

Kredyt Bank

poprzednia rekomendacja: akumuluj

akumuluj

Cena (26/07/2006)	16.9
Cena docelowa	18.3

Zyskowna sprzedaż portfela kredytów

Wynik netto Kredyt Banku, wypracowany w II kwartale (208.2 mln PLN) był znacząco wyższy niż oczekiwania inwestorów. Była to jednak wyłącznie zasługa sprzedaży portfela należności nieregularnych - na tej transakcji bank zarobił ponad 130 mln PLN netto. Drugim istotnym czynnikiem wpływającym na rezultaty była praktycznie zerowa stopa podatkowa. Bez uwzględnienia tych jednorazowych wydarzeń, wyniki Kredyt Banku prezentują się już dużo mniej okazale. Mając jednak na względzie dyskonto z jakim notowany jest bank oraz możliwość dalszych zysków z windykacji podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki.

	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	635	507	1 328	322	157	0.6	0.0	5.6	29.3	3.0	76.6	0.7	14.4
2005	753	315	1 209	329	415	1.5	0.0	6.2	11.1	2.7	73.0	2.0	25.9
2006p	780	258	1 179	305	387	1.4	0.2	7.5	11.9	2.2	74.5	1.8	20.8
2007p	799	293	1 235	368	276	1.0	0.6	8.1	16.6	2.1	70.6	1.2	13.0
2008p	830	325	1 299	432	310	1.1	0.4	8.9	14.8	1.9	67.1	1.3	13.4

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

Spadek przychodów

W II kwartale bank zanotował spadek powtarzalnych przychodów operacyjnych w porównaniu z poprzednimi okresami. Główną przyczyną obniżenia przychodów był spadek wyniku odsetkowego (-4.4% r/r - skutek niższych dochodów z papierów dłużnych oraz zawężenia się marż na rynku kredytowym). Bank wypracował także niższy niż w poprzednich kwartałach wynik z tytułu prowizji (-12.3% r/r). Marża odsetkowa ukształtowała się na poziomie 4.1% i była o 0.2pp niższa niż w II kwartale ubiegłego roku. W stosunku do I kwartału bieżącego roku spadek tego wskaźnika wyniósł 0.3pp.

Niewielki wzrost kosztów działalności

Miniony kwartał przyniósł niewielki wzrost kosztów działalności w Kredyt Banku (jedynie 1.4% r/r, głównie dzięki obniżeniu się amortyzacji, wzrosty kosztów osobowych i rzeczowych wyniosły 4%). Współczynnik koszty/dochody po uwzględnieniu dochodów pozaoperacyjnych ukształtował się w I kwartale na poziomie 76.6% (wzrost o 2.5pp r/r) i był najwyższy od roku. W kolejnych okresach spodziewamy się powrotu do spadkowej tendencji tego wskaźnika, aczkolwiek oczekujemy, iż w związku z prowadzoną obecnie akcją rozbudowy sieci placówek pozostanie on w najbliższych okresach na wysokim poziomie (>70%).

Niskie saldo rezerw

Podobnie jak w poprzednich okresach, saldo rezerw w II kwartale było niewielkie i wyniosło zaledwie -4.6 mln PLN (niespełna 0.2% wartości portfela w stosunku rocznym). Sprzedaż kredytów nieregularnych sprawiła, iż ich udział w portfelu spadł w ciągu kwartału o 6.4pp do poziomu 20.8%. Równocześnie obniżył się wskaźnik pokrycia NPL do poziomu 68.6%.

