


**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	10 748,3	-0,34%	FTSE 100	5 334,2	-0,99%	Miedź (LME)	7 050,0	-0,98%
S&P 500	1 155,8	-0,34%	WIG20	2 443,5	-0,60%	Ropa (Brent)	80,0	-0,25%
NASDAQ	2 375,3	+0,03%	BUX	23 254,3	-2,44%	USD/PLN	3,18	+1,20%
DAX	6 037,7	+0,33%	PX	1 207,1	-2,08%	EUR/PLN	4,03	+0,22%
CAC 40	3 693,2	-0,73%	PLBonds 10	5,63	-0,58%	EUR/USD	1,27	-0,98%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Getin Holding

Rekomendacja utajniona  
do dnia 12.05.10 \*\*\*

### Wartość produktów sprzedanych przez Open Finance wzrosła do 3,5 mld PLN (+53% R/R)

Wartość produktów kredytowych i inwestycyjnych sprzedanych za pośrednictwem Open Finance wyniosła 3,5 mld PLN w 1Q10 i była wyższa o 53% R/R. Wartość inwestycji łącznie (inwestycje dokonane) wzrosła w skali roku o 110% do 1,93 mld PLN. Wartość udzielonych kredytów hipotecznych wyniosła 1,57 mld PLN (+14% R/R). Wartość złożonych wniosków netto wzrosła do 2,68 mld PLN (+19% R/R). **Sukces sprzedażowy to głównie zasługa dystrybucji produktów inwestycyjnych i oszczędnościowych. Zapewniają one płynność w grupie, jednak nie przekładają się bezpośrednio na przychody prowizyjne w skonsolidowanych sprawozdaniach. Wolumen sprzedaży kredytów nie odbiega istotnie od naszych założeń (w prognozach na 1Q10 zakładaliśmy sprzedaż na poziomie 1,5 mld PLN. Jednocześnie tak wolumen sprzedaży kredytów wskazuje na wzrost o 5% Q/Q. „Zamykaność wniosków” w 1Q10 sięgnęła 58%, czyli nieco niżej niż historycznie. Może to być efekt zaostrożonej polityki kredytowej banków, bądź wyższej sprzedaży w 2Q10. Getin Holding poda wyniki w piątek 14 maja. (M. Jeżewska)**

### PKO BP

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

### PKO BP liczy, że liczba klientów Inteligo wzrośnie o 1 mln do końca 2012 r.

PKO BP zamierza zwiększyć liczbę klientów detalicznych Inteligo o 1 mln do ponad 1,6 mln. Bank chce aby Inteligo stało się narzędziem akwizycji nowych klientów. Plany banku zakładają, że Inteligo będzie także platformą do pozyskiwania depozytów i cross-sellu produktów kredytowych. Bank zamierza sprzedać 300 tys. kart kredytowych i zwiększyć wolumen depozytów do 9,3 mld PLN. Chce także udzielić 165 tys. pożyczek gotówkowych obecnym i przyszłym klientom. Jak zaznaczono, bank nie będzie agresywny cenowo. Inteligo zmieni wizualizację, pozostając jednak odrębną marką w ramach grupy PKO BP. We wtorek bank wprowadził zmiany do oferty, polegające m.in. na zniesieniu opłaty za przelewy krajowe i zlecenie stałe przez telefon i Internet, a także za prowadzenie karty debetowej i udostępnienie przelewów zagranicznych. Jeszcze w maju w ofercie Inteligo pojawi się pożyczka gotówkowa, a następnie karty kredytowe. W 4Q10 bank uruchomił dostęp do serwisu transakcyjnego biura maklerskiego PKO BP. Strategia PKO BP do 2012 roku zakłada także dalsze umocnienie iPKO, platformy elektronicznej dla klientów bankowości stacjonarnej. Liczba klientów ma wzrosnąć do 4,3 mln na koniec 2012 r. wobec 3,25 mln zł na koniec 2009 r. **Czekamy na efekty strategii. Cała grupa PKO BP jest bardzo aktywna w sprzedaży nowych produktów. Jednak plany strategiczne zakładają konserwatywny naszym zdaniem poziom zysków w 2012 roku. (M. Jeżewska)**

### ZA Puławy

Trzymaj - z dn. 06.01.10  
Cena docelowa: 72,05 PLN

### Zakończenie negocjacji w sprawie Anwilu w połowie czerwca?

Według Zarządu ZA Puławy zakończenie negocjacji w sprawie zakupu akcji Anwilu jest możliwe w połowie czerwca i jeśli udałoby się dotrzymać tego terminu oraz strony porozumiały się co do ceny to finalizacja transakcji mogłaby nastąpić na przełomie III-go i IV-go kwartału tego roku. ZAP analizują również możliwości inwestycji w nową instalację produkcyjną w Afryce Północnej z bezpośrednim dostępem do tanich złóż gazu. Na razie jednak projekt ten jest w bardzo wstępnej fazie i Puławy zamierzają go realizować tylko we współpracy z partnerami (chodzi o koncerny z Chin i Japonii). **Ocena akwizycji Anwilu będzie możliwa dopiero po publikacji szczegółowych parametrów tej transakcji. (K. Kliszcz)**

### Cyfrowy Polsat

Akumuluj - z dn. 25.03.10  
Cena docelowa: 16,60 PLN

### Wywiad z Zygmuntem Solorzem-Żakiem

W wypowiedzi dla PAP Zygmunt Solorz ocenił wyniki pierwszego kwartału, które zostaną opublikowane 17 maja jako dobre. Jednocześnie ocenił rozwój oferty szerokopasmowego dostępu do Internetu stwierdzając, że decyzję dotyczące dalszej rozbudowy infrastruktury technicznej już

zapadły i do końca 2010 roku miałyby stać 1200 stacji bazowych (obecnie 350). Dodatkowo dobrym wynikiem według głównego akcjonariusza Cyfrowego Polsatu byłaby penetracja usług dostępu do Internetu 30% bazy abonenckiej spółki. **30% będzie naszym zdaniem trudne do osiągnięcia, gdyż po etapie rozbudowy sieci nie pozostanie wiele czasu na biznesowe jej zagospodarowanie. Nie mniej jednak uważamy, że oferta ma spore szanse na osiągnięcie znacznego sukcesu zwłaszcza, że w dużym stopniu będzie rozpowszechniana na terenach z niedużą konkurencją. W kwestii wyników słowa Solorz są potwierdzeniem dla naszych prognoz przewidujących 104,2 mln PLN zysku operacyjnego (22,1% wzrostu r/r).** (P. Grzybowski)

## IT

### Kolejne przetargi z Planu Informatyzacji Państwa

Główny Urząd Geodezji i Kartografii ogłosił w ostatnich dniach pięć przetargów informatycznych o łącznej szacunkowej wartości około 70 mln zł netto. Przetargi związane są z realizacją projektów TERYT2 i Geoportal2. Największy przetarg dotyczy zebrania i weryfikacji danych o granicach jednostek podziałów terytorialnych kraju w ramach projektu TERYT2. Jego szacunkowa wartość to około 37,4 mln PLN netto. GUGIK ogłosił też przetarg na budowę i wdrożenie systemu teleinformatycznego w ramach projektu TERYT2. Szacunkowy koszt tego projektu to 4,52 mln PLN netto. Urząd ogłosił również trzy przetargi związane z projektem Geoportal2. Największy z nich ma szacunkową wartość 16,4 mln PLN i dotyczy implementacji i utrzymania usług INSPIRE. Kolejny opiewa na kwotę 4,7 mln PLN i związany jest z rozwojem metadanych oraz harmonizacją zbiorów i usług danych przestrzennych w projekcie Geoportal2. Ostatnie z zamówień ma wartość 6,4 mln PLN. i dotyczy zakupu usług w zakresie rozwoju i utrzymania rejestrów referencyjnych SGiK na potrzeby projektu. **Powyższe przetargi stanowią jedynie część prac związanych z projektami Geoportal2 i TERYT2. Łączna wartość obydwu projektów wynosi około 135 mln PLN brutto (110 mln PLN netto). Tegoroczne przetargi publiczne związane z budową elektronicznej administracji powinny być w przyszłym roku silnym wsparciem dla wyników spółek informatycznych.** (P. Grzybowski)

