

BRE Bank

Wysoka dynamika utrzymana

Wyniki za II kwartał w BRE Banku były wyższe niż nasze prognozy. W tym czasie bank zarobił 101.5 mln PLN, ponad 20% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Opublikowane rezultaty pokazały zadowalającą dynamikę zarówno kredytów jak i depozytów, utwierdzającą nas w przekonaniu, iż BRE Bank jest w stanie przejąć pozycję lidera od Banku BPH pod względem dynamiki wzrostu udziałów w rynku. Obecnie spółka jest notowana z dyskontem w stosunku do innych banków - mając to na uwadze oraz oczekując dalszej poprawy wyników w kolejnych okresach podtrzymujemy rekomendację akumuluj na akcje BRE Banku.

poprzednia rekomendacja: akumuluj

akumuluj

Cena (01/08/2006)	212.0
Cena docelowa	240.9

	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	486	382	1 092	-118	-294	-10.0	0.0	62.8	-21.2	3.4	115.4	-1.0	-17.2
2005	622	399	1 376	417	248	8.4	0.0	69.3	25.2	3.1	69.3	0.8	12.8
2006p	681	477	1 576	533	339	11.5	0.0	80.8	18.4	2.6	67.0	0.9	15.4
2007p	778	516	1 727	618	398	13.5	6.9	87.4	15.7	2.4	65.1	1.0	16.1
2008p	840	552	1 841	669	432	14.7	9.5	92.7	14.4	2.3	64.5	1.0	16.3

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

Wzrost dochodów operacyjnych

Spadek dochodów z portfela papierów dłużnych sprawił, że obniżyła się marża odsetkowa banku - w II kwartale wyniosła ona 2.05%, podczas gry w poprzednich okresach wynosiła ona średnio 2.2%. Tym samym wynik odsetkowy spadł o 5.4% r/r. Zostało to jednak zrekompensowane zwiększeniem dochodów prowizyjnych (+30.6% r/r), co było możliwe dzięki wzrostowi dochodów z działalności zarządzania aktywami oraz brokerskiej. Ponad 65% wzrosły dochody z operacji finansowych oraz wymiany. Bez uwzględnienia pozostałych przychodów, dochody BRE Banku wzrosły w II kwartale o 14.5% r/r.

Koszty rozwoju działalności

Koszty działalności banku wzrosły w II kwartale o 8.2% (bez wydatków pozaoperacyjnych). Najsilniej rosnącą pozycją kosztów była amortyzacja, co było wynikiem wzrostu wydatków na systemy IT w ciągu ostatnich miesięcy. Wolniejszy przyrost kosztów niż dochodów sprawił, że poprawie uległ wskaźnik koszty/dochody, który spadł w ciągu roku o 4.5pp do poziomu 63.5%, osiągając najniższą wartość od dwóch lat.

Dalsza poprawa jakości portfela kredytowego

Poziom odpisu na pokrycie ryzyka związanego z portfelem kredytowym wyniósł w II kwartale 10.2 mln PLN, co odpowiadało za 0.2% wartości portfela w stosunku rocznym. Współczynnik tworzenia rezerw był niższy niż w poprzednich kwartałach, bank tłumaczy to poprawą kondycji finansowej klientów oraz spłatą znaczącej kwoty należności uznanej wcześniej za nieregularną. W stosunku do końca marca znacznie poprawiła się jakość portfela kredytowego BRE banku - udział kredytów nieregularnych w należnościach ogółem spadł z poziomu 7.1% do 6.2%. Tym samym bank dołączył do grona banków z najniższym wskaźnikiem NPL/kredyty. Współczynnik pokrycia NPL rezerwami wzrósł w ciągu trzech miesięcy z 68.1% do poziomu 77.9% i jest obecnie jednym z najwyższych na rynku.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	207.5/123		
Liczba akcji (mln)	29.4		
Kapitalizacja (mln PLN)	6 227		
Kapitał własny (mln PLN)	2 145		
Free float (mln PLN)	1 681		
Średni obrót (mln PLN)	3.5		
Główny akcjonariusz	Commerzbank		
% akcji, % głosów	70.9/70.9		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	12.0	-2.9	51.1
Zmiana rel. WIG (%)	5.6	0.6	12.8

