

BZ WBK

poprzednia rekomendacja: neutralnie

neutralnie

Cena (31/07/2006)	205.0
Cena docelowa	206.4

Na ścieżce wzrostów

Wyniki BZ WBK osiągnięte w II kwartale były najwyższe w historii banku (248.5 mln PLN, +54% r/r). Dobry rezultat był wynikiem zaksięgowania w tym okresie wysokiej dywidendy ze spółek grupy CU (ponad 55 mln PLN) oraz zyskowej sprzedaży części portfela inwestycyjnego (+22 mln PLN brutto). Nawet jednak bez tych jednorazowych przychodów wyniki BZ WBK prezentują się imponująco, co było możliwe dzięki dynamicznie rosnącym przychodom z działalności asset management oraz rozwoju akcji kredytowej w banku.

	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	870	639	1 777	645	438	6.0	0.0	41.4	34.2	4.9	64.0	1.7	15.7
2005	909	697	1 896	751	516	7.1	5.1	46.3	29.0	4.4	60.8	1.8	16.1
2006p	996	996	2 348	1 124	777	10.6	6.0	50.3	19.3	4.1	52.2	2.5	22.0
2007p	1 038	1 068	2 452	1 178	813	11.1	9.0	52.4	18.4	3.9	52.1	2.4	21.7
2008p	1 099	1 139	2 594	1 271	883	12.1	9.5	55.0	16.9	3.7	51.1	2.5	22.5

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

Wysoki wynik operacyjny

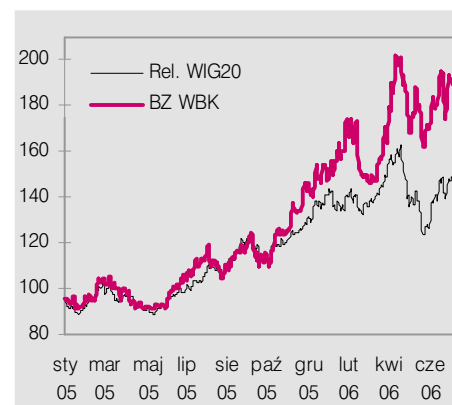
W II kwartale przychody BZ WBK były najwyższe w całej historii banku. Obok wspomnianych jednorazowych dochodów, jakie spółka zaksięgowała w tym okresie (dywidendy oraz sprzedaż części portfela inwestycyjnego), bank odnotował wysoki przyrost zarówno wyniku odsetkowego (+16.9% - głównie dzięki rozwojowi akcji kredytowej) oraz prowizyjnego (aż 57.4%, co było rezultatem silnego wzrostu aktywów zarządzanych przez TFI banku oraz działalności brokerskiej). W ciągu roku jedyną pozycją która spadła w BZ WBK był wynik z tytułu wymiany (-7.8%), jego poziom był jednak wyższy niż w poprzednich okresach.

Wzrost efektywności kosztowej

Koszty działalności BZ WBK wzrosły w ciągu roku o 9.4%. Najważniejszym czynnikiem, który spowodował wzrost tej pozycji był wzrost wynagrodzeń w związku ze zwiększeniem liczby pracowników w banku oraz wypłaty premii uznaniowych. Niewielki jednocyfrowy wzrost odnotowały koszty rzeczowe, spadła natomiast amortyzacja. Silny wzrost przychodów powtarzalnych sprawił, iż wskaźnik koszty/dochody (po wyłączeniu dochodów jednorazowych) spadł w ciągu roku o 9.6pp do poziomu 54.4%. Pod względem tego indykatora bank pozostaje jednym z najbardziej efektywnych banków w sektorze (po Pekao oraz Banku BPH).

