

ING BSK

poprzednia rekomendacja: neutralnie

neutralnie

Cena (14/08/2006)	630.0
Cena docelowa	668.7

Dodatnie saldo rezerw

Wyniki ING BSK osiągnięte w II kwartale były wyższe niż nasze oczekiwania. W tym okresie bank wypracował prawie 170 mln PLN zysku netto, wobec 122.6 mln PLN w analogicznym okresie ubiegłego roku. Wysoki przyrost zysku był jednak prawie w całości rezultatem wzrostu dodatniego salda rezerw - wyniki operacyjne wrosły jedynie nieznacznie w tym okresie, co biorąc pod uwagę dokonania innych banków rozczarowało inwestorów. Uwzględniając naszą wycenę akcji spółki oraz wciąż brak zauważalnych wzrostów wyniku operacyjnego w spółce, pozostawiamy rekomendację neutralnie na walory 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	834	509	1 672	631	396	30.4	0.0	242.6	20.7	2.6	62.0	1.2	13.5
2005	721	528	1 644	549	548	42.1	18.2	274.0	14.9	2.3	66.7	1.4	16.3
2006p	892	620	1 780	614	607	46.7	27.5	288.0	13.5	2.2	66.2	1.4	16.6
2007p	943	670	1 902	664	541	41.6	28.0	302.6	15.2	2.1	65.7	1.1	14.1
2008p	991	716	2 000	705	557	42.8	24.9	322.1	14.7	2.0	65.4	1.1	13.7

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

Ponownie brak wzrostu wyników operacyjnych

Wyniki operacyjne ING BSK osiągnięte w II kwartale bieżącego roku ukształtowały się na poziomie zbliżonym, do wypracowanych w I kwartale oraz w 2005 roku. Na tle osiągnięć konkurentów, którzy notują dwucyfrowe przyrosty wyników operacyjnych, taki rezultat rozczarowuje.

W ciągu roku o 25.5% wzrosły dochody odsetkowe (wynik zmian księgowania niektórych pozycji), o 23.5% zwiększyły się przychody z tytułu prowizji. Znacząco spadły natomiast zyski z operacji finansowych oraz z tytułu wymiany. Marża odsetkowa w ING BSK ukształtowała się na poziomie 2.25% i była nieznacznie wyższa niż w I kwartale. Słabsze niż w innych bankach przyrosty zysków wynikają z silnej aktywności banku na rynku depozytów, co zwiększa koszty odsetkowe spółki.

Spadek efektywności działania

W ciągu roku dochody banku wzrosły o 6.2%, przy zwiększeniu wydatków o 7.6%. Wynikiem tego był wzrost współczynnika koszty/dochody do poziomu 67.3% (+1.4pp w ciągu roku). Bank jest jedną z niewielu spółek sektora, gdzie obserwujemy tę negatywną tendencję.

Wzrost portfela kredytów

Tendencja wzrostu portfela kredytowego, zapoczątkowana w I kwartale została utrzymana. Wartość należności w ING BSK wzrosła o 10.5%, głównie dzięki przyrostowi kredytów wobec firm (+10%) i finansowych instytucji pozabankowych. O 5.6% wzrósł portfel należności wobec osób fizycznych. Obecnie przyrost portfela kredytów jest jednym z priorytetów działań Zarządu Banku - wyniki drugiego kwartału pokazują pierwsze sukcesy w tym zakresie, szczególnie na polu pożyczek dla ludności.

