
**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	9 974,5	-0,69%	FTSE 100	5 038,1	+1,97%	Miedź (LME)	6 779,0	+0,73%
S&P 500	1 068,0	-0,57%	WIG20	2 371,3	+4,46%	Ropa (Brent)	70,3	+0,80%
NASDAQ	2 195,9	-0,68%	BUX	20 875,8	+0,95%	USD/PLN	3,39	+1,22%
DAX	5 758,0	+1,55%	PX	1 135,0	+3,46%	EUR/PLN	4,13	-0,17%
CAC 40	3 408,6	+2,32%	PLBonds 10	5,90	-0,49%	EUR/USD	1,22	-1,35%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### KNF zgodziła się na przejęcia udziałów w Oddziale BNP Paribas i AIG Bank Polska

KNF zgodziła się na zakup przez Fortis Bank Polska SA zorganizowanej części przedsiębiorstwa bankowego BNP Paribas SA Oddział w Polsce. Komisja zgodziła się też na wykonywanie do 75% i więcej głosów na ZWZA AIG Bank Polska przez Santander Consumer Bank. **O procesach przejęcia udziałów wiadomo było już wcześniej. Obecnie trwa etap finalizacji transakcji.** (M. Jeżewska)

### BZ WBK

Trzymaj - z dn. 07.04.10

Cena docelowa 200,5 PLN

#### Co dalej z BZ WBK?

W gazetach kolejny dzień spekuluje się, co mogłoby stać się z BZ WBK. Według informacji *Parkietu* Societe Generale wycofał się ze starań o zakup BZ WBK. Zdaniem gazety w wyniku kryzysu w strefie euro, kilka zagranicznych grup finansowych, wcześniej bardzo zainteresowanych zakupem, mogło się wycofać. Z kolei *Puls Biznesu* spekuluje, co mogłoby stać się z bankiem, gdyby nie został on przejęty przez branżowego inwestora zagranicznego. Zdaniem gazety istnieje szansa na przejęcie banku przez konsorcjum składającego się z polskich instytucji (PKO BP, PZU, BGK, EBI, EBOR, OFE i TFI). Gazeta wymienia również możliwość narodowej fuzji (z PKO BP), wykup menedżerski oraz wejście do gry państwa. **Naszym zdaniem ostatnie dwa pomysły nie są prawdopodobne w realizacji. Za najbardziej prawdopodobny scenariusz wciąż uważamy przejęcie udziałów przez zagranicznego inwestora strategicznego. Wycofanie się Societe Generale (choć na razie zarówno udział jak i doniesienia o wycofaniu się to tylko spekulacje prasowe, bo bank nie wydał nawet jeszcze memorandum informacyjny) może oznaczać niższą cenę transakcji. Jako mniej prawdopodobne, choć na drugim miejscu z listy uważamy przejęcie udziałów przez innych polski bank i tu obok PKO BP chcielibyśmy wymienić Pekao. Uważamy, że w przypadku przejęcia przez jedno z obu tych banków, kluczowa jest cena w transakcji, gdyż synergia jakie można by osiągnąć po połączeniu byłyby ograniczone. Gazeta najwięcej pisze o narodowym konsorcjum, jednak my odnosimy się do tego planu z rezerwą. Przejęcie banku przez konsorcjum, stawia PKO BP w roli banku kontrolującego jednego ze swoich największych rynkowych konkurentów.** (M. Jeżewska)

### Kredyt Bank

Trzymaj - z dn. 07.04.10

Cena docelowa: 15,3 PLN

#### ZWZA powołało członków Rady Nadzorczej

W skład rady weszli: Ronny Delchambre, Stefan Kawalec, Dirk Mampaey, Adam Noga, Jarosław Parkot, Marko Voljč i Andrzej Witkowski. Nowymi członkami są: Stefan Kawalec (obecnie wspólnik i prezes Zarządu firmy doradczej Capital Strategy), Marko Voljč (Członek Zarządu Grupy KBC, dyrektor wykonawczy Grupy KBC w linii biznesowej Europy Wschodniej i Rosji), Jarosław Parkot (z początkiem lipca br. obejmie funkcję prezesa Warty S.A. oraz Warty Życie S.A. oraz zostanie członkiem Zespołu Krajowego Grupy KBC w Polsce). **Informacja techniczna.** (M. Jeżewska)

### Paliwa

#### Dane z rynku paliw bez przełomu

Zapasy ropy w USA w tygodniu zakończonym 21 maja wzrosły o 2,5 mln baryłek, czyli o więcej niż oczekiwane 0,25 mln baryłek. Rezerwy paliw gotowych z kolei zanotowały niewielkie spadki, w przypadku benzyny -0,2 mln baryłek (-0,1%), a w przypadku średnich destylatów -0,27 mln baryłek (-0,2%). **Rafinerie utrzymały poziom przerobu z ubiegłego tygodnia więc jako główną przyczynę wzrostu zapasów surowca należy uznać wyższy o 1% średni dzienny poziom importu. Po stornie popytowej sytuacja nie uległa zmianie i konsumpcja została utrzymana na poziomie ubiegłego tygodnia. Ostatnie dni pokazują, że sentyment na rynkach produktowych uległ osłabieniu i mimo spadków cen ropy cracki obniżyły się, co miało negatywny wpływ na marże przerobowe.** (K. Kliszcz)

**Ciech**Akumuluj - z dn. 17.03.10  
Cena docelowa: 39,2 PLN**Finalizacja sprzedaży PTU już w czerwcu**

Prezes Ryszard Kunicki poinformował, że Ciech finalizuje już z potencjalnym inwestorem (Gothaer Versicherungen) rozmowy w sprawie sprzedaży 45% pakietu PTU. Obecnie prawnicy obydwu stron przystępują do negocjacji szczegółów umowy, w której cena została już ustalona i jest wyższa od 90 mln PLN. **Zamknięcie tej transakcji będzie dobrą informacją dla Spółki. (K. Kliszcz)**

**Lotos**Redukuj - z dn. 07.04.10  
Cena docelowa: 26,50 PLN**Komisja skarbu za prywatyzacją Lotosu**

Na wczorajszym posiedzeniu sejmowej komisji skarbu dyskutowana była kwestia prywatyzacji Lotosu. Przewodniczący komisji podczas briefingu podkreślił, że decyzja o prywatyzacji Lotosu jeszcze nie zapadła, ale jest wysoce prawdopodobne że rząd taką podejmie. Ważne jest by ten proces był zbieżny ze strategią rozwoju Spółki i przynosił wartość dodaną oraz wzmocnienie Lotosu w obszarze wydobywczym, gdzie najbardziej potrzebuje on kapitału. **Te wypowiedzi są zbieżne z wczorajszymi sygnałami z resortu skarbu. (K. Kliszcz)**

**PGE**Kupuj - z dn. 30.03.10  
Cena docelowa: 27,9 PLN**ENEA**Akumuluj - z dn. 30.03.10  
Cena docelowa: 21,62 PLN**Pozytywny wyrok sądu w sprawie KDT**

PGE poinformowała, że zgodnie z ogłoszonymi wyrokami Sądu Okręgowego w Warszawie, Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów została zmieniona decyzja Prezesa URE w zakresie ustalenia wysokości korekt rocznych kosztów osieroconych za rok 2008, poprzez uwzględnienie w całości odwołań spółek wchodzących w skład Grupy PGE. **Przypominamy, że URE zakwestionowało 434,7 mln PLN przyznanych PGE rekompensat w roku 2008, z czego połowę decyzją sądu Spółka musiała zwrócić. Uprawnoczenie się tego wyroku będzie więc oznaczało przyływ gotówki w kwocie 217 mln PLN i dodatkowo może wskazywać, że URE na podstawie dotychczasowych argumentów nie powinno kwestionować rekompensat przyznanych Spółce w 2009 roku. Decyzja sądu to w naszej opinii bardzo pozytywna informacja nie tylko dla PGE, ale również dla ENEI, która odpisała w całości rekompensaty za rok 2008 (81 mln PLN z czego 44,7 mln PLN Spółka musiała zwrócić) i nie księgowała przychodów z tego tytułu w roku 2009 (należne 89 mln PLN). (K. Kliszcz)**

**Netia**Trzymaj - z dn. 06.11.09  
Cena docelowa 4,30 PLN**Najbliższe plany zarządu**

Netia w najbliższym czasie poinformuje o kolejnych akwizycjach sieci ethernetowych. Zarząd oczekuje, że liczba pozyskanych w tym roku abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu zbliży się do wyniku z roku 2008 (35 tys., 17 tys. w 2009r.). W połowie br. zarząd przedstawi politykę dywidendową na kolejne lata. Ewentualna dywidenda za 2010 rok byłaby uzależniona od dużych akwizycji. Ponadto zarząd spółki pracuje nad strategią rozwoju po 2012 roku i zamierza przedstawić ją na przełomie roku, najpóźniej na początku 2011 roku. **Informacje bez wpływu na wycenę. (M. Marczak)**

