


**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	10 868,1	-0,54%	FTSE 100	5 341,9	-1,28%	Miedź (LME)	6 958,5	-0,95%
S&P 500	1 165,9	-0,66%	WIG20	2 414,5	-1,56%	Ropa (Brent)	81,8	-3,56%
NASDAQ	2 402,3	-0,91%	BUX	23 207,6	-2,03%	USD/PLN	3,19	+2,86%
DAX	5 958,5	-0,81%	PX	1 194,8	-4,88%	EUR/PLN	4,08	+1,49%
CAC 40	3 636,0	-1,44%	PLBonds 10	5,83	+2,09%	EUR/USD	1,28	-1,33%

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Wyniki BOŚ i Nordea BP

Nordea Bank miał 51,9 mln PLN zysku netto w 1Q10 (+96% R/R). Prezes Nordea wskazuje na fakt, że bank nie przestał finansować przedsiębiorstw i ciągle udziela kredytów klientom indywidualnym, co teraz procentuje. Portfel kredytowy Nordea zwiększył się do 16 mld PLN (z 14,8 mld PLN po 1Q09). Z tego ponad 9 mld PLN to kredyty hipoteczne. Bank chce sprzedawać ich coraz więcej. Zwrot na kapitale w Nordea Bank sięgnął 19,6%. BOŚ miał 19,5 mln PLN zysku netto (+183% R/R). Na poprawę wyników wpłynęły niższe rezerwy zawiązywane w 1Q10. W 1Q09 przekraczały one 20 mln PLN, podczas gdy w 1Q09 wyniosły ok. 3 mln PLN. Prezes BOŚ oczekuje dalszej poprawy. Bank chce zwiększać sprzedaż produktów bankowych, spodziewa się również rozwiązania rezerw utworzonych na pożyczki dla trzech zagranicznych banków (m.in. jedna ukraińska instytucja już zaczęła spłacać swoje zobowiązania). **Wyniki poprawiają się istotnie, gdyż 1Q09 był najslabszym kwartałem dla sektora (efekt bazy). Podobnie jest w przypadku dużych banków giełdowych.** (M. Jeżewska)

### Paliwa

#### Dalszy wzrost produkcji w rafineriach

Zapasy ropy w USA w tygodniu zakończonym 30 kwietnia wzrosły o 2,75 mln baryłek, podczas gdy prognozowany wzrost wyniósł tylko 1 mln baryłek. Rezerwy surowca wzrosły mimo kolejnego z rzędu wzrostu przerobu w amerykańskich rafineriach (CUR wyższy o 0,6 punktu procentowego) z uwagi na zwiększenie o 2,8% średniego dziennego importu ropy. Zapasy paliw gotowych również wzrosły, w przypadku benzyny +1,2 mln baryłek, a w przypadku średnich destylatów +0,6 mln baryłek. **Po stronie popytowej obserwowaliśmy stabilizację konsumpcji benzyny i wyraźny wzrost zużycia średnich destylatów (+8% w relacji do poprzedniego tygodnia), aczkolwiek wyższe zapotrzebowanie zostało z nawiązką pokryte przez rosnącą podaż. Właśnie szybkie zwiększanie wykorzystania mocy rafineryjnych (już prawie 90%) budzi nasze największe obawy jeśli chodzi o kształtowanie się marż rafineryjnych w najbliższych tygodniach.** (K. Kliszcz)

### KGHM

 Redukuj - z dn. 01.12.09  
 Cena docelowa: 90,40 PLN

#### Blisko 2,75 mld PLN rocznie inwestycji do 2014

KGHM planuje, że do 2014 roku wyda na inwestycje 13,7 mld PLN, z czego 5,7 mld PLN przeznaczy na inwestycje kapitałowe (w tym roku 1,6 mld PLN). Spółka za kilka miesięcy może poinformować o kolejnych projektach inwestycyjnych, w tym również surowcowe. Głównym obszarem poszukiwań będzie nadal Kanada. Ponadto KGHM zamierza wydać w najbliższych latach około 260 mln PLN na poszukiwanie i eksplorację w sąsiedztwie należących obecnie do KGHM złóż, czyli w regionach Synkliny Grodzieckiej, gdzie znajduje się tzw. Kopalnia Konrad, Gaworzyc Radwanic, Nowin, a także rejonu Weisswasser. Okres eksploracji i przygotowań do wydobycia może potrwać około 10 lat. **Po raz pierwszy od wielu lat wygląda na to, że zarząd KGHM faktycznie realizuje zapowiadane inwestycje a nie tylko straszy nimi akcjonariuszy przed WZA, które ma decydować o wysokości dywidendy. Przy obecnych cenach surowców sfinansowanie CAPEX nie jest dla spółki problemem, w długim okresie wydatki wydają się być uzasadnione. Przy rozpoczętych dużych projektach inwestycyjnych, w średnim horyzoncie każdy spadek cen miedzi – obniżający FCF będzie wywoływał obawy o bilans spółki.** (M. Marczak)

### Erbud

 Trzymaj - z dn. 11.03.10  
 Cena docelowa: 54,6 PLN

#### Kontrakt na budowę przejścia granicznego w Budomierzu (118 mln PLN)

Erbud podpisał z Wojewodą Podkarpackim kontrakt na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Wartość zlecenia to 118,6 mln PLN (9,7% prognozowanych przychodów na rok 2010). Termin wykonania prac to 36 miesięcy. **Wiadomość zgodna z oczekiwaniami. Informowaliśmy**

już o zakończeniu drogi odwoławczej (przetarg był objęty postępowaniem sądowym) oraz o wyborze oferty Erbudu. Kontrakt był kalkulowany jeszcze w oparciu o ceny z 2008 roku, co oznacza, że powinien być dla Erbudu bardzo rentowny. Sądzymy, że można zakładać spokojnie rentowność na poziomie o kilka pkt. procentowych wyższym, niż rentowność typowa dla branży. (M. Stokłosa)

### Mostostal Warszawa

Trzymaj z dn. 07.04.10

Cena docelowa: 78,2 PLN

#### Wady wykryte w zrealizowanym odcinku drogi S7

W drodze S7 na odcinku Jedlińsk – Radom o długości 15,6 km (kontrakt realizowany przez Mostostal Warszawa i Acciona Infraestructuras w okresie 06.2006 – 01.2008) pojawiły się pęknięcia. Inspektorzy GDDKiA zbadali 8 próbek asfaltu, wnioski są dla wykonawcy negatywne (m.in. warstwa asfaltu jest zbyt cienka). Wykonawca otrzymał listę niedociągnięć, które powinny zostać poprawione w ramach gwarancji. Wykonawca twierdzi, że grubość asfaltu jest właściwa, nie uchyla się jednak od napraw gwarancyjnych. Wg. GDDKiA i Mostostalu jest jeszcze za wcześnie, aby szacować koszty napraw. Kontrakt na budowę drogi podpisany został 6 lipca 2006. Jego wartość to 407,1 mln PLN, z czego 95% przypada na Acciona Infraestructuras, zaś 5% (20,4 mln PLN) na Mostostal Warszawa. Nawet, gdyby naprawy gwarancyjne miały kosztować 10% wartości kontraktu, potencjalne koszty przypadające na Mostostal są stosunkowo niewielkie. Utraty reputacji spółka też nie musi się raczej obawiać – w sektorze publicznym czynnikiem decydującym o wyborze oferty jest przeważnie wyłącznie cena. To już kolejna wpadka realizatora drogowego kontraktu. Niedawno pojawiła się kwestia spółki Alpine Bau, nie nadążającej z realizacją odcinka autostrady i Dragadosa, który zastosował niewłaściwą geosiatkę pod nawierzchnię odcinka drogi ekspresowej/autostrady. Problemy jakościowe miał też Budimex w przypadku obwodnicy Wyszkowa. Uważamy, że problemów na tle jakości i potencjalnych związanych z tym kosztów będzie w budownictwie coraz więcej. Konkurencja cenowa wymusiła na firmach bardziej ryzykowne zachowania, m.in. stosowanie tańszych zamienników oraz oferowanie dłuższych okresów gwarancyjnych. (M. Stokłosa)

### PBG

Sprzedaj - z dn. 07.04.10

Cena docelowa: 173,2 PLN

#### Alstom i PBG połączą siły w przetargu na blok w Koźienicach?

Zgodnie z nieoficjalnymi wiadomościami prasowymi, Alstom i PBG mają wspólnie wystartować w przetargu na blok energetyczny w Koźienicach. Przedstawiciel PBG potwierdza, że spółka znalazła partnera, z którym zamierza startować w przetargach energetycznych w Polsce i być może w Bułgarii (2 przetargi) i na Węgrzech (1 przetarg). Spółka nie ujawnia oficjalnie nazwy partnera. Złożenie przez PBG i Alstom wspólnej oferty na budowę bloku w Koźienicach byłoby pozytywną wiadomością dla spółki. Alstom jest największą, najsilniejszą i najbardziej doświadczoną firmą działającą w Polsce w segmencie energetycznym. Koncern na każdym poziomie wyników finansowych (przychody, zyski, aktywa, gotówka netto) jest o kilkadziesiąt razy większy niż PBG, Polimex, czy Rafako. Prawdopodobnie zakres prac PBG obejmowałby w ramach współpracy prace budowlane i wybrane prace montażowe. Nie jesteśmy pewni, czy współpraca, nawet gdyby została nawiązana, będzie trwała. Alstom posiada wszystkie atuty technologiczne (kocioł, turbina, generator), w efekcie, najbardziej efektywne z punktu widzenia spółki może być poszukiwanie możliwie najtańszego wykonawcy prac budowlanych. W efekcie, związanie z PBG może być krótkoterminowe i związane z przejściowymi problemami Alstoma w poruszaniu się w polskim prawie przetargowym. Uważamy, że z powodzeniem w kolejnych przetargach Alstom może startować sam. Spółka posiada pełną infrastrukturę w Polsce. Spółka zatrudnia około 76000 osób (w tym 3000 osób w Polsce, PBG: 3722 średnio w 2009 roku). Ostatecznie, uważamy, że krótkoterminowa współpraca może nastąpić, na dłuższy alians, w tym wyłączność dla PBG jako partnera Alstomu jednak nie liczymy. Zwracamy dodatkowo uwagę, że pozycja Alstomu w ewentualnym konsorcjum jest bardzo silna i może istotnie determinować politykę cenową PBG. (M. Stokłosa)