Dalsza poprawa portfela kredytowego

Poziom odpisu na pokrycie ryzyka związanego z portfelem kredytowym wyniósł w II kwartale zaledwie 4.2 mln PLN (0.1% portfela kredytowego) i był najniższy od 12 miesięcy. Na koniec czerwca współczynnik NPL/kredyty wyniósł 6.3% i ukształtował się na poziomie z I kwartału. Współczynnik pokrycia NPL rezerwami wzrósł o 0.7% i wynosi obecnie 62.9%. Pod względem jakości portfel BZ WBK można określić, obok PKO BP, jako najlepszy na rynku, wskaźnik pokrycia NPL nie odbiega natomiast od średniej.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	202/104.5		
Liczba akcji (mln)	73.0		
Kapitalizacja (mln PLN)	14 957		
Kapitał własny (mln PLN)	3 279		
Free float (mln PLN)	4 412		
Średni obrót (mln PLN)	11.3		
Główny akcjonariusz	AIB Group		
% akcji, % głosów	70.5/70.5		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	5.6	-1.6	60.9
Zmiana rel. WIG (%)	-0.8	1.9	22.5

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Skonsolidowane wyniki BZ WBK

	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Kredyty	13 783	15 476	12.3%			
Depozyty	20 059	21 513	7.3%			
Wynik odsetkowy	215	252	16.9%	434	493	13.7%
Wynik z tytułu prowizji	162	255	57.4%	317	489	54.5%
Dochody	499	656	31.5%	949	1 211	27.6%
Koszty	-292	-319	9.4%	-580	-624	7.6%
Wynik operacyjny	207	337	62.8%	369	587	59.0%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości wbków	-12	-4	-66.1%	-17	-16	-2.4%
Zysk netto	161	249	54.0%	281	424	50.7%

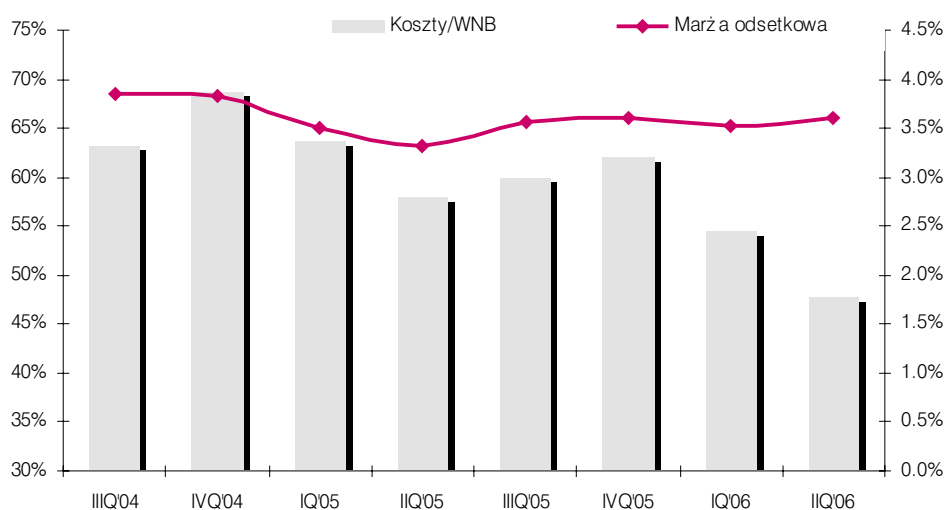
Przyspieszenie tendencji wzrostu wolumenów

Wzrostowe tendencje w zakresie wolumenów, obserwowane w poprzednich okresach, były kontynuowane także w II kwartale. Roczna statystyka portfela kredytów wykazała +12.3% przyrost, najsilniej wzrastały przy tym kredyty konsumpcyjne. Poziom depozytów zwiększył się w tym okresie o 7.3%. Ponad 300% wzrosła natomiast wartość aktywów zarządzanych przez TFI.