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Skonsolidowane wyniki BRE Banku

	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Kredyty	15 239	21 838	43.3%			
Depozyty	19 150	21 895	14.3%			
Wynik odsetkowy	171	161	-5.4%	336	332	-1.0%
Wynik z tytułu prowizji	90	118	30.6%	186	229	23.5%
Dochody	367	487	32.8%	693	920	32.8%
Koszty	-254	-337	32.9%	-486	-638	31.4%
Wynik operacyjny	113	150	32.5%	207	282	35.9%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów	2	-10	-694.6%	-11	-33	208.3%
Zysk netto	84	102	20.3%	197	249	26.6%

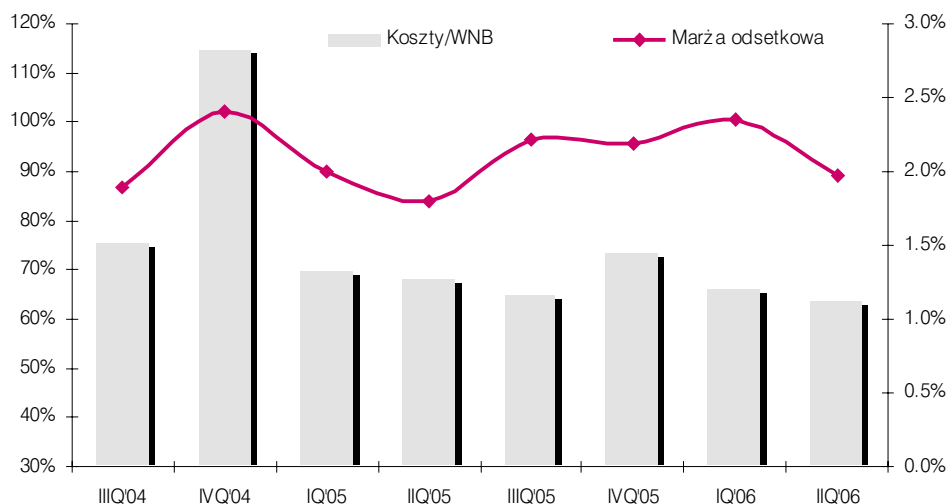
Wzrosty udziałów w rynku

Tendencje wzrostu wolumenów w BRE Banku zostały utrzymane. Po włączeniu do portfela kredytów banku hipotecznego, poziom należności wzrósł w stosunku do ubiegłego roku o 43.3%, pobijając tym samym rekord z I kwartału. Bank zanotował także wysoki - ponad 14% wzrost depozytów klientów. W kolejnych okresach spodziewamy się utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu obu pozycji.