Wzrosty depozytów

Podobnie jak w poprzednich kwartałach kontynuowana była tendencja wzrostu wolumenu depozytów, aczkolwiek dynamika przyrostów powoli słabnie (+11.5% r/r wobec +16.4% r/r po I kwartale), co częściowo wynika z przechodzenia klientów na oszczędzanie w funduszach inwestycyjnych.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	710/412		
Liczba akcji (mln)	13.0		
Kapitalizacja (mln PLN)	8 196		
Kapitał własny (mln PLN)	3 725		
Free float (mln PLN)	820		
Średni obrót (mln PLN)	1.98		
Główny akcjonariusz	ING Group		
% akcji, % głosów	75.0/75.0		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	5.4	-7.9	48.3
Zmiana rel. WIG (%)	-1.1	-4.4	10.0

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Skonsolidowane wyniki ING BSK

	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Kredyty	10 179	11 243	10.5%			
Depozyty	29 560	33 063	11.8%			
Wynik odsetkowy	182	229	25.5%	327	448	36.7%
Wynik z tytułu prowizji	129	160	23.5%	253	305	20.3%
Dochody	426	453	6.2%	855	901	5.3%
Koszty	-285	-307	7.6%	-566	-609	7.5%
Wynik operacyjny	141	146	3.5%	289	292	1.1%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów	8	46	496.3%	25	94	283.6%
Zysk netto	123	170	38.5%	258	332	28.6%

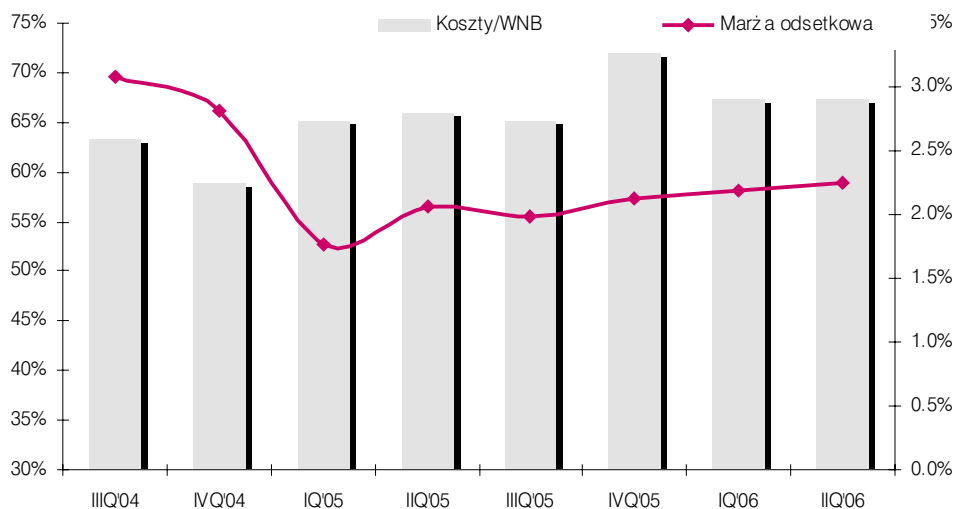
Poprawa jakości portfela kredytowego

Udział pożyczek nieregularnych w należnościach ING BSK spadł w II kwartale do poziomu 6.4% (-2.6pp r/r). W tym okresie bank rozwiązał rezerwy o wartości 46.5 mln PLN (prawie 1.8% portfela w stosunku rocznym - najwyższy wskaźnik w sektorze). Bank utrzymuje wysokie, na tle konkurentów, wskaźniki pokrycia kredytów nieregularnych (70-90% w zależności od segmentu rynku). Po wynikach II kwartału podwyższyliśmy nasz szacunek dodatniego salda rezerw na cały rok. Obecnie zakładamy roczny dodatni odpis na poziomie 1.1% wartości portfela (w 2005 roku analogiczny wskaźnik wyniósł 1.2%). Przy nieznacznym wzroście wyników operacyjnych, saldo rezerw może być główną pozycją wpływającą na wahania zysków netto w całym roku. Na kolejne lata konserwatywnie prognozujemy ujemne odpisy (0.1% - 0.35% należności rocznie).