Utrzymanie rekomendacji neutralnie

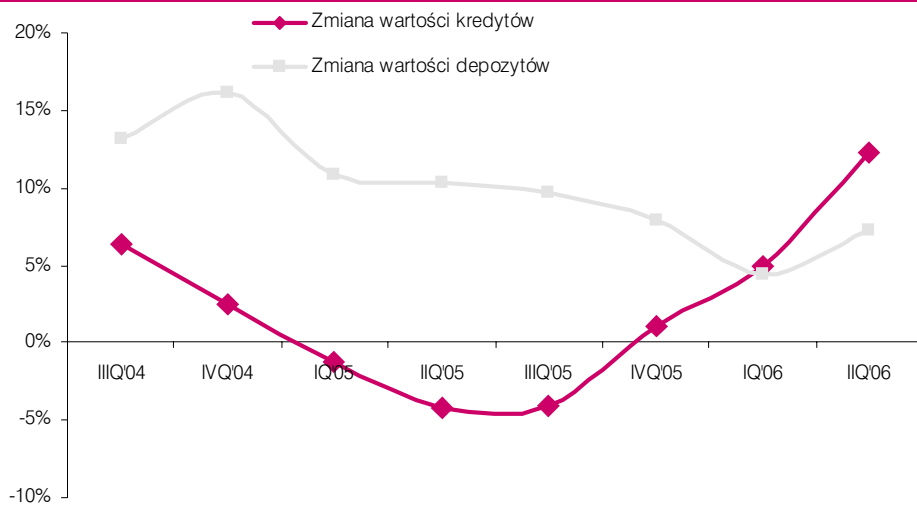
Wyniki BZ WBK, osiągnięte w I półroczu były bardzo dobre. Bank aktywniej niż w 2005 roku działa na rynku kredytowym, coraz ważniejszym segmentem działalności spółki jest zarządzanie aktywami. Tym niemniej jednak, czynniki te zostały już zdyskontowane w wycenie giełdowej BZ WBK. Pod względem prognozowanego wskaźnika P/E na lata 2006 i 2007 bank jest notowany z premią w stosunku do sektora (19.3 i 18.4 przy średniej dla banków giełdowych 17.4 i 17.3). Warto jednak zwrócić uwagę, że po ostatnich wzrostach największych spółek, BZ WBK jest kwotowany z niewielkim dyskontem w stosunku do Pekao oraz PKO BP, przy mniejszym naszym zdaniem ryzyku związanym z wynikami (wciąż niepewna sytuacja z modelem fuzji pomiędzy Pekao i Bankiem BPH i wpływem tego czynnika na działalność Pekao, ryzyko wyższych rezerw i strat na portfelu obligacji w PKO BP). Naszym zdaniem w najbliższym okresie inwestycja w akcje BZ WBK może się więc okazać zyskowniejsza niż zakup walorów konkurentów.

Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w Banku Zachodnim WBK

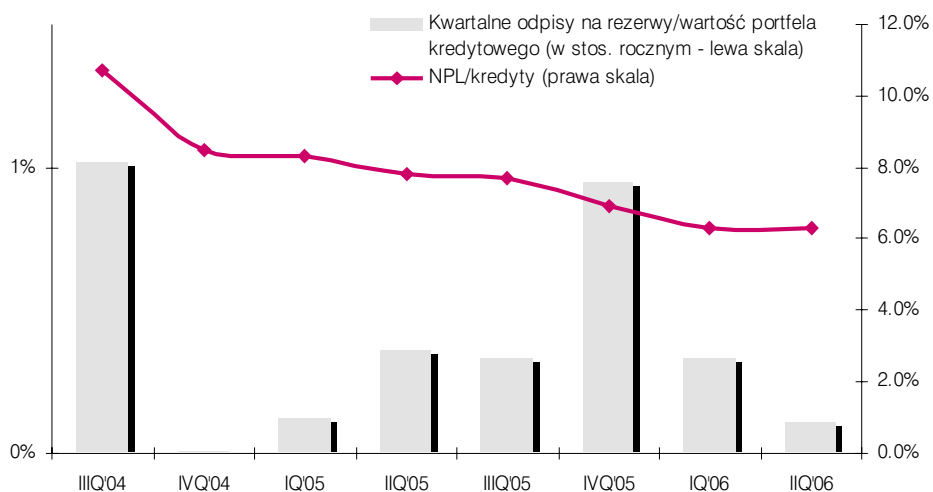


Źródło: Millennium DM

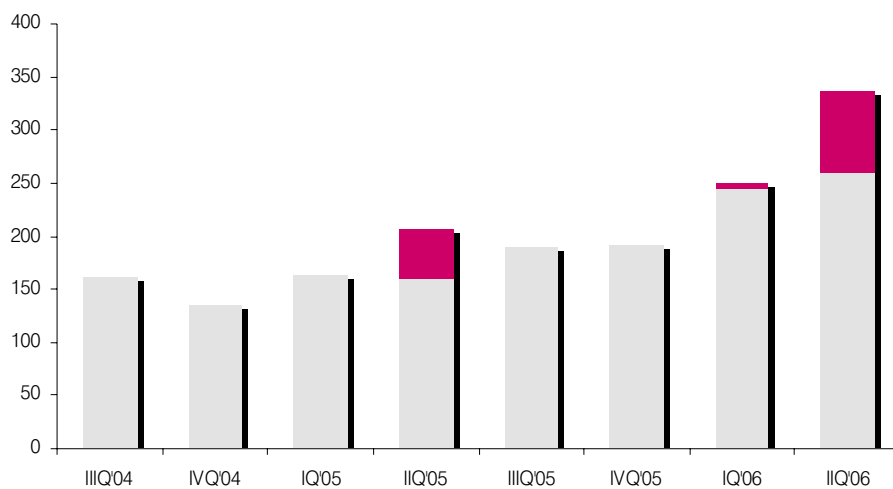
Dynamika akcji kredytowej i depozytowej w Banku Zachodnim WBK (r/r)



Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w Banku Zachodnim WBK



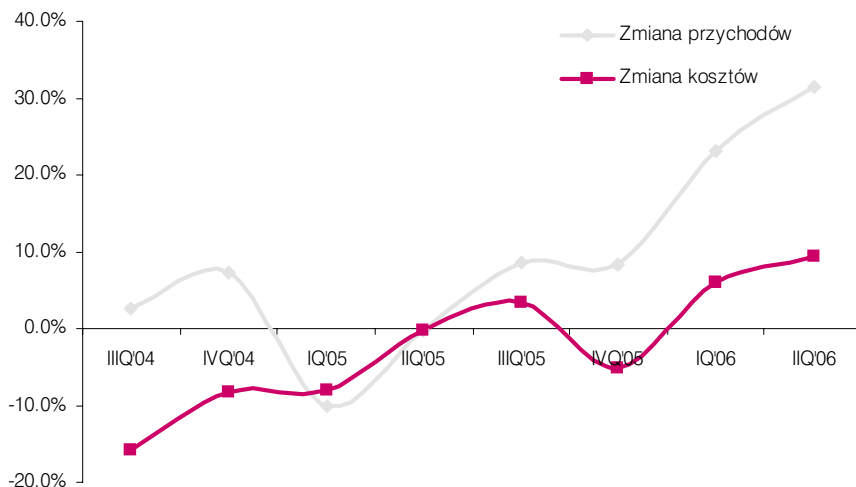
Wynik operacyjny w Banku Zachodnim WBK (mln PLN)



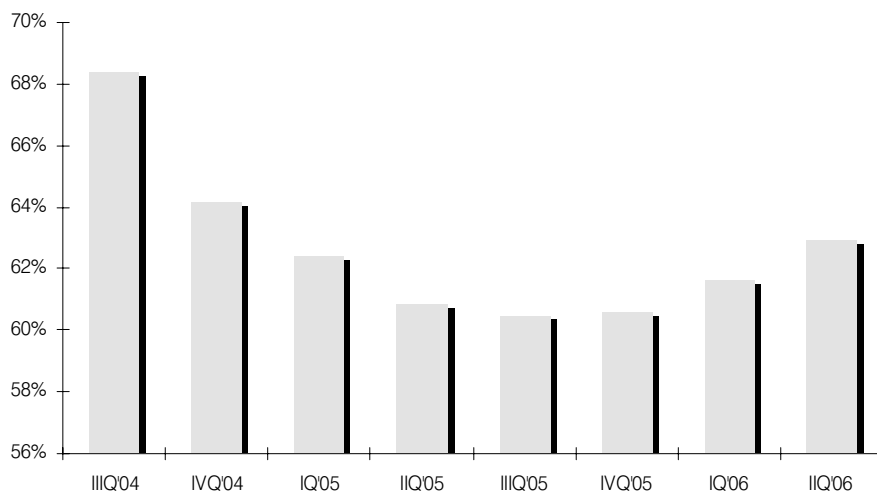
Źródło: Millennium DM

Zmiana wartości przychodów i kosztów w Banku Zachodnim WBK (r/r)

