
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	10 620,2	-1,51%	FTSE 100	5 262,9	-3,14%	Miedź (LME)	6 926,0	-3,27%
S&P 500	1 135,7	-1,88%	WIG20	2 389,6	-2,80%	Ropa (Brent)	76,9	-3,23%
NASDAQ	2 346,9	-1,98%	BUX	23 193,9	-2,19%	USD/PLN	3,25	+3,04%
DAX	6 056,7	-3,12%	PX	1 194,7	-2,51%	EUR/PLN	4,02	+1,61%
CAC 40	3 560,4	-4,59%	PLBonds 10	5,65	+0,25%	EUR/USD	1,24	-1,41%

Informacje ze spółek i sektorów

Banki

Banki liczą na powrót koniunktury

Zgromadzeni na dorocznym forum Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju bankowcy liczą, że ten rok będzie dla nich powrotem do normalności. Twierdzą, że stanie się to szybciej jeśli pojawi się popyt na kredyty. Firmy nie inwestują, a bezrobocie sprawia, że klienci indywidualni nie chcą się zadłużać - mówi Debora Revoltella, główna ekonomistka UniCredit na Europę Środkowo-Wschodnią. W tym roku wskaźnik kredytów nieregularnych osiągnie najwyższy od 2002 r. poziom. Według Stepica będzie wynosił on 10-12% w naszym regionie Europy. Natomiast Debora Revoltella prognozuje 15% na koniec 2010 r. (w tym dla Polski 8,9%). **Zgodne z naszymi prognozami. Oczekujemy, że wskaźnik NPL/Kredyty brutto w Polsce sięgnie około 9% na koniec 2010 roku. Jednocześnie oczekujemy bardzo małego przyrostu portfela kredytów przedsiębiorstw (patrz komentarz poniżej).** (M. Jeżewska)

Podaż pieniądza M3

Podaż pieniądza M3 spadła o 1 mld PLN w kwietniu br. Od strony podażowej obserwowaliśmy spadek depozytów gospodarstw domowych (o ponad 0,9 mld PLN m/m), spadek w segmencie przedsiębiorstw (o 2,5 mld PLN m/m), za to wzrost o prawie 2,5 mld PLN w pozostałych segmentach, głównie za sprawą przyrostu depozytów niemonetarnych instytucji finansowych (+2,15 mld PLN m/m). W skali roku portfel depozytów ogółem wzrósł o 6,9% R/R, przy depozytach gospodarstw domowych rosnących o niespełna 9% (9,5% R/R miesiąc wcześniej, tempo spada z miesiąca na miesiąc), depozytach przedsiębiorstw zwiększających się o 13% R/R (efekt niskiej bazy i przyrostu depozytów w marcu br.) i spadku w pozostałych segmentach o 11% R/R (najmniejszy spadek w FUS). Po stronie popytowej obserwujemy spadek portfela należności o 1,6 mld PLN m/m. Motorem napędowym był spadek należności od niemonetarnych instytucji finansowych (o 4,9 mld PLN). Naszym zdaniem ma to związek z zamknięciem repo w PZU. Jednocześnie portfel kredytów gospodarstw domowych wzrósł o prawie 4 mld PLN m/m, a przedsiębiorstw spadł o prawie 0,84 mld PLN m/m. Portfel należności w skali roku wzrósł o 3,8%, przy kredytach gospodarstw domowych rosnących o nieco ponad 8% R/R, przedsiębiorstw spadających już o 7% R/R i pozostałych segmentach rosnących o 22% R/R (motorem są tu kredyty dla samorządów). **Dane zgodne z naszym scenariuszem dla depozytów i kredytów w całym 2010 roku. Liczymy na odbudowę części wolumenów kredytów przedsiębiorstw w 2H10, chociaż obawiamy się, że nasza prognoza +3% R/R w kredytach dla przedsiębiorstw może okazać się zbyt optymistyczna (przyrost portfela kredytów dla przedsiębiorstw o około 11 mld PLN z obecnych poziomów).** (M. Jeżewska)

BZ WBK

Trzymaj – z dn. 07.04.10
Cena docelowa: 200,5 PLN

Coraz bliżej zmian w BZ WBK

Z informacji „Rz” wynika, że proces sprzedaży przez irlandzki AIB udziałów w BZ WBK nabiera tempa i obecnie kompletowane są dane do przeprowadzenia due diligence. Na razie żaden z potencjalnych inwestorów nie złożył wizyty w banku. Wśród faworytów wyścigu po BZ WBK najczęściej wymienia się francuski Societe Generale i banki hiszpańskie. Z informacji „Rz” wynika, że zainteresowany jest też holenderski Rabobank. Oba największe polskie banki, PKO BP i Pekao również nie mówią nie. Tymczasem Stanisław Kluzka, szef KNF, powiedział niedawno "Dziennikowi Gazecie Prawnej", że nie chciałby dopuścić do tego, by zagraniczna grupa bankowa, która dostała pomoc od państwa, kupiła świetnie radzący sobie na rynku polski bank. Zasugerował, że w przejęciu udziałów BZ WBK mogłyby wziąć udział takie instytucje, jak otwarte fundusze emerytalne. Finansiści oceniają ten pomysł jako nierealny. **Czekamy na konkretne informacje. Proces ma zakończyć się na przełomie 4Q10 i 1Q11. Do tego czasu rynek będzie spekulował kto może**

przejąć bank i jak zostanie przeprowadzony proces (czy nowy inwestor ogłosi wezwanie na pozostałe akcje – AIB ma obecnie 70,4% udziałów). (M. Jeżewska)

PKO BP

Trzymaj – z dn. 17.03.10
Cena docelowa: 40,10 PLN

PKO BP w 1Q10 sprzedał kredyty korporacyjne za 4 mld PLN

PKO BP w 1Q10 roku sprzedał kredyty korporacyjne za 4 mld PLN. Bank spodziewa się w kolejnych miesiącach dużej dynamiki, jednak wpływ na nią będzie miała m.in. rosnąca konkurencja na tym rynku. **Portfel na rynku spada (przedsiębiorstwa spłacają zadłużenie, odkładają depozyty), co oznacza, że PKO BP musi odbierać rynek dotychczasowym graczom. Kluczowym czynnikiem jest kwestia przy jakich cenie realizowana jest obecnie sprzedaż. Portfel kredytów rośnie przy tym w znacznie mniejszym stopniu (wpływ spłat należności).** (M. Jeżewska)

Getin Holding

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

TU Europa liczy na przeprowadzenie emisji akcji jeszcze w 1H10

TU Europa liczy, że jeszcze w 1H10 przeprowadzi emisję akcji, z której planuje pozyskać co najmniej 200 mln PLN. Prospekt już od dawna jest w KNF (złożony w lutym), kilka dni temu został uzupełniony o wyniki TU Europa po 1Q10. TU Europa planuje publiczną emisję do 1,575 mln akcji (ok. 20% kapitału) z wyłączeniem prawa poboru. Ostateczna wartość emisji może być większa, jeśli Getin Noble Bank zdecyduje się na sprzedaż 19,94% posiadanych akcji. **Nie wiemy czy uda się przeprowadzić emisję jeszcze w tym półroczu, ale widać determinację ze strony spółki. Getin Noble Bank posiada łącznie 1,57 mln akcji, zatem podobny pakiet do planowanej nowej emisji. Koszt nabycia akcji przez GNB wyniósł 134 mln PLN. Sprzedaż akcji za około 200 mln PLN pozwoli zrealizować zysk na transakcji i podnieść współczynnik wypłacalności. Tylko zysk na transakcji będzie oddziaływał pozytywnie na współczynnik, gdyż posiadanie do 20% akcji ubezpieczyciela nie podnosi wymogów kapitałowych w banku.** (M. Jeżewska)

PZU**PZU chce wypłacić jeszcze po 10,91 PLN dywidendy na akcję za 2009 r.**

ZWZA zaplanowane na 10 czerwca br. ma uchwalić 10,91 PLN/akcję dywidendy z zysków za 2009 rok (łącznie 942,1 mln PLN). Dniem ustalenia prawa do dywidendy ma być 25 sierpnia, wypłata ma nastąpić 9 września. **Spółka podała harmonogram wypłaty. W prospekcie napisano, że zarząd w marcu podjął decyzję o rekomendacji wypłaty 10,91 PLN/akcję w formie dywidendy z zysków za 2009 rok. Kwota ta została uwzględniona w naszych prognozach wyników finansowych dla PZU.** (M. Jeżewska)

Astarta

Rekomendacja utajniona
do dnia 17.05.10 ***

Efekt zasiewów na Ukrainie

Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy poinformowało, że na dzień 6 maja 2010 zasiew objął 80% planowanych ziem uprawnych. Buraki cukrowe zostały zasiane na 109% planowanego areалу (476 tys ha wobec prognozy 450 tys ha). **Zwiększenie areálu buraka cukrowego jest większe niż przewidywaliśmy w raporcie z dnia 11.05.2010. To z pewnością przyczyni się w kolejnym sezonie na zwiększenie większą produkcją cukru na Ukrainie i spadek lokalnych cen cukru. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla akcji Astarty.** (J. Szkopek)

