
**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	10 888,8	+0,95%	FTSE 100	5 673,6	+0,52%	Miedź (LME)	7 440,0	-0,13%
S&P 500	1 174,2	+0,72%	WIG20	2 456,2	+0,77%	Ropa (Brent)	79,5	-0,50%
NASDAQ	2 415,2	+0,83%	BUX	24 113,6	+1,01%	USD/PLN	2,88	+0,35%
DAX	6 017,3	+0,50%	PX	1 187,2	+0,18%	EUR/PLN	3,88	-0,11%
CAC 40	3 952,6	+0,63%	PLBonds 10	5,56	-1,05%	EUR/USD	1,35	-0,44%

## Informacje ze spółek i sektorów

### BPH

#### Ponowne opracowanie programu poprawy efektywności

Bank BPH SA poinformował, iż Komisja Nadzoru Finansowego zobowiązała Bank do ponownego opracowania programu postępowania naprawczego w terminie do końca kwietnia 2010 roku.

### Kredyt Bank

Akumuluj – z dn. 12.02.10

Cena docelowa: 15,30 PLN

#### W 2010 mniej depozytów niż w 2009, wzrost kredytów hipotecznych

Kredyt Bank, którego wskaźnik kredytów do depozytów w lutym wynosił 109 %, spodziewa się, że w 2010 roku pozyska mniej niż w 2009 roku depozytów detalicznych. Na koniec 2009 roku depozyty detaliczne banku wynosiły 14,2 mld PLN. Dyrektor poinformował, że bank nadal szybko rośnie w kontach oszczędnościowych, których wolumen w I kwartale 2010 roku, w porównaniu do IV kwartału 2009 roku, powinien wzrosnąć dwucyfrowo. Pod koniec 2009 roku portfel kredytów detalicznych wynosił 19,46 mld PLN. rosnąc w 2009 roku o około 1,2 mld PLN. Zdaniem dyrektora w 2010 roku portfel ten wzrośnie szybciej. W styczniu bank sprzedał kredyty hipoteczne za około 100 mln PLN. W I kwartale 2010 roku sprzedaż kredytów hipotecznych powinna być wyższa niż w IV kwartale 2009 roku, kiedy wyniosła 328 mln PLN. Około 25 % sprzedaży na ten rok będzie realizowana przez pośredników. Poinformował, że bank chce w kwietniu i w maju przeprowadzić kampanię reklamową kredytów hipotecznych, dzięki czemu liczy, że jego sprzedaż wyniesie w tym okresie 600 mln PLN. Bank planuje m.in. podnieść poziom LTV dla tych kredytów. Kredyt Bank liczy na wzrost jego rynkowego udziału w bieżącej sprzedaży kredytów hipotecznych. Bank poinformował również o rezygnacji Pana Marka Michałowskiego z pełnienia funkcji Członka Rady Nadzorczej z dniem 23 marca 2010 r.

### CEZ

Trzymaj - z dn. 03.03.10

Cena docelowa: 140,3 PLN

#### CEZ rozważa zamrożenie projektu elektrowni w Warnie

Zarząd CEZ rozważa zamrożenie planu budowy elektrowni gazowej w Warnie w Bułgarii. Powodem jest niepewność dostawy paliwa oraz coraz mocniejsza regulacja miejscowego rynku. **Nowy blok CCGT o mocy 880 MW miał zastąpić starą elektrownię węglową należąca do CEZ. W naszych prognozach zakładaliśmy, że budowa będzie kosztować około 16,8 mld CZK i zostanie ukończona w 2015 roku.** (K. Kliszcz)

### PGNiG

Kupuj - z dn. 05.03.10

Cena docelowa: 4,11 PLN

#### Propozycja wypłaty 8 groszy dywidendy na akcję

Zarząd PGNiG zaproponował wypłatę 472 mln PLN (8 groszy na akcję) w formie dywidendy z zysku za rok 2009 (71% jednostkowego zysku). Część dywidendy przypadającej Skarbowi Państwa zostanie wypłacona w formie niepieniężnej, podobnie jak miało to miejsce w latach poprzednich. Dzień dywidendy został wyznaczony na 27 lipca, a wypłata ma nastąpić 4 października. **Wypłata implikuje yield na poziomie 2,2%. W naszym prognozach zakładaliśmy wypłatę na poziomie 443 mln PLN. Wartość aktywów leasingowych na koniec grudnia wynosiła 283 mln PLN, tak więc prawdopodobnie taka część dywidendy do MSP będzie wypłacona w formie niepieniężnej.** (K. Kliszcz)

### ZA Puławy

Trzymaj - z dn. 06.01.10

Cena docelowa: 72,05 PLN

#### NWZA w sprawie nowych inwestycji

Zarząd ZAP zwołał na 19 kwietnia NWZA, na którym akcjonariusze zajmą się m.in. uchwałą dotyczącą zgody na inwestycję w nową linię produkcyjną nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu (UAS), zarówno granulowanych jak i płynnych. Te dwie instalacje będą kosztować odpowiednio 96,5 mln PLN i 69,5 mln PLN. Zarząd zamierza również wydać 15,2 mln PLN na przebudowę instalacji usuwania CO2 z gazu syntezowego do produkcji amoniaku, która poprawi efektywność tego procesu. **Poszerzenie oferty produktowej pozwoli ZAP na pozostawienie dodatkowej części marży w Spółce, gdyż część mocznika i siarczanu amonu będzie sprzedawana jako produkt bardziej „przetworzony”.** Dotychczas roczna sprzedaż

zewnątrzna tych produktów wynosiła odpowiednio 300 tys. ton i 160 tys. ton. Nowa instalacja ma mieć zdolności na poziomie 160 tys. ton rocznie. W kontekście tych planów pozostaje jednak pytanie jak ZAP ma zamier sfinansować zakup Anwilu. (K. Kliszcz)

## Media

### ZenithOptimediaGroup o polskim rynku reklamy

W najnowszym raporcie ZenithOptimediaGroup zrewidował swoje prognozy dynamiki dla polskiego rynku reklamowego. Według najnowszych szacunków w tym roku wartość wydatków na reklamę wzrośnie o 3,2%, przy czym wszystkie segmenty poza prasą mają być na plusie. Na 2011 rok agencja przewiduje 8% wzrostu rynku reklamowego. **Prognozy na 2010 rok są spójne z naszymi wcześniejszymi szacunkami. W odniesieniu do prognozy na 2011 rok uważamy, że jest ona w tym momencie obciążona sporym ryzykiem odchylenia In minus.** (P. Grzybowski)

## Asseco Poland

Kupuj - z dn. 19.11.09

Cena docelowa: 71,90 PLN

### Zakup nieruchomości od Polnordu

Prezes Polnordu poinformował, że jego spółka za 80 mln PLN sprzedaje Asseco Poland działkę wraz z projektem biurowca, który miała wybudować i wynająć Asseco na warszawskim Wilanowie. **Zgodnie z tym, co pisaliśmy wczoraj wadą pomysłu jest zaangażowanie sporej gotówki w inwestycję oraz stosunkowo długi horyzont inwestycyjny (pierwsze efekty obniżki kosztów utrzymania nieruchomości pojawią się najprawdopodobniej dopiero w 2013 roku). Do zalet można zaliczyć oszczędności płynące przy obecnej sytuacji rynkowej z posiadania nieruchomości komercyjnej. Przy standardowym yieldzie na poziomie około 7,5% (przy takim fieldzie miała być potencjalnie wynajmowana nieruchomość) Asseco może oszczędzić samodzielnie finansując inwestycję i posiłkując się kredytem w euro o koszcie 3,5% (EURIBOR +2,5%). Kluczowe dla zwiększenia opłacalności tego projektu jest otrzymanie dotacji unijnej, która pozwoli zredukować kwotę inwestycji netto (co ma duże znaczenie wobec planowanych przez spółkę przejęć) oraz podniesie yield na inwestycji.** (P. Grzybowski)

## KGHM

Redukuj - z dn. 01.12.09

Cena docelowa: 90,4 PLN

### Jest projekt energetyczny

KGHM i Tauron podpisały porozumienie w sprawie powołania spółki Elektrownia Blachownia Nowa, która zbuduje elektrownię węglową o mocy 910. Jest to efekt listu intencyjnego podpisanego pomiędzy spółkami w kwietniu 2009 roku. W 2009 i na początku 2010 roku pracował wspólny zespół roboczy, którego zadaniem było przygotowanie koncepcji współdziałania i modelu realizacji przedsięwzięcia. Budowa bloku energetycznego zostanie sfinansowana ze środków własnych partnerów oraz kredytu zaciągniętego przez nową spółkę. **Przy założeniu, że cała inwestycja pochłonie ok. 1,5 mld Euro (5,7 mld PLN), z czego połowa kwoty będzie pochodziła z finansowania bankowego a udział KGHM w finansowaniu kapitału własnego przedsięwzięcia wyniesie 50-70% (nie podano szczegółów), spółka będzie musiała zwiększyć planowany na najbliższe lata CAPEX o ok. 1,4-2 mld PLN. Zakładając, że projekt będzie realizowany 6 lat, z czego w roku 2010-11 prace będą koncentrowały się głównie na projektach i pozwoleniach to w kolejnych czterech roczne wydatki to kwota ok. 340-480 mln PLN. Wielokrotnie pisaliśmy, że to dobry ruch strategiczny KGHM. W krótkim okresie oznacza jednak dodatkowe obciążenia, które w przypadku tylko realizacji projektu budowy pieca zawieszynowego (decyzja do czerwca) wzrosną do 2 mld PLN w 2011 roku. Dodatkowo mogą dojść wydatki związane z budową infrastruktury górniczej, jeżeli KGHM zdecyduje się na zakup złoża w Ameryce Pn. Dopóki ceny surowców są na obecnych poziomach spółka nie będzie miała problemu z ich finansowaniem – przy założeniu, że wysokość dywidendy jest istotnie niższa niż dotychczas. W przypadku odwrócenia trendu cen miedzi i wysokiej dźwigni operacyjnej spółki „rozgrzebane” inwestycje mogą stanowić poważny problem. Podtrzymujemy negatywną rekomendację dla akcji spółki.** (M. Marczak)

