


**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	10 136,6	-1,19%	FTSE 100	5 188,4	-0,13%	Miedź (LME)	6 939,0	-0,64%
S&P 500	1 089,4	-1,24%	WIG20	2 427,1	+1,37%	Ropa (Brent)	73,3	-0,93%
NASDAQ	2 257,0	-0,91%	BUX	21 938,5	-0,18%	USD/PLN	3,33	+1,37%
DAX	5 946,2	+0,15%	PX	1 169,8	+2,14%	EUR/PLN	4,07	+0,49%
CAC 40	3 515,1	-0,29%	PLBonds 10	5,78	-0,75%	EUR/USD	1,23	-0,72%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Wpływ Bazylei III na polskie banki

Nowe przepisy (tzw. Bazylea III) mogą wejść w życie za mniej więcej dwa lata i dotyczą m.in. poziomu wymaganego kapitału, wskaźników płynnościowych, kredytów walutowych, sposobu tworzenia rezerw, a nawet wynagrodzeń dla bankowców. Bazylejskiemu Komitetowi Nadzoru Bankowego w związku z ostatnim kryzysem chodzi przede wszystkim o zmniejszenie ryzyka w sektorze bankowym. Dziś niektóre europejskie banki uwzględniają w kapitałach podstawowych (tzw. Tier 1), według których oblicza się ich współczynnik wypłacalności, np. niektóre instrumenty hybrydowe czy akcje preferencyjne. Po wejściu nowych regulacji (w zależności od ich ostatecznego kształtu) nie będą tego mogły robić, co oznacza, że sporo z nich może potrzebować dodatkowego kapitału. To jednak nie wpłynie na polskie banki. Dla nich groźniejsze są regulacje dotyczące płynności. Banki będą zmuszone mieć długoterminowe finansowanie długoterminowych kredytów. To znaczy, że nie będą mogły, tak jak dotychczas, z lokat na 3 czy 6 miesięcy finansować kilkuletnich, czy też 20 – letnich kredytów. **O wpływie przepisów Bazylea III na polskie banki pisaliśmy już przy okazji strategii na 2010 rok (raport z 19 stycznia). Uważamy, że wpłynie ona na polskie banki w ograniczonym zakresie, ze względu na dość nieskomplikowaną strukturę banków w Polsce, skupiającą się przede wszystkim na bankowości uniwersalnej skierowanej na klienta. Naszym zdaniem obawiać należy się wpływu Bazylei III na spółki matki banków w Polsce. Naszym zdaniem spółki matki mogą zostać zmuszone do restrukturyzacji bilansu i poprawy jakości kapitałów, a to naszym zdaniem może wymusić falę przejęć na naszym rynku. (M. Jeżewska)**

#### Samorządy atrakcyjnym klientem dla leasingu

*Parkiet* pisze, że rośnie skala aktywów trwałych branych w leasing przez jednostki samorządowe. Umowy leasingu dotycząc samochody, śmieciarki, tabor kolejowy, sprzęt medyczny itd. Liczba ogłaszanych przetargów w ciągu roku kilka lat temu wynosiła 100, obecnie jest to ponad 400. Banki postrzegają JST jako bardzo atrakcyjną grupę klientów, która zapewnia przychody, prezentując jednocześnie bardzo dobry profil ryzyka. Dodatkową zaletą leasingu dla spółek komunalnych są korzyści podatkowe. Od 2008 roku jest kosztem kwalifikowanym przy realizacji inwestycji ze środków unijnych. W ubiegłym roku samorządy na inwestycje przeznaczyły 41,6 mld PLN, prognoza na ten rok to 59,2 mld PLN. **Banki zwracają się w stronę JST i widać to w wolumenach najaktywniejszych graczy na rynku kredytów. Dla banków JST jest stabilnym, przewidywalnym klientem, o pożądanym profilu ryzyka. W ubiegłym roku marże kredytowe w tym obszarze były dość wysokie biorąc pod uwagę profil ryzyka, jednak w tym roku są już znacznie niższe i można oczekiwać utrzymania się dość dużej konkurencji w tym obszarze. (M. Jeżewska)**

### BZ WBK

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

#### BZ WBK w ręce polskiego konsorcjum?

Gazeta Wyborcza podaje, że szefowie irlandzkiego AIB dali Janowi Krzysztofowi Bieleckiemu dwa tygodnie na zmontowanie polskiego konsorcjum, które odkupiłoby udziały w BZ WBK. **Naszym zdaniem wejście w akcjonariat BZ WBK jego głównego konkurenta (wcześniej gazety podawały, że w skład konsorcjum ma wejść m.in. PKO BP) będzie bardzo trudne do realizacji. (M. Jeżewska)**

### PKO BP

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

#### Prezes o wynikach 2Q10 i perspektywach na cały 2010 rok

Zdaniem prezesa PKO BP oczekiwania rynku co do zysku grupy PKO BP w '10 w ok. 2,99 mld PLN (w przedziale od 2,64 mld PLN do 3,33 mld PLN) są realne. Przedział oczekiwań. Prezes powiedział również, że w 2Q10 odpisy będą nieznacznie niższe niż w 1Q10 (wówczas 425,1 mln

PLN). Prezes oczekuje, że po pierwszym półroczu '10, kredyty korporacyjne wzrosną Q/Q. Jednocześnie spodziewa się w 2Q10 niższej dynamiki sprzedaży kredytów konsumpcyjnych. Prezes podał, że bank w kwietniu i maju utrzymuje miesięczną sprzedaż kredytów hipotecznych w wysokości ok. 1 mld PLN. Według prezesa negatywny wpływ na jakość portfela mają kredyty konsumpcyjne udzielone w 2009 roku i w latach wcześniejszych. PKO BP podtrzymuje, że w 2010 roku utrzyma dwucyfrową dynamikę wzrostu zysku netto, sumy bilansowej, kredytów i depozytów. **Zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zakładamy 3,1 mld PLN zysku netto, przy sumie bilansowej rosnącej o 12%, kredytach netto również o 12% R/R i depozytach o około 9%. Oczekujemy jednocześnie, że w 2Q10 mogą wzrosnąć koszty Q/Q, co ograniczy skalę poprawy wyniku netto. Naszym zdaniem przy wycenie P/E'10 na poziomie 16,5 jest to już zdyskontowane.** (M. Jeżewska)

## PZU

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

### Do PZU zgłoszono 49,2 tys. szkód powodziowych

Do PZU zgłoszono 49,2 tys. szkód powodziowych. Zarząd ocenia, że wysokość odszkodowań powodziowych obciążających wynik PZU SA (po reasekuracji) nie powinna przekroczyć 156 mln PLN. **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, reasekuracja istotnie obniży skalę odszkodowań. Naszym zdaniem czynnikiem, który przede wszystkim negatywnie zaważy na wynikach 2Q10 będzie sentyment na rynku kapitałowym. Nie można tego przekładać bezpośrednio na kolejne szkody, które mogą zostać zgłoszone, ale z podanych przez spółkę danych i szacunków, wynika że średnie odszkodowanie po uwzględnieniu reasekuracji powinno sięgnąć około 3,2 tys. PLN.** (M. Jeżewska)

## Energetyka

### Sprzedaż akcji spółki Energa

Gazeta Giełdy Parkiet i Puls Biznesu poinformowały, że kupnem akcji spółki energia są zainteresowane GDF Suez, EDF, PGE, PGNIG, Kulczyk Holding i fundusz infrastrukturalny private equity CVC. Termin składania ofert w Ministerstwie upływa jutro. Energia wyceniana jest między 5, a 8 mld PLN.

## CEZ

Trzymaj – z dn. 03.03.10  
Cena docelowa: 140,30 PLN

### Rzeczpospolita podaje, że CEZ miał sondować temat przejęcia kontroli nad Turonem

Według gazety miały się nawet toczyć w tej sprawie rozmowy w MSP. Czeski koncern miał wystąpić z ofertą za pakiet większościowy, wyższą, niż maksymalne wyceny analityków (1,09 zł na akcję przy 15,2 mld zł wartości całego Tauronu). CEZ, oprócz tego, że sam wziąłby udział w ofercie, mógłby nabyć więcej papierów także przez instytucje finansowe.