Perspektywa na 2015 rok

Spółka przy okazji wyników za 1Q2010 poinformowała, że w 2010 roku planuje zwiększyć powierzchnię uprawną do 300 tys ha, co pozwoli na produkcję około 1 mln ton zbóż i roślin oleistych. Spodziewa się również, że do roku 2015 moce produkcyjne segmentu produkcji cukru wzrosną do poziomu 600 tys ton cukru, a segmentu produkcji zwierzęcej do około 100 tys ton mleka rocznie. W roku 2010 Spółka spodziewa się produkcji zbóż i roślin oleistych na poziomie 450 tys ton, cukru na poziomie 320 tys ton oraz mleka na poziomie 50 tys ton. **Znacznie lepsza rentowność produkcji rolnej na Ukrainie sprawia, że wielkim przedsiębiorstwom rolnym coraz trudniej jest pozyskiwać nową ziemię uprawną. Spodziewamy się, że powiększenie areálu uprawnego do 300 tys ha już w 2015 roku jest bardzo ambitnym i trudnym do wykonania zadaniem. Już obecnie spółki rolne na Ukrainie narzekają, że wykona rentowność produkcji rolnej sprawiła, że na rynku coraz mniej jest okazji do przejęcia zakładów rolnych. Z kolei zwiększenie produkcji cukru do 600 tys ton będzie wymagać od Astarty przejść w branży, gdyż obecne założenia produkcji cukru na 2010 rok już przewidują wykorzystanie całych dostępnych mocy produkcyjnych. Należy pamiętać, że istniejące poza Astartą cukrownie na Ukrainie są w znacznie gorszym stanie, co wymagać będzie odpowiednich nakładów inwestycyjnych. Nasza prognoza produkcji na 2010 zakłada produkcję cukru na poziomie 330 tys ton (+3% vs Astarta), zbóż i roślin oleistych na poziomie 413,8 tys (-9% vs Astarta) oraz mleka na poziomie 50,8 tys ton (+2% vs Astarta). Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla akcji Astarty.** (J. Szkopek)

ABM Solid**ABM Solid przejmie sporą spółkę**

ABM Solid podpisał umowę przedwstępną kupna pakietu ponad 50% akcji firmy, której obroty oscylują wokół 100 mln PLN. Firma zajmuje się robotami inżynieryjnymi, instalacyjnymi, budownictwem drogowym i mostowym. Do połączenia dojdzie w Q3 lub Q4 2010. Przejęcie ma być finansowane środkami własnymi i kredytem. Decyzje zapadną w najbliższych tygodniach. **ABM Solid jest jedną z najbardziej zadłużonych spółek budowlanych. Częściowo za zadłużenie odpowiada działalność deweloperska. Ze względu na konflikt z bankiem Millennium**

dotyczący zobowiązań ABM Solid z tytułu opcji i dużego zadłużenia spółki, plan przejęcia oceniamy negatywnie (chyba, że spółka zapłaci za przejmowaną spółkę emisją nowych akcji). ABM Solid jest jedną z najtańszych spółek z branży, niestety, sytuacja bilansowa i agresywna strategia rozwoju czyni ją ryzykowną. (M. Stokłosa)

Hydrobudowa Polska **Konflikt podwykonawców na budowie Stadionu Narodowego** PBG

Rekomendacja utajniona
do dnia 19.05.10 ***

W większości źródeł prasowych i internetowych pojawiła się wiadomość o możliwym wstrzymaniu prac na części budowy Stadionu Narodowego. Ryzyko to wynika z konfliktu dwóch podwykonawców. Jedna z firm oskarża drugą o brak płatności za wykonywane prace. **Uważamy, że wiadomość ta nie ma większego znaczenia z punktu widzenia terminowości budowy stadionu. Budowa stadionu jest naszym zdaniem opóźniona o około 2 miesiące. Termin w postaci 4 czerwca na zakończenie budowy konstrukcji żelbetowej i zakończenie konstrukcji głównej nie zostanie dotrzymany. Pytanie jedynie, czy inwestor naliczy kary zgodnie z umową i jaka część z tych kar jest już ujęta w budżecie kontraktu. Przypominamy, że co kwartał wykonawca dokonuje wyceny kontraktu, m.in. szacując potencjalne opóźnienia i potencjalne związane z nimi kary.** (M. Stokłosa)

Polimex Mostostal **Polimex raczej nie zrealizuje celu wzrostu przychodów o 10% r/r**

Akumuluj - z dn. 06.05.10
Cena docelowa: 5,16 PLN

Prezes Polimexu przyznaje, że plan 10-procentowego zwiększenia przychodów w 2010 roku może być zagrożony. Nie oznacza to jednak, że sprzedaż będzie niższa od zeszłorocznej. Prezes podtrzymuje plan zwiększenia zysku netto o 10% r/r, przyznając jednocześnie, że wolniejsze niż zakładał zarząd będzie też dochodzenie do rentowności 4% netto. Związane jest to z opóźnieniami w procesie konsolidacji spółek zależnych. Prezes oczekuje, że rentowność netto w Q2 2010 wyniesie 3% (Q1 2010: 2,2%). NWZA w związku z inkorporacją spółek zależnych mają się odbyć na przełomie czerwca i lipca, co pozwoliłoby na konsolidację udziałów akcjonariuszy mniejszościowych od Q4 2010. **Konsensus prognoz wyników Polimexu w 2010 roku jest naszym zdaniem zbyt optymistyczny. Nasze prognozy, zakładające wynik na poziomie zeszłego roku, jest jednym z najniższych z konsensusu prognoz. Mimo niższych oczekiwanych wyników uważamy, że akcje Polimexu są atrakcyjne w kontekście perspektyw związanych z inwestycjami energetyki. Inwestycje te zmaterializują się w wynikach Polimexu dopiero w 2012 roku.** (M. Stokłosa)

Ulma Construccion

Trzymaj - z dn. 06.01.10
Cena docelowa: 82,2 PLN

Prezes oczekuje zysku w 2010 roku

W ramach komentarzu do wyników Q1 2010, prezes Ulmy przyznaje, że spodziewa się dodatniego wyniku w 2010 roku. Sygnały pojawiające się na rynku pozwalają na optymizm. Ożywienie widać już teraz, w Q2 2010. Ulma ma nadzieję na nowe zlecenia od deweloperów. Spółka kontynuuje redukcje kosztów. **Nie wyobrażamy sobie straty w 2010 roku. Również oczekujemy stopniowej poprawy wyników Ulmy w kolejnych kwartałach. Przewidujemy dodatni i znacznie lepszy niż w roku ubiegłym wynik w Q2 2010.** (M. Stokłosa)

Wyniki spółek

Cyfrowy Polsat

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

Wyniki zgodne z oczekiwaniami

Wyniki Cyfrowego Polsatu za pierwszy kwartał 2010 roku były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Niewielkie odchylenie powstało na poziomie przychodów (374,0 mln PLN przy 358,5 mln PLN prognozy), co jest efektem dużo wyższego poziomu ARPU, niż to zakładaliśmy w naszych prognozach (36,1 PLN vs oczekiwane 34,8 PLN). Sam wzrost bazy abonenckiej był mniejszy niż oczekiwaliśmy. Ogółem liczba abonentów wzrosła o 37,4 tys użytkowników, podczas gdy zakładaliśmy przyrost bazy abonenckiej na poziomie 50 tys abonentów. W Pakiecie Familijnym nastąpił nawet spadek bazy abonenckiej o 1,5 tys. klientów. Jest to naszym zdaniem efekt urealnienia bazy abonenckiej w platformach po dynamicznym wzroście końcówki ubiegłego roku (eliminowanie z bazy podwójnie liczonych użytkowników zmieniających dostawcę usługi).

W efekcie przychody abonamentowe wyniosły w pierwszych trzech miesiącach roku 352,6 mln PLN wobec zakładanych przez nas 338,9 mln PLN. Pozostałe pozycje przychodowe były zbliżone do naszych szacunków.

PO stronie kosztowej wyższy poziom przychodów abonamentowych został okupiony nieznacznie wyższymi od oczekiwań kosztami licencji programowych (92,7 mln PLN vs prognozowane 90,5 mln PLN), zwiększonymi nakładami na dystrybucję i marketing (67,5 mln PLN vs 60,0 mln PLN) oraz zwiększonymi pozostałymi kosztami (34,3 mln PLN wobec zakładanych 30,0 mln PLN). Istotną pozycją w tej ostatniej grupie kosztów okazały się znaczne odpisy wartości należności na kwotę 10,8 mln PLN. W konsekwencji powyższych czynników Cyfrowy Polsat wypracował wynik operacyjny na poziomie 106,9 mln PLN przy naszej prognozie na poziomie 104,2 mln PLN. Zarówno saldo działalności finansowej jak i efektywna stawka podatku dochodowego była zbliżona do naszych szacunków wobec czego odchylenie wyniku netto od naszej prognozy wyniosło 0,9 mln PLN (86,1 mln PLN wobec zakładanych 85,2 mln PLN).

Podsumowując, wyniki Cyfrowego Polsatu oceniamy pozytywnie. Niski tegoroczny wzrost bazy abonenckiej jest uwzględniony w naszych prognozach i nie powinien naszym zdaniem stanowić

zaskoczenia szczególnie w pierwszym kwartale (wspomniany wyżej efekt urealniania baz abonenckich). Jako pozytywny można natomiast przyjąć istotny wzrost ARPU. O ile nie jest on efektem zaksięgowanych wpływów z opłat aktywacyjnych (churn utrzymywał się w pierwszym kwartale na poziomie 10,4%) to zakładając niższy poziom odpisów aktualizujących należności i utrzymanie obecnych poziomów kursu walutowego kolejne kwartały powinny przynieść dalszą poprawę wyników). **(P. Grzybowski)**

Wyniki Cyfrowego Polsatu w 1Q2010 vs prognozy DI BRE i konsensu rynkowy

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009	zmiana	1Q2010P	różnica	konsensus	różnica	2010	2009	zmiana
Przychody	374,0	336,9	11,0%	358,5	4,3%	364,0	2,7%	1456,4	1266,1	15,0%
EBITDA	122,9	93,6	31,3%	121,2	1,4%	118,0	4,1%	426,2	327,4	30,2%
marża	32,9%	27,8%	-	33,8%		32,4%		29,3%	25,9%	-
EBIT	106,9	85,4	25,2%	104,2	2,6%	101,5	5,3%	362,0	285,5	26,8%
Zysk brutto	106,4	89,9	18,4%	105,2	1,2%	-		363,2	293,7	23,7%
Zysk netto	86,1	72,6	18,6%	85,2	1,1%	83,1	3,7%	294,2	237,9	23,7%

Źródło: Źródło: Cyfrowy Polsat, PAP, szacunki DI BRE Banku SA

Comarch

Redukuj - z dn. 15.02.10

Cena docelowa: 93,10 PLN

SoftM i spółki celowe pogrążają wyniki

Wyniki Comarchu za pierwszy kwartał 2010 roku okazały się dużo słabsze od naszych oczekiwań. Głównymi czynnikami, które zadecydowały o słabości rezultatów pierwszych trzech miesięcy roku była strata poniesiona przez niemiecką spółkę zależną SoftM (1,0 mln EUR straty operacyjnej wobec 0,4 mln euro naszych oczekiwań) oraz strata poniesiona przez spółki celowe utworzone w ramach Comarch Corporate Finance FIZ (-2,9 mln PLN wyniku operacyjnego wobec -1,2 mln PLN naszej prognozy).