## Budownictwo

### Plany rozbudowy sieci gazociągów za 8 mld PLN

Gaz – System zamierza w ciągu 5 lat wydać 8 mld PLN na inwestycje. W ramach programu Infrastruktura i Środowisko spółka otrzyma 1 mld PLN. Spółka stara się o pieniądze w EBI i EBOR. W II połowie 2011 roku planowana jest emisja obligacji lub euroobligacji o terminie wykupu do 10 lat. **Budową rurociągów zajmuje się Pol-Aqua i Prochem. Infrastrukturę związaną z rurociągami (tłocznie gazu, itp) buduje PBG. Uważamy, że inwestycje Gaz- System są szansą dla wybranych spółek, ale kontrakty z tym związane pojawią się prawdopodobnie najwcześniej dopiero w 2011 roku.** (M. Stokłosa)

## Remak

### Decyzja o wypłacie dywidendy

WZA Remaku ustaliło wypłatę dywidendy w wysokości 1,6 PLN / akcję (yield = 4,9%). Dzień dywidendy ustalono na 12 kwietnia. **Decyzja o wypłacie dywidendy nie jest dobra, biorąc pod uwagę potrzeby kapitałowe spółki i perspektywy rozwoju w segmencie energetycznym.** (M. Stokłosa)

## Unibep

Akumuluj - z dn. 22.02.10

Cena docelowa: 7,52 PLN

### Możliwa korekta prognoz po półroczu 2010

Portfel zleceń Unibepu wynosi 580 mln PLN. W przyszłym tygodniu spółka powinna poinformować o podpisaniu kolejnej umowy, dotyczącej budowy obiektu handlowo-medyczno-usługowego. Wartość kontraktu to 30 mln PLN. O prognozy zakładające 607 mln PLN przychodów i 20 mln PLN

zysku netto w 2010 roku prezes jest spokojny. Prawdopodobnie prognozy będą korygowane w górę po pierwszym półroczu. Unibep przygotowuje się do przejęcia kolejnego po Santorini projektu deweloperskiego. Projekt ten będzie kosztował ponad 100 mln PLN. **Uważamy, że istnieje pole do rewizji prognoz zarządu, głównie na poziomie przychodów. Prezes mówiąc o planach przejęcia projektu deweloperskiego prawdopodobnie ma na myśli projekt o całkowitym koszcie 100 mln PLN (equity Unibepu = 40 mln PLN). Prawdopodobnie aby kupić i już teraz rozpocząć nową inwestycję, Unibep musiałby pozyskać kredyt. Spółka posiada linie kredytowe. Duże nadwyżki gotówkowe pojawiają się dopiero po oddaniu mieszkań w III etapach projektu Santorini w 2011 roku. Wpływ przejęcia projektu deweloperskiego dla przyszłych wyników spółki powinien być pozytywny (wyniki 2012 roku).** (M. Stokłosa)

## Polnord

Kupuj - z dn. 15.12.09  
Cena docelowa: 46,8 PLN

### Polnord sprzedał Asseco biurowiec w budowie

Asseco Poland odkupiło od Polnordu grunt i gotowy projekt biurowca wraz ze wszystkimi pozwoleniami. Biurowiec miał powstać na Wilanowie i być wynajęty przez Asseco. Łączne koszty budowy miały sięgnąć 200 mln PLN, zaś planowane oszczędności dla Asseco na poziomie operacyjnym sięgną 166 mln PLN w skali 10 lat. Obecnie Asseco wynajmuje w Warszawie od Prokomu biuro i płaci rocznie z tego tytułu 27 mln PLN. Kolejne 21 mln PLN pochłania wynajem powierzchni biurowej w Gdyni, a 10 mln PLN – wynajem powierzchni w innych miastach. Biurowiec ma być gotowy w 2012 roku. Asseco rozważa również budowę biurowca w Gdyni. **Wartość księgową projektu na chwilę bieżącą to 51 mln PLN. Cena zapłacona przez Asseco wyniesie około 80 mln PLN. Szacujemy, że w wyniku transakcji około 70% marży deweloperskiej zatrzyma Polnord. Uważamy, że transakcja jest korzystna dla Polnordu, gdyż a) generuje marżę (a sprzedany jest tak na prawdę jedynie grunt z pozwoleniem na budowę, projektem i generalnym wykonawcą); b) uwalnia znaczne zasoby gotówkowe (equity potrzebne do sfinansowania projektu wynosiło około 63,6 mln PLN, spółka uzyska gotówkę ze sprzedaży przygotowanej do uruchomienia inwestycji). Pozyskane z transakcji środki mają zostać przeznaczone na rozpoczęcie budowy kolejnego biurowca o powierzchni 8 tys. m<sup>2</sup> we wrześniu 2010 oraz kolejnego na 7 tys. m<sup>2</sup> w Q1 2011. Z punktu widzenia Asseco, możliwe byłoby wynajęcie powierzchni porównywalnego obiektu za około 16 EUR/m<sup>2</sup>, co daje około 15,4 mln PLN kosztów rocznie. Jeśli przyjąć 15,4 mln PLN kosztów rocznych, yield na inwestycji wynosi 7,7% (10 letnie oszczędności = 154 mln PLN). Prime yield w Warszawie to obecnie około 7-7,25%, za nieruchomości w budowie yield rośnie o około 0,5-1%. Cena zakupu powierzchni przez Asseco jest uczciwa. Rentowność inwestycji rośnie, po uwzględnieniu dotacji z UE.** (M. Stokłosa)

### Polnord rozważa emisję obligacji zabezpieczonych na 50 mln PLN

Polnord rozważa emisję 3-letnich obligacji niezabezpieczonych na kwotę 50 mln PLN. Za 2-3 tygodnie powinna być podjęta ostateczna decyzja w sprawie emisji. Jednocześnie prezes wyklucza emisję akcji. **Wiadomość pozytywna.** (M. Stokłosa)

### Polnord będzie miał 20 mln PLN zysku w Q1 2010

Prezes Czurzyński przyznał w wywiadzie, że Polnord w Q1 2010 będzie miał prawdopodobnie powyżej 20 mln PLN zysku netto. W całym roku spółka planuje poprawę zysku netto. Celem jest, aby zysk netto wyniósł powyżej 100 mln PLN, ale obecnie nie wiadomo, czy się to uda. **20 mln PLN zysku netto w Q1 2010 zapewni sprzedaż projektu Asseco (wartość księgową = 51 mln PLN, cena sprzedaży = 80 mln PLN).** Aby w całym roku zysk netto mógł wynieść około 100 mln PLN, Polnord musiałby w tym roku wraz z GTC wykonać projekt budowy CH na Wilanowie, utrzymać pozwolenie na budowę, a następnie rozpocząć budowę. Pozwoliłoby to aktywować zysk na przeszacowaniu wartości nieruchomości. Uważamy, że spełnienie wszystkich warunków już w 2010 roku może być trudne. Zysk netto w 2010 roku może pochodzić tylko z przeszacowań nieruchomości, gdyż liczba oddawanych mieszkań jest ograniczona, a marże na wybranych projektach słabe. (M. Stokłosa)

### Polnord chce mieć w budowie 2500 mieszkań pod koniec roku

Polnord, który w tej chwili buduje około 800 mieszkań, chce mieć pod koniec roku około 2500 mieszkań w budowie. W kolejnych miesiącach spółka oczekuje wzrostu wyników przedsprzedaży. Sprzedaż w marcu wyniesie ponad 50 mieszkań (luty: 40, styczeń: 42). **Szacunki dotyczące ilości mieszkań w budowie nie odbiegają od naszych prognoz. Również uważamy, że wzrosną wyniki sprzedaży lokali w Polnordzie, bo znacznie rośnie oferta dewelopera.** (M. Stokłosa)

## Pozostałe wiadomości ze spółek

### Banki

Wskaźnik Pengab w marcu wzrósł o 3 pkt do 32,1 pkt. Pengab jest na poziomie najwyższym od 18 miesięcy. Wskaźnik prognoz wzrósł o 3,5 pkt, natomiast wskaźnik ocen wzrósł o 2,6 pkt. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury (WOKKB) wzrósł w marcu o 3 pkt, do 40,3 pkt.

### Apator

Apator Mining (spółka zależna) zawarła z Kompanią Węglową umowę na dostawę zespołów transformatorowych ognioszczelnych. Wartość zlecenia wynosi 1,1 mln PLN.