**Asseco  
Central Europe****Sprzedaż Uniquare**

Asseco Central Europe poinformowało o transakcji sprzedaży pakietu 60% akcji spółki zależnej Uniquare firmie Genesis. Cena sprzedaży wynosi 17,8 mln euro, przy czym płatna będzie w dwóch formach: 5,5 mln euro zostanie zapłaconych w gotówce do końca 2011 roku, a ekwiwalentem 12,3 mln euro będzie przejęcie przez Asseco Central Europe praw do rozwoju i sprzedaży produktów Uniquare. **Uzyskana kwota jest identyczna z zapłaconą w 2008 roku za 60% pakiet akcji Uniquare więc transakcja będzie neutralna dla wyniku Asseco. Przejęcie praw do sprzedaży i rozwoju oprogramowania Uniquare jest dla Asseco pewnym substytutem dalszego zaangażowania w spółkę (oprogramowanie dla bankowości było głównym motywem zakupu Uniquare). Taka forma pozwoli prawdopodobnie na skuteczne wprowadzenie oprogramowania do oferty na rynku polskim czy słowackim. Na rynku Niemieckim czy austriackim oprogramowania Uniquare i Asseco będą najprawdopodobniej z sobą w dużym stopniu konkurowały. (P. Grzybowski)**

**Famur**Sprzedaj - z dn. 08.03.10  
Cena docelowa: 2,16 PLN**Kopex**Trzymaj - z dn. 07.04.10  
Cena docelowa: 21,65 PLN**Węglkoks ma wyłączność na Remag**

Ministerstwo Skarbu poinformowało, że Węglkoks otrzymał wyłączność na rozmowy w sprawie zakupu katowickiego producenta kombajnów górniczych. Wcześniej do kolejnego etapu prywatyzacji dopuszczony został również główny akcjonariusz Grupy Famur – AB Consulting. Czas na rozmowy w sprawie prywatyzacji został wyznaczony do 18 czerwca bieżącego roku. **Podtrzymujemy nasze dotychczasowe rekomendację dla Famuru i Kopeksu. (J. Szkopek)**

**JW Construction**Trzymaj - z dn. 13.04.10  
Cena docelowa: 15,10 PLN**Oferta obligacji**

Developer poinformował, że ma już zainteresowanych na objęcie obligacji zamiennych na akcje. Oferta opiewać będzie na 120 mln PLN, a za pozyskane środki Spółka zamierza zakupić grunty pod kolejne inwestycje. Nie wykluczone, że część środków zostanie przeznaczona na dofinansowanie nowych inwestycji. Zarząd nie ustalił jeszcze oprocentowania obligacji, ani kursu zamiany.

**Trakcja Polska**Trzymaj - z dn. 06.05.10  
Cena docelowa: 4,16 PLN**0,10 PLN dywidendy**

Zarząd Spółki na WZA zwołanym na 22 czerwca bieżącego roku zaproponuje, aby na dywidendę przeznaczyć połowę ubiegłorocznego zysku czyli 0,10 PLN na akcję (DY 2,3%).

## Pozostałe wiadomości ze spółek

<b>Banki</b>	<p>InfoMonitor: Ogólna kwota niespłaconego zadłużenia Polaków w ciągu ostatniego roku wzrosła o 93 proc. i wynosi 19,06 mld PLN.</p> <p>Austriacka grupa Raiffeisen chce mieć dwa banki w Polsce. Ten drugi, nowy, ma być internetowy. Jego głównym celem będzie obsługa ludności, a w szczególności zbieranie depozytów. Austriacy zawiadomili już KNF, że chcą otworzyć nowy bank.</p> <p>Obecnie Alior Bank obsługuje 42 tys. firm, z czego 80 proc. to mikrofilmy. Bank, znany do tej pory z agresywnych działań w bankowości detalicznej, ma ambitne plany w stosunku do przedsiębiorstw. Chce im pożyczyć do końca roku 2 mld PLN.</p>
<b>Bioton</b>	<p>Bioton uchwalił emisję obligacji o wartości nominalnej do 100 mln PLN.</p>
<b>BMP</b>	<p>ZWZ BMP AG ma 7 lipca zdecydować o wydłużeniu programu buy backu na pięć lat. WZA odbędzie się 7 lipca.</p>
<b>CEDC, Eurocash</b>	<p>UOKiK zgodził się na zakup przez Eurocash spółek dystrybucyjnych CEDC. W kwietniu Eurocash zawarł ze spółką zależną CEDC, Carey Agri International Poland, umowę przedwstępną kupna spółek dystrybucyjnych za 400 mln PLN.</p>
<b>Ecard</b>	<p>eCard skoncentruje się na działalności związanej z funkcją agenta rozliczeniowego. Spółka eCard chce skoncentrować się na działalności związanej z funkcją agenta rozliczeniowego, wzmocnić pozycję rynkową w segmencie e-commerce i zająć stabilną pozycję w obsłudze pozostałych transakcji bezgotówkowych. Planowane jest zwiększenie dynamiki wzrostu i uzyskanie dodatniego wyniku netto w latach 2010-2013. eCard zamierza sprzedać Towarzystwu Finansowemu Skok zorganizowaną część przedsiębiorstwa, związaną z prowadzeniem działalności bankomatowej.</p>
<b>Eurotel</b>	<p>WZA Eurotela zdecydowało o wypłacie 1,20 PLN dywidendy na akcję. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 9 czerwca, a jej wypłata nastąpi 30 czerwca.</p>
<b>Forte</b>	<p>Forte proponuje 1 PLN dywidendy na akcję z zysku za 2009 rok. Zgodnie z propozycją dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 19 lipca, a dniem jej wypłaty 3 sierpnia.</p>
<b>Fortis</b>	<p>KNF zgodziła się na zakup przez Fortis Bank Polska części Oddziału BNP Paribas w Polsce.</p>
<b>Hydrotor</b>	<p>Hydrotor w tym roku może wydać na inwestycje kapitałowe kilka mln PLN. Hydrotor szacuje, że w tym roku wyda na inwestycje kapitałowe około 5 mln PLN, a w ciągu najbliższych tygodni rozstrzygnie o akwizycji firmy o około 6 mln PLN rocznych przychodów. Spółka do końca czerwca powinna wiedzieć, czy rozpocznie inwestycję w budowę centrum obróbki elementów wielkogabarytowych, które mogłoby rozpocząć produkcję w II półroczu 2011 r.</p>
<b>Hyperion, MNI</b>	<p>MNI Telecom złożył wniosek do UOKiK o przejęcie kontroli nad Hyperionem.</p>
<b>Impel</b>	<p>Grupa Impel rozpoczęła świadczenie usług informatycznych dla klientów spoza grupy. Usługi będą realizowane przez Impel IT. Spółka zamierza skoncentrować się na usługach programistycznych, audytach IT oraz szeroko pojętym outsourcingu systemów IT.</p>
<b>Karen</b>	<p>Marek Multan złożył rezygnację z funkcji wiceprezesa zarządu.</p>
<b>Kolastyna</b>	<p>Kolastyna w 2010 prognozuje 36,9 mln PLN przychodów i 1,76 mln PLN zysku brutto. Spółka podała, że w założeniach stanowiących podstawę prognozy uwzględniono przychody ze sprzedaży, które zostały oszacowane zgodnie z planem sprzedaży na wszystkich markach: Miraculum, Kolastyna, Tanita, Pani Walewska, Wars, Brutal, Być Może, Paloma, Lider, w poszczególnych kanałach dystrybucji, zawartych w strategii rozwoju na lata 2010 - 2015.</p>
<b>KOV</b>	<p>Rada dyrektorów powołała w skład zarządu Jakuba Korczaka oraz Trenta Rehilla.</p>
<b>Mercor</b>	<p>Mercor podtrzymuje plan powtórzenia w '10 sprzedaży z '09 i poprawy wyników. Mercor podtrzymuje plan powtórzenia w 2010 roku sprzedaży z 2009 roku i poprawy zysku netto, a także plany akwizycji w drugim półroczu tego roku. Portfel zamówień spółki na koniec marca wynosił niemal 105 mln PLN. Mercor jeszcze w tym roku liczy na akwizycje warte łącznie nawet 100 mln PLN.</p>
<b>Nowa Gala</b>	<p>Średnie wykorzystanie mocy w Ceramice Nowa Gala wyniosło w I kw. 70 proc. Średnie wykorzystanie mocy produkcyjnych Ceramiki Nowa Gala w I kw. wyniosło 70 proc. wobec 55 proc. w IV kw. 2009 r. W pierwszych trzech miesiącach, rok do roku, wzrósł popyt krajowy. Wiceprezes oczekuje, że drugi kwartał będzie zdecydowanie lepszy od pierwszego, co wynika z sezonowości.</p>

