



10 listopada 2009

Aktualizacja raportu

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	4,19 PLN
Cena docelowa	4,96 PLN
Kapitalizacja	3,6 mld PLN
Free float	1,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	11,73 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Banco Comercial Portugues SA	65,51%
AVIVA PTE	6,48%
pozostali	28,01%

Strategia dotycząca sektora

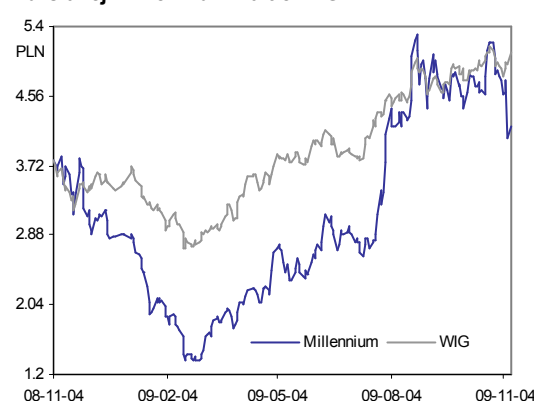
Powrót płynności na rynki finansowe obniża koszt finansowania mając wpływ na rynek pieniądza hurtowego i skłonność banków do pozyskiwania drogiej depozytów. Umocnienie złotówki wspiera relacje kredyty/depozyty, poprawia współczynniki kapitałowe banków, ogranicza udział kredytów walutowych w portfelach i zmniejsza ryzyko odpisów na walutowych kredytach hipotecznych w przyszłości (LTV). Banki jednocześnie ograniczają akcję kredytową i są beneficjentami rosnącego portfela depozytów.

Profil spółki

Millennium należy do pierwszej dziesiątki banków uniwersalnych w Polsce. Jego działalność skoncentrowana jest na klientach detalicznych (68% bazy depozytowej i 74% kredytowej). Wskaźnik kredyty/depozyty po 3Q09 sięgał 111%, a skonsolidowany współczynnik wypłacalności był na poziomie 11,4%. Nowa strategia na lata 2010–2012 zakłada konsolidację udziałów rynkowych po stronie detalu i zwiększenie ekspozycji na segment korporacyjny.

Ważne daty

03.12.09 — NWZA ma zdecydować o emisji
19.01.10 — proponowany dzień prawa poboru

Kurs akcji Millennium na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Millennium

BIGW.WA; MIL.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Emisja pomoże dalej rosnać?

Strata netto na poziomie 87 mln PLN w 3Q09 (66 mln PLN po trzech kwartałach br.) oraz ogłoszenie emisji z prawem poboru w celu pozyskania 1 mld PLN kapitału negatywnie zaskoczyły rynek. Uważamy, że bank nie potrzebuje dodatkowych kapitałów, aby zrealizować nasze prognozy wyników finansowych. Jest to spójne z deklaracjami banku towarzyszącymi emisji, które kładą nacisk na fakt, że nowe kapitały posłużą istotnemu wzmocnieniu pozycji rynkowej. Przy emisji nie ma mowy o ewentualnych nadzwyczajnych stratach. Utworzenie rezerw znacznie przekraczających nasze prognozy uważamy za mało prawdopodobne. Uważamy, że bank nie osiągnie w 2012 roku ROE na poziomie 15%. Musiałoby to oznaczać poprawę rentowności aktywów większą niż zakładamy w naszych prognozach. Wskaźnik koszty/dochody poniżej 60% zostanie zrealizowany. Obniżamy naszą cenę docelową do poziomu 4,96 PLN/akcję (5,3 PLN/akcję poprzednio) ze względu na korektę prognoz wyników. Uważamy, że wycena na poziomie 1,3xBV'09 reprezentuje nieuzasadnione dyskonta, nawet w obliczu ogłoszonej emisji. Nasza cena docelowa dla Banku Millennium wyznacza P/BV'09 na poziomie 1,5, co i tak daje prawie 20% do mediany dla pozostałych banków. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Rewizja prognoz długoterminowych