Przychody Grupy Comarch wyniosły w omawianym okresie 145,7 mln PLN. Na odchylenie od prognozy wpływ miały przede wszystkim niższe przychody z segmentu niemieckich małych i średnich przedsiębiorstw, które spadły o 23,8% do 35,0 mln PLN. Wpływ na ten spadek miały częściowo niższe wolumeny sprzedaży zrealizowane przez SoftM (spadek z 10,0 mln EUR do 8,8 mln EUR).

Słabsza od spodziewanej była marża brutto na sprzedaży, która wzrosła do 16,3% (vs 13,2% przed rokiem) jednak poprawa była mniejsza niż oczekiwaliśmy (18,9%). Koszty ogólne działalności były zbliżone do naszej prognozy (25,4 mln PLN vs 25,0 mln PLN oczekiwań). Dużo wyższe od zakładanego przez nas było natomiast ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej, które sięgnęło -1,5 mln PLN, przy -0,1 mln PLN prognozy. W konsekwencji na poziomie operacyjnym Comarch poniósł 3,1 mln PLN straty operacyjnej wobec prognozowanego przez nas zysku w wysokości 3,9 mln PLN. Saldo działalności finansowej na poziomie 1,2 mln PLN, ujemny podatek w wysokości 0,4 mln PLN oraz fakt, że słabość wyników wynikała z problemów SoftM (1,4 mln PLN straty przypadającej akcjonariuszom mniejszościowym) spowodowały, że strata netto wyniosła zaledwie 0,1 mln PLN.

Podsumowując, wyniki pierwszego kwartału należy jednoznacznie ocenić jako słabe. Ubytek przychodów i wyniku powinien być najprawdopodobniej skompensowany w kolejnych kwartałach jednak bieżąca wycena spółki wycenia według nas scenariusz dynamicznej poprawy rezultatów, pierwszy kwartał jest pierwszym sygnałem, że restrukturyzacja SoftM, a także zapowiadana przez zarząd Comarchu redukcja strat spółek celowych może okazać się dłuższym procesem. **(P. Grzybowski)**

Wyniki Comarchu w 1Q2010 vs prognozy DI BRE i konsensu rynkowy

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009	zmiana	1Q2010P	różnica	konsensus	różnica
Przychody	145,7	159,7	-8,8%	153,7	-5,2%	157,0	-7,2%
EBITDA	8,4	3,3	153,1%	12,9	-35,5%	11,4	-26,7%
marża	5,73%	2,07%	-	8,39%		7,26%	
EBIT	-3,1	-5,9	-	3,9	-	3,3	-
Zysk brutto	-2,0	-6,9	-	4,7	-	-	-
Zysk netto	-0,1	-2,8	-	4,9	-	4,0	-

Źródło: Źródło: Comarch, PAP, szacunki DI BRE Banku SA

LW Bogdanka

Kupuj - z dn. 06.05.10

Cena docelowa 80,10 PLN

Dobre wyniki za 1Q2010

Przy przychodach na poziomie 294 mln PLN (+20,3% r/r) spółka wypracowała EBIT na poziomie 62,2 mln PLN i zysk netto równy 53 mln PLN. To wyniki zbliżone do naszych oczekiwań (odpowiednio: 285,4/70/58,6 mln PLN). Czynnikiem, który jednorazowo obniża wynik operacyjny (pozostałe straty operacyjne 8,6 mln PLN) jest strata na różnicach kursowych. Spółka kupiła Euro, w celu sfinansowania zakupu kombajnu ścianowego, co przy umocnieniu PLN wygenerowało stratę. Spółka wyprodukowała 1,4 mln ton węgla tj. o 13,5% więcej niż przed rokiem. Sprzedaż wyniosła 1,37 mln ton (+23,5% r/r). Potwierdza się informacja przekazywana przez zarząd po wynikach

za 4Q, że tegoroczne wydobycie i sprzedaż powinny być wyższe niż przed rokiem. Implikowana średnia cena sprzedawanego węgla wyniosła 207,8 PLN/t, tj. o 1,25% mniej niż przed rokiem. To poziom zakładany przez nas w prognozie rocznej. Wielkość zapasów wyniosła 94,6 tys. ton i była o 30 tys. ton wyższa niż na koniec 2009 roku, ale o 33,6 niższa niż na koniec marca 2009. Wyniki można uznać za dobre, podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki. Więcej szczegółów zarząd prześle na dzisiejszej konferencji. **(M. Marczak)**

Pozostałe wiadomości ze spółek

Asseco Poland, Sygnity	Asseco Systems wygrało przetarg w GUS na dostawę i konfigurację urządzeń sieciowych. Asseco Systems wygrało przetarg organizowany przez GUS na dostawę i konfigurację urządzeń sieciowych na potrzeby przeprowadzenia spisów powszechnych. Wartość oferty złożonej przez Asseco System to 2,86 mln zł. Asseco Systems złożyło ofertę z najniższą ceną wśród ofert nieodrzuconych. Ofertę nie podlegającą odrzuceniu złożyło też Sygnity, jej wartość to 3,93 mln zł.																
Ciech, Azoty Tarnów	Zakłady Azotowe Tarnów chcą kupić od Ciechu gdańskie Fosfory. Tarnowskie Azoty podpisały z Ciechem list intencyjny dotyczący kupna od Ciechu udziałów w spółce Gdańskie Zakłady Nawozów Fosforowych Fosfory. W komunikacie nie podano kiedy transakcja mogłaby zostać sfinalizowana, ani innych szczegółów.																
Empik	Grupa Empik planuje w '10 utrzymać wskaźnik zadłużenia na poziomie z '09. Grupa Empik M&F planuje w 2010 roku utrzymać wskaźnik zadłużenia netto na poziomie z ubiegłego roku, czyli około 2,5 razy EBITDA. Spółka podtrzymała zamiar otwarcia w tym roku ponad 80 nowych lokalizacji.																
ES-System	Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy ES-System zdecydowało o przeznaczeniu na dywidendę 4,3 mln PLN, co daje 0,10 PLN na akcję.																
Getin Noble Bank	Getin Noble Bank spodziewa się wzrostu sprzedaży kredytów kwartał do kwartału, bank chce m.in. zwiększać sprzedaż kredytów gotówkowych, utrzymując wysokie marże. Bank nie widzi potrzeby emisji akcji.																
Instal Kraków	Zarząd Instalu Kraków chce wypłacić 30 gr dywidendy na akcję.																
KGHM	KGHM zabezpieczyła w I kw. cenę dla 180,4 tys. ton miedzi na II poł. '10 i lata '11-'12. KGHM wdrożyła w I kwartale 2010 roku strategię zabezpieczającą cenę miedzi o łącznym wolumenie 180,4 tys. ton i horyzoncie czasowym przypadającym na drugą połowę 2010 roku oraz lata 2011-2012. Sprzedaż akcji Polkomtela w 2010 roku jest mało prawdopodobna.																
MNI	Priorytetami władz grupy MNI są: akwizycje, poprawa wyników.																
Multimedia Polska	Spółka Multimedia Polska wezwała do sprzedaży 30.637.936 akcji własnych, stanowiących 20 proc. kapitału, po 8,75 zł za walor.																
Neuca	<p>Wyniki Neuca za I kw. 2010</p> <table border="0" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th style="text-align: right;">wyniki</th> <th style="text-align: right;">konsensus PAP</th> <th style="text-align: right;">różnica</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="border-top: 1px solid black;">zysk netto</td> <td style="text-align: right;">11,8 mln zł</td> <td style="text-align: right;">10,1 mln zł</td> <td style="text-align: right;">+16,8 proc.</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td style="text-align: right;">18,3 mln zł</td> <td style="text-align: right;">16,2 mln zł</td> <td style="text-align: right;">+13 proc.</td> </tr> <tr> <td>przychody</td> <td style="text-align: right;">1622 mln zł</td> <td style="text-align: right;">1650 mln zł</td> <td style="text-align: right;">-1,7 proc.</td> </tr> </tbody> </table>		wyniki	konsensus PAP	różnica	zysk netto	11,8 mln zł	10,1 mln zł	+16,8 proc.	EBIT	18,3 mln zł	16,2 mln zł	+13 proc.	przychody	1622 mln zł	1650 mln zł	-1,7 proc.
	wyniki	konsensus PAP	różnica														
zysk netto	11,8 mln zł	10,1 mln zł	+16,8 proc.														
EBIT	18,3 mln zł	16,2 mln zł	+13 proc.														
przychody	1622 mln zł	1650 mln zł	-1,7 proc.														
Novita	Novita ocenia, że w 2010 trudno jej będzie powtórzyć wyniki za 2009.																
PKN Orlen	Orlen rozważa zakup spółki, posiadającej koncesje poszukiwawcze i prowadzi działalność wydobywczą. Według spekulacji Pulsu Biznesu może chodzić o firmę Petroceltic, obecną w Tunezji, Algierii i we Włoszech. Negocjacje trwają. Orlen może być też zainteresowany aktywami BP w Kanadzie.																
PKO BP	PKO BP w I kwartale 2010 roku sprzedał kredyty korporacyjne za 4 mld zł.																
ZA Puławy, Police	MSP zaprosiło do składania wstępnych ofert na zakup oddzielnie Zakładów Azotowych Puławy i Zakładów Chemicznych Police. Oferty można składać do 28 czerwca.																

Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

Asseco Poland	Pioneer FIO zmniejszył udział w kapitale zakładowym do 4,97 proc. z 5,02 proc. przed dokonaniem zmiany.
----------------------	---

Makroekonomia

Inflacja spadła ale mniej niż oczekiwano

W kwietniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 2,6 do 2,4% (oczekiwano 2,3%). Na niejszym niż oczekiwano spadku wskaźnika zaważyły wyższe ceny żywności (0,7% m/m), wyższa dynamika w cenach tytoniu (1,1% m/m) oraz wyższe ceny w kategorii odzież i obuwie. Należy jednak podkreślić, że w pozostałych kategoriach widać odłożone efekty niższej presji popytowej i pewną deflację (ceny użytkowania mieszkania wzrosły o 0,1% m/m, ustabilizowały się ceny w kategoriach takich jak łączność, kultura, rekreacja i edukacja). Roczna dynamika inflacji bazowej (po wyłączeniu cen energii i żywności) spadła w kwietniu z 2,0% do 1,8%.

W najbliższych miesiącach obserwować powinniśmy stabilizację rocznego wskaźnika inflacji na podobnych do kwietniowych poziomach (szacujemy, że w maju roczny wskaźnik wyniesie 2,4-2,5%). Na taką ścieżkę inflacji może wpłynąć systematyczny wzrost cen paliw i ostatnio obserwowane osłabienie złotego (prawdopodobnie wpływające na marże importerów). Ciągłe jednak widzimy szanse na warunkowaną bazą statystyczną spadek inflacji do poniżej 2% w miesiącach letnich. Od jesieni spodziewamy się systematycznego wzrostu wskaźnika rocznego inflacji, co będzie pochodną dobrej sytuacji na rynku pracy oraz polityki stabilizacji kursu złotego. Nie zmieniamy naszego poglądu, że procesy inflacyjne wymuszą zacieśnienie monetarne. Obecne sfokusowanie RPP na zagadnieniach kursowych i sferze realnej może stać się przesłanką dla rynku do wyceniania scenariusza, że RPP spóźni się z reakcją (a więc przesłanką do wzrostu rynkowych stóp forwardowych).

Dane nie miały większego wpływu na rynek. Rynek stopy „nie przstraszył” się wyższej inflacji i pozostaje pod wpływem czynników technicznych takich jak polityka taniego pieniądza NBP.

BRE Bank S.A.

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)

research@brebank.com.pl

Kalendarium spółek

Poniedziałek /17.05.10/

AB	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ACTION	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ASSECO POLAND	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.
CYFROWY POLSAT	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.
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.
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.

Wtorek /18.05.10/

BRE Dzień ustalenia w KDPW prawa poboru akcji spółki.

Środa /19.05.10/

KĘTY WZA w sprawie zatwierdzenia sprawozdania finansowego za 2009 rok, podziału zysku i wypłaty dywidendy 4,00 zł na akcję.

Czwartek /20.05.10/

ORCO GROUP Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.

Piątek /21.05.10/

ACTION Dzień wypłaty dywidendy 0,85 zł na akcję.

BZ WBK Dzień wypłaty dywidendy 4,00 zł na akcję.

Kalendarium makro
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.

Środa /19.05.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
13:00	USA	Wnioski o kredyt hipoteczny	Tydzień		
14:00	Polska	Wynagrodzenie	Kwiecień		4,8% r/r
14:00	Polska	Zatrudnienie	Kwiecień		-0,6% r/r
14:30	USA	Inflacja CPI	Kwiecień		0,1% m/m
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI	Kwiecień		0% m/m
16:30	USA	Tygodniowa zmiana zapasów paliw	Tydzień		

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje Air France KLM i Target.

Czwartek /20.05.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:00	Polska	Ceny produkcji sprzedanej przemysłu	Kwiecień		-2,4% r/r
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa	Kwiecień		12,3% r/r
14:00	Polska	Inflacja bez cen żywności i energii	Kwiecień		2% r/r
14:30	USA	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	Tydzień		
16:00	USA	Indeks Fed z Filadelfii	Maj		20,2
16:00	USA	Indeks wskaźników wyprzedzających - Conference Board	Kwiecień		1,4%

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje Staples, a po sesji Brocade Communications.


Piątek /21.05.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:58	UE	Indeks PMI dla przemysłu - wst	Maj		57,6
9:58	UE	Indeks PMI dla usług - wst	Maj		55,6
10:00	UE	Saldo rachunku bieżącego s.a.	Marzec		-3,9 mld EUR
14:00	Polska	Koniunktura gospodarcza	Maj		


Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Akumuluj	18,80	17,00	2010-05-06	16,90	9,9
ACTION	Trzymaj	18,49	20,80	2010-04-07	22,00	13,3
AGORA	Trzymaj	24,20	24,65	2010-02-24	23,85	21,1
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,50	2010-05-10	4,65	10,2
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	189,90	2010-04-07	216,50	13,9
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,49	2010-05-06	12,00	13,3
CERSANIT	Redukuj	13,63	13,27	2010-04-01	16,03	14,8
CEZ	Trzymaj	140,30	139,90	2010-03-03	133,90	10,2
CIECH	Akumuluj	39,20	29,95	2010-03-17	33,40	11,8
COMARCH	Redukuj	93,10	93,80	2010-02-15	102,90	19,0
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,40	2010-03-25	15,79	12,7
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,90	52,50	2010-05-07	55,40	48,1
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	175,00	2010-03-12	171,00	16,9
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	78,00	2010-03-09	77,50	15,3
ENEA	Akumuluj	21,62	17,85	2010-03-30	18,91	12,1
ERBUD	Trzymaj	54,60	51,85	2010-03-11	53,30	12,7
EUROCASH	Redukuj	18,60	21,78	2010-05-06	20,61	23,4
FAMUR	Sprzedaj	2,16	2,27	2010-03-08	2,60	15,4
GETIN	Trzymaj	10,34	10,00	2010-05-06	10,19	13,1
GTC	Trzymaj	21,80	22,80	2010-05-06	22,20	16,2
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	76,00	2010-04-07	83,90	15,7
ING BSK	Trzymaj	749,00	750,00	2010-04-07	766,00	14,4
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	15,89	2010-04-13	15,65	7,5
KĘTY	Trzymaj	120,36	110,00	2010-02-24	115,00	11,5
KGHM	Redukuj	90,40	101,00	2009-12-01	107,80	6,3
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	8,70	2009-12-08	11,39	9,5
KOPEX	Trzymaj	21,65	19,80	2010-04-07	22,50	13,5
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,70	2010-04-07	14,60	33,1
LOTOS	Redukuj	26,50	30,60	2010-04-07	31,40	10,1
LW BOGDANKA	Kupuj	80,10	61,45	2010-05-06	70,90	11,4
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,67	2010-04-27	4,84	19,2
MONDI	Redukuj	67,30	65,20	2010-04-09	73,40	16,7
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	78,20	68,80	2010-05-06	68,30	12,8
NETIA	Trzymaj	4,30	4,83	2009-11-06	4,36	50,2
PBG	Utajniona do dnia			2010-05-19		
PEKAO	Trzymaj	172,80	162,00	2010-03-05	165,50	16,0
PGE	Kupuj	27,90	21,20	2010-03-30	23,00	11,7
PGNiG	Kupuj	4,32	3,27	2010-03-24	3,70	9,5
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,60	2010-04-08	39,40	10,4
PKO BP	Trzymaj	40,10	40,01	2010-03-17	39,07	16,1
POLICE	Redukuj	5,50	5,80	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	5,16	4,61	2010-05-06	4,65	13,7
POLNORD	Kupuj	52,60	39,70	2010-04-13	39,29	24,4
RAFAKO	Trzymaj	13,60	12,60	2010-03-12	13,55	16,5
SYGNITY	Kupuj	18,20	15,67	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,23	2010-04-23	16,35	17,7
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,05	2010-05-06	4,14	16,3
TVN	Trzymaj	16,00	17,17	2010-02-22	15,30	20,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	80,50	2010-01-06	84,50	17,0
UNIBEP	Utajniona do dnia			2010-05-20		
WSiP	Zawieszona			2010-05-06		
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	67,90	2010-01-06	80,90	15,7

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /14.05.2010/


	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE BANKI													
BZ WBK	189,9	15,6	13,9	10,9	16%	16%	18%	2,3	2,1	1,8	0,0%	2,1%	2,4%
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	76,0	19,7	15,7	11,4	9%	10%	13%	1,6	1,6	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	15,7	123,4	33,1	9,7	1%	5%	15%	1,6	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,7	2650,9	19,2	10,8	0%	9%	12%	1,4	1,4	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	162,0	17,6	16,0	13,5	14%	14%	16%	2,3	2,2	2,1	0,0%	1,8%	5,0%
PKO BP	40,0	21,7	16,1	11,6	13%	15%	18%	2,4	2,2	2,0	2,5%	2,0%	3,1%
Mediana		20,7	15,8	10,9	11%	13%	15%	1,9	1,7	1,5	0,0%	0,9%	1,2%
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
AIB	1,2	-	-	36,6	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,7	16,7	10,7	6,4	4%	6%	9%	0,5	0,5	0,5	3,5%	4,6%	6,9%
Citigroup	4,0	-	99,5	11,7	-	1%	7%	0,7	0,7	0,7	0,3%	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	87,5	7,1	5,3	1%	10%	12%	0,8	0,7	0,7	0,1%	1,3%	3,8%
KBC	30,9	-	8,0	6,8	-	13%	15%	1,0	0,9	0,8	0,0%	1,7%	3,4%
UCI	1,8	17,7	14,0	7,3	3%	4%	8%	0,6	0,6	0,5	1,5%	3,1%	5,9%
Mediana		17,7	10,7	7,3	3%	6%	8%	0,6	0,6	0,5	0,1%	1,3%	3,4%
ZAGRANICZNE BANKI													
BEP	4,5	8,1	10,7	8,0	10%	7%	9%	0,8	0,7	0,7	6,1%	5,0%	6,1%
Deutsche Bank	48,7	7,2	7,9	6,5	13%	11%	12%	0,9	0,8	0,7	1,8%	2,4%	3,7%
Erste Bank	31,2	12,5	13,4	9,1	8%	8%	11%	1,0	1,0	0,9	1,6%	1,6%	2,4%
Komercni B.	3500,0	12,3	11,8	10,2	17%	17%	18%	2,1	1,9	1,8	4,6%	4,7%	5,8%
OTP	6338,0	12,2	11,9	8,3	13%	12%	15%	1,4	1,3	1,1	0,9%	2,8%	3,5%
Santander	8,3	7,8	7,7	6,3	14%	13%	15%	1,0	0,9	0,9	6,7%	7,0%	8,1%
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.	11,1	8,9	8,5	7,8	31%	25%	24%	2,5	2,1	1,9	3,7%	4,0%	4,4%
Sbierbank	2,6	92,8	12,2	7,5	2%	16%	23%	2,2	1,9	1,5	0,2%	0,9%	1,8%
VTB Bank	4,8	-	37,0	11,6	-	2%	12%	1,5	1,4	1,3	0,3%	0,5%	1,4%
Mediana		10,6	11,3	8,1	13%	12%	15%	1,4	1,4	1,2	1,7%	2,6%	3,6%

