

# Bank Handlowy

poprzednia rekomendacja: akumuluj

**akumuluj**

Cena (16/08/2006)	66.7
<b>Cena docelowa</b>	<b>77.5</b>

## Straty na rynku obligacji

Wyniki Banku Handlowego w II kwartale rozczarowały inwestorów. W tym okresie bank wypracował zaledwie 107 mln PLN netto, co było najniższym rezultatem od prawie 2 lat. Niska rentowność spółki była pochodną spadku cen papierów dłużnych, co skutkowało stratą z operacji finansowych. Także wzrost głównych pozycji dochodów był niższy niż u konkurencji. Pozytywnym sygnałem są natomiast rosnące wolumeny oraz stabilizacja kosztów działalności, mimo rozwoju detalicznej części banku. Mając na uwadze dyskonto, z jakim notowana jest spółka w stosunku do innych banków oraz perspektywę poprawy wyników w kolejnych okresach, podtrzymujemy pozytywną rekomendację na walory Banku Handlowego.

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Suma przychodów netto*	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2004	978	548	1 976	619	495	3.8	0.0	47.7	17.6	1.4	70.1	1.5	8.1
2005	1 026	599	2 232	760	608	4.7	2.9	40.2	14.3	1.7	67.0	1.8	10.6
2006p	1 012	631	2 109	675	623	4.8	3.6	40.5	14.0	1.6	69.1	1.8	11.8
2007p	1 071	666	2 223	771	585	4.5	3.7	42.1	14.9	1.6	66.5	1.6	10.8
2008p	1 119	709	2 326	841	635	4.9	3.5	43.5	13.7	1.5	65.0	1.6	11.4

prognozy Millennium DM, mln PLN, \* rok 2004 - WNB, lata 2005-2008 - wynik odsetkowy, prowizyjny, przychody z tyt. dywidend, działalność handlowa, wyniki 2004 - PSR, 2005-2008 - MSSF

## Kolejny spadek przychodów

Bank Handlowy, jako jeden z niewielu banków po raz kolejny w II kwartale zanotował spadek przychodów w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. Wzrost dochodów prowizyjnych o 5.6% r/r został zniwelowany przez spadek wyniku odsetkowego o 1.9% (skutek między innymi niższych dochodów z papierów dłużnych). Obniżeniu uległa marża odsetkowa w banku o 0.6pp do poziomu 3.6%. Znacząco, o 33%, spadły dochody z tytułu wymiany; wzrost rentowności papierów dłużnych oraz związany z tym spadek ich cen spowodował, że Bank zanotował stratę na operacjach finansowych w wysokości 3.8 mln PLN (w poprzednich kwartałach BH wykazywał zyski rzędu 35-60 mln PLN na tej pozycji). Właśnie ten ostatni czynnik zaważył na słabszych niż oczekiwano zyskach Banku Handlowego w II kwartale. Bez jego uwzględnienia, rezultaty BH można by uznać za zadowalające.

## Spadek kosztów działalności

Obniżeniu dochodów banku towarzyszył niewielki spadek wydatków spółki - koszty działalności spadły o 3.5% (bez uwzględnienia pozostałych kosztów operacyjnych). Wyższy spadek dochodów niż kosztów sprawił, że współczynnik koszty/dochody wzrósł do poziomu 73.4%, co jest jednym z najwyższych wskaźników w sektorze. W kolejnych okresach spodziewamy się poprawy efektywności działalności banku (mierzonej tym indykatorem), co będzie możliwe dzięki ograniczeniu strat na rynku pieniężnym.

## Pozytywne tendencje w wolumenach

Pozytywne tendencje w zakresie wolumenów, zasygnalizowane poprzednich kwartałach zostały utrzymane. Bank wyhamowuje spadkową tendencję kredytów - w II kwartale poziom należności obniżył się jedynie o 2.5% r/r (w stosunku do grudnia 2005 roku portfel kredytowy wzrósł o około 3.5%, głównie dzięki pożyczkom dla ludności). Bank zanotował także wysoki wzrost depozytów (+14.4% r/r).