## Famur

Sprzedaj – z dn. 08.03.10  
Cena docelowa: 2,16 PLN

## Kopex

Trzymaj – z dn. 07.04.10  
Cena docelowa: 21,65 PLN

### Wypowiedź prezesa Kostempskiego o rynkach eksportowych

Prezes Kostempski w udzielonym wywiadzie powiedział, że na rynku rosyjskim Kopex wciąż może liczyć na kontrakty na dostawę sprzętu górniczego. Dodał jednak, że trwający od dwóch lat w tym kraju kryzys spowodował, że narastają tam postawy protekcjonizmu dla własnych przedsiębiorców. Ma to miejsce, mimo że oferowany przez lokalnych producentów sprzęt jest gorszej jakości. Dodatkowo Rosja promuje własnych producentów zapewniając zwolnienia podatkowe i pomoc w sfinansowaniu transakcji. Dodatkowym zagrożeniem na tym rynku są kontrahenci chińscy, którzy zamiast 2-3 letniego kredytu inwestycyjnego i ubezpieczenia, jak ma to miejsce w przypadku Kopexu, oferują kredyty 10 letnie z gwarancją państwa. **Bardzo konkurencyjne sposoby finansowania transakcji przez kontrahentów chińskich na rynkach eksportowych mogą dodatkowo zaostrzyć walkę o zlecenia. Firmy chińskie mają finansowanie własnego rządu poprzez co mogą składać oferty z odroczoneym terminem zapłaty za dostarczony sprzęt.** Prezes poinformował dodatkowo, że Spółka liczy na kolejne zamówienia na rynku chińskim w zakresie kombajnów ścianowych. Pierwsza taka maszyna ma trafić do Chin już we wrześniu bieżącego roku. Jeśli spełni ona wymagania zamawiającego, to wówczas prawdopodobne są kolejne dostawy. **Podtrzymujemy nasze rekomendacje dla Spółek Famur i Kopex.** (J. Szkopek)

### Remag dla Węglokoksu?

Rzeczpospolita podała, że rosną szanse Węglokoksu na przejęcie prywatyzowanego Remagu. Katowicki producent kombajnów chodnikowych miałby wesprzeć grupę Węglokoksu przed procesem prywatyzacyjnym. Ten ostatni w ostatnich latach boryka się ze spadkiem sprzedaży węgla za granicę. Skarb państwa ma plany prywatyzacji Węglokoksu w roku 2012. **W procesie prywatyzacji Remagu uczestniczy jeszcze główny akcjonariusz Famuru – spółka AB Consulting. Podtrzymujemy nasze rekomendacje dla Spółek Famur i Kopex.** (J. Szkopek)

## ABM Solid

### Dwucyfrowy wzrost przychodów i 4% rentowności

Prezes ABM Solid na łamach telewizji przyznał, że w 2010 roku oczekuje dwucyfrowego wzrostu przychodów i 4% rentowności. Grupa ABM Solid ma zakontraktowane 350 mln PLN na rok 2010. Do końca roku portfel może się jeszcze powiększyć o umowy o wartości 100 mln PLN. **Zgodnie z założeniami prezesa, wynik netto ABM Solid w 2010 roku mógłby wynieść około 18 mln PLN (P/E 2010 = 5,8, EV/EBITDA 2010 = 3,7). Około 8,5 mln PLN zysku może przynieść rozpoznanie oddania mieszkań w projekcie deweloperskim na Białolecie. Zakładając, że cała kwota będzie dotyczyć roku 2010, wynik oczyszczony o działalność deweloperską to P/E 2010 = 11,4, EV/EBITDA = 5,9). Spółka nie ma raczej na razie możliwości kontynuacji działalności deweloperskiej na podobną skalę. Zakładając 3,1% marży EBIT w 2010 roku, P/E 2011 = 11,4, EV/EBITDA = 5,9, EV/S = 0,26. Spółka na tle branży jest jedną z najtańszych, pewnym czynnikiem może być poziom długu, nie należy jednak zapominać, że jest on związany z realizacją projektu deweloperskiego o koszcie własnym sprzedaży = 45 mln PLN. Przypominamy również, że nad spółką „wisi” sprawa sądowa z bankiem Millennium w sprawie opcji walutowych na kwotę około 20 mln PLN. Rozstrzygnięcie procesu może potrwać jednak nawet kilka lat.** (M. Stokłosa)

**Instal Kraków****Kontrakt za 37,5 mln PLN, spora konkurencja w „energetyce”**

Instal Kraków podpisał kontrakt na budowę akumulatora ciepła w EC Kraków za 37,3 mln PLN (12% ubiegłorocznych przychodów). Budowa potrwa do końca 2011 roku. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że o przetarg starało się aż 13 firm i konsorcjów, w tym: konsorcjum PBG, Vertex i Remak Rozruch (41,7 mln PLN), Mostostal Zabrze (44,5 mln PLN), Pol-Aqua (38,8 mln PLN), Mostostal Warszawa, Mostostal Płock i Automatyka (42,3 mln PLN), Polimex Mostostal (44,1 mln PLN), Naftobudowa (44,9 mln PLN). Z technicznego punktu widzenia akumulator ciepła to instalacja zbliżona do wielkiego zbiornika wody, w którym, zależnie od potrzeby, rośnie lub spada udział gorącej wody. Generalnie, instalacja ma więc bardzo wiele wspólnego z budownictwem wodnym. **Wiadomość pozytywna dla spółki, która ma już spore doświadczenie w budowie podobnych instalacji, poza tym, jest zlokalizowana blisko miejsca prac. Wiadomość również jest bardzo ciekawa, gdyż pokazuje, że w wybranych, mniej specjalistycznych zakresach „budownictwa energetycznego”, konkurencja może być bardzo duża. W takich zakresach prac nie należy liczyć na ponadprzeciętne marże na tle branży budowlanej. (M. Stokłosa)**

**Wyniki spółek****ES-System****Słabe wyniki 1Q2010**

Przychody ze sprzedaży za pierwszy kwartał 2010 były o 12,9% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Najbardziej, bo aż o 34,0% r/r (-0,8% q/q) spadła sprzedaż eksportowa, podczas gdy sprzedaż krajowa była o 6,5% r/r niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej (-31,5% q/q). Powodem spadku przychodów jest mniejszy jak rok wcześniej popyt na produkty Spółki, co w następstwie wpływa na niższy poziom wyniku operacyjnego, jako że na rynku panuje presja cenowa, a zamawiający szukają najtańszych rozwiązań oświetleniowych. W pierwszym kwartale 2010 Spółka obserwowała zwiększenie wolumenu sprzedaży produktów nisko marżowych oraz zmniejszenie wolumenu sprzedaży produktów wysoko marżowych. W sumie zysk operacyjny spadł o 89,6% r/r i wyniósł 0,3 mln PLN wobec 3,3 mln PLN rok wcześniej. Zysk netto był o 96,8% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej i wyniósł jedynie 0,1 mln PLN. Dodatkowo na tak znaczną różnicę na poziomie wyniku netto działał pozytywny efekt działalności finansowej w 1Q2009, który podwyższył zysk netto w 1Q2009 o 0,9 mln PLN. Z pozytywnych czynników na pewno należy dodać znaczący wzrost w obszarze oświetlenia zewnętrznego (+70% r/r). Jest to efektem zwiększenia zaangażowania Spółki w obszarze budownictwa infrastrukturalnego. Ogólnie wyniki nie napawają optymizmem. Widoczny jest znaczny i większy niż przewidywaliśmy spadek marży z działalności operacyjnej. To sugeruje słabą pod względem wyników operacyjnych pierwszą połowę bieżącego roku. (J. Szkopek)

**Pozostałe wiadomości ze spółek****Alchemia**

W I kw. przychody grupy skurczyły się o 23 proc. do 136 mln PLN, EBIT o 95 proc. do 1,3 mln PLN a zysk netto o 94 proc., do 1,5 mln PLN. Alchemia tłumaczy wyniki niskimi marżami, wysokimi cenami złomu oraz mocnym złotym.

**Amrest**

BZ WBK AIB AM chce zmienić skład rady nadzorczej Amrestu. BZ WBK AIB Asset Management złożyło wniosek do zarządu Amrestu o zwołanie na 7 czerwca walnego zgromadzenia z punktem obrad dotyczącym zmian w składzie rady nadzorczej. BZ WBK AIB AM ma 11,07 proc. akcji Amrestu. Przedstawiciele funduszu zgłaszali wcześniej zastrzeżenia do planowanej przez zarząd Amrestu emisji akcji dla funduszu Warburg Pincus.

**B3System**

Kredyt Bank udzielił spółce B3System kredytu obrotowego w rachunku bieżącym na 2 mln PLN. Zabezpieczenie wykonania zobowiązań z tytułu kredytu, zgodnie z aneksem umowy kredytowej, stanowi weksel in blanco.

**Banki**

W ciągu ostatnich miesięcy marże kredytów dla samorządów drastycznie spadły. Jeszcze latem zeszłego roku wynosiły 2,5-3 proc. Obecnie na przetargach banki żądają wynagrodzenia na poziomie nawet poniżej 1 proc.

**BZ WBK**

Komisja Nadzoru Finansowego zapowiada obostrzenia reguł sprzedaży banku BZ WBK. Jej szef Stanisław Kluza mówi, że nie powinny go kupić przeżywające kłopoty zagraniczne banki. Nadzór finansowy nie pośredniczy w sprzedaży banków, natomiast na polskim rynku jest kilka instytucji, które mogłyby finansowo uczestniczyć w nabyciu udziałów od podmiotu zagranicznego. Dla przykładu nabywcami akcji mogą być podmioty spoza sektora finansowego, np. OFE.

**Duda**

PKM Duda może dokonać akwizycji najwcześniej w 2011 roku. Spółka zainteresowana jest przejmowaniem podmiotów generujących obroty powyżej 100 mln PLN.

