,4	1,5	1,5	14,2	12,6	11,1	15%	18%	18%	2,9%	2,9%	3,0%
Gruppo Editorial	2,2	12,6	7,5	6,5	1,3	1,3	1,3	68,3	17,6	13,4	10%	17%	20%	0,0%	2,3%	2,8%
Mcclatchy	5,2	6,6	6,5	6,2	1,6	1,7	-	16,2	7,1	-	24%	27%	-	1,7%	-	-
Naspers	298,2	20,2	17,8	14,3	4,8	4,4	3,8	28,2	21,2	16,6	24%	25%	26%	0,7%	0,8%	1,1%
New York Times	9,6	4,5	4,1	3,8	0,6	0,6	0,6	45,2	16,0	13,5	13%	14%	15%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,9	8,2	7,8	7,0	1,5	1,5	1,5	9,3	6,4	3,9	19%	20%	22%	0,5%	0,8%	0,4%
SPIR Comm	20,1	23,0	9,2	6,5	0,5	0,5	0,5	-	-	20,3	2%	5%	7%	18,0%	17,5%	22,4%
Trinity Mirror	1,5	5,4	5,1	4,7	1,0	1,0	0,9	8,8	7,1	6,0	18%	19%	20%	0,0%	0,0%	1,1%
<b>Mediana</b>		<b>9,2</b>	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>16,2</b>	<b>12,6</b>	<b>11,1</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>1,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,9%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	6,1	21,7	10,8	8,7	2,2	2,0	1,8	30,2	13,5	10,7	10%	18%	21%	2,8%	5,4%	6,9%
CETV	652,3	45,2	17,2	12,2	4,2	3,7	3,3	-	41,6	46,3	9%	22%	27%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	9,8	22,4	14,5	9,8	3,9	3,1	2,6	34,8	21,7	15,6	17%	21%	27%	2,9%	3,8%	5,4%
ITV PLC	0,7	15,5	10,9	8,2	1,8	1,7	1,7	50,6	23,5	14,0	11%	16%	20%	0,0%	0,2%	0,6%
M6-Metropole Tel	19,4	9,3	8,7	8,2	1,8	1,7	1,7	19,3	18,2	16,9	20%	20%	20%	4,8%	4,4%	4,6%
Mediaset SPA	5,8	6,8	6,0	5,4	2,2	2,1	1,9	22,5	17,8	15,0	33%	34%	36%	4,6%	5,0%	5,8%
RTL Group	58,5	11,1	10,4	9,1	1,7	1,7	1,6	21,9	18,9	16,1	15%	16%	18%	3,1%	3,6%	4,1%
TF1-TV Francaise	13,4	15,6	14,7	9,6	1,3	1,3	1,2	37,8	33,0	18,2	9%	9%	13%	2,0%	2,9%	3,7%
<b>Mediana</b>		<b>15,6</b>	<b>10,9</b>	<b>8,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>30,2</b>	<b>20,3</b>	<b>15,8</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,4%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	6,1	11,4	10,6	9,2	2,3	2,1	2,0	23,1	20,1	16,2	20%	20%	22%	2,9%	3,1%	3,4%
Canal Plus	5,9	5,9	5,8	5,7	0,3	0,3	0,3	16,0	15,4	15,0	5%	4%	4%	4,4%	4,5%	4,6%
Cogeco	34,8	5,5	5,4	5,1	2,3	2,1	2,0	16,0	15,2	12,9	41%	40%	40%	1,3%	1,6%	1,7%
Comcast	19,9	6,2	6,0	5,8	2,4	2,3	2,2	16,9	16,2	14,3	39%	38%	38%	1,4%	1,9%	2,0%
Liberty Global	27,4	6,2	6,4	6,3	2,7	2,8	2,8	-	34,9	20,8	43%	45%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	8,7	6,0	5,5	5,2	2,9	2,7	2,6	20,5	16,3	13,5	49%	49%	50%	0,0%	3,3%	5,1%
Shaw Communications	18,7	7,3	6,6	6,2	3,3	3,0	2,8	15,1	14,2	12,8	46%	46%	45%	4,4%	4,7%	5,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>16,5</b>	<b>16,2</b>	<b>14,3</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,4%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /04.05.2010/**