Max/min 52 tygodnie (PLN)	78.0/56.9	
Liczba akcji (mln)	130.7	
Kapitalizacja (mln PLN)	8 715	
Kapitał własny (mln PLN)	5 467	
Free float (mln PLN)	436	
Średni obrót (mln PLN)	2.85	
Główny akcjonariusz	Citibank	
% akcji, % głosów	75/75	
	1 m	3 m
Zmiana ceny (%)	-2.2	-2.8
Zmiana rel. WIG (%)	-8.7	0.7
	12 m	
	21.3	-17.0

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

## Skonsolidowane wyniki BH

	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Kredyty	10 327	10 067	-2.5%			
Depozyty	15 891	18 182	14.4%			
Wynik odsetkowy	267	262	-1.9%	522	508	-2.7%
Wynik z tytułu prowizji	149	157	5.6%	284	302	6.6%
Dochody	625	519	-16.9%	1 193	1 083	-9.2%
Koszty	-408	-383	-6.0%	-801	-769	-4.1%
Wynik operacyjny	218	136	-37.5%	392	314	-19.8%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów	21	7	-65.6%	17	10	-43.4%
Zysk netto	180	107	-40.3%	318	343	7.8%

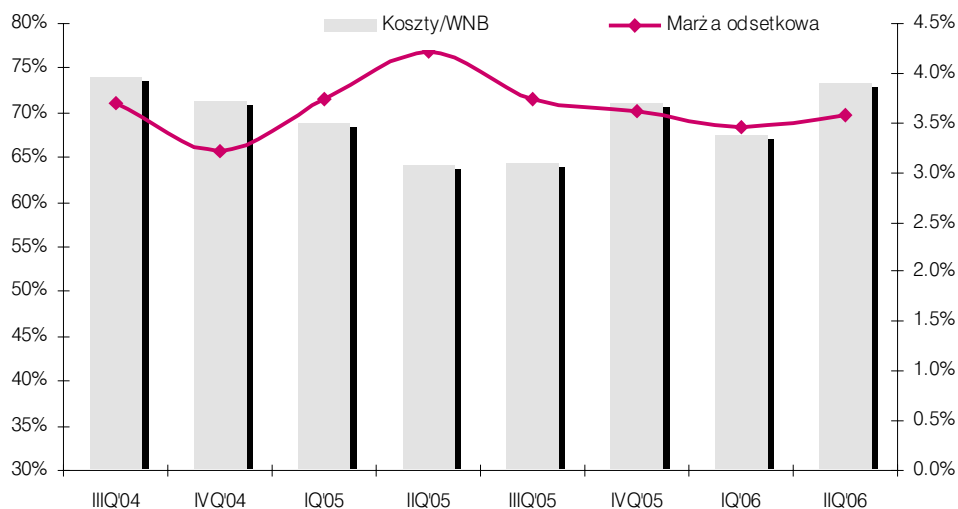
### Rozwój segmentu detalicznego

Obecnie segment detaliczny jest najszybciej rozwijającą się częścią działalności Banku Handlowego. W stosunku do I kwartału wynik operacyjny (bez rezerw) wzrósł z 13 mln PLN do 31 mln PLN. W II kwartale pogorszenie zanotował natomiast CitiFinancial - w ujęciu kwartalnym spadek zysku wyniósł ponad 50%. Wkład tej części działalności w wyniki całego banku wciąż pozostaje niezauważalny (zyski operacyjne na poziomie kilku mln PLN).