<b>Energetyka</b>	Rząd przyjął założenia do projektu ustawy o ulgowych cenach prądu dla najuboższych. Nowe prawo ma umożliwić uwolnienie cen prądu dla gospodarstw domowych, co spowoduje nieuchronne podwyżki.
<b>Energopol-Pld</b>	Emitent zawarł aneks do umowy z Alstom Power na wykonanie robót wyburzeniowych dla elektrowni Bełchatów. Szacunkowe wynagrodzenie emitenta wzrosło dzięki temu o 26 mln PLN do 85m5 mln PLN.
<b>FON</b>	Dziś akcjonariusze zdecydują o emisji do 72 tys. niezabezpieczonych obligacji zamiennych na 72 mln akcji serii I, z terminem wykupu do 2016 r. Zarząd ma być uprawniony do określenia szczegółowych warunków emisji obligacji.
<b>Fota</b>	Nowa strategia Foty zakłada podwojenie do 2014 r. przychodów jednostkowych i wzrost rentowności operacyjnej do 5 proc.
<b>Getin Noble</b>	W I kw. '10 sprzedaż produktów finansowych w Open Finance wzrosła do 3,5 mld PLN (+53 proc. r/r). Wartość udzielonych kredytów hipotecznych wzrosła o 14 proc. do 1,57 mld PLN, a wartość sprzedanych produktów inwestycyjnych wzrosła o 110 proc. do 1,93 mld PLN. Wartość złożonych wniosków netto o kredyt hipoteczny w Open Finance w pierwszym kwartale 2010 roku wzrosła r/r o 19 proc. do 2,7 mld PLN.
<b>Indykpol</b>	Indykpol planuje wypłatę 1,30 PLN dywidendy na akcję. Proponowanym dniem ustalenia prawa do dywidendy ma być 16 sierpnia 2010 roku, a dniem wypłaty dywidendy 30 sierpnia 2010 roku.
<b>Kogeneracja</b>	Przez pierwsze trzy miesiące '10 r. spółka zarobiła na czysto 90,5 mln PLN (-10 proc. r/r).
<b>Kulczyk Oil Venture (Ipo)</b>	Cena emisyjna akcji Kulczyk Oil Ventures ustalona na 1,89 PLN, poniżej ceny maksymalnej. Cena emisyjna akcji Kulczyk Oil Ventures została ustalona na 1,89 PLN, czyli poniżej ceny maksymalnej ustalonej wcześniej na 2,62 PLN. Spółka podała też, że zaoferowanych zostanie 166.394.000 akcji z czego 5.700.000 inwestorom indywidualnym, a 160.694.000 inwestorom instytucjonalnym.
<b>MCI</b>	MCI rozważy podwyższenie prognozy na ten rok po drugim kwartale. MCI Management po drugim kwartale rozważy podwyższenie prognozy finansowej na ten rok. Obecnie głównym priorytetem funduszy MCI są nowe inwestycje, których wartość w bieżącym roku szacowana jest na 50-100 mln PLN.
<b>Mediatel</b>	Mediatel przewiduje dodatnią EBITDA w drugim półroczu.
<b>Mennica</b>	MCI wyemituje obligacje o wartości do 50 mln PLN. Zarząd opowiada się za niewypłacaniem dywidendy z zysku za 2009 r.
<b>PGNiG</b>	Parkiet podaje, że zarząd do końca tygodnia ma zakończyć rozmowy z URE w sprawie podwyżek taryf gazowych.
<b>Police</b>	Police pracują nad restrukturyzacją, szacowane oszczędności 130 mln PLN rocznie. Zakłady Chemiczne w Policach kontynuują przygotowania planu restrukturyzacji, który ma przynieść oszczędności rządu 130 mln PLN rocznie. Główne planowane obszary zmian obejmują produkcję, sprzedaż, zakupy i finanse.
<b>Polimex</b>	Polimex-Mostostal ma kontrakt na budynki produkcyjno-usługowe za 24,8 mln PLN netto. Polimex-Mostostal zawarł kontrakt z Małopolską Agencją Rozwoju Regionalnego na realizację czterech budynków produkcyjno-usługowych za 24,8 mln PLN netto (30,2 mln PLN brutto). Zakończenie prac przewidziano na lipiec 2011 roku.
<b>Power Media</b>	WZA Power Media zdecyduje o skupie akcji własnych w celu umorzenia. WZA Power Media zwołane na 9 czerwca podejmie uchwały w sprawie skupu akcji własnych. Jedna uchwała przewiduje skup nie więcej niż 300 tys. akcji po cenie nie wyższej niż 3,5 PLN za sztukę w celu umorzenia, a druga uchwała przewiduje skup 300 tys. akcji po cenie 6 PLN za sztukę w drodze publicznego wezwania.
<b>Puławy, Police</b>	MSP w tym tygodniu zaprosi inwestorów oddzielnie na Puławy i na Police. Ministerstwo Skarbu Państwa planuje w tym tygodniu zaprosić inwestorów do składania wstępnych ofert na zakup oddzielnie Zakładów Azotowych Puławy i Zakładów Chemicznych Police.
<b>Ropa &amp; Gaz</b>	Polskie LNG wyznaczyło na 8 czerwca termin składania ofert na terminal LNG.

**Tauron (Ipo)**

Rząd zgodził się na sprzedaż do 53 proc. akcji Tauronu. Rada ministrów zgodziła się na sprzedaż do 53 proc. akcji Tauronu, ale ostateczna decyzja o wielkości sprzedawanego pakietu zależy będzie od sytuacji na rynku.

**Telforceone**

TelForceOne chce zwiększać przychody ze sprzedaży myPhone o 30-40 proc. Rocznie. W ramach strategii na lata 2010-2012 grupa TelForceOne chce w najbliższych latach zwiększać przychody ze sprzedaży aparatów myPhone o ok. 30-40 proc. rocznie, a w segmencie alternatywnych materiałów eksploatacyjnych do drukarek przychody mogą rosnąć 20-30 proc. rocznie. W celu realizacji strategii spółka zamierza reinwestować zyski osiągnięte w latach 2009-2011.

TelForceOne zatwierdził warunki emisji akcji w drodze subskrypcji prywatnej. Według wcześniejszych informacji, środki z emisji - prawdopodobnie w przedziale 5-10 mln PLN - mogą zostać przeznaczone m.in. na rozwój i marketing telefonów obsługujących dwie karty SIM myPhone, produkowanych przez grupę.

**Transakcje osób powiązanych oraz funduszy**
**Bytom**

Prezes zarządu nabył 10 maja 14865 akcji po 1,35 PLN za akcję.

**Kalendarium spółek**
**Środa /12.05.10/**

BPH	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
EUROCASH	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ING BSK	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
J.W. CONSTRUCTION	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
KREDYT BANK	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
PBG	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 1,40 zł na akcję.
PEKAO	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
PZU	Debiut na GPW.
WSiP	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.

**Czwartek /13.05.10/**

AGORA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
BZ WBK	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
CENTRUM KLIMA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
PEKAO	Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 2,90 zł na akcję.
PGNiG	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
PKN ORLEN	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
POLIMEX MOSTOSTAL	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
TVN	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.

**Piątek /14.05.10/**

ASSECO POLAND	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ASTARTA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
COMARCH	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
GETIN	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
KGHM	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
RAFAKO	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
TRAKCJA POLSKA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ULMA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
UNIBEP	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.

**Poniedziałek /17.05.10/**

AB	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ACTION	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
CERSANIT	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
CIECH	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ELEKTROBUDOWA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
EMPERIA HOLDING	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ENEA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ERBUD	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
FAMUR	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
GTC	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
KOPEX	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
LW BOGDANKA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
Mostostal Warszawa	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
PBG	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
PEKAO	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 2,90 zł na akcję.
PGE	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
PKO BP	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
POLICE	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
POLNORD	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
SYGNITY	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.

**Kalendarium makro**
**Środa /12.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	PKB s.a. - wst	I kw.	0,2% k/k	0% k/k
11:00	UE	Produkcja przemysłowa s.a.	Marzec	1% m/m	0,9% m/m
13:00	USA	Wnioski o kredyt hipoteczny	Tydzień		4%
14:30	USA	Bilans handlu zagranicznego	Marzec	-40 mld USD	-39,7 mld USD
16:30	USA	Tygodniowa zmiana zapasów paliw	Tydzień		
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje Aegon, Allianz, Deutsche Telekom, ING, a po sesji Cisco.					

**Czwartek /13.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	Tydzień	440 tys.	444 tys.
14:30	USA	Ceny importu bez ropy	Kwiecień		0,2% m/m
14:30	USA	Ceny eksportu	Kwiecień	0,6% m/m	0,7% m/m
14:30	USA	Ceny eksportu bez towarów rolniczych	Kwiecień	0,8% m/m	0,6% m/m
14:30	USA	Ceny importu	Kwiecień		0,7% m/m
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje Sony. A po sesji Nordstrom i Nvidia.					