Słabe wyniki 3Q09 skłoniły nas do rewizji prognoz długoterminowych. Uważamy, że skala strat jaką zrealizował bank w kwartale, uniemożliwi mu wyjście na dodatnie rezultaty w całym 2009 roku. Jednocześnie zakładamy wyższe odpisy kredytowe (podnosimy koszty ryzyka z 1,1% do 1,3% kredytów netto na lata 2009 – 2010). Podnosimy również poziom wydatków o 4,5% w długim terminie (naszym zdaniem bank osiągnął już maksimum potencjalnych oszczędności na bazie kosztowej). Ma to wpływ na spadek długoterminowych prognoz w Banku Millennium, średnio o 4 – 5% rocznie. W naszych prognozach wskaźnik kosztów do dochodów na koniec 2012 roku sięga 59,5%, co spełnia założenia strategii. Jednocześnie oczekujemy ROE na koniec 2012 roku na poziomie 13,7%, czyli poniżej celu 15%. Nasza prognoza opiera się na istniejącej bazie kapitałowej banku i istniejącej liczbie akcji. Zakładamy tym samym, że nowe kapitały w przyszłości staną się źródłem takiej samej rentowności jak istniejąca baza kapitałowa.

Czarny scenariusz naszym zdaniem nie zostanie zrealizowany

Spisanie około 1 mld PLN na poczet kosztów ryzyka (ponad prognozowane przez nas 882 mln PLN w ciągu dwóch lat), przy konserwatywnym założeniu wskaźników pokrycia dla nowych NPL na poziomie 70%, przekładałoby się na wzrost wskaźnika NPL/kredyty brutto do poziomu 13% na koniec 2010 (prognoza dla sektora 10%). Oznaczałoby to, że Bank Millennium ma znacznie gorszy profil ryzyka niż cały sektor, tym bardziej, że 66% jego kredytów stanowią kredyty hipoteczne (34% w sektorze).

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	820	1 181	709	964	1 009
Marża odsetkowa	3,0%	3,0%	1,5%	2,1%	2,1%
WNDB	1 648	1 827	1 401	1 674	1 759
Zysk operacyjny*	651	657	377	634	676
Zysk brutto	585	522	-53	189	514
Zysk netto	462	413	-43	153	416
ROE	19,5%	15,5%	-1,5%	5,4%	13,3%
P/E	7,7	8,6	-	23,2	8,6
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1
D/PS**	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* przed kosztami rezerw; **dywidenda za dany rok, wypłacana w roku następnym

Strategia

- Uważamy, że bank nie osiągnie w 2012 roku ROE na poziomie 15%. Musiałoby to oznaczać poprawę rentowności aktywów większą niż zakładamy w naszych prognozach. Wskaźnik koszty/dochody poniżej 60% zostanie zrealizowany. Uważamy, że na tle innych banków nie jest to założenie bardzo ambitne, a wyraża tylko chęć efektywnego zarządzania bankiem.
- Po części brak realizacji celów wynika z bardzo ambitnych naszym zdaniem założeń w zakresie wzrostu wolumenów w banku. CAGR'12/09 dla depozytów detalicznych musiałby osiągnąć dynamiki dwucyfrowe. Bazując na naszym scenariuszu budowy wolumenów przez sektor bankowy w ciągu kolejnych trzech lat (CAGR'12/09 dla sektora 11%), wyznacza to CAGR'12/09 dla Banku Millennium rzędu prawie 18%. Przy braku wzrostu depozytów w tak szybkim tempie, niższe będą również przyrosty portfela kredytów, gdyż jednym z kluczowych elementów strategii jest zrównoważony wzrost wolumenów, tak aby wskaźnik kredyty/depozyty nie przekroczył 105%.
- Uważamy, że taka komunikacja z rynkiem wskazuje na oczekiwanie poprawy sytuacji na rynku bankowym. W przypadku pojawienia się strat kredytowych (konsumujących pozyskany kapitał), bank nie będzie w stanie zrealizować strategii nawet częściowo.

Ogłoszona strategia wyznacza dość ambitne cele przed zarządem banku. Celem jest osiągnięcie ROE na poziomie 15% na koniec 2012 roku, przy wskaźniku koszty/dochody na poziomie poniżej 60% oraz współczynnika wypłacalności znacznie przekraczającym wymogi regulacyjne (w prezentacji podano 11% na koniec 2012 roku). O ile wskaźnik koszty/dochody jest tylko celem wyrażającym chęć utrzymania efektywnego zarządzania bankiem (realny cel), to wskaźnik ROE, biorąc pod uwagę planowane podniesienie kapitału wyznacza dość ambitne cele przed zarządem.