	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Budimex	98,8	8,2	10,9	10,9	0,6	0,6	0,5	14,5	13,6	15,6	7%	5%	5%	5,9%	6,9%	4,5%
Elektrobudowa	178,4	9,4	11,5	10,3	1,1	1,1	1,0	15,5	17,2	15,5	11%	9%	9%	1,7%	1,9%	2,1%
Erbud	54,2	7,9	9,4	8,9	0,6	0,5	0,4	15,3	13,3	13,6	7%	5%	5%	-	1,0%	1,1%
Mostostal Wa-w a	70,0	5,4	7,2	7,6	0,4	0,4	0,4	11,6	13,0	14,8	8%	6%	5%	0,0%	4,3%	3,8%
PBG	234,0	13,9	11,2	11,1	1,6	1,1	1,0	15,9	16,5	16,6	11%	10%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Polimex Mostostal	4,5	7,2	8,4	7,8	0,5	0,6	0,5	13,5	13,4	12,3	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	13,0	9,9	9,4	7,5	0,7	0,6	0,4	24,0	17,1	14,4	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,2	6,2	9,2	8,5	0,8	0,7	0,5	9,5	17,1	16,9	12%	8%	6%	2,4%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	80,5	8,9	5,1	4,5	3,7	2,6	2,3	-	17,0	12,8	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,0	9,5	9,6	7,8	0,7	0,4	0,3	15,3	14,4	13,6	7%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,5</b>	<b>9,4</b>	<b>8,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>15,3</b>	<b>15,4</b>	<b>14,6</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,4%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	8,2	8,6	7,8	6,9	0,7	0,7	0,7	17,3	15,7	13,8	9%	9%	10%	2,1%	2,3%	2,5%
BILFINGER	48,7	8,1	5,6	5,6	0,3	0,3	0,3	15,3	10,3	9,5	4%	5%	5%	3,7%	4,7%	4,7%
EIFFAGE	38,2	8,7	8,6	8,0	1,2	1,2	1,2	12,4	13,1	10,8	14%	14%	15%	3,0%	3,1%	3,4%
HOCHTIEF	59,0	6,2	6,0	5,8	0,3	0,3	0,3	22,7	20,1	17,6	5%	5%	5%	2,5%	2,6%	2,8%
NCC	109,3	6,1	7,2	6,3	0,3	0,3	0,3	11,0	12,0	10,0	5%	4%	5%	3,6%	5,0%	5,4%
SKANSKA	120,7	6,6	7,6	7,4	0,3	0,3	0,3	14,3	17,1	15,8	5%	4%	4%	4,6%	4,6%	4,8%
STRABAG	19,5	4,3	4,3	4,3	0,2	0,2	0,2	14,0	14,5	14,4	5%	5%	5%	2,6%	2,5%	2,6%
<b>Mediana</b>		<b>6,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>14,3</b>	<b>14,5</b>	<b>13,8</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,4%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /04.05.2010/**