#### Prognoza wyników razem z raportem Q1 2010

Przedstawiciel PBG poinformował, że prognoza wyników w 2010 roku zostanie przedstawiona razem z raportem Q1 2010 10.05.2010. Przedstawiciel spółki oczekuje, że poprawie w 2010 roku ulegną wszystkie poziomy rachunku zysków i strat. Jeśli poprawa będzie miała miejsce, to naszym zdaniem niewielka, w dodatku w dużej mierze zawdzięczana wycenie nieruchomości komercyjnej w budowie i zdarzeniom jednorazowym. (M. Stokłosa)

### J.W. Construction

Trzymaj - z dn. 13.04.10

Cena docelowa: 15,1 PLN

#### J.W. sprzedało w kwietniu 71 mieszkań

W kwietniu J.W. Construction podpisało umowę sprzedaży 71 mieszkań (sprzedaż brutto). Na wynik zgodnie z wypowiedzią przedstawiciela spółki miał wpływ spokojny okres świąt wielkanocnych, a potem okres wyciszenia w kolejnych tygodniach miesiąca. W marcu deweloper sprzedał 106 mieszkań, a w całym Q1 2010 286 lokali. Wynik sprzedaż z kwietnia jest nienajlepszy. W całym Q2 2010 sprzedaż mieszkań szacowaliśmy na 297 lokali, co oznacza, że w następujących miesiącach deweloper musiałby sprzedać średnio po 108 mieszkań. (M. Stokłosa)

**Polnord**Kupuj - z dn. 13.04.10  
Cena docelowa: 52,6 PLN**16 mln PLN zysku netto w Q1 2010**

Prezes Polnordu poinformował, że w Q1 2010 spółka będzie miała 16 mln PLN zysku netto. Duży pozytywny wpływ na wynik będzie miała transakcja sprzedaży biurowca Asseco. W Q4 2010 spółka planuje rozpocząć budowę kolejnego biurowca na Wilanowie. Co najmniej dwa kolejne biurowce mogą wystartować w 2011 roku. Spółka przyspiesza realizację tej inwestycji. W tym roku Polnord może ruszyć z budową nawet 2,4 tys. mieszkań. Popyt na lokale jest, zyski też powinny być atrakcyjne. Tyle tylko, że spółka rozpozna je najwcześniej w Q4 2011. Polnord jest też o krok od podpisania ostatecznej umowy z GTC w sprawie realizacji centrum handlowego na Wilanowie. **Szacowaliśmy, że zysk netto Polnordu w Q1 2010 wyniesie 20 mln PLN, tzn. będzie zgodny z wcześniejszymi zapowiedziami prezesa. Na tym etapie trudno powiedzieć, co jest przyczyną odchyień – działalność operacyjna czy brak wystąpienia wybranych pozytywnych zdarzeń jednorazowych ujętych w prognozie. (M. Stokłosa)**

**Wyniki spółek****Netia**Trzymaj - z dn. 06.11.09  
Cena docelowa: 4,30 PLN**Wyniki za 1Q2010**

Słabe przychody mimo szybko rosnącej bazy abonenckiej i większe oszczędności kosztowe m.in. dzięki wstrzymaniu kampanii reklamowej, pozytywnie wpływające na EBITDA i zysk netto to najkrótsze podsumowanie wyników za 1Q2010. Przy przychodach na poziomie 385,7 mln PLN spółka wypracowała 93,5 mln PLN EBITDA (marża 24,2%) i 14,3 mln PLN zysku netto. W naszych prognozach zakładaliśmy odpowiednio 394/81,3/4,6 mln PLN. Rozczarowują przede wszystkim niższe przychody, które pomimo rosnącej bazy abonenckiej były zaledwie o niespełna 1 mln PLN wyższe niż w 4Q2009. Częściowo tłumaczy to obniżka stawek F2M (przychody z ruchu we własnej sieci -3,7% q/q), ale wzrost przychodów z transmisji danych, rynku w którym spółka skutecznie konkuruje z TP, wyniósł zaledwie 2,2% q/q (przy bazie abonenckiej rosnącej o 7,9%). W ujęciu r/r przychody w tym obszarze rosły o 17% przy wzroście bazy o 37%. W 1Q2010 ARPU z dostępu do internetu obniżyło się q/q o 7%. W raporcie kwartalnym Netia podwyższyła prognozę liczby klientów usług szerokopasmowych na koniec 2010 z 680 tys. do 700 tys., jednak pozostałe elementy prognozy (przychody, EBITDA) pozostają bez zmian w stosunku do prognozy ogłoszonej w dniu 22 lutego 2010 r. Nadal uważamy, że począwszy od przełomu 2 i 3Q, kiedy TP wprowadzi na rynek nowe pakiety internetowe (nie podlegające już zasadzie cena detaliczna minus dla rynku hurtowego) Netii będzie dużo trudniej konkurować w kluczowym dla niej obszarze wzrostu. Po stronie kosztowej na uznanie zasługuje redukcja kosztów zarządu, które w stosunku do 4Q2009 obniżyły się o 7 mln PLN i jest to zapewne efekt prowadzonej restrukturyzacji. Tu widzimy pole do podwyższenia naszych dotychczasowych założeń. Pozostała część oszczędności kosztowych ma miejsce w obszarze sprzedaży i dystrybucji (-8%/-6,9 mln PLN q/q, głównie reklama i prowizje dystrybucyjne), co jest efektem ograniczenia przez spółkę kampanii reklamowej (potencjalnie wpływ na przyszłą sprzedaż). Ponadto na wynik operacyjny pozytywny wpływ mają pozostałe przychody netto w kwocie 7,7 mln PLN, z czego 3,3 mln PLN to sprzedaż majątku (m.in. dla P4) i noty debetowe (1,8 mln PLN). Po tym jak spółka wpłaciła na rzecz urzędu skarbowego kontrowersyjną (sprawa w sądzie, prawdopodobny zwrot, termin nieprzewidywalny) kwotę blisko 60 mln PLN, poziom gotówki i ekwiwalentu obniżył się do 206 mln PLN z 240 mln PLN na koniec 2009. Naszym zdaniem rynek dyskontuje wzrost bazy abonenckiej, która jednak nie przekłada się na adekwatny wzrost przychodów. Oszczędności kosztowe mają miejsce m.in. w obszarach sprzedażowych a marże EBITDA dodatkowo podwyższają jednorazowe zdarzenia. Plusem są oszczędności na poziomie kosztów ogólnego zarządu. W związku ze strategią i zmianą regulacji przez UKE w najbliższej przyszłości Netii będzie coraz trudniej zdobywać rynek. **(M. Marczak)**

**Asbis**Redukuj - z dn. 29.03.10  
Cena docelowa: 4,61 PLN**Słaby start w 2010 rok**

Wyniki Asbis za pierwsze trzy miesiące 2010 roku były słabsze od naszych oczekiwań. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami cieniem na wynikach położyły się niekorzystne zmiany kursów walutowych i związane z nimi straty z tytułu różnic kursowych.

Pozytywnym zaskoczeniem ogłoszonych rezultatów jest z pewnością dynamika przychodów. Obroty spółki w pierwszym kwartale wzrosły aż o 39,1% w stosunku do ubiegłego roku i sięgnęły 331,0 mln USD (o 7,7% więcej od naszych prognoz). Głównym czynnikiem wzrostu był podobnie jak w 4Q2009 region krajów byłego ZSRR (wzrost obrotów r/r o 89,8%) z tą różnicą, że tak jak kwartał temu wzrost w regionie koncentrował się na Ukrainie tak w tym motorem wzrostu była przede wszystkim Rosja, gdzie przyrost sprzedaży wyniósł 33,8 mln USD (z 34,6 mln USD do 68,4 mln USD). Na Ukrainie sprzedaż wzrosła z 21,3 mln USD do 36,5 mln USD, co było drugim co do wielkości przyrostem sprzedaży w Asbisie.

Pozostałe regiony, w których działa spółka również notowały stabilny wzrost sprzedaży. Europa Środkowo-Wschodnia oraz Europa Zachodnia zanotowały około 22,0% dynamikę przychodów. Nieco słabiej było w Afryce i na Bliskim Wschodzie, gdzie wzrost sprzedaży wyniósł tylko 8,5%.

Znaczna poprawa poziomu przychodów została zniweczona przez niską rentowność brutto na sprzedaży, która wyniosła 4,7% (przy oczekiwanych przez nas 4,9%). Wpływ na tak niski poziom rentowności miało około 1,4 mln USD różnic kursowych. Koszty ogólne działalności wyniosły w okresie 13,6 mln USD przy zakładanych przez nas w prognozie 12,1 mln USD. Wyższy poziom

kosztów działalności wynika w dużej mierze z wyższych od oczekiwań obrotów realizowanych w 1Q2010.

W konsekwencji powyższych czynników wynik operacyjny okresu sięgnął 1,8 mln USD wobec zakładanych przez nas 3 mln USD. Saldo działalności finansowej wyniosło -1,6 mln USD przy -1,2 mln USD naszej prognozy. Zysk netto pierwszego kwartału wyniósł 0,1 mln USD (vs 1,4 mln USD naszej prognozy).

Zgodnie z naszymi przewidywaniami stan gotówki netto z końca czwartego kwartału ubiegłego roku nie trwał długo i na koniec 2010 roku spółka zwiększyła zadłużenie netto do 33,2 mln USD.