Na koniec 3Q09 bank miał 2,7 mld PLN kapitałów własnych. Przy takich kapitałach zysk netto (zakładamy, że podnosi on poziom kapitału o kwotę zrealizowanego zysku) musiałby sięgnąć około 440 mln PLN. Jeśli dorzucimy do kapitału kwotę emisji (1 mld PLN), to minimalny zysk netto musiałby sięgnąć 600 mln PLN. Taka analiza nie przewiduje jednak generowania przez bank zysków w latach 2010 – 2011, co jest naszym zdaniem pesymistycznym założeniem. Jest to możliwe, jeśli bank ma w zanadru jeszcze kolejne straty na kredytach, które będą obniżały poziom kapitałów przed 2012 rokiem. Jeśli poziom kapitałów nie wzrośnie, to 600 mln PLN zysku netto w 2012 roku, przekłada się na EPS'12 (zakładając pełne rozwodnienie o 425 mln akcji) na poziomie 0,47 PLN i wyznacza wskaźnik P/E (cena 4,2 PLN/akcję) na poziomie 9. Na tle naszych wycen docelowych dla naszych banków i prognozowanych zysków netto na 2012 rok dla konkurencji jest to naszym zdaniem wycena neutralna, gdyż średnie P/E'12 dla pokrywanych banków przy cenach docelowych daje wskaźnik w okolicach 9.

Kluczem jest określenie jak zyski lat 2010 – 2011 będą wpływać na budowę kapitału. Uważamy, że wypłata dywidendy z zysków w okresie strategii nie jest brana pod uwagę (zmieniamy w modelu założenie wypłaty dywidendy, przesuwamy rok pierwszej wypłaty z zysków za 2012 rok, na zyski za 2013 rok). Zakładając, że skumulowany zysk za lata 2010 – 2011 sięgnie 600 mln PLN (mniej więcej nasza aktualna prognoza dla lat 2010 – 2011 i ostatniego kwartału 2009), to aby wygenerować ROE na poziomie 15%, minimalna kwota zysku musiałaby przekroczyć 700 mln PLN.

Jak bank zamierza osiągnąć te cele?

Bank Millennium przewiduje zrównoważony wzrost poprzez zwiększanie zarówno depozytów jak i kredytów na swoich kluczowych rynkach: detalicznym i przedsiębiorstw. Utrzymywany przez bank wskaźnik kredyty/depozyty ma nie przekraczać 105%. Wzrost ten będzie oparty na istniejącej sieci około 480 oddziałów detalicznych i 30 centrów biznesowych zlokalizowanych w całej Polsce. Celem Grupy jest konsolidacja udziału w rynku detalicznym na poziomie około 7% i w rynku przedsiębiorstw na poziomie około 5% do roku 2012. Ma to zagwarantować mu miejsce w pierwszej piątce banków w Polsce.

Segment detaliczny

Celem jest zwiększenie liczby klientów do 1,5 mln (1,1 mln obecnie), wzrost udziału w rynku depozytów detalicznych z obecnych 6% do 7%, wzrost udziałów rynkowych funduszy inwestycyjnych do około 5%, udział w nowej produkcji kredytów hipotecznych na poziomie 6%. Bez odpowiedzi pozostaje kwestia segmentu detalicznego (kredyty gotówkowe, karty kredytowe). Jednak skoro mowa o konsolidacji w segmencie detalicznym w okolicach 7%, to

podobnie musi być również w tym obszarze. Być może, ze względu na bardziej konserwatywne podejście do oceny ryzyka kredytowego jakie prezentuje obecnie bank, będzie on niższy niż w innych segmentach.

Obecnie bank ma około 6% udziałów w rynku depozytów detalicznych, od początku tego roku udział w produkcji nowych kredytów hipotecznych wynosił zaledwie 1,9%, a udział w rynku funduszy inwestycyjnych sięgał 3,2%.

