


**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	10 172,5	+2,76%	FTSE 100	5 132,5	+0,92%	Miedź (LME)	6 410,0	+1,10%
S&P 500	1 086,8	+2,95%	WIG20	2 380,3	+1,63%	Ropa (Brent)	74,9	+1,96%
NASDAQ	2 218,7	+2,77%	BUX	21 103,4	+0,90%	USD/PLN	3,37	-2,67%
DAX	6 056,6	+1,20%	PX	1 132,7	+2,29%	EUR/PLN	4,09	-1,44%
CAC 40	3 516,6	+2,03%	PLBonds 10	5,83	-0,26%	EUR/USD	1,21	+1,21%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Wyrok w sprawie opcji

Rybnicki sąd wydał korzystny wyrok dla osoby fizycznej, która straciła przez opcje i nakazał Kredyt Bankowi wrócić 0,7 mln PLN. Sąd uznał bowiem, że klient nie musi dotrzymywać zawartych umów, jeśli został wprowadzony w błąd. Bank zapowiedział, że odwoła się od tej decyzji i nie oczekuje kolejnych pozwów. Zdaniem ekspertów dla przedsiębiorstw sądy nie będą tak wyrozumiałe, gdyż każdy przypadek jest inny. Nie bez znaczenia jest również, że wyrok ten zapadł z powództwa osoby fizycznej. W przypadku przedsiębiorstwa takie uzasadnienie wyroku w ogóle nie mogłoby być wzięte pod uwagę. **Każdy przypadek jest indywidualny. Naszym zdaniem ewentualne pozwy z tytułu opcji mogą toczyć się jeszcze przez długi okres czasu. Uważamy jednak, że powyższy przypadek można traktować jako wyodrębniony. Banki w związku z problemami przedsiębiorców ze spłatą zobowiązań tworzyły rezerwy. Nie będzie miało to naszym zdaniem negatywnego wpływu na ich wyniki w przyszłości. (M. Jeżewska)**

### BZ WBK

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

#### Kolejny głos w sprawie przejęcia BZ WBK

Wojciech Kwaśniak, były szef nadzoru bankowego, uważa że w Polsce jest jeden lub grupa inwestorów, która ma na tyle dobrą reputację, że ich udział w akcjonariacie byłby wsparciem dla banku i jego rozwoju i nie osłabiły jego pozycji. Jego zdaniem dobrze się stało, że BZ WBK zmienia akcjonariat. Jego zdaniem kwestia przejęcia BZ WBK przez polskie instytucje (w tym PKO BP), która zrównoważyłaby czy też zmniejszyła udział inwestorów zagranicznych, jest godne polecenia i należałoby przygotować odpowiednie analizy. Wskazuje nie tylko na problemy zagranicznych instytucji w ostatnich dwóch latach, ale również na nowe unijne rozwiązania regulacyjne, które w coraz większym stopniu dają uprzywilejowaną pozycję podmiotowi dominującemu. Jego zdaniem z punktu widzenia rynku lepsze jest utrzymanie BZ WBK jako oddzielnej instytucji i wprowadzenie takiego inwestora, który będzie stabilnie rozwijał bank. Wskazuje, że zarówno PKO BP, Pekao jak i PZY mają potencjał przejęcia BZ WBK. **Uchylamy się od spekulacji. Czekamy na informacje o pierwszych niewiążących ofertach, które wg wcześniejszych informacji mają spłynąć do końca czerwca. (M. Jeżewska)**

### Getin Holding

Trzymaj - z dn. 06.05.10  
Cena docelowa: 10,34 PLN

#### Fitch podwyższył perspektywę ratingów TU Europa na stabilną

Fitch potwierdził rating IFS TU Europa na poziomie "BB" oraz rating krajowy na poziomie "BBB (pol)", podwyższając perspektywę ratingów na stabilną z negatywnej. Oba ratingi zostały zdjęte z listy obserwacyjnej. Było to związane odpowiednio ze zmianą perspektywy ratingu dla Getin Noble Banku dokonanej w dniu 9. **Informacja techniczna. (M. Jeżewska)**

### PKO BP

Trzymaj - z dn. 17.03.10  
Cena docelowa: 40,1 PLN

#### PKO BP po wakacjach rusza z wymianą 6 mln kart płatniczych

PKO BP po wakacjach rozpoczyna wymianę 6 mln kart płatniczych. Proces ten potrwa do 2012 roku i przebiegać będzie wg terminów ich utraty wartości. Nie podano ile kosztować będzie ten proces. Nowe karty PKO BP poza mikroprocesorem, będą też miały funkcję zbliżeniową Visa payWave. Od końca maja należące do banku Inteligo testuje z PTC płatności mobilne za pomocą telefonów komórkowych wyposażonych w NFC. **Naszym zdaniem koszty wymiany kart będą rozłożone w czasie i w znacznym stopniu pokryją się z kosztami normalnej wymiany kart. (M. Jeżewska)**

### PZU

Trzymaj - z dn. 11.05.10  
Cena docelowa: 358,8 PLN

#### ZWZA zgodnie z oczekiwaniami

Wczorajsze ZWZA zgodnie z oczekiwaniami uchwaliło wypłatę 10,91 PLN/akcję jeszcze w tym roku, w formie dywidendy za rok ubiegły (dzień prawa do dywidendy 25 sierpnia, dzień wypłaty 9 września). Dokonano również zmian w składzie Rady Nadzorczej zgodnie z wcześniejszymi

informacjami. **Przy obecnej wycenie rynkowej stopa dywidendy brutto wynosi 3,1%.**  
**(M. Jeżewska)**

## PGNiG

Kupuj - z dn. 24.03.10  
Cena docelowa: 4,32 PLN

### Umowa o emisję obligacji

Zarząd PGNiG podpisał umowę w sprawie programu emisji obligacji do kwoty 3 mld PLN z konsorcjum 6 banków (PKO, Pekao, Bank Handlowy, Societe Generale, BNP Paribas). Program będzie obowiązywał do końca lipca 2013 roku i w jego ramach Spółka będzie mogła emitować obligacje dyskontowe oraz kuponowe z terminem zapadalności od jednego miesiąca do jednego roku, których objęcie jest gwarantowane przez banki. Oprocentowanie obligacji oparte jest o stopę WIBOR powiększoną o marżę, której wysokość uzależniona jest od stopnia wykorzystania programu oraz wskaźnika skonsolidowanego długu netto do skonsolidowanej EBITDA. **Pierwsza transza zostanie zapewne przeznaczona na refinansowanie wygasającej w lipcu tego roku linii kredytowej na 1,9 mld PLN. Zwracamy jednak uwagę, że na koniec 1Q PGNiG raportowało gotówkę netto na poziomie 715 mln PLN, a poziom zadłużenia z tytułu kredytów wynosił 1,2 mld PLN. Bilans pozwala naszym zdaniem na założenie, że w perspektywie roku marże kredytowe Spółki nie ulegną istotnej zmianie.** (K. Kliszcz)

### Odkrycie złóż w Pakistanie

Wczoraj agencje cytujące przedstawiciela Zarządu PGNiG poinformowały, że Spółka dokonała odkrycia istotnych złóż gazu w Pakistanie. Więcej informacji na ten temat PGNiG zamierza zaprezentować w ciągu najbliższych tygodni. **Przypominamy, że wstępne szacunki PGNiG dotyczące zasobów koncesji poszukiwawczej w Pakistanie sięgały 11,6 mld m<sup>3</sup>. Potwierdzenie takich zasobów byłoby bardzo dobrą informacją.** (K. Kliszcz)

## Asseco Poland

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

### Zwycięstwo Asseco Systems w przetargu dla GUS

Asseco Systems, spółka w 100 proc. zależna Asseco Poland, wygrała przetarg w GUS na dostawę, konfigurację i serwis urządzeń sieciowych na potrzeby przeprowadzenia spisów powszechnych. Wartość oferty złożonej przez spółkę to 2,85 mln PLN brutto. **Przetarg ze względu na swoją niewielką wartość ma ograniczony wpływ na notowania spółki.** (P. Grzybowski)