Rekomendacja neutralnie

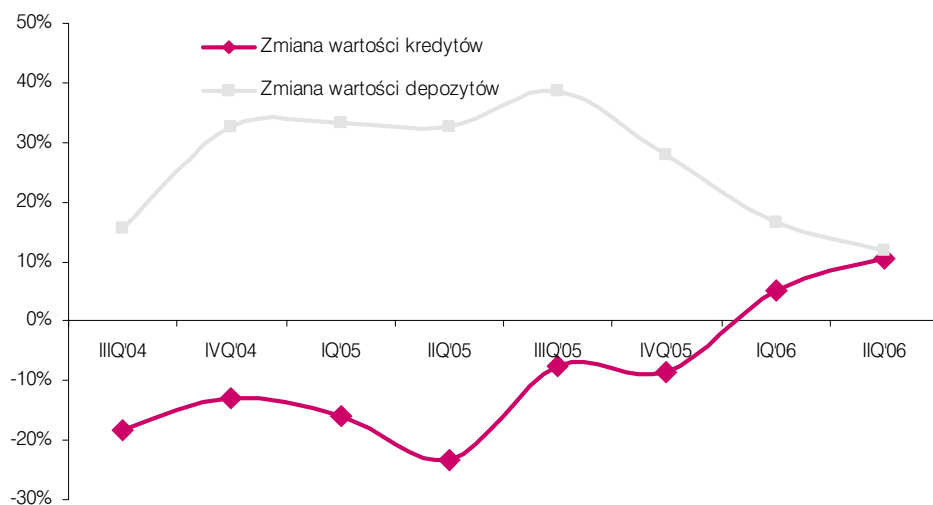
ING BSK jest kwotowany przy poziomie wskaźników P/E 2006 i 2007 na poziomie 13.5 i 15.2 przy średniej 16.8 i 16.5. Pozorne dyskonto w wycenie wynika jednak z wysokiego dodatniego salda rezerw w banku. Bez uwzględnienia tej pozycji ING BSK jest notowany z premią w stosunku do konkurentów (pod względem wskaźnika cena/wynik operacyjny bank jest kwotowany z ok. 10% premią, spółka jest nieznacznie droższa od wykazującego podobnie wysokie salda rezerw Kredyt Banku). Biorąc pod uwagę wycenę banku na tle konkurentów oraz naszą waluację spółki podtrzymujemy neutralne nastawienie do ING BSK.

Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w ING BSK

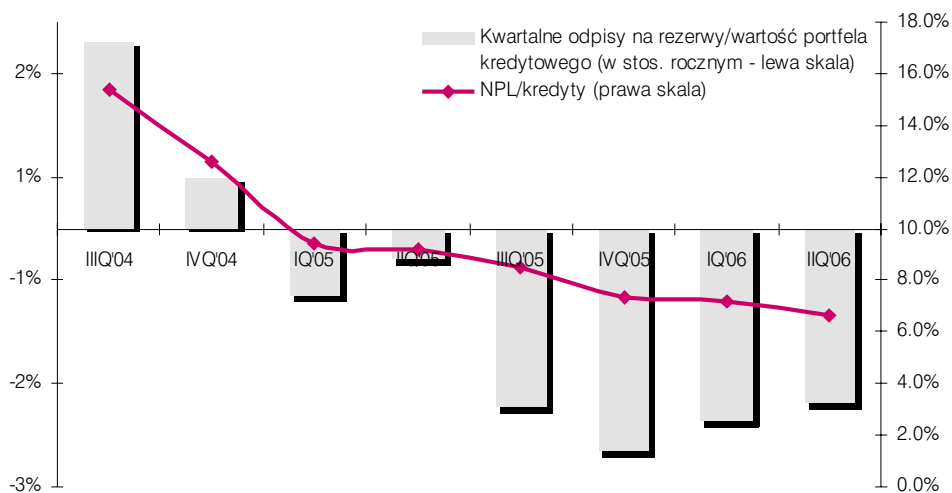


Źródło: Millennium DM

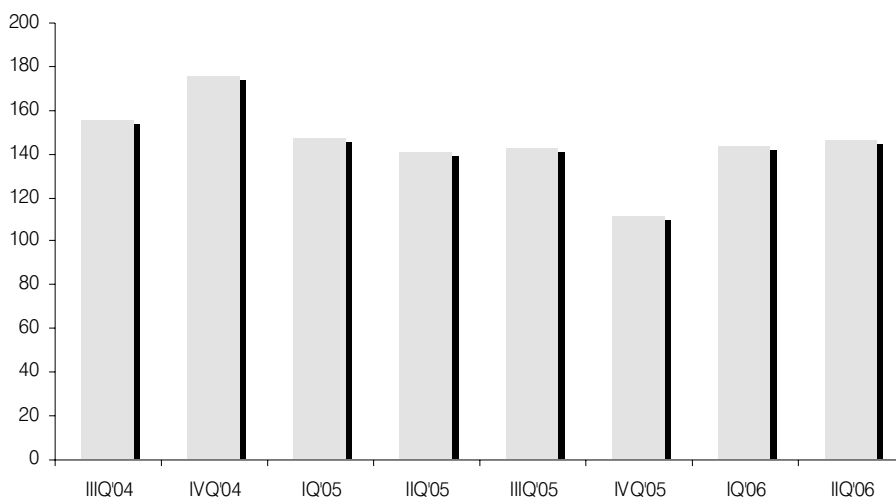
Dynamika akcji kredytowej i depozytyw w ING BSK (r/r)



Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w ING BSK



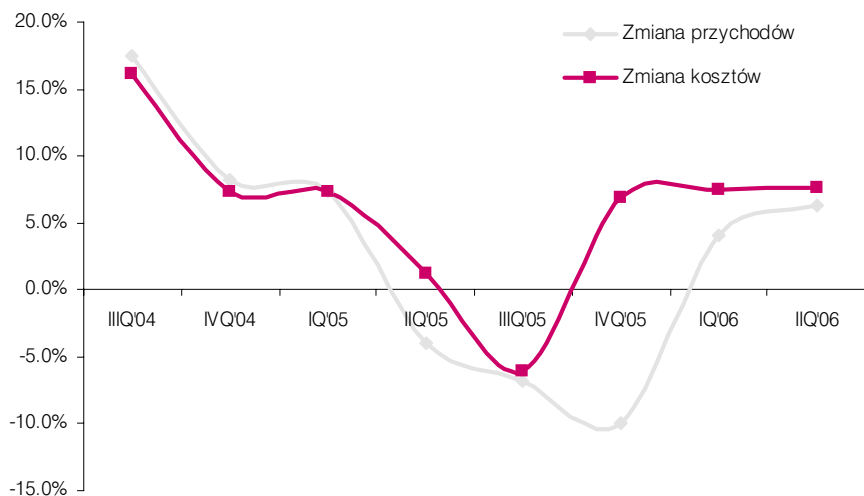
Wynik operacyjny w ING BSK (mln PLN)



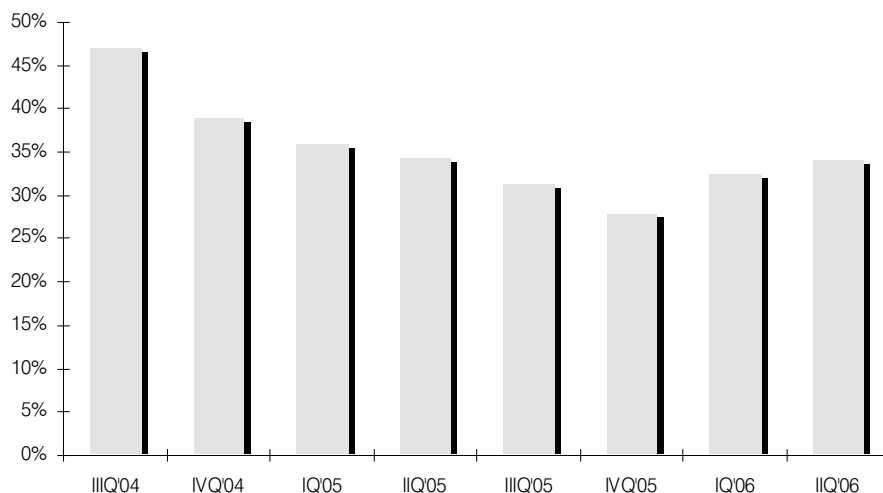
Źródło: Millennium DM

Zmiana wartości przychodów i kosztów w ING BSK (r/r)