Sieć placówek jaką dysponuje bank (480 placówek obsługujących klientów detalicznych + 30 centrów komercyjnych), stanowi czwartą co do wielkości sieć w kraju. Udział procentowy w całkowitej liczbie placówek w sektorze nie jest miarodajny ze względu na różny charakter sieci jakimi dysponują banki. Ogółem na koniec czerwca 2009 w Polsce było 15017 placówek bankowych, z czego 6398 były to oddziały, a 8619 tzw. „pozostałe”. W ramach „pozostałych” są umieszczane również punkty tj. agencje, co nie stanowi pełnej placówki bankowej.

Bazując na naszym scenariuszu dla rynku detalicznego (CAGR'12/09 na kredytach w segmencie na poziomie 7%, dla depozytów 10%), Bank Millennium zwiększając wolumeny wg podanej strategii, zwiększy wolumeny kredytów detalicznych o 5% (tracąc udziały w rynku kredytów hipotecznych) i aż o 18% będzie zwiększał wolumeny depozytów detalicznych. Uważamy, że plan zwiększania bazy depozytów detalicznych w takim tempie będzie trudny do zrealizowania. Planowany wzrost w kredytach da bankowi udziały w rynku kredytów ogółem na poziomie około 6%.

Analiza założeń ze strategii dla segmenty detalicznego na tle scenariusza rynkowego DI BRE

	3Q09	rynek, IX'09	udział	cel	2012P rynek	portfel Millennium	CAGR'12/09	udziały w 2012P
kredyty netto	25 024	408 044	6,1%		500 535	29 156	5,2%	5,8%
kredyty hipoteczne**	22 163	215 759	10,3%		293 759	25 823	5,2%	8,8%
kredyty konsumpcyjne*	2 861	192 286	1,5%		206 776	3 333	5,2%	1,6%
depozyty	20 865	364 687	5,7%	7%	487 608	34 133	17,8%	7,0%

Źródło: DI BRE Banku, Bank Millennium, NBP

** zakładamy stopniowy wzrost udział w bieżącej sprzedaży z 3% do 6%

* dla pozostałych kredytów detalicznych zakładamy średnioroczny wzrost na poziomie wzrostu kredytów detalicznych

Segment korporacyjny

Bardzo ambitne plany bank ma w stosunku do segmentu korporacyjnego. Chce zwiększyć udział w rynku kredytów korporacyjnych z 3% obecnie do około 5%. Nie powiedziano nic na temat docelowych udziałów w segmencie depozytów korporacyjnych. Na potrzeby analizy zakładamy utrzymanie się ich na poziomie około 4%, jaki bank ma obecnie. Podsumowanie naszego wyobrażenia planów Millennium przedstawia poniższa tabela. Scenariusz rynkowy jest niezmienny w relacji do ostatniego raportu na temat segmentu korporacyjnego (24 sierpnia).

Analiza założeń ze strategii dla segmenty korporacyjnego na tle scenariusza rynkowego DI BRE

	3Q09	rynek, IX'09*	udział	cel	2012P rynek*	portfel Millennium	CAGR'12/09	udziały w 2012P
kredyty netto	8 679	267 334	3,2%	5%	315 120	15 756	22,0%	5,0%
depozyty	9 805	234 656	4,2%	4,2%	297 936	12 449	8,3%	4,2%

Źródło: DI BRE Banku, Bank Millennium, NBP

* depozyty segmentu przedsiębiorstw oraz segmentu „pozostałe” (w tym m.in. samorządów)

Razem

Bank oczekuje dość szybkiego przyrostu portfela depozytów. Uważamy, że nie zostanie to zrealizowane. W kwestii kredytów taki scenariusz można uznać za realny, gdyż bank już raz udowodnił, że o ile może pozwolić sobie na sprzedaż kredytów, to jego siły sprzedażowe realizują zadania.

Podsumowanie założeń ze strategii na tle scenariusza rynkowego DI BRE

	Wolumeny w Millennium	CAGR'12/09 bank	CAGR'12/09 sektor
kredyty/depozyty	96,4%		
kredyty netto 2012	44 912	10,0%	6,5%
depozyty 2012	46 582	14,9%	9,4%

Źródło: DI BRE Banku, Bank Millennium

Uważamy, że bank tylko częściowo zrealizuje te cele. Naszym zdaniem ROE jakie bank będzie generował w 2012 roku sięgnie niespełna 14%, czyli nowy kapitał będzie źródłem takiej samej rentowności jak zakładaliśmy poprzednio. W naszych długoterminowych prognozach, na bazie których sporządziliśmy wycenę nie zawierają włączenia emisji. Parametry te uwzględnimy po ogłoszeniu ostatecznej ceny emisyjnej oraz planowanego rozwodnienia.