## Astarta

Sprzedaj - z dn. 11.05.10  
Cena docelowa: 45,83 PLN

### Spodziewana produkcja cukru w sezonie 2010/2011

Wiceminister Rolnictwa Ukrainy zapowiedział, że wielkość produkcji cukru w sezonie 2010/2011 wyniesie może 2,1-2,2MT. Ministerstwo spodziewa się zbiorów buraka cukrowego na poziomie 16MT, co przy wcześniejszej prognozie zasiewu buraka (14 maja około 480 tys ha) dawałoby rentowność 33,3 tony z hektara (w sezonie 2009/2010 31,3t/ha). Z kolei produkcja cukru na poziomie 2,1MT wymagałaby zawartości cukru w buraku na poziomie 131g na 1 kg. W bieżącym roku krajowe zapotrzebowanie na cukier wyniosło 1,9MT. **Według nas szacunki Ministerstwa nie są wygórowane. We wcześniejszych latach rentowność produkcji buraka cukrowego dochodziła do wyższych poziomów (np. w 2008 35,4 t/ha). To samo miało miejsce w przypadku zawartości cukru w buraku, która w 1996 roku sięgnęła poziomu 143g z 1kg. Produkcja na poziomie 2,1-2,2MT w kolejnym sezonie oznacza nadwyżkę podaży rzędu 10-15%. To naszym zdaniem wpłynie na obniżenie lokalnych cen cukru. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla akcji Astarty.** (J. Szkopek)

## Pozostałe wiadomości ze spółek

### Amrest

AmRest sprzedał FP SPV, spółkę zarządzającą restauracjami freshpoint w Polsce. AmRest Sp. z o.o., będąca spółką w 100% zależną od AmRest SE, podpisała umowę sprzedaży 99 ze 100 posiadanych udziałów spółki FP SPV Sp. z o.o., zarządzającą siecią 5 restauracji freshpoint w Polsce, na rzecz Moniki Czyż, która dotychczas pełniła obowiązki menedżera marki freshpoint.

### Anti

Anti wyemitował 2.835 rocznych obligacji o łącznej wartości 2,835 mln zł. Pozyskane środki zostaną przeznaczone na finansowanie bieżącej działalności. Program emisji obligacji zakłada wyemitowanie w dwóch transzach 5.500 obligacji.

### CEZ

CEZ rozpoczął projekt farm wiatrowych o mocy 600 MW w Rumunii. Czeski koncern energetyczny CEZ zaczął na początku czerwca realizację największego lądowego projektu farm wiatrowych w Europie na terenie Rumunii o mocy 600 MW.  
Czeski koncern energetyczny CEZ zainkasował z dywidend od spółek z grupy 5,5 mld CZK (0,87 mld zł).

### City Interactive

City Interactive spodziewa się w II kw. 11 mln zł przychodów ze sprzedaży gry Snajper. Gra video "Sniper. Ghost Warrior" stworzona przez City Interactive pomyślnie przeszła proces certyfikacji w Microsoft, co oznacza, że zostanie ona wydana przed końcem czerwca. City Interactive spodziewa się ponad 11 mln zł przychodów ze sprzedaży tej gry w II kw. 2010 r.

### Erbud

Niemiecka spółka zależna Erbudu ma kontrakt na 3,6 mln euro netto.

<b>Grajewo</b>	W celu optymalizacji zarządzania płynnością w grupie Pfeleiderer Grajewo wyemitowało obligacje o łącznej wartości 216 mln PLN. Papiery nabył wchodzący w skład grupy Pfeleiderer Prospan.
<b>IB System</b>	WZA I&B System zdecydowało o emisji obligacji o wartości nominalnej nie wyższej niż 80 mln zł. Spółka wyemituje nie więcej niż 1.600 obligacji o wartości nominalnej 50 tys. zł każda.
<b>JW Construction</b>	JW Construction w maju sprzedało brutto 95 mieszkań.
<b>Kruszwica</b>	Spółka zawarła z holenderską firmą IOI Loders Croklaan Olls umowę zakupu 1 tys. ton oleju palmowego. Wartość kontraktu wynosi ok. 2,8 mln PLN.
<b>MEW</b>	Spółka planuje budowę dwóch małych elektrowni wodnych na Wiśle. Ich moc miałyby sięgnąć 6 MW. MEW chce zainwestować w to przedsięwzięcie 120 mln PLN.
<b>Mostostal Zabrze</b>	Uprawnocniło się postępowanie o układzie wierzycieli z Przedsiębiorstwem Robót Inżynierskich (spółka zależna).
<b>Opteam (Ipo)</b>	Cena emisyjna akcji Opteam w przedziale 5,44-6,50 zł za szt. Harmonogram publicznej oferty akcji spółki Opteam: <ul style="list-style-type: none"><li>· 22 czerwca - rozpoczęcie składania deklaracji nabycia;</li><li>· 24 czerwca do godz. 17.00 - zakończenie składania deklaracji nabycia;</li><li>· 29 czerwca - otwarcie publicznej subskrypcji, rozpoczęcie przyjmowania zapisów na akcje oferowane;</li><li>· 2 lipca - zakończenie przyjmowania zapisów na akcje oferowane, zamknięcie publicznej subskrypcji;</li><li>· do 6 dni roboczych od zamknięcia subskrypcji - przydział akcji oferowanych.</li></ul>
<b>ORCO</b>	Spółka podała, że wniesiono sprzeciw do wyroku zatwierdzającego plan naprawczy spółki. Zarząd podał, że dopóki trybunał w Paryżu nie wyda decyzji w zakresie tego sprzeciwu, zatwierdzony plan naprawczy jest ważny.
<b>PBG, Hydrobudowa</b>	Konsorcjum PBG z Hydrobudową podpisało aneks, w którym termin zakończenia budowy Stadionu Narodowego przesunięto na 30 czerwca z 4 maja 2010 r.
<b>PGE</b>	MSP sprzedało PGE resztówki akcji w ZEC Bydgoszcz i EC Gorzów. Transakcja dotyczyła 0,17 proc. akcji PGE Zespołu Elektrociepłowni Bydgoszcz oraz 5,92 proc. akcji PGE Elektrociepłowni Gorzów. Pakiet akcji pierwszej spółki został sprzedany za 959 tys. zł, a drugiej za 10,58 mln zł. Zarząd porozumiał się ze związkami z kopalni węgla brunatnego Bełchatów i Turów. Po negocjacjach zaakceptowali oni program konsolidacji grupy kapitałowej prowadzony przez zarząd PGE.
<b>Quercus TFI</b>	W 2010 roku Quercus może pokazać kilka mln zł zysku netto. Prezes stwierdził, że po odbudowaniu kapitałów własnych do poziomu 14 mln zł, na koniec I kwartału wynosiły one 8,67 mln zł, Quercus może wypłacić dywidendę.
<b>Ropa &amp; Gaz</b>	Polskie LNG podpisało z konsorcjum Atkins umowę na nadzór budowy terminalu LNG na 46,5 mln zł.
<b>Telekomunikacja</b>	UKE nałożył 2,5 mln zł kary na Polkomtel za niedostarczenie kosztów finansowych spółki.
<b>Tesgas (Ipo)</b>	Harmonogram publicznej oferty akcji spółki Tesgas: <ul style="list-style-type: none"><li>· do 22 czerwca - podanie przedziału cenowego;</li><li>· 22 - 24 czerwca - budowa księgi popytu;</li><li>· 25 czerwca do godziny 8:00 - ustalenie i podanie do publicznej wiadomości ceny emisyjnej i ceny sprzedaży oraz liczby akcji oferowanych w poszczególnych transzach;</li><li>· 25 - 30 czerwca - przyjmowanie zapisów w transzy indywidualnej i instytucjonalnej;</li><li>· do 1 lipca - zamknięcie oferty publicznej i przydział akcji oferowanych;</li></ul> Tesgas w ciągu 12 miesięcy może wydać na akwizycje 10-20 mln zł z emisji.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>Mispol</b>	Członek RN nabył 2,5 tys. akcji po średniej cenie 5,91 PLN za akcję.
<b>Telestrada</b>	Quercus TFI zwiększył zaangażowanie w kapitale zakładowym do 6,42 proc. z 6,26 proc. przed dokonaniem zmiany.

