

Eurofilms

poprzednia rekomendacja: -

kupuj

Cena (02/08/2006)	4.04
Wycena (DCF)	5.55

Dobre wyniki zwiększą zaufanie inwestorów

Eurofilms jest naszym zdaniem jedną z nielicznych spółek notowanych na GPW w Warszawie, których akcje mają istotny potencjał wzrostowy. Niska wycena spółki jest pochodną słabej koniunktury giełdowej jaka miała miejsce w czasie przeprowadzania oferty publicznej i debiutu giełdowego. Kurs wciąż pozostaje nisko ze względu na krótki okres notowań oraz nieufność inwestorów do nowych spółek. Bardzo dobre wyniki za II kwartał powinny zwiększyć zainteresowanie producentem folii ze strony inwestorów.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004*	91.5	5.0	8.4	5.9	5.2	0.7	1.1	1.2	6.2	3.37	8.7	5.2	-
2005	99.7	6.8	11.3	6.4	6.2	0.5	0.8	1.3	8.5	3.01	9.4	5.7	45.8%
2006P	124.7	6.5	12.8	5.8	5.2	0.3	0.7	2.2	13.3	1.82	11.4	5.8	18.7%
2007P	146.5	10.1	15.9	9.2	7.4	0.4	0.8	2.7	9.3	1.51	6.5	4.1	17.8%
2008P	149.1	10.7	16.2	10.2	8.2	0.5	0.8	2.9	8.6	1.41	7.6	5.0	17.2%

prognozy wyników Millennium DM, mln PLN, * dane za 2004 rok pro forma

Dobre wyniki kwartalne

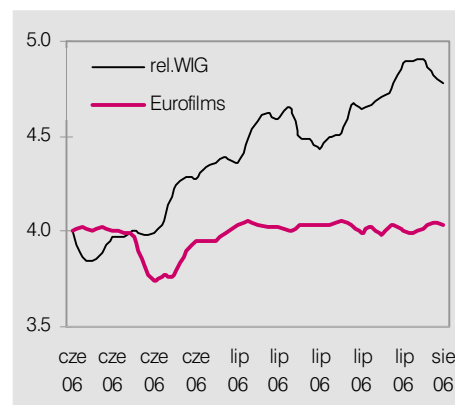
Pomimo pojawiających się obaw o poziom uzyskiwanych w roku bieżącym marż, Eurofilms pokazał w II kw. 2006 roku wyniki znacznie powyżej oczekiwań rynku. W ujęciu r/r sprzedaż wzrosła o 31.4%, EBIT o 98.4%, natomiast zysk netto wzrósł z poziomu 45 tys. PLN do 1 114 tys. PLN. Znaczna poprawa wyników spółki na praktycznie każdym poziomie rachunku wyników została uzyskana głównie dzięki uruchomieniu w połowie maja trzeciej linii do produkcji folii stretch oraz zmianie struktury asortymentowej sprzedaży tego produktu.

Stosunkowo wysokie wykonanie prognozy wyników

Po I połowie roku wykonanie przedstawionej kilka miesięcy temu przez spółkę prognozy sprzedaży, EBITDA, EBIT i zysku netto na 2006 rok wynosi odpowiednio 42.1%, 41.1%, 42.7% oraz 36.2%. W przypadku naszej nieznacznie niższej prognozy wykonanie wynosi odpowiednio 45%, 44.8%, 49.4% oraz 38.8%. Naszym zdaniem poziomy wykonania prognoz są wysokie i istnieje prawdopodobieństwo ich przekroczenia. W roku ubiegłym realizacja wyników wynosiła odpowiednio 47.9%, 34%, 23.7% oraz 11.7% i choć spółka mówi o zmniejszaniu zjawiska sezonowości to będzie ono widoczne także w roku bieżącym, choć w mniejszej skali. Poza sezonowością na lepsze wyniki w II połowie roku wpłynie zwiększenie w połowie maja mocy produkcyjnych w zakresie folii stretch oraz mniejsze koszty finansowe po spłacie części zobowiązań ze środków pochodzących z emisji akcji serii D.