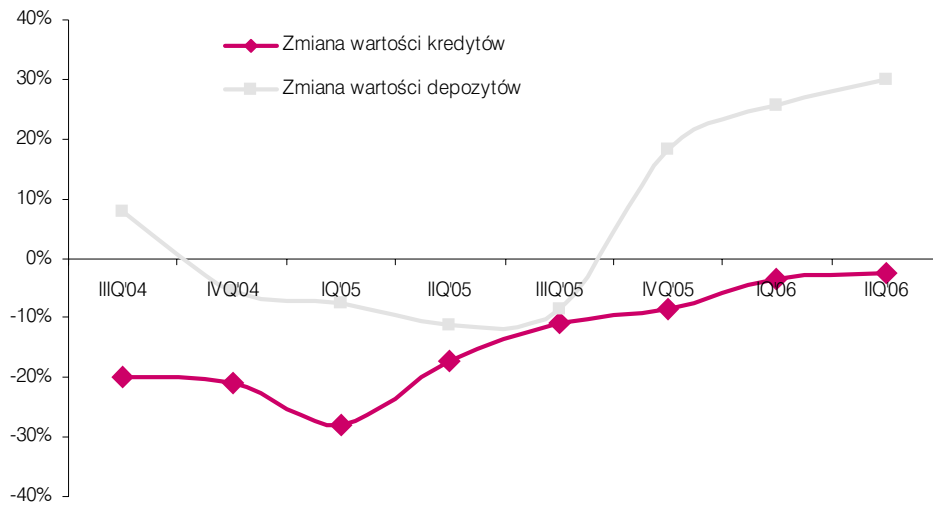
### Rekomendacja akumuluj

Obecnie walory Banku Handlowego są kwotowane przy poziomie wskaźnika P/E na lata 2006 i 2007 odpowiednio 14.0 (ok. 16.0 bez jednorazowych dochodów w 2006 roku) i 14.9 przy średnim poziomie dla banków giełdowych - 17.3 i 17.0. Obecnie bank jest jedną z tańszych spółek sektora. Taka sytuacja jest rezultatem braku wzrostów wyników operacyjnych w banku oraz niskich odpisów na rezerwy (inwestorzy przyjmują dyskonto na banki, które wykazują dodatnie saldo tej pozycji). Zakładając poprawę wyników operacyjnych w 2007/8 na poziomie innych spółek, BH jest bardzo tani na tle konkurentów - bez poprawy spółka jest wciąż notowana z dyskontem. Biorąc to pod uwagę rekomendujemy akumulowanie walorów spółki. Walory Banku Handlowego traktujemy obecnie jako bardzo defensywne - w przypadku pogorszenia się sytuacji na giełdzie, mogą się one okazać dobrą inwestycją. W kolejnych kwartałach oczekujemy poprawy wyników spółki, co będzie rezultatem głównie zwiększenia dochodów z działalności tradingowej. Obecnie BH to jedna z najwolniej rosnących spółek sektora (pod względem udziałów rynkowych). Nasza pozytywna rekomendacja wynika głównie z dyskonta, z jakim jest ona notowana w stosunku do konkurentów. Warto pamiętać, iż niekorzystnie na notowania banku wciąż wpływa nawis podaży ze strony posiadaczy obligacji wymiennych na akcje BH - obecnie są oni właścicielami 12% akcji Banku.

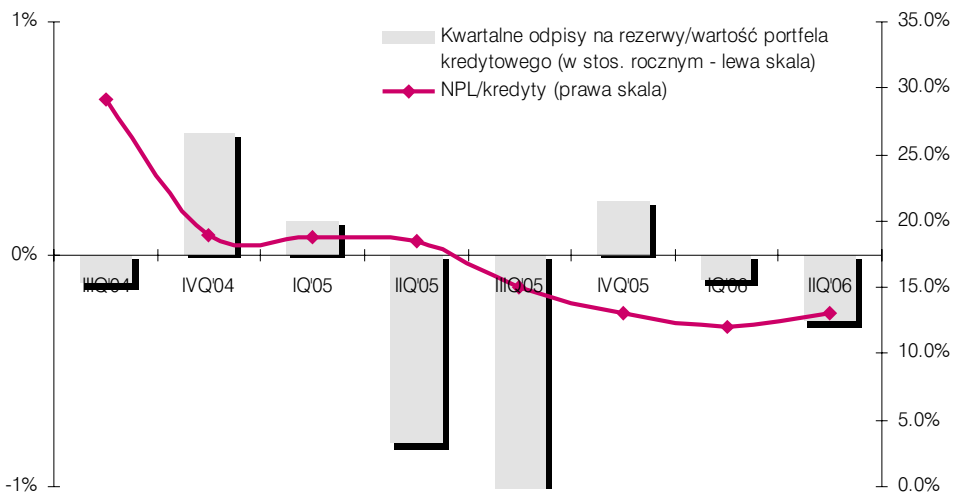
### Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w Banku Handlowym