## Górnictwo węgla

### KHW i Jastrzębska na giełdę w 2011 roku

Ministerstwo Gospodarki spodziewa się, że debiut Katowickiego Holdingu Węglowego powinien nastąpić w drugiej połowie 2011 roku, a Jastrzębskiej Spółki Węglowej w pierwszej połowie 2011 roku. Ministerstwo zapowiedziało jednocześnie, że będzie chciało utrzymać w spółkach węglowych pakiet kontrolny. **Pozyskanie kapitału na giełdzie przez spółki węglowe pozytywnie wpłynie na poziom inwestycji kopalnianych. Między innymi Katowicki Holding Węglowy w związku z planowanym debiutem giełdowym zakłada budowę megakopalni w miejsce obecnie istniejących pojedynczych spółek wydobywczych. Przełoży się to na niższe koszty funkcjonowania.** (J. Szkopek)

## Kopex

Rekomendacja utajniona  
do dnia 04.06.10 \*\*\*

### Objęcie obligacji od KHW

Spółka poinformowała o objęciu obligacji węglowych od KHW o wartości nominalnej 45 mln PLN. Cena zakupu wyniosła 43,5 mln PLN. Termin wykupu ustalony został na 29 listopada 2009 roku. **Podtrzymujemy naszą rekomendację dla Kopexu.** (J. Szkopek)

## AB

Akumuluj z dn. 06.05.10  
Cena docelowa: 18,8 PLN

### Korzystne wiadomości z rynku czeskiego, sytuacja w Polsce

Czeska spółka ATC w Q1 2010 zanotowała wzrost o 10% przychodów, podczas gdy konkurencja spółki notowała spadki rzędu 13%. AB chce w tym roku rosnać szybciej, niż rynek, który zgodnie z prognozami ma wzrosnąć o 3%. Popyt indywidualnych klientów utrzymuje się w Polsce na niezłym poziomie, spółka życzyłaby sobie jednak, aby dołączyły do niego firmy. Na poziomie jednostkowym Q4 2009/2010 ma być lepszy pod względem zysku netto (nie sprecyzowano, r/r, czy q/q, między innymi dzięki dywidendzie od ATC). Spółka regularnie obniża zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

## Cyfrowy Polsat

Akumuluj z dn. 25.03.10  
Cena docelowa: 16,6 PLN

### Rada nadzorcza akceptuje dywidendę

Rada nadzorcza podjęła uchwałę, na mocy której zaakceptowała propozycję zarządu wypłaty 152,9 mln PLN w formie dywidendy (0,57 na akcję, yield = 3,4%). Dywidenda zostanie wypłacona w 2 transzach.

## Budownictwo

### Wydatki PKP PLK w 2010 i 2011 roku

Prezes PKP PLK, po mroźnej zimie, obniżył szacunki wydatków PKP PLK w 2010 roku. Szacunki zostały obniżone z 5,7 mld PLN do 4,8 mld PLN. W 4 pierwszych miesiącach roku wydatki PKP PLK wynosiły jedynie 361 mln PLN. Według prezesa Trakcji Polskiej, poziom tegorocznych wydatków będzie nawet o 30% niższy niż w 2009 roku, kiedy to PKP PLK wydała 3,36 mld PLN. Nakłady mogą wynieść nawet 2-2,3 mld PLN. Wpływ na to mają opóźnienia w rozstrzygnięciu przetargów. Wydatki PKP PLK mają za to szansę przekroczyć 5 mld PLN w 2011 roku.

Dostrzegamy ryzyko spadku wydatków PKP PLK w 2010 roku. Jest ono odzwierciedlone w prognozach wyników spółek. Na razie nie dostrzegamy podstaw do oczekiwania 5 mld PLN wydatków PKP PLK w 2011 roku. Uważamy, że dojście do tego poziomu może mieć miejsce o rok później. (M.Stokłosa)

### Budimex

Sprzedaj - z dn. 29.03.10  
Cena docelowa: 85,1 PLN

### Kontrakt drogowy za 252,1 mln PLN

Budimex podpisał kontrakt z GDDKiA na budowę odcinka autostrady A1 na odcinku blisko 5 kilometrów (węzeł Stryków). Wartość kontraktu to 252,1 mln PLN (5,9% przychodów spółki prognozowanych na rok 2010). Termin zakończenia prac przypada na listopad 2011. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. Wiadomość o wyborze oferty Budimexu pojawiła się w połowie kwietnia.** (M.Stokłosa)

### Polimex Mostostal

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

### Sytuacja w segmencie produkcji

Fabryka wyrobów stalowych na Ukrainie ruszy później, niż planowała spółka (jesień 2010). Spółka postanowiła nie spieszyć się z budową, póki nie zostanie zbudowany odpowiedni portfel zamówień dla zakładu. W przypadku działalności w Polsce, Q2 2010 pokazuje wzrost popytu na konstrukcje stalowe. Prezes Polimexu szacuje, że pełne wykorzystanie mocy będzie już notowane pod koniec Q3 2010. Potencjał produkcji krat pomostowych wykorzystywany jest już w pełni, zaś ocynkownia pracuje na 75% swych możliwości. Po I półroczu 2010 marża netto Polimexu powinna wynieść 3%. **Wiadomość dotycząca poprawy w ramach produkcji wyrobów stalowych w Polsce jest pozytywna. Skala działalności na Ukrainie w porównaniu do skali działalności w kraju jest niewielka.** (M.Stokłosa)

### Trakcja Polska

Trzymaj - z dn. 06.05.10  
Cena docelowa: 4,16 PLN

### Dziś podpisanie kontraktu na LCS Działdowo?

Pojawiła się informacja, że dziś ma mieć miejsce podpisanie kontraktu na modernizację LCS Działdowo (780,7 mln PLN). Otwarcie kopert miało miejsce w grudniu 2009. PKP PLK zwlekała z podpisaniem kontraktu z powodu braku funduszy. Podpisanie kontraktów stało się możliwe po uzyskaniu od Ministerstwa Finansów zapewnienia finansowania inwestycji. Przychody Trakcji Polskiej w 2010 roku mają maksymalnie wynieść 600 mln PLN. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. Kontrakt zapewnia przerób, ale nie wysoką marżę. Marżę na kontrakcie można szacować na około 5,5-6% brutto na sprzedaży. Kontrakt w około 50% będzie wykonany przez Trakcję, w pozostałej części przez konsorcjantów. Mimo to, Trakcja zaksięguje 100% przychodów z kontraktu.** (M.Stokłosa)

### Unibep

Akumuluj - z dn. 14.05.10  
Cena docelowa: 9,1 PLN

### Perspektywy nowych kontraktów

Unibep jest coraz bliżej podpisania wartego 80 mln EUR (330 mln PLN) kontraktu dotyczącego budowy obiektu hotelowo-biurowego w Sankt-Petersburgu. Wstępne warunki finansowania zostały już uzgodnione. Zarząd spółki oczekuje, że KUKIE ubezpieczy projekt. Spółka dostrzega szansę na ciekawe kontrakty dotyczące budowy hoteli na Białorusi. Spółka oczekuje obecnie delegacji z Mińska. Bliskie rozstrzygnięcia są też zamówienia z rynku polskiego. Jeszcze w czerwcu Unibep powinien poinformować o dwóch nowych kontraktach dotyczących warszawskiego rynku mieszkaniowego. Jeden z kontraktów ma wartość 40 mln PLN, drugi zaś 60 mln PLN. Łączna wartość kontraktów, czyli 100 mln PLN, to blisko 15% prognozowanych przychodów spółki na rok 2010. Unibep szuka też nowych zastosowań dla produkowanych w Bielsku domów prefabrykowanych. Produktem zainteresowała się europejska i polska sieć hoteli. Kolejnym pomysłem jest budowa domów dla powodzian. **Możliwość podpisania kontraktów na rynku warszawskim postrzegamy pozytywnie. Kontrakt rosyjski nadal jest dla nas obciążony dużą niepewnością.** (M.Stokłosa)

### Możliwa rewizja prognoz po I półroczu

Po pierwszym półroczu prognozy Unibepu na rok 2010 mają zostać podniesione. Sprzedaż netto ma być wyższa o 50-100 mln PLN w porównaniu do obecnej prognozy (607 mln PLN przychodów). Prezes ma nadzieję, że zysk netto wzrośnie proporcjonalnie do przychodów. **Podniesienie prognozy na poziomie przychodów byłoby zgodne z naszymi założeniami. Na poziomie zysku netto na razie pozostajemy konserwatywni.** (M.Stokłosa)

### J.W. Construction

Trzymaj - z dn. 13.04.10  
Cena docelowa: 15,1 PLN

### J.W. wykona kompleks we Wrocławiu, inwestycja ruszy latem

J.W. będzie nie tylko inwestorem, ale i wykonawcą kompleksu we Wrocławiu (OVO Apartamenty). Koszt całej inwestycji ma wynieść 330 mln PLN, zaś wartość prac budowlanych – 230 mln PLN (blisko 30% przychodów prognozowanych na rok 2010). Współinwestor, posiadający 50% udziałów w inwestycji, porozumiał się już z konsorcjum banków w sprawie finansowania inwestycji. Wraz z dostarczoną przez J.W. wkładem własnym kredyt powinien zostać przyznany. Prace budowlane powinny rozpocząć się latem. Prace mają zakończyć się przed Euro 2012. Realizacja budowy przez J.W. ma również umożliwić pozyskiwanie podobnych kontraktów, w których inwestorem są podmioty trzecie. **Możliwość realizacji prac budowlanych przez J.W. jest wiadomością pozytywną, podobnie jak oczekiwane rozpoczęcie budowy już latem. Jesteśmy w trakcie szacowania rentowności, która będzie mogła być wygenerowana w ramach realizacji inwestycji.** (M.Stokłosa)