Podsumowując wyniki pierwszego kwartału okazały się bardzo słabe, przede wszystkim pod wpływem różnic kursowych. Dużym pozytywem pierwszego kwartału jest naszym zdaniem bardzo mocne wybiecie na przychodach. Zwracamy jednak uwagę, że niekorzystne trendy na kursach walutowych są póki co nadal kontynuowane w drugim kwartale, co naszym zdaniem stanowi istotny czynnik ryzyka dla rezultatów pierwszego półrocza i skali tegorocznej poprawy wyników oczekiwanej przez inwestorów. **(P. Grzybowski)**

### Wyniki ASBISc w 1Q2010 w prognozy DI BRE

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009	zmiana	1Q2010P	różnica	2010P	2009	zmiana
Przychody	331,0	237,9	39,1%	307,4	7,7%	1316,8	1167,9	12,7%
EBITDA	2,6	-3,9	-	3,8	-	18,6	5,8	221,5%
marża	0,8%	-1,7%	-	1,2%	-	1,4%	0,5%	-
EBIT	1,8	-4,5	-	3,0	-	15,6	2,9	441,2%
Zysk brutto	0,3	-6,2	-	1,8	-	10,3	-2,8	-
Zysk netto	0,1	-6,2	-	1,4	-	8,1	-3,2	-

Źródło: ASBISc, szacunki DI BRE Banku SA

### Pozostałe wiadomości ze spółek

**ABC Data** ABC Data spodziewa się pozyskania z emisji akcji s. H około 60 mln zł brutto. Wpływy netto szacowane są na około 57,4 mln zł. Ze środków pozyskanych z emisji spółka chce wydać 46 mln zł na przejęcia podmiotów z regionu Europy Środkowo-Wschodniej, a 11,4 mln zł na zwiększenie efektywności procesów logistycznych poprzez automatyzację magazynu.

**ABC Data (Ipo), MCI** ABC Data planuje debiut na GPW na początku czerwca.  
Harmonogram oferty publicznej ABC Data

- 18 maja - najpóźniej do godz. 8.00, podanie do publicznej wiadomości przedziału cenowego;
- 18 maja - rozpoczęcie procesu budowy księgi popytu;
- 20 maja - do godz. 16 zakończenie procesu budowy księgi popytu;
- 21 maja - do godz. 8.00 ustalenie i podanie do publicznej wiadomości ceny emisyjnej i ceny sprzedaży oraz liczby akcji oferowanych w poszczególnych transzach;
- 21 maja - rozpoczęcie przyjmowania zapisów w transzy indywidualnej i instytucjonalnej;
- 25 maja - zakończenie przyjmowania zapisów w transzy indywidualnej i instytucjonalnej, zamknięcie oferty publicznej;
- do 27 maja - przydział akcji oferowanych.

Oferta ABC Data szacowana na 120 mln zł ruszy 18 maja. Oferta publiczna dystrybutora IT ABC Data rozpocznie się 18 maja od podania przedziału cenowego, poinformowali przedstawiciele spółki w środę. Tego samego dnia rozpocznie się proces budowania księgi popytu. Spółka szacuje wartość swojej oferty na 120 mln zł.

**Arcus** Arcus został jedynym dystrybutorem drukarek Kyocera Mita w Polsce. Umowa ma charakter bezterminowy.

**Astarta** EBOiR może pożyczyć Astartcie 10 mln EUR na wdrożenie programu ograniczenia użycia energii. EBOiR ma obecnie analizować wnioski w tej sprawie.

**Bioton** W tym roku zarząd Biotonu chce zmniejszyć zadłużenie o 160-180 mln zł. Na koniec roku powinno ono sięgnąć 30-50 mln zł.

**Bomi** Bomi kupiło większościowe udziały w spółce BDF. Grupa Bomi kupiła większościowy pakiet udziałów w spółce BDF Sp. z o.o. prowadzącej sieć ośmiu sklepów działających pod szyldem LIVIO. BDF współpracowało z grupą Bomi na bazie umowy franchisingowej zawartej w ubiegłym roku.

<b>Comarch</b>	Duże szanse na joint venture Comarchu i chińskiej spółki Inspur. Comarch nadal prowadzi rozmowy z chińską spółką Inspur, które mają potrwać do połowy maja. Zdaniem Piotra Piątosy, wiceprezesa Comarchu i prezesa SoftM, szanse, że rozmowy zakończą się sukcesem są dosyć duże. Comarch podpisał 3-letni kontrakt sponsorski z TSV 1860 Monachium. Spółka IT Comarch podpisała 3-letni kontrakt z niemieckim klubem piłkarskim TSV 1860 Monachium, zgodnie z którym zostanie jego głównym sponsorem.
<b>Energetyka</b>	Według MSP kilka firm krajowych i zagranicznych jest zainteresowanych Energa.
<b>Energopol-Pld</b>	Wycena zawartych przez spółkę kontraktów walutowych wyniosła na koniec kwietnia 562,4 tys. PLN.
<b>Grajewo</b>	Zarząd Grajewa rekomenduje niewypłacanie dywidendy. Zarząd zarekomendował przeznaczenie całego zysku za 2009 r. na kapitał zapasowy.
<b>Hygienika</b>	W I kw. spółka osiągnęła 10,2 mln PLN przychodów (+43 proc. r/r). W ciągu pierwszych trzech miesięcy spółka wypracowała 63 tys. PLN zysku netto. Rok wcześniej było to 520 tys. PLN straty.
<b>Inter Cars</b>	Jednostkowe przychody wyniosły w kwietniu 178,8 mln PLN (+3 proc. r/r).
<b>Intersport</b>	Spółka uzyskała w kwietniu 12,7 mln PLN przychodów (-21,5 proc. r/r).
<b>Jago</b>	Spółka spłaciła 1 mln kredytu zaciągniętego w BRE Banku przez Stormm. Obecnie zadłużenie spółki z tego tytułu wynosi ok. 4,8 mln PLN.
<b>Kopex</b>	Kopex sprzedał do Chin kombajn za 3 mln euro. Spółka liczy, że to początek większego zamówienia.
<b>Media, TVN</b>	W kwietniu '10 r. całodobowy udział TVN w rynku spadł r/r do 16 proc. z 16,7 proc. Całodobowy udział Polsatu spadł w kwietniu do 13 proc. z 15,1 proc., udział TVP1 zmniejszył się do 19 proc. z 21,3 proc., a TVP2 do 13,6 proc. z 15,8 proc.
<b>NG2</b>	Skonsolidowane przychody NG2 spadły do 83,5 mln zł w kwietniu (-19,3 proc. r/r). Parkiet podaje, że w maju można oczekiwać znacznie poprawy sprzedaży.
<b>PGNiG</b>	Wątpliwości Komisji Europejskiej co do treści nowych umów między PGNiG i Gazpromem wstrzymują oficjalne podpisanie porozumienia z Rosją.
<b>PKN</b>	Marża rafineryjna PKN Orlen spadła w IV do 3,60 USD na baryłce. Modelowa Marża rafineryjna PKN Orlen spadła w kwietniu tego roku do 3,60 USD na baryłce z 4,90 USD w marcu tego roku i z 4,40 USD w kwietniu roku 2009. Dyferencjał Ural/Brent w kwietniu 2010 roku spadł do 2,50 USD na baryłce z 2,60 USD w marcu tego roku, był jednak wyższy od zanotowanego przed rokiem w tym samym miesiącu, kiedy to wyniósł 1,70 USD na baryłce. W kwietniu tego roku modelowa marża petrochemiczna grupy PKN wzrosła do 685,00 euro na tonie z 652,00 euro na tonie w marcu tego roku wobec 516,00 euro rok wcześniej. Koncern poinformował, że w kwietniu 2010 średnia cena baryłki ropy Brent wzrosła do 85,00 USD z 79,00 USD w marcu tego roku. W tym samym czasie średnia cena ropy Ural wzrosła do 82,50 USD z 76,40 USD w marcu. Parkiet podaje, że PKN ma się w najbliższym czasie skoncentrować na poszukiwaniu i wydobywaniu ropy spod łotewskiego szelfu Bałtyku i gazu łupkowego w Polsce.
<b>PZU</b>	Debiut PZU na giełdzie planowany na 12 maja.
<b>Qumak-Sekom</b>	Na koniec I kw. wartość portfela zamówień Qumaka-Sekom na 2010 i 2011 r. przekraczała 270 mln PLN. Parkiet podaje, że w I kwartale w spółce bardzo spadła rentowość.
<b>Radpol</b>	Radpol wyda 15 mln zł na budowę zakładu w Rurgazie, co podwoi obroty tej firmy. Radpol w tym roku zamierza wydać ok. 15 mln zł na budowę nowego zakładu produkcyjnego w przejętej niedawno spółce Rurgaz, produkującej specjalistyczne rury, dzięki czemu obroty tej firmy wzrosną docelowo do ok. 100 mln zł z 50 mln zł obecnie. Prezes Radpolu podtrzymuje, że celem grupy na ten rok jest przekroczenie 100 mln zł przychodów i zwiększenie eksportu.
<b>Ropa &amp; Gaz</b>	Gazeta Wyborcza podaje, że fiaskiem zakończyły się polsko-niemieckie rozmowy o zmianie ułożenia gazociągu Nord Stream by nie blokował większym statkom dostępu do Świnoujścia. Kontrolowane przez Gazprom konsorcjum chce ułożyć gazociąg wprost na dnie morza w poprzek torów wodnych do Świnoujścia.

**Tauron (Ipo)**

Wyniki Taurona w I kw. wzrosły r/r; prospekt może być zatwierdzony w końcu maju. Przedstawiciele firmy spodziewają się, że jej prospekt zostanie zatwierdzony w końcówce maja.

Tauron nie wyklucza emisji akcji, nie wcześniej niż za 18 miesięcy. Tauron chce swój program inwestycyjny o wartości 48,8 mld zł sfinansować w połowie długiem, a w połowie kapitałem własnym. Emisja akcji jest możliwa najwcześniej po 18 miesiącach od debiutu na GPW.

Grupa energetyczna Tauron planuje, że w latach 2010/20 jej program inwestycyjny obejmie 48,8 mld zł. Ok 9 mld zł zostanie wydanych do 2012 roku. Inwestycje finansowane będą funduszami zewnętrznymi, w tym kredytami i obligacjami, środkami z działalności operacyjnej grupy oraz we współpracy z innymi podmiotami.

**Transakcje osób powiązanych oraz funduszy**

<b>Infovide-Matrix</b>	Członek zarządu sprzedał 6900 akcji po 13,61 PLN za akcję.
<b>Kernel</b>	ING Bank N.V., London Branch posiada 6,25 proc. udział w ogólnej liczbie głosów.
<b>Mennica</b>	Amplico OFE zwiększył zaangażowanie w kapitale zakładowym do 5,58 proc. Wcześniej OFE nie miało akcji Mennicy.
<b>Novita</b>	OFE Pocztylion zwiększył udział w kapitale zakładowym do 12,0196 proc. z 11,9 proc. przed zmianą.
<b>Vistula</b>	Osoba pełniąca funkcje kierownicze zbyła 30 kwietnia 11 600 akcji po średniej cenie 2,93 PLN za akcję.