	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Dom Development	61,0	15,7	40,3	13,9	2,2	2,0	1,9	18,7	57,6	18,0	16%	9%	18%	1,3%	0,4%	1,4%
GTC	22,5	-	14,0	9,1	1,1	1,2	1,1	-	15,9	-	-	81%	156%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,2	9,5	8,4	11,2	2,7	2,1	1,6	8,7	7,7	8,6	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	40,3	14,5	20,5	14,7	0,8	0,8	0,8	14,0	24,8	12,8	48%	16%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>14,5</b>	<b>17,2</b>	<b>12,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>14,0</b>	<b>20,4</b>	<b>12,8</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>26%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
CA IMMO INTERNATIONAL	6,5	21,6	17,7	15,0	0,5	0,6	0,6	-	-	16,8	66%	70%	73%	0,0%	1,2%	2,2%
CITYCON	2,6	18,7	16,7	15,5	0,7	0,8	0,8	14,6	12,1	11,2	56%	62%	65%	5,2%	5,3%	5,5%
CORIO	42,5	22,9	17,1	15,3	0,8	1,0	1,0	14,0	14,7	14,3	64%	83%	88%	6,3%	6,3%	6,5%
DEUTSCHE EUROSHOP	22,8	18,5	16,9	16,4	0,9	0,9	0,9	25,7	14,6	13,1	87%	86%	85%	4,7%	4,8%	5,2%
ECHO INVESTMENT	4,5	14,4	15,0	11,5	1,1	1,1	1,0	20,8	16,9	13,6	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,7	18,8	18,2	17,3	0,5	0,9	0,9	18,2	17,9	17,4	77%	83%	85%	4,1%	4,3%	4,4%
KLEPIERRE	25,1	21,3	17,1	16,4	0,8	1,2	1,1	16,8	17,6	16,7	71%	85%	86%	5,0%	4,9%	5,1%
SPARKASSEN IMMO	5,1	24,1	17,2	15,1	0,6	0,7	0,6	-	15,2	8,6	53%	58%	59%	0,0%	2,9%	5,2%
UNIBAIL-RODAMCO	131,5	17,6	17,3	16,2	0,8	1,0	1,0	14,0	13,9	13,3	86%	82%	81%	6,1%	6,2%	6,6%
<b>Mediana</b>		<b>18,8</b>	<b>17,1</b>	<b>15,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>16,8</b>	<b>14,9</b>	<b>13,6</b>	<b>66%</b>	<b>82%</b>	<b>81%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>

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

**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /04.05.2010/**

	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
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	2,5	9,5	9,2	7,6	1,8	1,8	1,6	20,3	16,6	13,3	19%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	21,1	8,3	7,4	6,4	0,9	0,8	0,7	16,9	14,4	12,0	10%	11%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,9</b>	<b>8,3</b>	<b>7,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>18,6</b>	<b>15,5</b>	<b>12,6</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Atlas Copco	112,7	13,3	11,8	10,1	2,4	2,4	2,2	21,3	18,3	15,3	18%	20%	21%	2,6%	2,9%	3,1%
Bucyrus	58,1	9,0	7,9	6,6	1,8	1,4	1,3	14,6	14,3	11,7	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,7	3,4	4,0	3,4	1,3	1,6	1,5	7,5	9,9	7,1	38%	41%	44%	5,0%	2,9%	6,4%
Industrea	0,3	5,1	4,4	3,9	1,7	1,5	1,4	7,1	7,1	6,2	34%	34%	35%	1,8%	3,5%	4,4%
Joy Global	54,1	7,6	9,9	8,3	1,6	1,9	1,7	12,8	17,4	14,1	21%	19%	20%	1,3%	1,3%	1,3%
Sandvik	101,3	38,9	12,6	9,6	2,1	2,0	1,8	-	29,0	16,9	5%	16%	19%	1,6%	2,0%	2,8%
<b>Mediana</b>		<b>8,3</b>	<b>8,9</b>	<b>7,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>12,8</b>	<b>15,9</b>	<b>12,9</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,0%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /04.05.2010/**