## Pozostałe wiadomości ze spółek

<b>AB</b>	Puls Biznesu podaje, że AB nadal zyskuje kosztem konkurencji udziały w rynku czeskim i słowackim. Według gazety ta tendencja ma się utrzymać.
<b>Arctic Paper</b>	Arctic Paper planuje w drugim półroczu tego roku przygotować strategię dla grupy do roku 2015. Spółka nie wyklucza, że opublikuje strategię na jesieni - poinformował prezes.
<b>Asseco Poland</b>	Konsorcjum Asseco Poland, Unizeto Technologies i Combidata Poland wygrało przetarg organizowany przez Centrum Systemów Informatycznych Ochrony Zdrowia (CSIOZ) na świadczenie usług utrzymania platformy eRZOZ do końca 2010 r. Wartość oferty złożonej przez konsorcjum to 1,24 mln zł.
<b>Athon-Ht</b>	Spółka zmieniła termin zapisów na akcje serii E. Zapisy odbędą się od 19 do 22 lipca.
<b>Azoty Tarnów</b>	Zarząd ZA Kędzierzyn Koźle chce, aby Azoty Tarnów objęły akcje i dokapitalizowały spółkę kwotą 150 mln zł. Dziś mają odbyć się kolejne rozmowy na ten temat. Decyzji można spodziewać się jeszcze w czerwcu
<b>Bumech</b>	Bumech spodziewa się, że drugi kwartał będzie pod względem wyników podobny do pierwszego, natomiast trzeci i czwarty mają być lepsze ze względu na rozpoczęcie nowych kontraktów drażeniowych i rozpoczęcie produkcji kombajnów chodnikowych - poinformował prezes. Spółka czeka na ostateczne rozstrzygnięcie przetargu ogłoszonego przez Kompanię Węglową na dostawy kombajnów chodnikowych w latach 2010-2011. Chodzi o kilkadziesiąt maszyn, przy czym - jak poinformował prezes - koszt fabrycznie nowego kombajnu wynosi ok. 2,5 mln zł. Ministerstwo Skarbu Państwa otrzymało jedną wiążącą ofertę zakupu udziałów Kozielskiej Fabryki Maszyn Kofama od konsorcjum AK Inwestor sp. z o.o. oraz Bumech SA. MSP planuje sprzedać 10.191 udziałów spółki, stanowiących 93,84 proc. jej kapitału zakładowego.
<b>DGA</b>	DGA ma umowę szkoleniową z firmą Seka o wartości 7,58 mln zł.
<b>Energetyka</b>	Polski PSE Operator i białoruski Bielenergo uzgodniły warunki budowy łącznika elektroenergetycznego między obu krajami. Elektrownie nie chcą giełdy energii. Nowy spór między Urzędem Regulacji Energetyki a producentami prądu. Powód - interpretacja przepisów o obowiązku sprzedaży energii na giełdzie.
<b>Energomontaż-Pn</b>	Przemysław Milczarek ze względów osobistych zrezygnował ze stanowiska wiceprezesa ds. finansowych.
<b>Forte</b>	Spółka podpisała umowę z ING Bankiem Śląskim mocy której podwyższono do 35 mln PLN kwotę dostępnego kredytu oraz wydłużono okres kredytowania do 30 września 2012 r. Inwestorzy mają otrzymać 1 PLN dywidendy na akcję. WZA w tej sprawie odbędzie się 24 czerwca.
<b>Gino Rossi</b>	Maciej Federowicz złożył rezygnację z pełnienia funkcji wiceprezesa. Obecnie zasiada w RN spółki.
<b>Górnictwo</b>	Związki, działające w Jastrzębskiej Spółce Węglowej (JSW), porozumiały się z zarządem w sprawach płacowych. Oprócz tegorocznego wzrostu płac i premii zdecydowano m.in. o standaryzacji, czyli wyrównaniu płac w kopalniach spółki, kosztem ok. 28 mln zł.
<b>Koelner</b>	Audytor badający roczne sprawozdanie firmy miał zastrzeżenia dotyczące przede wszystkim zawyżania wartości zapasów i aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego oraz niewłaściwego ujęcia kosztów z tytułu
<b>Kogeneracja</b>	Kogeneracja zamierza przeznaczyć na dywidendę 52,2 mln zł z ubiegłorocznego zysku. Proponowanym dniem dywidendy jest 22 września, a dniem jej wypłaty 13 października.
<b>Kopex</b>	Kopex objął 450 obligacji Katowickiego Holdingu Węglowego za 43,5 mln zł. ZWZ firmy Kopex ma zdecydować 24 VI o niewypłaceniu dywidendy z zysku za 2009 r.
<b>Kruszewica</b>	Kruszewica planuje wypłacić 3,11 zł dywidendy na akcję. Proponowany przez zarząd dzień ustalenia prawa do dywidendy to 29 sierpnia, a dzień wypłaty dywidendy 15 września.

<b>Magellan</b>	Magellan prognozuje co najmniej 22 mln zł zysku netto w 2010 roku (+20 proc. r/r). Spółka podała, że podstawą osiągnięcia prognozowanego wyniku będzie ok. 30 proc. dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży oferowanych produktów i usług oraz ok. 30 proc. wzrost wartości portfela aktywów finansowych na dzień 31.12.2010 roku. Warunkiem zrealizowania prognozowanego wyniku finansowego będzie również adekwatny wzrost poziomu finansowania zewnętrznego.
<b>Optimus</b>	Spółka podpisała aneks do umowy z pożyczkodawcą Michałem Kicińskim. Na mocy aneksu zwiększono kwotę pożyczki z 0,55 mln PLN do 0,95 mln PLN.
<b>Orzeł</b>	Barbara Przybysz, pracownik firmy, złożyła do Sądu Rejonowego w Jeleniej Górze wniosek o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej Orła.
<b>Paged</b>	Paged rekomenduje niewypłacanie dywidendy z zysku za 2009 rok.
<b>PGE</b>	Polska Grupa Energetyczna wraz z amerykańsko-japońskimi oraz francuskimi firmami bada możliwość wybudowania w ich technologii pierwszej w Polsce elektrowni jądrowej. W lipcu powstaną raporty z prac tych grup.
<b>Polimexms</b>	Konrad Jaskółka, prezes spółki szacuje, że po dwóch kwartałach tego roku rentowność netto grupy może sięgnąć 3 proc.
<b>Rafamet</b>	Rafamet chce wypłacić 0,16 zł dywidendy na akcję. Proponowanym dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 10 września, a jej wypłata ma nastąpić 24 września.
<b>Stalprodukt</b>	ZWZ Stalproduktu zdecyduje 25 VI o wypłacie 8 zł dywidendy na akcję.
<b>Surowce</b>	Prezydent Białorusi Alaksandr Łukaszenka oświadczył w czwartek, że jest gotów oddać pakiet kontrolny akcji białoruskiej spółki gazowej Bieltransgaz w zamian za dostawy rosyjskiego gazu po niższych, wewnątrzrosyjskich cenach.
<b>Synthos</b>	RN Synthos zaakceptowała projekt niewypłacania dywidendy z zysku za 2009 r.
<b>Techmex</b>	Parkiet podaje, że Techmex będzie starać się o zamianę upadłości likwidacyjnej na układową.
<b>Telekomunikacja, Media, Cyfrowy Polsat</b>	Zygmunt Solorz-Żak powiedział, że nie planujemy sprzedawać biznesu telekomunikacyjnego. Inwestor oczekuje trochę lepszych wyników Polsatu w 2010 roku. Przychody z reklam za cztery miesiące są o kilka procent wyższe niż przed rokiem.
<b>Unibep</b>	Jan Mikołuszko zapowiedział, że po pierwszym półroczu tegoroczne prognozy przedsiębiorstwa zostaną podniesione w górę. Sprzedaż powinna być większa o 50-100 mln zł od zakładanej - ocenia prezes.

## Transakcje osób powiązanych oraz funduszy

<b>Energomontaż-Pld</b>	Prezes zarządu zmniejszył swój udział w spółce do 0,14 proc. z 6,96 proc. przed zmianą.
<b>Konsorcjum Stali</b>	Opoka TFI zmniejszyło udział w Konsorcjum Stali do 4,69 proc. z 5,04 proc. przed zmianą.
<b>Kov</b>	OZ Management LP posiada 8,4 proc. kapitału zakładowego spółki. OZ Master Fund posiada 5,5 proc. kapitału zakładowego spółki.

## Kalendarium spółek

### 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.
----------	---

**Piątek /04.06.10/**

BUDIMEX Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 6,80 zł na akcję.  
DOM DEVELOPMENT Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 0,80 zł na akcję.

**Kalendarium makro**
**Poniedziałek /31.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:00	Polska	Publikacja wartości PKB za I kw.2010		3,3%	3,2%
11:00	UE	Publikacja wstępnych danych o wskaźniku inflacji HICP	Maj		1,5% r/r
	USA	Święto Pamięci - dzień wolny w USA. Brak handlu na giełdach w Nowym Jorku.			

**Wtorek /01.06.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:58	UE	Publikacja indeksu PMI	Maj	55,9 pkt.	57,6 pkt.
11:00	UE	Publikacja danych dotyczących stopy bezrobocia			10%
16:00	USA	Publikacja danych dotyczących dynamiki wydatków na inwestycje budowlane		0,0%	0,2%
16:00	USA	Publikacja indeksu ISM	Maj	58,9	60,4

**Środa /02.06.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Publikacja danych o inflacji PPI	Kwiecień	0,9% m/m	0,6% m/m
16:00	USA	Publikacja indeksu obrazującego liczbę przyszłych transakcji kupna domów na rynku wtórnym (Pending Home Sales Index)	Kwiecień	1,7%	5,3%

**Czwartek /03.06.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
9:58	UE	Publikacja indeksu PMI	Maj	56 pkt.	55,6 pkt.
11:00	UE	Publikacja danych o dynamice sprzedaży detalicznej	Kwiecień		0% m/m
14:30	USA	Publikacja danych o dynamice wydajności pracy	I kw.	3,6%	3,6%
14:30	USA	Publikacja danych na temat dynamiki kosztów pracy	I kw.	-1,6% k/k	-5,6% k/k
14:30	USA	Publikacja danych o nowych podaniach o zasiłki dla bezrobotnych	Tydzień		
16:00	USA	Publikacja danych o dynamice zamówień na dobra trwałe	Kwiecień	2,9%	0%
16:00	USA	Publikacja danych o dynamice zamówień w przemyśle	Kwiecień	1,0%	1,3%
	Polska	Sesja na GPW nie odbędzie się.			