**Kalendarium spółek**
**Czwartek /06.05.10/**

ACTION	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 0,85 zł na akcję.
ASBIS	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
DOM DEVELOPMENT	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
HANDLOWY	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
MONDI	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
NETIA	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
PZU	Przydział akcji spółki.

**Piątek /07.05.10/**

BZ WBK	Dzień ustalenia w KDPW prawa do dywidendy 4,00 zł na akcję.
--------	---

**Poniedziałek /10.05.10/**

PBG	Pierwszy dzień notowań bez dywidendy 1,40 zł na akcję.
-----	--

**Wtorek /11.05.10/**

CEZ	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
CYFROWY POLSAT	Publikacja skonsolidowanego raportu za I kwartał 2010 roku.
ZA PUŁAWY	Publikacja skonsolidowanego raportu za III kwartał 2009/2010 roku.

**Środa /12.05.10/**

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

**Kalendarium makro**
**Czwartek /06.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
13:45	UE	Decyzja ECB ws. stóp procentowych	Maj	1%	1%
14:30	USA	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	Tydzień	443 tys.	448 tys.
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy - wst	I kw.	-1,1% k/k	-5,9% k/k
14:30	USA	Wydajność pracy - wst	I kw.	2,7% k/k	6,9% k/k

Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje Aegon, Alcatel-Lucent, Commerzbank, El Paso.

**Piątek /07.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Stopa bezrobocia	Kwiecień	9,7%	9,7%
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	Kwiecień	175 tys.	162 tys.
14:30	USA	Długość tygodnia pracy	Kwiecień	34,1 godz.	34 godz.
14:30	USA	Płaca godzinowa	Kwiecień	0,2% m/m	-0,1% m/m

**Poniedziałek /10.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
Wyniki kwartalne przed sesją w USA publikuje E On, a po sesji Walt Disney, Morgan Stanley.					

**Wtorek /11.05.10/**

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
16:00	USA	Zapasy hurtowników	Marzec		0,6% m/m


**Środa /12.05.10/**

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


**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	Trzymaj	18,80	16,90	2010-03-18	17,50	9,9
ACTION	Trzymaj	18,49	20,40	2010-04-07	22,00	13,0
AGORA	Trzymaj	24,20	25,00	2010-02-24	23,85	21,4
ASBIS	Redukuj	4,61	4,79	2010-03-29	5,08	10,6
ASSECO POLAND	Kupuj	72,10	55,30	2010-04-06	57,60	12,7
ASTARTA	Sprzedaj	31,60	57,20	2010-02-12	50,00	14,0
BUDIMEX	Sprzedaj	85,10	97,00	2010-03-29	96,60	13,4
BZWBK	Trzymaj	204,50	202,10	2010-04-07	216,50	14,8
CENTRUM KLIMA	Akumuluj	15,10	12,00	2010-04-07	13,14	12,8
CERSANIT	Redukuj	13,63	15,19	2010-04-01	16,03	16,9
CEZ	Trzymaj	140,30	142,50	2010-03-03	133,90	10,4
CIECH	Akumuluj	39,20	31,00	2010-03-17	33,40	12,2
COMARCH	Redukuj	93,10	96,10	2010-02-15	102,90	19,5
CYFROWY POLSAT	Akumuluj	16,60	14,69	2010-03-25	15,79	12,9
DOM DEVELOPMENT	Trzymaj	51,60	60,95	2010-04-13	55,65	57,5
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	169,20	174,00	2010-03-12	171,00	16,8
EMPERIA HOLDING	Trzymaj	81,60	78,50	2010-03-09	77,50	15,4
ENEA	Akumuluj	21,62	17,81	2010-03-30	18,91	12,0
ERBUD	Trzymaj	54,60	50,80	2010-03-11	53,30	12,4
EUROCASH	Trzymaj	18,60	20,61	2010-03-09	17,60	22,1
FAMUR	Sprzedaj	2,16	2,35	2010-03-08	2,60	15,9
GETIN	Redukuj	10,34	10,19	2010-04-07	11,37	13,4
GTC	Redukuj	21,80	22,20	2010-04-07	24,95	15,8
HANDLOWY	Akumuluj	90,90	74,00	2010-04-07	83,90	15,3
ING BSK	Trzymaj	749,00	755,00	2010-04-07	766,00	14,5
J.W. CONSTRUCTION	Trzymaj	15,10	16,18	2010-04-13	15,65	7,7
KĘTY	Trzymaj	120,36	113,00	2010-02-24	115,00	11,8
KGHM	Redukuj	90,40	100,70	2009-12-01	107,80	6,3
KOMPUTRONIK	Trzymaj	11,56	9,00	2009-12-08	11,39	9,8
KOPEX	Trzymaj	21,65	20,70	2010-04-07	22,50	14,1
KREDYT BANK	Trzymaj	15,30	15,00	2010-04-07	14,60	31,6
LOTOS	Redukuj	26,50	31,10	2010-04-07	31,40	10,3
LW BOGDANKA	Trzymaj	80,10	61,45	2010-02-03	77,00	11,4
MILLENNIUM	Akumuluj	5,31	4,62	2010-04-27	4,84	19,0
MONDI	Redukuj	67,30	71,70	2010-04-09	73,40	18,3
MOSTOSTAL WARSZAWA	Trzymaj	78,20	68,30	2010-04-07	77,00	12,7
NETIA	Trzymaj	4,30	4,82	2009-11-06	4,36	50,1
PBG	Sprzedaj	173,20	232,00	2010-04-07	216,00	16,3
PEKAO	Trzymaj	175,70	161,30	2010-03-05	165,50	15,9
PGE	Kupuj	27,90	21,41	2010-03-30	23,00	11,8
PGNiG	Kupuj	4,32	3,35	2010-03-24	3,70	9,7
PKN ORLEN	Trzymaj	40,20	37,22	2010-04-08	39,40	10,3
PKO BP	Trzymaj	40,10	40,12	2010-03-17	39,07	16,2
POLICE	Redukuj	5,50	5,75	2010-02-24	6,29	
POLIMEX MOSTOSTAL	Trzymaj	5,16	4,65	2010-04-07	5,24	13,8
POLNORD	Kupuj	52,60	39,30	2010-04-13	39,29	24,2
RAFAKO	Trzymaj	13,60	12,65	2010-03-12	13,55	16,6
SYGNITY	Kupuj	18,20	15,42	2010-03-02	12,57	
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	Akumuluj	17,60	15,50	2010-04-23	16,35	18,0
TRAKCJA POLSKA	Redukuj	4,16	4,14	2010-03-30	4,58	16,7
TVN	Trzymaj	16,00	18,00	2010-02-22	15,30	21,5
ULMA CONSTRUCCION POLSKA	Trzymaj	82,20	80,00	2010-01-06	84,50	16,9
UNIBEP	Redukuj	7,52	7,67	2010-04-07	9,00	13,8
WSiP	Trzymaj	17,20	16,82	2009-09-03	16,61	13,0
ZAPUŁAWY	Trzymaj	72,05	65,60	2010-01-06	80,90	15,2

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej /05.05.2010/**


	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	202,1	16,6	14,8	11,6	16%	16%	18%	2,5	2,2	1,9	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	74,0	19,2	15,3	11,1	9%	10%	13%	1,6	1,5	1,4	0,0%	4,6%	5,2%
ING BSK	755,0	16,5	14,5	10,6	13%	13%	15%	2,0	1,8	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
Kredyt Bank	15,0	117,9	31,6	9,2	1%	5%	15%	1,6	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Millennium	4,6	2622,5	19,0	10,7	0%	9%	12%	1,4	1,4	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	161,3	17,5	15,9	13,4	14%	14%	16%	2,3	2,2	2,1	0,0%	1,8%	5,0%
PKO BP	40,1	21,8	16,2	11,6	13%	15%	18%	2,5	2,3	2,0	2,5%	2,5%	3,1%
<b>Mediana</b>		<b>20,5</b>	<b>15,6</b>	<b>10,9</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	1,3	-	-	38,4	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
BCP	0,6	16,4	10,5	6,3	4%	6%	9%	0,5	0,5	0,5	3,6%	4,7%	7,0%
Citigroup	4,2	-	104,5	12,3	-	1%	7%	0,8	0,8	0,7	0,2%	0,2%	1,0%
Commerzbank	5,7	-	-	12,8	-	-	5%	0,5	0,5	0,5	0,0%	0,0%	0,2%
ING	6,4	83,1	6,7	5,1	1%	10%	12%	0,7	0,7	0,6	0,1%	1,4%	4,0%
KBC	31,2	-	8,1	6,8	-	13%	15%	1,0	0,9	0,8	0,0%	1,7%	3,4%
UCI	1,8	17,8	14,1	7,3	3%	4%	8%	0,6	0,6	0,5	1,5%	3,1%	5,8%
<b>Mediana</b>		<b>17,8</b>	<b>10,5</b>	<b>7,3</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,4%</b>
<b>ZAGRANICZNE BANKI</b>													
BEP	4,7	8,4	11,2	8,3	10%	7%	9%	0,8	0,8	0,7	5,8%	4,8%	5,9%
Deutsche Bank	50,1	7,4	8,1	6,7	13%	11%	12%	0,9	0,8	0,8	1,8%	2,3%	3,6%
Erste Bank	30,2	12,1	13,0	8,8	8%	8%	11%	1,0	1,0	0,9	1,6%	1,6%	2,4%
Komercni B.	3650,0	12,8	12,3	10,6	17%	17%	18%	2,2	2,0	1,9	4,4%	4,5%	5,6%
OTP	6571,0	12,6	12,3	8,6	13%	12%	15%	1,5	1,3	1,2	0,9%	2,7%	3,4%
Santander	8,4	7,9	7,8	6,3	14%	13%	15%	1,0	1,0	0,9	6,6%	6,9%	8,1%
Turkiye Garanti B.	7,0	10,7	10,1	8,8	24%	21%	21%	2,4	2,0	1,7	1,4%	2,2%	2,3%
Turkiye Halk B.	11,0	8,8	8,4	7,7	31%	25%	24%	2,5	2,1	1,9	3,7%	4,1%	4,4%
Sbierbank	2,5	89,9	11,9	7,2	2%	16%	23%	2,2	1,8	1,5	0,2%	0,9%	1,8%
VTB Bank	5,0	-	37,8	11,8	-	2%	12%	1,5	1,5	1,3	0,3%	0,4%	1,4%
<b>Mediana</b>		<b>10,7</b>	<b>11,5</b>	<b>8,5</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>