Wycena

Do wyceny akcji spółki zastosowaliśmy dwie metody: dochodową i porównawczą. Na podstawie metody dochodowej jedną akcję spółki wyceniamy na 5.55 PLN, natomiast w oparciu o metodę porównawczą jedną akcję spółki wyceniamy na 5.3 PLN. W porównaniu do obecnego kursu giełdowego 4.04 PLN, powyższe wyceny dają potencjał wzrostu na poziomie odpowiednio 37.4% oraz 31.2%. Biorąc powyższe pod uwagę wydajemy rekomendację kupuj.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	4.06/3.74		
Liczba akcji (mln)	17.0		
Kapitalizacja (mln PLN)	69		
EV (mln PLN)	74		
Free float (mln PLN)	24		
Średni obrót (tys. PLN)	505		
Główny akcjonariusz	ERGIS S.A.		
% akcji, % głosów	52.67/52.67		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	2.3%	-	-
Zmiana rel. WIG (%)	-7.5%	-	-

Michał Buczyński

(022) 598 26 58

michal.buczynski@millenniumdm.pl

Omówienie wyników kwartalnych

W II kwartale 2006 roku przychody ze sprzedaży osiągnięte przez spółkę wynosiły 31 767 tys. PLN i były wyższe od zrealizowanych w II kw. 2005 roku o 31 %. Zysk ze sprzedaży w II kwartale 2006 wyniósł 2 042 tys. PLN i był wyższy o 73 % (r/r), mimo wzrostu o prawie 25 % kosztów ogólnych oraz o prawie 38 % kosztów ze sprzedaży. W przypadku wyniku operacyjnego i netto analogiczne zmiany r/r wynosiły odpowiednio 98.4% oraz 2375.6% (bardzo niska baza w roku ubiegłym). Znaczna poprawa wyników spółki na praktycznie każdym poziomie rachunku wyników została uzyskana głównie dzięki uruchomieniu w połowie maja trzeciej linii do produkcji folii stretch oraz zmianie struktury asortymentowej sprzedaży folii stretch.

Wyniki kwartalne Eurofilms S.A.

tys. PLN	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Przychody	24 185.0	31 767.0	31.4%	47 782.0	56 123.0	17.5%
EBITDA	2 253	3 511	55.8%	3 830	5 714	49.2%
EBIT	1 125.0	2 232.0	98.4%	1 613.0	3 229.0	100.2%
Zysk netto	45	1 114	2375.6%	725	2 005	176.6%
Marża EBIT	4.7%	7.0%		3%	6%	
Marża netto	0%	4%		2%	4%	

wyniki według PSR

Podstawowy wpływ na wzrost sprzedaży miało uruchomienie trzeciej linii do produkcji folii stretch w połowie maja bieżącego roku, dzięki czemu spółka zwiększyła swoje moce produkcyjne z 18 tys. ton do 27 tys. ton rocznie. Uruchomienie produkcji z nowej linii zwiększyło przychody ze sprzedaży o 5.7 mln PLN, co oznacza, że około 75% wzrostu przychodów wynikało ze zwiększenia mocy produkcyjnych. Nowa produkcja została skierowana głównie na rynki zagraniczne - wzrost sprzedaży eksportowej wyniósł 79.3%, podczas gdy sprzedaż krajowa wzrosła w II kw.'06 o jedynie 20%.

Struktura sprzedaży spółki Eurofilms

	Wartość (tys. PLN)		Zmiana	Struktura	
	II kw. '05	II kw. '06		II kw. '05	II kw. '06
Folia stretch, w tym:	21 380	29 068	36.0%	88.4%	91.5%
jumbo	7 385	7 750	4.9%	30.5%	24.4%
maszynowa	6 921	11 338	63.8%	28.6%	35.7%
ręczna	7 074	9 980	41.1%	29.2%	31.4%
Folia termokurczliwa	1 324	1 174	-11.3%	5.5%	3.7%
Folia BOPP	1 475	1 324	-10.2%	6.1%	4.2%
Pozostała sprzedaż	6	201	3250.0%	0.0%	0.6%
Razem przychody ze sprzedaży	24 185	31 767	31.4%	100.0%	100.0%
- sprzedaż krajowa	19 564	23 481	20.0%	80.9%	73.9%
- eksport	4 621	8 286	79.3%	19.1%	26.1%

Źródło: Eurofilms S.A.