Z uwzględnieniem pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych

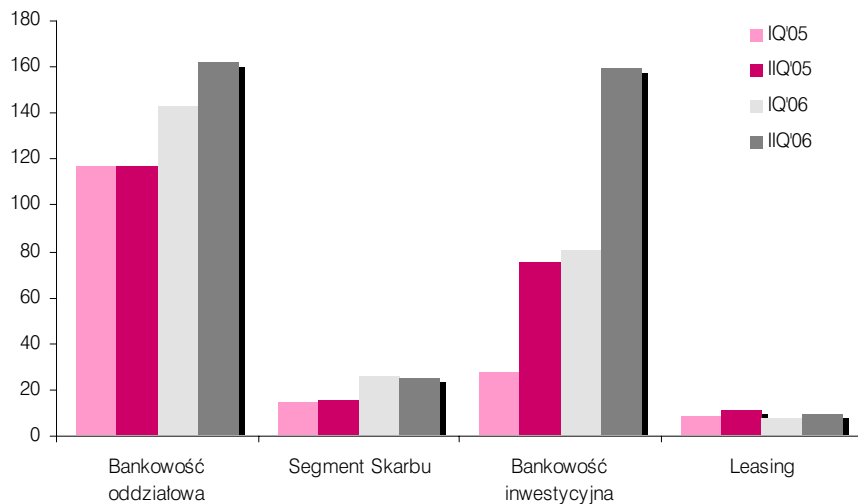


Współczynnik kredyty/depozyty w Banku Zachodnim WBK



Podział wyników Banku Zachodniego WBK ze względu na segmenty działalności

Wynik brutto - mln PLN



Źródło: Millennium DM

Wycena

Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę akcji BZ WBK. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metodą ROE-P/BV oraz metodą porównawczą. Otrzymana średnia wycena wynosi 15.1 mld PLN, czyli 206.4 PLN na jedną akcję.

Podsumowanie wyceny akcji BZ WBK

Metoda wyceny	Wycena (PLN)
Metoda ROE - P/BV	220.5
Metoda porównawcza - duże banki polskie	192.4
Średnia wycena na 1 akcję	206.4

Źródło: Millennium DM

Metoda ROE-P/BV

Wartość akcji BZ WBK szacujemy, sumując zdyskontowaną wartość dywidend przypadających na jedną akcję w okresie 2006-2009 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 - 80% od 2007 roku. Nie spodziewamy się znacznego zwiększenia dywidendy ponad ten poziom w kolejnych 2 latach.

Kalkulacja zdyskontowanej wartości dywidend w BZ WBK

	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)	660.1	691.4	750.4	796.5
Dywidenda za dany rok (PLN na 1 akcję)	9.0	9.5	10.3	10.9
<i>Dywidend yield</i>	4.4%	4.6%	5.0%	5.3%
Suma dywidend (PLN na 1 akcję)				39.7
Zdyskontowana wartość dywidendy (mln PLN)	609.3	584.3	578.6	560.4
Suma zdyskontowanych dywidend (mln PLN)	609.3	1193.5	1772.2	2332.5
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN na 1 akcję)				32.0

Źródło: Millennium DM

- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2008 roku - 5%. Założona przez nas długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5% po roku 2008 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 2008 roku w wysokości 4% (beta = 0.8). Przy wycenie BZ WBK 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 2008 roku sprawia, że prognozę wzrostu zysków po 2008 roku w wysokości 5% można uznać za realną.