Uważamy, że bank jest w stanie zrealizować podobną skalę rentowności kapitałów własnych jaką prognozowaliśmy do tej pory.

Emisja

Założenia emisji

Bank ogłosił plan podniesienia kapitałów własnych maksymalnie o kwotę 1 mld PLN przy emisji maksymalnie 425 mln PLN nowych akcji. W emisji z prawem poboru weźmie udział inwestor strategiczny, BCP, który ma 65,5% udziałów w Banku Millennium. W celach emisyjnych podkreślane jest silne zaangażowanie i wsparcie inwestora strategicznego. Głównym celem emisyjnym deklarowanym przez bank, jest wsparcie ambitnego wzrostu biznesu wyznaczonych przez nowe cele średnioterminowe i finansowanie planu inwestycyjnego na kolejne 3 lata. Planowana emisja podniesie współczynnik wypłacalności o około 300 pb. (na 3Q09 skonsolidowany współczynnik wypłacalności wynosił 11,43%).

Bank zwołał jednocześnie NWZA na 3 grudnia 2009, które ma podjąć odpowiednie uchwały w kwestii podwyższenia kapitału. Wymienione w uchwałach kwoty i liczba akcji są kwotami docelowymi. Do ostatecznych uchwał nie poznamy końcowych parametrów emisji. Proponowanym dniem ustalenia prawa poboru jest 19 stycznia 2010. Zakończenie emisji nastąpi zatem przed końcem 1Q10.

Emisja maksymalnej ilości nowych akcji (50% istniejących akcji, 33% liczby akcji po emisji) i pozyskanie 1 mld PLN wyznacza cenę emisyjną na poziomie 2,35 PLN/akcję. Obecna wartość księgowa w przeliczeniu na akcję wynosi 3,18 PLN/akcję. Uważamy, że skala rozwodnienia może okazać się niższa. Pozyskanie 1 mld PLN przy cenie emisyjnej na poziomie obecnej wartości księgowej oznacza emisję około 315 mln akcji.

Z perspektywy akcjonariusza posiadającego obecnie akcje Millennium cena emisyjna ma neutralne znaczenie. Ważne są perspektywy wzrostu w latach kolejnych i potencjał do generowania zysków w przyszłości.

Emisja akcji w Banku Millennium może stanowić początek serii emisji innych banków. Ogłoszenie emisji już teraz, mimo że kondycja banku nie wymaga na obecną chwilę dokapitalizowania, uzasadniane jest przez bank również antycypacją prawdopodobnych posunięć innych banków w tym zakresie. Może to oznaczać, że w przypadku niektórych graczy podobne wiadomości dopiero przed nami. Uzasadnieniem może być jednak również oczekiwanie wzmocnienia wymogów regulacyjnych. Z rynków słuchać bowiem sygnały, że współczynnik wypłacalności na poziomie 8% może dotyczyć tylko Tier I, a nie całkowitego współczynnika jak obecnie. Na naszym rynku, obok Millennium z Tier II w dużej skali korzysta BRE Bank, Kredyt Bank i PKO BP. Współczynniki pozostałych banków giełdowych budowane są w oparciu o Tier I.

Co się może wydarzyć?