Za pozostałą część wzrostu przychodów odpowiedzialna jest zmiana struktury sprzedaży i lekki ogólny wzrost cen wyrobów spółki (na dynamicznie rosnącym rynku folii produkowanych przez spółkę, nie ma ona większych problemów z przenoszeniem rosnących cen surowców na odbiorców). W II kw. 2006 roku nastąpiły dalsze korzystne zmiany w strukturze sprzedaży asortymentowej spółki - wzrósł udział sprzedaży wyspecjalizowanej folii maszynowej i ręcznej o wyższej cenie jednostkowej za kilogram, a zmalał udział sprzedaży folii jumbo charakteryzującej się niższą ceną jednostkową za kilogram.

Niższe przychody ze sprzedaży folii termokurczliwej to efekt spadku o 12 % wolumenu sprzedaży, na co miała wpływ zmiana struktury asortymentowej. Spadek przychodów ze sprzedaży folii BOPP wynika ze zmniejszenia wolumenu o prawie 13 %.

Na wyniki kolejnych kwartałów bieżącego roku wpływ będzie miało uruchomienie trzeciej linii do produkcji folii stretch, co spowoduje wzrost sprzedaży oraz uzyskanie środków z emisji akcji serii D, które pozwolą na zmniejszenie zadłużenia w rachunku bieżącym, skutkujące zmniejszeniem kosztów finansowych z tytułu odsetek od kredytu. W poprzednich latach w działalności spółki występowała sezonowość, która charakteryzowała się uzyskiwaniem wyższych marż jednostkowych w II połowie roku. Pomimo, że zdaniem spółki występuje tendencja do wyrównywania się wyników osiąganych w poszczególnych kwartałach, wyżej opisana sezonowość nadal będzie występować, choć w nieco mniejszym zakresie niż w poprzednich okresach.

Wycena

W porównaniu z raportem IPO z maja 2006 roku, nie dokonaliśmy zmian w prognozach dla spółki. Jediną zmianą jest uwzględnienie niższej od naszych wcześniejszych założeń ceny emisyjnej akcji serii D na poziomie 4PLN (poprzednio 4.5PLN).

Model wyceny spółki Eurofilms metodą DCF

(mln PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	>2015
sprzedaż	124.7	146.5	149.1	188.3	196.3	202.9	205.5	244.7	255.1	257.9	
zmiana sprzedaży	25.1%	17.4%	1.8%	26.3%	4.2%	3.4%	1.3%	19.1%	4.2%	1.1%	
marża EBIT	5.2%	6.9%	7.2%	6.0%	6.2%	7.1%	7.1%	6.5%	6.3%	6.2%	
EBIT	6.5	10.1	10.7	11.4	12.2	14.5	14.6	15.9	16.0	15.9	
stopa podatkowa	11.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
amortyzacja	6.2	5.8	5.6	7.9	7.1	6.9	6.5	7.2	7.1	6.8	
inwestycje	-17.9	-1.7	-23.5	-2.5	-5.7	-4.1	-28.5	-6.6	-6.8	-6.9	
zmiana kap.obrotowego	-3.8	-3.3	-1.5	-3.8	-0.8	-0.6	-0.3	-3.8	-1.0	-0.3	
FCF	-9.7	9.0	-10.7	10.8	10.5	13.9	-10.5	9.6	12.3	12.5	170.7
zmiana FCF	-	-	-	-	-3%	33%	-	-	28%	2%	2.0%
dlug/kapitał	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
stopa wolna od ryzyka	4.47%	4.92%	5.22%	5.35%	5.40%	5.44%	5.48%	5.55%	5.59%	5.61%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
koszt długu	4.9%	4.8%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	4.9%
koszt kapitału	9.5%	9.9%	10.2%	10.4%	10.4%	10.4%	10.5%	10.6%	10.6%	10.6%	10.0%
WACC	9.0%	9.4%	9.7%	9.8%	9.9%	9.9%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	9.5%
PV (FCF)	-8.9	7.5	-8.1	7.4	6.5	7.9	-5.4	4.5	5.2	4.8	65.3
wartość DFCF (mln PLN)	87										
dlug (gotówka) netto	11.6										
wpływ z emisji akcji serii D	15.1										
wycena EUROFILMS S.A.	90.4										
liczba akcji (mln szt.)	17.02										
wycena na akcję (PLN)	5.31										
wycena na 30.VI.'06 (PLN)	5.55										

