

27 kwietnia 2011

Komentarz specjalny

**Banki**

Polska

Iza Rokicka
(48 22) 697 47 37
Iza.Rokicka@dibre.com.pl

Millennium

BIGW.WA; MIL PW

Redukuj

(Niezmieniona)

Zysk netto za 1Q11 poniżej oczekiwań**Obecna cena: 5,74 PLN, Cena docelowa: 5,10 PLN**

Millennium zaraportował wstępne wyniki za 1Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 101 mln PLN, co okazało się wynikiem o 7% gorszym od naszej prognozy (108 mln PLN) oraz 10% gorszym od oczekiwań rynkowych (113 mln PLN). Powodem negatywnego zaskoczenia był bardzo słaby wynik handlowy w konsekwencji negatywnej wyceny swapów. W naszej opinii wyniki są lekko rozczarowujące z powodu spadających przychodów Q/Q (o 7%), i nawet pomimo poprawiającego się Q/Q salda rezerw (-17%). Ponieważ po 1Q bank wykonał 23% naszej całorocznej prognozy zysku netto na 2011 na poziomie 447 mln PLN, uważamy ją za realistyczną. Millennium notowany jest na wskaźniku 2011 P/E na poziomie 15,6x, czyli z 8% premią do spółek porównywalnych.

Tylko płaski wynik odsetkowy

Wynik odsetkowy (łącznie ze swapami) wyniósł tylko 273 mln PLN, czyli nieznacznie spadł Q/Q. Oznacza to, że marża odsetkowa była utrzymana na płaskim poziomie Q/Q (2,35%), pomimo środowiska mocno rosnących rynkowych stóp procentowych w 1Q 2011. Ponadto zarówno saldo kredytów jak i depozytów spadło nieznacznie Q/Q o 1%. Spadek kredytów wynika z umocnienia się PLN względem CHF Q/Q co wpłynęło negatywnie na portfel kredytów hipotecznych. Obniżenie się salda depozytów jest skutkiem odpływu oszczędności przedsiębiorstw (o 4% Q/Q), po sezonowo mocnym 4Q.

Poprawa wyniku prowizyjnego Q/Q wynika z sezonowo mocnych przychodów prowizyjnych

Wynik prowizyjny wyniósł 150 mln PLN i wzrósł o 3% Q/Q oraz o 1% R/R. Zwracamy uwagę, że Millennium zwyczajowo wykazuje w 1Q sezonowo wysokie przychody z ubezpieczeń. W tym roku bonus ten wyniósł ok. 5 mln PLN, podczas gdy rok wcześniej ok. 15 mln PLN.

Słaby wynik handlowy z powodu negatywnej wyceny swapów

Wynik handlowy był bardzo słaby i wyniósł tylko 18 mln PLN (-64% Q/Q). Wynika on z negatywnej wyceny swapów, która wyniosła ok. 20 mln PLN względem pozytywnej wyceny w 4Q 2010 w wysokości ok. 15 mln PLN. Wynik z tytułu wymiany wyniósł 40 mln PLN i poprawił się o 14% Q/Q.

Podsumowanie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q11	4Q10	Q/Q	1Q10	R/R	1Q11P	Różnica
Wynik odsetkowy	273	275	-1%	233	17%	275	-1%
Wynik z prowizji	150	146	3%	148	1%	149	1%
Wynik handlowy	18	50	-64%	41	-55%	25	-28%
Przychody z działalności bankowej	441	470	-6%	422	5%	449	-2%
Pozostałe przychody operacyjne netto	-2	2	+/-	2	+/-	2	+/-
Przychody ogółem	439	472	-7%	423	4%	451	-3%
Koszty osobowe	-134	-135	-1%	-122	9%	-135	-1%
Amortyzacja	-17	-20	-15%	-19	-10%	-20	-15%
Pozostałe koszty administracyjne	-122	-131	-7%	-113	8%	-120	2%
Koszty ogółem	-273	-286	-5%	-255	7%	-275	-1%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	166	186	-10%	169	-1%	175	-5%
Saldo rezerw	-37	-45	-17%	-83	-55%	-40	-7%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	0	+/-	0	+/-	0	+/-
Zysk brutto	129	141	-9%	85	51%	135	-4%
Podatek dochodowy	-28	-29	-4%	-17	62%	-27	4%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	+/-	0	+/-	0	+/-
Zysk netto	101	112	-10%	68	49%	108	-7%
Kredyty netto	36 358	36 793	-1%	33 006	10%	36 982	-2%
Aktywa ogółem	45 963	46 984	-2%	45 278	2%	46 756	-2%
Depozyty	35 725	36 066	-1%	33 136	8%	35 730	0%
Kapitały własne	4 009	4 091	-2%	3 913	2%	4 199	-5%

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Koszty operacyjne spadły Q/Q zgodnie z oczekiwaniami

Koszty operacyjne wyniosły 273 mln PLN i spadły zgodnie z oczekiwaniami o 5% Q/Q po sezonowo mocnym 4Q. Poprawa Q/Q była widoczna przede wszystkim w kosztach rzeczowych (-7% Q/Q).

Z powodu silniejszego spadku przychodów (o 7% Q/Q) niż kosztów (-5% Q/Q), wskaźnik kosztów/dochodów pogorszył się Q/Q o 150pb do 62,1%.

Spadające saldo rezerw Q/Q, koszt ryzyka na bardzo niskim poziomie 41pb

Po bardzo dobrym 4Q 2010, saldo rezerw spadło o 17% Q/Q do 37 mln PLN. Oznacza to, że koszt ryzyka wyniósł tylko 41pb (-8pb. Q/Q). Spadek salda rezerw zanotował zarówno segment korporacyjny (-28% Q/Q), jak i segment detaliczny (-10% Q/Q).

Millennium zanotował poprawę jakości portfela kredytowego. Udział kredytów z utratą wartości obniżył się o 20pb. Q/Q do 5,6% w wyniku spadku o 5% Q/Q kredytów z utratą wartości. Spadek ten wynika w całości z poprawy sytuacji w segmencie korporacyjnym, w którym udział kredytów z utratą wartości obniżył się o 160pb. Q/Q do 13,8%. Jakość kredytów hipotecznym jest na stabilnym poziomie Q/Q (0,9%), a jakość kredytów pozostałych detalicznych nadal się pogarsza (+120pb. Q/Q do 16,0%).

W wyniku spadającego salda kredytów z utratą wartości, wskaźnik pokrycia (kredytów z utratą wartości przez rezerwy) poprawił się Q/Q do 57% z 54% na koniec 2010 roku.

Współczynnik wypłacalności na wysokim poziomie, pomimo negatywnej wyceny swapów przez kapitały

Na koniec 1Q 2011 współczynnik wypłacalności wyniósł 14,8%, a współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) wyniósł 12,7%. Oznacza to, że oba współczynniki poprawiły się o 40pb. Q/Q.

Zwracamy uwagę, że poziom kapitałów własnych spadł o 82 mln PLN Q/Q do 4 009 mln PLN. W przeważającej części za ten spadek odpowiada dywidenda za 2010, w sumie 121 mln PLN. Oznacza to, że przyrost kapitałów własnych Q/Q po wykluczeniu wpływu dywidendy wyniósł tylko 39 mln PLN względem 101 mln PLN zysku netto. Za tą różnicę odpowiada negatywna wycena swapów odniesiona bezpośrednio w kapitały własne.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Wafama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje KRUK.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.