<b>Plaza Centers</b>	Plaza Centers zainwestuje do 50 mln USD w USA, realizuje 6 projektów w Indiach. Plaza Centers zainwestuje w Polsce 270 mln euro w ciągu 2-3 lat.
<b>Quercus</b>	O zakup DWS TFI mają walczyć towarzystwa: Investors, Ipopema i Quercus.
<b>Qumak-Sekom, Asseco Poland, Tpsa</b>	NextiraOne wygrała przetarg na sieć dla Stadionu Narodowego, oferta Qumaka odrzucona. W przetargu na "dostawę, instalację i konfigurację urządzeń aktywnych i oprogramowania zarządzającego sieci teleinformatycznej Stadionu Narodowego w Warszawie" jako najkorzystniejsza została wybrana oferta złożona przez NextiraOne Polska, opiewająca na 35,25 mln PLN brutto. Qumak-Sekom złożył ofertę w wysokości 32,36 mln PLN brutto, ale została ona odrzucona.
<b>Ruch</b>	RN odwołała zarząd Ruchu. Rada nadzorcza odwołała prezesa Włodzimierza Białego, Zdzisława Owczarka, Bogdana Ścibuta oraz Roberta Sołka z pełnionych funkcji. Rada Nadzorcza oddelegowała Małgorzatę Dec (przewodnicząca RN) do czasowego (nie dłużej niż trzy miesiące) pełnienia funkcji Prezesa Zarządu RUCH S.A.
<b>Seco/Warwick</b>	LZT Elterma, spółka zależna Seco/Warwick, podpisała wartą ok. 15 mln PLN umowę na wykonanie i dostawę urządzenia do wyważania rur. Umowa ma obowiązywać do połowy 2011 r.
<b>Sfinks</b>	WZA powołało nową radę nadzorczą. W jej skład weszli: Sylwester Cacek, Jan Jeżak, Krzysztof Gerula, Eryk Karski, Tomasz Morawski, Krzysztof Opawski oraz Robert Rafał.
<b>Teresa Medica</b>	Pani Teresa Medica planuje 1,43 PLN dywidendy na akcję. Zgodnie z propozycją dniem ustalenia prawa do dywidendy ma być 7 lipca, a dniem jej wypłaty 22 lipca.
<b>Tesgas</b>	Tesgas prognozuje na 2010 rok 14,3 mln PLN zysku netto i 154,3 mln PLN przychodów. Zysk z działalności operacyjnej ma wynieść 18,9 mln PLN, a zysk brutto 18,7 mln PLN. Spółka na przełomie drugiego i trzeciego kwartału chce przenieść się z rynku NewConnect na rynek regulowany. Przenosinom będzie towarzyszyć emisja akcji.
<b>Wistil</b>	W ramach restrukturyzacji Wistil planuje w czerwcu zwolnić do 160 pracowników. Spółka przystąpiła do rozmów ze związkami zawodowymi.
<b>Żywiec</b>	Dziennik: W tym roku sprzedaż piwa może spaść nawet bardziej niż przed rokiem. Gazeta podaje, że walka browarów o klientów i utrzymanie udziałów w rynku będzie dużo ostrzejsza niż w poprzednich latach.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>Bomi</b>	Stanisław Okonka zmniejszył udział w ogólnej liczbie głosów do 4,98 proc. z 5,02 proc. przed dokonaniem zmiany.
<b>BRE</b>	Osoba mająca dostęp do informacji poufnych zbyła 375 akcji po 246 PLN za akcję. Osoba mająca dostęp do informacji poufnych zbyła 21 maja 1400 akcji po 24,70 PLN za akcję.
<b>Getin Noble Bank</b>	Członek RN nabył 25 maja 5 500 akcji po 5,2 PLN za akcję.
<b>Integer.PI</b>	Amplico OFE zwiększyło zaangażowanie kapitałem zakładowym do 5,48 proc. z 4,36 proc. przed dokonaniem zmiany.
<b>Internet Group</b>	Spółka BCEF LP 2, Guernsey sprzedała cały posiadany pakiet akcji, stanowiący 13,67 proc. ogólnej liczby głosów.
<b>Jago</b>	Członek RN zbył 19 maja 7 tys. akcji po średniej cenie 1,75 PLN za akcję.

## Makroekonomia

### Spadek sprzedaży detalicznej w kwietniu

Po 8,7% wzroście zanotowanym w marcu w kwietniu sprzedaż detaliczna spadła o 1,6% r/r. Staby wynik z kwietnia to „zasługa” 1) przesunięcia zakupów świątecznych na koniec marca (spadek sprzedaży żywności o 7,6% r/r oraz spadek o 10,3% sprzedaży w kategorii pozostałe), 2) skokowego spadku sprzedaży samochodów oraz 3) narodowej żałoby (zamknięcie przez dwa dni dużej części sklepów, niewyświetlanie spotów reklamowych, czy też ogólne pogorszenie nastrojów konsumenta w tym okresie).  
W kwietniu utrzymał się natomiast pozytywny trend na sprzedaży mebli, RTV i AGD, co

systematycznie jest sygnalizowane w ankietowych badaniach koniunktury. Co do perspektyw na kolejne miesiące, dynamika sprzedaży detalicznej może zostać zakłócona przez ostatnie wydarzenia (powódź może spowodować skokowy wzrost sprzedaży żywności i spadek w szeregu pozostałych kategorii). W kolejnych miesiącach sprzedaż detaliczna powinna jednak kontynuować wzrosty, zgodnie z rysującym się od jesieni trendem. Wśród czynników fundamentalnych na stopniowej poprawie sprzedaży ważyć będzie przede wszystkim stabilizacja sytuacji na rynku pracy (uwagę skupiamy tu na danych o zatrudnieniu z uwagi na lepsze odzwierciedlenie dynamiki obecnych procesów gospodarczych i brak wpływu czynników instytucjonalnych, takich jak zmiany wysokości zasiłku dla bezrobotnych). Od marca mamy też do czynienia z coraz wyraźniejszą poprawą funduszu płac. Dane w połączeniu z nieco niższymi odczytami produkcji przemysłowej (i wyłączeniem szeregu wskaźników koniunktury) wskazywać mogą na przejściowe obniżenie tempa wzrostu PKB w II kw. do około 3% r/r (z szacowanych przez nas 3,5% r/r w I kw. 2010). Dane nie miały większego bezpośredniego wpływu na rynki. Poprawa sentymentu na rynku obligacji to przede wszystkim zasługa umocnienia złotego i rosnących giełd (oddziałuje to w stronę zmniejszenia premii za ryzyko). Panuje przekonanie co do większej zmienności polskich papierów w wyznaczonym ostatnimi wydarzeniami w Grecji przedziale.

**BRE Bank S.A.**  
(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)  
[research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

## Kalendarium spółek

### Czwartek /27.05.10/

WARIMPEX Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.

### Piątek /28.05.10/

HARDEX Dzień wypłaty dywidendy 1,00 zł na akcję.

### Poniedziałek /31.05.10/

ENERGOINSTAL WZA w sprawie zatwierdzenia sprawozdania finansowego za 2009 rok oraz przeznaczenia zysku na kapitał zapasowy spółki.

PBG Dzień wypłaty dywidendy 1,40 zł na akcję.

### Wtorek /01.06.10/

BPH WZA spółki.

PEKAO Dzień wypłaty dywidendy 2,90 zł na akcję.

TVN Dzień wypłaty dywidendy 0,31 zł na akcję.

### Środa /02.06.10/

EUROCASH ZWZA spółki m.in. ws. wypłaty po 0,37 zł/akcję dywidendy.

## Kalendarium makro

### Czwartek /27.05.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	PKB (annualizowany) - rew	I kw.	3,4%	5,6%
14:30	USA	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	I kw.	455 tys.	471 tys.
14:30	USA	Deflator PKB - rew	I kw.	0,9% k/k	0,5% k/k
14:30	USA	PCE core - rew	I kw.	0,6% k/k	1,8% k/k

### Piątek /28.05.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Dochody Amerykanów	Kwiecień	0,5% m/m	0,3% m/m
14:30	USA	Wydatki Amerykanów	Kwiecień	0,3% m/m	0,6% m/m
15:45	USA	Indeks Chicago PMI	Maj	62	63,8
15:55	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - fin	Maj	73,4	72,2

### Poniedziałek /31.05.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:00	Polska	Publikacja wartości PKB za I kw.2010			
	USA	Święto Pamięci - dzień wolny w USA. Brak handlu na giełdach w Nowym Jorku.			