**Piątek /04.06.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
11:00	UE	Publikacja danych dotyczących dynamiki PKB.		2,2% r/r	0,5% r/r
14:30	USA	Publikacja danych o stopie bezrobocia		9,8%	9,9%
14:30	USA	Publikacja danych o zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym		400 tys.	290 tys.
14:30	USA	Publikacja danych o dynamice płacy godzinowej		0,1% m/m	0% m/m


**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	17,07	2010-05-06	16,90	10,0
ACTION	Trzymaj	18,49	19,85	2010-04-07	22,00	12,7
AGORA	Utajniona do dnia			2010-06-02		
ASBIS	Trzymaj	4,69	4,60	2010-05-10	4,65	10,1
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	57,90	2010-04-06	57,60	13,3
ASTARTA	Sprzedaj	45,83	57,30	2010-05-11	57,50	4,4
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	101,00	2010-03-29	96,60	13,9
BZWBK	Trzymaj	200,50	204,40	2010-04-07	216,50	15,0
CENTRUM KLIMA	Kupuj	15,10	12,55	2010-05-06	12,00	13,4
CERSANIT	Redukuj	13,63	14,40	2010-04-01	16,03	16,1
CEZ	Trzymaj	140,30	138,90	2010-03-03	133,90	10,0
CIECH	Akumuluj	39,20	26,33	2010-03-17	33,40	10,4
COMARCH	Redukuj	93,10	90,60	2010-02-15	102,90	18,4
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	15,10	2010-03-25	15,79	13,3
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	50,90	52,00	2010-05-07	55,40	47,7
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	171,00	2010-03-12	171,00	16,5
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	85,50	2010-03-09	77,50	16,8
ENEA	Akumuluj	21,24	18,00	2010-03-30	18,91	12,2
ERBUD	Trzymaj	54,60	53,30	2010-03-11	53,30	13,1
EUROCASH	Redukuj	18,60	20,00	2010-05-06	20,61	21,5
FAMUR	Utajniona do dnia			2010-06-04		
GETIN	Trzymaj	10,34	10,19	2010-05-06	10,19	13,4
GTC	Utajniona do dnia			2010-06-04		
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	74,35	2010-04-07	83,90	15,3
ING BSK	Trzymaj	749,00	754,50	2010-04-07	766,00	14,5
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,44	2010-04-13	15,65	7,8
KĘTY	Trzymaj	120,36	106,20	2010-02-24	115,00	11,1
KGHM	Utajniona do dnia			2010-06-02		
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	8,40	2009-12-08	11,39	9,2
KOPEX	Utajniona do dnia			2010-06-04		
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,85	2010-04-07	14,60	33,4
LOTOS	Redukuj	26,50	31,75	2010-04-07	31,40	10,5
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	66,20	2010-04-09	73,40	16,9
MOSTOSTAL WARSZAWA	Akumuluj	78,20	70,40	2010-05-06	68,30	13,1
NETIA	Trzymaj	4,30	4,83	2009-11-06	4,36	50,2
PBG	Sprzedaj	194,00	213,60	2010-05-13	233,50	14,2
PEKAO	Trzymaj	172,80	166,50	2010-03-05	165,50	16,4
PGE	Kupuj	27,90	21,48	2010-03-30	23,00	11,8
PGNiG	Kupuj	4,32	3,43	2010-03-24	3,70	10,0
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	38,35	2010-04-08	39,40	10,6
PKO BP	Trzymaj	40,10	41,00	2010-03-17	39,07	16,5
POLICE	Redukuj	5,50	5,50	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	5,16	4,48	2010-05-06	4,65	13,3
POLNORD	Kupuj	52,60	38,00	2010-04-13	39,29	23,4
PZU	Trzymaj	358,80	350,00	2010-05-11	312,50	13,4
RAFAKO	Akumuluj	14,00	13,32	2010-05-20	12,60	18,0
SYGNITY	Kupuj	18,20	15,70	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,58	2010-04-23	16,35	18,1
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	4,16	4,29	2010-05-06	4,14	17,3
TVN	Trzymaj	17,00	17,50	2010-05-19	18,00	20,7
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	81,00	2010-01-06	84,50	17,1
UNIBEP	Akumuluj	9,10	8,15	2010-05-14	7,90	14,1
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	65,40	2010-01-06	80,90	15,1

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /28.05.2010/**

	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	204,4	16,8	15,0	11,7	16%	16%	18%	2,5	2,2	2,0	0,0%	2,0%	2,2%
Getin	10,2	26,3	13,4	10,7	7%	13%	14%	1,9	1,7	1,4	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	74,4	19,3	15,3	11,2	9%	10%	13%	1,6	1,5	1,4	0,0%	5,1%	5,2%
ING BSK	754,5	16,5	14,5	10,6	13%	13%	15%	2,0	1,8	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,9	124,6	33,4	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	166,5	18,1	16,4	13,8	14%	14%	16%	2,4	2,3	2,2	0,0%	1,7%	4,9%
PKO BP	41,0	22,2	16,5	11,9	13%	15%	18%	2,5	2,3	2,0	2,4%	2,0%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>20,7</b>	<b>15,9</b>	<b>11,1</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,1%</b>
<b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b>													
AIB	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	16,4	9,6	7,1	4%	6%	8%	0,5	0,6	0,5	3,6%	4,5%	6,3%
Citigroup	4,0	-	12,8	9,1	-	6%	8%	0,7	0,7	0,7	0,3%	0,1%	0,6%
Commerzbank	5,8	-	-	11,6	-	-	6%	0,5	0,6	0,6	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,5	24,1	6,8	5,2	1%	10%	11%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,3%	2,3%
KBC	31,8	-	7,9	6,7	-	15%	15%	1,0	0,9	0,8	0,0%	2,4%	3,5%
UCI	1,7	17,5	14,6	7,3	3%	4%	7%	0,5	0,5	0,5	1,5%	2,7%	5,3%
<b>Mediana</b>		<b>17,5</b>	<b>9,6</b>	<b>7,2</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,3%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	4,2	7,4	9,3	7,2	10%	7%	9%	0,7	0,7	0,6	6,6%	5,4%	6,9%
Deutsche Bank	48,2	7,1	7,1	6,1	13%	12%	12%	0,9	0,8	0,7	1,9%	2,1%	3,5%
Erste Bank	29,2	11,5	12,3	8,3	9%	8%	10%	1,0	0,9	0,8	1,7%	2,0%	2,6%
Komercni B.	3610,0	12,6	11,8	10,5	17%	17%	18%	2,1	1,9	1,8	4,5%	5,1%	5,9%
OTP	5775,0	10,8	10,1	7,3	13%	12%	15%	1,3	1,2	1,0	0,8%	2,6%	4,4%
Santander	8,4	7,9	7,8	6,6	14%	13%	15%	1,0	1,0	0,9	6,6%	6,8%	7,7%
Turkiye Garanti B.	6,9	10,4	8,7	7,8	24%	23%	21%	2,3	1,8	1,6	1,3%	2,2%	2,8%
Turkiye Halk B.	10,5	8,4	7,5	6,8	31%	28%	25%	2,4	1,9	1,6	3,9%	4,0%	4,8%
Sberbank	2,3	85,2	11,2	6,9	2%	16%	23%	2,0	1,7	1,4	0,2%	0,9%	1,9%
VTB Bank	4,8	-	36,7	11,5	-	2%	12%	1,4	1,4	1,3	0,3%	0,5%	1,5%
<b>Mediana</b>		<b>10,4</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,0%</b>

**Wycena spółek ubezpieczeniowych /28.05.2010/**

	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	350,0	8,0	13,4	11,2	25%	20%	21%	2,7	2,4	2,1	-	3,1%	3,4%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>													
Vienna Insurance G.	34,1	12,4	11,2	9,7	9%	9%	10%	1,0	1,0	0,9	3,3%	3,1%	3,4%
Uniq	14,6	31,7	13,9	11,2	4%	7%	9%	1,5	1,4	1,3	1,9%	2,5%	2,8%
Aegon	4,6	-	9,7	6,7	0%	8%	9%	0,7	0,6	0,6	0,1%	0,8%	3,3%
Allianz	81,1	8,1	7,4	6,8	12%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,8%	5,5%	6,0%
Aviva	3,2	5,6	5,6	4,7	13%	15%	17%	0,8	0,9	0,8	7,6%	8,2%	8,8%
AXA	13,5	9,1	7,3	6,3	9%	10%	10%	0,7	0,6	0,6	3,7%	5,5%	6,5%
Baloise	81,8	8,8	8,2	7,5	12%	11%	11%	0,9	0,9	0,8	5,5%	5,7%	6,0%
Generali	87,0	15,6	12,7	11,4	8%	8%	9%	1,2	1,2	1,0	3,0%	3,1%	3,2%
Helvetia	310,0	9,0	7,7	7,1	11%	12%	12%	0,9	0,8	0,8	4,4%	4,9%	5,1%
Mapfre	2,3	7,0	7,4	7,0	17%	14%	14%	1,1	1,0	0,9	6,6%	6,6%	6,9%
RSA Insurance	1,2	9,1	8,9	8,3	12%	14%	14%	1,2	1,1	1,1	6,9%	7,3%	7,7%
Zurich Financial	236,7	10,2	8,4	7,8	13%	14%	14%	1,2	1,1	1,1	5,1%	6,5%	6,8%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,0%</b>