**Wycena spółek paliwowych /05.05.2010/**


	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	31,1	13,0	12,8	8,0	0,7	0,6	0,5	4,6	10,3	7,0	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
FKN Orlen	37,2	7,9	7,3	6,5	0,4	0,4	0,4	12,2	10,3	10,6	5%	5%	6%	0,0%	0,0%	2,0%
MOL	19000,0	9,3	6,7	5,8	1,2	1,0	0,9	21,9	10,8	8,2	13%	15%	16%	1,7%	2,4%	3,4%
OMV	26,0	4,6	3,6	3,1	0,7	0,6	0,5	10,8	7,5	5,9	14%	16%	17%	3,3%	3,9%	4,4%
Hellenic Petroleum	7,5	8,6	8,1	7,2	0,6	0,5	0,4	11,3	11,9	9,5	7%	6%	6%	5,9%	6,0%	6,4%
Tupras	31,0	6,5	6,0	5,3	0,4	0,3	0,2	10,1	9,1	8,5	5%	5%	5%	8,2%	8,8%	9,0%
Unipetrol	184,9	12,1	7,3	5,8	0,5	0,5	0,4	-	39,1	17,5	5%	6%	7%	0,1%	3,2%	4,4%
<b>Mediana</b>		<b>8,6</b>	<b>7,3</b>	<b>5,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>	<b>8,5</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,4%</b>
<b>SPÓŁKI GAZOWE</b>																
PGNiG	3,4	7,3	5,3	5,8	1,1	1,0	1,1	16,4	9,7	11,6	15%	20%	19%	0,8%	2,4%	4,1%
Gazprom	162,5	4,7	3,9	3,3	1,7	1,5	1,2	5,8	4,9	4,1	35%	37%	36%	1,2%	1,7%	2,4%
GDF Suez	26,2	6,4	6,0	5,5	1,1	1,1	1,0	13,0	12,8	11,3	17%	18%	19%	5,8%	6,1%	6,5%
Gas Natural SDG	11,9	7,9	7,0	6,7	1,9	1,7	1,7	8,4	8,2	7,5	24%	25%	26%	6,5%	7,0%	7,6%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>10,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,4</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,3%</b>

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

**Wycena spółek energetycznych /05.05.2010/**

	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	142,5	6,9	7,4	7,7	3,2	3,4	3,5	9,5	10,4	10,5	46%	46%	45%	5,4%	6,0%	5,5%
ENEA	17,8	6,1	4,1	4,8	1,0	0,7	0,9	15,3	12,0	12,0	16%	18%	18%	2,6%	3,3%	4,2%
PGE	21,4	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	27,9	6,9	6,7	6,5	1,1	1,1	1,0	9,6	9,6	9,3	16%	16%	16%	5,4%	5,6%	5,9%
EDF	40,4	7,3	6,7	6,3	1,8	1,8	1,7	19,8	18,0	15,8	25%	26%	27%	2,9%	3,0%	3,2%
Endesa	20,5	6,0	6,2	6,1	2,0	1,9	1,9	8,4	9,8	9,6	32%	31%	31%	6,7%	5,4%	5,5%
ENEL SpA	3,8	6,0	5,9	5,7	1,5	1,5	1,4	7,5	8,5	8,3	25%	25%	25%	7,2%	7,0%	7,2%
Fortum	18,6	9,6	9,7	9,6	4,1	4,1	3,9	12,7	13,2	13,2	43%	42%	41%	5,0%	5,2%	5,2%
Iberdrola	5,5	8,6	8,2	7,6	2,3	2,2	2,1	10,6	10,8	9,9	27%	27%	28%	5,9%	5,8%	6,2%
RWE AG	61,3	5,4	4,8	4,6	1,0	0,9	0,9	9,7	8,8	8,7	18%	18%	19%	5,8%	6,1%	6,3%
<b>Mediana</b>		<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>10,1</b>	<b>10,6</b>	<b>10,2</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>

**Wycena spółek nawozowych i chemicznych /05.05.2010/**

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>																
POLICE	5,8	-	11,2	6,3	0,3	0,4	0,4	-	-	16,7	-	4%	6%	0,0%	0,0%	0,0%
ZA Puławy	65,6	7,9	6,3	2,9	0,5	0,5	0,4	18,5	15,2	5,5	7%	8%	14%	15,5%	1,4%	1,6%
Acron	30,0	8,4	5,9	5,5	1,9	1,5	1,3	10,9	8,3	8,3	22%	25%	24%	1,7%	2,4%	3,2%
Agrium	47,2	10,4	6,4	5,5	0,9	0,9	0,8	19,2	9,9	8,1	9%	14%	15%	0,3%	0,3%	0,3%
DSM	32,7	3,6	3,4	3,4	1,4	1,4	1,3	35,8	29,9	27,5	38%	40%	39%	2,1%	2,4%	2,6%
K+S	40,9	20,9	10,8	7,8	2,4	1,9	1,7	-	20,5	13,0	12%	18%	22%	0,7%	2,2%	3,5%
Silvinit	17996,5	6,9	6,4	4,9	4,7	4,0	3,1	10,4	10,2	7,0	68%	63%	64%	1,8%	1,5%	2,5%
Uralkali	4,7	15,9	10,8	7,7	8,7	6,0	4,6	22,6	14,7	11,7	55%	56%	60%	1,3%	1,5%	1,9%
Yara	210,8	15,0	7,5	6,7	1,2	1,1	1,0	25,6	10,7	8,8	8%	14%	15%	2,1%	2,6%	2,8%
<b>Mediana</b>		<b>9,4</b>	<b>6,4</b>	<b>5,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>19,2</b>	<b>12,7</b>	<b>8,8</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>22%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,5%</b>
<b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b>																
Ciech	31,0	6,1	5,3	4,7	0,7	0,6	0,6	-	12,2	7,7	11%	12%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Akzo Nobel	42,3	7,0	6,4	6,0	0,9	0,9	0,8	16,4	14,1	12,0	13%	13%	14%	3,1%	3,5%	3,9%
BASF	42,5	7,3	5,7	5,3	1,0	1,0	0,9	20,4	13,3	11,4	14%	17%	17%	3,6%	4,4%	4,7%
Croda	9,7	10,8	9,2	8,7	1,8	1,7	1,6	19,2	15,0	13,7	17%	18%	19%	2,1%	2,6%	2,7%
Dow Chemical	28,4	10,3	7,9	6,8	1,2	1,1	1,0	55,2	19,3	11,7	12%	13%	14%	3,1%	2,7%	2,7%
Rhodia	16,0	6,5	4,3	4,0	0,7	0,6	0,6	-	12,3	8,7	11%	15%	15%	0,1%	1,3%	1,6%
Sisecam	2,0	6,1	5,0	4,4	1,2	1,1	1,0	16,6	10,5	9,3	19%	21%	22%	0,0%	2,0%	4,2%
Soda Sanayii	1,9	5,3	4,6	3,9	1,0	0,9	0,7	6,5	8,9	6,0	20%	20%	17%	-	3,9%	5,7%
Solvay	70,2	6,6	9,2	8,4	0,9	1,2	1,2	11,9	15,1	17,4	14%	13%	14%	3,7%	3,8%	4,0%
Tata Chemicals	343,0	6,3	7,4	6,9	1,0	1,4	1,3	11,1	12,9	11,0	16%	19%	19%	2,6%	2,4%	2,5%
Tessenderlo Chemie	23,1	15,9	6,0	4,7	0,5	0,4	0,4	-	28,5	11,9	3%	7%	9%	5,2%	5,4%	5,6%
Wacker Chemie	101,7	8,7	5,4	4,7	1,5	1,3	1,2	36,4	13,2	10,6	17%	25%	26%	1,0%	1,9%	2,5%
<b>Mediana</b>		<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>16,6</b>	<b>13,2</b>	<b>11,2</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,3%</b>

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

**Wycena europejskich operatorów narodowych /05.05.2010/**

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	4,8	6,0	4,9	4,2	1,1	1,0	0,9	21,2	50,1	24,0	19%	21%	22%	-	2,0%	4,2%
TPSA	15,5	4,0	4,5	4,5	1,5	1,6	1,7	16,2	18,0	17,2	38%	36%	37%	9,7%	9,7%	9,7%
<b>Mediana</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>18,7</b>	<b>34,1</b>	<b>20,6</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	25,5	5,4	5,1	5,4	1,7	1,6	1,6	9,9	9,9	10,4	32%	32%	30%	8,2%	8,3%	8,4%
Cesky Telecom	411,1	4,8	5,0	5,0	2,1	2,2	2,2	11,8	11,4	11,0	44%	43%	43%	11,2%	10,2%	10,1%
Hellenic Telekom	8,0	4,2	4,4	4,3	1,5	1,5	1,5	7,8	7,8	7,1	36%	35%	36%	8,8%	8,5%	9,0%
Mataw	661,0	4,2	4,3	4,4	1,6	1,7	1,7	8,6	8,9	9,0	39%	39%	39%	11,2%	11,3%	11,5%
Portugal Telecom	7,4	5,4	5,2	5,1	1,9	1,8	1,8	12,0	11,8	10,5	36%	36%	36%	7,8%	7,8%	7,9%
Telecom Austria	9,7	4,4	4,8	4,8	1,6	1,7	1,7	12,0	13,6	12,0	37%	35%	35%	7,8%	7,8%	7,9%
<b>Mediana</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>10,5</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,7%</b>	
<b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b>																
BT	1,2	4,2	3,7	3,6	0,9	1,0	1,0	8,6	8,3	7,6	22%	27%	27%	6,7%	5,7%	6,2%
DT	8,9	4,2	4,3	4,3	1,3	1,4	1,4	13,4	12,5	12,0	32%	32%	32%	8,8%	8,5%	8,5%
FT	15,9	4,7	4,7	4,7	1,5	1,6	1,6	9,4	8,8	8,5	33%	34%	34%	8,9%	8,9%	9,0%
KPN	10,8	5,5	5,3	5,3	2,1	2,1	2,1	11,8	9,9	9,1	38%	40%	39%	6,4%	7,4%	7,9%
Sw isscom	364,5	6,1	6,2	6,3	2,4	2,4	2,4	9,7	10,0	9,9	40%	39%	39%	6,2%	6,4%	6,7%
TELEFONICA	16,1	5,3	5,3	5,3	2,1	2,1	2,1	9,4	9,0	8,5	40%	39%	39%	7,1%	8,7%	9,6%
TeliaSonera	47,5	7,5	7,2	7,0	2,4	2,4	2,4	10,9	10,3	9,8	33%	34%	34%	4,4%	5,3%	6,3%
TI	1,0	4,9	5,0	5,0	2,0	2,0	2,0	9,8	9,2	8,7	41%	41%	41%	5,2%	5,4%	5,6%
<b>Mediana</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>8,9</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>36%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,3%</b>	