**Piątek /14.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:00	Polska	Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych	Kwiecień	2,3% r/r	2,6% r/r
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3	Kwiecień		5,6% r/r
14:30	USA	Sprzedaż bez samochodów	Kwiecień	0,5% m/m	0,9% m/m
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	Kwiecień	0,3% m/m	1,9% m/m
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	Kwiecień	73,6%	73,2%
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	Kwiecień	0,5% m/m	0,1% m/m
15:55	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wst	Maj	73,2	72,2
16:00	USA	Zapasy niesprzedanych towarów	Marzec	0,3% m/m	0,5% m/m
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje JC Penney.					

**Poniedziałek /17.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:00	Polska	Saldo rachunku bieżącego	Marzec		106 mln EUR
14:30	USA	Indeks NY Empire State	Maj		31,86
15:00	USA	Napływ kapitałów długoterminowych	Marzec		47,1 mld USD
19:00	USA	Indeks rynku nieruchomości - NAHB	Maj		19



**Wtorek /18.05.10/**


Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Bilans handlu zagranicznego s.a.	Marzec		3,3 mld EUR
11:00	UE	Inflacja HICP	Kwiecień		1,4% r/r
11:00	UE	Inflacja bazowa HICP	Kwiecień		0,9% r/r
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	Kwiecień		685 tys.
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	Kwiecień		626 tys.
14:30	USA	Inflacja PPI	Kwiecień		0,7% m/m
14:30	USA	Inflacja bazowa PPI	Kwiecień		0,1% m/m

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje Home Depot i Wal Mart, a po sesji Hewlett Packard.


**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	Utajniona do dnia			2010-05-12		
ACTION	Trzymaj	18,49	20,00	2010-04-07	22,00	12,8
AGORA	Trzymaj	24,20	23,10	2010-02-24	23,85	19,8
ASBIS	Utajniona do dnia			2010-05-14		
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	54,00	2010-04-06	57,60	12,4
ASTARTA	Utajniona do dnia			2010-05-17		
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	100,00	2010-03-29	96,60	13,8
BZWBK	Trzymaj	200,50	198,20	2010-04-07	216,50	14,6
CENTRUM KLIMA	Utajniona do dnia			2010-05-12		
CERSANIT	Redukuj	13,63	14,30	2010-04-01	16,03	15,9
CEZ	Trzymaj	140,30	145,00	2010-03-03	133,90	10,5
CIECH	Akumuluj	39,20	29,90	2010-03-17	33,40	11,8
COMARCH	Redukuj	93,10	93,00	2010-02-15	102,90	18,9
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,50	2010-03-25	15,79	12,8
DOM DEVELOPMENT	Utajniona do dnia			2010-05-13		
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	172,00	2010-03-12	171,00	16,6
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	77,15	2010-03-09	77,50	15,1
ENEA	Akumuluj	21,62	17,80	2010-03-30	18,91	12,0
ERBUD	Trzymaj	54,60	51,80	2010-03-11	53,30	12,7
EUROCASH	Utajniona do dnia			2010-05-12		
FAMUR	Sprzedaj	2,16	2,29	2010-03-08	2,60	15,5
GETIN	Utajniona do dnia			2010-05-12		
GTC	Utajniona do dnia			2010-05-12		
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	77,10	2010-04-07	83,90	15,9
ING BSK	Trzymaj	749,00	760,00	2010-04-07	766,00	14,6
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	15,33	2010-04-13	15,65	7,3
KĘTY	Trzymaj	120,36	112,50	2010-02-24	115,00	11,7
KGHM	Redukuj	90,40	102,90	2009-12-01	107,80	6,4
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	9,00	2009-12-08	11,39	9,8
KOPEX	Trzymaj	21,65	19,93	2010-04-07	22,50	13,6
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,33	2010-04-07	14,60	32,3
LOTOS	Redukuj	26,50	31,41	2010-04-07	31,40	10,4
LW BOGDANKA	Utajniona do dnia			2010-05-12		
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,55	2010-04-27	4,84	18,7
MONDI	Redukuj	67,30	67,90	2010-04-09	73,40	17,3
MOSTOSTAL WARSZAWA	Utajniona do dnia			2010-05-12		
NETIA	Trzymaj	4,30	4,90	2009-11-06	4,36	51,0
PBG	Sprzedaj	173,20	228,40	2010-04-07	216,00	16,1
PEKAO	Trzymaj	175,70	167,40	2010-03-05	165,50	16,5
PGE	Kupuj	27,90	21,80	2010-03-30	23,00	12,0
PGNiG	Kupuj	4,32	3,44	2010-03-24	3,70	10,0
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,65	2010-04-08	39,40	10,4
PKO BP	Trzymaj	40,10	40,90	2010-03-17	39,07	16,5
POLICE	Redukuj	5,50	5,80	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Utajniona do dnia			2010-05-12		
POLNORD	Kupuj	52,60	39,75	2010-04-13	39,29	24,5
RAFAKO	Trzymaj	13,60	13,24	2010-03-12	13,55	17,4
SYGNITY	Kupuj	18,20	15,47	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,70	2010-04-23	16,35	18,2
TRAKCJA POLSKA	Utajniona do dnia			2010-05-12		
TVN	Trzymaj	16,00	17,99	2010-02-22	15,30	21,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	76,00	2010-01-06	84,50	16,0
UNIBEP	Utajniona do dnia			2010-05-12		
WSiP	Utajniona do dnia			2010-05-12		
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	66,00	2010-01-06	80,90	15,3

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /11.05.2010/**


	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	198,2	16,3	14,6	11,4	16%	16%	18%	2,4	2,2	1,9	0,0%	2,0%	2,3%
Getin	10,0	25,7	13,1	10,5	7%	13%	14%	1,9	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	77,1	20,0	15,9	11,6	9%	10%	13%	1,6	1,6	1,5	0,0%	4,9%	5,0%
ING BSK	760,0	16,6	14,6	10,7	13%	13%	15%	2,0	1,8	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,3	120,5	32,3	9,4	1%	5%	15%	1,6	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,6	2582,7	18,7	10,5	0%	9%	12%	1,4	1,4	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	167,4	18,2	16,5	13,9	14%	14%	16%	2,4	2,3	2,2	0,0%	1,7%	4,8%
PKO BP	40,9	22,2	16,5	11,8	13%	15%	18%	2,5	2,3	2,0	2,4%	2,0%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>21,1</b>	<b>16,2</b>	<b>11,0</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	1,3	-	-	38,8	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,7	17,7	11,3	6,8	4%	6%	9%	0,6	0,6	0,5	3,3%	4,3%	6,5%
Citigroup	4,2	-	104,3	12,2	-	1%	7%	0,8	0,8	0,7	0,2%	0,2%	1,0%
Commerzbank	6,1	-	-	13,7	-	-	5%	0,5	0,5	0,5	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,7	87,6	7,1	5,3	1%	10%	12%	0,8	0,7	0,7	0,1%	1,3%	3,8%
KBC	31,8	-	8,3	7,0	-	13%	15%	1,0	0,9	0,9	0,0%	1,7%	3,3%
UCI	1,9	19,0	15,0	7,8	3%	4%	8%	0,6	0,6	0,6	1,4%	2,9%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>19,0</b>	<b>11,3</b>	<b>7,8</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>1,3%</b>	<b>3,3%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	5,0	8,9	11,8	8,8	10%	7%	9%	0,8	0,8	0,8	5,5%	4,5%	5,6%
Deutsche Bank	51,3	7,5	8,3	6,9	13%	11%	12%	0,9	0,8	0,8	1,8%	2,3%	3,5%
Erste Bank	31,4	12,6	13,5	9,2	8%	8%	11%	1,0	1,0	0,9	1,5%	1,5%	2,4%
Komercni B.	3652,0	12,8	12,3	10,6	17%	17%	18%	2,2	2,0	1,9	4,4%	4,5%	5,6%
OTP	6400,0	12,3	12,0	8,4	13%	12%	15%	1,4	1,3	1,2	0,9%	2,7%	3,5%
Santander	9,2	8,6	8,5	6,9	14%	13%	15%	1,1	1,0	1,0	6,1%	6,3%	7,4%
Turkiye Garanti B.	7,0	10,6	10,0	8,7	24%	21%	21%	2,4	2,0	1,7	1,4%	2,2%	2,3%
Turkiye Halk B.	11,5	9,2	8,8	8,0	31%	25%	24%	2,6	2,2	1,9	3,5%	3,9%	4,2%
Sbierbank	2,5	89,4	11,8	7,2	2%	16%	23%	2,1	1,8	1,5	0,2%	0,9%	1,8%
VTB Bank	4,8	-	36,9	11,5	-	2%	12%	1,4	1,4	1,3	0,3%	0,5%	1,4%
<b>Mediana</b>		<b>10,6</b>	<b>11,8</b>	<b>8,6</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>