### Środa /02.06.10/

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:00	Polska	Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych			


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

<b>Spółka</b>	<b>Rekomendacja</b>	<b>Cena docelowa</b>	<b>Cena bieżąca</b>	<b>Data wydania</b>	<b>Cena w dniu wydania</b>	<b>P/E 2010</b>
AB	Akumuluj	18,80	16,81	2010-05-06	16,90	9,8
ACTION	Trzymaj	18,49	19,90	2010-04-07	22,00	12,7
AGORA	Trzymaj	24,20	24,76	2010-02-24	23,85	21,2
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,50	2010-05-10	4,65	9,9
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	58,00	2010-04-06	57,60	13,3
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	56,50	2010-05-11	57,50	4,3
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	98,80	2010-03-29	96,60	13,6
BZWBK	Trzymaj	200,50	193,00	2010-04-07	216,50	14,2
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,49	2010-05-06	12,00	13,3
CERSANIT	Redukuj	13,63	13,85	2010-04-01	16,03	15,4
CEZ	Trzymaj	140,30	137,50	2010-03-03	133,90	9,7
CIECH	Akumuluj	39,20	26,35	2010-03-17	33,40	10,4
COMARCH	Redukuj	93,10	89,45	2010-02-15	102,90	18,2
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	15,00	2010-03-25	15,79	13,2
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,90	50,00	2010-05-07	55,40	45,8
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	173,00	2010-03-12	171,00	16,7
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	82,00	2010-03-09	77,50	16,1
ENEA	Akumuluj	21,62	17,71	2010-03-30	18,91	12,0
ERBUD	Trzymaj	54,60	51,15	2010-03-11	53,30	12,5
EUROCASH	Redukuj	18,60	20,80	2010-05-06	20,61	22,3
FAMUR	Sprzedaj	2,16	2,01	2010-03-08	2,60	13,6
GETIN	Trzymaj	10,34	10,22	2010-05-06	10,19	13,4
GTC	Trzymaj	21,80	24,00	2010-05-06	22,20	17,1
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	70,00	2010-04-07	83,90	14,4
ING BSK	Trzymaj	749,00	738,00	2010-04-07	766,00	14,2
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	15,94	2010-04-13	15,65	7,6
KĘTY	Trzymaj	120,36	105,30	2010-02-24	115,00	11,0
KGHM	Redukuj	90,40	93,70	2009-12-01	107,80	5,4
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	8,40	2009-12-08	11,39	9,2
KOPEX	Trzymaj	21,65	18,79	2010-04-07	22,50	12,8
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,80	2010-04-07	14,60	33,3
LOTOS	Redukuj	26,50	29,70	2010-04-07	31,40	9,9
LW BOGDANKA	Kupuj	80,70	61,45	2010-05-19	72,45	11,2
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,75	2010-04-27	4,84	19,5
MONDI	Redukuj	67,30	67,40	2010-04-09	73,40	17,2
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	78,20	67,00	2010-05-06	68,30	12,5
NETIA	Trzymaj	4,30	4,85	2009-11-06	4,36	50,4
PBG	Sprzedaj	194,00	215,00	2010-05-13	233,50	14,3
PEKAO	Trzymaj	172,80	158,00	2010-03-05	165,50	15,6
PGE	Kupuj	27,90	20,31	2010-03-30	23,00	11,2
PGNiG	Kupuj	4,32	3,50	2010-03-24	3,70	10,2
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	36,70	2010-04-08	39,40	10,1
PKO BP	Trzymaj	40,10	39,99	2010-03-17	39,07	16,1
POLICE	Redukuj	5,50	5,30	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	5,16	4,49	2010-05-06	4,65	13,3
POLNORD	Kupuj	52,60	37,00	2010-04-13	39,29	22,8
PZU	Trzymaj	358,80	354,00	2010-05-11	312,50	13,5
RAFAKO	Akumuluj	14,00	13,00	2010-05-20	12,60	17,6
SYGNITY	Kupuj	18,20	14,77	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,65	2010-04-23	16,35	18,2
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,26	2010-05-06	4,14	17,1
TVN	Trzymaj	17,00	18,10	2010-05-19	18,00	21,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	80,10	2010-01-06	84,50	16,9
UNIBEP	Akumuluj	9,10	8,27	2010-05-14	7,90	14,3
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	66,00	2010-01-06	80,90	15,3


**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /26.05.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE BANKI</b>													
BZ WBK	193,0	15,9	14,2	11,1	16%	16%	18%	2,4	2,1	1,9	0,0%	2,1%	2,3%
Getin	10,2	26,4	13,4	10,8	7%	13%	14%	1,9	1,7	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	70,0	18,1	14,4	10,5	9%	10%	13%	1,5	1,4	1,4	0,0%	5,4%	5,5%
ING BSK	738,0	16,1	14,2	10,4	13%	13%	15%	2,0	1,7	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,8	124,2	33,3	9,7	1%	5%	15%	1,7	1,6	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,8	2696,3	19,5	11,0	0%	9%	12%	1,4	1,4	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	158,0	17,2	15,6	13,1	14%	14%	16%	2,3	2,2	2,1	0,0%	1,8%	5,1%
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%
<b>Mediana</b>		<b>19,9</b>	<b>15,0</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>0,9%</b>	<b>1,2%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	16,5	9,6	7,2	4%	6%	8%	0,5	0,6	0,5	3,6%	4,5%	6,2%
Citigroup	3,9	-	12,5	8,8	-	6%	8%	0,7	0,7	0,6	0,3%	0,1%	0,6%
Commerzbank	5,8	-	-	11,5	-	-	6%	0,5	0,6	0,6	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,2	23,1	6,5	5,0	1%	10%	11%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,4%	2,4%
KBC	30,8	-	7,7	6,5	-	15%	15%	1,0	0,8	0,8	0,0%	2,5%	3,6%
UCI	1,6	16,6	13,9	7,0	3%	4%	7%	0,5	0,5	0,5	1,5%	2,8%	5,5%
<b>Mediana</b>		<b>16,6</b>	<b>9,6</b>	<b>7,1</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>2,4%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	4,1	7,3	9,2	7,1	10%	7%	9%	0,7	0,7	0,6	6,7%	5,5%	7,0%
Deutsche Bank	47,4	7,0	7,0	6,0	13%	12%	12%	0,8	0,7	0,7	1,9%	2,1%	3,6%
Erste Bank	28,5	11,2	12,0	8,1	9%	8%	10%	1,0	0,9	0,8	1,7%	2,1%	2,6%
Komercni B.	3420,0	11,9	11,2	9,9	17%	17%	18%	2,0	1,8	1,7	4,8%	5,4%	6,2%
OTP	5455,0	10,2	9,6	6,9	13%	12%	15%	1,2	1,1	1,0	0,8%	2,7%	4,7%
Santander	8,1	7,6	7,5	6,4	14%	13%	15%	1,0	0,9	0,9	6,9%	7,1%	7,9%
Turkiye Garanti B.	6,7	10,2	8,5	7,6	24%	23%	21%	2,3	1,8	1,5	1,4%	2,2%	2,9%
Turkiye Halk B.	10,3	8,2	7,4	6,6	31%	28%	25%	2,3	1,9	1,5	4,0%	4,1%	4,9%
Sberbank	2,2	81,7	10,8	6,6	2%	16%	23%	2,0	1,7	1,3	0,3%	1,0%	2,0%
VTB Bank	4,4	-	35,2	11,0	-	2%	12%	1,4	1,4	1,2	0,3%	0,5%	1,5%
<b>Mediana</b>		<b>10,2</b>	<b>9,4</b>	<b>7,0</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>4,1%</b>


**Wycena spółek ubezpieczeniowych /26.05.2010/**

	Cena	P/E			ROE			P/BV			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>													
PZU	354,0	8,1	13,5	11,4	25%	20%	21%	2,7	2,4	2,1	-	3,1%	3,3%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	31,5	11,5	10,3	8,9	9%	9%	10%	1,0	0,9	0,9	3,5%	3,4%	3,7%
Uniq	14,5	31,5	13,8	11,1	4%	7%	9%	1,5	1,4	1,3	1,9%	2,5%	2,9%
Aegon	4,4	-	9,3	6,4	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,9%	3,5%
Allianz	78,7	7,9	7,2	6,6	12%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	5,0%	5,7%	6,2%
Aviva	3,0	5,3	5,3	4,4	13%	15%	17%	0,7	0,8	0,7	8,1%	8,7%	9,4%
AXA	12,7	8,5	6,8	6,0	9%	10%	10%	0,7	0,6	0,6	4,0%	5,8%	6,9%
Baloise	77,9	8,4	7,8	7,1	12%	11%	11%	0,9	0,8	0,8	5,7%	5,9%	6,3%
Generali	86,0	15,5	12,5	11,2	8%	8%	9%	1,2	1,2	1,0	3,1%	3,1%	3,3%
Helvetia	297,3	8,6	7,4	6,8	11%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	4,6%	5,1%	5,4%
Mapfre	2,2	6,8	7,1	6,8	17%	14%	14%	1,0	0,9	0,8	6,9%	6,9%	7,2%
RSA Insurance	1,2	8,9	8,7	8,1	12%	14%	14%	1,2	1,1	1,1	7,0%	7,5%	7,8%
Zurich Financial	227,3	9,8	8,1	7,5	13%	14%	14%	1,2	1,1	1,0	5,3%	6,8%	7,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,2%</b>