Spadek wartości kredytów, wzrost depozytów

W dalszym ciągu obserwujemy spadek wolumenów kredytów w Kredyt Banku w stosunku rocznym. Wartość portfela kredytów obniżyła się w ciągu roku o 3.8% r/r, na co wpływ miała między innymi wspomniana sprzedaż NPL.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	17.85/9.95	
Liczba akcji (mln)	271.7	
Kapitalizacja (mln PLN)	4 686	
Kapitał własny (mln PLN)	1 892	
Free float (mln PLN)	515	
Średni obrót (mln PLN)	0.7	
Główny akcjonariusz	KBC Bank	
% akcji, % głosów	85.5/85.5	
	1 m	3 m
Zmiana ceny (%)	1.8	1.2
Zmiana rel. WIG (%)	-8.3	4.1
	12 m	29.1

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Skonsolidowane wyniki Kredyt Banku

	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Kredyty	10 834	10 423	-3.8%			
Depozyty	14 237	14 571	2.3%			
Wynik odsetkowy	194	186	-4.4%	367	393	7.1%
Wynik z tytułu prowizji	70	62	-12.3%	142	121	-14.5%
Dochody*	309	303	-1.9%	607	613	0.9%
Koszty	-233	-237	1.4%	-460	-461	0.2%
Wynik operacyjny	76	67	-12.0%	147	152	3.0%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów	21	-5	-122.5%	49	-9	
Zysk netto	139	208	49.8%	233	296	27.1%

*bez sprzedaży portfela kredytów

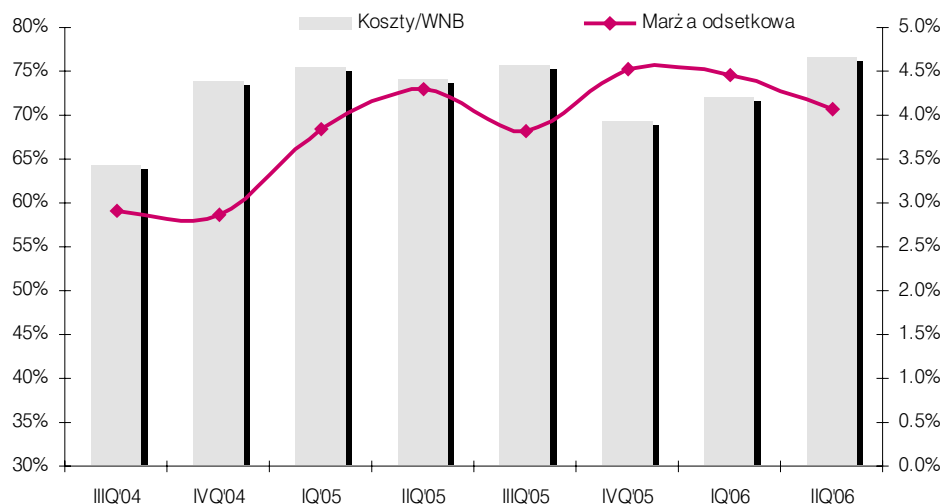
Po raz kolejny spółka odnotowała jednak przyrost portfela w stosunku kwartalnym, co pokazuje, że proces spadku wartości należności w bilansie się zakończył. Kolejny kwartał obserwujemy także wzrost poziomu lokat klientów (+2.3% r/r), zwiększa się także wartość środków zarządzanych przez TFI KB (+138% r/r). Sądzymy, że w kolejnych okresach te pozytywne tendencje zostaną utrzymane.

Pozytywne nastawienie utrzymane

II kwartał utwierdził w przekonaniu, iż pozytywne tendencje w Kredyt Banku są utrzymane, aczkolwiek tempo zmian w spółce nieco rozczarowuje. Rezultaty minionego okresu wskazują na powolne zwiększanie się bazy klientów, zarówno w segmencie detalicznym jak i korporacyjnym. Obecnie KB dość agresywnie walczy o rynek (karty kredytowe, kredyty hipoteczne) i działania te mają negatywny wpływ na rentowność spółki. Pomimo słabszych niż oczekiwaliśmy wyników operacyjnych Kredyt Banku w II kwartale nie zmieniamy naszego nastawienia do spółki.