<b>Bipromet</b>	Bipromet chce w '10 powtórzyć ubiegłoroczną sprzedaż i poprawić wyniki. Spółka spodziewa się nowych kontraktów w segmencie ochrony środowiska, w branży metali liczy na prace przy budowie nowego pieca dla KGHM. Zdaniem prezesa, założenie, że przychody z 2009 roku zostaną powtórzone jest konserwatywne, przy sprzyjającej sytuacji na rynku rezultaty mogą być lepsze.
<b>BRE</b>	KNF zgodziła się na zakup przez BRE Bank oddziału Commerzbanku w Polsce.
<b>Energopol-Pld</b>	Zarząd Dróg i Komunikacji w Wałbrzychu unieważnił wybór oferty na remont drogi w tym mieście. Najkorzystniejszą ofertę złożył Energopol-Południe (5,7 mln PLN brutto).
<b>Ferrum</b>	Ferrum miało 8,78 mln PLN zysku netto w 2009 r., spadek o 17,1% r/r. Zysk operacyjny na poziomie grupy wyniósł 12,65 mln PLN wobec 15,99 mln PLN zysku rok wcześniej. Skonsolidowane przychody wyniosły 295,65 mln PLN wobec 334,52 mln PLN rok wcześniej.
<b>Gastel Żurawie</b>	Akcjonariusze PGMB Budopol chcą dalszych negocjacji z Gastel Żurawie w sprawie przejęcia.
<b>Hawe</b>	Hawe chce w 2010 r. pozyskać finansowanie na III etap budowy sieci światłowodowej. Spółka Hawe planuje zainwestować ok. 70 mln PLN w III etap budowy swojej sieci światłowodowej, wynika z wypowiedzi prezesa Roberta Kwiatkowskiego. Spółka może pozyskać część środków z emisji akcji jednak, czy ją zrealizuje zależy od efektu rozmów nt. ewentualnego połączenia ze Sferią. Hawe rozpocznie due diligence Sferii po świętach, doradza mu Ernst&Young. Spółka telekomunikacyjna Hawe rozpocznie po świętach proces due diligence Sferii. Doradcą Hawe będzie Ernst&Young, który przeprowadzi wycenę Sferii.
<b>Infovide-Matrix</b>	Infovide-Matrix prowadzi due diligence 'dużej spółki IT'. Infovide-Matrix prowadzi proces biznesowego due-diligence dużej spółki IT, której ewentualne przejęcie oznaczałoby dla niego istotne zwiększenie skali działalności. Infovide-Matrix widzi ożywienie na rynku IT, które może się przełożyć na wyniki w II poł. Roku. Liczba zapytań ofertowych i nieoficjalnych sygnałów od klientów sugeruje znaczące ożywienie w branży IT, ocenił wiceprezes Infovide-Matrix Borys Stokalski. Dodał, że przełoży się ona na kontrakty dopiero w II połowie roku, a konserwatywne założenie przyjęte przez spółkę zakłada utrzymanie poziomu przychodów z zeszłego roku.
<b>K2 Internet</b>	Spółka umorzy 4 tys. akcji własnych na okaziciela, które nabywała po 1,06 PLN za akcję.
<b>Kofola</b>	Kofola ma umowę na kredyt konsorcjalny dla Hoop w kwocie 114 mln PLN./ Hoop Polska, spółka zależna Kofoli, podpisała dwie umowy kredytowe z konsorcjum banków, które zastąpią wszystkie dotychczasowe umowy kredytowe Hoop Polska. Łączna wartość obu umów wynosi 114 mln PLN.
<b>LST Capital</b>	Harmonogram publicznej oferty akcji spółki LST Capital · 29-31 marca - budowa księgi popytu w transzy dużych inwestorów; · 31 marca - ustalenie ceny emisyjnej; · 8 kwietnia - dzień własności akcji; · 1-19 kwietnia - zapisy w transzy dużych inwestorów; · 14-19 kwietnia - zapisy w transzy małych inwestorów; · do 26 kwietnia - planowany termin przydziału akcji serii G;
<b>Nowa Gala</b>	Ceramika Nowa Gala miało 5,24 mln PLN zysku netto w 2009 r., spadek o 74,7% r/r. Zysk operacyjny na poziomie grupy wyniósł 6,67 mln PLN wobec 27,68 mln PLN zysku rok wcześniej. Skonsolidowane przychody wyniosły 165,51 mln PLN wobec 191,98 mln PLN rok wcześniej.
<b>Optopol</b>	Canon Inc. i Adam Bogdani ogłosili przymusowy wykup akcji Optopolu po 20 PLN za szt. Przymusowym wykupem objętych jest 92.640 akcji, stanowiących 0,65 proc. kapitału zakładowego. Canon Inc. posiada 12.691.230 akcji Optopolu, czyli 89,35 proc. kapitału, natomiast do Adama Bogdaniego należy 1.420.430 akcji, stanowiących 10 proc. kapitału zakładowego. Dniem rozpoczęcia przymusowego wykupu jest 23 marca tego roku, a dniem wykupu 26 marca.
<b>Tell</b>	Tell wpisał w straty większość udziałów spółki zależnej Connex. Odpis o wartości 1,58 mln PLN obniżył ubiegłoroczne zyski spółki.
<b>Wojas</b>	Wojas planuje zakończyć w drugiej połowie roku inwestycję w rozbudowę zakładu produkcyjnego i modernizację linii technologicznych. Na koniec tego roku chce zwiększyć liczbę sklepów w kraju do 115.

**Wola Info**

Wola Info jest coraz bliżej pozyskania inwestora; szczegóły możliwe w maju. Wola Info rozmawia obecnie z kilkoma inwestorami branżowymi, nie tylko z Polski i liczy, że szczegóły odnośnie pozyskania partnera będzie mogła przedstawić w maju. Spółka chce pozyskać finansowanie na poziomie około 10 mln PLN.

Wola Info w najbliższym czasie będzie potrzebowała finansowania zewnętrznego. Płynność Woli Info uległa znacznemu pogorszeniu z tytułu poniesionych strat w 2009 r. i w celu poprawy płynności grupa będzie potrzebowała finansowania zewnętrznego w najbliższej przyszłości - podała Wola Info w sprawozdaniu za 2009 r. Spółka przy opisie ryzyka płynności podała, że ma w bankach linie kredytowe na 11,3 mln PLN.

Na walnym Woli Info akcjonariusze zdecydują o podwyższeniu kapitału. Walne zgromadzenie akcjonariuszy Woli Info, które wyznaczono na 14 kwietnia, zajmie się podwyższeniem kapitału spółki w drodze subskrypcji prywatnej emisji nowych akcji serii "J" z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariusz w całości - podała spółka w projektach na walne.

**Transakcje osób powiązanych oraz funduszy**
**Cyfrowy Polsat**

Podmiot powiązany z członkiem zarządu sprzedał 18 marca 78,8 tys. akcji po 15,62 PLN za akcję oraz 19 marca 41,2 tys. akcji po 15,57 PLN za akcję.

**WSIP**

Pahoa Investment zwiększył udział w kapitale zakładowym do 79,01 proc. z 77,95 proc. przed dokonaniem zmiany.

**Kalendarium spółek**
**Środa /24.03.10/**

BORYSZEW  
POZBUD

Ostatni dzień notowań na rynku GPW 62.686.547 praw poboru akcji serii E spółki.  
Koniec przyjmowania w DM BZ WBK zapisów na akcje serii E spółki w transzy inwestorów instytucjonalnych.

**Czwartek /25.03.10/**

FERRO

Proces book building nie więcej niż 3.400.000 akcji spółki w transzy inwestorów instytucjonalnych (do godz 15:00) oraz koniec przyjmowania zapisów na nie więcej niż 600.000 akcji serii C spółki w transzy inwestorów indywidualnych.

**Piątek /26.03.10/**

POZBUD

Przydział akcji serii E spółki.

**Poniedziałek /29.03.10/**

FERRO

Początek przyjmowania zapisów na nie więcej niż 3.400.000 akcji (w tym 3.000.000 akcji serii A oraz 400.000 akcji serii C) spółki w transzy inwestorów instytucjonalnych.

**Wtorek /30.03.10/**

FERRO

Koniec przyjmowania zapisów na nie więcej niż 3.400.000 akcji (w tym 3.000.000 akcji serii A oraz 400.000 akcji serii C) spółki w transzy inwestorów instytucjonalnych.

**Kalendarium makro**
**Środa /23.03.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:58	UE	Indeks PMI dla przemysłu - wst	Marzec	54	54,2
9:58	UE	Indeks PMI dla usług - wst	Marzec	52	51,8
10:00	Polska	Stopa bezrobocia	Luty	13%	12,7%
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna	Luty	3,9% r/r	2,5% r/r
11:00	UE	Nowe zamówienia przemysłu s.a.		1,9% m/m	0,8% m/m
12:00	USA	Wnioski o kredyt hipoteczny			-1,9%
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku - wst	Luty	0,6% m/m	2,6% m/m
13:30	USA	Zamówienia na dobra bez środków trans. - wst	Luty	0,5% m/m	-1% m/m
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	Luty	320 tys.	309 tys.
15:30	USA	Zmiana zapasów ropy			1 mln brk
Wyniki kwartalne po sesji w USA publikuje Red Hat.					

**Czwartek /24.03.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
13:30	USA	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych		450 tys.	457 tys.
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje Best Buy, a po sesji Oracle.					