**Wycena spółek IT /05.05.2010/**

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	16,9	7,8	7,1	6,4	0,1	0,1	0,1	10,2	9,9	9,0	2%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ACTION	20,4	7,4	9,1	7,8	0,1	0,2	0,2	11,3	13,0	10,6	2%	2%	2%	6,8%	1,8%	1,5%
ASBIS	4,8	16,4	5,6	4,7	0,1	0,1	0,1	-	10,6	7,6	0%	1%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
ASSECO POLAND	55,3	7,3	7,3	6,8	1,5	1,5	1,3	11,5	12,7	12,0	21%	20%	20%	2,6%	2,4%	2,5%
COMARCH	96,1	11,7	10,4	7,7	0,9	1,0	0,8	22,9	19,5	15,0	8%	9%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
KOMPUTRONIK	9,0	11,2	7,2	4,9	0,1	0,1	0,1	34,2	9,8	6,4	1%	2%	2%	0,0%	0,0%	0,0%
SYGNITY	15,4	-	10,1	5,5	0,3	0,3	0,3	-	-	-	-	3%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>	<b>9,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,7</b>	<b>9,8</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Accenture	42,2	8,1	8,0	7,5	1,3	1,2	1,2	15,9	15,6	13,9	15%	15%	16%	1,2%	2,3%	2,0%
Atos Origin	36,3	5,9	5,6	5,0	0,5	0,6	0,5	16,7	14,0	11,4	9%	10%	11%	0,2%	0,5%	0,9%
CapGemini	36,7	10,2	7,1	5,9	0,6	0,6	0,6	18,6	20,1	14,8	6%	8%	10%	2,1%	2,2%	2,7%
IBM	127,5	7,9	7,3	6,9	1,9	1,8	1,7	12,9	11,6	10,5	24%	25%	25%	1,7%	1,8%	1,9%
Indra Sistemas	14,3	7,7	7,6	7,2	1,0	1,0	0,9	11,8	11,7	10,9	13%	13%	13%	4,6%	4,7%	5,1%
LogicaCMG	1,3	8,7	7,7	7,3	0,7	0,7	0,7	12,6	11,3	10,3	8%	9%	9%	2,2%	2,5%	2,8%
Microsoft	29,9	9,9	9,3	8,5	3,9	3,8	3,5	17,7	14,9	13,7	39%	41%	42%	1,7%	1,8%	1,6%
Oracle	24,9	11,0	9,9	8,6	5,3	4,8	3,8	17,5	15,8	13,6	48%	48%	45%	0,1%	0,8%	0,9%
SAP	35,6	13,3	11,7	10,6	4,0	3,8	3,6	21,0	17,8	16,0	30%	33%	34%	1,4%	1,6%	1,8%
TietoEnator	15,1	7,2	6,0	5,5	0,7	0,7	0,7	14,2	11,9	10,3	9%	11%	12%	2,8%	3,9%	4,5%
<b>Mediana</b>	<b>8,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>16,3</b>	<b>14,4</b>	<b>12,5</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,9%</b>	

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

**Wycena spółek mediowych /05.05.2010/**

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	25,0	8,1	6,9	6,4	1,0	0,9	0,8	33,2	21,4	19,3	12%	13%	13%	1,5%	2,3%	2,6%
CYFROWY POLSAT	14,7	11,8	8,7	7,4	3,1	2,6	2,5	16,6	12,9	11,6	26%	30%	33%	5,1%	4,0%	5,1%
TVN	18,0	10,1	12,5	10,5	3,8	3,3	3,0	14,6	21,5	17,6	37%	27%	29%	4,3%	1,7%	1,4%
<b>DZIENNIKI</b>																
Arnolgo Mondadori	2,7	10,5	7,6	6,5	0,7	0,8	0,7	15,8	11,6	9,1	7%	10%	11%	2,1%	6,2%	7,7%
Axel Springer	86,2	8,9	8,3	7,1	1,2	1,2	1,1	10,6	13,7	11,3	14%	14%	16%	5,0%	4,6%	4,9%
Daily Mail	5,1	9,6	8,8	8,1	1,4	1,5	1,5	14,2	12,6	11,0	15%	18%	18%	2,9%	2,9%	3,1%
Gruppo Editorial	2,1	12,2	7,3	6,3	1,3	1,3	1,2	65,8	17,0	12,9	10%	17%	20%	0,0%	2,4%	2,9%
Mcclatchy	5,0	6,5	6,5	6,1	1,6	1,7	-	15,7	6,9	-	24%	27%	-	1,8%	-	-
Naspers	288,5	19,6	17,2	13,8	4,6	4,2	3,7	27,3	20,5	16,0	24%	25%	26%	0,7%	0,9%	1,1%
New York Times	9,7	4,5	4,1	3,8	0,6	0,6	0,6	45,4	16,1	13,6	13%	14%	15%	0,0%	-	-
Promotora de Inform	2,7	8,1	7,7	6,9	1,5	1,5	1,5	8,7	6,0	3,7	19%	20%	22%	0,5%	0,9%	0,4%
SPIR Comm	19,5	22,7	9,1	6,4	0,5	0,5	0,5	-	-	19,8	2%	5%	7%	18,5%	17,9%	23,1%
Trinity Mirror	1,5	5,3	5,0	4,6	0,9	0,9	0,9	8,4	6,9	5,8	18%	19%	20%	0,0%	0,0%	1,1%
<b>Mediana</b>		<b>9,3</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>15,7</b>	<b>12,6</b>	<b>11,3</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,0%</b>
<b>TV</b>																
Antena 3 Televis	6,4	22,5	11,2	9,0	2,3	2,0	1,9	31,5	14,1	11,1	10%	18%	21%	2,7%	5,2%	6,7%
CETV	577,0	39,8	15,2	10,7	3,7	3,3	2,9	-	34,8	38,7	9%	22%	27%	0,0%	0,0%	0,0%
Gestevisión Telecinco	10,0	22,9	14,8	10,0	3,9	3,1	2,7	35,7	22,3	16,0	17%	21%	27%	2,8%	3,7%	5,3%
ITV PLC	0,6	15,0	10,6	7,9	1,7	1,7	1,6	48,6	22,6	13,4	11%	16%	20%	0,0%	0,2%	0,6%
M6-Metropole Tel	19,5	9,3	8,7	8,2	1,8	1,7	1,7	19,3	18,2	16,9	20%	20%	20%	4,8%	4,3%	4,6%
Mediaset SPA	5,6	6,6	5,8	5,3	2,2	2,0	1,9	21,7	17,2	14,5	33%	34%	36%	4,7%	5,2%	6,0%
RTL Group	59,0	11,2	10,5	9,2	1,7	1,7	1,7	22,1	19,0	16,2	15%	16%	18%	3,0%	3,5%	4,1%
TF1-TV Francaise	13,0	15,1	14,2	9,3	1,3	1,2	1,2	36,5	31,9	17,5	9%	9%	13%	2,1%	3,0%	3,8%
<b>Mediana</b>		<b>15,1</b>	<b>10,9</b>	<b>9,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>31,5</b>	<b>20,7</b>	<b>16,1</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,3%</b>
<b>PAY TV</b>																
BSkyB PLC	6,0	11,4	10,5	9,1	2,3	2,1	2,0	23,0	19,9	16,1	20%	20%	22%	2,9%	3,1%	3,4%
Canal Plus	5,8	5,8	5,7	5,5	0,3	0,3	0,2	15,8	15,2	14,8	5%	4%	4%	4,4%	4,6%	4,7%
Cogeco	34,6	5,5	5,4	5,1	2,3	2,1	2,0	15,9	15,1	12,8	41%	40%	40%	1,3%	1,6%	1,7%
Comcast	19,7	6,1	5,9	5,7	2,4	2,3	2,2	16,8	16,1	14,2	39%	38%	38%	1,4%	1,9%	2,1%
Liberty Global	26,5	6,1	6,3	6,2	2,6	2,8	2,8	-	33,7	20,1	43%	45%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
Multimedia	8,5	5,9	5,4	5,1	2,9	2,7	2,5	20,2	16,1	13,3	49%	49%	50%	0,0%	3,4%	5,1%
Shaw Communications	18,4	7,2	6,5	6,2	3,3	3,0	2,8	14,9	14,1	12,6	46%	46%	45%	4,5%	4,8%	5,0%
<b>Mediana</b>		<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>16,3</b>	<b>16,1</b>	<b>14,2</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,4%</b>