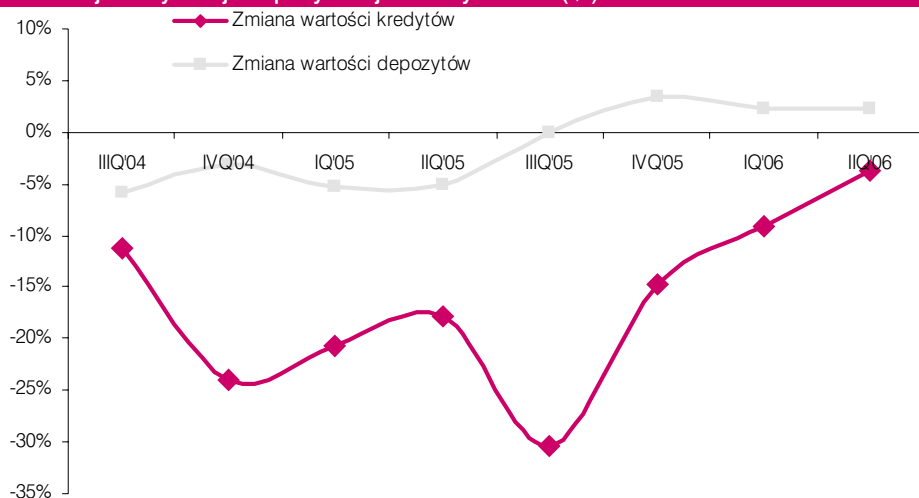
W kolejnych okresach oczekujemy przyspieszenia wzrostu wolumenów oraz dalszego rozwoju liczby placówek co korzystnie wpłynie na liczbę klientów banku. Wraz z objęciem przez działania restrukturyzacyjne kolejnych segmentów działalności w banku oczekujemy także na poprawę efektywności kosztowej spółki. Tym niemniej jednak, wyniki ostatnich okresów wskazują, iż na dojście Kredyt Banku do poziomów sprawności operacyjnej obserwowanej u konkurentów inwestorzy będą musieli jeszcze poczekać. Mając jednak na uwadze niewielkie dyskonto z którym jest notowany bank oraz dobre perspektywy na wzrost zysków w dłuższym okresie podtrzymujemy pozytywną rekomendację na akcje Kredyt Banku.

Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w Kredyt Banku

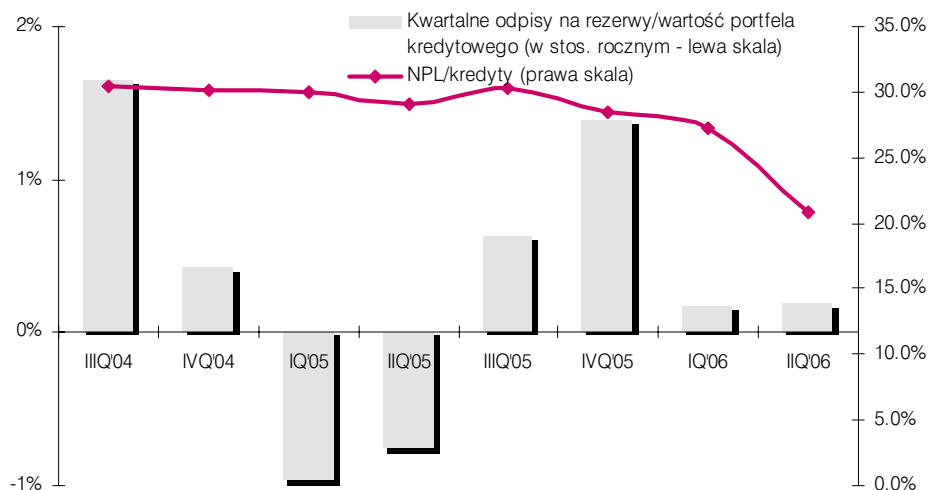


Źródło: Millennium DM

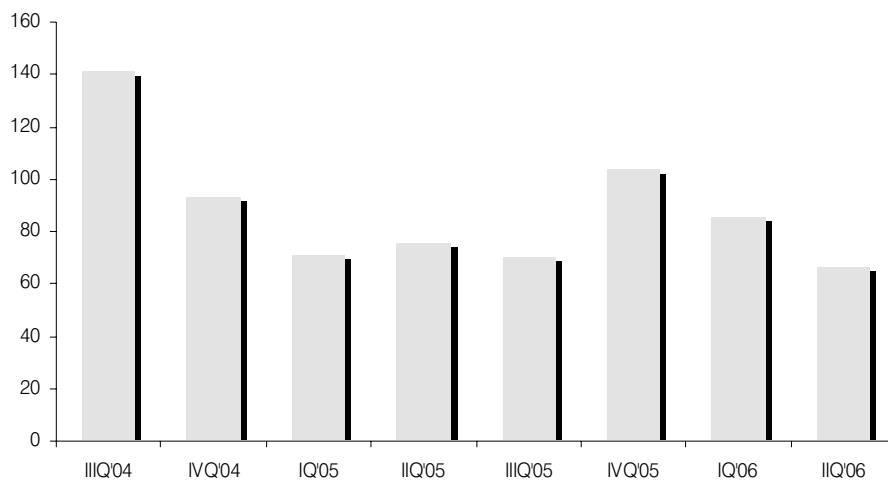
Dynamika akcji kredytowej i depozytowej w Kredyt Banku (r/r)



Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w Kredyt Banku

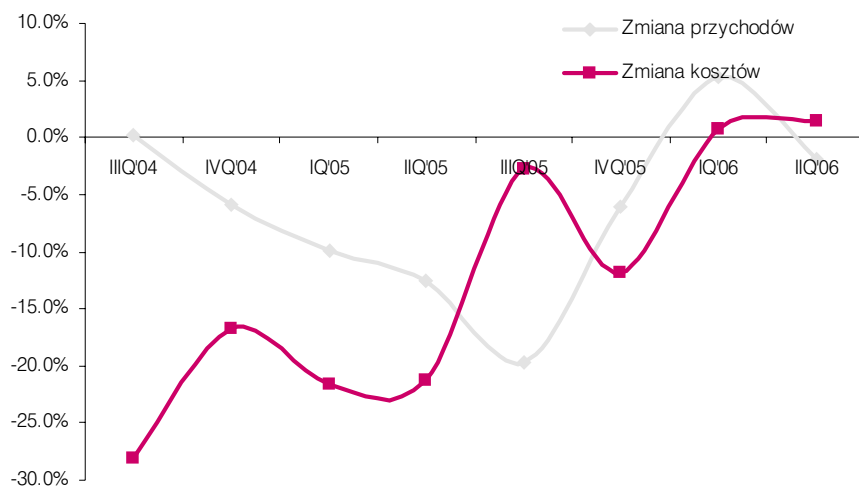


Wynik operacyjny w Kredyt Banku (mln PLN)