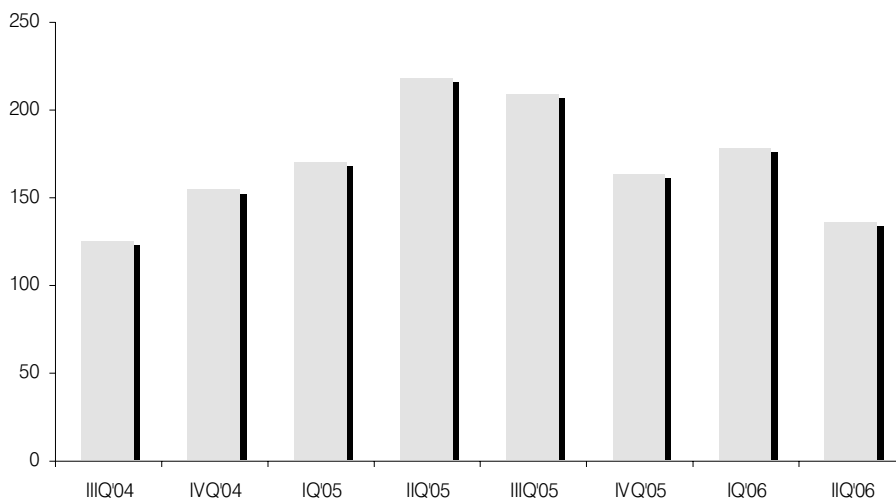
### Dynamika akcji kredytowej i depozytowej w Banku Handlowym (r/r)



### Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w Banku Handlowym



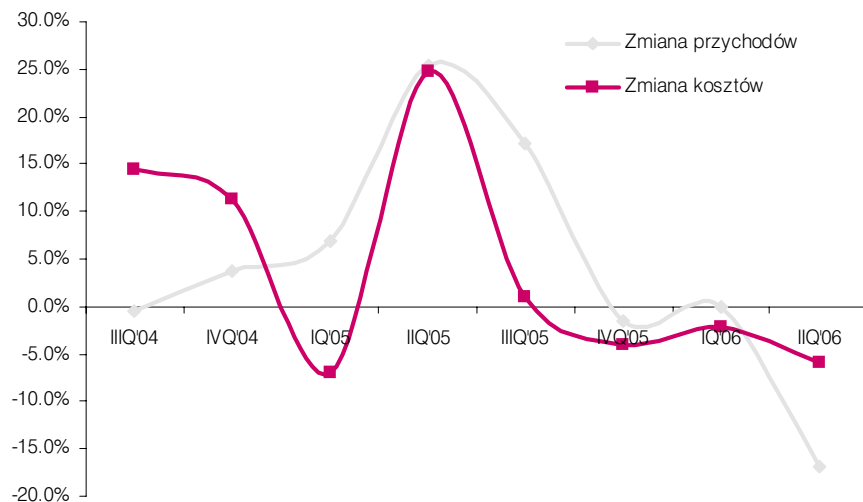
### Wynik operacyjny w Banku Handlowym (mln PLN)