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

**Wycena spółek budowlanych /05.05.2010/**

	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	97,0	8,0	10,7	10,7	0,5	0,6	0,5	14,3	13,4	15,3	7%	5%	5%	6,0%	7,0%	4,6%
Elektrobudowa	174,0	9,1	11,1	10,0	1,0	1,0	0,9	15,1	16,8	15,1	11%	9%	9%	1,8%	2,0%	2,2%
Erbud	50,8	7,2	8,8	8,3	0,5	0,5	0,4	14,3	12,4	12,8	7%	5%	5%	-	1,0%	1,2%
Mostostal Wa-w a	68,3	5,2	7,0	7,4	0,4	0,4	0,4	11,4	12,7	14,4	8%	6%	5%	0,0%	4,4%	3,9%
PBG	232,0	13,8	11,1	11,0	1,6	1,1	1,0	15,7	16,3	16,5	11%	10%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Polimex Mostostal	4,7	7,4	8,6	7,9	0,5	0,6	0,5	13,8	13,8	12,6	7%	7%	7%	0,2%	0,0%	0,0%
Rafako	12,7	9,5	9,1	7,1	0,7	0,6	0,4	23,3	16,6	14,0	7%	7%	5%	0,0%	0,0%	0,0%
Trakcja Polska	4,1	6,0	8,9	8,2	0,7	0,7	0,5	9,3	16,7	16,5	12%	8%	6%	2,4%	0,0%	0,0%
Ulma Construccoon	80,0	8,9	5,1	4,4	3,6	2,6	2,2	-	16,9	12,7	41%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibep	7,7	9,1	9,2	7,3	0,7	0,4	0,3	14,6	13,8	13,0	7%	4%	4%	1,3%	0,0%	0,8%
<b>Mediana</b>		<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>8,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,3</b>	<b>15,1</b>	<b>14,2</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,4%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
AMEC	8,1	8,5	7,7	6,9	0,7	0,7	0,7	17,1	15,6	13,6	9%	9%	10%	2,1%	2,3%	2,6%
BILFINGER	47,6	8,0	5,5	5,5	0,3	0,3	0,3	15,0	10,1	9,3	4%	5%	5%	3,8%	4,8%	4,8%
EIFFAGE	37,8	8,6	8,6	8,0	1,2	1,2	1,2	12,3	13,0	10,7	14%	14%	15%	3,0%	3,1%	3,4%
HOCHTIEF	57,2	6,0	5,9	5,7	0,3	0,3	0,3	22,0	19,5	17,1	5%	5%	5%	2,5%	2,7%	2,9%
NCC	109,5	6,2	7,2	6,3	0,3	0,3	0,3	11,0	12,0	10,1	5%	4%	5%	3,6%	4,9%	5,4%
SKANSKA	116,2	6,3	7,2	7,0	0,3	0,3	0,3	13,8	16,4	15,2	5%	4%	4%	4,8%	4,8%	5,0%
STRABAG	18,8	4,1	4,2	4,2	0,2	0,2	0,2	13,5	13,9	13,9	5%	5%	5%	2,7%	2,6%	2,7%
<b>Mediana</b>		<b>6,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>13,8</b>	<b>13,9</b>	<b>13,6</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,4%</b>

**Wycena spółek deweloperskich /05.05.2010/**

	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	61,0	15,7	40,3	13,9	2,2	2,0	1,9	18,7	57,5	18,0	16%	9%	18%	1,3%	0,4%	1,4%
GTC	22,2	-	13,9	9,0	1,1	1,2	1,1	-	15,8	-	-	81%	156%	0,0%	0,0%	0,0%
J.W. Construction	16,2	9,5	8,4	11,2	2,7	2,1	1,6	8,7	7,7	8,6	21%	23%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Polnord	39,3	14,3	20,1	14,5	0,8	0,8	0,7	13,7	24,2	12,5	48%	16%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>14,3</b>	<b>17,0</b>	<b>12,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>13,7</b>	<b>20,0</b>	<b>12,5</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>26%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
CA IMMO INTERNATIONAL	6,5	21,6	17,7	14,9	0,5	0,6	0,6	-	-	16,7	66%	70%	73%	0,0%	1,2%	2,2%
CITYCON	2,6	18,6	16,6	15,4	0,7	0,7	0,7	14,3	11,9	11,0	56%	62%	65%	5,3%	5,4%	5,6%
CORIO	41,5	22,6	16,9	15,0	0,8	0,9	0,9	13,7	14,3	14,0	64%	83%	88%	6,4%	6,5%	6,6%
DEUTSCHE EUROSHOP	22,6	18,4	16,8	16,3	0,8	0,9	0,9	25,6	14,5	13,0	87%	86%	85%	4,7%	4,8%	5,2%
ECHO INVESTMENT	4,3	14,0	14,6	11,2	1,1	1,0	1,0	19,9	16,1	12,9	58%	61%	71%	0,0%	0,0%	0,0%
HAMMERSON	3,6	18,6	18,0	17,1	0,5	0,9	0,8	17,8	17,6	17,1	77%	83%	85%	4,2%	4,4%	4,5%
KLEPIERRE	24,9	21,2	17,1	16,4	0,8	1,2	1,1	16,6	17,4	16,6	71%	85%	86%	5,0%	5,0%	5,1%
SPARKASSEN IMMO	4,9	23,9	17,0	15,0	0,6	0,7	0,6	-	14,6	8,3	53%	58%	59%	0,0%	3,1%	5,5%
UNIBAIL-RODAMCO	127,9	17,4	17,1	16,0	0,8	0,9	1,0	13,6	13,5	12,9	86%	82%	81%	6,2%	6,4%	6,7%
<b>Mediana</b>		<b>18,6</b>	<b>17,0</b>	<b>15,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>16,6</b>	<b>14,5</b>	<b>13,0</b>	<b>66%</b>	<b>82%</b>	<b>81%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>

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


**Wycena spółek sektora elektromaszynowego /05.05.2010/**

	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>																
FAMUR	2,4	9,1	8,9	7,3	1,7	1,7	1,5	19,5	15,9	12,8	19%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
KOPEX	20,7	8,2	7,3	6,3	0,8	0,8	0,7	16,6	14,1	11,7	10%	11%	11%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>6,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>18,0</b>	<b>15,0</b>	<b>12,3</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	109,1	12,9	11,5	9,8	2,4	2,3	2,1	20,7	17,7	14,8	18%	20%	21%	2,7%	3,0%	3,3%
Bucyrus	57,2	8,8	7,8	6,5	1,8	1,4	1,3	14,4	14,1	11,5	20%	18%	19%	0,2%	0,2%	0,2%
Emeco	0,7	3,3	3,9	3,3	1,3	1,6	1,5	7,1	9,4	6,8	38%	41%	44%	5,2%	3,1%	6,8%
Industrea	0,3	5,1	4,4	3,9	1,7	1,5	1,4	7,2	7,2	6,3	34%	34%	35%	1,7%	3,5%	4,3%
Joy Global	54,0	7,6	9,9	8,3	1,6	1,9	1,7	12,7	17,4	14,1	21%	19%	20%	1,3%	1,3%	1,3%
Sandvik	96,3	37,3	12,1	9,2	2,0	1,9	1,7	-	27,6	16,1	5%	16%	19%	1,7%	2,1%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>8,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>12,7</b>	<b>15,7</b>	<b>12,8</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,1%</b>

**Wycena spółek sektora papierniczego /05.05.2010/**

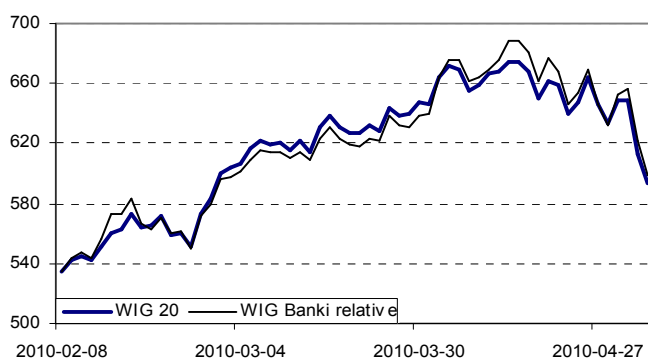
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
MONDI	71,7	19,6	10,2	8,4	3,1	2,3	2,1	50,2	18,3	12,8	16%	23%	25%	0,0%	0,0%	7,1%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Billerund	51,0	7,7	5,1	5,2	0,9	0,8	0,8	32,9	10,1	11,0	11%	16%	15%	1,1%	3,8%	4,8%
Holmen	185,0	7,6	9,8	8,1	1,2	1,3	1,2	15,5	28,2	18,4	16%	13%	15%	4,9%	4,9%	5,4%
INTL Paper	24,8	6,3	6,4	5,6	0,8	0,8	0,8	28,2	16,9	11,3	13%	12%	14%	1,3%	0,6%	0,9%
M-Real	2,3	61,2	8,5	7,2	0,7	0,7	0,7	-	-	31,5	1%	9%	10%	0,0%	0,6%	0,7%
Norske Skog	8,0	5,3	8,9	6,7	0,6	0,7	0,6	-	-	-	11%	7%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Portucel EMP.	2,0	10,7	8,2	6,9	2,2	1,8	1,7	16,5	13,8	10,2	20%	22%	25%	3,8%	4,2%	5,1%
Stora Enso	5,9	10,2	9,7	7,7	0,9	0,9	0,8	36,3	28,3	16,0	9%	9%	11%	3,0%	3,4%	3,4%
Svenska	90,5	6,7	6,3	6,0	1,0	1,0	0,9	11,3	10,1	9,2	14%	15%	15%	4,1%	4,4%	4,7%
UPM-Kymmene	10,1	9,0	8,7	7,0	1,2	1,1	1,1	-	41,7	17,7	13%	13%	15%	3,8%	4,5%	4,7%
<b>Mediana</b>		<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>22,4</b>	<b>16,9</b>	<b>13,6</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,7%</b>

**Wycena spółek górniczych /05.05.2010/**

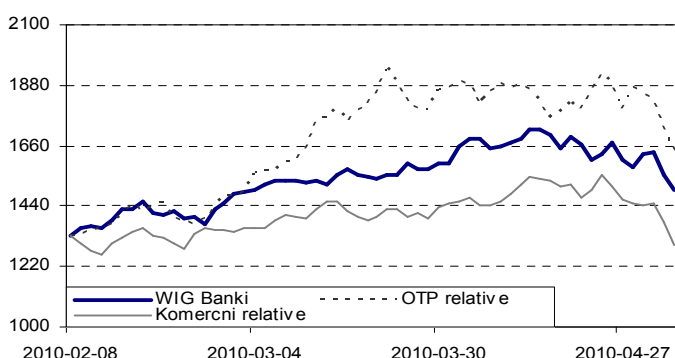
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		marża EBITDA			D/Y			
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<b>POLSKIE SPÓŁKI</b>																
KGHM	100,7	5,3	5,0	7,1	1,7	1,7	1,8	7,9	6,3	10,6	33%	33%	26%	11,6%	7,6%	11,2%
<b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b>																
Anglo Amer.	25,8	7,1	4,6	3,6	2,1	1,7	1,5	11,9	7,2	5,2	29%	37%	41%	0,3%	1,6%	3,7%
BHP Billiton	18,9	5,1	4,7	3,6	2,2	2,2	1,8	10,6	8,5	6,1	44%	47%	52%	4,2%	4,6%	5,0%
Freeport-MCMOR	70,4	5,1	3,9	3,6	2,4	2,0	1,9	13,1	9,0	8,2	48%	52%	51%	0,1%	1,1%	1,8%
Rio Tinto	31,9	6,9	4,5	3,9	2,2	1,8	1,7	9,8	6,4	5,2	31%	40%	44%	1,7%	3,0%	3,3%
Southern Peru	29,0	13,6	8,6	6,6	6,7	5,1	4,1	27,1	14,9	10,9	49%	60%	62%	1,6%	3,9%	4,8%
<b>Mediana</b>		<b>6,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>11,9</b>	<b>8,5</b>	<b>6,1</b>	<b>44%</b>	<b>47%</b>	<b>51%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,7%</b>