**Piątek /26.03.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
13:30	USA	PKB (annualizowany) - fin	IV kw.	5,9%	2,2%
13:30	USA	Deflator PKB - fin	IV kw.	0,4% k/k	0,4% k/k
13:30	USA	PCE core - fin	IV kw.	1,6% k/k	1,2% k/k
14:55	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - fin	Marzec	73	73,6
	UE	Wiosenny szczyt Unii Europejskiej (może zapaść decyzja ws. pomocy dla Grecji)			

**Poniedziałek /29.03.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Indeks nastrojów biznesu	Marzec		-0,98
11:00	UE	Indeks nastrojów w gospodarce	Marzec		95,9
11:00	UE	Indeks nastrojów konsumentów	Marzec		-17
14:30	USA	Dochody Amerykanów	Luty		0,1% m/m
14:30	USA	Wydatki Amerykanów	Luty		0,5% m/m
14:30	USA	PCE core	Luty		0% m/m


**Wtorek /30.03.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
15:00	USA	Indeks S&P/Case-Shiller dla 10 metropolii	Styczeń		-2,4% r/r
16:00	USA	Indeks zaufania konsumentów - Conference Board	Marzec		46


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

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	Data wydania	Cena w dniu wydania	P/E 2010
AB	Utajniona do dnia			2010-03-24		
ACTION	Akumuluj	18,49	22,45	2010-03-05	17,91	14,3
AGORA	Trzymaj	24,20	24,75	2010-02-24	23,85	21,2
ASBIS	Trzymaj	4,23	5,00	2010-02-03	4,56	13,9
ASSECO POLAND	Kupuj	71,90	56,10	2009-11-19	57,30	11,9
ASTARTA	Sprzedaj	31,60	57,50	2010-02-12	50,00	15,6
BUDIMEX	Akumuluj	82,50	93,90	2010-01-06	75,75	12,7
BZWBK	Akumuluj	204,50	190,50	2010-03-03	180,00	14,0
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	13,55	2009-11-06	11,50	14,4
CEZ	Trzymaj	140,30	137,90	2010-03-03	133,90	10,3
CIECH	Akumuluj	39,20	32,99	2010-03-17	33,40	13,0
COMARCH	Redukuj	93,10	103,00	2010-02-15	102,90	20,9
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	14,90	15,63	2010-02-03	14,90	18,9
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,10	54,50	2010-03-05	51,00	49,0
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	174,00	2010-03-12	171,00	16,9
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	76,70	2010-03-09	77,50	15,0
ENEA	Akumuluj	21,00	19,00	2010-03-05	18,90	11,7
ERBUD	Trzymaj	54,60	54,90	2010-03-11	53,30	13,5
EUROCASH	Trzymaj	18,60	19,60	2010-03-09	17,60	21,0
FAMUR	Sprzedaj	2,16	2,40	2010-03-08	2,60	16,2
GETIN	Trzymaj	10,30	10,38	2010-03-10	9,69	13,6
GTC	Trzymaj	21,80	23,20	2010-03-05	23,00	16,5
HANDLOWY	Utajniona do dnia			2010-03-25		
ING BSK	Akumuluj	749,00	732,00	2010-02-19	663,50	14,1
J.W. CONSTRUCTION	Kupuj	14,00	13,60	2009-12-02	11,26	3,0
KĘTY	Trzymaj	120,39	117,80	2010-02-24	115,00	12,3
KGHM	Redukuj	90,40	103,40	2009-12-01	107,80	9,1
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	10,10	2009-12-08	11,39	11,0
KOPEX	Redukuj	21,65	22,65	2010-03-08	23,26	15,4
KREDYT BANK	Akumuluj	15,30	14,70	2010-02-12	13,85	31,0
LOTOS	Trzymaj	26,50	29,51	2010-03-02	27,51	9,8
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,10	61,45	2010-02-03	77,00	11,4
MILLENNIUM	Akumuluj	4,38	4,23	2010-02-11	3,90	20,1
MONDI	Trzymaj	56,00	79,55	2009-09-03	51,00	18,0
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	78,20	69,80	2010-03-12	69,00	13,1
NETIA	Trzymaj	4,30	5,03	2009-11-06	4,36	52,3
PBG	Redukuj	173,20	216,90	2010-02-22	197,20	15,3
PEKAO	Trzymaj	175,70	165,50	2010-03-05	165,50	16,3
PGE	Kupuj	25,80	23,18	2010-02-12	21,00	12,8
PGNiG	Kupuj	4,11	3,70	2010-03-05	3,55	11,3
PKN ORLEN	Akumuluj	40,20	38,39	2010-03-08	35,35	10,6
PKO BP	Trzymaj	40,10	39,40	2010-03-17	39,07	15,9
POLICE	Redukuj	5,50	7,08	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	5,16	4,67	2010-03-12	4,65	13,7
POLNORD	Kupuj	46,80	39,00	2009-12-15	31,77	223,4
RAFAKO	Trzymaj	13,50	13,70	2010-03-12	13,55	18,2
SYGNITY	Kupuj	18,20	13,88	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	19,20	16,69	2009-10-30	17,58	23,2
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,20	4,40	2010-01-06	4,10	17,6
TVN	Trzymaj	16,00	17,01	2010-02-22	15,30	20,3
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	77,10	2010-01-06	84,50	16,3
UNIBEP	Akumuluj	7,52	8,47	2010-02-22	6,55	15,2
WSiP	Trzymaj	17,20	17,17	2009-09-03	16,61	13,3
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	78,00	2010-01-06	80,90	18,1

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /23.03.2010**


	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	190,5	15,7	14,0	10,9	16%	16%	18%	2,3	2,1	1,8	0,0%	2,1%	2,4%
Getin	10,4	26,8	13,6	10,9	7%	13%	14%	1,9	1,7	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	78,6	20,4	16,2	11,8	9%	10%	13%	1,7	1,6	1,5	0,0%	4,3%	4,9%
ING BSK	732,0	16,0	14,1	10,3	13%	13%	15%	1,9	1,7	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	14,7	115,6	31,0	9,0	1%	5%	15%	1,5	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,2	2524,6	20,1	10,6	0%	7%	11%	1,3	1,3	1,1	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	165,5	18,0	16,3	13,8	14%	14%	16%	2,4	2,3	2,2	0,0%	4,4%	4,9%
PKO BP	39,4	21,4	15,9	11,4	13%	15%	18%	2,4	2,2	2,0	2,5%	2,5%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>20,9</b>	<b>16,0</b>	<b>10,9</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,2%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	1,6	-	-	46,8	-	-	-	0,3	0,4	0,4	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,8	21,1	13,5	8,0	4%	6%	9%	0,7	0,7	0,6	2,8%	3,7%	5,5%
Citigroup	4,1	-	103,3	12,1	-	1%	7%	0,8	0,8	0,7	0,2%	0,2%	1,0%
Commerzbank	6,5	-	-	14,5	-	-	5%	0,5	0,6	0,6	0,0%	0,0%	0,2%
ING	7,3	94,7	7,6	5,8	1%	10%	12%	0,8	0,8	0,7	0,1%	1,2%	3,5%
KBC	36,8	-	9,5	8,1	-	13%	15%	1,1	1,0	1,0	0,0%	1,5%	2,8%
UCI	2,2	21,1	16,7	8,6	3%	4%	8%	0,7	0,7	0,6	1,3%	2,6%	4,9%
<b>Mediana</b>		<b>21,1</b>	<b>13,5</b>	<b>8,6</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,2%</b>	<b>2,8%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	5,4	9,6	12,8	9,5	10%	7%	9%	0,9	0,9	0,8	5,1%	4,2%	5,1%
Deutsche Bank	54,6	8,0	8,8	7,3	13%	11%	12%	1,0	0,9	0,8	1,6%	2,2%	3,3%
Erste Bank	30,3	12,1	13,0	8,8	8%	8%	11%	1,0	1,0	0,9	1,6%	1,6%	2,4%
Komercni B.	3820,0	13,4	12,9	11,1	17%	17%	18%	2,3	2,1	2,0	4,2%	4,3%	5,4%
OTP	6942,0	13,3	13,0	9,1	13%	12%	15%	1,6	1,4	1,3	0,9%	2,5%	3,2%
Santander	10,0	9,4	9,3	7,6	14%	13%	15%	1,2	1,1	1,1	5,5%	5,8%	6,8%
Turkiye Garanti B.	6,8	10,4	9,8	8,6	24%	21%	21%	2,3	2,0	1,7	1,4%	2,3%	2,4%
Turkiye Halk B.	9,9	7,9	7,6	6,9	31%	25%	24%	2,3	1,9	1,7	4,1%	4,5%	4,9%
Sbierbank	2,9	102,3	13,5	8,2	2%	16%	23%	2,5	2,1	1,7	0,2%	0,8%	1,6%
VTB Bank	5,4	-	39,9	12,5	-	2%	12%	1,6	1,5	1,4	0,3%	0,4%	1,3%
<b>Mediana</b>		<b>10,4</b>	<b>12,8</b>	<b>8,7</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,3%</b>