- **Ogłoszenie emisji, wywołało pytania, czy bank potrzebuje środków na pokrycie nadchodzących strat kredytowych. Nie możemy jednoznacznie wykluczyć takiego scenariusza. Oznaczałoby to jednak błędną komunikację banku z rynkiem.**
- **Nawet jeśli bank oczekuje dalszych strat kredytowych skala 1 mld PLN strat, powyżej naszych prognoz, wydaje nam się bardzo mało prawdopodobna.**

Widzimy trzy bazowe scenariusze rozwoju sytuacji w Banku Millennium:

- Bank podnosi kapitał o maksymalnie 1 mld PLN, emitując maksymalną możliwą ilość akcji. Na skutek strat kredytowych, poziom kapitałów nie zmienia się w długim terminie, co uniemożliwia realizację strategii. Mając na myśli odpisy rzędu 1 mld PLN mamy na myśli straty przekraczające prognozowane przez nas odpisy w ciągu dwóch lat na poziomie 1,3% portfela kredytów netto, co łącznie daje w latach 2010 – 2011 odpisy na poziomie 882 mln PLN. Średnioroczny koszt ryzyka sięga wówczas prawie 2,8% portfela kredytów netto, prawie dwukrotnie więcej niż prognozujemy dla pokrywanych przez nas banków (1,5% odpisów w 2009 roku i 1,4% w 2010 dla pokrywanych przez nas banków). W przypadku realizacji takiego scenariusza widzimy istotny potencjał spadku kursu akcji Banku Millennium. Wówczas P/BV'3Q09 (zakładając rozwodnienie) wyniosłby 2, a bank nie byłby zyskowny.

- Bank podnosi kapitał o 1 mld PLN, w kolejnych dwóch latach realizuje prognozowane przez nas odpisy (nie ma nadzwyczajnych strat), jednak nie jest w stanie zrealizować zakładanych przez siebie elementów strategii. Pozyskany kapitał obciąża wskaźniki rentowności kapitałów własnych, a bank nie wykorzystuje kapitału. Jedyne co wówczas udaje się uzyskać to odsetki od lokaty w bezpieczne instrumenty dłużne. Wówczas pojawia się pytanie czy bank, nie powinien wypłacić dodatkowej dywidendy skoro nie wykorzystuje bazy kapitałowej. 1 mld PLN po pełnym rozwodnieniu o maksymalną planowaną emisję 425 mln akcji sięga około 0,78 PLN/akcję.
- Bank podnosi kapitał o 1 mld PLN i realizuje założenia strategiczne. W relacji do naszych oczekiwań są to założenia dość ambitne, gdyż wcześniej nie zakładaliśmy osiągnięcia takiej rentowności. Realizacja takiego scenariusza daje zysk na poziomie przekraczającym 700 mln PLN w 2012 roku.

Stres test dla kapitałów raz jeszcze

W marcowym raporcie na temat banków, przeprowadziliśmy stres test dla kapitałów banków, wskazując jaką część portfela musiałaby zostać odpisana, aby bank zmuszony został do sięgnięcia po nowe kapitały. Ponawiamy analizę dla Banku Millennium.

Na koniec 3Q09 Bank Millennium miał 2,7 mld PLN kapitałów własnych i 980 mln PLN pożyczek podporządkowanych. Łączny wymóg kapitałowy sięgał 2,465 mld PLN (zatem RWA wynosiło około 30,8 mld PLN). Skonsolidowany współczynnik wypłacalności wynosił 11,4%, czego Tier I sięgał 8,7%. Portfel kredytów netto wynosił po 3Q09 33,7 mld PLN. Aby Tier I sięgnął 6% (przyjęte przez nas minimum, które w dalszym ciągu daje współczynnik wypłacalności na poziomie 8,7%), bank może zwiększyć RWA jeszcze o 13,6 mld PLN (o 44%). Uważamy, że zabezpiecza to bank przed wahaniami kursu walutowego. Jednocześnie obecny poziom kapitału pozwala na skonsumentowanie 816 mln PLN kapitału, aby Tier I obniżył się do 6%. 816 mln PLN to 2,4% kredytów netto po 3Q09. Do tego dorzucić należy zrealizowany już po 3Q09 wynik operacyjny przed rezerwami na poziomie 254 mln PLN (kolejne 0,75 pb) i wyniki operacyjne przed rezerwami kolejnych kwartałów (uważamy, że tym względnie jest szansa na konsekwentną poprawę wraz z poprawą wyniku odsetkowego w banku). Tak negatywny scenariusz pozostawiłby bank z minimalnymi poziomami kapitału regulacyjnego, nie pozwolił na dalszy rozwój. Realizacja ponad 2,4% strat kredytowych w ciągu roku jest możliwa, jednak wyznacza to dość konserwatywny scenariusz rozwoju sytuacji w Banku Millennium. Dodatkowy 1 mld PLN daje zabezpieczenie na kolejne 3% strat na portfelu kredytów netto, więc wyznacza naszym zdaniem bardzo bezpieczny bufor bezpieczeństwa.