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

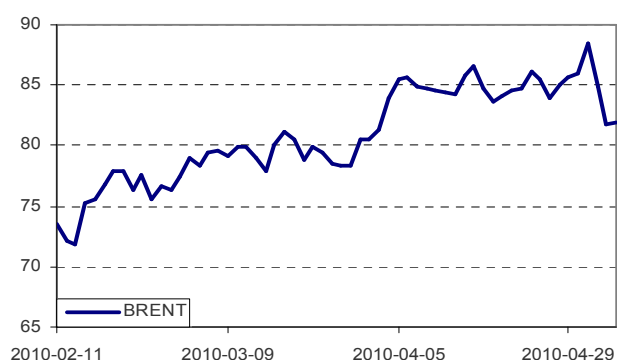
**Indeks WIG Banki na tle WIG 20 (EUR)**



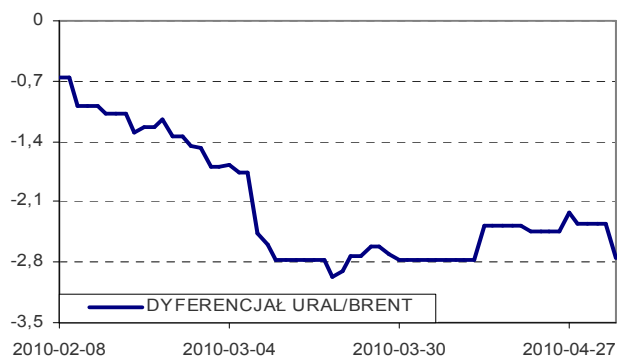
**Relatywne zmiany OTP i Komerčni wobec indeksu WIG Banki (EUR)**



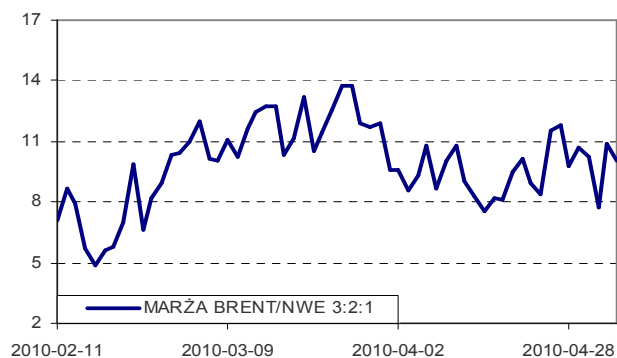
**BRENT (USD/brk)**



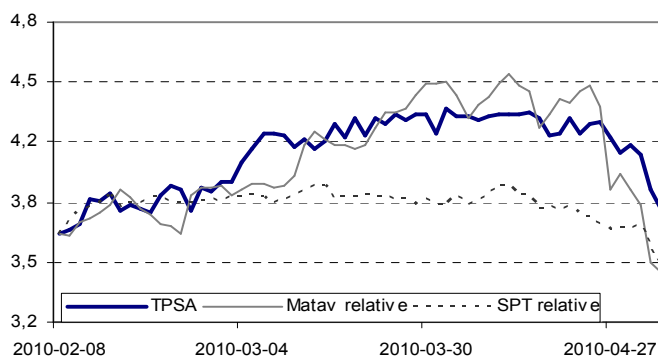
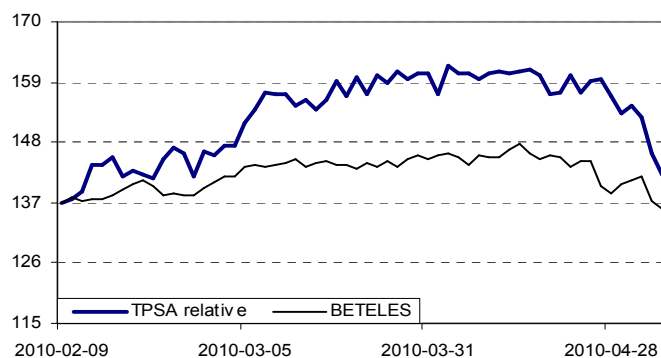
**Dyferencjał URAL/BRENT (USD)**



**Marża BRENT/NWE 3:2:1 (USD)**

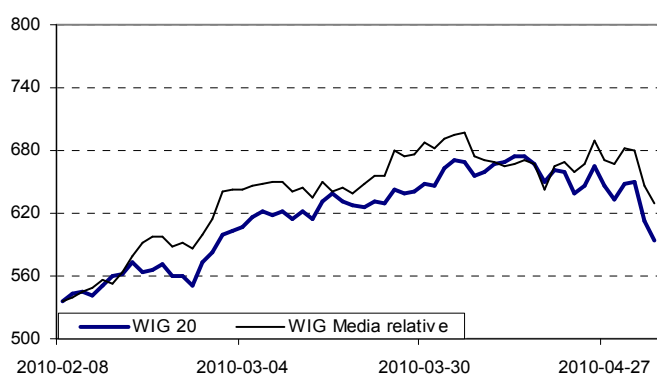


**TPSA na tle indeksu spółek telekomunikacyjnych BETELES - Notowania operatorów narodowych: TPSA, węgierskiego Magyar Telecom i czeskiego SPT (EUR)**

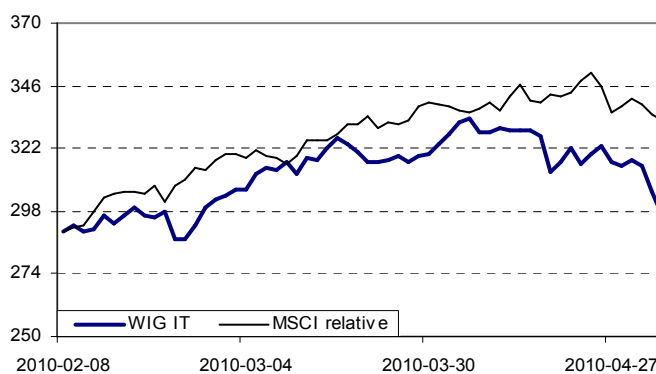


Źródło: Bloomberg

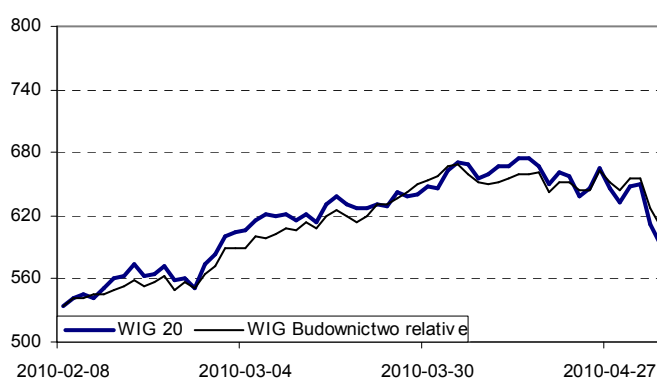
Indeks WIG Media na tle WIG 20 (EUR)



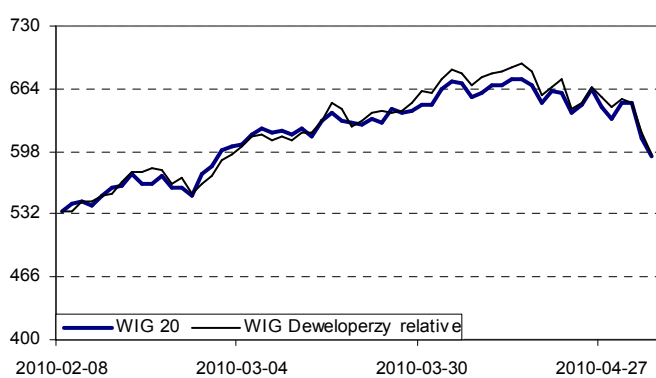
Indeks WIG IT na tle MSCI



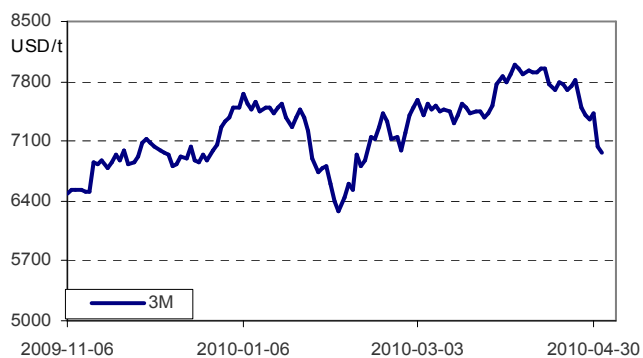
Indeks WIG Budownictwo na tle WIG 20 (EUR)



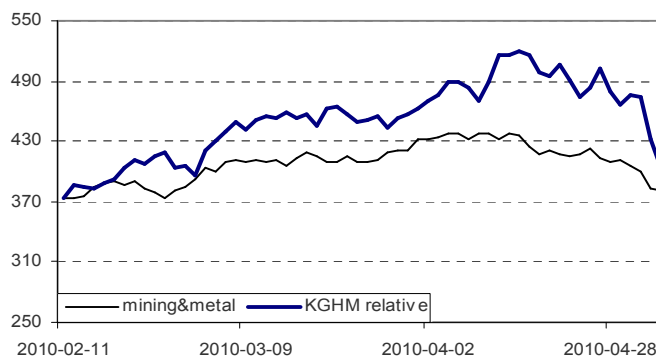
Indeks WIG Deweloperzy na tle WIG 20 (EUR)



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

**Analitycy:**

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

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

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

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

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

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

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

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

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

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji. Lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.