## Kalendarium spółek

### Piątek /11.06.10/

EUROCASH Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 0,37 zł na akcję.

### Poniedziałek /14.06.10/

Mostostal Warszawa Dzień ustalenia prawa do 1,4 zł dywidendy.

### Wtorek /15.06.10/

EUROCASH Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,37 zł na akcję.  
 KGHM Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 3,00 zł na akcję.  
 RAFAKO ZWZA m.in. ws. zatwierdzenia sprawozdania finansowego za 2009 r.  
 TPSA Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 1,50 zł na akcję.  
 TVN Dzień wypłaty dywidendy 0,31 zł na akcję.

### Środa /16.06.10/

MOSTOSTAL ZABRZE WZA zdecyduje m.in. o skupie akcji własnych.

### Czwartek /17.06.10/

CENTRUM KLIMA Dzień wypłaty dywidendy 0,45 zł na akcję.  
 KGHM Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 3,00 zł na akcję.  
 POL-AQUA WZA.  
 TPSA Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 1,50 zł na akcję.  
 ULMA WZA.

## Kalendarium makro

### Piątek /11.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	Maj	0,2% m/m	0,4% m/m
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna bez samochodów	Maj	0,1% m/m	0,4% m/m
15:55	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	Czerwiec	75	73,6
16:00	USA	Zapasy niesprzedanych zapasów	Kwiecień	0,6%	0,4%

### Poniedziałek /14.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Dynamika produkcji przemysłowej	Kwiecień		1,3% m/m
14:00	Polska	Podaż pieniądza	Maj		

### Wtorek /15.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Bilans handlu zagranicznego	Kwiecień		4,5 mld EUR
14:00	Polska	Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych - inflacja	Maj		
14:30	USA	Indeks NY Empire State	Czerwiec		19,11
15:00	USA	Miesięczny napływ kapitałów długoterminowych	Kwiecień		140,5 mld USD
19:00	USA	Indeks rynku nieruchomości NAHB	Czerwiec		22
	USA	Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Best Buy.			

### Środa /16.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Inflacja HICP	Maj		0,5% m/m
14:00	Polska	Dane o bilansie płatniczym	Kwiecień		
14:30	USA	Inflacja PPI	Maj		-0,1% m/m
		Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Fedex.			


### Czwartek /17.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:00	Polska	Przeciętne zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw			
14:30	USA	Wnioski o zasiłki dla bezrobotnych	Tydzień		
14:30	USA	Saldo rachunku bieżącego	1kw.		-115,59 mld USD
14:30	USA	Inflacja CPI	Maj		-0,1% m/m
16:00	USA	Indeks wskaźników wyprzedzających - Conference Board	Maj		-0,1%
		Indeks Philadelphia FED	Czerwiec		21,4
		Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje: Smithfield Foods.			


**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	Akumuluj	18,80	16,15	2010-05-06	16,90	9,4
ACTION	Trzymaj	18,49	19,90	2010-04-07	22,00	12,7
AGORA	Trzymaj	25,20	24,40	2010-05-27	24,76	20,9
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,21	2010-05-10	4,65	8,8
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	57,50	2010-04-06	57,60	13,2
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	58,80	2010-05-11	57,50	4,3
BUDIMEX	Sprzedaj	78,30	91,10	2010-03-29	96,60	12,5
BZWBK	Trzymaj	200,50	198,00	2010-04-07	216,50	14,5
CENTRUM KLIMA	Kupuj	14,65	12,50	2010-05-06	12,00	13,3
CERSANIT	Trzymaj	13,43	14,20	2010-06-04	14,00	16,7
CEZ	Trzymaj	140,30	144,00	2010-03-03	133,90	10,3
CIECH	Kupuj	39,20	27,10	2010-06-02	27,00	10,7
COMARCH	Redukuj	93,10	85,35	2010-02-15	102,90	17,3
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,94	2010-03-25	15,79	13,2
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,10	47,30	2010-05-07	55,40	43,4
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	170,00	2010-03-12	171,00	16,4
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	87,45	2010-03-09	77,50	17,1
ENEA	Kupuj	21,24	17,82	2010-06-02	18,17	12,0
ERBUD	Trzymaj	54,60	52,00	2010-03-11	53,30	12,7
EUROCASH	Redukuj	18,60	20,20	2010-05-06	20,61	21,7
FAMUR	Trzymaj	2,03	2,05	2010-05-28	2,00	17,3
GETIN	Trzymaj	10,34	10,00	2010-05-06	10,19	13,1
GTC	Trzymaj	23,90	24,00	2010-05-28	23,80	28,6
HANDLOWY	Kupuj	90,90	75,55	2010-06-02	75,00	15,6
ING BSK	Trzymaj	749,00	750,00	2010-04-07	766,00	14,4
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,80	2010-04-13	15,65	8,0
KĘTY	Trzymaj	120,36	106,60	2010-02-24	115,00	11,1
KGHM	Trzymaj	99,10	94,10	2010-05-27	93,70	5,6
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	8,08	2009-12-08	11,39	8,8
KOPEX	Trzymaj	18,46	18,01	2010-05-28	18,90	16,6
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,75	2010-04-07	14,60	33,2
LOTOS	Redukuj	26,50	31,85	2010-04-07	31,40	10,6
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	75,00	2010-05-19	72,45	13,7
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,49	2010-04-27	4,84	18,4
MONDI	Trzymaj	67,30	68,00	2010-06-02	67,90	17,4
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	78,20	69,35	2010-05-06	68,30	12,9
NETIA	Trzymaj	4,30	4,74	2009-11-06	4,36	49,3
PBG	Redukuj	194,00	217,90	2010-06-02	213,40	14,5
PEKAO	Trzymaj	172,80	163,50	2010-03-05	165,50	16,1
PGE	Kupuj	27,90	21,28	2010-03-30	23,00	11,7
PGNiG	Kupuj	4,32	3,39	2010-03-24	3,70	9,9
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,19	2010-04-08	39,40	10,2
PKO BP	Trzymaj	40,10	39,00	2010-03-17	39,07	15,7
POLICE	Trzymaj	5,50	5,35	2010-06-02	5,39	
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	5,16	4,43	2010-06-02	4,44	13,1
POLNORD	Kupuj	51,60	37,98	2010-06-02	37,70	24,5
PZU	Trzymaj	358,80	350,00	2010-05-11	312,50	13,4
RAFAKO	Trzymaj	14,00	12,61	2010-06-02	13,30	17,1
SYGNITY	Kupuj	18,20	14,45	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,62	2010-04-23	16,35	18,1
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,30	2010-05-06	4,14	17,3
TVN	Trzymaj	17,00	17,26	2010-05-19	18,00	20,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	76,90	2010-01-06	84,50	16,2
UNIBEP	Akumuluj	9,10	7,95	2010-05-14	7,90	13,8
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	63,20	2010-01-06	80,90	14,6