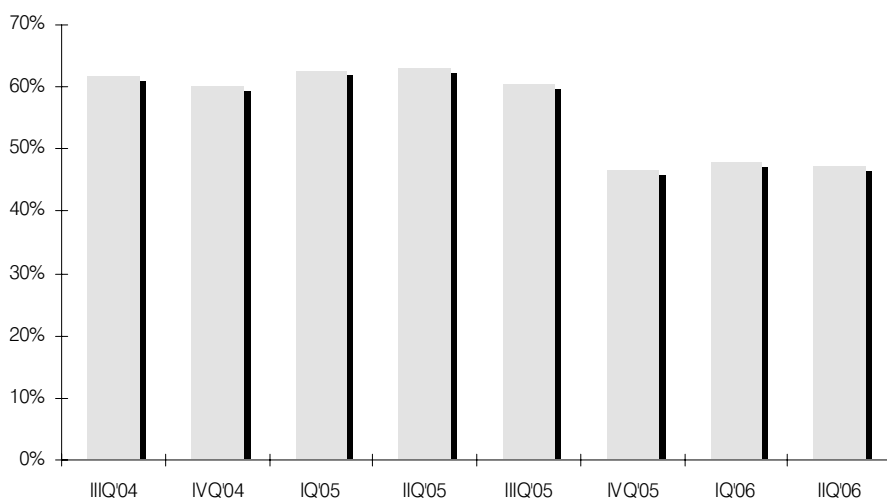
Źródło: Millennium DM

### Zmiana wartości przychodów i kosztów w Banku Handlowym (r/r)

Z uwzględnieniem pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych

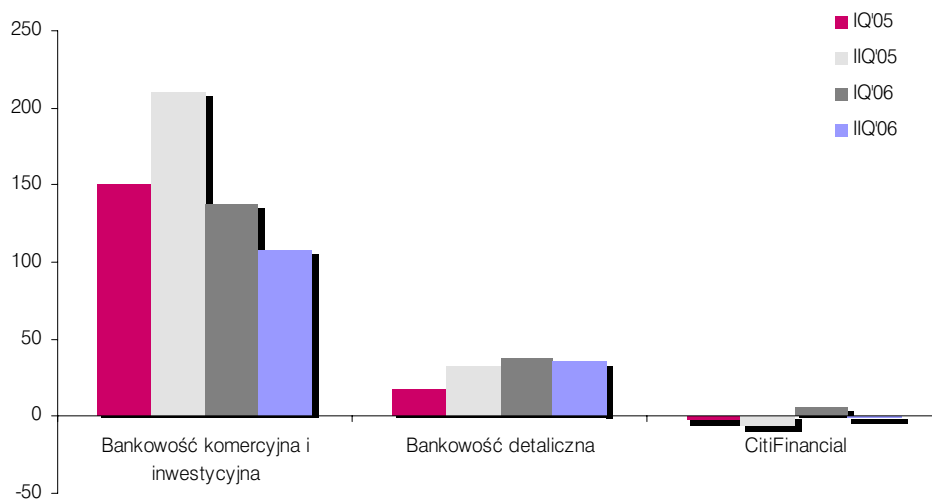


### Współczynnik kredyty/depozyty w Banku Handlowym



### Podział wyników Banku Handlowym ze względu na segmenty działalności

Wynik brutto - mln PLN



# Wycena

## Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę akcji Banku Handlowego. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metodą ROE-P/BV oraz metodą porównawczą. Otrzymana średnia wycena wynosi 10.1 mld PLN, czyli 77.5 PLN na jedną akcję.

### Podsumowanie wyceny akcji BH

Metoda wyceny	Wycena (PLN)
Metoda ROE - P/BV	78.7
Metoda porównawcza - duże banki polskie	76.2
<b>Średnia wycena na 1 akcję</b>	<b>77.5</b>

Źródło: Millennium DM

## Metoda ROE-P/BV

Wartość akcji Banku Handlowego szacujemy, sumując zdyskontowaną wartość dywidend przypadających na jedną akcję w okresie 2006-2008 oraz obliczoną przez nas wartość rezydualną wynikającą z określenia właściwego poziomu wskaźnika P/BV w zależności od przewidywanej przez nas stopy zwrotu z kapitałów własnych oraz kosztu kapitału wymaganego przez inwestorów. W wycenie kapitały własne oraz ROE skorygowaliśmy o wartość firmy z przejęcia Citibank/Polska.

Do wyceny przyjmujemy następujące założenia:

- stopa dywidendy - 80% - stosunkowo wysoki współczynnik wypłacalności po I kwartale (14.8%) sprawia, że nie jest wykluczone zwiększenie dywidendy ponad ten poziom w kolejnych 2 latach, bądź wysoka wypłata jednorazowa w 2007 roku z uwagi na wysoki poziom zysków jednorazowych w 2006.

### Kalkulacja zdyskontowanej wartości dywidend w BH

	2007p	2008p	2009p	2010p
Stopa procentowa zerokuponowa wolna od ryzyka x-letnia	4.4%	4.8%	5.1%	5.2%
Premia za ryzyko	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Stopa dyskontowa	8.4%	8.8%	9.1%	9.2%
Dywidenda za dany rok (mln PLN)	482.6	453.5	492.5	532.8
<b>Dywidenda za dany rok (PLN na 1 akcję)</b>	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	<b>4.1</b>
<i>Dywidend yield</i>	5.5%	5.2%	5.7%	6.1%
<b>Suma dywidend (PLN na 1 akcję)</b>				<b>15.0</b>
Zdyskontowana wartość dywidendy (mln PLN)	445.4	383.3	379.8	374.8
<b>Suma zdyskontowanych dywidend (mln PLN)</b>	<b>445.4</b>	<b>828.7</b>	<b>1208.5</b>	<b>1583.3</b>
<b>Suma zdyskontowanych dywidend (PLN na 1 akcję)</b>				<b>12.1</b>