**Wycena spółek rafinerijno-gazowych /23.03.2010**


	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	29,5	12,7	12,6	7,9	0,6	0,6	0,5	4,3	9,8	6,7	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
FKN Orlen	38,4	8,0	7,4	6,6	0,4	0,4	0,4	12,5	10,6	10,9	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	1,9%
MOL	19600,0	9,5	6,8	5,9	1,2	1,0	0,9	22,6	11,1	8,5	13%	15%	16%	1,6%	2,3%	3,3%
OMV	27,2	4,7	3,7	3,2	0,7	0,6	0,5	11,2	7,8	6,1	14%	16%	17%	3,2%	3,7%	4,2%
Hellenic Petroleum	8,4	9,2	8,7	7,7	0,6	0,5	0,4	12,5	13,2	10,6	7%	6%	6%	5,3%	5,4%	5,7%
Tupras	32,3	6,8	6,2	5,5	0,4	0,3	0,3	10,5	9,5	8,9	5%	5%	5%	7,8%	8,5%	8,6%
Unipetrol	152,2	10,1	6,1	4,8	0,5	0,4	0,4	-	32,2	14,4	5%	6%	7%	0,1%	3,9%	5,4%
<b>Mediana</b>		<b>9,2</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>11,9</b>	<b>10,6</b>	<b>8,9</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,2%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,7	9,4	5,4	5,9	1,2	1,2	1,1	26,2	11,3	12,8	13%	22%	19%	2,4%	2,0%	4,4%
Gazprom	166,4	4,8	4,0	3,4	1,7	1,5	1,2	5,9	5,0	4,1	35%	37%	36%	1,2%	1,7%	2,4%
GDF Suez	27,8	6,6	6,3	5,7	1,1	1,1	1,1	13,8	13,6	12,0	17%	18%	19%	5,5%	5,7%	6,1%
Gas Natural SDG	14,0	8,3	7,4	7,1	2,0	1,8	1,8	9,8	9,6	8,8	24%	25%	26%	5,5%	5,9%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>11,8</b>	<b>10,5</b>	<b>10,4</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>5,3%</b>

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

**Wycena spółek energetycznych /23.03.2010**


	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	137,9	6,8	7,4	7,6	3,2	3,4	3,5	9,4	10,3	10,4	46%	46%	45%	5,5%	6,1%	5,6%
PGE	23,2	5,6	6,5	6,5	2,1	2,2	2,3	11,9	12,8	12,0	37%	34%	35%	2,3%	4,2%	3,9%
E.ON	26,4	6,7	6,4	6,2	1,1	1,0	1,0	9,0	9,1	8,8	16%	16%	16%	5,7%	5,9%	6,2%
EDF	38,5	7,1	6,6	6,2	1,8	1,7	1,6	18,9	17,1	15,1	25%	26%	27%	3,1%	3,1%	3,4%
Endesa	22,2	6,3	6,4	6,4	2,0	2,0	2,0	9,0	10,6	10,4	32%	31%	31%	6,2%	5,0%	5,1%
ENEL SpA	4,1	6,2	6,1	5,9	1,6	1,5	1,5	8,2	9,3	9,1	25%	25%	25%	6,6%	6,4%	6,6%
Fortum	19,2	9,8	10,0	9,8	4,2	4,2	4,0	13,1	13,7	13,7	43%	42%	41%	4,8%	5,0%	5,1%
Iberdrola	6,3	9,3	8,8	8,1	2,5	2,4	2,3	12,2	12,4	11,3	27%	27%	28%	5,1%	5,0%	5,4%
RWE AG	64,2	5,6	5,0	4,8	1,0	0,9	0,9	10,1	9,2	9,1	18%	18%	19%	5,5%	5,8%	6,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>10,1</b>	<b>10,6</b>	<b>10,4</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,4%</b>

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /23.03.2010**


	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	7,1	-	12,6	7,1	0,4	0,5	0,4	-	-	20,5	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	78,0	9,6	7,5	3,4	0,7	0,6	0,5	22,0	18,1	6,6	7%	8%	14%	13,1%	1,1%	1,4%
Acron	39,0	9,9	7,0	6,4	2,2	1,8	1,6	13,8	10,5	10,5	22%	25%	24%	1,4%	1,9%	2,5%
Agrium	52,6	11,4	7,0	6,0	1,0	1,0	0,9	21,5	11,1	9,0	9%	14%	15%	0,2%	0,2%	0,2%
DSM	32,2	3,5	3,4	3,4	1,4	1,4	1,3	35,3	29,4	27,0	38%	40%	39%	2,2%	2,5%	2,7%
K+S	44,9	22,8	11,8	8,5	2,6	2,1	1,9	-	22,5	14,3	12%	18%	22%	0,6%	2,0%	3,2%
Silvinit	20444,4	7,6	7,1	5,4	5,2	4,5	3,5	11,8	11,5	8,0	68%	63%	64%	1,6%	1,3%	2,2%
Uralkali	4,1	13,5	9,1	6,5	7,4	5,1	3,9	19,1	12,4	9,9	55%	56%	60%	1,5%	1,8%	2,3%
Yara	262,1	17,9	9,0	8,0	1,5	1,3	1,2	31,8	13,3	11,0	8%	14%	15%	1,7%	2,1%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>10,6</b>	<b>7,5</b>	<b>6,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>21,5</b>	<b>12,9</b>	<b>10,5</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>22%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,3%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	33,0	6,2	5,4	4,8	0,7	0,6	0,6	-	13,0	8,2	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	41,5	6,8	6,3	5,9	0,9	0,8	0,8	16,1	13,8	11,7	13%	13%	14%	3,2%	3,6%	4,0%
BASF	44,9	7,6	6,0	5,5	1,1	1,0	1,0	21,6	14,0	12,0	14%	17%	17%	3,4%	4,2%	4,5%
Croda	9,2	10,4	8,8	8,3	1,7	1,6	1,6	18,2	14,2	13,0	17%	18%	19%	2,3%	2,7%	2,9%
Dow Chemical	30,0	10,6	8,2	7,0	1,3	1,1	1,0	58,2	20,3	12,3	12%	13%	14%	3,0%	2,6%	2,6%
Rhodia	15,6	6,4	4,3	4,0	0,7	0,6	0,6	-	12,0	8,4	11%	15%	15%	0,1%	1,3%	1,7%
Sisecam	1,9	6,0	4,9	4,3	1,1	1,0	1,0	15,9	10,1	9,0	19%	21%	22%	0,0%	2,1%	4,4%
Soda Sanayii	1,8	5,0	4,4	3,7	1,0	0,9	0,6	6,0	8,2	5,5	20%	20%	17%	-	4,2%	6,3%
Solvay	75,4	6,9	9,7	8,8	1,0	1,2	1,2	12,8	16,2	18,7	14%	13%	14%	3,5%	3,5%	3,7%
Tata Chemicals	311,6	6,0	7,0	6,5	1,0	1,3	1,2	10,1	11,7	10,0	16%	19%	19%	2,8%	2,7%	2,7%
Tessenderlo Chemie	24,0	16,3	6,2	4,9	0,5	0,5	0,4	-	29,7	12,4	3%	7%	9%	5,0%	5,2%	5,3%
Wacker Chemie	103,5	8,9	5,5	4,8	1,5	1,4	1,2	37,1	13,4	10,8	17%	25%	26%	1,0%	1,9%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>16,1</b>	<b>13,6</b>	<b>11,2</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,3%</b>

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

**Wycena europejskich operatorów narodowych /23.03.2010**

	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	5,0	6,2	5,2	4,5	1,2	1,1	1,0	22,1	52,3	25,1	19%	21%	22%	-	1,9%	4,0%
TPSA	16,7	4,3	4,8	4,8	1,6	1,7	1,7	17,4	23,2	21,3	38%	36%	37%	9,0%	9,0%	8,1%
<b>Mediana</b>		<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>19,7</b>	<b>37,7</b>	<b>23,2</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>29%</b>	<b>9%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>
<b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>																
Belgacom	28,7	5,9	5,7	6,0	1,9	1,8	1,8	11,1	11,1	11,6	32%	32%	30%	7,3%	7,4%	7,5%
Cesky Telecom	445,0	5,2	5,4	5,4	2,3	2,4	2,4	12,8	12,3	11,9	44%	43%	43%	10,3%	9,4%	9,4%
Hellenic Telekom	9,2	4,5	4,6	4,6	1,6	1,6	1,6	9,0	9,0	8,2	36%	35%	36%	7,7%	7,4%	7,9%
Mataw	748,0	4,5	4,7	4,8	1,8	1,9	1,9	9,7	10,1	10,2	39%	39%	39%	9,9%	10,0%	10,2%
Portugal Telecom	8,4	5,8	5,5	5,4	2,1	2,0	1,9	13,7	13,4	12,0	36%	36%	36%	6,9%	6,9%	7,0%
Telecom Austria	9,7	4,4	4,8	4,8	1,6	1,7	1,7	12,1	13,6	12,0	37%	35%	35%	7,8%	7,8%	7,8%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>	<b>11,8</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,8%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,2	4,3	3,7	3,7	1,0	1,0	1,0	8,9	8,5	7,9	22%	27%	27%	6,5%	5,6%	6,0%
DT	9,9	4,4	4,5	4,5	1,4	1,4	1,4	14,9	13,9	13,3	32%	32%	32%	7,9%	7,6%	7,7%
FT	17,7	4,9	5,0	5,0	1,6	1,7	1,7	10,5	9,8	9,5	33%	34%	34%	8,0%	8,0%	8,0%
KPN	11,7	5,8	5,6	5,6	2,2	2,2	2,2	12,8	10,7	9,8	38%	40%	39%	5,9%	6,8%	7,3%
Sw isscom	380,2	6,3	6,4	6,4	2,5	2,5	2,5	10,1	10,4	10,4	40%	39%	39%	5,9%	6,2%	6,4%
TELEFONICA	17,8	5,6	5,7	5,6	2,2	2,2	2,2	10,4	9,9	9,3	40%	39%	39%	6,5%	7,9%	8,7%
TeliaSonera	52,1	8,0	7,8	7,6	2,6	2,6	2,6	12,0	11,3	10,7	33%	34%	34%	4,1%	4,8%	5,7%
TI	1,1	5,0	5,1	5,1	2,1	2,1	2,1	10,5	9,8	9,2	41%	41%	41%	4,9%	5,1%	5,2%
<b>Mediana</b>		<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>9,7</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>36%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,9%</b>