Wycena spółek paliwowych /14.05.2010/


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	30,6	12,9	12,7	8,0	0,7	0,6	0,5	4,5	10,1	6,9	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
FKN Orlen	37,6	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	19650,0	9,5	6,8	5,9	1,2	0,9	0,8	22,7	11,1	8,3	13%	13%	14%	1,6%	2,3%	3,4%
OMV	26,3	4,6	3,4	3,0	0,7	0,6	0,5	10,9	7,2	5,8	14%	17%	17%	3,3%	3,8%	4,2%
Hellenic Petroleum	7,4	8,5	8,3	7,3	0,6	0,5	0,4	11,1	12,2	9,7	7%	6%	6%	6,0%	6,0%	6,3%
Tupras	31,3	6,6	5,9	5,2	0,4	0,3	0,2	10,1	9,0	8,3	5%	5%	5%	8,1%	9,0%	9,3%
Unipetrol	196,0	12,8	7,8	6,2	0,6	0,5	0,4	-	48,6	19,7	5%	6%	7%	0,1%	3,6%	5,0%
Mediana		8,5	7,3	6,2	0,6	0,5	0,4	11,0	10,4	8,3	5%	6%	6%	1,6%	3,6%	4,2%
SPÓŁKI GAZOWE																
PGNiG	3,3	7,1	5,2	5,7	1,0	1,0	1,1	16,1	9,5	11,3	15%	20%	19%	0,8%	2,4%	4,2%
Gazprom	161,4	4,7	3,7	3,3	1,6	1,5	1,3	5,7	4,6	3,9	34%	39%	38%	1,4%	1,7%	2,0%
GDF Suez	25,0	6,6	6,3	5,8	1,1	1,1	1,1	12,4	12,4	11,1	17%	18%	19%	6,1%	6,2%	6,5%
Gas Natural SDG	11,7	7,8	7,0	6,7	1,9	1,7	1,7	8,2	8,0	7,6	24%	25%	25%	6,6%	7,2%	7,8%
Mediana		6,8	5,7	5,7	1,4	1,3	1,2	10,3	8,8	9,3	21%	22%	22%	3,7%	4,3%	5,3%

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

Wycena spółek energetycznych /14.05.2010/


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
CEZ	139,9	6,7	7,3	7,6	3,1	3,3	3,4	9,3	10,2	10,3	46%	46%	45%	5,6%	6,2%	5,6%
ENEA	17,9	6,1	4,1	4,8	1,0	0,7	0,9	15,3	12,1	12,0	16%	18%	18%	2,6%	3,3%	4,1%
PGE	21,2	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	25,5	6,6	6,5	6,3	1,0	1,1	1,0	8,8	9,2	8,9	16%	16%	16%	5,9%	6,0%	6,1%
EDF	36,4	6,9	6,4	6,0	1,7	1,7	1,6	17,9	17,0	14,6	25%	26%	27%	3,2%	3,2%	3,6%
Endesa	19,3	5,9	6,0	6,0	1,9	1,8	1,7	7,9	9,0	9,1	32%	30%	29%	7,1%	5,8%	5,8%
ENEL SpA	3,6	6,3	6,1	6,0	1,6	1,5	1,5	7,2	8,1	7,9	25%	25%	24%	7,6%	7,4%	7,6%
Fortum	18,7	9,6	9,4	9,5	4,1	4,0	3,9	12,7	12,4	12,8	43%	42%	41%	5,0%	5,2%	5,3%
Iberdrola	5,3	8,5	8,0	7,5	2,3	2,3	2,2	10,3	10,3	9,7	27%	28%	29%	6,1%	6,1%	6,2%
RWE AG	59,6	5,3	4,7	4,6	0,9	0,9	0,9	9,4	8,5	8,5	18%	19%	19%	5,9%	6,2%	6,4%
Mediana		6,4	6,3	6,0	1,8	1,7	1,7	9,8	10,2	10,0	26%	27%	28%	5,7%	5,9%	5,7%

Wycena spółek nawozowych i chemicznych /14.05.2010/


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
SPÓŁKI NAWOZOWE																
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	67,9	8,2	6,5	3,0	0,6	0,5	0,4	19,1	15,7	5,7	7%	8%	14%	15,0%	1,3%	1,6%
Acron	29,0	8,3	6,2	5,6	1,8	1,5	1,3	9,9	7,8	7,7	22%	24%	23%	1,8%	2,7%	3,8%
Agrium	46,0	10,2	6,5	5,5	0,9	0,9	0,8	18,8	10,0	8,0	9%	14%	15%	0,3%	0,2%	0,2%
DSM	32,1	3,5	3,4	3,4	1,3	1,4	1,4	35,1	28,5	26,9	38%	40%	40%	2,2%	2,5%	2,7%
K+S	40,6	20,7	9,4	7,2	2,4	1,8	1,7	-	18,0	12,3	12%	19%	23%	0,7%	2,3%	3,4%
Silvinit	17075,0	6,5	6,3	4,7	4,5	3,9	3,0	9,9	9,6	6,8	68%	61%	64%	1,9%	1,4%	2,5%
Uralkali	4,7	17,4	11,9	8,9	9,1	6,5	5,2	28,5	8,0	5,7	53%	55%	59%	1,1%	2,6%	4,9%
Yara	197,1	14,1	7,2	7,2	1,1	1,1	1,0	23,9	10,9	9,6	8%	15%	14%	2,2%	2,6%	3,0%
Mediana		9,2	6,5	5,6	1,3	1,4	1,3	19,1	10,4	8,0	17%	19%	23%	1,8%	2,3%	2,7%
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	30,0	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	42,5	7,0	6,5	6,0	0,9	0,9	0,9	16,5	13,7	11,7	13%	14%	14%	3,1%	3,5%	3,9%
BASF	44,4	7,5	5,6	5,2	1,1	1,0	0,9	21,3	12,3	10,9	14%	17%	17%	3,5%	4,3%	4,6%
Croda	9,7	10,8	8,7	8,2	1,8	1,7	1,6	19,2	13,6	12,5	17%	20%	20%	2,1%	2,6%	2,8%
Dow Chemical	27,3	10,1	7,4	6,4	1,2	1,0	1,0	53,1	16,3	10,5	12%	14%	15%	3,2%	2,9%	2,9%
Rhodia	15,3	6,3	4,0	3,7	0,7	0,6	0,6	-	9,3	7,2	11%	15%	15%	0,1%	1,9%	2,4%
Sisecam	2,0	6,1	5,1	4,4	1,2	1,1	1,0	16,5	10,7	7,3	19%	21%	22%	0,0%	1,1%	2,1%
Soda Sanayii	1,9	5,9	6,5	4,6	1,2	1,0	0,9	9,4	7,8	4,6	20%	16%	18%	-	5,2%	6,9%
Solvay	69,2	6,6	9,6	8,7	0,9	1,2	1,2	11,8	22,5	17,3	14%	13%	14%	3,8%	3,7%	4,0%
Tata Chemicals	335,0	6,2	7,3	6,9	1,0	1,4	1,3	10,9	11,9	10,6	16%	19%	19%	2,6%	2,5%	2,5%
Tessenderlo Chemie	23,5	16,1	5,9	4,7	0,5	0,4	0,4	-	27,2	11,5	3%	7%	9%	5,1%	5,3%	5,5%
Wacker Chemie	106,4	9,3	5,7	5,0	1,6	1,4	1,3	31,2	14,0	11,6	17%	24%	25%	1,1%	1,8%	2,2%
Mediana		6,8	6,2	5,1	1,0	1,0	0,9	16,5	12,9	10,7	14%	16%	16%	2,6%	2,7%	2,8%