**Wycena spółek paliwowych /11.05.2010/**


	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	31,4	13,1	12,9	8,1	0,7	0,6	0,5	4,6	10,4	7,1	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
FKN Orlen	37,7	7,9	7,3	6,5	0,4	0,4	0,4	12,3	10,4	10,7	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
MOL	19950,0	9,6	6,9	6,0	1,2	1,0	0,9	23,0	11,3	8,7	13%	15%	16%	1,6%	2,3%	3,3%
OMV	26,0	4,6	3,6	3,1	0,7	0,6	0,5	10,7	7,4	5,9	14%	16%	17%	3,4%	3,9%	4,4%
Hellenic Petroleum	8,0	8,9	8,4	7,5	0,6	0,5	0,4	11,9	12,6	10,1	7%	6%	6%	5,6%	5,7%	6,0%
Tupras	30,8	6,5	5,9	5,2	0,3	0,3	0,2	10,0	9,1	8,5	5%	5%	5%	8,2%	8,9%	9,1%
Unipetrol	192,0	12,5	7,5	6,0	0,6	0,5	0,4	-	40,6	18,2	5%	6%	7%	0,1%	3,1%	4,3%
<b>Mediana</b>		<b>8,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>11,3</b>	<b>10,4</b>	<b>8,7</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,3%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,4	7,5	5,4	6,0	1,1	1,1	1,1	16,9	10,0	11,9	15%	20%	19%	0,7%	2,3%	4,0%
Gazprom	159,0	4,6	3,9	3,3	1,6	1,4	1,2	5,7	4,8	4,0	35%	37%	36%	1,2%	1,8%	2,5%
GDF Suez	25,7	6,3	5,9	5,4	1,1	1,1	1,0	12,8	12,6	11,1	17%	18%	19%	5,9%	6,2%	6,6%
Gas Natural SDG	12,3	8,0	7,1	6,8	1,9	1,8	1,7	8,7	8,5	7,8	24%	25%	26%	6,3%	6,7%	7,3%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>10,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,3%</b>

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

**Wycena spółek energetycznych /11.05.2010/**


	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	145,0	6,9	7,5	7,7	3,2	3,4	3,5	9,6	10,5	10,6	46%	46%	45%	5,4%	6,0%	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	21,8	5,3	6,0	6,1	2,0	2,1	2,2	11,2	12,0	11,4	37%	35%	36%	3,3%	3,5%	4,2%
E.ON	25,2	6,5	6,3	6,1	1,0	1,0	1,0	8,7	8,7	8,4	16%	16%	16%	5,9%	6,1%	6,5%
EDF	38,3	7,1	6,5	6,1	1,8	1,7	1,6	18,8	17,1	15,0	25%	26%	27%	3,1%	3,1%	3,4%
Endesa	20,1	6,0	6,1	6,1	1,9	1,9	1,9	8,2	9,6	9,4	32%	31%	31%	6,8%	5,5%	5,6%
ENEL SpA	3,8	6,0	5,9	5,7	1,5	1,5	1,4	7,5	8,6	8,4	25%	25%	25%	7,2%	7,0%	7,2%
Fortum	18,5	9,5	9,7	9,6	4,1	4,1	3,9	12,6	13,1	13,2	43%	42%	41%	5,0%	5,2%	5,2%
Iberdrola	5,7	8,8	8,3	7,7	2,3	2,2	2,1	11,0	11,1	10,2	27%	27%	28%	5,7%	5,6%	6,0%
RWE AG	59,8	5,3	4,7	4,6	1,0	0,9	0,8	9,4	8,6	8,5	18%	18%	19%	5,9%	6,2%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,4</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /11.05.2010/**


	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	5,8	-	11,2	6,3	0,3	0,4	0,4	-	-	16,8	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	66,0	7,9	6,4	2,9	0,5	0,5	0,4	18,6	15,3	5,6	7%	8%	14%	15,4%	1,3%	1,6%
Acron	27,0	7,9	5,6	5,1	1,7	1,4	1,2	9,9	7,5	7,5	22%	25%	24%	1,9%	2,6%	3,5%
Agrium	45,8	10,1	6,2	5,3	0,9	0,9	0,8	18,7	9,7	7,9	9%	14%	15%	0,3%	0,3%	0,3%
DSM	32,3	3,5	3,4	3,4	1,4	1,4	1,3	35,4	29,5	27,1	38%	40%	39%	2,1%	2,5%	2,7%
K+S	42,4	21,6	11,2	8,0	2,5	2,0	1,8	-	21,3	13,5	12%	18%	22%	0,7%	2,1%	3,4%
Silvinit	15820,0	6,2	5,7	4,4	4,2	3,6	2,8	9,2	8,9	6,2	68%	63%	64%	2,0%	1,7%	2,8%
Uralkali	4,7	16,1	10,8	7,7	8,8	6,1	4,6	22,7	14,8	11,8	55%	56%	60%	1,3%	1,5%	1,9%
Yara	211,0	15,0	7,5	6,7	1,2	1,1	1,0	25,6	10,7	8,8	8%	14%	15%	2,1%	2,6%	2,8%
<b>Mediana</b>		<b>9,0</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>18,7</b>	<b>12,8</b>	<b>8,8</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>22%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,7%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	29,9	6,0	5,2	4,6	0,7	0,6	0,5	-	11,8	7,4	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	42,4	7,0	6,4	6,0	0,9	0,9	0,8	16,4	14,1	12,0	13%	13%	14%	3,1%	3,5%	3,9%
BASF	43,6	7,4	5,9	5,4	1,0	1,0	0,9	20,9	13,6	11,7	14%	17%	17%	3,5%	4,3%	4,6%
Croda	9,8	10,9	9,3	8,7	1,8	1,7	1,7	19,4	15,1	13,8	17%	18%	19%	2,1%	2,5%	2,7%
Dow Chemical	27,9	10,2	7,8	6,7	1,2	1,0	1,0	54,2	18,9	11,4	12%	13%	14%	3,2%	2,8%	2,8%
Rhodia	15,9	6,4	4,3	4,0	0,7	0,6	0,6	-	12,2	8,6	11%	15%	15%	0,1%	1,3%	1,6%
Sisecam	2,0	6,2	5,1	4,4	1,2	1,1	1,0	16,9	10,7	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	6,5	8,9	6,0	20%	20%	17%	-	3,9%	5,7%
Solvay	71,8	6,7	9,3	8,5	1,0	1,2	1,2	12,2	15,4	17,8	14%	13%	14%	3,7%	3,7%	3,9%
Tata Chemicals	336,7	6,3	7,3	6,8	1,0	1,4	1,3	10,9	12,6	10,8	16%	19%	19%	2,6%	2,5%	2,5%
Tessenderlo Chemie	24,1	16,3	6,2	4,9	0,5	0,5	0,4	-	29,8	12,5	3%	7%	9%	5,0%	5,2%	5,3%
Wacker Chemie	106,1	9,1	5,7	4,9	1,5	1,4	1,3	38,0	13,8	11,0	17%	25%	26%	1,0%	1,9%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</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>11,2</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,4%</b>

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

**Wycena europejskich operatorów narodowych /11.05.2010/**

	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	15,7	4,0	4,6	4,6	1,5	1,7	1,7	16,4	18,2	17,4	38%	36%	37%	9,6%	9,6%	9,6%
<b>Mediana</b>		<b>5,1</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	25,4	5,4	5,1	5,4	1,7	1,6	1,6	9,9	9,8	10,3	32%	32%	30%	8,2%	8,3%	8,4%
Cesky Telecom	416,0	4,9	5,1	5,1	2,2	2,2	2,2	11,9	11,5	11,1	44%	43%	43%	11,1%	10,1%	10,0%
Hellenic Telekom	8,1	4,2	4,4	4,3	1,5	1,6	1,6	7,9	7,9	7,2	36%	35%	36%	8,7%	8,4%	8,9%
Mataw	655,0	4,2	4,3	4,4	1,6	1,7	1,7	8,5	8,9	8,9	39%	39%	39%	11,3%	11,4%	11,6%
Portugal Telecom	7,5	5,5	5,3	5,1	2,0	1,9	1,8	12,3	12,1	10,8	36%	36%	36%	7,6%	7,7%	7,7%
Telecom Austria	9,8	4,4	4,8	4,8	1,6	1,7	1,7	12,2	13,7	12,1	37%	35%	35%	7,7%	7,7%	7,8%
<b>Mediana</b>		<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>10,9</b>	<b>10,7</b>	<b>10,6</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,7%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,2	4,2	3,7	3,6	0,9	1,0	1,0	8,5	8,1	7,5	22%	27%	27%	6,8%	5,8%	6,3%
DT	8,9	4,2	4,3	4,3	1,3	1,4	1,4	13,3	12,5	11,9	32%	32%	32%	8,8%	8,5%	8,5%
FT	15,9	4,7	4,7	4,7	1,6	1,6	1,6	9,4	8,8	8,5	33%	34%	34%	8,8%	8,9%	8,9%
KPN	10,6	5,5	5,3	5,3	2,1	2,1	2,1	11,6	9,7	8,9	38%	40%	39%	6,5%	7,5%	8,1%
Sw isscom	371,7	6,2	6,3	6,3	2,4	2,5	2,4	9,8	10,2	10,1	40%	39%	39%	6,0%	6,3%	6,6%
TELEFONICA	15,9	5,2	5,3	5,2	2,1	2,1	2,0	9,3	8,9	8,4	40%	39%	39%	7,2%	8,8%	9,7%
TeliaSonera	47,0	7,4	7,1	7,0	2,4	2,4	2,4	10,8	10,2	9,7	33%	34%	34%	4,5%	5,3%	6,3%
TI	1,1	5,0	5,0	5,1	2,0	2,0	2,0	10,4	9,7	9,1	41%	41%	41%	4,9%	5,1%	5,3%
<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>10,1</b>	<b>9,7</b>	<b>9,0</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>36%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,3%</b>