Źródło: Millennium DM

Obecna wycena metodą DCF na poziomie 5.55PLN jest nieznacznie niższa od poprzedniej 5.63PLN. Poza uwzględnieniem niższych wpływów z emisji, wpływ na obniżenie wyceny miała aktualizacja stóp wolnych od ryzyka czego nie zdołało zrekomensować przesunięcie daty wyceny z początku 2006 roku na połowę roku bieżącego.

Wycena porównawcza akcji Eurofilms S.A. do polskich odpowiedników

Spółka	P/BV 2006	EV/ EBITDA 2006P	EV/ EBITDA 2007P	EV/ EBIT 2006P	EV/ EBIT 2007P	P/E 2006P	P/E 2007P
Dębica	1.3	6.6	5.0	10.1	7.3	14.2	11.2
Kęty	2.1	10.9	8.7	15.0	11.5	16.7	13.3
Sanok	2.1	7.1	6.8	10.8	10.1	13.7	12.8
Suwałki	1.4	5.2	5.1	8.9	8.4	11.3	11.1
Śnieżka	2.5	8.9	8.0	10.7	9.6	16.1	14.6
ZTS ERG	1.7	7.9	7.2	12.4	11.3	16.2	15.2
Mediana	1.9	7.5	7.0	10.8	9.9	15.1	13.1
Wagi dla wskaźników	4%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Wycena EUROFILMS (mln PL)	71.3	89.8	115.4	64.7	103.6	78.1	97.2
Na akcję (PLN)	4.2	5.3	6.7	3.8	6.0	4.6	5.7
Wycena ważona (PLN)	5.30						

Źródło: prognozy Millennium DM, raporty spółek, ceny z dnia 02.08.2006

Wycena porównawcza daje wycenę nieznacznie niższą niż metodą DCF - 5.3PLN (w poprzednim raporcie tą metodą wycenialiśmy spółkę na poziomie 5.27PLN).

Rachunek wyników (tys. PLN)

	2003	2004	2004*	2005	2006P	2007P	2008P
przychody netto	454	39 726	91 461	99 672	124 712	146 456	149 091
koszt sprzedanych towarów i produktów	383	33 371	79 368	85 213	108 478	125 006	126 812
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	903	3 333	7 156	7 723	9 663	11 348	11 552
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-342	424	60	62	-37	-38	-40
EBITDA	-1 055	5 133	8 365	11 275	12 762	15 895	16 238
EBIT	-1 174	3 446	4 997	6 798	6 534	10 063	10 687
saldo finansowe	-288	548	869	-381	-729	-881	-524
zysk przed opodatkowaniem	-1 462	3 994	5 866	6 417	5 805	9 182	10 163
podatek dochodowy	0	135	658	239	639	1 745	1 931
zysk (strata) udziałowc.mniejszościowych	0	0	0	0	0	0	0
zysk netto	-1 462	3 859	5 208	6 178	5 166	7 437	8 232
EPS	-1.7	0.5	0.7	0.5	0.3	0.4	0.5

Bilans (tys. PLN)