Utrzymanie pozytywnej rekomendacji

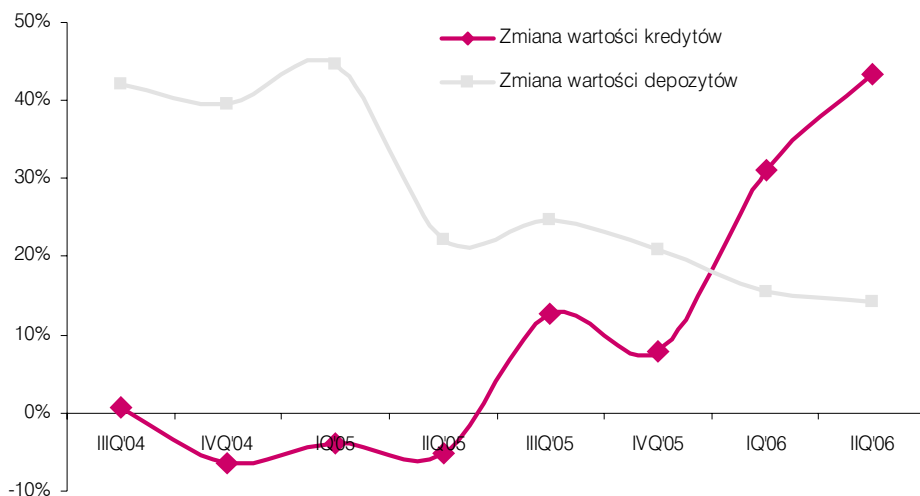
BRE Bank jawi się obecnie jako jeden z bardziej dynamicznie rosnących banków w sektorze. Decyzja o zwiększeniu sieci detalicznej Multibank, wejście w działalność ubezpieczeniową (wybrane mało szkodowe i stosunkowo rentowne segmenty rynku) oraz ograniczone i ściśle monitorowane inwestycje na własny rachunek (PZU, Vectra) powinny, wraz z przyrostem działalności stricte bankowej (głównie kredyty), przelożyć się na wzrost wyników banku w kolejnych okresach. Zgodnie z naszymi prognozami z poprzednich kwartałów, bank zapowiedział korektę w górę prognoz wyników finansowych (obecnie 380 mln PLN brutto). Zostanie ona najprawdopodobniej dokonana po publikacji rezultatów za III kwartał. Obecnie spółka jest notowana z dyskontem w stosunku do największych banków, nie ustępując im (w przeciwieństwie do innych mniejszych banków sektora) jakością wyników finansowych (wzrost dochodów operacyjnych, bezpieczny poziom rezerw kwartalnych, wysoka dynamika wzrostu głównych pozycji bilansowych). Uważamy, że czynniki które wpływały na gorsze postrzeganie BRE Banku w stosunku do np. BZ WBK czy Pekao powoli tracą na znaczeniu. Tym samym uznajemy BRE Bank jako lepszą inwestycję niż zakup akcji większych konkurentów i rekomendujemy akumulowanie walorów spółki.

Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w BRE Banku

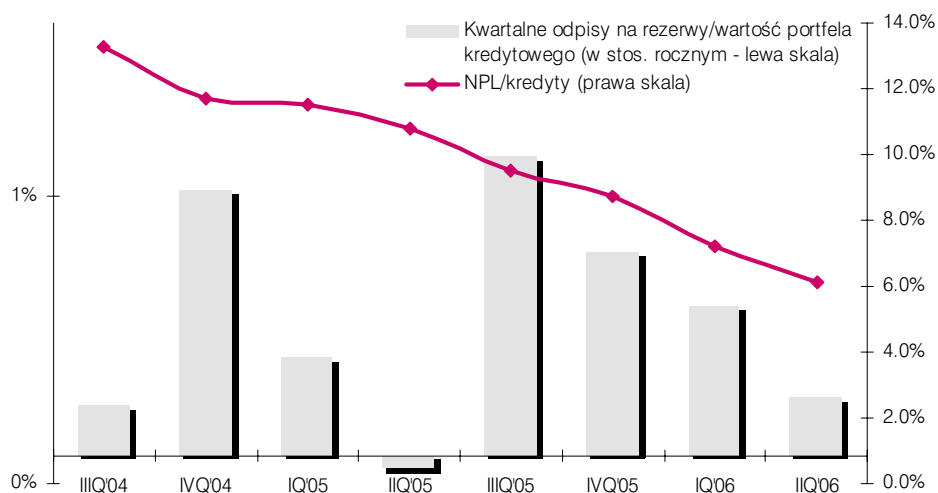


Źródło: Millennium DM

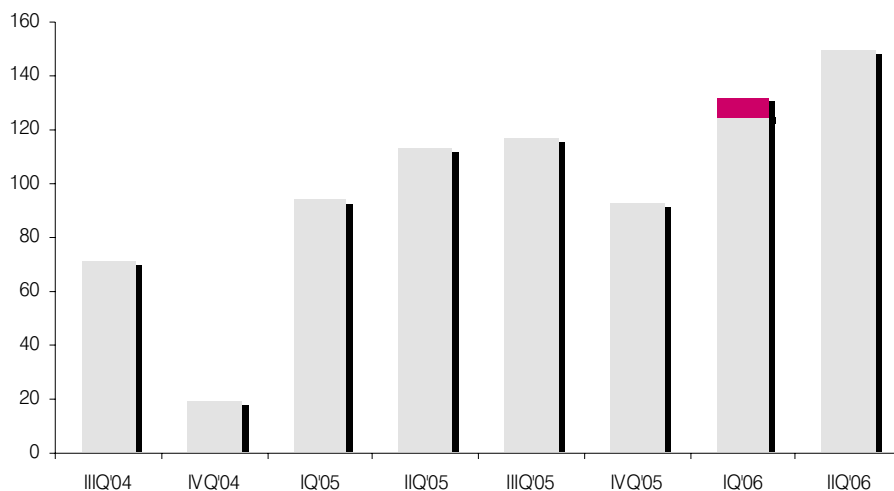
Dynamika akcji kredytowej i depozytowej w BRE Banku (r/r)



Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w BRE Banku



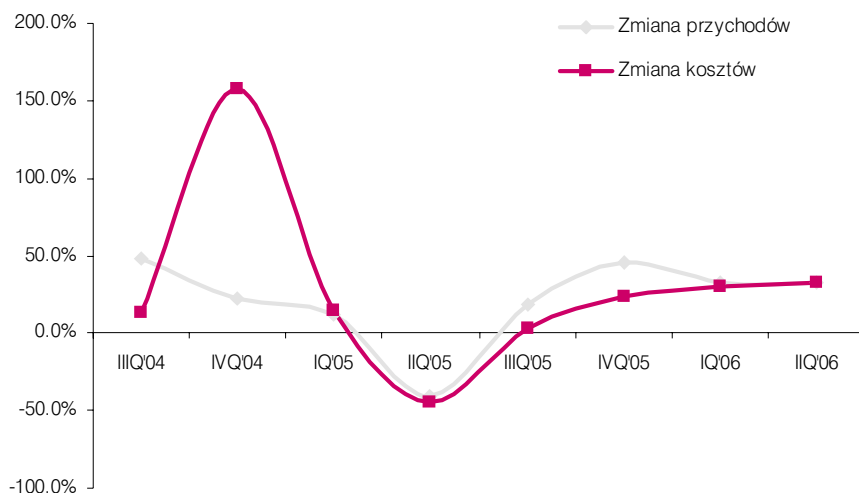
Wynik operacyjny w BRE Banku (mln PLN)



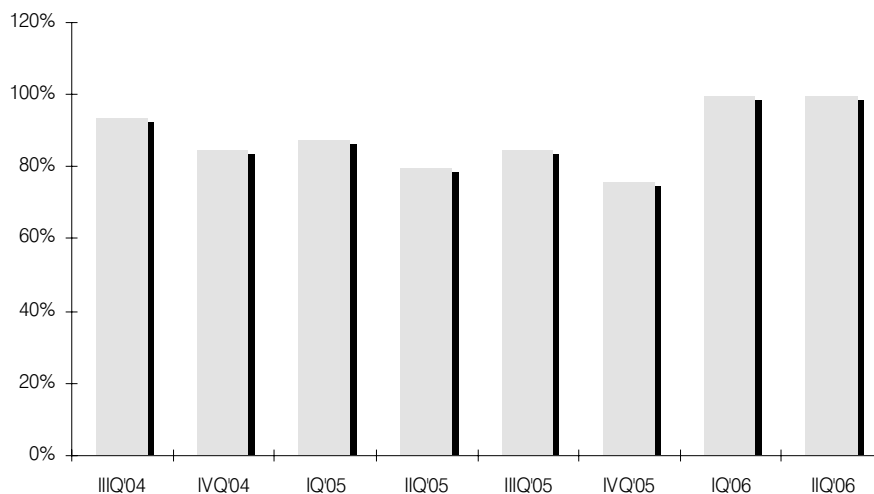
Źródło: Millennium DM

Zmiana wartości przychodów i kosztów w BRE Banku (r/r)