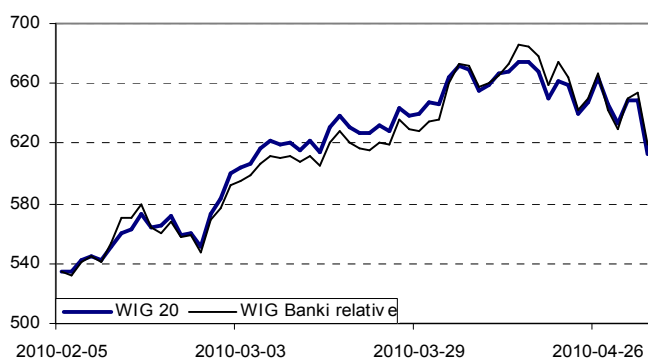
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	71,9	19,6	10,2	8,5	3,1	2,4	2,1	50,3	18,4	12,9	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,1%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	52,8	7,9	5,2	5,4	0,9	0,8	0,8	34,0	10,4	11,3	11%	16%	15%	1,1%	3,7%	4,6%
Holmen	185,0	7,6	9,8	8,1	1,2	1,3	1,2	15,5	28,2	18,4	16%	13%	15%	4,9%	4,9%	5,4%
INTL Paper	25,0	6,3	6,5	5,7	0,8	0,8	0,8	28,5	17,1	11,4	13%	12%	14%	1,3%	0,6%	0,9%
M-Real	2,5	63,1	8,8	7,4	0,7	0,8	0,7	-	-	33,8	1%	9%	10%	0,0%	0,5%	0,7%
Norske Skog	8,8	5,4	9,0	6,8	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	7%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	1,9	10,5	8,1	6,8	2,1	1,8	1,7	16,1	13,5	10,0	20%	22%	25%	3,9%	4,3%	5,2%
Stora Enso	6,1	10,5	9,9	7,9	0,9	0,9	0,8	38,0	29,5	16,7	9%	9%	11%	2,9%	3,3%	3,3%
Svenska	92,6	6,8	6,4	6,1	1,0	1,0	0,9	11,6	10,3	9,4	14%	15%	15%	4,0%	4,3%	4,6%
UPM-Kymmene	10,3	9,1	8,8	7,1	1,2	1,2	1,1	-	42,5	18,1	13%	13%	15%	3,7%	4,4%	4,6%
<b>Mediana</b>		<b>7,9</b>	<b>8,8</b>	<b>6,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>22,3</b>	<b>17,1</b>	<b>14,0</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,6%</b>

**Wycena spółek górniczych /04.05.2010/**

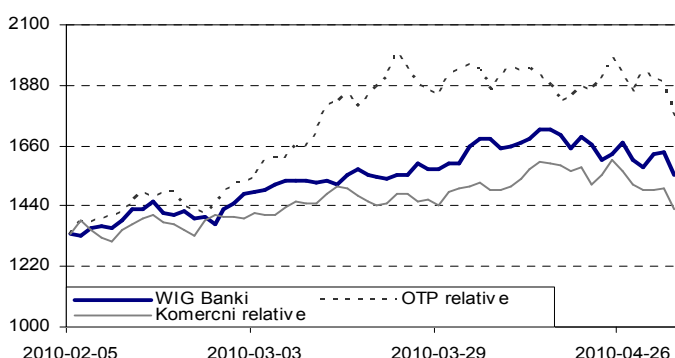
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	105,0	5,5	5,2	7,4	1,8	1,7	1,9	8,3	6,5	11,0	33%	33%	26%	11,1%	7,3%	10,7%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	26,2	7,2	4,6	3,6	2,1	1,7	1,5	12,1	7,4	5,3	29%	37%	41%	0,3%	1,6%	3,6%
BHP Billiton	18,7	5,1	4,7	3,5	2,2	2,2	1,8	10,5	8,4	6,0	44%	47%	52%	4,2%	4,6%	5,0%
Freeport-MCMOR	70,5	5,1	3,9	3,7	2,4	2,0	1,9	13,1	9,0	8,2	48%	52%	51%	0,1%	1,1%	1,8%
Rio Tinto	31,6	6,8	4,5	3,9	2,1	1,8	1,7	9,7	6,3	5,2	31%	40%	44%	1,7%	3,0%	3,3%
Southern Peru	28,9	13,6	8,6	6,6	6,6	5,1	4,1	27,0	14,8	10,8	49%	60%	62%	1,6%	3,9%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>12,1</b>	<b>8,4</b>	<b>6,0</b>	<b>44%</b>	<b>47%</b>	<b>51%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,6%</b>

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

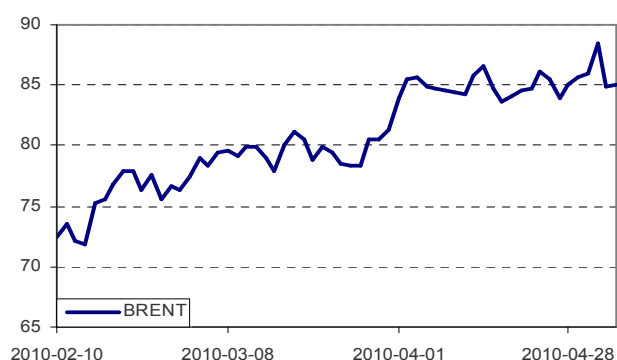
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