Poniższa tabela przedstawia wycenę BZ WBK metodą ROE-P/BV

Wycena BZ WBK - metoda ROE-P/BV	
	2009p
Wartość księgową na koniec 2009 (mln PLN)	4 200
Prognozowana stopa wzrostu dywidendy po 2009 roku	5.0%
Prognozowane ROE w 2009 roku	22.8%
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)	4.45
Wartość banku w 2009 roku (mln PLN)	18 709
Stopa dyskontowa za okres 2006-2009	9.2%
Zdyskontowana wartość banku w 2006 roku (mln PLN)	13 753
Zdyskontowana wartość dywidend w okresie 2006-2009 (mln PLN)	2 333
Wartość banku (mln PLN)	16 086
Liczba akcji (mln)	73
Wycena 1 akcji banku	220.5

Źródło: Millennium DM

Wrażliwość wyceny BZ WBK 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%	167.5	157.8	149.4
	3%	184.5	171.7	161.0
	4%	208.9	191.2	176.8
	5%	247.4	220.5	199.5
	6%	316.6	269.2	235.3
	7%	478.2	366.7	299.7

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody ROE-P/BV, wartość BZ WBK wynosi 16.1 mld PLN, czyli 220.5 PLN za jedną akcję.

Metoda porównawcza

Poniżej przedstawiamy porównanie ceny akcji BZ WBK w oparciu o średnie przewidywane wskaźniki banków notowanych na warszawskiej giełdzie. Do obliczenia wskaźników P/E (waga 85%) i P/BV (waga 15%) 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	13.7	12.6	11.6	15.4	15.6	13.8	
Bank BPH	3.7	13.4	12.2	11.2	19.8	17.9	16.5	
BRE Bank	3.1	12.3	10.9	10.0	19.5	17.2	15.3	
Kredyt Bank	2.6	14.4	11.9	10.1	11.3	15.9	14.1	
Pekao	4.2	15.4	14.5	13.7	20.7	19.1	17.8	
PKO BP	4.7	16.7	15.4	14.0	21.4	20.0	18.3	
Średnia	3.2	14.0	12.7	11.7	17.4	17.3	15.7	
Mediana	3.1	13.7	12.2	11.2	19.5	17.2	15.3	
Wycena przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)								
Średnia	10 776	15 779	15 002	14 807	13 547	14 056	13 902	
Mediana	10 387	15 347	14 347	14 270	15 146	14 022	13 546	
Wagi	5%	5%	10.0%	10.0%	20%	25%	25%	
Średnia ważona z wycen (mln PLN)							14 039	
Wycena porównawcza na 1 akcję (PLN)							192.4	
Wskaźniki banku przy aktualnej cenie akcji								
Bank Zachodni WBK	4.4	13.3	12.7	11.8	19.3	18.4	16.9	
Premia/dyskonto	39%	-5%	0%	1%	10%	6%	8%	

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 31 lipca 2006, WO - wynik operacyjny przed kosztami rezerw

Bazując na porównaniu BZ WBK z notowanymi bankami giełdowymi wycena banku wynosi 14.0 mld PLN, czyli 192.4 PLN na jedną akcję. **Biorąc pod uwagę jedynie wskaźniki dochodowe (P/E) bank jest notowany z premią w stosunku do konkurentów, jest jednak tańszy niż największe spółki sektora.**

Rachunek wyników (mIn PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p
przychody z tytułu odsetek	1 670	1 692	1 799	1 913	2 024
koszty odsetek	761	696	761	814	865
wynik z tytułu odsetek	909	996	1 038	1 099	1 160
pozostałe przychody					
z tyt. prowizji	697	996	1 068	1 139	1 204
inne	290	355	345	356	367
wynik na działalności bankowej	1 896	2 348	2 452	2 594	2 730
wynik pozaoperacyjny	20	6	6	7	7
koszty działalności wraz z amortyzacją	1 165	1 230	1 280	1 330	1 387
wynik operacyjny	751	1 124	1 178	1 271	1 350
saldo rezerw	-62	-59	-81	-87	-97
zysk przed opodatkowaniem	689	1 065	1 098	1 184	1 252
podatek	144	213	209	225	238
zysk netto	516	777	813	883	937
EPS	7.1	10.6	11.1	12.1	12.8