Z uwzględnieniem pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych

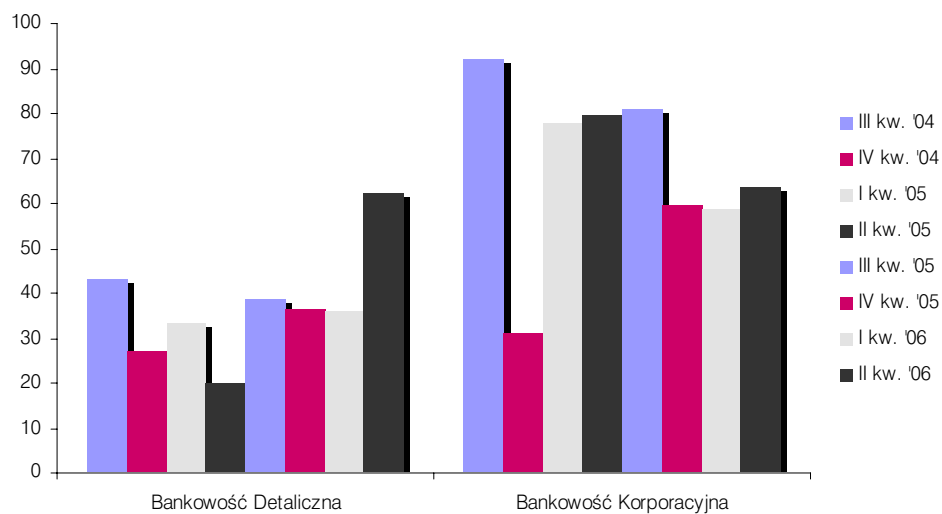


Współczynnik kredyty/depozyty w ING BSK



Podział wyników ING BSK ze względu na segmenty działalności

Wynik operacyjny bez kosztów ryzyka - mln PLN



Źródło: Millennium DM

Wycena

Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę akcji ING BŚK. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metodą ROE-P/BV oraz metodą porównawczą. Otrzymana średnia wycena wynosi 8.7 mld PLN, czyli 668.7 PLN na jedną akcję.

Podsumowanie wyceny akcji ING BŚK

Metoda wyceny	Wycena (PLN)
Metoda ROE - P/BV	639.8
Metoda porównawcza - duże banki polskie	697.7
Średnia wycena na 1 akcję	668.7

Źródło: Millennium DM

Metoda ROE-P/BV

Wartość akcji ING BŚK 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 - 27.5 PLN w 2006 roku, 60% zysku netto od 2007 roku. Nie jest wykluczone, że wysoki współczynnik wypłacalności (ok. 15.2% na koniec II kwartału 2006) bądź zyski z tytułu obniżenia poziomu rezerw będą czynnikami, który podobnie jak w 2005-2006 skłonią zarząd banku do wypłaty dywidendy w wysokości ponad 60% zysku w kolejnych latach,

Kalkulacja zdyskontowanej wartości dywidend w ING BŚK

	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)	364.2	324.5	334.1	357.7
Dywidenda za dany rok (PLN na 1 akcję)	28.0	24.9	25.7	27.5
<i>Dywidend yield</i>	4.4%	4.0%	4.1%	4.4%
Suma dywidend (PLN na 1 akcję)				106.1
Zdyskontowana wartość dywidendy (mln PLN)	336.1	274.2	257.6	251.6
Suma zdyskontowanych dywidend (mln PLN)	336.1	610.3	867.9	1119.6
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN na 1 akcję)				86.1

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 ING BSK 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 ING BSK metodą ROE-P/BV