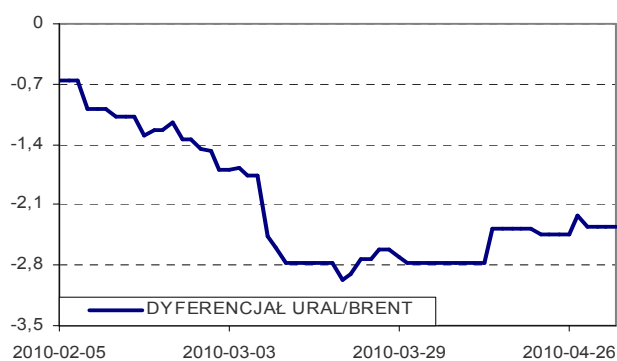
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



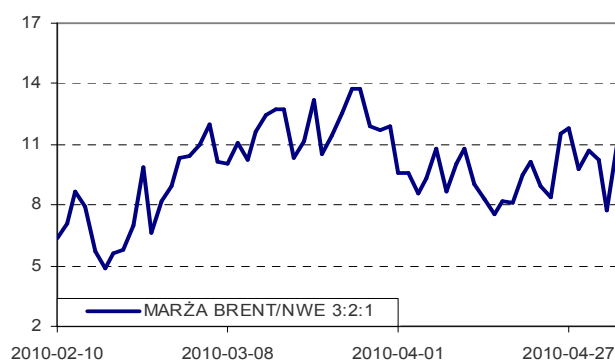
BRENT (USD/brk)



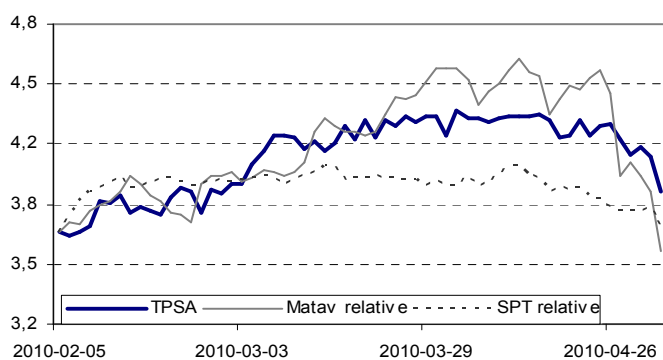
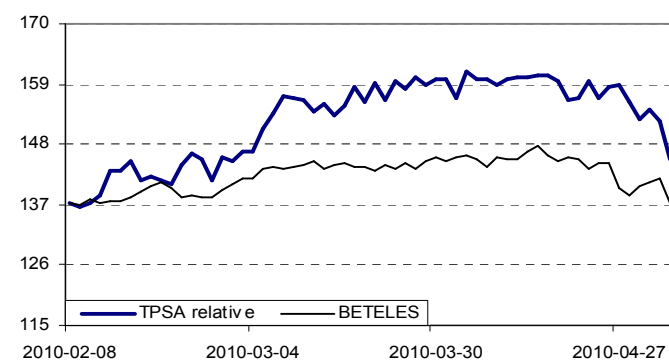
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