Źródło: Millennium DM

- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2009 roku - 5%. Założona przez nas długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5% po roku 2009 jest naszym zdaniem dość konserwatywna. Wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej oczekujemy spadku rynkowych stóp procentowych do poziomu, jaki obserwujemy w krajach UM
- premia za ryzyko po 2009 roku w wysokości 4% (beta = 0.8). Przy wycenie Banku Handlowego zastosowaliśmy standardową premię za ryzyko jaką przyjmujemy dla największych polskich banków (4%). Biorąc pod uwagę kształtowanie się kursów akcji banków na rynku polskim w ciągu ostatnich lat, a także doświadczenia z rynków zagranicznych uważamy, że kursy akcji banków są mniej wrażliwe na koniunkturę giełdową niż inne spółki
- długookresowa stopa wzrostu zysków (g) - 5%. Wskaźnik zwrotu z kapitałów po 2009 roku sprawia, że prognozę wzrostu zysków po 2009 roku w wysokości 5% można uznać za realną.

Poniższa tabela przedstawia wycenę Banku Handlowego metodą ROE-P/BV. Na potrzeby wyceny skorygowaliśmy wartość kapitałów własnych o wartość firmy z przejęcia Citibanku o/Warszawa (ok. 1.3 mld PLN). Wynikiem tego była również korekta współczynnika ROE w banku.

#### Wycena BH - metoda ROE-P/BV

	2009p
Wartość księgową na koniec 2009 (mln PLN)	4 582
Prognozowana stopa wzrostu dywidendy po 2009 roku	5.0%
Prognozowane ROE w 2009 roku	15.3%
Prognozowana długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2009 roku	5.0%
Premia za ryzyko	4.0%
Koszt kapitału	9.0%
Prognozowane P/BV (wynikające z działalności bankowej)	2.58
Wartość banku w 2009 roku (mln PLN)	11 833
Stopa dyskontowa za okres 2006-2009	9.2%
Zdyskontowana wartość banku w 2006 roku (mln PLN)	8 699
Zdyskontowana wartość dywidend w okresie 2006-2009 (mln PLN)	1 583
<b>Wartość banku (mln PLN)</b>	<b>10 282</b>
<b>Liczba akcji (mln)</b>	<b>131</b>
<b>Wycena 1 akcji banku</b>	<b>78.7</b>

Źródło: Millennium DM

#### Wrażliwość wyceny BH na przyjętą stopę wzrostu i stopę wolną od ryzyka (PLN)

		Długoterminowa stopa wolna od ryzyka		
wycena 1 akcji banku w PLN		4.5%	5.0%	5.5%
stopa wzrostu	2%	65.0	61.2	57.9
	3%	69.9	65.1	61.0
	4%	77.0	70.5	65.2
	<b>5%</b>	88.2	<b>78.7</b>	71.3
	6%	108.3	92.3	80.8
	7%	155.3	119.5	98.0

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody ROE-P/BV, wartość Banku Handlowego wynosi 10.3 mld PLN, czyli 78.7 PLN za jedną akcją.

## Metoda porównawcza

Poniżej przedstawiamy porównanie ceny akcji Banku Handlowego w oparciu o średnie przewidywane wskaźniki banków notowanych na warszawskiej giełdzie. Do obliczenia wskaźników P/E (waga 70%), P/Wynik Operacyjny (waga 25%) i P/BV (waga 5%) użyliśmy prognoz DM Millennium dla banków giełdowych. Grupą porównawczą były duże banki notowane na GPW. Wyniki Banku Handlowego skorygowaliśmy o zysk ze sprzedaży aktywów w 2006 roku oraz wartość firmy z przejęcia Citibank/Polska.

### Wycena porównawcza - banki notowane na WGPW

Spółka	P/BV 2005	P/WO 2006p	P/WO 2007p	P/WO 2008p	P/E 2006p	P/E 2007p	P/E 2008p
ING Bank Śląski	2.3	13.3	12.3	11.6	13.5	15.2	14.7
Bank BPH	3.6	13.1	12.0	11.0	19.3	17.4	16.1
BRE Bank	3.3	12.6	10.8	10.0	19.7	16.8	15.5
Kredyt Bank	2.6	14.3	11.9	10.1	11.3	15.8	14.1
Pekao	3.9	14.2	13.5	12.8	19.1	17.8	16.7
Bank Zachodni WBK	4.2	12.5	11.9	11.1	18.1	17.3	15.9
PKO BP	4.4	15.8	14.5	13.2	20.2	18.8	17.3
Średnia	3.5	13.7	12.4	11.4	17.3	17.0	15.8
Mediana	3.6	13.3	12.0	11.1	19.1	17.3	15.9
<b>Wycena przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)</b>							
Średnia	13 679	9 238	9 574	9 588	9 047	9 959	10 021
Mediana	14 181	9 004	9 216	9 298	9 968	10 105	10 110
Wagi	5%	5%	10.0%	10.0%	20%	25%	25%
Średnia ważona z wycen (mln PLN)							9 962
<b>Wycena porównawcza na 1 akcję (PLN)</b>							<b>76.2</b>
<b>Wskaźniki banku przy aktualnej cenie akcji</b>							
Bank Handlowy	1.7	12.9	11.3	10.4	14.0	14.9	13.7
Premia/dyskonto	-52%	-6%	-9%	-9%	-19%	-12%	-13%