**Wycena spółek IT /23.03.2010**

	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	17,7	8,1	7,3	6,7	0,1	0,1	0,1	10,6	10,3	9,4	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	22,5	7,9	9,9	8,4	0,2	0,2	0,2	12,4	14,3	11,6	2%	2%	2%	6,1%	1,6%	1,4%
ASBIS	5,0	18,6	6,3	5,0	0,1	0,1	0,1	-	13,9	9,1	0%	1%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	56,1	7,4	7,0	6,5	1,6	1,5	1,3	11,7	11,9	11,2	22%	21%	21%	2,6%	2,5%	2,7%
COMARCH	103,0	12,6	11,3	8,3	1,0	1,1	0,9	24,6	20,9	16,0	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	10,1	12,1	7,8	5,3	0,1	0,1	0,1	38,4	11,0	7,2	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	13,9	-	9,3	5,1	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>10,1</b>	<b>7,8</b>	<b>6,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>12,4</b>	<b>12,9</b>	<b>10,3</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	42,4	8,2	8,0	7,5	1,3	1,2	1,2	16,0	15,7	14,0	15%	15%	16%	1,2%	2,2%	2,0%
Atos Origin	38,1	6,1	5,8	5,2	0,6	0,6	0,6	17,5	14,6	12,0	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,8%
CapGemini	36,9	10,2	7,1	5,9	0,6	0,6	0,6	18,7	20,2	14,9	6%	8%	10%	2,1%	2,2%	2,6%
IBM	129,4	8,0	7,4	7,0	1,9	1,8	1,8	13,1	11,7	10,7	24%	25%	25%	1,6%	1,7%	1,8%
Indra Sistemas	15,5	8,3	8,2	7,7	1,1	1,1	1,0	12,8	12,6	11,8	13%	13%	13%	4,2%	4,4%	4,7%
LogicaCMG	1,3	8,3	7,4	7,0	0,7	0,7	0,6	11,9	10,7	9,8	8%	9%	9%	2,4%	2,7%	3,0%
Microsoft	29,9	9,9	9,3	8,5	3,9	3,8	3,5	17,7	14,9	13,7	39%	41%	42%	1,7%	1,8%	1,6%
Oracle	26,0	11,5	10,3	8,9	5,5	5,0	4,0	18,3	16,4	14,2	48%	48%	45%	0,1%	0,8%	0,9%
SAP	35,3	13,2	11,6	10,5	4,0	3,8	3,6	20,8	17,7	15,8	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,8%
TietoEnator	17,3	8,2	6,9	6,2	0,8	0,8	0,7	16,3	13,6	11,9	9%	11%	12%	2,5%	3,4%	3,9%
<b>Mediana</b>		<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>16,9</b>	<b>14,8</b>	<b>12,8</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,9%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /23.03.2010**

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>																
AGORA	24,8	8,0	6,8	6,3	1,0	0,9	0,8	32,9	21,2	19,1	12%	13%	13%	1,5%	2,4%	2,6%
CYFROWY POLSAT	15,6	11,8	13,2	9,9	3,6	3,1	2,8	15,5	18,9	14,5	31%	23%	29%	0,9%	4,8%	3,5%
TVN	17,0	9,7	12,0	10,0	3,6	3,2	2,9	13,8	20,3	16,6	37%	27%	29%	4,5%	1,8%	1,5%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,9	11,0	7,9	6,8	0,8	0,8	0,8	17,0	12,4	9,8	7%	10%	11%	1,9%	5,8%	7,1%
Axel Springer	83,0	8,6	8,0	6,9	1,2	1,1	1,1	10,2	13,2	10,8	14%	14%	16%	5,2%	4,7%	5,1%
Daily Mail	4,8	9,3	8,5	7,9	1,4	1,5	1,5	13,4	11,9	10,5	15%	18%	18%	3,1%	3,1%	3,2%
Gruppo Editorial	2,1	12,0	7,2	6,2	1,3	1,2	1,2	64,5	16,6	12,7	10%	17%	20%	0,0%	2,4%	3,0%
Mcclatchy	4,8	6,5	6,4	6,1	1,6	1,7	-	15,1	6,7	-	24%	27%	-	1,9%	-	-
Naspers	321,8	21,7	19,1	15,4	5,2	4,7	4,1	30,4	22,9	17,9	24%	25%	26%	0,7%	0,8%	1,0%
New York Times	11,2	5,2	4,8	4,4	0,7	0,7	0,7	52,7	18,7	15,8	13%	14%	15%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,6	8,1	7,7	6,9	1,5	1,5	1,5	8,5	5,9	3,6	19%	20%	22%	0,5%	0,9%	0,4%
SPIR Comm	21,3	23,7	9,5	6,7	0,5	0,5	0,5	-	-	21,6	2%	5%	7%	16,9%	16,4%	21,1%
Trinity Mirror	1,5	5,4	5,0	4,6	0,9	0,9	0,9	8,6	7,0	5,9	18%	19%	20%	0,0%	0,0%	1,1%
<b>Mediana</b>		<b>9,0</b>	<b>7,8</b>	<b>6,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>15,1</b>	<b>12,4</b>	<b>10,8</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,1%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	7,9	27,0	13,4	10,8	2,7	2,4	2,3	38,9	17,4	13,8	10%	18%	21%	2,2%	4,2%	5,4%
CETV	554,0	40,9	15,6	11,0	3,8	3,4	3,0	-	36,2	40,2	9%	22%	27%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	11,6	26,5	17,1	11,5	4,6	3,6	3,1	41,4	25,9	18,6	17%	21%	27%	2,4%	3,2%	4,5%
ITV PLC	0,5	13,4	9,4	7,1	1,5	1,5	1,4	41,7	19,4	11,5	11%	16%	20%	0,0%	0,2%	0,7%
M6-Metropole Tel	18,4	8,8	8,2	7,7	1,7	1,6	1,6	18,2	17,2	16,0	20%	20%	20%	5,1%	4,6%	4,8%
Mediaset SPA	6,0	7,0	6,2	5,6	2,3	2,1	2,0	23,3	18,4	15,5	33%	34%	36%	4,4%	4,9%	5,6%
RTL Group	58,7	11,1	10,4	9,2	1,7	1,7	1,6	22,0	18,9	16,1	15%	16%	18%	3,0%	3,5%	4,1%
TF1-TV Francaise	12,4	14,4	13,6	8,9	1,2	1,2	1,1	34,8	30,4	16,7	9%	9%	13%	2,2%	3,1%	4,0%
<b>Mediana</b>		<b>13,9</b>	<b>11,9</b>	<b>9,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>34,8</b>	<b>19,1</b>	<b>16,0</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,3%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	5,9	11,2	10,3	8,9	2,3	2,1	1,9	22,5	19,5	15,8	20%	20%	22%	3,0%	3,2%	3,5%
Canal Plus	5,8	5,9	5,8	5,6	0,3	0,3	0,3	16,0	15,3	15,0	5%	4%	4%	4,4%	4,5%	4,6%
Cogeco	41,7	6,2	6,1	5,7	2,6	2,4	2,3	19,2	18,2	15,4	41%	40%	40%	1,1%	1,3%	1,4%
Comcast	18,1	5,8	5,6	5,4	2,2	2,2	2,1	15,4	14,7	13,0	39%	38%	38%	1,5%	2,1%	2,2%
Liberty Global	29,0	6,3	6,4	6,4	2,7	2,9	2,9	-	36,8	21,9	43%	45%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	8,4	5,8	5,4	5,0	2,9	2,6	2,5	19,9	15,8	13,1	49%	49%	50%	0,0%	3,4%	5,2%
Shaw Communications	19,8	7,6	6,9	6,5	3,4	3,1	2,9	16,0	15,1	13,5	46%	46%	45%	4,2%	4,4%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>17,6</b>	<b>15,8</b>	<b>15,0</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,5%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /23.03.2010**

	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	93,9	10,7	9,5	10,2	0,8	0,6	0,5	13,7	12,7	14,8	7%	6%	5%	6,2%	0,0%	0,0%
Elektrobudowa	174,0	9,8	11,1	10,0	1,0	1,0	0,9	15,5	16,9	15,2	11%	9%	9%	2,1%	2,0%	2,2%
Erbud	54,9	8,0	9,6	9,1	0,6	0,5	0,4	15,5	13,5	13,8	7%	5%	5%	-	1,0%	1,1%
Mostostal Wa-w a	69,8	5,3	7,2	7,5	0,4	0,4	0,4	11,6	13,1	14,8	8%	6%	5%	0,0%	4,3%	3,8%
PBG	216,9	12,0	10,5	10,3	1,5	1,1	0,9	16,2	15,3	15,4	12%	10%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Polimex Mostostal	4,7	7,4	8,6	8,0	0,5	0,6	0,5	13,9	13,7	12,5	7%	7%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Rafako	13,7	10,3	10,1	8,1	0,8	0,7	0,4	29,0	18,2	15,3	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,4	6,3	9,7	8,2	0,7	0,7	0,5	10,7	17,6	16,1	12%	7%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	77,1	8,4	5,0	4,3	3,3	2,5	2,2	-	16,3	12,3	39%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,5	10,3	10,1	8,3	0,7	0,4	0,3	15,7	15,2	14,3	7%	4%	4%	0,0%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>9,6</b>	<b>8,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>15,5</b>	<b>15,3</b>	<b>14,8</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	7,6	7,8	7,1	6,3	0,7	0,7	0,6	16,1	14,7	12,8	9%	9%	10%	2,3%	2,5%	2,7%
BILFINGER	48,5	8,1	5,6	5,6	0,3	0,3	0,3	15,2	10,2	9,5	4%	5%	5%	3,7%	4,7%	4,7%
EIFFAGE	37,5	8,6	8,6	8,0	1,2	1,2	1,2	12,2	12,9	10,6	14%	14%	15%	3,1%	3,1%	3,5%
HOCHTIEF	57,3	6,0	5,9	5,7	0,3	0,3	0,3	22,1	19,6	17,1	5%	5%	5%	2,5%	2,7%	2,9%
NCC	125,5	6,9	8,1	7,1	0,3	0,3	0,3	12,6	13,8	11,5	5%	4%	5%	3,1%	4,3%	4,7%
SKANSKA	131,3	7,3	8,4	8,1	0,3	0,4	0,4	15,6	18,6	17,2	5%	4%	4%	4,2%	4,3%	4,4%
STRABAG	19,2	4,2	4,3	4,2	0,2	0,2	0,2	13,8	14,2	14,2	5%	5%	5%	2,7%	2,5%	2,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>6,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>15,2</b>	<b>14,2</b>	<b>12,8</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,5%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /23.03.2010**