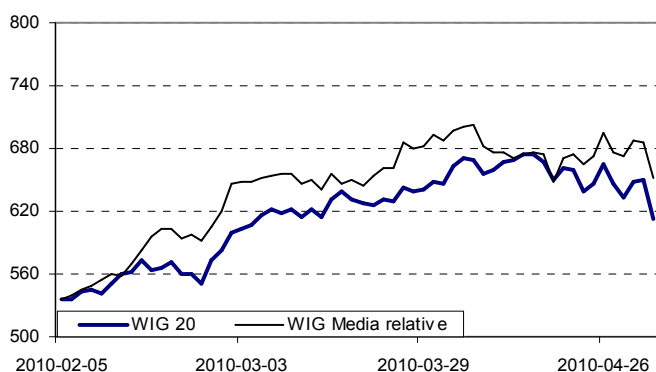


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

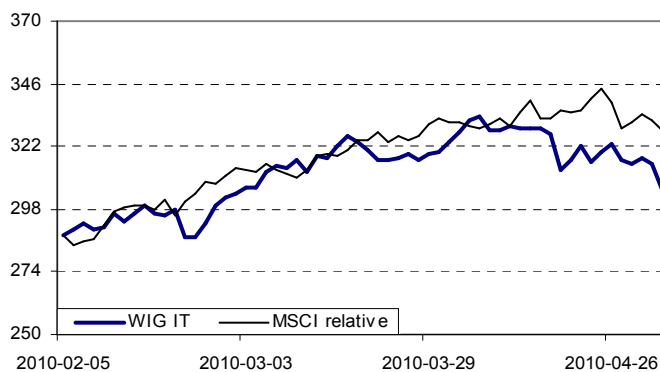


Źródło: Bloomberg

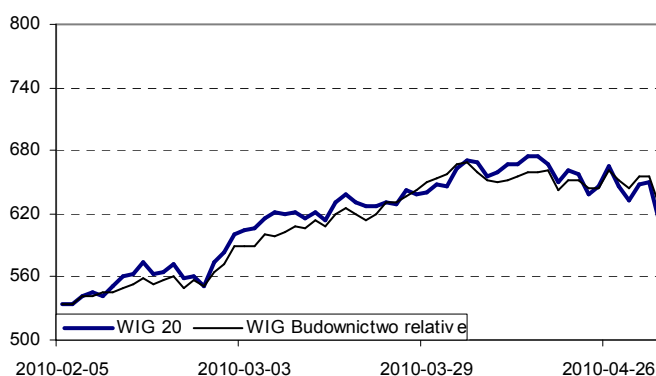
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



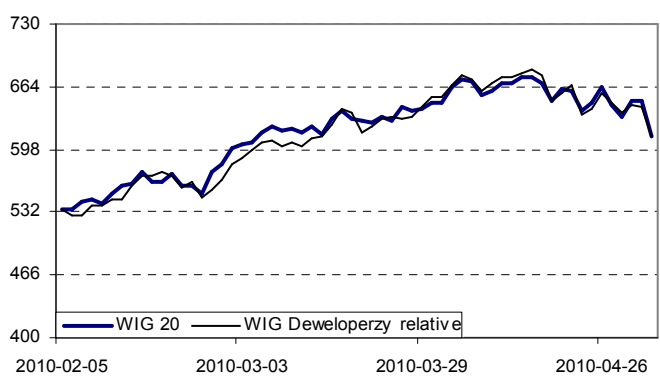
Indeks WIG IT na tle MSCI



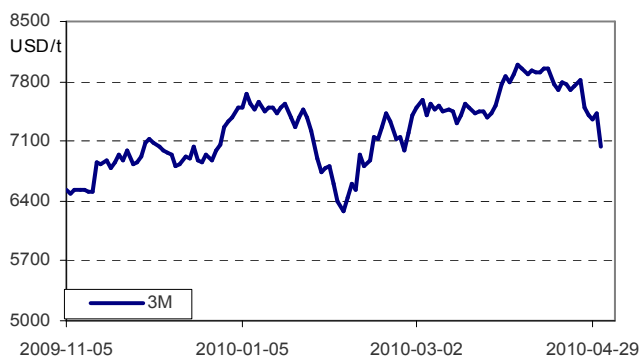
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



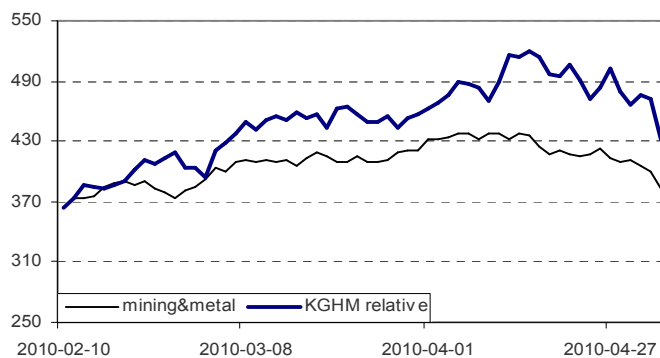
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

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

**Departament Analiz:**

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

**Analitycy:**

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

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

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)  
**EBIT** - Zysk operacyjny  
**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** - wartość 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, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

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, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu  
**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji. Lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.