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /10.06.2010/**

	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	198,0	16,3	14,5	11,4	16%	16%	18%	2,4	2,2	1,9	0,0%	2,0%	2,3%
Getin	10,0	25,8	13,1	10,5	7%	13%	14%	1,9	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	75,6	19,6	15,6	11,4	9%	10%	13%	1,6	1,5	1,5	0,0%	5,0%	5,1%
ING BSK	750,0	16,4	14,4	10,6	13%	13%	15%	2,0	1,8	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,8	123,8	33,2	9,7	1%	5%	15%	1,7	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,5	2548,7	18,4	10,4	0%	9%	12%	1,4	1,3	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	163,5	17,8	16,1	13,6	14%	14%	16%	2,3	2,3	2,1	0,0%	1,8%	5,0%
PKO BP	39,0	21,1	15,7	11,3	13%	15%	18%	2,4	2,2	1,9	2,6%	2,1%	3,2%
<b>Mediana</b>		<b>20,4</b>	<b>15,7</b>	<b>10,9</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,1%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	0,9	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	16,0	9,3	6,9	4%	6%	8%	0,5	0,5	0,5	3,7%	4,6%	6,4%
Citigroup	3,9	-	12,6	8,9	-	6%	8%	0,7	0,7	0,6	0,3%	0,1%	0,6%
Commerzbank	5,6	-	-	11,2	-	-	6%	0,5	0,6	0,6	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,4	23,7	6,7	5,1	1%	10%	11%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,3%	2,3%
KBC	30,6	-	7,6	6,4	-	15%	15%	1,0	0,8	0,8	0,0%	2,5%	3,6%
UCI	1,7	17,4	14,6	7,3	3%	4%	7%	0,5	0,5	0,5	1,5%	2,7%	5,3%
<b>Mediana</b>		<b>17,4</b>	<b>9,3</b>	<b>7,1</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,3%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
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	47,3	7,0	7,0	5,9	13%	12%	12%	0,8	0,7	0,7	1,9%	2,1%	3,6%
Erste Bank	27,6	10,9	11,6	7,8	9%	8%	10%	0,9	0,9	0,8	1,8%	2,2%	2,7%
Komercni B.	3585,0	12,5	11,7	10,4	17%	17%	18%	2,1	1,9	1,8	4,5%	5,1%	6,0%
OTP	4875,0	9,1	8,5	6,2	13%	12%	15%	1,1	1,0	0,9	0,9%	3,0%	5,2%
Santander	8,0	7,6	7,4	6,3	14%	13%	15%	1,0	0,9	0,8	6,9%	7,2%	8,0%
Turkiye Garanti B.	6,7	10,2	8,5	7,6	24%	23%	21%	2,3	1,8	1,5	1,4%	2,2%	2,9%
Turkiye Halk B.	10,7	8,5	7,7	6,9	31%	28%	25%	2,4	1,9	1,6	3,9%	3,9%	4,7%
Sberbank	2,3	88,2	11,6	7,1	2%	16%	23%	2,1	1,8	1,4	0,2%	0,9%	1,8%
VTB Bank	4,6	-	37,0	11,6	-	2%	12%	1,4	1,4	1,3	0,3%	0,5%	1,4%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>9,0</b>	<b>7,2</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,1%</b>

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /10.06.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>													
PZU	350,0	8,0	13,4	11,2	25%	20%	21%	2,7	2,4	2,1	-	3,1%	3,4%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	33,8	12,3	11,1	9,6	9%	9%	10%	1,0	1,0	0,9	3,3%	3,1%	3,5%
Uniq	15,2	33,0	14,4	11,6	4%	7%	9%	1,6	1,5	1,3	1,8%	2,4%	2,7%
Aegon	4,5	-	9,4	6,5	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,8%	3,4%
Allianz	80,9	8,1	7,4	6,8	12%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,8%	5,5%	6,0%
Aviva	3,3	5,9	5,9	4,9	13%	15%	17%	0,8	0,9	0,8	7,3%	7,8%	8,4%
AXA	12,8	8,6	6,9	6,0	9%	10%	10%	0,7	0,6	0,6	3,9%	5,8%	6,8%
Baloise	81,0	8,7	8,1	7,4	12%	11%	11%	0,9	0,9	0,8	5,5%	5,7%	6,0%
Generali	93,0	16,7	13,6	12,2	8%	8%	9%	1,3	1,3	1,1	2,8%	2,9%	3,0%
Helvetia	301,5	8,7	7,5	6,9	11%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,6%	5,0%	5,3%
Mapfre	2,3	7,1	7,5	7,1	17%	14%	14%	1,1	1,0	0,9	6,5%	6,5%	6,8%
RSA Insurance	1,2	9,2	9,0	8,4	12%	14%	14%	1,2	1,2	1,1	6,8%	7,2%	7,6%
Zurich Financial	239,5	10,4	8,5	7,9	13%	14%	14%	1,2	1,1	1,1	5,0%	6,4%	6,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,0%</b>

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

**Wycena spółek paliwowych /10.06.2010/**

	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	31,9	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	37,2	7,9	7,3	6,5	0,4	0,4	0,4	12,2	10,2	10,6	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
MOL	17450,0	8,9	6,4	5,5	1,1	0,9	0,8	20,2	9,8	7,4	13%	13%	14%	1,8%	2,6%	3,8%
OMV	26,1	4,6	3,4	3,0	0,7	0,6	0,5	10,8	7,1	5,7	14%	17%	17%	3,3%	3,8%	4,2%
Hellenic Petroleum	6,0	7,5	7,3	6,5	0,5	0,4	0,4	8,9	9,8	7,8	7%	6%	6%	7,5%	7,4%	7,9%
Tupras	31,0	6,5	5,9	5,2	0,4	0,3	0,2	10,1	8,9	8,2	5%	5%	5%	8,2%	9,1%	9,4%
Unipetrol	189,3	12,4	7,6	6,0	0,6	0,5	0,4	-	46,9	19,1	5%	6%	7%	0,1%	3,8%	5,1%
<b>Mediana</b>		<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>10,4</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,2%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,4	7,4	5,3	5,9	1,1	1,0	1,1	16,6	9,9	11,7	15%	20%	19%	0,7%	2,4%	4,1%
Gazprom	160,9	4,7	3,7	3,3	1,6	1,4	1,2	5,7	4,6	3,9	34%	39%	38%	1,4%	1,7%	2,0%
GDF Suez	24,8	6,5	6,3	5,7	1,1	1,1	1,1	12,3	12,3	11,0	17%	18%	19%	6,1%	6,2%	6,5%
Gas Natural SDG	12,3	7,9	7,1	6,8	1,9	1,8	1,7	8,6	8,4	8,0	24%	25%	25%	6,3%	6,8%	7,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>10,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,3%</b>

**Wycena spółek energetycznych /10.06.2010/**

	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	144,0	6,8	7,4	7,7	3,2	3,4	3,5	9,4	10,3	10,4	46%	46%	45%	5,5%	6,1%	5,5%
ENEA	17,8	6,1	4,1	4,8	1,0	0,7	0,9	15,3	12,0	12,0	16%	18%	18%	2,6%	3,3%	4,2%
PGE	21,3	5,2	5,8	6,0	1,9	2,0	2,1	10,9	11,7	11,1	37%	35%	36%	3,3%	3,6%	4,3%
E.ON	23,5	6,3	6,2	6,0	1,0	1,0	1,0	8,1	8,5	8,2	16%	16%	16%	6,4%	6,5%	6,6%
EDF	33,8	6,6	6,1	5,7	1,7	1,6	1,5	16,6	15,8	13,6	25%	26%	27%	3,5%	3,5%	3,8%
Endesa	18,3	5,7	5,8	5,8	1,8	1,7	1,7	7,5	8,5	8,6	32%	30%	29%	7,5%	6,1%	6,1%
ENEL SpA	3,8	6,4	6,2	6,1	1,6	1,5	1,5	7,5	8,4	8,3	25%	25%	24%	7,2%	7,1%	7,2%
Fortum	18,5	9,6	9,3	9,4	4,1	3,9	3,8	12,6	12,3	12,7	43%	42%	41%	5,0%	5,3%	5,3%
Iberdrola	5,3	8,5	8,0	7,5	2,2	2,3	2,2	10,2	10,2	9,7	27%	28%	29%	6,1%	6,2%	6,3%
RWE AG	56,6	5,1	4,5	4,4	0,9	0,8	0,8	8,9	8,1	8,1	18%	19%	19%	6,2%	6,5%	6,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>9,8</b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,8%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /10.06.2010/**