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

**Wycena spółek paliwowych /26.05.2010/**


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	29,7	12,7	12,6	7,9	0,6	0,6	0,5	4,4	9,9	6,7	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN Orlen	36,7	7,8	7,2	6,4	0,4	0,4	0,4	12,0	10,1	10,4	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
MOL	16300,0	8,5	6,1	5,3	1,1	0,8	0,7	18,8	9,2	6,9	13%	13%	14%	2,0%	2,8%	4,1%
OMV	25,7	4,5	3,3	2,9	0,7	0,6	0,5	10,6	7,0	5,6	14%	17%	17%	3,4%	3,9%	4,3%
Hellenic Petroleum	6,1	7,6	7,4	6,5	0,5	0,4	0,4	9,1	10,0	8,0	7%	6%	6%	7,3%	7,3%	7,7%
Tupras	29,5	6,2	5,6	4,9	0,3	0,3	0,2	9,6	8,5	7,8	5%	5%	5%	8,6%	9,5%	9,9%
Unipetrol	187,2	12,2	7,5	6,0	0,6	0,5	0,4	-	46,4	18,8	5%	6%	7%	0,1%	3,8%	5,2%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>7,2</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>7,8</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,3%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,5	7,6	5,5	6,1	1,1	1,1	1,1	17,2	10,2	12,1	15%	20%	19%	0,7%	2,3%	3,9%
Gazprom	158,0	4,7	3,7	3,2	1,6	1,4	1,2	5,6	4,5	3,8	34%	39%	38%	1,4%	1,7%	2,0%
GDF Suez	24,6	6,5	6,2	5,7	1,1	1,1	1,1	12,3	12,2	10,9	17%	18%	19%	6,2%	6,3%	6,6%
Gas Natural SDG	11,3	7,7	6,9	6,6	1,8	1,7	1,7	7,9	7,8	7,3	24%	25%	25%	6,8%	7,4%	8,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,3%</b>

**Wycena spółek energetycznych /26.05.2010/**


	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b>																
CEZ	137,5	6,5	7,1	7,4	3,0	3,3	3,3	8,9	9,7	9,8	46%	46%	45%	5,8%	6,4%	5,8%
ENEA	17,7	6,1	4,1	4,8	1,0	0,7	0,9	15,2	12,0	11,9	16%	18%	18%	2,6%	3,3%	4,2%
PGE	20,3	5,0	5,6	5,8	1,9	2,0	2,0	10,4	11,2	10,6	37%	35%	36%	3,5%	3,7%	4,5%
E.ON	23,8	6,3	6,2	6,1	1,0	1,0	1,0	8,2	8,6	8,3	16%	16%	16%	6,3%	6,4%	6,6%
EDF	35,1	6,7	6,3	5,8	1,7	1,6	1,6	17,2	16,4	14,1	25%	26%	27%	3,4%	3,4%	3,7%
Endesa	18,2	5,7	5,8	5,8	1,8	1,7	1,7	7,4	8,5	8,5	32%	30%	29%	7,6%	6,2%	6,2%
ENEL SpA	3,6	6,3	6,1	6,0	1,6	1,5	1,5	7,2	8,1	8,0	25%	25%	24%	7,5%	7,4%	7,5%
Fortum	17,5	9,2	9,0	9,0	4,0	3,8	3,7	11,9	11,6	12,0	43%	42%	41%	5,3%	5,6%	5,6%
Iberdrola	5,2	8,4	7,9	7,4	2,2	2,2	2,1	10,0	10,0	9,5	27%	28%	29%	6,3%	6,3%	6,4%
RWE AG	56,8	5,1	4,6	4,4	0,9	0,8	0,8	9,0	8,1	8,1	18%	19%	19%	6,2%	6,5%	6,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>9,5</b>	<b>9,9</b>	<b>9,6</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,0%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /26.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
POLICE	5,3	-	10,7	6,0	0,3	0,4	0,3	-	-	15,4	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	66,0	7,9	6,4	2,9	0,5	0,5	0,4	18,6	15,3	5,6	7%	8%	14%	15,4%	1,3%	1,6%
Acron	24,4	7,6	5,7	5,2	1,7	1,4	1,2	8,6	6,8	6,7	22%	24%	23%	2,0%	3,1%	4,4%
Agrium	44,6	9,9	6,3	5,3	0,9	0,9	0,8	18,2	9,6	7,7	9%	14%	15%	0,3%	0,2%	0,2%
DSM	31,5	3,5	3,4	3,4	1,3	1,4	1,4	34,5	28,0	26,4	38%	40%	40%	2,2%	2,5%	2,7%
K+S	36,7	18,9	8,6	6,6	2,2	1,6	1,5	63,4	16,2	11,1	12%	19%	23%	0,8%	2,5%	3,8%
Silvinit	16499,0	6,4	6,2	4,6	4,3	3,8	2,9	9,5	9,3	6,6	68%	61%	64%	1,9%	1,4%	2,6%
Uralkali	3,2	12,2	8,3	6,2	6,4	4,5	3,6	19,9	5,6	4,0	53%	55%	59%	1,6%	3,7%	7,0%
Yara	191,3	13,8	7,1	7,1	1,1	1,1	1,0	23,2	10,6	9,3	8%	15%	14%	2,3%	2,7%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>8,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>19,2</b>	<b>10,1</b>	<b>7,7</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,7%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	26,4	5,8	5,0	4,4	0,6	0,6	0,5	-	10,4	6,5	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	40,9	6,8	6,3	5,8	0,9	0,9	0,8	15,9	13,2	11,3	13%	14%	14%	3,3%	3,6%	4,1%
BASF	41,6	7,2	5,3	5,0	1,0	0,9	0,9	19,9	11,5	10,2	14%	17%	17%	3,7%	4,6%	4,9%
Croda	9,4	10,5	8,5	7,9	1,7	1,7	1,6	18,6	13,1	12,1	17%	20%	20%	2,2%	2,7%	2,9%
Dow Chemical	26,5	9,9	7,3	6,3	1,2	1,0	0,9	51,5	15,8	10,2	12%	14%	15%	3,3%	2,9%	2,9%
Rhodia	13,5	5,9	3,7	3,5	0,6	0,6	0,5	-	8,2	6,4	11%	15%	15%	0,2%	2,1%	2,7%
Sisecam	1,8	5,8	4,8	4,2	1,1	1,0	0,9	14,9	9,7	6,6	19%	21%	22%	0,0%	1,2%	2,3%
Soda Sanayii	1,8	5,6	6,2	4,4	1,1	1,0	0,8	8,8	7,3	4,3	20%	16%	18%	-	5,5%	7,4%
Solvay	69,3	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	304,4	5,9	6,9	6,5	1,0	1,3	1,2	9,9	10,8	9,6	16%	19%	19%	2,9%	2,7%	2,8%
Tessenderlo Chemie	22,5	15,6	5,7	4,5	0,5	0,4	0,4	-	26,0	10,9	3%	7%	9%	5,4%	5,6%	5,8%
Wacker Chemie	97,6	8,6	5,3	4,6	1,4	1,3	1,2	28,6	12,8	10,6	17%	24%	25%	1,2%	1,9%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>6,0</b>	<b>4,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>15,9</b>	<b>12,2</b>	<b>10,2</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>

**Wycena europejskich operatorów narodowych /26.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Netia	4,9	6,0	5,0	4,3	1,1	1,1	0,9	21,3	50,4	24,2	19%	21%	22%	-	2,0%	4,1%
TPSA	15,7	4,0	4,5	4,5	1,5	1,7	1,7	16,3	18,2	17,4	38%	36%	37%	9,6%	9,6%	9,6%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>18,8</b>	<b>34,3</b>	<b>20,8</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>10%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>
<b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>																
Belgacom	24,8	5,3	4,9	5,3	1,7	1,6	1,6	9,6	9,7	10,1	32%	32%	30%	8,4%	8,8%	8,8%
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	6,6	3,9	4,1	4,1	1,4	1,4	1,5	6,4	7,3	6,7	36%	35%	35%	10,7%	8,4%	9,0%
Matav	675,0	4,2	4,5	4,5	1,7	1,7	1,8	8,7	9,4	9,6	39%	39%	39%	11,0%	11,0%	11,0%
Portugal Telecom	7,8	5,6	5,3	5,1	2,0	1,9	1,8	12,7	12,6	11,0	36%	35%	36%	7,4%	7,5%	7,5%
Telecom Austria	10,3	4,5	4,9	5,0	1,7	1,7	1,8	12,8	15,3	13,4	37%	35%	35%	7,3%	7,3%	7,3%
<b>Mediana</b>		<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>10,8</b>	<b>11,0</b>	<b>10,5</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,9%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,2	4,2	3,7	3,6	0,9	1,0	1,0	8,6	8,1	7,5	22%	27%	27%	6,8%	5,8%	6,3%
DT	8,9	4,2	4,3	4,4	1,3	1,4	1,4	13,4	12,4	12,0	32%	32%	32%	8,7%	8,1%	8,1%
FT	15,3	4,6	4,9	4,9	1,5	1,7	1,7	9,1	8,8	8,5	33%	35%	35%	9,2%	9,1%	9,1%
KPN	10,5	5,4	5,2	5,2	2,1	2,1	2,1	11,5	9,4	8,8	38%	40%	40%	6,6%	7,6%	8,1%
Sw isscom	364,5	6,0	6,2	6,1	2,4	2,4	2,4	9,7	10,1	9,9	40%	38%	39%	6,2%	6,3%	6,6%
TELEFONICA	15,1	5,1	5,2	5,1	2,0	2,0	2,0	8,8	8,4	8,1	40%	39%	39%	7,6%	9,3%	10,3%
TeliaSonera	46,2	7,3	6,9	6,7	2,4	2,4	2,4	10,6	10,0	9,4	33%	35%	35%	4,6%	5,5%	5,9%
TI	0,9	4,8	4,8	4,8	2,0	2,0	2,0	9,1	8,2	7,7	41%	41%	42%	5,6%	6,1%	6,7%
<b>Mediana</b>		<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>9,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,7</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,4%</b>