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 16 sierpnia 2006, WO - wynik operacyjny przed kosztami rezerw

Bazując na porównaniu Banku Handlowego z notowanymi bankami giełdowymi wycena spółki wynosi 9.9 mld PLN, czyli 76.2 PLN za jedną akcję. **Biorąc pod uwagę jedynie wskaźniki dochodowe, bank jest notowany z dyskontem w stosunku do konkurentów, które naszym zdaniem wynika z niższej jakości wyników spółki (dodatknie saldo rezerw) oraz braku wzrostu wolumenów w banku.** Uważamy, iż dyskonto to jest jedynie w części uzasadnione. Kolejną przyczyną dyskonta jest nawis podaży akcji, wynikający z konwersji obligacji zamiennych.

### Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
przychody z tytułu odsetek	1 674	1 610	1 707	1 790	1 873
koszty odsetek	649	597	636	671	707
<b>wynik z tytułu odsetek</b>	<b>1 026</b>	<b>1 012</b>	<b>1 071</b>	<b>1 119</b>	<b>1 165</b>
pozostałe przychody					
z tyt. prowizji	599	631	666	709	746
inne	608	466	486	498	511
<b>wynik na działalności bankowej</b>	<b>2 232</b>	<b>2 109</b>	<b>2 223</b>	<b>2 326</b>	<b>2 422</b>
wynik pozaoperacyjny	73	74	75	75	76
koszty działalności wraz z amortyzacją	1 545	1 508	1 527	1 560	1 583
<b>wynik operacyjny</b>	<b>760</b>	<b>675</b>	<b>771</b>	<b>841</b>	<b>915</b>
saldo rezerw	34	15	-32	-39	-48
zysk przed opodatkowaniem	798	806	739	802	867
podatek	184	177	148	160	173
<b>zysk netto</b>	<b>608</b>	<b>623</b>	<b>585</b>	<b>635</b>	<b>687</b>
EPS	4.7	4.8	4.5	4.9	5.3

### Bilans (mln PLN)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
kasa, środki w banku centralnym	923	954	1 006	1 061	1 116
należności od instytucji finansowych	6 467	10 664	11 366	12 217	12 807
<b>należności od klientów</b>	<b>9 602</b>	<b>10 322</b>	<b>10 890</b>	<b>11 641</b>	<b>12 398</b>
papiery dłużne	13 055	10 629	11 214	11 943	12 564
majątek trwały	700	735	772	811	851
wnip	1 314	1 304	1 295	1 284	1 274
inne aktywa	806	821	837	853	869
<b>aktywa razem</b>	<b>32 867</b>	<b>35 430</b>	<b>37 379</b>	<b>39 808</b>	<b>41 878</b>
zobowiązania wobec banku centralnego	0	0	0	0	0
zobowiązania wobec instytucji fin.	5 223	5 714	6 158	7 063	7 557
<b>zobowiązania wobec klientów</b>	<b>17 262</b>	<b>19 074</b>	<b>20 123</b>	<b>21 210</b>	<b>22 324</b>
fundusze specjalne i inne pasywa	5 069	5 290	5 531	5 783	6 047
rezerwy	56	59	62	65	68
kapitał własny, w tym:	5 257	5 293	5 505	5 687	5 882
zysk netto	659	623	585	635	687
<b>pasywa razem</b>	<b>32 867</b>	<b>35 430</b>	<b>37 379</b>	<b>39 808</b>	<b>41 878</b>
BVPS	40.2	40.5	42.1	43.5	45.0

p - prognoza Millennium DM S.A.