	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	5,4	-	10,8	6,1	0,3	0,4	0,3	-	-	15,5	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	63,2	7,5	6,1	2,7	0,5	0,5	0,4	17,8	14,6	5,3	7%	8%	14%	16,1%	1,4%	1,7%
Acron	24,8	7,7	5,8	5,2	1,7	1,4	1,2	8,8	7,0	6,8	22%	24%	23%	2,0%	3,0%	4,3%
Agrium	43,7	9,7	6,2	5,2	0,9	0,8	0,8	17,8	9,5	7,6	9%	14%	15%	0,3%	0,3%	0,3%
DSM	33,7	3,6	3,5	3,4	1,4	1,4	1,4	36,9	30,0	28,3	38%	40%	40%	2,1%	2,4%	2,5%
K+S	38,0	19,5	8,9	6,8	2,3	1,7	1,6	65,7	16,8	11,6	12%	19%	23%	0,7%	2,5%	3,7%
Silvinit	17400,0	6,6	6,4	4,8	4,5	3,9	3,1	10,1	9,8	6,9	68%	61%	64%	1,8%	1,4%	2,4%
Uralkali	3,7	14,1	9,6	7,2	7,4	5,3	4,2	23,0	6,5	4,6	53%	55%	59%	1,4%	3,2%	6,0%
Yara	189,4	13,7	7,0	7,0	1,1	1,1	1,0	23,0	10,5	9,2	8%	15%	14%	2,3%	2,8%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>8,7</b>	<b>6,4</b>	<b>5,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>20,4</b>	<b>10,1</b>	<b>7,6</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,5%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	27,1	5,8	5,1	4,5	0,6	0,6	0,5	-	10,7	6,7	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	43,0	7,1	6,5	6,0	0,9	0,9	0,9	16,7	13,9	11,9	13%	14%	14%	3,1%	3,5%	3,9%
BASF	44,8	7,6	5,6	5,2	1,1	1,0	0,9	21,5	12,4	11,0	14%	17%	17%	3,4%	4,3%	4,5%
Croda	10,3	11,4	9,2	8,6	1,9	1,8	1,7	20,5	14,5	13,3	17%	20%	20%	2,0%	2,4%	2,7%
Dow Chemical	26,4	9,9	7,2	6,3	1,2	1,0	0,9	51,2	15,7	10,2	12%	14%	15%	3,4%	3,0%	3,0%
Rhodia	13,0	5,8	3,7	3,4	0,6	0,6	0,5	-	7,9	6,2	11%	15%	15%	0,2%	2,2%	2,8%
Sisecam	1,8	5,8	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	15,3	9,9	6,7	19%	21%	22%	0,0%	1,2%	2,2%
Soda Sanayii	1,6	5,3	5,9	4,2	1,1	1,0	0,8	8,0	6,7	3,9	20%	16%	18%	-	6,0%	8,1%
Solvay	72,3	6,8	9,9	9,0	1,0	1,3	1,2	12,3	23,5	18,0	14%	13%	14%	3,6%	3,6%	3,8%
Tata Chemicals	312,2	6,0	7,0	6,6	1,0	1,3	1,3	10,1	11,1	9,8	16%	19%	19%	2,8%	2,7%	2,7%
Tessenderlo Chemie	21,6	15,2	5,6	4,4	0,5	0,4	0,4	-	25,0	10,5	3%	7%	9%	5,6%	5,8%	6,0%
Wacker Chemie	109,4	9,6	5,9	5,2	1,6	1,4	1,3	32,0	14,4	11,9	17%	24%	25%	1,0%	1,7%	2,1%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>16,7</b>	<b>13,1</b>	<b>10,3</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>

**Wycena europejskich operatorów narodowych /10.06.2010/**

	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	4,7	5,9	4,8	4,1	1,1	1,0	0,9	20,8	49,3	23,6	19%	21%	22%	-	2,0%	4,2%
TPSA	15,6	4,0	4,5	4,5	1,5	1,7	1,7	16,3	18,1	17,3	38%	36%	37%	9,6%	9,6%	9,6%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>18,6</b>	<b>33,7</b>	<b>20,5</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	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	397,0	4,7	5,0	5,0	2,1	2,1	2,2	11,4	11,7	11,2	44%	43%	43%	11,6%	9,9%	9,8%
Hellenic Telekom	5,6	3,7	3,9	3,9	1,3	1,4	1,4	5,5	6,3	5,7	36%	35%	35%	12,5%	9,8%	10,5%
Matav	654,0	4,2	4,4	4,5	1,6	1,7	1,7	8,5	9,1	9,3	39%	39%	39%	11,4%	11,4%	11,4%
Portugal Telecom	8,7	5,9	5,6	5,5	2,1	2,0	1,9	14,2	14,0	12,3	36%	35%	36%	6,6%	6,7%	6,7%
Telecom Austria	9,2	4,3	4,6	4,7	1,6	1,6	1,7	11,4	13,6	12,0	37%	35%	35%	8,2%	8,2%	8,2%
<b>Mediana</b>		<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,7</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,3%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,3	4,4	3,8	3,8	1,0	1,0	1,0	9,4	8,9	8,3	22%	27%	27%	6,1%	5,2%	5,7%
DT	9,4	4,3	4,4	4,5	1,4	1,4	1,4	14,1	13,0	12,5	32%	32%	32%	8,3%	7,7%	7,7%
FT	15,7	4,6	5,0	5,0	1,5	1,7	1,7	9,3	9,0	8,7	33%	35%	35%	9,0%	8,9%	8,9%
KPN	10,7	5,4	5,2	5,2	2,1	2,1	2,1	11,7	9,5	9,0	38%	40%	40%	6,5%	7,5%	8,0%
Sw isscom	373,0	6,1	6,3	6,2	2,4	2,4	2,4	9,9	10,4	10,1	40%	38%	39%	6,0%	6,2%	6,5%
TELEFONICA	15,6	5,2	5,3	5,2	2,1	2,1	2,0	9,1	8,7	8,3	40%	39%	39%	7,4%	9,0%	10,0%
TeliaSonera	49,4	7,7	7,3	7,1	2,5	2,5	2,5	11,4	10,7	10,1	33%	35%	35%	4,3%	5,1%	5,5%
TI	0,9	4,8	4,8	4,7	2,0	2,0	2,0	8,9	8,1	7,6	41%	41%	42%	5,7%	6,1%	6,8%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,3%</b>

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

**Wycena spółek IT /10.06.2010/**

	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	16,2	7,5	6,8	6,2	0,1	0,1	0,1	9,7	9,4	8,6	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	19,9	7,2	9,0	7,7	0,1	0,2	0,2	11,0	12,7	10,3	2%	2%	2%	6,9%	1,8%	1,6%
ASBIS	4,2	13,6	5,1	4,1	0,1	0,1	0,1	-	8,8	5,9	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	57,5	7,6	7,6	7,0	1,6	1,5	1,4	11,9	13,2	12,5	21%	20%	20%	2,5%	2,3%	2,4%
COMARCH	85,4	10,2	9,2	6,7	0,8	0,9	0,7	20,4	17,3	13,3	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	8,1	10,4	6,7	4,6	0,1	0,1	0,1	30,7	8,8	5,7	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNIFY	14,5	-	9,6	5,2	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,9</b>	<b>7,6</b>	<b>6,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>9,4</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	37,7	7,1	7,1	6,6	1,1	1,1	1,0	14,2	14,2	12,5	15%	15%	15%	1,3%	2,6%	2,2%
Atos Origin	36,7	5,9	5,5	4,9	0,5	0,6	0,5	16,8	13,9	11,3	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,8%
CapGemini	38,1	7,1	7,4	6,1	0,6	0,6	0,6	19,3	20,6	14,9	8%	8%	10%	2,1%	2,2%	2,6%
IBM	127,7	7,8	7,4	6,9	1,9	1,8	1,7	12,9	11,3	10,4	24%	24%	25%	1,6%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	14,1	7,6	7,5	7,0	1,0	1,0	1,0	11,6	11,4	10,6	13%	13%	14%	4,6%	4,8%	5,2%
LogicaCMG	1,2	8,1	7,0	6,6	0,6	0,6	0,6	11,5	10,3	9,5	8%	9%	9%	2,4%	2,8%	3,0%
Microsoft	25,0	8,1	7,4	6,7	3,2	3,1	2,8	14,8	12,1	10,8	39%	42%	42%	2,0%	2,1%	1,8%
Oracle	22,2	9,8	8,3	7,3	4,7	4,0	3,1	15,6	13,7	11,7	48%	48%	43%	0,1%	0,9%	1,0%
SAP	36,1	13,4	11,5	10,4	4,1	3,8	3,6	21,2	17,9	15,9	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,8%
TietoEnator	15,0	7,2	6,2	5,5	0,7	0,7	0,7	14,1	12,0	10,2	9%	11%	12%	2,8%	3,9%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>6,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>14,5</b>	<b>12,9</b>	<b>11,0</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,0%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /10.06.2010/**