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

**Wycena spółek paliwowych /28.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b>																
Lotos	31,8	13,1	12,9	8,1	0,7	0,6	0,5	4,7	10,5	7,2	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
PKN 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	17900,0	9,0	6,5	5,6	1,2	0,9	0,8	20,7	10,1	7,6	13%	13%	14%	1,8%	2,6%	3,7%
OMV	26,9	4,7	3,4	3,0	0,7	0,6	0,5	11,1	7,4	5,9	14%	17%	17%	3,2%	3,7%	4,1%
Hellenic Petroleum	6,1	7,5	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	28,8	6,0	5,4	4,8	0,3	0,3	0,2	9,3	8,3	7,6	5%	5%	5%	8,8%	9,8%	10,1%
Unipetrol	195,5	12,7	7,8	6,2	0,6	0,5	0,4	-	48,5	19,7	5%	6%	7%	0,1%	3,6%	5,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>10,2</b>	<b>10,1</b>	<b>7,6</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,1%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,4	7,4	5,4	5,9	1,1	1,1	1,1	16,8	10,0	11,9	15%	20%	19%	0,7%	2,3%	4,0%
Gazprom	159,5	4,7	3,7	3,2	1,6	1,4	1,2	5,6	4,6	3,9	34%	39%	38%	1,4%	1,7%	2,0%
GDF Suez	25,6	6,7	6,4	5,9	1,2	1,1	1,1	12,8	12,7	11,3	17%	18%	19%	5,9%	6,0%	6,3%
Gas Natural SDG	11,9	7,9	7,0	6,7	1,9	1,8	1,7	8,4	8,2	7,7	24%	25%	25%	6,5%	7,0%	7,6%
<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>10,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,2%</b>

**Wycena spółek energetycznych /28.05.2010/**

	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	138,9	6,7	7,2	7,5	3,1	3,3	3,4	9,2	10,0	10,1	46%	46%	45%	5,7%	6,3%	5,7%
ENEA	18,0	6,2	4,2	4,9	1,0	0,8	0,9	15,5	12,2	12,1	16%	18%	18%	2,6%	3,2%	4,1%
PGE	21,5	5,3	5,9	6,0	1,9	2,1	2,1	11,0	11,8	11,2	37%	35%	36%	3,3%	3,5%	4,2%
E.ON	24,8	6,5	6,4	6,2	1,0	1,0	1,0	8,5	9,0	8,7	16%	16%	16%	6,0%	6,1%	6,3%
EDF	36,1	6,9	6,4	5,9	1,7	1,7	1,6	17,7	16,9	14,5	25%	26%	27%	3,3%	3,3%	3,6%
Endesa	18,8	5,8	5,9	5,9	1,9	1,8	1,7	7,7	8,8	8,8	32%	30%	29%	7,3%	6,0%	6,0%
ENEL SpA	3,8	6,4	6,2	6,1	1,6	1,5	1,5	7,5	8,4	8,3	25%	25%	24%	7,3%	7,1%	7,3%
Fortum	18,2	9,4	9,2	9,3	4,1	3,9	3,8	12,4	12,1	12,5	43%	42%	41%	5,1%	5,4%	5,4%
Iberdrola	5,5	8,6	8,1	7,6	2,3	2,3	2,2	10,6	10,6	10,0	27%	28%	29%	5,9%	6,0%	6,1%
RWE AG	58,8	5,3	4,7	4,5	0,9	0,9	0,8	9,3	8,4	8,4	18%	19%	19%	6,0%	6,3%	6,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>9,9</b>	<b>10,3</b>	<b>10,1</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,8%</b>

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

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /28.05.2010/**

	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	Cena	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
POLICE	5,5	-	10,9	6,1	0,3	0,4	0,4	-	-	15,9	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Pulawy	65,4	7,8	6,3	2,8	0,5	0,5	0,4	18,4	15,1	5,5	7%	8%	14%	15,6%	1,4%	1,7%
Acron	25,9	7,8	5,8	5,3	1,7	1,4	1,2	8,9	7,0	6,9	22%	24%	23%	2,0%	3,0%	4,3%
Agrium	44,6	9,9	6,3	5,3	0,9	0,9	0,8	18,2	9,7	7,7	9%	14%	15%	0,3%	0,2%	0,2%
DSM	32,5	3,5	3,4	3,4	1,4	1,4	1,4	35,6	28,9	27,3	38%	40%	40%	2,1%	2,5%	2,6%
K+S	37,1	19,1	8,7	6,7	2,2	1,7	1,5	64,1	16,4	11,3	12%	19%	23%	0,8%	2,5%	3,7%
Silvinit	17132,8	6,6	6,4	4,7	4,5	3,9	3,0	9,9	9,7	6,8	68%	61%	64%	1,9%	1,4%	2,5%
Uralkali	3,2	11,9	8,1	6,1	6,2	4,4	3,6	19,4	5,4	3,9	53%	55%	59%	1,7%	3,8%	7,2%
Yara	193,0	13,9	7,1	7,1	1,1	1,1	1,0	23,4	10,7	9,4	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>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>18,9</b>	<b>10,2</b>	<b>7,7</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,6%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	26,3	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	41,6	6,9	6,3	5,9	0,9	0,9	0,8	16,2	13,4	11,5	13%	14%	14%	3,2%	3,6%	4,0%
BASF	42,9	7,3	5,5	5,1	1,0	0,9	0,9	20,6	11,9	10,5	14%	17%	17%	3,6%	4,5%	4,7%
Croda	9,5	10,7	8,6	8,0	1,8	1,7	1,6	18,9	13,3	12,2	17%	20%	20%	2,2%	2,6%	2,9%
Dow Chemical	26,9	10,0	7,3	6,4	1,2	1,0	0,9	52,3	16,0	10,4	12%	14%	15%	3,3%	2,9%	2,9%
Rhodia	14,0	6,0	3,8	3,6	0,6	0,6	0,5	-	8,6	6,6	11%	15%	15%	0,1%	2,1%	2,6%
Sisecam	1,8	5,8	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	15,4	10,0	6,8	19%	21%	22%	0,0%	1,2%	2,2%
Soda Sanayii	1,8	5,7	6,3	4,5	1,1	1,0	0,8	8,9	7,4	4,3	20%	16%	18%	-	5,5%	7,3%
Solvay	71,1	6,7	9,8	8,8	1,0	1,2	1,2	12,1	23,1	17,8	14%	13%	14%	3,7%	3,6%	3,9%
Tata Chemicals	319,2	6,1	7,1	6,7	1,0	1,3	1,3	10,4	11,3	10,1	16%	19%	19%	2,8%	2,6%	2,6%
Tessenderlo Chemie	23,4	16,0	5,9	4,7	0,5	0,4	0,4	-	27,0	11,4	3%	7%	9%	5,2%	5,4%	5,5%
Wacker Chemie	101,3	8,9	5,5	4,8	1,5	1,3	1,2	29,7	13,3	11,0	17%	24%	25%	1,1%	1,9%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>6,1</b>	<b>4,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>16,2</b>	<b>12,6</b>	<b>10,5</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>

**Wycena europejskich operatorów narodowych /28.05.2010/**

	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y				
	Cena	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Netia	4,8	6,0	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	21,2	50,2	24,1	19%	21%	22%	-	2,0%	4,2%
TPSA	15,6	4,0	4,5	4,5	1,5	1,7	1,7	16,3	18,1	17,3	38%	36%	37%	9,6%	9,6%	9,6%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>18,7</b>	<b>34,2</b>	<b>20,7</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>10%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>
<b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>																
Belgacom	25,2	5,3	4,9	5,4	1,7	1,6	1,6	9,8	9,8	10,2	32%	32%	30%	8,3%	8,7%	8,6%
Cesky Telecom	408,0	4,8	5,2	5,2	2,1	2,2	2,2	11,7	12,0	11,5	44%	43%	43%	11,3%	9,7%	9,5%
Hellenic Telekom	6,9	3,9	4,2	4,2	1,4	1,5	1,5	6,8	7,7	7,1	36%	35%	35%	10,2%	7,9%	8,6%
Matav	681,0	4,3	4,5	4,6	1,7	1,8	1,8	8,8	9,5	9,7	39%	39%	39%	10,9%	10,9%	10,9%
Portugal Telecom	8,3	5,8	5,5	5,3	2,1	1,9	1,9	13,6	13,4	11,8	36%	35%	36%	6,9%	7,0%	7,0%
Telecom Austria	10,3	4,5	5,0	5,0	1,7	1,7	1,8	12,9	15,3	13,5	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>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	<b>10,9</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,6%</b>
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,3	4,3	3,8	3,7	1,0	1,0	1,0	9,1	8,6	8,0	22%	27%	27%	6,4%	5,4%	5,9%
DT	9,1	4,2	4,4	4,4	1,3	1,4	1,4	13,7	12,6	12,2	32%	32%	32%	8,5%	7,9%	7,9%
FT	15,6	4,6	4,9	5,0	1,5	1,7	1,7	9,2	8,9	8,7	33%	35%	35%	9,0%	9,0%	9,0%
KPN	10,6	5,4	5,2	5,2	2,1	2,1	2,1	11,6	9,5	8,9	38%	40%	40%	6,5%	7,5%	8,0%
Sw isscom	370,4	6,0	6,2	6,2	2,4	2,4	2,4	9,8	10,3	10,1	40%	38%	39%	6,1%	6,2%	6,5%
TELEFONICA	15,7	5,2	5,3	5,2	2,1	2,1	2,0	9,2	8,8	8,4	40%	39%	39%	7,3%	9,0%	9,9%
TeliaSonera	47,5	7,5	7,0	6,9	2,4	2,5	2,4	10,9	10,3	9,7	33%	35%	35%	4,4%	5,3%	5,8%
TI	1,0	4,9	4,9	4,8	2,0	2,0	2,0	9,5	8,6	8,1	41%	41%	42%	5,4%	5,8%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,2%</b>