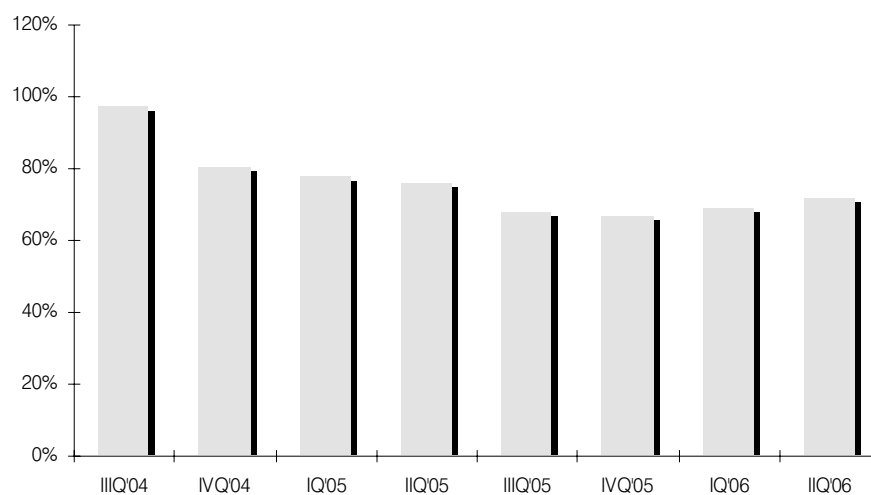


Źródło: Millennium DM

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

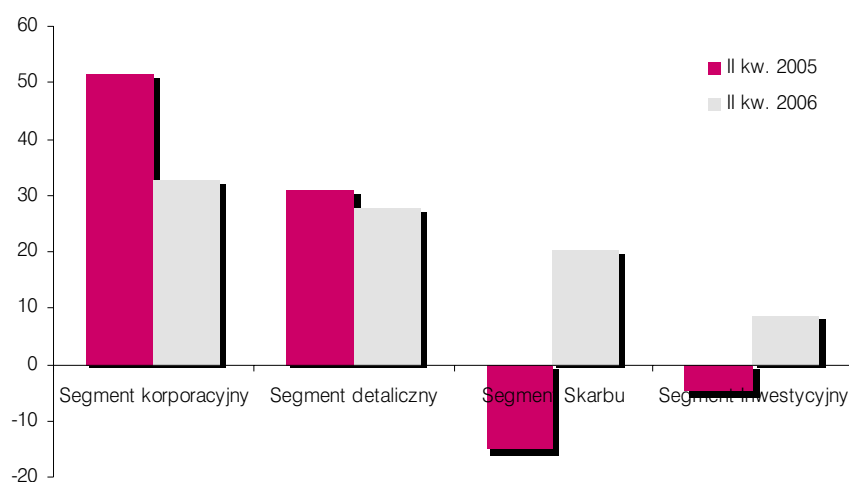


Współczynnik kredyty/depozyty w Kredyt Banku



Podział wyników Kredyt Banku ze względu na segmenty działalności

Wynik brutto - mln PLN



Źródło: Millennium DM

Wycena

Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę akcji Kredyt Banku. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metodą ROE-P/BV oraz metodą porównawczą. Otrzymana średnia wycena wynosi 5.0 mld PLN, czyli 18.3 PLN na jedną akcję.

Podsumowanie wyceny akcji Kredyt Banku

Metoda wyceny	Wycena (PLN)
Metoda ROE - P/BV	18.6
Metoda porównawcza - duże banki polskie	18.1
Średnia wycena na 1 akcję	18.3

Źródło: Millennium DM

Metoda ROE-P/BV

Wartość akcji Kredyt Banku szacujemy, sumując zdyskontowaną wartość dywidend przypadających na jedną akcję w okresie 2007-2009 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 - 40% po 2006 roku. Za 2005 rok bank niespodziewanie zapowiedział wypłatę 22 groszy dywidendy. Pokrycie całej straty z ubiegłych lat z kapitałów własnych (zamiast z zysków w kolejnych okresach) zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu stopy dywidendy już od przyszłego roku.

Kalkulacja zdyskontowanej wartości dywidend w Kredyt 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)	154.9	110.6	124.0	146.6
Dywidenda za dany rok (PLN na 1 akcję)	0.6	0.4	0.5	0.5
<i>Dywidend yield</i>	3.4%	2.4%	2.7%	3.2%
Suma dywidend (PLN na 1 akcję)				2.0
Zdyskontowana wartość dywidendy (mln PLN)	143.0	93.4	95.7	103.1
Suma zdyskontowanych dywidend (mln PLN)	143.0	236.4	332.1	435.2
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN na 1 akcję)				1.6

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 2009 roku w wysokości 4%. Przy wycenie Kredyt 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 2008 roku sprawia, że prognozę wzrostu zysków po 2009 roku w wysokości 5% można uznać za realną.

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

Wycena Kredyt Banku - metoda ROE-P/BV	
	2009p
Wartość księgową na koniec 2009 (mln PLN)	2 691
Prognozowana stopa wzrostu dywidendy po 2009 roku	5.0%
Prognozowane ROE w 2009 roku	14.3%
Prognozowana długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2009 roku	5.0%
Premia za ryzyko	4.0%
Koszt kapitału	9.0%
Prognozowane P/BV (wynikające z działalności bankowej)	2.33
Wartość banku w 2009 roku (mln PLN)	6 280
Stopa dyskontowa za okres 2006-2009	9.2%
Zdyskontowana wartość banku w 2006 roku (mln PLN)	4 617
Zdyskontowana wartość dywidend w okresie 2006-2009 (mln PLN)	435
Wartość banku (mln PLN)	5 052
Liczba akcji (mln)	272
Wycena 1 akcji banku	18.6

Źródło: Millennium DM

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

		Długoterminowa stopa wolna od ryzyka		
		4.5%	5.0%	5.5%
stopa wzrostu	wycena 1 akcji banku w PLN			
	2%	15.4	14.4	13.6
	3%	16.6	15.4	14.3
	4%	18.3	16.7	15.3
	5%	21.0	18.6	16.7
	6%	25.9	21.8	18.9
	7%	37.2	28.3	23.0

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody ROE-P/BV, wartość Kredyt Banku wynosi 5.1 mld PLN, czyli 18.6 PLN za jedną akcję.