Z uwzględnieniem pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych

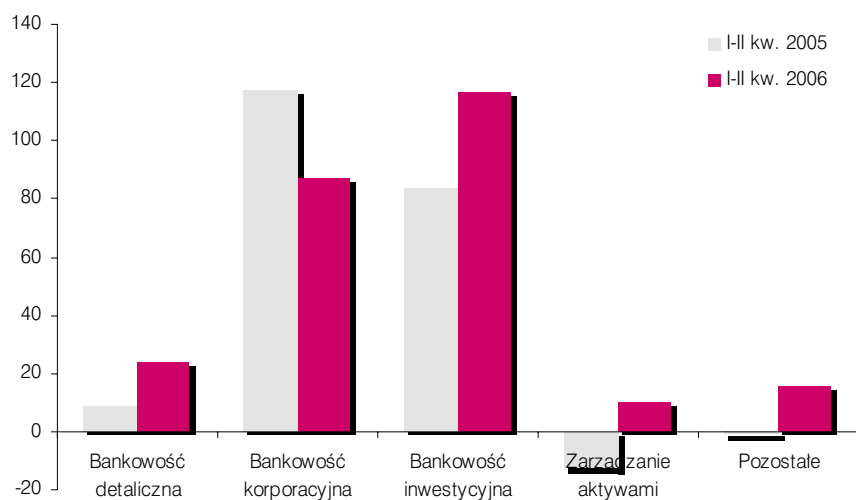


Współczynnik kredyty/depozyty w BRE Banku



Podział wyników BRE Banku ze względu na segmenty działalności

Wynik brutto - mln PLN



Źródło: Millennium DM

Wycena

Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę BRE Banku. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metody ROE-P/BV oraz metody porównawczej. Otrzymana średnia wycena spółki wynosi 7.1 mld PLN, czyli 240.9 PLN na jedną akcję.

Podsumowanie wyceny akcji BRE Banku

Metoda wyceny	Wycena (PLN)
Metoda ROE - P/BV	243.3
Metoda porównawcza - duże banki polskie	238.5
Średnia wycena na 1 akcję	240.9

Źródło: Millennium DM

Metoda ROE-P/BV

Wartość akcji BRE Banku 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.

Do wyceny przyjmujemy następujące założenia:

- stopa dywidendy - 0% do 2006 roku, następnie 60-70% zysku netto. Uważamy, że stosunkowo niski współczynnik wypłacalności (10.4% po II kwartale) w kontekście zmian bazylejskich oraz konieczność pokrycia strat z lat ubiegłych będą czynnikami, który uniemożliwią zarządowi BRE Banku wypłacanie inwestorom wyższych dywidend (np. 95% zysku) w najbliższych 2 latach.

Kalkulacja zdyskontowanej wartości dywidend w BRE Banku

	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)	203.5	278.3	302.6	329.7
Dywidenda za dany rok (PLN na 1 akcję)	6.9	9.5	10.3	11.2
<i>Dywidend yield</i>	3.3%	4.5%	4.9%	5.3%
Suma dywidend (PLN na 1 akcję)				37.9
Zdyskontowana wartość dywidendy (mln PLN)	187.8	235.2	233.4	231.9
Suma zdyskontowanych dywidend (mln PLN)	187.8	423.0	656.4	888.3
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN na 1 akcję)				30.2

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%. Przy wycenie BRE Banku zastosowaliśmy standardową premię za ryzyko, w stosunku do tej jaką przyjmujemy dla największych polskich banków (4%) uznając, iż akcje banków w długim terminie są mniej ryzykowną inwestycją niż walory spółek przemysłowych i innych,
- długookresowa stopa wzrostu zysków (g) - 5%. Wskaźnik zwrotu z kapitałów po 2009 roku sprawia, że prognozę wzrostu zysków po 2008 roku w wysokości 5% można uznać za realną.

Poniższa tabela przedstawia wycenę BRE Banku metodą ROE-P/BV

Wycena BRE Banku - metoda ROE-P/BV	
	2009p
Wartość księgową na koniec 2009 (mln PLN)	2 891
Prognozowana stopa wzrostu dywidendy po 2009 roku	5.0%
Prognozowane ROE w 2009 roku	16.8%
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)	2.94
Wartość banku w 2009 roku (mln PLN)	8 513
Stopa dyskontowa za okres 2006-2009	9.2%
Zdyskontowana wartość banku w 2006 roku (mln PLN)	6 258
Zdyskontowana wartość dywidend w okresie 2006-2009 (mln PLN)	888
Wartość banku (mln PLN)	7 147
Liczba akcji (mln)	29
Wycena 1 akcji banku	243.3