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

Wycena europejskich operatorów narodowych /14.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
Netia	4,8	6,0	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	21,2	50,2	24,1	19%	21%	22%	-	2,0%	4,2%
TPSA	15,2	3,9	4,4	4,4	1,5	1,6	1,7	15,9	17,7	16,9	38%	36%	37%	9,8%	9,8%	9,8%
Mediana		5,0	4,7	4,3	1,3	1,3	1,3	18,5	34,0	20,5	28%	29%	30%	10%	6%	7%
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Belgacom	25,1	5,3	4,9	5,3	1,7	1,6	1,6	9,7	9,8	10,2	32%	32%	30%	8,3%	8,7%	8,7%
Cesky Telecom	415,0	4,9	5,3	5,2	2,2	2,2	2,3	11,9	12,3	11,7	44%	43%	43%	11,1%	9,5%	9,4%
Hellenic Telekom	7,2	4,0	4,3	4,3	1,4	1,5	1,5	7,1	8,1	7,4	36%	35%	35%	9,8%	7,6%	8,2%
Mataw	665,0	4,2	4,4	4,5	1,6	1,7	1,7	8,6	9,3	9,5	39%	39%	39%	11,2%	11,2%	11,2%
Portugal Telecom	7,7	5,6	5,3	5,1	2,0	1,9	1,8	12,6	12,5	10,9	36%	35%	36%	7,4%	7,5%	7,6%
Telecom Austria	9,9	4,4	4,8	4,9	1,6	1,7	1,7	12,4	14,8	13,0	37%	35%	35%	7,6%	7,6%	7,6%
Mediana		4,7	4,9	5,0	1,7	1,7	1,7	10,8	11,0	10,6	36%	35%	36%	9,0%	8,2%	8,4%
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	1,3	4,4	3,8	3,8	1,0	1,0	1,0	9,3	8,8	8,2	22%	27%	27%	6,2%	5,3%	5,8%
DT	9,0	4,2	4,3	4,4	1,3	1,4	1,4	13,5	12,5	12,0	32%	32%	32%	8,6%	8,0%	8,0%
FT	15,5	4,6	4,9	5,0	1,5	1,7	1,7	9,2	8,9	8,6	33%	35%	35%	9,1%	9,0%	9,0%
KPN	10,5	5,4	5,2	5,2	2,1	2,1	2,1	11,5	9,3	8,8	38%	40%	40%	6,6%	7,6%	8,2%
Sw isscom	370,6	6,0	6,3	6,2	2,4	2,4	2,4	9,8	10,3	10,1	40%	38%	39%	6,1%	6,2%	6,5%
TELEFONICA	14,9	5,0	5,1	5,1	2,0	2,0	2,0	8,7	8,3	7,9	40%	39%	39%	7,7%	9,5%	10,5%
TeliaSonera	47,3	7,4	7,0	6,9	2,4	2,5	2,4	10,9	10,2	9,7	33%	35%	35%	4,5%	5,4%	5,8%
TI	1,0	4,9	4,9	4,9	2,0	2,0	2,0	9,9	8,9	8,4	41%	41%	42%	5,2%	5,6%	6,2%
Mediana		5,0	5,0	5,0	2,0	2,0	2,0	9,8	9,1	8,7	36%	37%	37%	6,4%	6,9%	7,3%

Wycena spółek IT /14.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
AB	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	20,8	7,5	9,3	7,9	0,1	0,2	0,2	11,5	13,3	10,8	2%	2%	2%	6,6%	1,7%	1,5%
ASBIS	4,5	15,1	5,5	4,5	0,1	0,1	0,1	-	10,2	6,8	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	93,8	11,4	10,2	7,5	0,9	1,0	0,8	22,4	19,0	14,6	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	8,7	10,9	7,0	4,8	0,1	0,1	0,1	33,1	9,5	6,2	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	15,7	-	10,2	5,6	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		9,4	7,2	6,4	0,1	0,2	0,2	11,5	11,3	9,9	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Accenture	39,0	7,4	7,3	6,9	1,1	1,1	1,1	14,7	14,7	13,0	15%	15%	15%	1,3%	2,5%	2,1%
Atos Origin	38,3	6,2	5,7	5,1	0,6	0,6	0,6	17,6	14,5	11,8	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,7%
CapGemini	38,6	7,2	7,5	6,2	0,6	0,6	0,6	19,6	20,9	15,2	8%	8%	10%	2,0%	2,2%	2,6%
IBM	131,2	8,0	7,5	7,1	1,9	1,8	1,8	13,3	11,6	10,7	24%	24%	25%	1,6%	1,7%	1,8%
Indra Sistemas	14,0	7,6	7,4	7,0	1,0	1,0	1,0	11,6	11,4	10,6	13%	13%	14%	4,7%	4,8%	5,2%
LogicaCMG	1,3	8,6	7,5	7,0	0,7	0,7	0,7	12,4	11,1	10,2	8%	9%	9%	2,3%	2,6%	2,8%
Microsoft	28,9	9,5	8,7	7,9	3,7	3,6	3,3	17,1	14,0	12,4	39%	42%	42%	1,7%	1,8%	1,5%
Oracle	23,8	10,5	8,9	7,8	5,1	4,3	3,4	16,7	14,7	12,5	48%	48%	43%	0,1%	0,8%	0,9%
SAP	35,2	13,1	11,3	10,2	4,0	3,7	3,5	20,7	17,4	15,5	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,9%
TietoEnator	14,7	7,0	6,1	5,4	0,7	0,7	0,6	13,8	11,8	10,0	9%	11%	12%	2,9%	4,0%	4,8%
Mediana		7,8	7,5	7,0	1,1	1,0	1,0	15,7	14,2	12,1	14%	14%	15%	1,7%	2,0%	2,0%

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

Wycena spółek mediowych /14.05.2010/

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
AGORA	24,7	8,0	6,8	6,3	1,0	0,9	0,8	32,8	21,1	19,0	12%	13%	13%	1,5%	2,4%	2,6%
CYFROWY POLSAT	14,4	11,6	8,5	7,3	3,0	2,6	2,4	16,2	12,7	11,3	26%	30%	33%	5,2%	4,1%	5,2%
TVN	17,2	9,7	12,1	10,1	3,6	3,2	2,9	13,9	20,5	16,8	37%	27%	29%	4,5%	1,8%	1,5%
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	2,5	10,2	7,3	6,3	0,7	0,7	0,7	15,3	11,0	8,5	7%	10%	11%	2,1%	6,8%	8,2%
Axel Springer	84,6	8,8	7,6	6,5	1,2	1,1	1,1	10,4	12,3	10,3	14%	15%	16%	5,1%	5,3%	5,7%
Daily Mail	5,0	9,5	8,5	7,8	1,4	1,5	1,5	13,9	12,2	10,5	15%	18%	19%	3,0%	3,0%	3,2%
Gruppo Editorial	2,0	11,8	6,8	5,9	1,2	1,2	1,2	62,7	15,1	11,5	10%	18%	20%	0,0%	3,0%	4,4%
Mclatchy	4,9	6,5	6,0	6,2	1,6	1,7	1,7	15,3	8,2	8,7	24%	28%	27%	1,8%	-	-
Naspers	308,0	20,8	18,9	15,3	4,9	4,6	4,0	29,1	22,0	16,6	24%	24%	26%	0,7%	0,8%	1,0%
New York Times	9,2	4,2	3,4	3,4	0,5	0,6	0,6	43,0	12,7	12,5	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,4	8,0	7,7	7,0	1,5	1,5	1,5	7,7	5,9	4,5	19%	20%	22%	0,5%	0,5%	0,5%
SPIR Comm	20,5	23,2	10,8	7,3	0,5	0,5	0,5	-	-	45,1	2%	4%	6%	17,6%	-	-
Trinity Mirror	1,1	4,7	4,2	4,0	0,8	0,8	0,8	6,5	4,8	4,3	18%	19%	20%	0,0%	0,4%	2,0%
Mediana		9,1	7,5	6,4	1,2	1,2	1,1	15,3	12,2	10,4	14%	18%	19%	1,3%	3,0%	3,2%
TV																
Antena 3 Televis	5,7	20,4	9,7	7,9	2,0	1,8	1,7	28,1	11,8	9,4	10%	19%	22%	3,0%	6,2%	7,5%
CETV	538,1	37,4	14,7	10,3	3,5	3,0	2,7	-	-	30,4	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	9,2	21,1	12,8	8,0	3,6	2,7	2,3	32,7	18,7	12,4	17%	21%	28%	3,1%	4,2%	6,6%
ITV PLC	0,6	14,3	9,0	7,2	1,6	1,5	1,5	45,3	17,3	11,6	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,0%
M6-Metropole Tel	17,5	8,4	7,7	7,2	1,6	1,5	1,5	17,3	16,3	14,9	20%	20%	21%	5,3%	4,8%	5,1%
Mediaset SPA	5,5	6,8	6,1	5,5	2,1	1,9	1,8	21,9	16,2	13,5	32%	32%	32%	4,4%	5,1%	5,9%
RTL Group	59,7	11,2	9,7	8,7	1,7	1,7	1,6	22,6	16,4	14,7	15%	17%	19%	3,8%	4,9%	5,6%
TF1-TV Francaise	12,4	14,5	13,2	9,1	1,2	1,2	1,1	35,0	27,6	15,7	9%	9%	12%	2,1%	3,2%	4,1%
Mediana		14,4	9,7	7,9	1,9	1,8	1,7	28,1	16,4	14,1	13%	19%	21%	3,1%	4,5%	5,3%
PAY TV																
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	5,4	5,1	5,1	4,9	0,2	0,2	0,2	14,7	15,3	14,9	5%	5%	4%	4,8%	5,0%	5,0%
Cogeco	34,1	5,5	5,4	5,0	2,3	2,1	2,0	15,7	14,7	12,5	41%	39%	40%	1,4%	1,6%	1,7%
Comcast	17,6	5,7	5,4	5,3	2,2	2,1	2,0	14,9	14,2	12,5	39%	39%	39%	1,5%	2,1%	2,3%
Liberty Global	25,5	6,0	6,8	6,6	2,6	3,0	3,0	-	-	31,8	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	8,3	5,8	5,3	5,0	2,8	2,6	2,5	19,6	15,6	12,9	49%	50%	50%	0,0%	3,5%	4,8%
Shaw Communications	18,6	7,2	6,5	6,0	3,3	3,0	2,7	15,0	14,3	12,7	46%	46%	44%	4,4%	4,7%	4,9%
Mediana		5,8	5,4	5,3	2,3	2,1	2,0	15,4	15,0	12,9	41%	39%	40%	1,5%	3,2%	3,5%