Metoda porównawcza

Poniżej przedstawiamy porównanie ceny akcji Kredyt 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. Wynik KB skorygowano o sprzedaż NPL.

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	13.6	12.6	11.6	15.3	15.6	13.8
Bank BPH	3.6	13.2	12.0	11.0	19.5	17.6	16.2
BRE Bank	3.0	11.8	10.5	9.6	18.8	16.6	14.8
Pekao	4.3	15.5	14.6	13.9	20.9	19.3	18.0
Bank Zachodni WBK	4.4	14.7	14.3	13.3	21.1	20.1	18.8
PKO BP	4.6	16.4	15.1	13.7	21.0	19.6	18.0
Średnia	3.4	14.0	13.0	12.0	18.7	17.7	16.3
Mediana	3.6	13.6	12.6	11.6	19.5	17.6	16.2

Wycena przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)

Średnia	5 727	4 257	4 767	5 191	4 615	4 900	5 045
Mediana	6 097	4 155	4 618	5 011	4 817	4 866	5 022
Wagi	5%	5%	10.0%	10.0%	20%	25%	25%
Średnia ważona z wycen (mln PLN)							4 908

Wycena porównawcza na 1 akcję (PLN)

18.1

Wskaźniki banku przy aktualnej cenie akcji

Kredyt Bank	2.7	15.1	12.5	10.6	11.9	16.6	14.8
Premia/dyskonto	-20%	8%	-4%	-12%	-36%	-6%	-9%

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 28 lipca 2006, WO - wynik operacyjny przed kosztami rezerw

Bazując na porównaniu Kredyt Banku z notowanymi bankami giełdowymi wycena spółki wynosi 4.9 mld PLN, czyli 18.1 PLN za jedną akcję. **Biorąc pod uwagę wskaźniki dochodowe (P/E, P/WO) bank jest notowany z niewielkim dyskontem w stosunku do konkurentów**, co wynika z niestabilnego poziomu kwartalnych wyników netto oraz niższą jego jakością w porównaniu z innymi spółkami (gorsza efektywność operacyjna, niskie odpisy na rezerwy, niska efektywna stopa podatkowa częstsze niż u konkurentów zmiany zasad księgowania).

Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p
przychody z tytułu odsetek	1 409	1 430	1 476	1 564	1 659
koszty odsetek	655	650	677	734	796
wynik z tytułu odsetek	753	780	799	830	863
pozostałe przychody					
z tyt. prowizji	315	258	293	325	358
inne	141	141	142	144	145
wynik na działalności bankowej	1 209	1 179	1 235	1 299	1 367
wynik pozaoperacyjny	11	15	16	17	17
koszty działalności wraz z amortyzacją	891	889	883	883	878
wynik operacyjny	329	305	368	432	506
saldo rezerw	-9	-30	-47	-51	-55
zysk przed opodatkowaniem	321	420	320	382	451
podatek	-94	34	45	73	86
zysk netto	415	387	276	310	367
EPS	1.5	1.4	1.0	1.1	1.3

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p
kasa, środki w banku centralnym	607	767	816	874	930
należności od instytucji finansowych	2 230	3 959	4 455	4 944	5 321
należności od klientów	9 702	10 245	10 860	11 729	12 726
papiery dłużne	7 414	6 163	6 625	7 188	7 756
majątek trwały	416	441	450	464	473
wnip	111	117	123	129	135
inne aktywa	482	318	331	344	359
aktywa razem	20 962	22 010	23 661	25 672	27 700
zobowiązania wobec banku centralnego	0	0	0	0	0
zobowiązania wobec instytucji fin.	2 562	2 214	2 703	3 336	3 948
zobowiązania wobec klientów	14 534	15 333	16 330	17 473	18 608
fundusze specjalne i inne pasywa	2 107	2 342	2 350	2 360	2 372
rezerwy	78	79	79	80	81
kapitał własny, w tym:	1 681	2 043	2 199	2 423	2 691
zysk netto	415	387	276	310	367
pasywa razem	20 962	22 010	23 661	25 672	27 700
BVPS	6.2	7.5	8.1	8.9	9.9

p - prognoza Millennium DM S.A.