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

**Wycena spółek IT /26.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AB	16,8	7,8	7,0	6,4	0,1	0,1	0,1	10,1	9,8	8,9	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	19,9	7,2	9,0	7,7	0,1	0,2	0,2	11,0	12,7	10,3	2%	2%	2%	6,9%	1,8%	1,6%
ASBIS	4,5	14,8	5,5	4,4	0,1	0,1	0,1	-	9,9	6,6	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	58,0	7,6	7,6	7,1	1,6	1,5	1,4	12,0	13,3	12,6	21%	20%	20%	2,5%	2,2%	2,4%
COMARCH	89,5	10,8	9,7	7,1	0,8	0,9	0,8	21,4	18,2	13,9	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	8,4	10,7	6,9	4,7	0,1	0,1	0,1	31,9	9,2	6,0	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNIFY	14,8	-	9,8	5,3	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>9,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>12,0</b>	<b>11,3</b>	<b>9,6</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Accenture	37,4	7,0	7,0	6,6	1,1	1,1	1,0	14,1	14,1	12,4	15%	15%	15%	1,3%	2,6%	2,2%
Atos Origin	35,3	5,7	5,3	4,7	0,5	0,5	0,5	16,2	13,4	10,9	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,8%
CapGemini	35,7	6,5	6,8	5,6	0,6	0,6	0,5	18,1	19,3	14,0	8%	8%	10%	2,2%	2,4%	2,8%
IBM	123,2	7,6	7,1	6,7	1,8	1,7	1,7	12,5	10,9	10,0	24%	24%	25%	1,7%	1,8%	2,0%
Indra Sistemas	13,9	7,5	7,4	7,0	1,0	1,0	1,0	11,5	11,2	10,5	13%	13%	14%	4,7%	4,9%	5,3%
LogicaCMG	1,2	7,9	6,9	6,5	0,6	0,6	0,6	11,3	10,1	9,3	8%	9%	9%	2,5%	2,8%	3,1%
Microsoft	25,0	8,1	7,4	6,7	3,2	3,1	2,8	14,8	12,1	10,8	39%	42%	42%	2,0%	2,1%	1,8%
Oracle	21,9	9,6	8,2	7,2	4,6	4,0	3,1	15,4	13,5	11,5	48%	48%	43%	0,1%	0,9%	1,0%
SAP	34,5	12,8	11,0	9,9	3,9	3,7	3,4	20,3	17,0	15,2	30%	33%	34%	1,4%	1,7%	1,9%
TietoEnator	14,5	7,0	6,0	5,3	0,7	0,7	0,6	13,7	11,6	9,9	9%	11%	12%	2,9%	4,1%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>14,4</b>	<b>12,7</b>	<b>10,8</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /26.05.2010/**

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011		
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AGORA	24,8	8,0	6,9	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	15,0	12,1	8,9	7,6	3,1	2,7	2,5	16,9	13,2	11,8	26%	30%	33%	5,0%	3,9%	5,0%
TVN	18,1	10,1	12,6	10,3	3,8	3,3	3,0	14,6	21,5	17,1	37%	27%	29%	4,3%	1,7%	1,4%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,4	9,9	7,1	6,1	0,7	0,7	0,7	14,6	10,5	8,2	7%	10%	11%	2,2%	7,2%	8,6%
Axel Springer	81,0	8,4	7,3	6,3	1,2	1,1	1,0	9,9	11,7	9,9	14%	15%	16%	5,4%	5,6%	6,0%
Daily Mail	4,7	9,2	8,2	7,5	1,4	1,5	1,4	13,1	11,5	9,9	15%	18%	19%	3,1%	3,2%	3,4%
Gruppo Editorial	1,7	10,5	6,1	5,3	1,1	1,1	1,1	53,8	12,9	9,8	10%	18%	20%	0,0%	3,5%	5,2%
Mcclatchy	4,2	6,3	5,9	6,0	1,5	1,6	1,6	13,1	7,0	7,5	24%	28%	27%	2,2%	-	-
Naspers	300,0	20,3	18,4	14,9	4,8	4,4	3,9	28,4	21,4	16,2	24%	24%	26%	0,7%	0,8%	1,1%
New York Times	8,9	4,1	3,3	3,3	0,5	0,5	0,5	41,5	12,3	12,1	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,1	7,9	7,6	6,9	1,5	1,5	1,5	6,6	5,1	3,9	19%	20%	22%	0,6%	0,6%	0,6%
SPIR Comm	16,5	21,1	9,8	6,7	0,4	0,4	0,4	-	-	36,3	2%	4%	6%	21,8%	-	-
Trinity Mirror	1,0	4,4	4,0	3,7	0,8	0,8	0,8	5,7	4,2	3,7	18%	19%	20%	0,0%	0,5%	2,4%
<b>Mediana</b>		<b>8,8</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>13,1</b>	<b>11,5</b>	<b>9,8</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,4%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	5,1	18,5	8,8	7,2	1,8	1,7	1,6	24,9	10,5	8,3	10%	19%	22%	3,4%	7,0%	8,5%
CETV	549,9	37,9	14,9	10,5	3,6	3,1	2,7	-	-	31,0	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	8,1	18,8	11,4	7,1	3,2	2,4	2,0	28,9	16,5	11,0	17%	21%	28%	3,5%	4,7%	7,5%
ITV PLC	0,6	13,6	8,6	6,8	1,5	1,4	1,4	42,5	16,2	10,8	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,1%
M6-Metropole Tel	15,8	7,5	6,9	6,5	1,5	1,4	1,3	15,7	14,7	13,4	20%	20%	21%	5,9%	5,4%	5,6%
Mediaset SPA	4,8	6,1	5,5	5,0	1,9	1,7	1,6	19,3	14,3	11,9	32%	32%	32%	5,0%	5,8%	6,7%
RTL Group	58,5	11,0	9,5	8,6	1,7	1,6	1,6	22,1	16,1	14,4	15%	17%	19%	3,9%	5,0%	5,7%
TF1-TV Francaise	11,1	13,1	11,9	8,2	1,1	1,0	1,0	31,3	24,7	14,0	9%	9%	12%	2,4%	3,5%	4,6%
<b>Mediana</b>		<b>13,3</b>	<b>9,1</b>	<b>7,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>24,9</b>	<b>16,1</b>	<b>12,7</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,7%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	5,5	10,6	9,8	8,4	2,1	2,0	1,8	21,1	18,3	14,5	20%	20%	22%	3,2%	3,4%	3,7%
Canal Plus	5,3	5,0	4,9	4,8	0,2	0,2	0,2	14,4	15,1	14,6	5%	5%	4%	4,8%	5,0%	5,1%
Cogeco	33,0	5,4	5,3	4,9	2,2	2,1	2,0	15,2	14,2	12,1	41%	39%	40%	1,4%	1,7%	1,8%
Comcast	17,7	5,7	5,5	5,3	2,2	2,1	2,0	15,0	14,3	12,6	39%	39%	39%	1,5%	2,1%	2,3%
Liberty Global	24,4	6,0	6,7	6,5	2,6	2,9	2,9	-	-	30,4	43%	43%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	8,7	6,0	5,5	5,2	2,9	2,7	2,6	20,5	16,3	13,5	49%	50%	50%	0,0%	3,3%	4,6%
Shaw Communications	17,9	7,1	6,3	5,9	3,2	2,9	2,6	14,5	13,8	12,2	46%	46%	44%	4,6%	4,9%	5,1%
<b>Mediana</b>		<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>15,1</b>	<b>14,7</b>	<b>13,5</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,7%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /26.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Budimex	98,8	8,2	10,9	10,9	0,6	0,6	0,5	14,5	13,6	15,6	7%	5%	5%	5,9%	6,9%	4,5%
Elektrobudowa	173,0	9,0	11,1	10,0	1,0	1,0	0,9	15,1	16,7	15,0	11%	9%	9%	1,8%	2,0%	2,2%
Erbud	51,2	7,4	8,8	8,4	0,5	0,5	0,4	15,4	12,5	12,9	7%	5%	5%	0,2%	1,0%	1,2%
Mostostal Wa-w a	67,0	5,1	6,8	7,2	0,4	0,4	0,4	11,1	12,5	14,1	8%	6%	5%	0,0%	4,5%	4,0%
PBG	215,0	12,9	10,1	9,9	1,5	1,0	0,8	14,6	14,3	13,9	11%	10%	8%	0,0%	1,4%	1,4%
Polimex Mostostal	4,5	7,4	8,4	7,7	0,5	0,6	0,5	13,3	13,3	12,1	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	13,0	9,9	9,7	7,6	0,7	0,6	0,4	24,0	17,6	15,0	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,3	6,3	9,3	8,6	0,8	0,7	0,5	9,5	17,1	17,0	12%	8%	6%	2,3%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	80,1	8,9	5,1	4,4	3,7	2,6	2,2	-	16,9	12,8	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,3	9,8	10,8	10,8	0,7	0,5	0,4	15,8	14,3	14,8	7%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,5</b>	<b>9,5</b>	<b>8,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,6</b>	<b>14,3</b>	<b>14,5</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,9%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	7,8	8,1	7,2	6,5	0,7	0,7	0,6	16,5	14,9	13,1	9%	9%	10%	2,2%	2,4%	2,6%
BILFINGER	43,5	7,5	5,3	5,2	0,3	0,3	0,3	13,7	9,2	8,5	4%	6%	6%	4,2%	5,5%	5,5%
EIFFAGE	36,1	8,5	8,5	8,0	1,2	1,2	1,2	11,8	13,3	11,0	14%	14%	15%	3,2%	3,2%	3,5%
HOCHTIEF	51,6	5,8	5,0	4,7	0,3	0,3	0,3	19,7	15,7	13,6	5%	5%	6%	2,8%	3,2%	3,6%
NCC	112,5	6,3	7,1	6,5	0,3	0,3	0,3	11,3	11,7	10,5	5%	4%	5%	3,5%	5,0%	5,3%
SKANSKA	112,5	6,1	6,7	6,7	0,3	0,3	0,3	13,4	15,0	14,7	5%	5%	5%	4,9%	5,0%	5,2%
STRABAG	18,6	4,1	4,0	4,0	0,2	0,2	0,2	13,5	12,8	12,7	5%	5%	5%	2,8%	2,6%	2,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>12,7</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,6%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /26.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Dom Development	50,0	13,3	33,0	11,6	1,8	1,6	1,6	15,3	45,8	14,6	16%	9%	18%	1,6%	0,5%	1,7%
GTC	24,0	-	14,4	9,4	1,2	1,3	1,2	-	17,1	-	-	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	7,6	8,5	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	37,0	13,8	19,3	14,0	0,7	0,7	0,7	12,9	22,8	11,8	48%	16%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>13,3</b>	<b>16,9</b>	<b>11,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>12,9</b>	<b>19,9</b>	<b>11,8</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>26%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
CA IMMO INTERNATIONAL	6,5	21,3	17,6	14,3	0,5	0,6	0,6	-	-	-	66%	52%	55%	0,0%	0,0%	1,5%
CITYCON	2,4	18,3	16,5	15,4	0,6	0,7	0,7	13,4	10,9	10,3	56%	58%	59%	5,7%	5,8%	6,1%
CORIO	37,1	23,4	16,4	14,5	0,7	0,8	0,8	12,2	12,5	12,2	64%	83%	87%	7,2%	7,3%	7,4%
DEUTSCHE EUROSHOP	22,0	18,1	16,5	15,8	0,8	0,9	0,9	19,1	15,4	13,9	87%	86%	86%	4,8%	4,9%	5,4%
ECHO INVESTMENT	4,1	13,7	14,4	11,0	1,1	1,0	0,9	19,2	15,1	10,9	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,4	18,1	18,6	18,0	0,5	0,9	0,8	16,8	15,9	16,6	77%	78%	79%	4,4%	4,6%	4,8%
KLEPIERRE	20,9	20,3	16,6	15,8	0,7	1,0	0,9	13,9	14,4	13,8	71%	85%	86%	6,0%	6,0%	6,2%
SPARKASSEN IMMO	4,5	23,8	16,8	14,8	0,5	0,6	0,6	-	10,9	6,7	53%	50%	50%	0,0%	1,8%	5,9%
UNIBAIL-RODAMCO	122,5	16,8	16,8	15,7	0,7	0,9	0,9	13,1	13,1	12,6	86%	82%	81%	6,5%	6,7%	7,0%
<b>Mediana</b>		<b>18,3</b>	<b>16,6</b>	<b>15,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>13,9</b>	<b>13,8</b>	<b>12,4</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,9%</b>