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

Wycena spółek budowlanych /14.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	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	175,0	9,1	11,2	10,1	1,0	1,1	1,0	15,2	16,9	15,2	11%	9%	9%	1,8%	1,9%	2,2%
Erbud	51,9	7,6	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	68,8	5,3	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	218,0	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	4,6	7,6	8,5	7,9	0,5	0,6	0,5	13,7	13,7	12,4	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	12,6	9,5	9,0	7,1	0,7	0,6	0,4	23,2	16,5	13,9	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,1	5,9	8,6	7,9	0,7	0,7	0,5	9,1	16,3	16,1	12%	8%	6%	2,5%	0,0%	0,0%
Ulma Construcccion	80,5	8,9	5,1	4,5	3,7	2,6	2,3	-	17,0	12,8	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,0	9,5	10,5	10,5	0,7	0,5	0,4	15,3	13,9	14,3	7%	4%	4%	1,3%	0,0%	0,7%
Mediana		8,6	9,0	8,2	0,7	0,6	0,5	14,8	14,2	14,2	8%	7%	6%	0,2%	0,5%	0,9%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
AMEC	8,3	8,8	7,8	7,0	0,8	0,7	0,7	17,5	15,8	13,9	9%	9%	10%	2,1%	2,3%	2,5%
BILFINGER	49,7	8,3	5,8	5,8	0,3	0,3	0,3	15,6	10,5	9,7	4%	6%	6%	3,6%	4,8%	4,8%
EIFFAGE	37,9	8,6	8,6	8,1	1,2	1,2	1,2	12,3	13,9	11,5	14%	14%	15%	3,0%	3,0%	3,3%
HOCHTIEF	59,0	6,4	5,5	5,2	0,3	0,3	0,3	22,5	17,9	15,5	5%	5%	6%	2,5%	2,8%	3,1%
NCC	116,0	6,5	7,3	6,7	0,3	0,3	0,3	11,7	12,1	10,9	5%	4%	5%	3,4%	4,8%	5,2%
SKANSKA	118,0	6,4	7,1	7,1	0,3	0,3	0,3	14,0	15,7	15,4	5%	5%	5%	4,7%	4,8%	4,9%
STRABAG	19,5	4,3	4,2	4,2	0,2	0,2	0,2	14,2	13,4	13,3	5%	5%	5%	2,7%	2,5%	2,6%
Mediana		6,5	7,1	6,7	0,3	0,3	0,3	14,2	13,9	13,3	5%	5%	6%	3,0%	3,0%	3,3%

Wycena spółek deweloperskich /14.05.2010/


	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
POLSKIE SPÓŁKI																
Dom Development	52,5	13,9	34,3	12,1	1,9	1,7	1,7	16,1	48,1	15,4	16%	9%	18%	1,5%	0,5%	1,6%
GTC	22,8	-	14,1	9,2	1,1	1,2	1,1	-	16,2	-	-	81%	156%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	15,9	9,4	8,3	11,1	2,7	2,1	1,5	8,6	7,5	8,4	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	39,7	14,4	20,3	14,6	0,8	0,8	0,8	13,8	24,4	12,6	48%	16%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		13,9	17,2	11,6	1,5	1,5	1,3	13,8	20,3	12,6	21%	19%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
CA IMMO INTERNATIONAL	6,5	21,3	17,6	14,3	0,5	0,6	0,6	-	-	-	66%	52%	55%	0,0%	0,0%	1,5%
CITYCON	2,6	18,7	16,9	15,8	0,7	0,7	0,8	14,5	11,7	11,1	56%	58%	59%	5,3%	5,4%	5,7%
CORIO	40,4	24,5	17,1	15,1	0,7	0,9	0,9	13,3	13,7	13,3	64%	83%	87%	6,6%	6,7%	6,8%
DEUTSCHE EUROSHOP	22,4	18,2	16,7	15,9	0,8	0,9	0,9	19,4	15,7	14,1	87%	86%	86%	4,7%	4,8%	5,3%
ECHO INVESTMENT	4,4	14,1	14,8	11,3	1,1	1,1	1,0	20,2	15,9	11,5	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,5	18,3	18,8	18,1	0,5	0,9	0,8	17,1	16,1	16,8	77%	78%	79%	4,3%	4,6%	4,7%
KLEPIERRE	23,6	20,9	17,0	16,2	0,8	1,1	1,0	15,8	16,2	15,6	71%	85%	86%	5,3%	5,3%	5,4%
SPARKASSEN IMMO	5,0	24,3	17,2	15,2	0,6	0,7	0,6	-	12,1	7,5	53%	50%	50%	0,0%	1,7%	5,4%
UNIBAIL-RODAMCO	127,2	17,2	17,1	16,1	0,8	0,9	0,9	13,6	13,6	13,1	86%	82%	81%	6,3%	6,5%	6,8%
Mediana		18,7	17,1	15,8	0,7	0,9	0,9	15,8	14,7	13,2	66%	78%	79%	4,7%	4,8%	5,4%

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


Wycena spółek sektora elektromaszynowego /14.05.2010/

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
FAMUR	2,3	8,8	8,6	7,0	1,7	1,6	1,4	18,8	15,4	12,4	19%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	19,8	7,9	7,0	6,0	0,8	0,8	0,7	15,9	13,5	11,2	10%	11%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		8,4	7,8	6,5	1,3	1,2	1,1	17,3	14,4	11,8	15%	15%	16%	0,0%	0,0%	0,0%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atlas Copco	111,3	13,2	11,1	9,5	2,4	2,3	2,1	21,1	16,7	13,8	18%	21%	22%	2,6%	3,0%	3,4%
Bucyrus	55,0	8,5	6,9	5,7	1,7	1,2	1,1	13,9	14,4	10,8	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,6	3,2	3,8	3,2	1,2	1,6	1,4	6,6	9,0	6,3	38%	41%	45%	5,6%	3,1%	7,1%
Industrea	0,3	5,1	4,4	3,9	1,7	1,5	1,3	7,0	7,1	5,6	34%	34%	34%	1,8%	3,6%	4,5%
Joy Global	52,0	7,3	9,6	7,8	1,5	1,8	1,6	12,3	16,7	13,3	21%	19%	20%	1,4%	1,4%	1,4%
Sandvik	95,1	37,2	10,7	8,3	2,0	1,8	1,7	-	21,1	13,8	5%	17%	20%	1,7%	2,3%	3,4%
Mediana		7,9	8,2	6,8	1,7	1,7	1,5	12,3	15,5	12,1	21%	20%	21%	1,7%	2,6%	3,4%

Wycena spółek sektora papierniczego /14.05.2010/

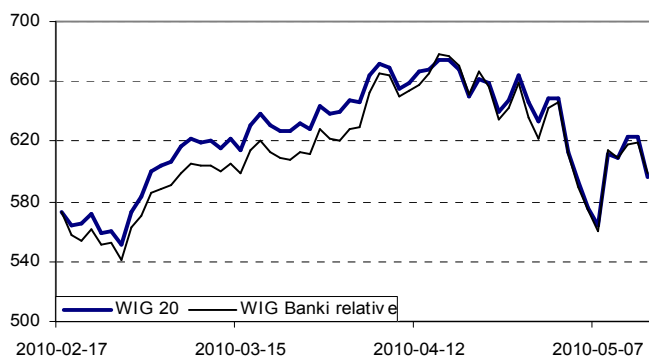
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
MONDI	65,2	18,1	9,4	7,8	2,9	2,2	1,9	45,7	16,7	11,7	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,8%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Billerund	48,5	7,4	4,4	4,9	0,8	0,7	0,7	31,3	8,4	10,0	11%	17%	15%	1,2%	4,0%	5,1%
Holmen	200,0	8,1	10,3	8,2	1,3	1,4	1,3	16,7	29,2	18,0	16%	13%	15%	4,5%	3,5%	3,6%
INTL Paper	23,8	6,2	5,9	5,2	0,8	0,8	0,7	27,1	13,4	9,6	13%	13%	14%	1,4%	1,5%	1,9%
M-Real	2,7	64,9	6,5	6,2	0,7	0,8	0,7	-	25,0	13,1	1%	11%	12%	0,0%	0,5%	0,7%
Norske Skog	7,8	5,3	10,6	6,5	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,0	10,8	7,8	6,7	2,2	1,8	1,7	16,8	12,9	10,1	20%	23%	25%	3,8%	4,7%	5,5%
Stora Enso	5,9	10,3	7,8	6,8	0,9	0,8	0,8	36,6	14,6	11,7	9%	11%	12%	3,0%	3,4%	3,5%
Svenska	87,0	6,6	6,7	5,9	0,9	0,9	0,9	10,9	10,6	8,8	14%	14%	15%	4,2%	4,6%	5,0%
UPM-Kymmene	10,6	9,2	7,8	6,6	1,2	1,1	1,1	-	23,7	14,6	13%	14%	16%	3,6%	4,4%	4,6%
Mediana		8,1	7,8	6,5	0,9	0,8	0,8	22,0	14,0	10,9	13%	13%	15%	3,0%	3,5%	3,6%

Wycena spółek górniczych /14.05.2010/

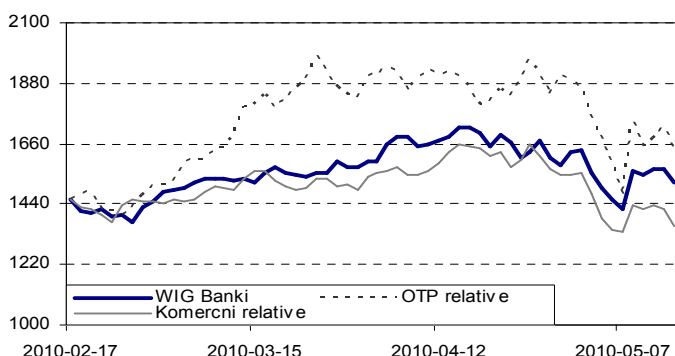
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
POLSKIE SPÓŁKI																
KGHM	101,0	5,3	5,0	7,1	1,7	1,7	1,8	7,9	6,3	10,6	33%	33%	26%	11,6%	7,5%	11,1%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo Amer.	26,0	7,2	4,1	3,4	2,1	1,6	1,4	12,0	6,2	4,8	29%	40%	43%	0,3%	1,6%	3,8%
BHP Billiton	19,1	5,2	4,5	3,1	2,3	2,2	1,7	10,7	7,9	5,1	44%	48%	55%	4,1%	4,5%	5,0%
Freeport-MCMOR	69,7	5,0	3,8	3,6	2,4	2,0	1,8	13,0	8,6	7,8	48%	52%	52%	0,1%	1,4%	2,1%
Rio Tinto	32,1	6,9	3,8	3,3	2,2	1,7	1,6	9,8	5,0	4,2	31%	44%	47%	1,7%	3,0%	3,3%
Southern Peru	28,3	13,3	7,8	6,1	6,5	4,6	3,6	26,5	13,2	9,9	49%	59%	60%	1,6%	5,4%	6,6%
Mediana		6,9	4,1	3,4	2,3	2,0	1,7	12,0	7,9	5,1	44%	48%	52%	1,6%	3,0%	3,8%