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	24,4	7,9	6,7	6,4	1,0	0,9	0,8	32,5	20,9	20,1	12%	14%	13%	1,5%	2,4%	2,5%
CYFROWY POLSAT	14,9	12,0	8,8	7,6	3,1	2,7	2,5	16,8	13,2	11,8	26%	30%	33%	5,0%	3,9%	5,0%
TVN	17,3	9,8	12,1	9,9	3,7	3,2	2,9	14,0	20,5	16,3	37%	27%	29%	4,5%	1,8%	1,5%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,6	10,3	7,4	6,4	0,7	0,7	0,7	15,7	11,3	8,8	7%	10%	11%	2,1%	6,7%	8,0%
Axel Springer	78,6	8,2	7,1	6,1	1,1	1,1	1,0	9,6	11,4	9,6	14%	15%	16%	5,5%	5,8%	6,2%
Daily Mail	4,7	9,1	8,2	7,5	1,4	1,5	1,4	13,1	11,5	9,9	15%	18%	19%	3,1%	3,2%	3,4%
Gruppo Editorial	1,7	10,5	6,1	5,3	1,1	1,1	1,1	54,0	13,0	9,9	10%	18%	20%	0,0%	3,5%	5,2%
Mcclatchy	4,0	6,3	5,9	6,0	1,5	1,6	1,6	12,6	6,7	7,2	24%	28%	27%	2,2%	-	-
Naspers	269,2	18,3	16,6	13,5	4,3	4,0	3,5	25,5	19,2	14,5	24%	24%	26%	0,8%	0,9%	1,2%
New York Times	9,1	4,2	3,4	3,4	0,5	0,6	0,6	42,7	12,7	12,5	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	1,8	7,8	7,5	6,8	1,5	1,5	1,5	5,7	4,4	3,3	19%	20%	22%	0,7%	0,7%	0,7%
SPIR Comm	16,8	21,2	9,8	6,7	0,4	0,4	0,4	-	-	36,8	2%	4%	6%	21,5%	-	-
Trinity Mirror	0,8	4,2	3,8	3,5	0,7	0,7	0,7	4,9	3,6	3,2	18%	19%	20%	0,0%	0,6%	2,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>13,1</b>	<b>11,4</b>	<b>9,7</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,4%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	4,6	17,2	8,2	6,7	1,7	1,5	1,4	22,8	9,6	7,6	10%	19%	22%	3,7%	7,7%	9,3%
CETV	439,0	31,9	12,5	8,8	3,0	2,6	2,3	-	-	23,7	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	7,6	17,7	10,8	6,7	3,0	2,3	1,9	27,2	15,5	10,3	17%	21%	28%	3,7%	5,0%	8,0%
ITV PLC	0,6	13,6	8,6	6,8	1,5	1,4	1,4	42,5	16,3	10,8	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,1%
M6-Metropole Tel	16,5	7,9	7,2	6,8	1,5	1,4	1,4	16,3	15,4	14,0	20%	20%	21%	5,7%	5,1%	5,4%
Mediaset SPA	4,9	6,2	5,6	5,1	2,0	1,8	1,6	19,5	14,4	12,0	32%	32%	32%	5,0%	5,8%	6,7%
RTL Group	59,2	11,1	9,6	8,7	1,7	1,7	1,6	22,4	16,3	14,5	15%	17%	19%	3,8%	4,9%	5,6%
TF1-TV Francaise	11,6	13,7	12,4	8,5	1,2	1,1	1,1	32,8	25,8	14,7	9%	9%	12%	2,3%	3,4%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>13,6</b>	<b>9,1</b>	<b>6,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>22,8</b>	<b>15,5</b>	<b>13,0</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,5%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	5,9	11,1	10,3	8,8	2,3	2,1	1,9	22,3	19,4	15,4	20%	20%	22%	3,0%	3,2%	3,5%
Canal Plus	5,1	4,7	4,6	4,5	0,2	0,2	0,2	13,8	14,4	14,0	5%	5%	4%	5,0%	5,2%	5,3%
Cogeco	33,2	5,4	5,3	5,0	2,2	2,1	2,0	15,3	14,3	12,2	41%	39%	40%	1,4%	1,7%	1,8%
Comcast	18,1	5,8	5,5	5,4	2,2	2,1	2,1	15,3	14,5	12,8	39%	39%	39%	1,5%	2,0%	2,3%
Liberty Global	25,2	6,0	6,8	6,6	2,6	2,9	3,0	-	-	31,4	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	8,5	5,9	5,4	5,1	2,9	2,7	2,5	20,1	16,0	13,2	49%	50%	50%	0,0%	3,4%	4,7%
Shaw Communications	19,3	7,5	6,7	6,2	3,4	3,1	2,7	15,6	14,8	13,2	46%	46%	44%	4,3%	4,5%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>15,5</b>	<b>14,7</b>	<b>13,2</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,5%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /10.06.2010/**

	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	91,1	7,3	10,1	10,0	0,5	0,5	0,5	13,4	12,5	14,4	7%	5%	5%	6,4%	7,5%	4,9%
Elektrobudowa	170,0	8,8	10,8	9,8	1,0	1,0	0,9	14,8	16,4	14,8	11%	9%	9%	1,8%	2,0%	2,2%
Erbud	52,0	7,6	9,0	8,5	0,5	0,5	0,4	15,7	12,7	13,1	7%	5%	5%	0,2%	1,0%	1,2%
Mostostal Wa-w a	69,4	5,3	7,1	7,5	0,4	0,4	0,4	11,5	12,9	14,6	8%	6%	5%	0,0%	4,3%	3,8%
PBG	217,9	13,1	10,2	10,0	1,5	1,0	0,8	14,8	14,5	14,1	11%	10%	8%	0,0%	1,4%	1,4%
Polimex Mostostal	4,4	7,3	8,3	7,6	0,5	0,6	0,5	13,1	13,1	12,0	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	12,6	9,5	9,3	7,3	0,7	0,6	0,4	23,2	17,1	14,6	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,3	6,3	9,4	8,7	0,8	0,7	0,5	9,6	17,3	17,1	12%	8%	6%	2,3%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	76,9	8,7	4,9	4,3	3,6	2,5	2,2	-	16,2	12,2	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,0	9,5	10,4	10,5	0,7	0,4	0,4	15,2	13,8	14,2	7%	4%	4%	1,3%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>9,3</b>	<b>8,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,8</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,9%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	8,2	8,7	7,7	6,9	0,7	0,7	0,7	17,4	15,7	13,7	9%	9%	10%	2,1%	2,3%	2,5%
BILFINGER	47,5	8,0	5,6	5,6	0,3	0,3	0,3	14,9	10,0	9,2	4%	6%	6%	3,8%	5,0%	5,0%
EIFFAGE	35,0	8,5	8,4	7,9	1,2	1,2	1,2	11,4	12,9	10,6	14%	14%	15%	3,3%	3,3%	3,6%
HOCHTIEF	52,2	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	124,0	6,8	7,8	7,1	0,3	0,3	0,3	12,5	12,9	11,6	5%	4%	5%	3,2%	4,5%	4,8%
SKANSKA	117,1	6,3	7,1	7,0	0,3	0,3	0,3	13,9	15,6	15,3	5%	5%	5%	4,7%	4,8%	5,0%
STRABAG	18,3	4,1	4,0	4,0	0,2	0,2	0,2	13,3	12,5	12,5	5%	5%	5%	2,8%	2,7%	2,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>13,9</b>	<b>12,9</b>	<b>12,5</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,6%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /10.06.2010/**