### Wskaźniki (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
DPS (PLN)	2.9	3.6	3.7	3.5	3.8
<b>wskaźniki bilansowe</b>					
kredyty/depozyty	55.6	54.1	54.1	54.9	55.5
kredyty/aktywa	29.2	29.1	29.1	29.2	29.6
depozyty/pasywa	52.5	53.8	53.8	53.3	53.3
kapitał własny/aktywa	16.0	14.9	14.7	14.3	14.0
<b>marża odsetkowa</b>					
przychody odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	5.6	5.3	5.2	5.2	5.1
koszty odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	2.2	2.0	2.0	1.9	1.9
wynik odsetkowy/śr. aktywa odsetkowe	3.5	3.3	3.3	3.2	3.2
koszty odsetkowe/śr. pasywa odsetkowe	2.5	2.2	2.2	2.2	2.1
marża odsetkowa	3.5	3.3	3.3	3.2	3.2
spread odsetkowy	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0
<b>rentowność</b>					
wynik z tytułu odsetek/aktywa	3.1	3.0	2.9	2.9	2.9
wynik z tytułu prowizji/aktywa	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
przychody/aktywa	6.9	6.4	6.3	6.2	6.1
koszty/wynik na działalności bankowej	69.2	71.5	68.7	67.1	65.4
koszty/wnb + pozostałe przychody	67.0	69.1	66.5	65.0	63.4
koszty/aktywa	4.6	4.4	4.2	4.0	3.9
odpisy na rezerwy/kredyty	-0.3	-0.2	0.3	0.4	0.4
NPL/kredyty	13.0	11.7	10.5	9.5	9.3
ROA	1.8	1.8	1.6	1.6	1.7
<b>ROE</b>	<b>10.6</b>	<b>11.8</b>	<b>10.8</b>	<b>11.4</b>	<b>15.3</b>
<b>wskaźniki rynkowe (x)</b>					
P/wynik operacyjny	11.5	12.9	11.3	10.4	9.5
P/E	14.3	14.0	14.9	13.7	12.7
P/BV	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5

### Zmiana (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wartości aktywów	-3.6	7.8	5.5	6.5	5.2
wartości kredytów	-8.4	7.5	5.5	6.9	6.5
wartości depozytów	1.9	10.5	5.5	5.4	5.3
wyniku z tytułu odsetek	4.9	-1.3	5.8	4.4	4.2
wyniku z tytułu prowizji	9.2	5.5	5.5	6.5	5.2
wyniku na działalności bankowej	12.9	-5.5	5.4	4.6	4.1
kosztów	6.2	-2.4	1.2	2.2	1.5
wyniku operacyjnego	22.8	-11.3	14.2	9.2	8.8
kapitałów własnych	-15.7	0.7	4.0	3.3	3.4
zysku brutto	30.6	1.0	-8.3	8.5	8.1
zysku netto	27.4	-5.5	-6.0	8.6	8.2

p - prognoza Millennium DM S.A.

## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

### Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,  
handel

### Michał Buczyński

+22 598 26 58  
michal.buczynski@millenniumdm.pl

### Analitik

telekomunikacja, chemia,  
metale, przemysł mięsny

### Piotr Her

+22 598 26 81  
piotr.her@millenniumdm.pl

### Analitik

media, hotele, motoryzacja,  
przemysł spożywczy, budownictwo

### Adam Zajler

Makler Papierów Wartościowych  
+22 598 26 05  
adam.zajler@millenniumdm.pl

### Analitik

informatyka, Internet

### Lukasz Hejak

+22 598 26 27  
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

### Asystent

### Radosław Łukaszczuk

+22 598 26 88  
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

### Asystent

### Lukasz Kołaczkowski

+22 598 26 59  
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

### Asystent

## Sprzedaż

### Radosław Zawadzki

+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

### Dyrektor

### Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

### Marek Przytuła

+22 598 26 68  
marek.przytula@millenniumdm.pl

### Leszek Iwaniec

+22 598 26 67  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.  
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp  
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

## Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

## Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

## Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

**Metoda DCF** (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

**Metoda porównawcza** (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

**Metoda ROE-P/BV** (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

## Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

## Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Bank Handlowy	Akumuluj	3 mar 06	74.00
Bank handlowy	Akumuluj	16 maj 06	69.40

## Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	13%
Akumuluj	9	60%
Neutralnie	4	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

## Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	100%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy\*