**Wycena spółek IT /11.05.2010/**

	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	17,0	7,8	7,1	6,4	0,1	0,1	0,1	10,2	9,9	9,0	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	20,0	7,2	9,0	7,7	0,1	0,2	0,2	11,0	12,8	10,3	2%	2%	2%	6,9%	1,8%	1,6%
ASBIS	4,5	15,5	5,7	4,6	0,1	0,1	0,1	-	10,4	6,9	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	54,0	7,1	7,2	6,6	1,5	1,4	1,3	11,2	12,4	11,7	21%	20%	20%	2,7%	2,4%	2,6%
COMARCH	93,0	11,3	10,1	7,4	0,9	0,9	0,8	22,2	18,9	14,5	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	9,0	11,2	7,2	4,9	0,1	0,1	0,1	34,2	9,8	6,4	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	15,5	-	10,1	5,5	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>9,5</b>	<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	<b>9,7</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	41,2	7,9	7,8	7,3	1,2	1,2	1,1	15,5	15,2	13,6	15%	15%	16%	1,2%	2,3%	2,0%
Atos Origin	37,5	6,1	5,7	5,1	0,6	0,6	0,5	17,2	14,4	11,8	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,8%
CapGemini	38,5	10,8	7,5	6,2	0,6	0,6	0,6	19,5	21,1	15,6	6%	8%	10%	2,0%	2,1%	2,5%
IBM	126,9	7,9	7,3	6,9	1,9	1,8	1,7	12,8	11,5	10,5	24%	25%	25%	1,7%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	14,9	8,0	7,9	7,4	1,0	1,0	1,0	12,3	12,1	11,3	13%	13%	13%	4,4%	4,5%	4,9%
LogicaCMG	1,3	8,6	7,7	7,3	0,7	0,7	0,7	12,5	11,2	10,3	8%	9%	9%	2,2%	2,5%	2,8%
Microsoft	28,9	9,5	8,9	8,2	3,7	3,6	3,4	17,1	14,4	13,2	39%	41%	42%	1,7%	1,8%	1,7%
Oracle	24,2	10,7	9,6	8,3	5,1	4,6	3,7	17,0	15,3	13,2	48%	48%	45%	0,1%	0,8%	0,9%
SAP	36,0	13,4	11,8	10,7	4,1	3,9	3,6	21,2	18,0	16,1	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,8%
TietoEnator	14,9	7,1	6,0	5,4	0,7	0,7	0,7	14,0	11,7	10,2	9%	11%	12%	2,9%	3,9%	4,6%
<b>Mediana</b>		<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>16,3</b>	<b>14,4</b>	<b>12,5</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,9%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /11.05.2010/**

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	23,1	7,4	6,3	5,7	0,9	0,8	0,7	30,7	19,8	17,8	12%	13%	13%	1,6%	2,5%	2,8%
CYFROWY POLSAT	14,5	11,6	8,6	7,3	3,0	2,6	2,4	16,4	12,8	11,4	26%	30%	33%	5,2%	4,0%	5,2%
TVN	18,0	10,1	12,5	10,5	3,8	3,3	3,0	14,6	21,5	17,6	37%	27%	29%	4,3%	1,7%	1,4%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,7	10,5	7,6	6,5	0,8	0,8	0,7	15,9	11,6	9,2	7%	10%	11%	2,1%	6,2%	7,6%
Axel Springer	81,5	8,5	7,9	6,8	1,2	1,1	1,1	10,0	13,0	10,6	14%	14%	16%	5,3%	4,8%	5,2%
Daily Mail	4,9	9,3	8,5	7,9	1,4	1,5	1,5	13,6	12,0	10,6	15%	18%	18%	3,0%	3,1%	3,2%
Gruppo Editorial	2,1	12,1	7,3	6,3	1,3	1,3	1,2	65,3	16,9	12,8	10%	17%	20%	0,0%	2,4%	3,0%
Mclatchy	5,0	6,5	6,5	6,2	1,6	1,7	-	15,7	6,9	-	24%	27%	-	1,8%	-	-
Naspers	290,0	19,7	17,3	13,9	4,7	4,2	3,7	27,4	20,6	16,1	24%	25%	26%	0,7%	0,9%	1,1%
New York Times	9,4	4,4	4,0	3,7	0,6	0,6	0,6	44,1	15,7	13,2	13%	14%	15%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,5	8,1	7,6	6,9	1,5	1,5	1,5	8,1	5,6	3,4	19%	20%	22%	0,5%	0,9%	0,4%
SPIR Comm	19,2	22,5	9,0	6,4	0,5	0,5	0,5	-	-	19,5	2%	5%	7%	18,7%	18,2%	23,4%
Trinity Mirror	1,4	5,1	4,8	4,4	0,9	0,9	0,9	7,9	6,4	5,4	18%	19%	20%	0,0%	0,0%	1,2%
<b>Mediana</b>		<b>8,9</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>15,7</b>	<b>12,0</b>	<b>10,6</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,1%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	6,2	21,9	10,9	8,8	2,2	2,0	1,9	30,6	13,7	10,8	10%	18%	21%	2,8%	5,3%	6,9%
CETV	535,0	38,0	14,5	10,2	3,6	3,1	2,8	-	32,5	36,1	9%	22%	27%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	10,1	23,1	14,9	10,1	4,0	3,2	2,7	35,9	22,4	16,1	17%	21%	27%	2,8%	3,7%	5,2%
ITV PLC	0,6	14,0	9,8	7,4	1,6	1,5	1,5	44,2	20,5	12,2	11%	16%	20%	0,0%	0,2%	0,7%
M6-Metropole Tel	18,6	8,9	8,3	7,8	1,7	1,6	1,6	18,4	17,4	16,1	20%	20%	20%	5,0%	4,6%	4,8%
Mediaset SPA	5,6	6,7	5,9	5,4	2,2	2,0	1,9	22,1	17,5	14,7	33%	34%	36%	4,6%	5,1%	5,9%
RTL Group	59,5	11,3	10,6	9,3	1,7	1,7	1,7	22,3	19,2	16,4	15%	16%	18%	3,0%	3,5%	4,1%
TF1-TV Francaise	13,3	15,4	14,5	9,5	1,3	1,2	1,2	37,4	32,7	18,0	9%	9%	13%	2,0%	2,9%	3,7%
<b>Mediana</b>		<b>14,7</b>	<b>10,7</b>	<b>9,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>30,6</b>	<b>19,9</b>	<b>16,1</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,4%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	5,9	11,2	10,4	9,0	2,3	2,1	1,9	22,6	19,6	15,8	20%	20%	22%	3,0%	3,1%	3,4%
Canal Plus	5,4	5,2	5,1	5,0	0,2	0,2	0,2	14,8	14,2	13,8	5%	4%	4%	4,7%	4,9%	5,0%
Cogeco	34,1	5,5	5,4	5,0	2,3	2,1	2,0	15,7	14,9	12,6	41%	40%	40%	1,3%	1,6%	1,8%
Comcast	18,1	5,8	5,6	5,4	2,2	2,2	2,1	15,3	14,7	13,0	39%	38%	38%	1,5%	2,1%	2,3%
Liberty Global	25,1	6,0	6,2	6,2	2,6	2,8	2,8	-	31,9	19,0	43%	45%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	8,3	5,8	5,3	5,0	2,8	2,6	2,5	19,7	15,7	12,9	49%	49%	50%	0,0%	3,5%	5,3%
Shaw Communications	18,9	7,3	6,6	6,3	3,3	3,0	2,9	15,3	14,4	12,9	46%	46%	45%	4,4%	4,6%	4,9%
<b>Mediana</b>		<b>5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>15,5</b>	<b>14,9</b>	<b>13,0</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,4%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /11.05.2010/**