	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	47,3	12,8	31,5	11,1	1,7	1,6	1,5	14,5	43,4	13,8	16%	9%	18%	1,7%	0,6%	1,8%
GTC	24,0	-	23,8	21,3	2,1	2,0	1,9	-	28,6	-	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,8	9,7	8,6	11,5	2,8	2,2	1,6	9,0	8,0	8,9	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	38,0	14,0	21,0	14,9	0,7	0,7	0,7	13,2	24,5	12,4	48%	15%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>12,8</b>	<b>22,4</b>	<b>13,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>13,2</b>	<b>26,5</b>	<b>12,4</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>25%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
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	2,5	18,5	16,7	15,6	0,6	0,7	0,7	13,9	11,2	10,6	56%	58%	59%	5,5%	5,6%	5,9%
CORIO	39,8	24,5	17,1	15,1	0,7	0,9	0,9	13,1	13,5	13,1	64%	83%	87%	6,7%	6,8%	6,9%
DEUTSCHE EUROSHOP	23,1	18,5	16,9	16,2	0,9	1,0	0,9	20,0	16,2	14,6	87%	86%	86%	4,6%	4,7%	5,1%
ECHO INVESTMENT	4,4	14,2	14,8	11,4	1,1	1,1	1,0	20,4	16,1	11,6	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,6	18,6	19,1	18,4	0,5	0,9	0,8	17,6	16,6	17,3	77%	78%	79%	4,2%	4,4%	4,6%
KLEPIERRE	22,6	20,8	17,0	16,2	0,8	1,1	1,0	15,1	15,6	14,9	71%	85%	86%	5,5%	5,6%	5,7%
SPARKASSEN IMMO	4,8	24,1	17,0	15,0	0,5	0,6	0,6	-	11,5	7,1	53%	50%	50%	0,0%	1,7%	5,6%
UNIBAIL-RODAMCO	132,6	17,6	17,5	16,4	0,8	1,0	1,0	14,1	14,2	13,7	86%	82%	81%	6,0%	6,2%	6,5%
<b>Mediana</b>		<b>18,6</b>	<b>17,0</b>	<b>15,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>15,1</b>	<b>14,9</b>	<b>13,4</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,6%</b>

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


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /10.06.2010/**

	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	2,1	8,0	9,7	5,6	1,5	1,5	1,5	17,0	17,3	10,2	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	18,0	8,1	7,4	6,1	0,8	0,7	0,6	15,3	16,6	11,8	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>5,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>16,2</b>	<b>16,9</b>	<b>11,0</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Atlas Copco	118,5	14,0	11,7	10,0	2,5	2,4	2,2	22,4	17,8	14,7	18%	21%	22%	2,5%	2,8%	3,2%
Bucyrus	51,8	8,0	6,5	5,4	1,6	1,2	1,0	13,1	13,6	10,2	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,5	3,0	3,5	2,9	1,1	1,4	1,3	5,7	7,8	5,4	38%	41%	45%	6,5%	3,7%	8,3%
Industrea	0,3	4,8	4,1	3,6	1,6	1,4	1,2	6,4	6,5	5,1	34%	34%	34%	2,0%	3,9%	4,9%
Joy Global	54,8	7,7	10,1	8,2	1,6	1,9	1,7	12,9	17,6	14,0	21%	19%	20%	1,3%	1,3%	1,3%
Sandvik	95,8	37,4	10,8	8,4	2,0	1,9	1,7	-	21,3	13,9	5%	17%	20%	1,7%	2,3%	3,3%
<b>Mediana</b>		<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>6,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>12,9</b>	<b>15,6</b>	<b>12,1</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,2%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /10.06.2010/**

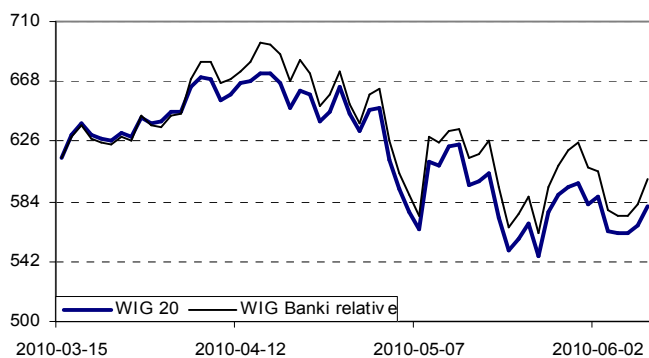
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	68,0	18,7	9,8	8,1	3,0	2,2	2,0	47,6	17,4	12,2	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,5%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	51,5	7,8	4,6	5,1	0,9	0,8	0,8	33,2	8,9	10,6	11%	17%	15%	1,1%	3,8%	4,8%
Holmen	194,0	7,9	10,1	8,0	1,3	1,3	1,2	16,2	28,3	17,5	16%	13%	15%	4,6%	3,6%	3,7%
INTL Paper	23,0	6,1	5,8	5,1	0,8	0,7	0,7	26,2	13,0	9,3	13%	13%	14%	1,4%	1,6%	2,0%
M-Real	2,8	66,3	6,7	6,3	0,8	0,8	0,7	-	26,1	13,7	1%	11%	12%	0,0%	0,5%	0,6%
Norske Skog	8,2	5,3	10,7	6,6	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,0	10,7	7,7	6,6	2,1	1,8	1,6	16,5	12,7	9,9	20%	23%	25%	3,9%	4,8%	5,6%
Stora Enso	6,4	10,8	8,2	7,1	0,9	0,9	0,8	39,8	15,9	12,6	9%	11%	12%	2,7%	3,1%	3,3%
Svenska	95,3	6,9	7,1	6,2	1,0	1,0	1,0	11,9	11,6	9,6	14%	14%	15%	3,9%	4,2%	4,5%
UPM-Kymmene	11,0	9,4	8,0	6,8	1,3	1,1	1,1	-	24,7	15,2	13%	14%	16%	3,5%	4,2%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>21,3</b>	<b>14,4</b>	<b>11,6</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>

**Wycena spółek górniczych /10.06.2010/**

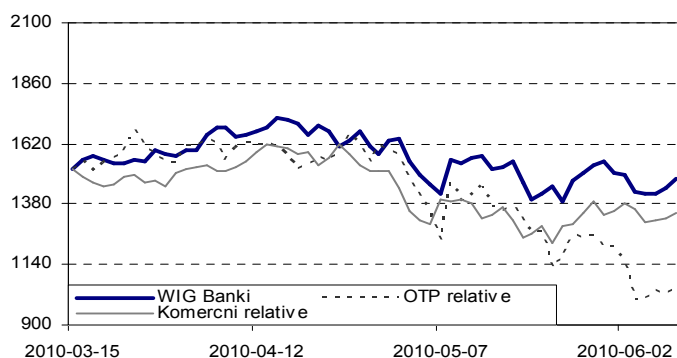
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	94,1	4,9	4,6	5,5	1,6	1,5	1,5	7,4	5,6	9,6	33%	34%	27%	12,4%	3,2%	5,3%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	26,2	7,2	4,1	3,4	2,1	1,6	1,4	12,1	6,3	4,8	29%	40%	43%	0,3%	1,6%	3,8%
BHP Billiton	18,8	5,1	4,4	3,0	2,2	2,1	1,6	10,5	7,7	5,0	44%	48%	55%	4,2%	4,6%	5,2%
Freeport-MCMOR	64,4	4,7	3,6	3,3	2,3	1,9	1,7	12,0	7,9	7,2	48%	52%	52%	0,2%	1,6%	2,2%
Rio Tinto	32,6	7,0	3,8	3,4	2,2	1,7	1,6	10,0	5,0	4,2	31%	44%	47%	1,7%	3,0%	3,3%
Southern Peru	30,1	14,1	8,3	6,4	6,9	4,9	3,8	28,1	14,0	10,5	49%	59%	60%	1,5%	5,1%	6,2%
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>12,0</b>	<b>7,7</b>	<b>5,0</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,8%</b>

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

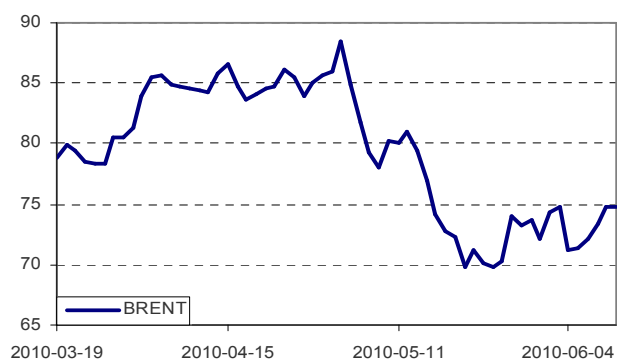
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