Wycena ING BSK - metoda ROE-P/BV	
	2009p
Wartość księgowa na koniec 2009 (mln PLN)	4 475
Prognozowana stopa wzrostu dywidendy po 2009 roku	5.0%
Prognozowane ROE w 2009 roku	13.8%
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)	2.19
Wartość banku w 2009 roku (mln PLN)	9 800
Stopa dyskontowa za okres 2006-2009	9.2%
Zdyskontowana wartość banku w 2006 roku (mln PLN)	7 204
Zdyskontowana wartość dywidend w okresie 2006-2009 (mln PLN)	1 120
Wartość banku (mln PLN)	8 324
Liczba akcji (mln)	13
Wycena 1 akcji banku	639.8

Źródło: Millennium DM

Wrażliwość wyceny ING BSK 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%	543.5	510.8	482.5
	3%	580.7	539.5	504.6
	4%	634.4	579.6	534.7
	5%	718.9	639.8	578.3
	6%	870.9	740.1	646.6
	7%	1 225.5	940.7	769.7

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody ROE-P/BV, wartość ING BSK wynosi 8.3 mld PLN, czyli 639.8 PLN za jedną akcję.

Metoda porównawcza

Poniżej przedstawiamy porównanie ceny akcji ING BSK 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	12.1	11.3	10.5	13.6	14.8	13.9
Bank BPH	3.5	12.8	11.7	10.8	18.9	17.0	15.8
BRE Bank	3.1	11.9	10.3	9.5	18.7	16.0	14.7
Kredyt Bank	2.5	13.9	11.5	9.8	10.9	15.3	13.7
Pekao	3.7	13.7	13.0	12.3	18.4	17.1	16.1
Bank Zachodni WBK	4.0	12.2	11.6	10.8	17.6	16.8	15.5
PKO BP	4.3	15.4	14.2	12.9	19.7	18.4	16.9
Średnia	3.3	13.1	11.9	10.9	16.8	16.5	15.2
Mediana	3.5	12.8	11.6	10.8	18.4	16.8	15.5

Wycena przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)

Średnia	11 665	8 070	7 932	7 707	10 216	8 924	8 475
Mediana	12 505	7 850	7 713	7 579	11 158	9 095	8 629
Wagi	5%	5%	10.0%	10.0%	20%	25%	25%

Średnia ważona z wycen (mln PLN)

9 077

Wycena porównawcza na 1 akcję (PLN)

697.7

Wskaźniki banku przy aktualnej cenie akcji

ING Bank Śląski	2.3	13.3	12.3	11.6	13.5	15.2	14.7
Premia/dyskonto	-30%	2%	3%	6%	-20%	-8%	-3%

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 14 sierpnia 2006, WO - wynik operacyjny przed kosztami rezerw

Bazując na porównaniu ING BSK z notowanymi bankami giełdowymi wycena banku wynosi 9.1 mld PLN, czyli 697.7 PLN za jedną akcję. Biorąc pod uwagę jedynie wskaźniki dochodowe (P/E) bank jest notowany z nieznacznym dyskontem w stosunku do konkurentów, co wynika z niskiego salda rezerw oraz niskiej dynamiki wzrostu wolumenów kredytów w banku. **Wskaźniki oparte na wynikach operacyjnych wskazują na niewielkie przewartościowanie banku w porównaniu z konkurentami.**

Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
przychody z tytułu odsetek	1 868	1 942	2 087	2 211	2 330
koszty odsetek	1 147	1 050	1 144	1 220	1 292
wynik z tytułu odsetek	721	892	943	991	1 038
pozostałe przychody					
z tyt. prowizji	528	620	670	716	766
inne	395	268	289	292	295
wynik na działalności bankowej	1 644	1 780	1 902	2 000	2 099
wynik pozaoperacyjny	7	35	37	39	42
koszty działalności wraz z amortyzacją	1 101	1 201	1 274	1 334	1 371
wynik operacyjny	549	614	664	705	770
saldo rezerw	121	115	-16	-36	-52
zysk przed opodatkowaniem	697	757	676	697	747
podatek	137	144	129	132	142
zysk netto	548	607	541	557	596
EPS	42.1	46.7	41.6	42.8	45.8