Bilans (mIn PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p
kasa, środki w banku centralnym	572	1 131	1 204	1 269	1 335
należności od instytucji finansowych	3 608	7 751	8 749	9 551	9 981
należności od klientów	14 197	15 546	16 712	17 915	19 133
papiery dłużne	9 667	6 109	6 221	6 466	7 083
majątek trwały	519	550	583	618	649
wnip	174	183	192	202	212
inne aktywa	867	882	901	926	956
aktywa razem	29 604	32 150	34 561	36 946	39 348
zobowiązania wobec banku centralnego	0	0	0	0	0
zobowiązania wobec instytucji fin.	1 693	2 832	3 516	4 300	5 080
zobowiązania wobec klientów	20 839	22 610	24 080	25 380	26 700
fundusze specjalne i inne pasywa	2 788	2 090	2 147	2 206	2 268
rezerwy	904	949	996	1 046	1 099
kapitał własny, w tym:	3 381	3 669	3 822	4 014	4 200
zysk netto	516	777	813	883	937
pasywa razem	29 604	32 150	34 561	36 946	39 348
BVPS	46.3	50.3	52.4	55.0	57.6

p - prognoza Millennium DM S.A.

Wskaźniki (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
DPS (PLN)	5.1	6.0	9.0	9.5	10.3
wskaźniki bilansowe					
kredyty/depozyty	68.1	68.8	69.4	70.6	71.7
kredyty/aktywa	48.0	48.4	48.4	48.5	48.6
depozyty/pasywa	70.4	70.3	69.7	68.7	67.9
kapitał własny/aktywa	11.4	11.4	11.1	10.9	10.7
marża odsetkowa					
przychody odsetkowe/sr. aktywa odsetkowe	6.5	6.0	5.9	5.8	5.8
koszty odsetkowe/sr. aktywa odsetkowe	3.0	2.4	2.5	2.5	2.5
wynik odsetkowy/sr. aktywa odsetkowe	3.6	3.5	3.4	3.4	3.3
koszty odsetkowe/sr. pasywa odsetkowe	3.5	2.9	2.9	2.8	2.8
marża odsetkowa	3.6	3.5	3.4	3.4	3.3
spread odsetkowy	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0
rentowność					
wynik z tytułu odsetek/aktywa	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0
wynik z tytułu prowizji/aktywa	2.4	3.2	3.2	3.2	3.2
przychody/aktywa	6.7	7.6	7.4	7.3	7.2
koszty/wynik na działalności bankowej	61.4	52.4	52.2	51.3	50.8
koszty/wnb + pozostałe przychody	60.8	52.2	52.1	51.1	50.7
koszty/aktywa	4.1	4.0	3.8	3.7	3.6
odpisy na rezerwy/kredyty	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
NPL/kredyty	7.7	5.8	5.6	5.5	5.4
ROA	1.8	2.5	2.4	2.5	2.5
ROE	16.1	22.0	21.7	22.5	22.8
wskaźniki rynkowe (x)					
P/wynik operacyjny	19.9	13.3	12.7	11.8	11.1
P/E	29.0	19.3	18.4	16.9	16.0
P/BV	4.4	4.1	3.9	3.7	3.6

Zmiana (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wartości aktywów	7.3	8.6	7.5	6.9	6.5
wartości kredytów	4.1	9.5	7.5	7.2	6.8
wartości depozytów	9.4	8.5	6.5	5.4	5.2
wyniku z tytułu odsetek	4.5	9.6	4.1	5.9	5.5
wyniku z tytułu prowizji	9.1	43.0	7.2	6.6	5.7
wyniku na działalności bankowej	6.7	23.8	4.4	5.8	5.2
kosztów	1.7	5.6	4.0	3.9	4.3
wyniku operacyjnego	16.4	49.8	4.8	7.9	6.2
kapitałów własnych	11.9	8.5	4.2	5.0	4.7
zysku brutto	20.9	54.5	3.1	7.9	5.7
zysku netto	16.1	50.6	4.7	8.5	6.2

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
BZ WBK	Redukuj	22 lut 06	172.50
BZ WBK	Neutralnie	27 mar 06	146.00

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*