	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	100,0	8,3	11,0	11,0	0,6	0,6	0,5	14,7	13,8	15,8	7%	5%	5%	5,8%	6,8%	4,4%
Elektrobudowa	172,0	9,0	11,0	9,9	1,0	1,0	0,9	15,0	16,6	15,0	11%	9%	9%	1,8%	2,0%	2,2%
Erbud	51,8	7,5	9,0	8,5	0,5	0,5	0,4	15,6	12,7	13,0	7%	5%	5%	0,2%	1,0%	1,2%
Mostostal Wa-w a	68,5	5,2	7,0	7,4	0,4	0,4	0,4	11,4	12,8	14,5	8%	6%	5%	0,0%	4,4%	3,9%
PBG	228,4	13,6	10,9	10,8	1,5	1,1	1,0	15,5	16,1	16,2	11%	10%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Polimex Mostostal	4,7	7,7	8,7	8,0	0,5	0,6	0,5	13,9	13,9	12,6	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	13,2	10,1	9,7	7,6	0,7	0,7	0,4	24,4	17,4	14,6	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,1	5,9	8,6	8,0	0,7	0,7	0,5	9,1	16,3	16,2	12%	8%	6%	2,5%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	76,0	8,6	4,9	4,3	3,5	2,5	2,2	-	16,0	12,1	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	7,6	9,0	9,0	7,2	0,7	0,4	0,3	14,4	13,6	12,8	7%	4%	4%	1,3%	0,0%	0,8%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>8,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,7</b>	<b>14,9</b>	<b>14,5</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	8,0	8,4	7,6	6,8	0,7	0,7	0,7	17,0	15,5	13,5	9%	9%	10%	2,1%	2,4%	2,6%
BILFINGER	49,3	8,2	5,7	5,7	0,3	0,3	0,3	15,5	10,4	9,7	4%	5%	5%	3,7%	4,6%	4,7%
EIFFAGE	38,8	8,7	8,6	8,0	1,2	1,2	1,2	12,6	13,3	11,0	14%	14%	15%	3,0%	3,0%	3,3%
HOCHTIEF	59,8	6,2	6,1	5,9	0,3	0,3	0,3	23,0	20,4	17,9	5%	5%	5%	2,4%	2,6%	2,8%
NCC	113,0	6,3	7,4	6,5	0,3	0,3	0,3	11,4	12,4	10,4	5%	4%	5%	3,5%	4,8%	5,2%
SKANSKA	118,1	6,4	7,4	7,2	0,3	0,3	0,3	14,0	16,7	15,5	5%	4%	4%	4,7%	4,7%	4,9%
STRABAG	18,8	4,1	4,2	4,2	0,2	0,2	0,2	13,6	14,0	13,9	5%	5%	5%	2,7%	2,6%	2,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>	<b>13,5</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,3%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /11.05.2010/**

	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	52,1	13,8	34,1	12,1	1,9	1,7	1,7	16,0	47,8	15,2	16%	9%	18%	1,5%	0,5%	1,6%
GTC	21,6	-	13,7	8,9	1,0	1,2	1,1	-	15,4	-	-	81%	156%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	15,3	9,2	8,1	10,9	2,6	2,0	1,5	8,3	7,3	8,1	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	39,8	14,4	20,3	14,6	0,8	0,8	0,8	13,8	24,5	12,7	48%	16%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>13,8</b>	<b>17,0</b>	<b>11,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>13,8</b>	<b>19,9</b>	<b>12,7</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	14,9	0,5	0,6	0,6	-	-	16,7	66%	70%	73%	0,0%	1,2%	2,2%
CITYCON	2,6	18,6	16,6	15,5	0,7	0,7	0,7	14,4	11,9	11,0	56%	62%	65%	5,3%	5,4%	5,6%
CORIO	41,2	22,5	16,8	15,0	0,8	0,9	0,9	13,6	14,2	13,9	64%	83%	88%	6,5%	6,5%	6,7%
DEUTSCHE EUROSHOP	22,3	18,3	16,7	16,2	0,8	0,9	0,9	25,2	14,3	12,9	87%	86%	85%	4,8%	4,9%	5,3%
ECHO INVESTMENT	4,0	13,5	14,1	10,8	1,0	1,0	0,9	18,6	15,1	12,1	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,6	18,5	17,8	17,0	0,5	0,9	0,8	17,5	17,3	16,8	77%	83%	85%	4,2%	4,5%	4,6%
KLEPIERRE	24,0	21,0	16,9	16,2	0,8	1,2	1,1	16,0	16,8	16,0	71%	85%	86%	5,2%	5,2%	5,3%
SPARKASSEN IMMO	4,8	23,8	17,0	14,9	0,6	0,7	0,6	-	14,4	8,2	53%	58%	59%	0,0%	3,1%	5,5%
UNIBAIL-RODAMCO	132,0	17,7	17,3	16,2	0,8	1,0	1,0	14,1	13,9	13,4	86%	82%	81%	6,0%	6,2%	6,5%
<b>Mediana</b>		<b>18,6</b>	<b>16,9</b>	<b>15,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>16,0</b>	<b>14,4</b>	<b>13,4</b>	<b>66%</b>	<b>82%</b>	<b>81%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,3%</b>

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

**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /11.05.2010/**

	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	2,3	8,9	8,6	7,1	1,7	1,6	1,5	19,0	15,5	12,5	19%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	19,9	8,0	7,1	6,1	0,8	0,8	0,7	16,0	13,6	11,3	10%	11%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</b>	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>17,5</b>	<b>14,5</b>	<b>11,9</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	55,8	8,6	7,6	6,4	1,8	1,4	1,2	14,1	13,7	11,2	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,6	3,2	3,7	3,2	1,2	1,5	1,4	6,5	8,6	6,2	38%	41%	44%	5,7%	3,4%	7,4%
Industrea	0,3	4,8	4,2	3,7	1,6	1,4	1,3	6,6	6,6	5,7	34%	34%	35%	1,9%	3,8%	4,8%
Joy Global	53,3	7,5	9,8	8,2	1,6	1,8	1,7	12,6	17,2	13,9	21%	19%	20%	1,3%	1,3%	1,3%
Sandvik	97,2	37,6	12,2	9,2	2,0	1,9	1,7	-	27,8	16,2	5%	16%	19%	1,6%	2,1%	2,9%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>12,6</b>	<b>15,5</b>	<b>12,6</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /11.05.2010/**

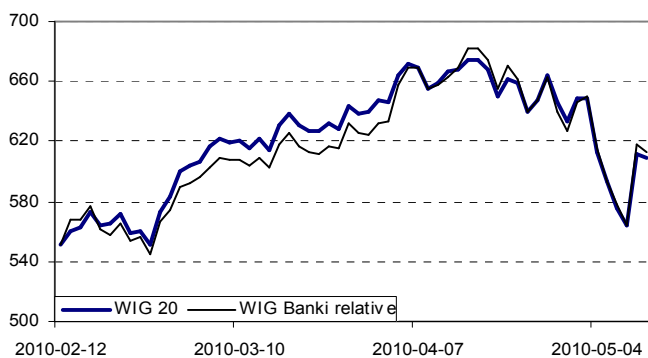
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	67,9	18,7	9,8	8,0	3,0	2,2	2,0	47,5	17,3	12,2	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,5%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	49,0	7,5	4,9	5,0	0,8	0,8	0,8	31,6	9,7	10,5	11%	16%	15%	1,1%	3,9%	5,0%
Holmen	186,0	7,7	9,8	8,1	1,2	1,3	1,2	15,6	28,4	18,5	16%	13%	15%	4,8%	4,8%	5,4%
INTL Paper	24,3	6,2	6,4	5,6	0,8	0,8	0,8	27,7	16,6	11,1	13%	12%	14%	1,4%	0,6%	1,0%
M-Real	2,5	63,6	8,9	7,5	0,7	0,8	0,7	-	-	34,3	1%	9%	10%	0,0%	0,5%	0,7%
Norske Skog	8,3	5,3	8,9	6,7	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	7%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,0	10,8	8,3	7,0	2,2	1,9	1,7	16,8	14,1	10,4	20%	22%	25%	3,8%	4,1%	5,0%
Stora Enso	5,7	10,1	9,5	7,6	0,9	0,8	0,8	35,2	27,4	15,5	9%	9%	11%	3,1%	3,5%	3,5%
Svenska	89,4	6,7	6,3	5,9	1,0	0,9	0,9	11,2	10,0	9,1	14%	15%	15%	4,1%	4,5%	4,8%
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>7,7</b>	<b>8,8</b>	<b>7,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>22,3</b>	<b>16,6</b>	<b>13,3</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,6%</b>

**Wycena spółek górniczych /11.05.2010/**

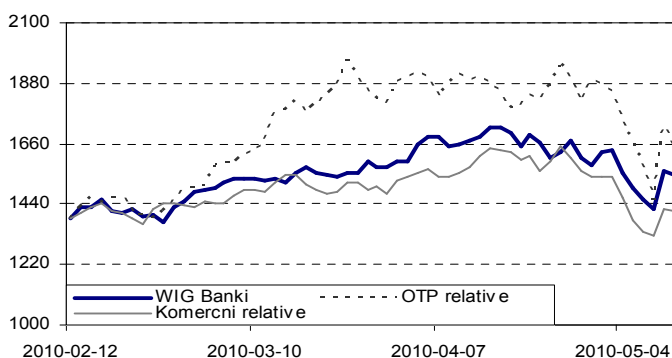
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	102,9	5,4	5,1	7,2	1,8	1,7	1,8	8,1	6,4	10,8	33%	33%	26%	11,4%	7,4%	10,9%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	26,8	7,3	4,7	3,7	2,1	1,7	1,5	12,4	7,5	5,4	29%	37%	41%	0,3%	1,5%	3,5%
BHP Billiton	19,5	5,3	4,9	3,7	2,3	2,3	1,9	10,9	8,8	6,3	44%	47%	52%	4,0%	4,4%	4,8%
Freeport-MCMOR	70,2	5,0	3,9	3,6	2,4	2,0	1,9	13,1	9,0	8,2	48%	52%	51%	0,1%	1,1%	1,8%
Rio Tinto	33,0	7,0	4,7	4,0	2,2	1,9	1,8	10,1	6,6	5,4	31%	40%	44%	1,7%	2,9%	3,1%
Southern Peru	29,2	13,7	8,7	6,6	6,7	5,2	4,1	27,3	15,0	11,0	49%	60%	62%	1,6%	3,9%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>12,4</b>	<b>8,8</b>	<b>6,3</b>	<b>44%</b>	<b>47%</b>	<b>51%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,5%</b>