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

**Wycena spółek IT /28.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
AB	17,1	7,9	7,1	6,5	0,1	0,1	0,1	10,3	10,0	9,1	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	19,9	7,2	8,9	7,7	0,1	0,2	0,2	11,0	12,7	10,3	2%	2%	2%	6,9%	1,8%	1,6%
ASBIS	4,6	15,3	5,6	4,5	0,1	0,1	0,1	-	10,1	6,8	0%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	57,9	7,6	7,6	7,1	1,6	1,5	1,4	12,0	13,3	12,5	21%	20%	20%	2,5%	2,3%	2,4%
COMARCH	90,6	10,9	9,8	7,2	0,9	0,9	0,8	21,6	18,4	14,1	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	15,7	-	10,3	5,6	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>9,3</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>12,0</b>	<b>11,4</b>	<b>9,7</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Accenture	37,5	7,1	7,0	6,6	1,1	1,1	1,0	14,1	14,2	12,5	15%	15%	15%	1,3%	2,6%	2,2%
Atos Origin	35,8	5,8	5,4	4,8	0,5	0,5	0,5	16,4	13,5	11,0	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,8%
CapGemini	37,3	6,9	7,2	5,9	0,6	0,6	0,6	18,9	20,2	14,6	8%	8%	10%	2,1%	2,3%	2,7%
IBM	125,3	7,7	7,2	6,8	1,8	1,8	1,7	12,7	11,1	10,2	24%	24%	25%	1,7%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	14,3	7,8	7,6	7,2	1,0	1,0	1,0	11,8	11,6	10,8	13%	13%	14%	4,6%	4,7%	5,1%
LogicaCMG	1,3	8,3	7,2	6,8	0,7	0,7	0,6	11,8	10,6	9,7	8%	9%	9%	2,4%	2,7%	2,9%
Microsoft	25,8	8,4	7,6	6,9	3,3	3,2	2,9	15,3	12,5	11,1	39%	42%	42%	1,9%	2,0%	1,7%
Oracle	22,6	9,9	8,4	7,4	4,8	4,1	3,2	15,9	14,0	11,9	48%	48%	43%	0,1%	0,9%	1,0%
SAP	34,5	12,8	11,0	10,0	3,9	3,7	3,4	20,3	17,1	15,2	30%	33%	34%	1,4%	1,7%	1,9%
TietoEnator	15,4	7,4	6,4	5,7	0,7	0,7	0,7	14,5	12,4	10,5	9%	11%	12%	2,8%	3,8%	4,5%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>14,9</b>	<b>13,0</b>	<b>11,1</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,0%</b>

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

**Wycena spółek mediowych /28.05.2010/**

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	26,5	8,7	7,4	7,1	1,0	1,0	0,9	35,2	22,7	21,8	12%	14%	13%	1,4%	2,2%	2,3%
CYFROWY POLSAT	15,1	12,1	8,9	7,7	3,1	2,7	2,5	17,0	13,3	11,9	26%	30%	33%	5,0%	3,9%	5,0%
TVN	17,5	9,9	12,3	10,0	3,7	3,3	2,9	14,2	20,7	16,5	37%	27%	29%	4,4%	1,8%	1,4%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,5	10,2	7,3	6,3	0,7	0,7	0,7	15,4	11,1	8,6	7%	10%	11%	2,1%	6,8%	8,2%
Axel Springer	82,1	8,5	7,4	6,4	1,2	1,1	1,1	10,1	11,9	10,0	14%	15%	16%	5,3%	5,5%	5,9%
Daily Mail	4,9	9,3	8,3	7,7	1,4	1,5	1,4	13,5	11,9	10,2	15%	18%	19%	3,0%	3,1%	3,3%
Gruppo Editorial	1,8	10,8	6,3	5,4	1,1	1,1	1,1	56,3	13,5	10,3	10%	18%	20%	0,0%	3,3%	4,9%
Mcclatchy	4,8	6,5	6,0	6,2	1,6	1,7	1,7	15,1	8,1	8,6	24%	28%	27%	1,9%	-	-
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	9,3	4,3	3,4	3,5	0,6	0,6	0,6	43,6	12,9	12,7	13%	16%	16%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,1	7,9	7,6	6,9	1,5	1,5	1,5	6,8	5,3	4,0	19%	20%	22%	0,6%	0,6%	0,6%
SPIR Comm	17,5	21,6	10,0	6,8	0,4	0,4	0,4	-	-	38,4	2%	4%	6%	20,6%	-	-
Trinity Mirror	1,0	4,5	4,0	3,8	0,8	0,8	0,8	5,8	4,3	3,8	18%	19%	20%	0,0%	0,5%	2,3%
<b>Mediana</b>		<b>8,9</b>	<b>7,4</b>	<b>6,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>15,1</b>	<b>11,9</b>	<b>10,1</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>1,3%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,3%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	5,1	18,6	8,8	7,2	1,9	1,7	1,6	25,0	10,5	8,4	10%	19%	22%	3,4%	7,0%	8,4%
CETV	550,0	38,0	14,9	10,5	3,6	3,1	2,7	-	-	31,1	9%	21%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	8,3	19,2	11,6	7,2	3,3	2,5	2,0	29,6	16,9	11,2	17%	21%	28%	3,4%	4,6%	7,4%
ITV PLC	0,6	13,7	8,7	6,9	1,6	1,5	1,4	43,0	16,4	11,0	11%	17%	20%	0,0%	0,2%	1,1%
M6-Metropole Tel	16,4	7,8	7,2	6,7	1,5	1,4	1,4	16,3	15,3	14,0	20%	20%	21%	5,7%	5,1%	5,4%
Mediaset SPA	5,1	6,3	5,7	5,2	2,0	1,8	1,7	20,2	14,9	12,5	32%	32%	32%	4,8%	5,6%	6,4%
RTL Group	59,4	11,2	9,6	8,7	1,7	1,7	1,6	22,5	16,3	14,6	15%	17%	19%	3,8%	4,9%	5,6%
TF1-TV Francaise	11,6	13,6	12,4	8,5	1,2	1,1	1,0	32,7	25,7	14,6	9%	9%	12%	2,3%	3,4%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>13,7</b>	<b>9,2</b>	<b>7,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>25,0</b>	<b>16,3</b>	<b>13,2</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,5%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	5,8	10,9	10,1	8,7	2,2	2,0	1,9	22,0	19,1	15,1	20%	20%	22%	3,0%	3,3%	3,5%
Canal Plus	5,3	5,0	4,9	4,8	0,2	0,2	0,2	14,5	15,1	14,7	5%	5%	4%	4,8%	5,0%	5,1%
Cogeco	33,3	5,4	5,3	5,0	2,2	2,1	2,0	15,3	14,3	12,2	41%	39%	40%	1,4%	1,7%	1,8%
Comcast	18,1	5,8	5,5	5,4	2,2	2,1	2,1	15,4	14,6	12,8	39%	39%	39%	1,5%	2,0%	2,3%
Liberty Global	25,8	6,0	6,8	6,6	2,6	3,0	3,0	-	-	32,2	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	18,3	7,2	6,4	5,9	3,3	3,0	2,6	14,7	14,0	12,5	46%	46%	44%	4,5%	4,8%	5,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>15,3</b>	<b>14,8</b>	<b>13,5</b>	<b>41%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,5%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /28.05.2010/**