	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	54,5	14,7	38,1	9,7	2,0	1,8	1,8	17,1	49,0	13,7	16%	8%	15%	1,5%	0,5%	1,8%
GTC	23,2	-	14,2	9,2	0,5	1,3	0,5	-	16,5	-	-	81%	156%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	13,6	6,3	2,1	15,1	2,3	1,5	1,0	7,7	3,0	25,7	24%	31%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	39,0	14,2	35,0	11,4	0,8	0,8	0,8	14,5	-	11,4	46%	9%	29%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>14,2</b>	<b>24,6</b>	<b>10,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>14,5</b>	<b>16,5</b>	<b>13,7</b>	<b>24%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
CA IMMO INTERNATIONAL	5,4	19,8	16,2	13,7	0,4	0,5	0,5	-	-	13,8	66%	70%	73%	0,0%	1,5%	2,7%
CITYCON	2,8	19,2	17,1	15,9	0,7	0,8	0,8	15,8	13,1	12,1	56%	62%	65%	4,8%	4,9%	5,1%
CORIO	46,8	24,2	18,1	16,1	0,9	1,1	1,0	15,4	16,1	15,7	64%	83%	88%	5,7%	5,7%	5,9%
DEUTSCHE EUROSHOP	23,4	18,7	17,1	16,6	0,9	1,0	0,9	26,5	15,0	13,5	87%	86%	85%	4,5%	4,6%	5,0%
ECHO INVESTMENT	4,5	14,4	15,0	11,5	1,1	1,1	1,0	20,8	16,9	13,6	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,8	19,1	18,4	17,6	0,6	1,0	0,9	18,7	18,4	17,9	77%	83%	85%	4,0%	4,2%	4,3%
KLEPIERRE	28,3	22,2	17,9	17,2	0,9	1,4	1,3	18,9	19,8	18,8	71%	85%	86%	4,4%	4,4%	4,5%
SPARKASSEN IMMO	4,7	23,7	16,9	14,8	0,5	0,6	0,6	-	14,1	8,0	53%	58%	59%	0,0%	3,2%	5,7%
UNIBAIL-RODAMCO	145,2	18,6	18,3	17,1	0,9	1,1	1,1	15,5	15,4	14,7	86%	82%	81%	5,5%	5,7%	5,9%
<b>Mediana</b>		<b>19,2</b>	<b>17,1</b>	<b>16,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>18,7</b>	<b>15,7</b>	<b>13,8</b>	<b>66%</b>	<b>82%</b>	<b>81%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,0%</b>

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

**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /23.03.2010**

	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	2,4	9,3	9,1	7,4	1,8	1,7	1,5	19,9	16,2	13,1	19%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	22,7	8,8	7,8	6,8	0,9	0,8	0,8	18,1	15,4	12,8	10%	11%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>9,0</b>	<b>8,4</b>	<b>7,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>19,0</b>	<b>15,8</b>	<b>13,0</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	113,9	13,5	11,9	10,2	2,5	2,4	2,2	21,6	18,5	15,4	18%	20%	21%	2,6%	2,8%	3,1%
Bucyrus	69,1	10,6	9,4	7,8	2,2	1,7	1,5	17,4	17,0	13,9	20%	18%	19%	0,1%	0,1%	0,1%
Emeco	0,6	3,3	3,8	3,3	1,2	1,6	1,4	6,9	9,1	6,5	38%	41%	44%	5,4%	3,2%	7,0%
Industrea	0,4	5,8	4,9	4,4	1,9	1,7	1,5	8,4	8,4	7,4	34%	34%	35%	1,5%	3,0%	3,7%
Joy Global	58,2	8,1	10,7	8,9	1,7	2,0	1,8	13,7	18,7	15,1	21%	19%	20%	1,2%	1,2%	1,2%
Sandvik	91,1	35,8	11,6	8,8	1,9	1,8	1,6	-	26,1	15,2	5%	16%	19%	1,8%	2,2%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>9,4</b>	<b>10,0</b>	<b>8,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>13,7</b>	<b>17,8</b>	<b>14,5</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,1%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /23.03.2010**

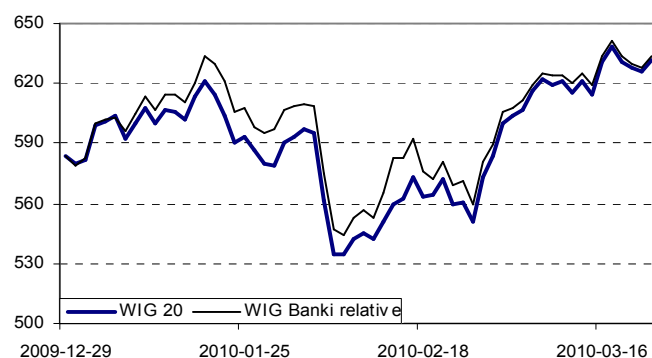
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	79,6	21,4	9,4	7,0	3,4	2,5	2,1	55,7	18,0	12,0	16%	27%	30%	0,0%	0,4%	2,8%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	57,5	8,5	5,6	5,8	0,9	0,9	0,9	37,1	11,4	12,4	11%	16%	15%	1,0%	3,4%	4,2%
Holmen	202,5	8,2	10,4	8,6	1,3	1,4	1,3	17,0	30,9	20,2	16%	13%	15%	4,4%	4,4%	4,9%
INTL Paper	26,2	6,5	6,6	5,8	0,9	0,8	0,8	29,8	17,9	11,9	13%	12%	14%	1,3%	0,6%	0,9%
M-Real	2,0	57,2	8,0	6,7	0,7	0,7	0,7	-	-	26,9	1%	9%	10%	0,0%	0,7%	0,9%
Norske Skog	8,5	5,3	9,0	6,7	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	7%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,0	10,9	8,4	7,1	2,2	1,9	1,7	17,1	14,3	10,6	20%	22%	25%	3,7%	4,1%	4,9%
Stora Enso	5,9	10,3	9,7	7,8	0,9	0,9	0,8	36,8	28,6	16,2	9%	9%	11%	3,0%	3,4%	3,4%
Svenska	103,2	7,3	6,9	6,5	1,0	1,0	1,0	12,9	11,5	10,5	14%	15%	15%	3,6%	3,9%	4,1%
UPM-Kymmene	9,0	8,4	8,1	6,5	1,1	1,1	1,0	-	37,0	15,7	13%	13%	15%	4,3%	5,0%	5,3%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</b>	<b>8,1</b>	<b>6,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>23,4</b>	<b>17,9</b>	<b>14,0</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,1%</b>

**Wycena spółek górniczych /23.03.2010**

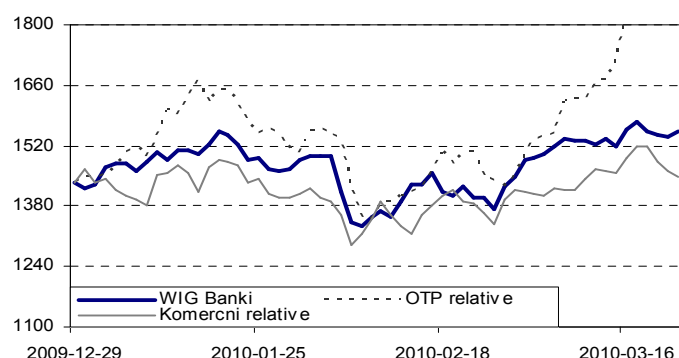
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	103,4	6,1	5,3	7,7	1,9	1,7	1,8	8,1	9,1	12,1	30%	33%	23%	11,3%	7,4%	4,4%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	27,2	7,4	4,8	3,8	2,1	1,8	1,5	12,5	7,6	5,5	29%	37%	41%	0,3%	1,5%	3,5%
BHP Billiton	22,4	6,0	5,6	4,2	2,6	2,6	2,2	12,6	10,1	7,2	44%	47%	52%	3,5%	3,8%	4,2%
Freeport-MCMOR	81,1	5,7	4,4	4,1	2,7	2,3	2,1	15,1	10,4	9,4	48%	52%	51%	0,1%	0,9%	1,6%
Rio Tinto	38,2	7,9	5,3	4,5	2,5	2,1	2,0	11,7	7,6	6,2	31%	40%	44%	1,4%	2,5%	2,7%
Southern Peru	31,8	14,9	9,4	7,2	7,3	5,6	4,5	29,7	16,4	11,9	49%	60%	62%	1,5%	3,6%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>7,4</b>	<b>5,3</b>	<b>4,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>12,6</b>	<b>10,1</b>	<b>7,2</b>	<b>44%</b>	<b>47%</b>	<b>51%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>