Bilans (mln PLN)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
kasa, środki w banku centralnym	1 176	1 781	1 923	2 067	2 210
należności od instytucji finansowych	12 599	18 280	19 964	21 531	23 178
należności od klientów	9 833	11 800	12 567	13 295	14 080
papiery dłużne	17 128	13 019	14 060	15 044	16 082
majątek trwały	752	797	844	895	949
wnip	321	337	353	371	390
inne aktywa	460	483	503	525	548
aktywa razem	42 268	46 495	50 215	53 730	57 437
zobowiązania wobec banku centralnego	0	0	0	0	0
zobowiązania wobec instytucji fin.	894	2 529	3 128	3 421	3 905
zobowiązania wobec klientów	32 824	35 614	38 463	41 347	44 200
fundusze specjalne i inne pasywa	4 904	4 519	4 596	4 676	4 757
rezerwy	82	86	90	95	100
kapitał własny, w tym:	3 565	3 747	3 937	4 191	4 475
zysk netto	549	607	541	557	596
pasywa razem	42 268	46 495	50 215	53 730	57 437
BVPS	274.0	288.0	302.6	322.1	344.0

p - prognoza Millennium DM S.A.

Wskaźniki (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
DPS (PLN)	18.2	27.5	28.0	24.9	25.7
wskaźniki bilansowe					
kredyty/depozyty	30.0	33.1	32.7	32.2	31.9
kredyty/aktywa	23.3	25.4	25.0	24.7	24.5
depozyty/pasywa	77.7	76.6	76.6	77.0	77.0
kapitał własny/aktywa	8.4	8.1	7.8	7.8	7.8
marża odsetkowa					
przychody odsetkowe/sr. aktywa odsetkowe	5.1	4.7	4.7	4.6	4.5
koszty odsetkowe/sr. aktywa odsetkowe	3.2	2.5	2.6	2.5	2.5
wynik odsetkowy/sr. aktywa odsetkowe	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0
koszty odsetkowe/sr. pasywa odsetkowe	3.3	2.7	2.6	2.6	2.6
marża odsetkowa	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0
spread odsetkowy	1.8	2.1	2.0	2.0	1.9
rentowność					
wynik z tytułu odsetek/aktywa	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9
wynik z tytułu prowizji/aktywa	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
przychody/aktywa	4.3	4.1	4.0	3.9	3.9
koszty/wynik na działalności bankowej	67.0	67.5	67.0	66.7	65.3
koszty/wnb + pozostałe przychody	66.7	66.2	65.7	65.4	64.0
koszty/aktywa	2.9	2.7	2.6	2.6	2.5
odpisy na rezerwy/kredyty	-1.2	-1.1	0.1	0.3	0.4
NPL/kredyty	7.4	6.8	6.7	6.5	6.4
ROA	1.4	1.4	1.1	1.1	1.1
ROE	16.3	16.6	14.1	13.7	13.8
wskaźniki rynkowe (x)					
P/wynik operacyjny	14.9	13.3	12.3	11.6	10.6
P/E	14.9	13.5	15.2	14.7	13.7
P/BV	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8

Zmiana (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wartości aktywów	20.9	10.0	8.0	7.0	6.9
wartości kredytów	-5.5	20.0	6.5	5.8	5.9
wartości depozytów	18.8	8.5	8.0	7.5	6.9
wyniku z tytułu odsetek	-13.5	23.7	5.6	5.1	4.7
wyniku z tytułu prowizji	3.6	17.5	8.0	7.0	6.9
wyniku na działalności bankowej	-1.7	8.3	6.8	5.2	5.0
kosztów	7.0	9.1	6.1	4.7	2.7
wyniku operacyjnego	-12.9	11.8	8.1	6.1	9.2
kapitałów własnych	12.9	5.1	5.1	6.4	6.8
zysku brutto	67.0	8.7	-10.7	3.1	7.1
zysku netto	38.9	10.5	-10.9	3.0	7.1

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

Asystent

Asystent

Asystent

Sprzedż

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.

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 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
ING BSK	Neutralnie	20 lut 06	611.50
ING BSK	neutralnie	11 maj 06	690.00

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*