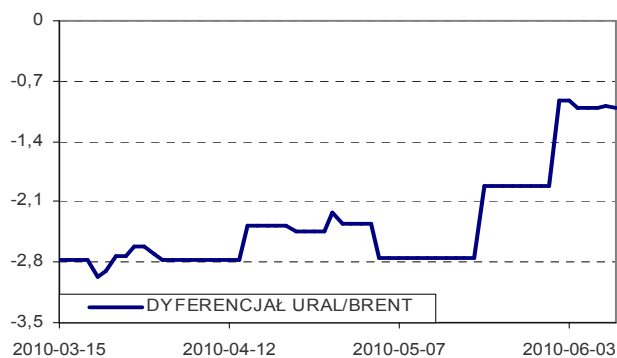
**Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



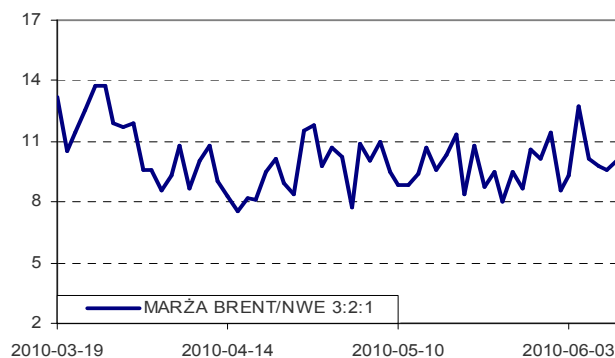
**BRENT (USD/brk)**



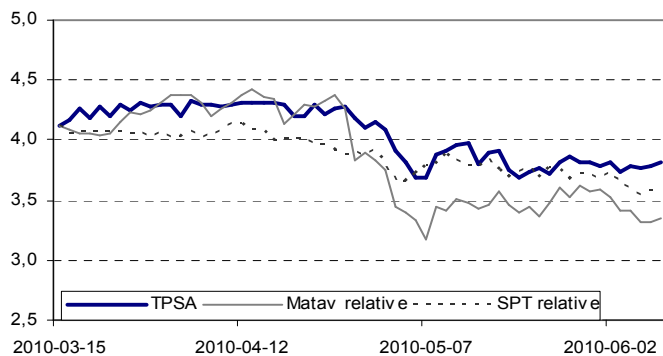
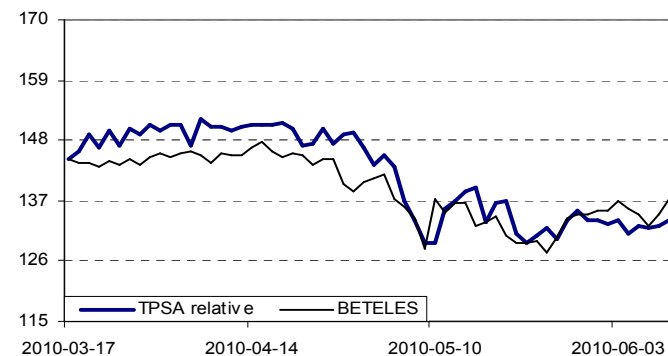
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

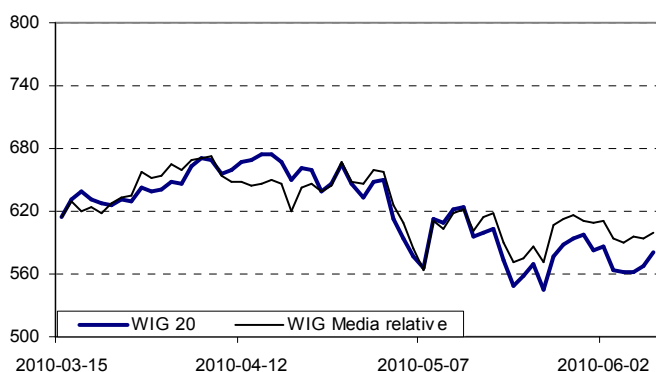


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

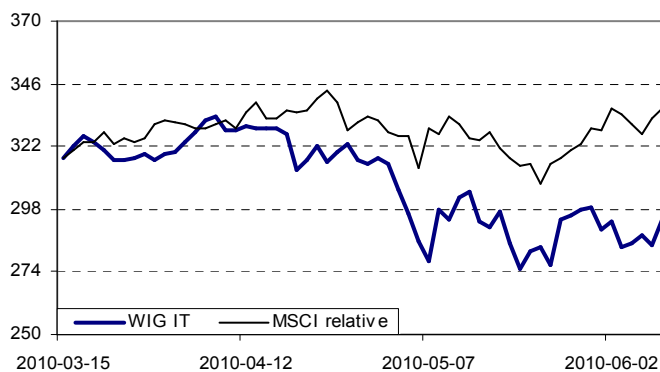


Źródło: Bloomberg

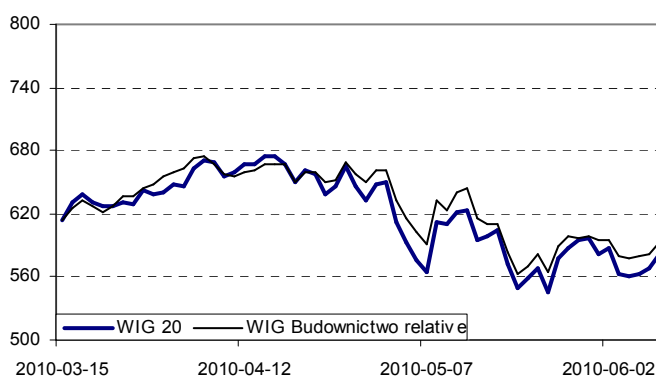
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



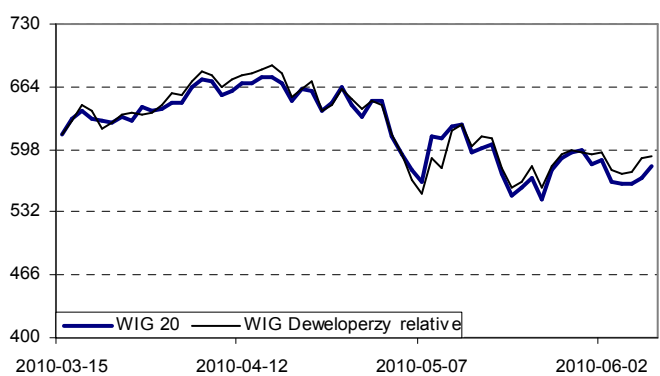
Indeks WIG IT na tle MSCI



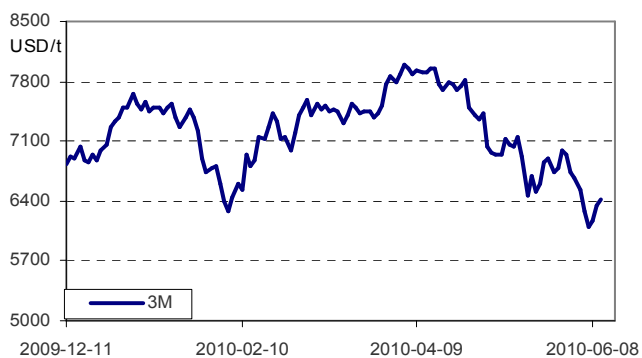
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



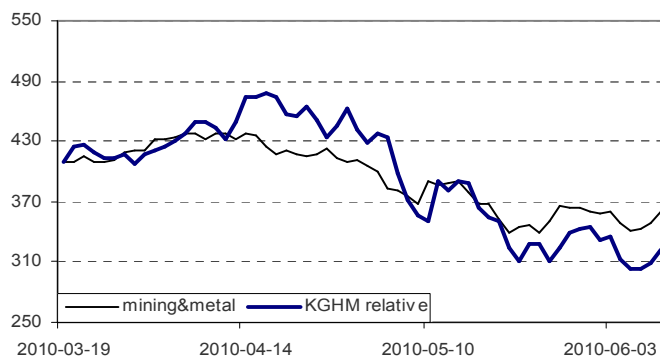
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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

**Analitycy:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

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

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)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

Paweł Szczepaniak tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepaniak@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepaniak@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, Mondy, 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.