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

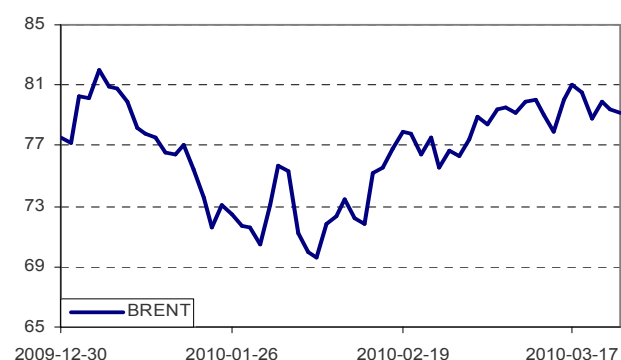
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



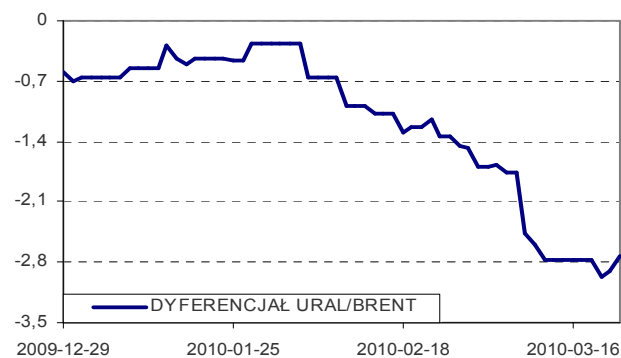
**Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



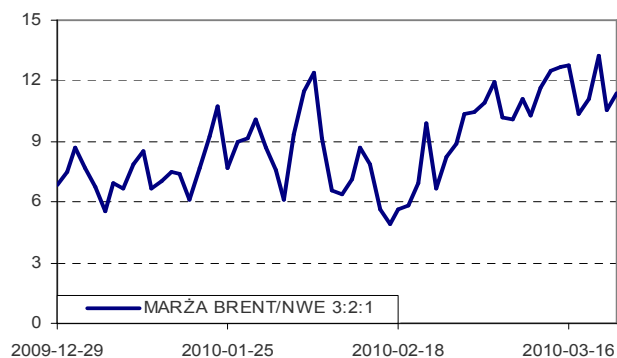
**BRENT (USD/brk)**



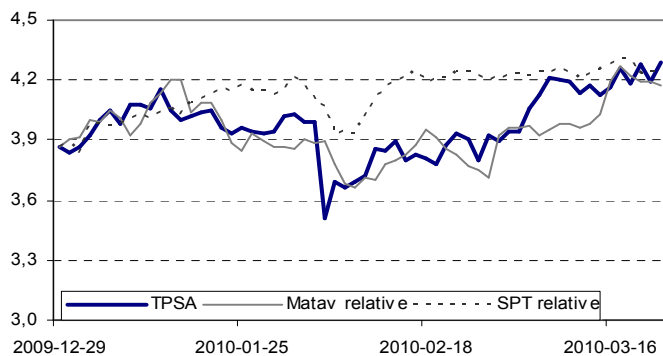
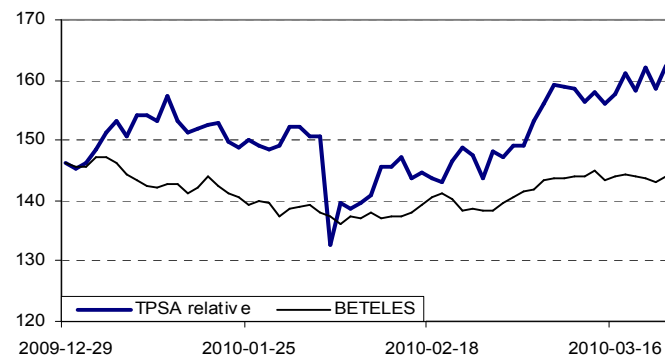
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

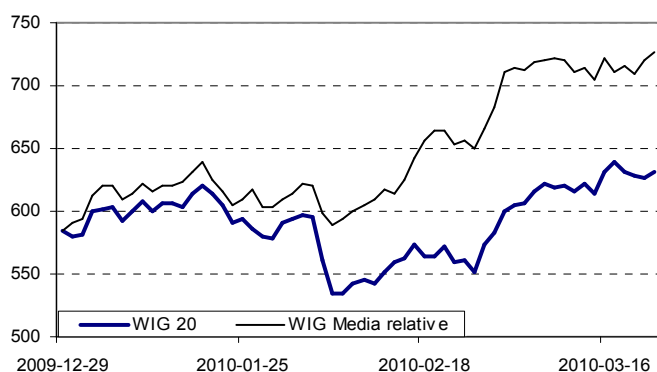


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)** - **Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

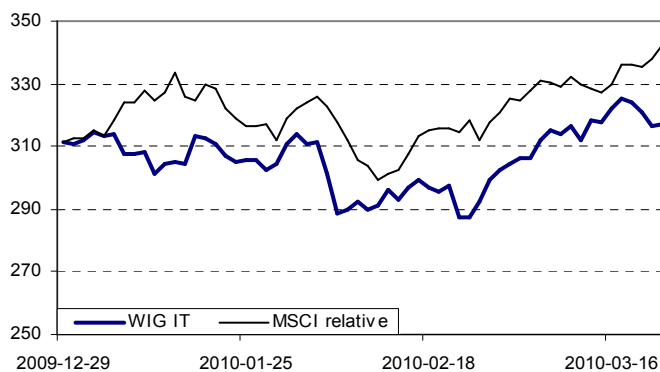


Źródło: Bloomberg

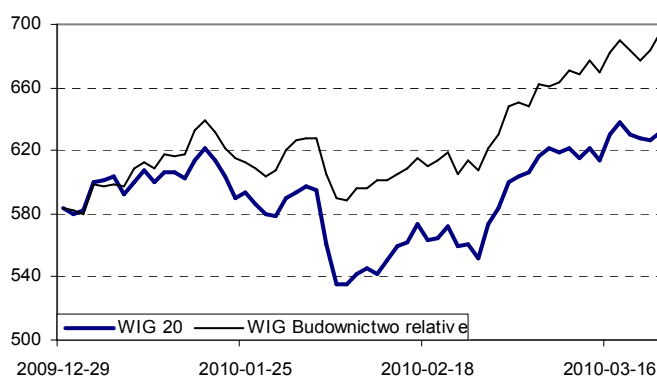
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



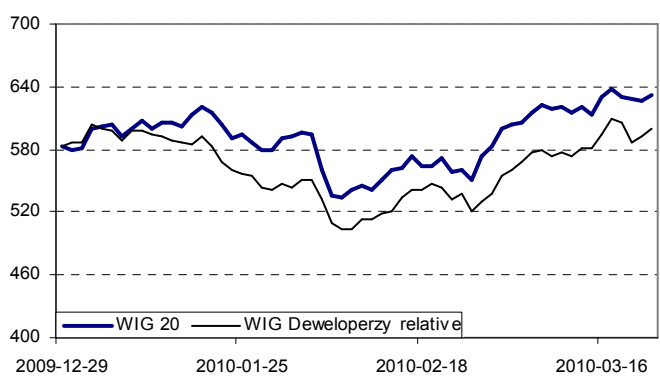
Indeks WIG IT na tle MSCI



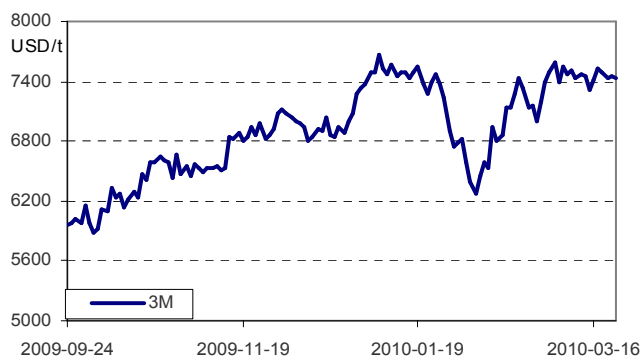
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



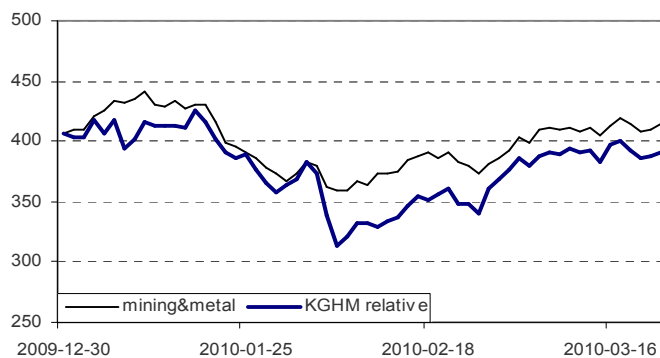
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[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, Energoaparatura, Energomontaż Północ, 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 Klimy, 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.