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


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /26.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
FAMUR	2,0	7,9	7,6	6,2	1,5	1,4	1,3	16,7	13,6	10,9	19%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	18,8	7,6	6,7	5,8	0,8	0,7	0,6	15,1	12,8	10,7	10%	11%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>15,9</b>	<b>13,2</b>	<b>10,8</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	107,5	12,8	10,7	9,2	2,3	2,2	2,0	20,4	16,1	13,4	18%	21%	22%	2,7%	3,1%	3,5%
Bucyrus	50,9	7,9	6,4	5,3	1,6	1,2	1,0	12,8	13,3	10,0	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,5	2,9	3,3	2,8	1,1	1,4	1,3	5,3	7,2	5,0	38%	41%	45%	7,1%	4,0%	9,0%
Industrea	0,3	4,9	4,2	3,7	1,6	1,4	1,3	6,6	6,7	5,3	34%	34%	34%	1,9%	3,8%	4,8%
Joy Global	49,9	7,0	9,2	7,5	1,5	1,7	1,5	11,8	16,0	12,7	21%	19%	20%	1,4%	1,4%	1,4%
Sandvik	89,3	35,4	10,2	7,9	1,9	1,8	1,6	-	19,8	13,0	5%	17%	20%	1,8%	2,4%	3,6%
<b>Mediana</b>		<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>6,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>11,8</b>	<b>14,7</b>	<b>11,4</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,5%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /26.05.2010/**

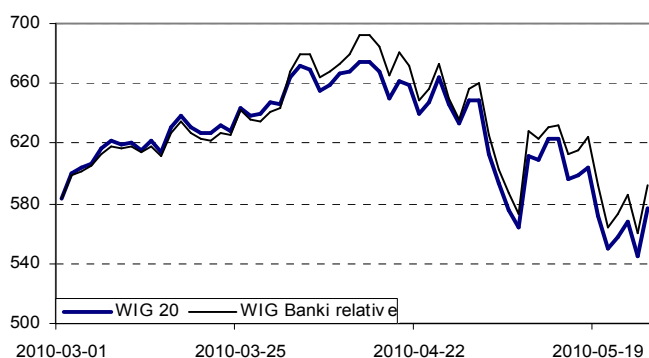
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	67,4	18,6	9,7	8,0	3,0	2,2	2,0	47,2	17,2	12,1	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,6%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	47,1	7,2	4,3	4,8	0,8	0,7	0,7	30,4	8,1	9,7	11%	17%	15%	1,2%	4,1%	5,3%
Holmen	186,5	7,7	9,8	7,8	1,2	1,3	1,2	15,6	27,3	16,8	16%	13%	15%	4,8%	3,8%	3,8%
INTL Paper	22,3	6,0	5,7	5,0	0,8	0,7	0,7	25,5	12,6	9,0	13%	13%	14%	1,5%	1,6%	2,1%
M-Real	2,5	62,6	6,3	6,0	0,7	0,7	0,7	-	23,1	12,1	1%	11%	12%	0,0%	0,5%	0,7%
Norske Skog	7,4	5,2	10,6	6,5	0,6	0,6	0,6	-	-	-	11%	6%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	1,9	10,4	7,5	6,4	2,1	1,7	1,6	15,8	12,1	9,5	20%	23%	25%	4,0%	5,0%	5,8%
Stora Enso	6,0	10,4	7,9	6,8	0,9	0,8	0,8	37,1	14,8	11,8	9%	11%	12%	2,9%	3,3%	3,5%
Svenska	88,3	6,6	6,8	5,9	1,0	1,0	0,9	11,0	10,7	8,9	14%	14%	15%	4,2%	4,5%	4,9%
UPM-Kymmene	10,3	9,1	7,7	6,5	1,2	1,1	1,0	-	23,1	14,2	13%	14%	16%	3,8%	4,5%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>7,5</b>	<b>6,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>20,6</b>	<b>13,7</b>	<b>10,7</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>

**Wycena spółek górniczych /26.05.2010/**

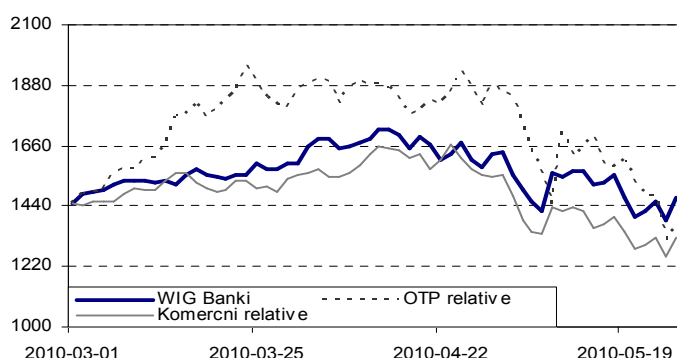
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	93,7	4,9	4,5	6,8	1,6	1,5	1,6	7,4	5,4	10,4	33%	34%	24%	12,5%	8,1%	13,0%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	25,9	7,1	4,1	3,4	2,1	1,6	1,4	11,9	6,2	4,7	29%	40%	43%	0,3%	1,6%	3,9%
BHP Billiton	18,6	5,0	4,4	3,0	2,2	2,1	1,6	10,4	7,7	4,9	44%	48%	55%	4,2%	4,6%	5,2%
Freeport-MCMOR	66,6	4,8	3,7	3,4	2,3	1,9	1,8	12,4	8,2	7,4	48%	52%	52%	0,2%	1,5%	2,2%
Rio Tinto	30,6	6,6	3,7	3,2	2,1	1,6	1,5	9,4	4,7	4,0	31%	44%	47%	1,8%	3,2%	3,5%
Southern Peru	27,6	13,0	7,6	5,9	6,4	4,5	3,5	25,8	12,9	9,6	49%	59%	60%	1,7%	5,5%	6,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>11,9</b>	<b>7,7</b>	<b>4,9</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,9%</b>