	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	101,0	8,4	11,1	11,1	0,6	0,6	0,5	14,8	13,9	16,0	7%	5%	5%	5,8%	6,7%	4,4%
Elektrobudowa	171,0	8,9	10,9	9,8	1,0	1,0	0,9	14,9	16,5	14,9	11%	9%	9%	1,8%	2,0%	2,2%
Erbud	53,3	7,8	9,3	8,8	0,6	0,5	0,4	16,1	13,1	13,4	7%	5%	5%	0,2%	1,0%	1,1%
Mostostal Wa-w a	70,4	5,4	7,2	7,6	0,4	0,4	0,4	11,7	13,1	14,9	8%	6%	5%	0,0%	4,3%	3,8%
PBG	213,6	12,9	10,0	9,8	1,5	1,0	0,8	14,5	14,2	13,8	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	13,3	10,2	10,0	7,9	0,7	0,7	0,4	24,6	18,0	15,4	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,3	6,3	9,3	8,7	0,8	0,7	0,5	9,6	17,3	17,1	12%	8%	6%	2,3%	0,0%	0,0%
Ulma Construccion	81,0	9,0	5,1	4,5	3,7	2,6	2,3	-	17,1	12,9	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	8,2	9,7	10,6	10,7	0,7	0,5	0,4	15,5	14,1	14,6	7%	4%	4%	1,2%	0,0%	0,7%
<b>Mediana</b>		<b>8,7</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,8</b>	<b>14,2</b>	<b>14,7</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,9%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	8,0	8,3	7,4	6,6	0,7	0,7	0,6	16,8	15,2	13,3	9%	9%	10%	2,2%	2,4%	2,6%
BILFINGER	44,9	7,7	5,4	5,3	0,3	0,3	0,3	14,1	9,5	8,7	4%	6%	6%	4,0%	5,3%	5,3%
EIFFAGE	35,9	8,5	8,5	8,0	1,2	1,2	1,2	11,7	13,2	10,9	14%	14%	15%	3,2%	3,2%	3,5%
HOCHTIEF	52,1	5,8	5,0	4,7	0,3	0,3	0,3	19,9	15,8	13,7	5%	5%	6%	2,8%	3,1%	3,5%
NCC	118,0	6,6	7,4	6,8	0,3	0,3	0,3	11,9	12,3	11,0	5%	4%	5%	3,3%	4,7%	5,1%
SKANSKA	115,5	6,2	7,0	6,9	0,3	0,3	0,3	13,7	15,4	15,1	5%	5%	5%	4,8%	4,9%	5,0%
STRABAG	19,3	4,2	4,1	4,1	0,2	0,2	0,2	14,0	13,2	13,2	5%	5%	5%	2,7%	2,5%	2,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>14,0</b>	<b>13,2</b>	<b>13,2</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,5%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /28.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
Dom Development	52,0	13,8	34,1	12,0	1,9	1,7	1,7	15,9	47,7	15,2	16%	9%	18%	1,5%	0,5%	1,6%
GTC	24,0	-	4,6	4,5	-	-	-	-	-	-	-	142%	166%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,4	9,6	8,5	11,3	2,7	2,1	1,6	8,9	7,8	8,7	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	38,0	14,0	19,7	14,2	0,7	0,7	0,7	13,2	23,4	12,1	48%	16%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>13,8</b>	<b>14,1</b>	<b>11,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>13,2</b>	<b>23,4</b>	<b>12,1</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	2,6	18,6	16,8	15,7	0,6	0,7	0,7	14,2	11,5	10,9	56%	58%	59%	5,3%	5,5%	5,8%
CORIO	38,8	24,1	16,9	14,9	0,7	0,9	0,9	12,8	13,1	12,8	64%	83%	87%	6,8%	6,9%	7,1%
DEUTSCHE EUROSHOP	23,1	18,5	16,9	16,2	0,9	1,0	0,9	20,0	16,2	14,6	87%	86%	86%	4,6%	4,7%	5,1%
ECHO INVESTMENT	4,4	14,2	14,8	11,4	1,1	1,1	1,0	20,4	16,1	11,6	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,6	18,6	19,1	18,5	0,5	0,9	0,8	17,7	16,7	17,4	77%	78%	79%	4,2%	4,4%	4,6%
KLEPIERRE	21,8	20,6	16,8	16,0	0,7	1,1	0,9	14,5	15,0	14,4	71%	85%	86%	5,7%	5,8%	5,9%
SPARKASSEN IMMO	4,9	24,2	17,1	15,1	0,6	0,7	0,6	-	11,8	7,3	53%	50%	50%	0,0%	1,7%	5,5%
UNIBAIL-RODAMCO	125,8	17,1	17,0	16,0	0,8	0,9	0,9	13,4	13,5	13,0	86%	82%	81%	6,3%	6,5%	6,9%
<b>Mediana</b>		<b>18,6</b>	<b>16,9</b>	<b>15,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>14,5</b>	<b>14,2</b>	<b>12,9</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,5%</b>

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

**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /28.05.2010/**

	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	2,1	8,2	9,9	5,7	1,6	1,6	1,5	17,3	17,6	10,3	19%	16%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	18,9	8,4	7,7	6,4	0,8	0,7	0,7	16,1	17,4	12,3	9%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,3</b>	<b>8,8</b>	<b>6,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>16,7</b>	<b>17,5</b>	<b>11,3</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Atlas Copco	111,5	13,2	11,1	9,5	2,4	2,3	2,1	21,1	16,7	13,9	18%	21%	22%	2,6%	2,9%	3,4%
Bucyrus	53,6	8,3	6,7	5,5	1,7	1,2	1,1	13,5	14,0	10,5	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,5	3,0	3,5	3,0	1,1	1,5	1,3	5,8	7,9	5,5	38%	41%	45%	6,4%	3,6%	8,1%
Industrea	0,3	5,1	4,4	3,9	1,7	1,5	1,3	7,0	7,1	5,6	34%	34%	34%	1,8%	3,6%	4,5%
Joy Global	51,0	7,2	9,4	7,7	1,5	1,8	1,6	12,0	16,4	13,0	21%	19%	20%	1,4%	1,4%	1,4%
Sandvik	92,4	36,4	10,5	8,1	2,0	1,8	1,6	-	20,5	13,4	5%	17%	20%	1,7%	2,4%	3,5%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>12,0</b>	<b>15,2</b>	<b>11,8</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,4%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /28.05.2010/**

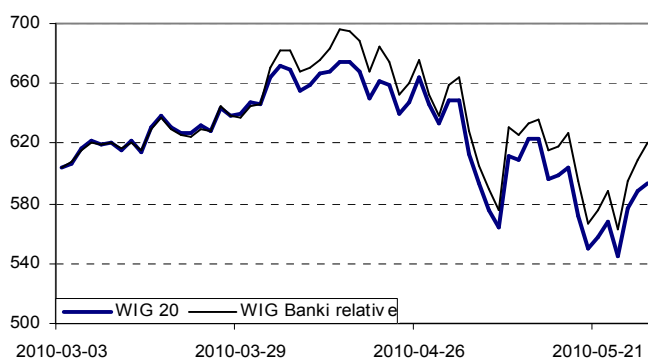
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	66,2	18,3	9,6	7,9	2,9	2,2	2,0	46,4	16,9	11,9	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,7%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	48,6	7,4	4,4	4,9	0,8	0,7	0,7	31,4	8,4	10,0	11%	17%	15%	1,2%	4,0%	5,1%
Holmen	189,0	7,8	9,9	7,9	1,3	1,3	1,2	15,8	27,6	17,0	16%	13%	15%	4,8%	3,7%	3,8%
INTL Paper	23,2	6,1	5,8	5,1	0,8	0,7	0,7	26,5	13,1	9,4	13%	13%	14%	1,4%	1,6%	2,0%
M-Real	2,5	63,6	6,4	6,1	0,7	0,7	0,7	-	24,0	12,6	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.	2,0	10,7	7,7	6,6	2,2	1,8	1,6	16,6	12,8	10,0	20%	23%	25%	3,8%	4,7%	5,5%
Stora Enso	6,1	10,5	8,0	6,9	0,9	0,8	0,8	37,9	15,1	12,1	9%	11%	12%	2,9%	3,3%	3,4%
Svenska	90,9	6,7	6,9	6,0	1,0	1,0	0,9	11,3	11,1	9,2	14%	14%	15%	4,0%	4,4%	4,7%
UPM-Kymmene	10,4	9,2	7,7	6,6	1,2	1,1	1,0	-	23,4	14,5	13%	14%	16%	3,7%	4,4%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>7,7</b>	<b>6,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>21,5</b>	<b>14,1</b>	<b>11,0</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,8%</b>

**Wycena spółek górniczych /28.05.2010/**

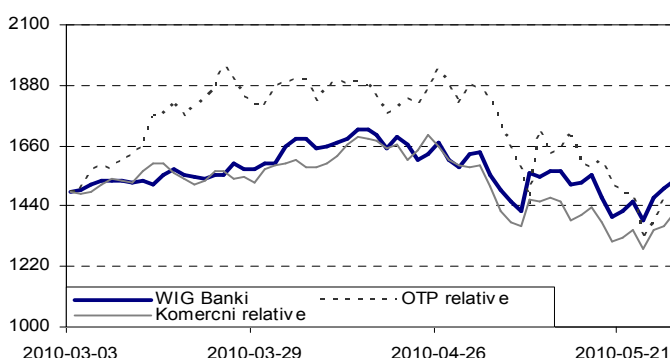
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	97,7	5,1	4,8	5,8	1,7	1,6	1,6	7,7	5,9	9,9	33%	34%	27%	12,0%	3,1%	5,1%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	26,6	7,3	4,1	3,4	2,1	1,6	1,5	12,3	6,4	4,9	29%	40%	43%	0,3%	1,5%	3,7%
BHP Billiton	19,1	5,2	4,5	3,1	2,3	2,2	1,7	10,7	7,9	5,1	44%	48%	55%	4,1%	4,5%	5,0%
Freeport-MCMOR	70,1	5,1	3,8	3,6	2,4	2,0	1,9	13,0	8,6	7,8	48%	52%	52%	0,1%	1,4%	2,1%
Rio Tinto	31,9	6,9	3,8	3,3	2,2	1,7	1,6	9,8	4,9	4,1	31%	44%	47%	1,7%	3,1%	3,4%
Southern Peru	29,5	13,9	8,1	6,3	6,8	4,8	3,7	27,6	13,7	10,3	49%	59%	60%	1,6%	5,2%	6,4%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>12,3</b>	<b>7,9</b>	<b>5,1</b>	<b>44%</b>	<b>48%</b>	<b>52%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,7%</b>