	2003	2004	2004*	2005	2006P	2007P	2008P
aktywa trwałe	375	24 095	24 095	27 324	39 079	34 974	52 885
wartości niematerialne i prawne	0	66	66	139	256	214	393
rzeczowe aktywa trwałe	375	23 915	23 915	26 957	38 538	34 425	52 150
inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0
długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	114	114	228	285	335	341
aktywa obrotowe	120	25 205	25 205	25 317	33 512	51 804	38 623
zapasy	5	7 591	7 591	7 281	9 110	10 699	10 891
należności	52	17 473	17 473	17 451	21 835	25 642	26 104
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	63	25	25	148	2 020	14 821	974
krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	77	77	437	547	642	654
aktywa razem	495	49 300	49 300	52 641	72 592	86 778	91 507
kapitał własny	97	8 233	9 582	17 411	37 724	45 919	49 825
kapitał zakładowy	1 901	4 793	4 793	7 793	10 209	10 323	10 455
kapitały zapasowy i z aktualizacji wyceny	375	375	375	3 440	22 349	28 159	31 138
zysk (strata) z lat ubiegłych	-717	-794	-794	0	0	0	0
zysk netto	-1 462	3 859	5 208	6 178	5 166	7 437	8 232
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	398	41 067	39 718	35 230	34 868	40 859	41 682
rezerwy	0	1 787	1 787	1 849	2 314	2 717	2 766
zobowiązania długoterminowe	0	1 212	7 131	4 314	2 980	1 780	580
zobowiązania krótkoterminowe	61	34 812	28 893	26 149	25 923	32 074	33 972
rozliczenia międzyokresowe	337	3 256	1 907	2 918	3 651	4 288	4 365
pasywa razem	495	49 300	49 300	52 641	72 592	86 778	91 507
BVPS	0.1	1.0	1.2	1.3	2.2	2.7	2.9

Cash flow (tys. PLN)

	2003	2004	2004*	2005	2006P	2007P	2008P
wynik netto	-1 462	3 859	5 208	6 178	5 166	7 437	8 232
amortyzacja	119	1 687	3 368	4 477	6 228	5 832	5 551
zmiana kapitału obrotowego	205	-12 722	-2 784	-2 275	-3 773	-3 318	-1 457
gotówka z działalności operacyjnej	-509	-2 224	8 538	7 643	8 865	11 122	12 342
inwestycje (capex)	0	-2 657	-4 779	-7 076	-17 926	-1 677	-23 455
gotówka z działalności inwestycyjnej	4 904	-12 054	-8 920	-7 648	-17 926	-1 677	-23 455
wypłata dywidendy	0	0	0	0	0	0	-5 206
emisja akcji	0	4 278	2 682	3 000	15 147	758	880
zmiana zadłużenia	0	11 058	-685	68	-4 000	2 874	1 500
gotówka z działalności finansowej	-4 600	14 240	290	128	10 933	3 356	-2 733
zmiana gotówki netto	-205	-38	-92	123	1 872	12 801	-13 847
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30
CEPS	-1.6	0.7	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8

Wskaźniki (%)

	2003	2004	2004*	2005	2006P	2007P	2008P
zmiana sprzedaży	-	-	130.2%	9.0%	25.1%	17.4%	1.8%
zmiana EBIT	-	-	45.0%	36.0%	-3.9%	54.0%	6.2%
zmiana zysku netto	-	-	35.0%	18.6%	-16.4%	44.0%	10.7%
marża EBITDA	-	12.9%	9.1%	11.3%	10.2%	10.9%	10.9%
marża EBIT	-	8.7%	5.5%	6.8%	5.2%	6.9%	7.2%
marża netto	-	9.7%	5.7%	6.2%	4.1%	5.1%	5.5%
sprzedaż/aktywa (x)	0.9	0.8	1.9	1.9	1.7	1.7	1.6
dlug / kapitał (x)	0.6	4.4	3.8	1.7	0.8	0.7	0.7
odsetki / EBIT	-0.24	0.17	0.20	0.13	0.09	0.04	0.05
stopa podatkowa	0.0%	3.4%	11.2%	3.7%	11.0%	19.0%	19.0%
ROE	-	92.7%	58.5%	45.8%	18.7%	17.8%	17.2%
ROA	-	15.5%	10.6%	12.1%	8.3%	9.3%	9.2%
(dlug) gotówka netto (tys. PLN)	63	-10 996	-10 996	-11 558	-5 686	4 241	-11 106

* wyniki pro forma, 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
--------	--------------	---------------------------	--

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 w zakresie bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	100%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*