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

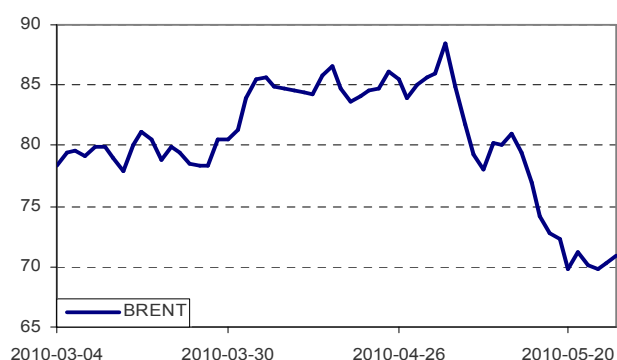
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



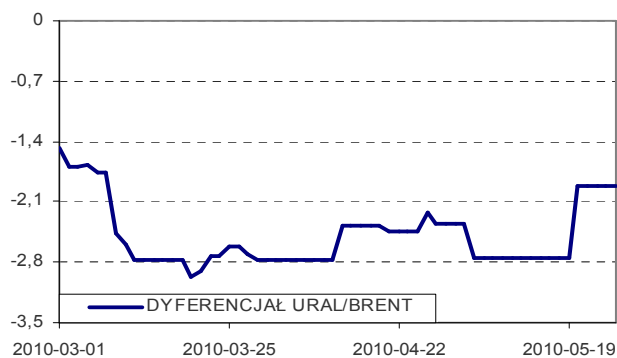
**Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



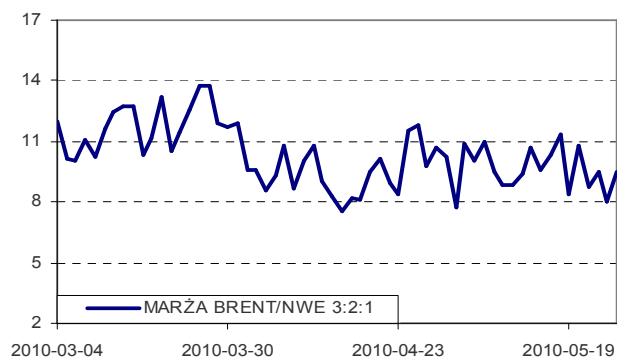
**BRENT (USD/brk)**



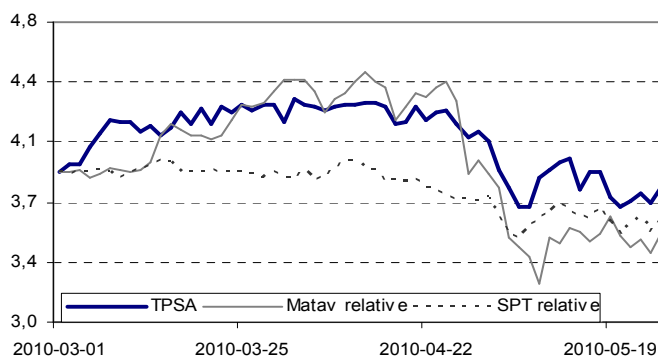
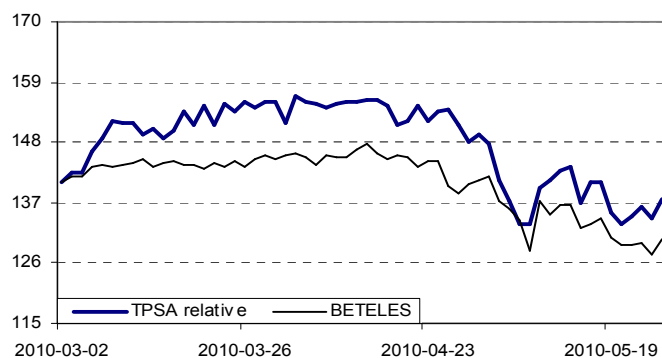
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

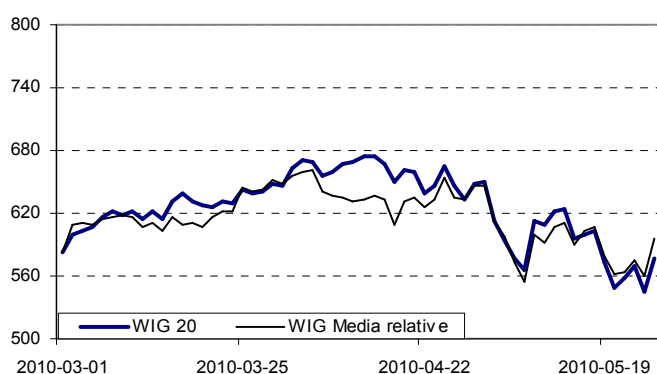


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Bloomberg Europe 500 Telecom Services Index (EUR)** - **Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

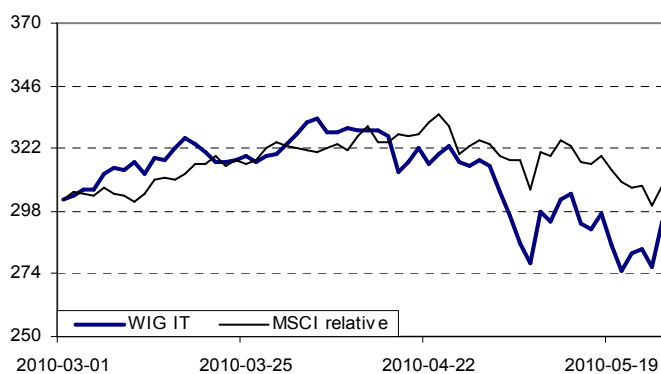


Źródło: Bloomberg

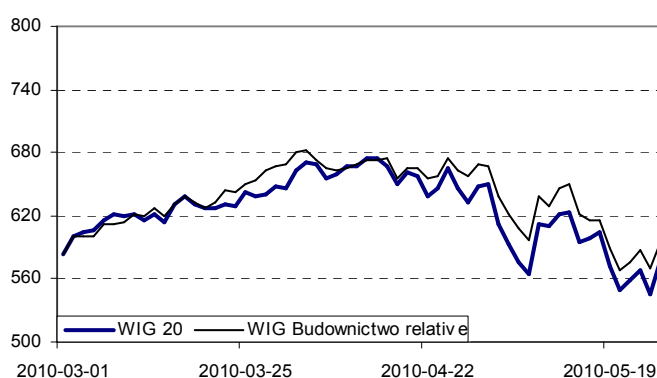
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



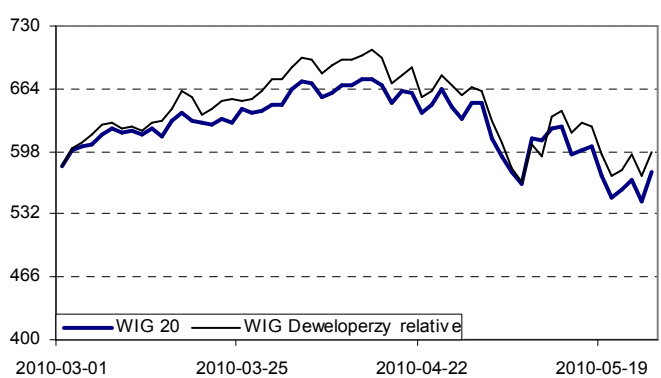
Indeks WIG IT na tle MSCI



Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



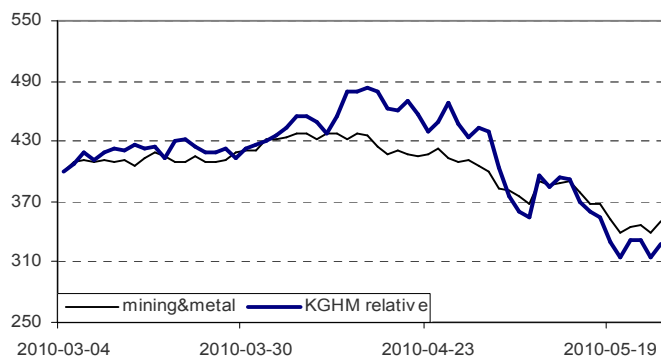
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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

**Analitycy:**

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

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

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

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

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

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

Paweł Szczepaniak tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.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, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimy, LW Bogdanka.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

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

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

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