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

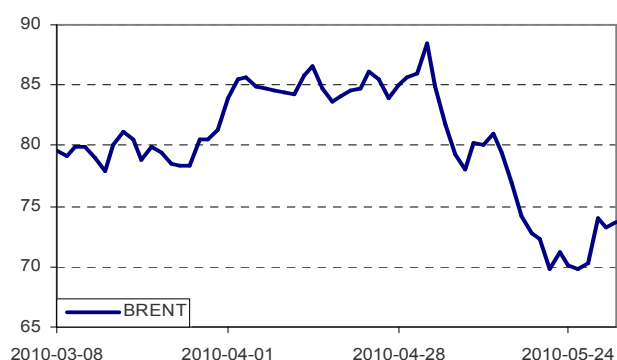
Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)



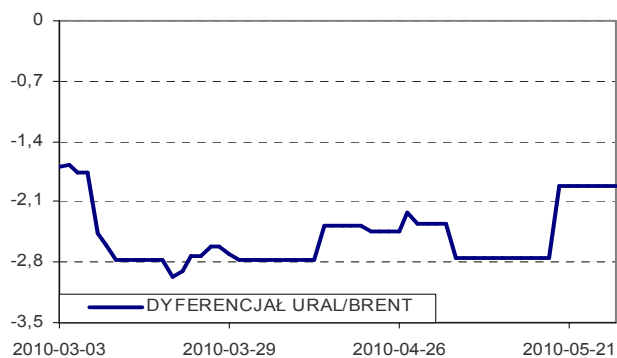
Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)



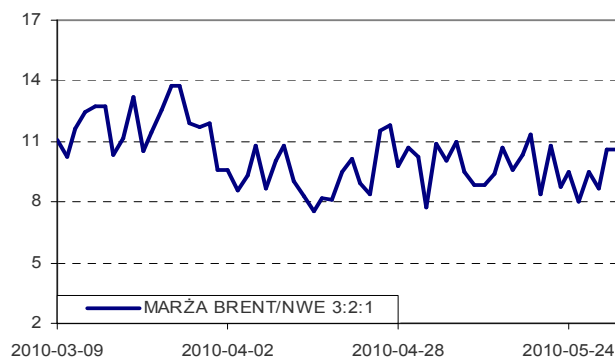
BRENT (USD/brk)



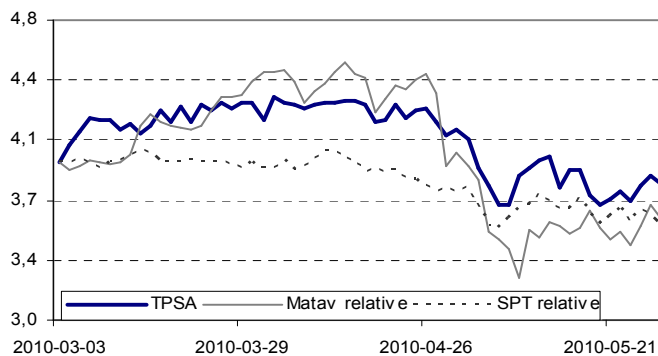
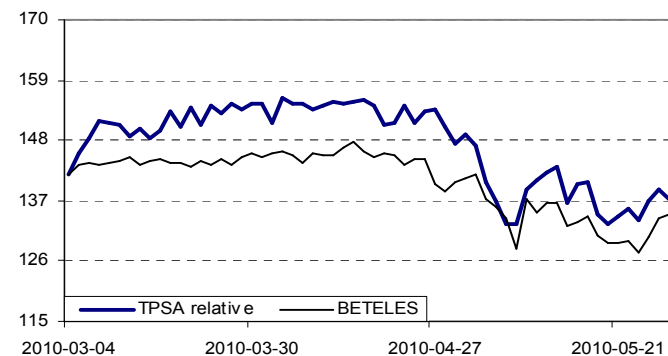
Dyferencjał URAL/BRENT (USD)



Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)

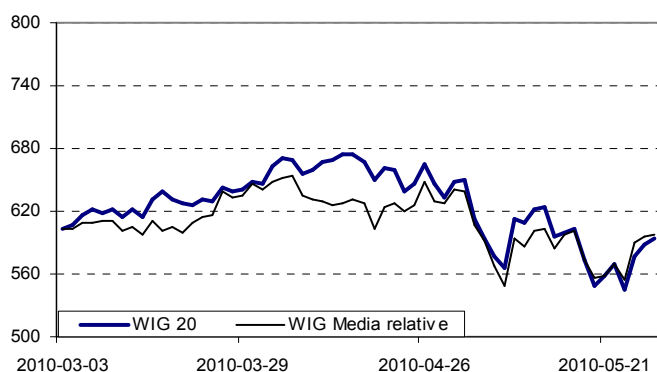


TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)

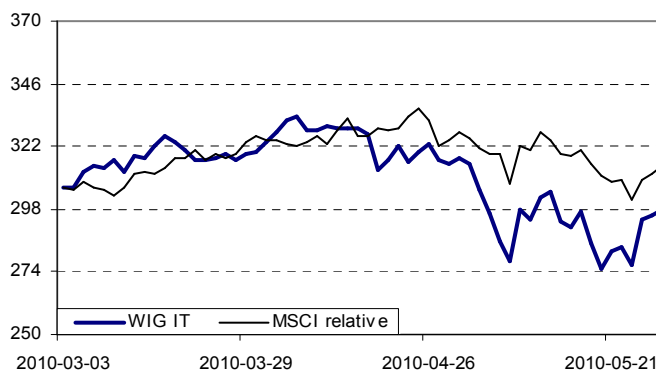


Źródło: Bloomberg

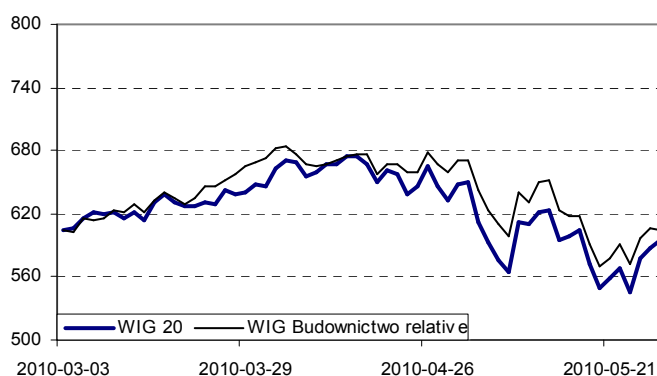
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



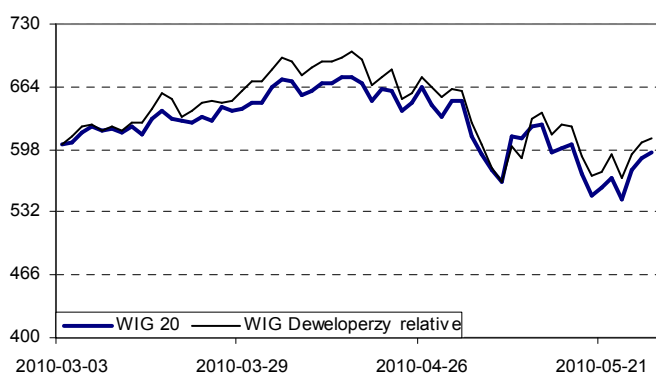
Indeks WIG IT na tle MSCI



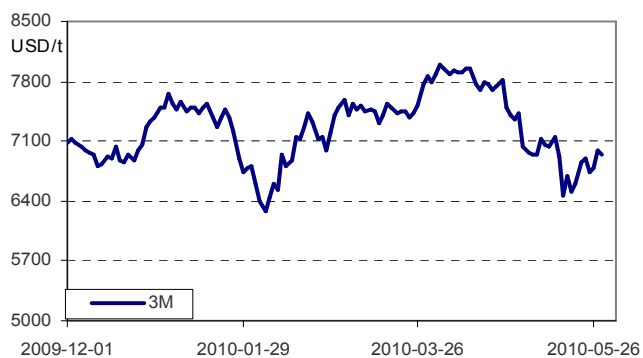
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



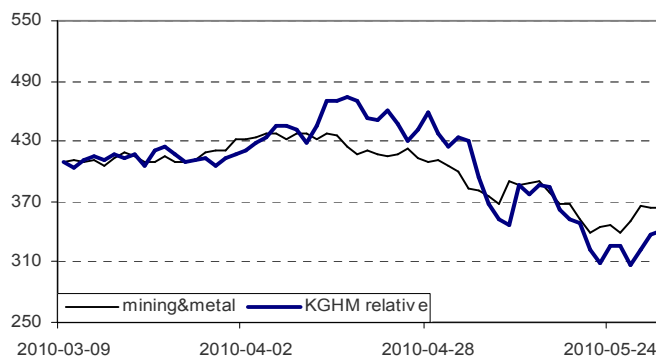
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

**Departament Analiz:**

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

**Analitycy:**

Kamil 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 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 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, Mondi, 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.