Wskaźniki (%)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p
DPS (PLN)	0.0	0.2	0.6	0.4	0.5
wskaźniki bilansowe					
kredyty/depozyty	66.8	66.8	66.5	67.1	68.4
kredyty/aktywa	46.3	46.5	45.9	45.7	45.9
depozyty/pasywa	69.3	69.7	69.0	68.1	67.2
kapitał własny/aktywa	8.0	9.3	9.3	9.4	9.7
marża odsetkowa					
przychody odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	7.5	7.0	6.8	6.7	6.5
koszty odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	3.5	3.1	3.0	3.0	3.0
wynik odsetkowy/śr. aktywa odsetkowe	4.0	3.9	3.8	3.6	3.5
koszty odsetkowe/śr. pasywa odsetkowe	3.8	3.6	3.5	3.5	3.5
marża odsetkowa	4.0	3.9	3.8	3.6	3.5
spread odsetkowy	3.7	3.5	3.3	3.1	3.0
rentowność					
wynik z tytułu odsetek/aktywa	3.6	3.6	3.5	3.4	3.2
wynik z tytułu prowizji/aktywa	1.5	1.2	1.3	1.3	1.3
przychody/aktywa	5.8	5.6	5.5	5.3	5.2
koszty/wynik na działalności bankowej	73.7	75.4	71.5	68.0	64.2
koszty/wnb + pozostałe przychody	73.0	74.5	70.6	67.1	63.4
koszty/aktywa	4.2	4.1	3.9	3.6	3.3
odpisy na rezerwy/kredyty	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5
NPL/kredyty	30.0	29.3	26.3	24.7	24.3
ROA	2.0	1.8	1.2	1.3	1.4
ROE	25.9	20.8	13.0	13.4	14.3
wskaźniki rynkowe (x)					
P/wynik operacyjny	13.9	15.1	12.5	10.6	9.1
P/E	11.1	11.9	16.6	14.8	12.5
P/BV	2.7	2.2	2.1	1.9	1.7

Zmiana (%)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p
wartości aktywów	-0.3	5.0	7.5	8.5	7.9
wartości kredytów	-14.6	5.6	6.0	8.0	8.5
wartości depozytów	3.4	5.5	6.5	7.0	6.5
wynik z tytułu odsetek	18.7	3.5	2.5	3.8	4.1
wyniku z tytułu prowizji	-37.9	-18.1	13.8	10.9	10.1
wyniku na działalności bankowej	-9.0	-2.5	4.8	5.2	5.2
kosztów	-15.6	-0.2	-0.7	0.0	-0.6
wyniku operacyjnego	2.3	-7.4	20.6	17.6	17.1
kapitałów własnych	10.8	21.5	7.7	10.2	11.1
zysku brutto	81.4	30.7	-23.7	19.2	18.3
zysk netto	164.5	-6.6	-28.6	12.2	18.2

p - prognoza Millennium DM S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

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

Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,
handel

Michał Buczyński

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

Analityk

telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Piotr Her

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

Analityk

media, hotele, motoryzacja,
przemysł spożywczy, budownictwo

Adam Zajler

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

Analityk

informatyka, Internet

Łukasz Hejak

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

Asystent

Radosław Łukaszczyk

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

Asystent

Łukasz Kołaczkowski

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

Asystent

Sprzedż

Radosław Zawadzki

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

Dyrektor

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

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 sprawdzą 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
Kredyt Bank	Akumuluj	16 lut 06	14.25
Kredyt Bank	Akumuluj	4 maj 06	17.20

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*