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

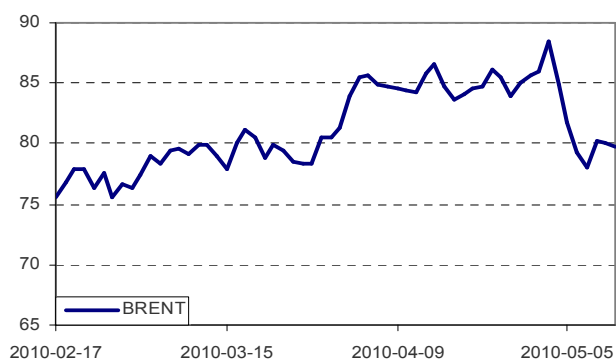
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



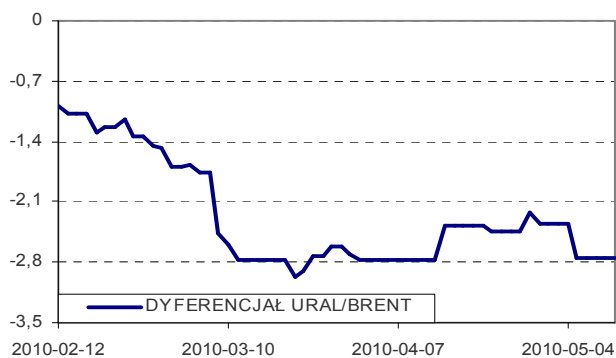
**Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



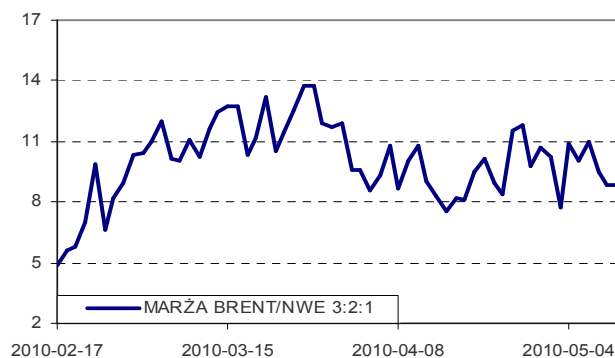
**BRENT (USD/brk)**



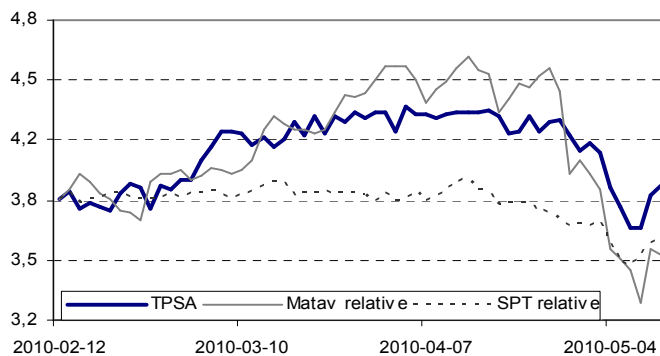
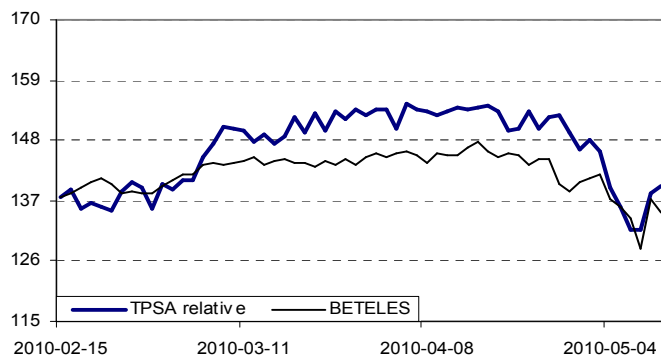
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

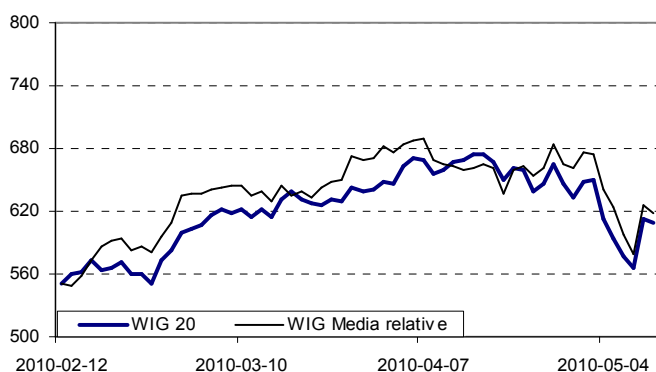


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

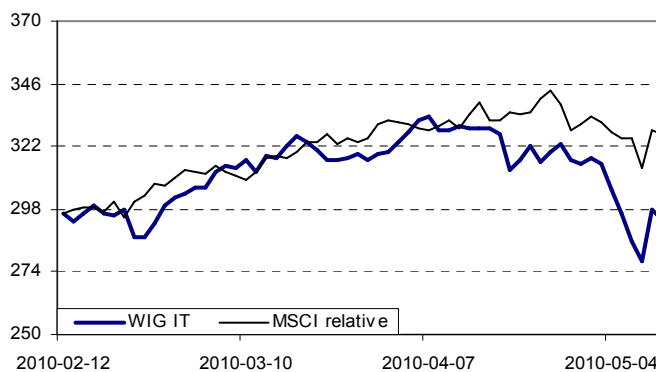


Źródło: Bloomberg

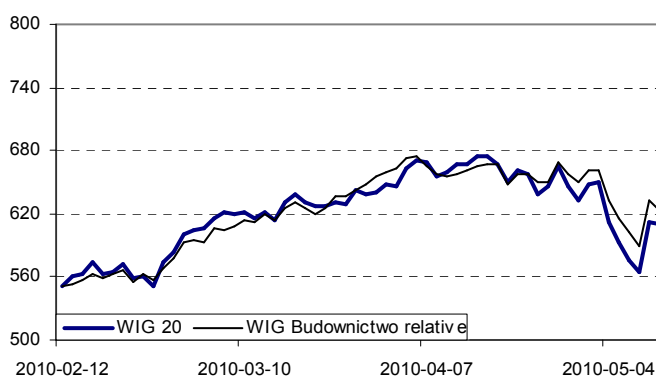
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



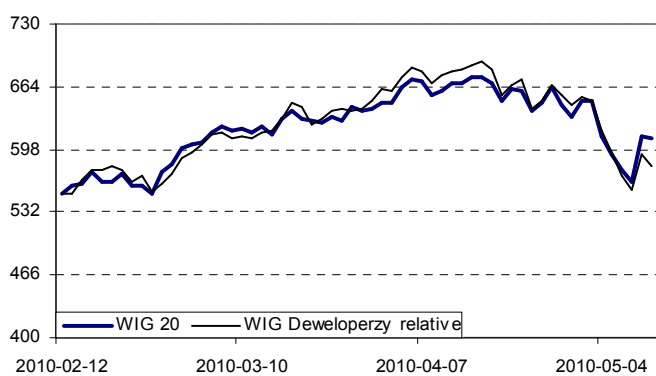
Indeks WIG IT na tle MSCI



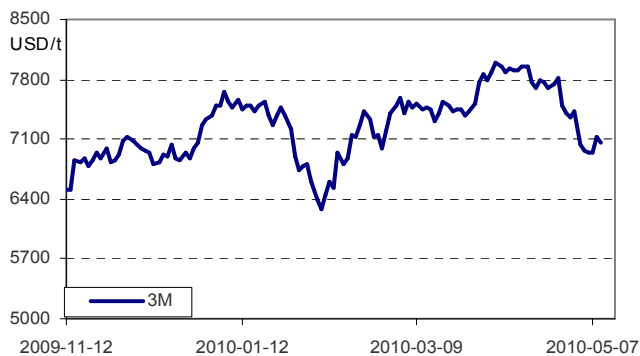
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



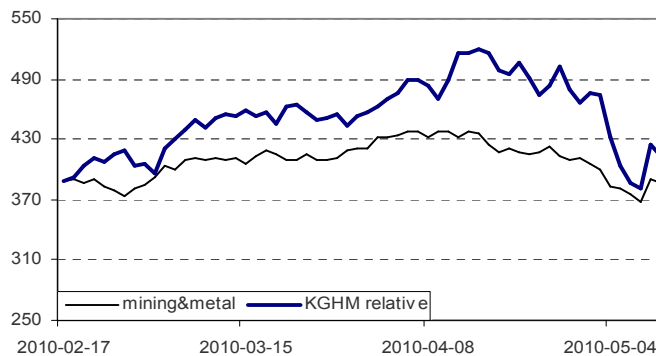
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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, Mondy, 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.