Źródło: Millennium DM

Wrażliwość wyceny BRE Banku na przyjętą stopę wzrostu i stopę wolną od ryzyka (PLN)

		Długoterminowa stopa wolna od ryzyka		
		4.5%	5.0%	5.5%
wycena 1 akcji banku w PLN				
stopa wzrostu	2%	194.7	183.0	172.8
	3%	211.5	196.4	183.6
	4%	235.7	215.2	198.3
	5%	273.7	243.3	219.6
	6%	342.2	290.2	253.1
	7%	501.9	384.0	313.3

Źródło: Millennium DM

Wartość BRE Banku, szacowana metodą ROE-P/BV wynosi 7.1 mld PLN, czyli 243.3 PLN za jedną akcją.

Metoda porównawcza

Poniżej przedstawiamy porównanie ceny akcji BRE Banku 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.

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
Bank Handlowy	1.7	12.4	11.6	10.8	14.0	15.3	14.3
ING Bank Śląski	2.3	13.5	12.5	11.5	15.2	15.5	13.7
Bank BPH	3.7	13.4	12.1	11.2	19.7	17.8	16.4
Kredyt Bank	2.6	14.3	11.9	10.1	11.3	15.8	14.1
Pekao	4.2	15.2	14.3	13.5	20.4	18.9	17.6
Bank Zachodni WBK	4.4	13.2	12.6	11.7	19.2	18.3	16.9
PKO BP	4.6	16.4	15.1	13.7	21.0	19.6	18.0
Średnia	3.3	14.1	12.9	11.8	17.3	17.3	15.8
Mediana	3.7	13.5	12.5	11.5	19.2	17.8	16.4
Wycena przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)							
Średnia	6 815	7 490	7 951	7 889	5 851	6 874	6 847
Mediana	7 468	7 211	7 703	7 695	6 500	7 079	7 084
Wagi	5%	5%	10.0%	10.0%	20%	25%	25%
Średnia ważona z wycen (mln PLN)							7 007
Wycena porównawcza na 1 akcję (PLN)							238.5
Wskaźniki banku przy aktualnej cenie akcji							
BRE Bank	3.1	11.7	10.1	9.3	18.4	15.7	14.4
Premia/dyskonto	-9%	-17%	-22%	-21%	6%	-9%	-9%

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 1 sierpnia 2006, WO - wynik operacyjny przed kosztami rezerw

Bazując na porównaniu BRE Banku z notowanymi bankami giełdowymi wycena banku wynosi 7.0 mld PLN, czyli 238.5 PLN za jedną akcję. Na bazie wskaźnika P/E Bank jest notowany z niewielkim dyskontem w stosunku do konkurentów.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
przychody z tytułu odsetek	1 540	1 653	1 882	2 028	2 145
koszty odsetek	918	972	1 104	1 188	1 258
wynik z tytułu odsetek	622	681	778	840	887
pozostałe przychody					
z tyt. prowizji	399	477	516	552	584
inne	355	418	433	449	465
wynik na działalności bankowej	1 376	1 576	1 727	1 841	1 936
wynik pozaoperacyjny	-18	40	41	42	42
koszty działalności wraz z amortyzacją	940	1 083	1 150	1 213	1 255
wynik operacyjny	417	533	618	669	724
saldo rezerw	-79	-76	-94	-102	-108
zysk przed opodatkowaniem	338	459	526	569	617
podatek	70	92	100	108	117
zysk netto	248	339	398	432	471
EPS	8.4	11.5	13.5	14.7	16.0