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

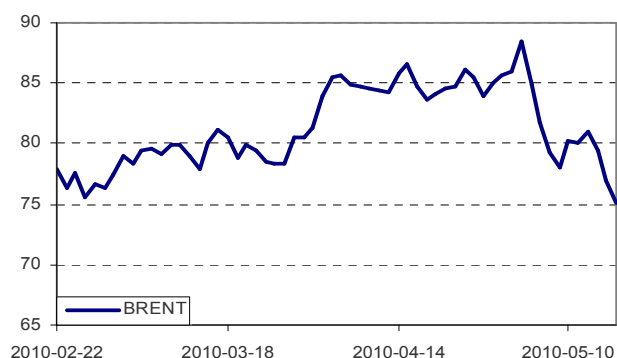
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



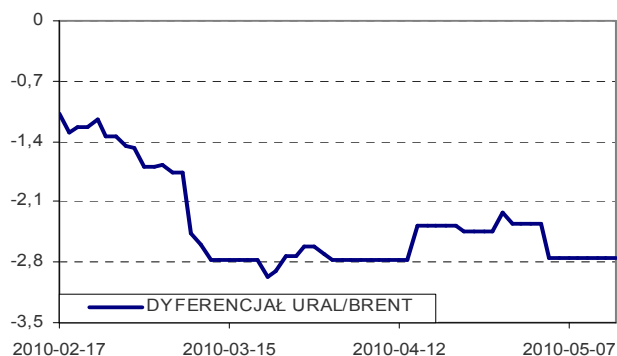
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



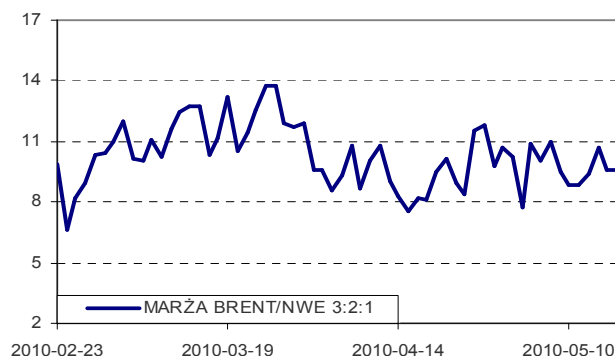
BRENT (USD/brk)



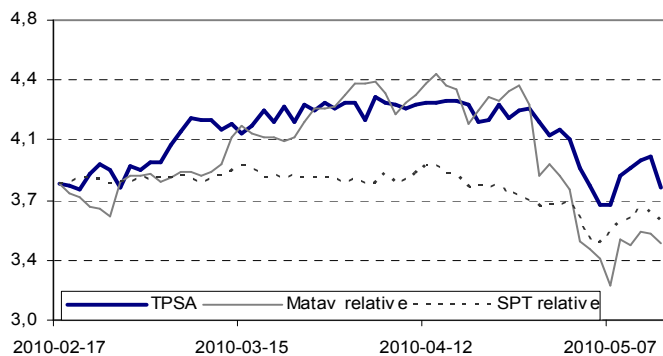
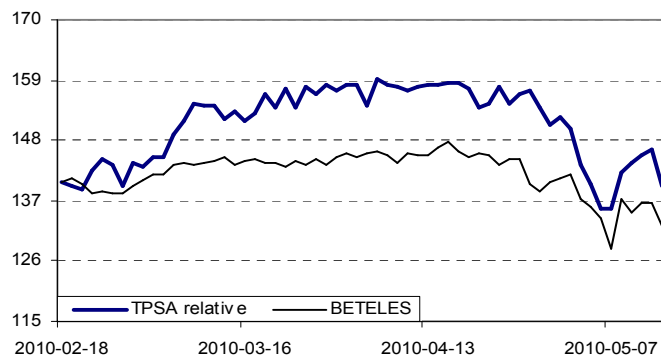
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

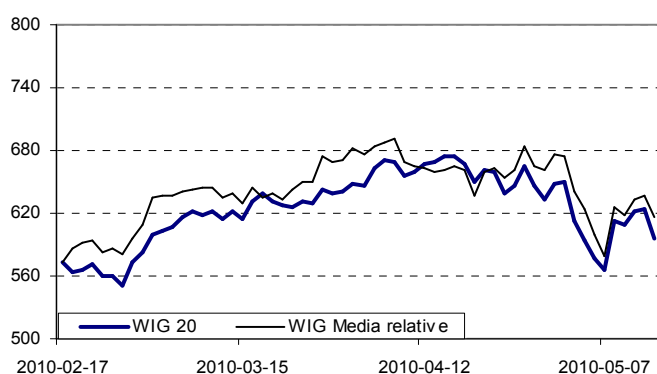


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

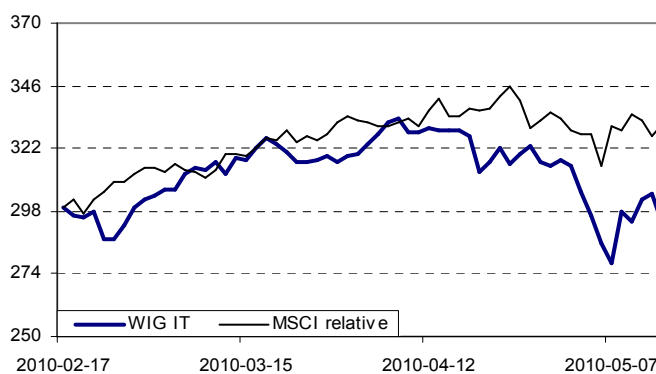


Źródło: Bloomberg

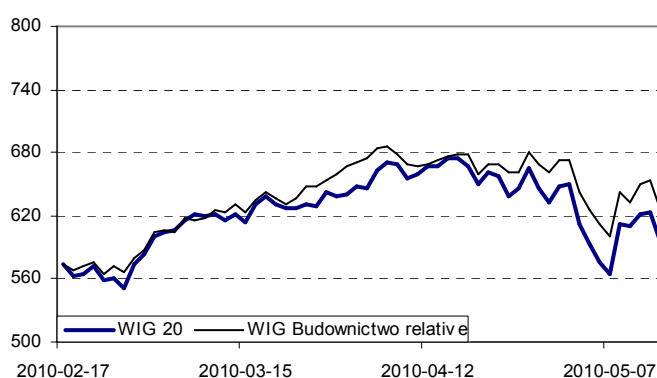
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



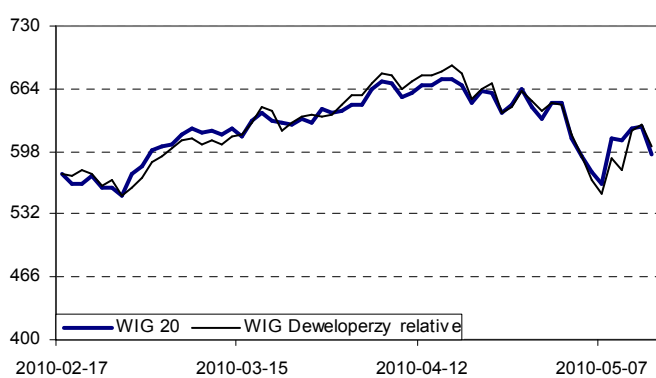
Indeks WIG IT na tle MSCI



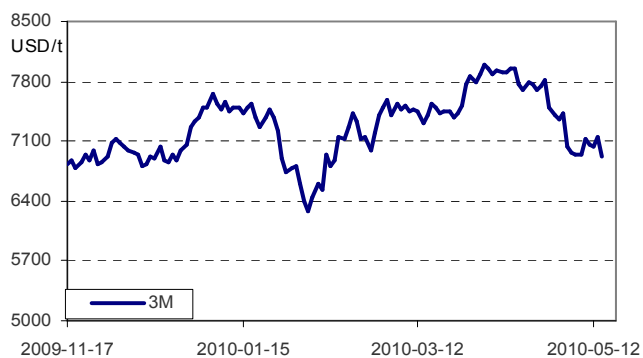
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



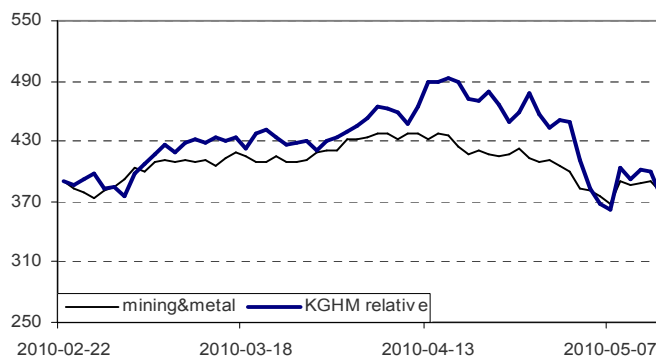
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

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

Analitycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)
EBIT - Zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE - wartość księgową
WNDB - wynik na działalności bankowej
P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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