Bilans (mln PLN)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
kasa, środki w banku centralnym	1 778	1 135	1 248	1 363	1 472
należności od instytucji finansowych	4 668	5 448	6 347	7 216	7 772
należności od klientów	15 464	22 422	24 552	26 271	27 978
papiery dłużne	6 137	5 972	6 545	7 043	7 483
majątek trwały	559	592	629	667	700
wnip	406	386	357	327	298
inne aktywa	4 138	3 858	3 956	4 064	4 182
aktywa razem	33 150	39 813	43 635	46 951	49 886
zobowiązania wobec banku centralnego	0	0	0	0	0
zobowiązania wobec instytucji fin.	4 337	8 172	9 202	9 723	9 946
zobowiązania wobec klientów	20 443	22 692	24 961	27 258	29 438
fundusze specjalne i inne pasywa	6 248	6 483	6 808	7 148	7 505
rezerwy	86	90	95	100	105
kapitał własny, w tym:	2 035	2 374	2 568	2 723	2 891
zysk netto	248	339	398	432	471
pasywa razem	33 150	39 813	43 635	46 951	49 886
BVPS	69.3	80.8	87.4	92.7	98.4

p - prognoza Millennium DM S.A.

Wskaźniki (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
DPS (PLN)	0.0	0.0	6.9	9.5	10.3
wskaźniki bilansowe					
kredyty/depozyty	75.6	98.8	98.4	96.4	95.0
kredyty/aktywa	46.6	56.3	56.3	56.0	56.1
depozyty/pasywa	61.7	57.0	57.2	58.1	59.0
kapitał własny/aktywa	6.1	6.0	5.9	5.8	5.8
marża odsetkowa					
przychody odsetkowe/sr. aktywa odsetkowe	6.1	5.5	5.3	5.2	5.1
koszty odsetkowe/sr. aktywa odsetkowe	3.6	3.2	3.1	3.1	3.0
wynik odsetkowy/sr. aktywa odsetkowe	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1
koszty odsetkowe/sr. pasywa odsetkowe	3.2	2.9	2.8	2.8	2.8
marża odsetkowa	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1
spread odsetkowy	2.9	2.6	2.4	2.4	2.3
rentowność					
wynik z tytułu odsetek/aktywa	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8
wynik z tytułu prowizji/aktywa	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2
przychody/aktywa	4.2	4.4	4.2	4.2	4.1
koszty/wynik na działalności bankowej	68.3	68.7	66.6	65.9	64.8
koszty/wnb + pozostałe przychody	69.3	67.0	65.1	64.5	63.4
koszty/aktywa	2.9	3.0	2.8	2.7	2.6
odpisy na rezerwy/kredyty	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
NPL/kredyty	8.7	7.0	6.8	6.6	6.5
ROA	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
ROE	12.8	15.4	16.1	16.3	16.8
wskaźniki rynkowe (x)					
P/wynik operacyjny	14.9	11.7	10.1	9.3	8.6
P/E	25.2	18.4	15.7	14.4	13.2
P/BV	3.1	2.6	2.4	2.3	2.2

Zmiana (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wartości aktywów	6.3	20.1	9.6	7.6	6.3
wartości kredytów	7.9	45.0	9.5	7.0	6.5
wartości depozytów	21.0	11.0	10.0	9.2	8.0
wyniku z tytułu odsetek	28.0	9.6	14.2	7.9	5.7
wyniku z tytułu prowizji	4.5	19.5	8.3	7.1	5.7
wyniku na działalności bankowej	26.0	14.6	9.6	6.6	5.2
kosztów	6.8	15.2	6.2	5.5	3.4
wyniku operacyjnego	-454.5	27.7	15.9	8.3	8.2
kapitałów własnych	10.3	16.7	8.2	6.0	6.2
zysku brutto	-242.4	35.9	14.5	8.2	8.4
zysku netto	-184.2	37.0	17.2	8.8	8.9

p - prognoza Millennium DM S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

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

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

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

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

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

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

Dyrektor
banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analityk
telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Analityk
media, hotele, motoryzacja,
przemysł spożywczy, budownictwo

Analityk
informatyka, Internet

Asystent

Asystent

Asystent

Sprzedaż

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

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

Krzysztof Pelka
+22 598 26 79
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

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

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

Dyrektor

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.

KUPIJ - 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 uzależniający 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 sporządzili 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 nieaktualne. 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
BRE Bank	Akumuluj	2 lut 06	187.00
BRE Bank	Akumuluj	5 maj 06	204.00
BRE Bank	Akumuluj	28 cze 06	176.5

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*