Czy 1 mld PLN strat kredytowych to przypadkiem nie przesada?

1 mld PLN strat kredytowych stanowi 3% kredytów netto po 3Q09. Tyle jest przy założeniu, że na 1 PLN kredytów, przypada 1 PLN odpisu (brak zabezpieczeń). Nawet w przypadku kredytów gotówkowych, stanowi to zbyt konserwatywnie założenie (wskaźnik w Banku Millennium na poziomie 89% w przypadku kredytów gotówkowych).

Obecnie wskaźnik kredytów zagrożonych do kredytów ogółem wynosi 5,3% (sektor 7%). Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych rezerwami sięga 57%, w tym dla kredytów niespłacanych ponad 90 dni 97%. Średni wskaźnik pokrycia należności nieregularnych rezerwami w sektorze wynosił na koniec 1H09 58%. Bank Millennium reprezentuje wskaźnik pokrycia mniej więcej na poziomie średniej rynkowej. Jednocześnie portfel kredytów w Banku Millennium prezentuje zupełnie inną strukturę, która uzasadnia niższy wskaźnik pokrycia rezerw. 66% kredytów stanowią kredyty hipoteczne, które prezentują najlepszy poziom zabezpieczeń.

Odpisanie 3% portfela kredytów netto (1 mld PLN), obok strat na poziomie 882 mln PLN, które zakładamy w obecnej prognozie, przekłada się na koszty ryzyka średnio w roku na poziomie 2,8% kredytów netto przez dwa lata: 2009 – 2010. Oznacza to odpisy prawie dwukrotnie wyższe niż nasz scenariusz dla sektora bankowego (1,5% w 2009 roku i 1,4% w 2010 roku).

Najniższych odpisów w sektorze oczekujemy w przypadku kredytów hipotecznych. W przypadku wolumenów sektora kredyty hipoteczne stanowią 34% portfela ogółem, w przypadku Banku Millennium 66%. Odpisy na kredyty hipoteczne na poziomie 1% rocznie przez dwa lata, przy założeniu wskaźnika pokrycia rezerwami na poziomie 70% (znacznie bardziej konserwatywne w relacji do założeń dla pozostałych segmentów, gdyż hipoteki reprezentują najlepszą klasę zabezpieczeń) doprowadziłyby do wzrostu NPL w obszarze kredytów hipotecznych o 633 mln PLN, a wskaźnik niespłacanych kredytów do poziomu 3,4% (obecnie w Banku Millennium sięga on 0,6%).

Zakładając, że na kredyty hipoteczne przypada aż 1% odpisów w skali roku (założenie konserwatywne), to aby osiągnąć tak wysokie odpisy, jak w scenariuszu skrajnie pesymistycznym (1 mld PLN + 0,882 mld PLN z naszej prognozy), koszty ryzyka w Banku Millennium w pozostałych segmentach kredytowych (pozostałe kredyty detaliczne, przedsiębiorstwa i leasing) musiałyby sięgnąć 6% rocznie przez dwa lata (bank w ciągu dwóch lat musiałby odpisać 12% portfela kredytów korporacyjnych i pozostałych detalicznych łącznie). Uważamy takie założenia za zbyt pesymistyczne. Przyjmując, że średni wskaźnik pokrycia nowych należności nieregularnych rezerwami byłby na poziomie 70% (znacznie powyżej tego, co pokazują inne banki), NPL przyrósłby o 2 mld PLN, a wskaźnik należności nieregularnych do kredytów ogółem w tych segmentach łącznie sięgnąłby 30%.

Łącznie wskaźnik należności nieregularnych do kredytów ogółem wyniósłby 13%, znacznie przekraczając naszą prognozę dla rynku (10%). Jest to naszym zdaniem scenariusz bardzo mało prawdopodobny, biorąc pod uwagę, że bank ma istotną ekspozycję na portfel kredytów hipotecznych. Taki rozwój wypadków oznacza znacznie gorszy profil ryzyka kredytowego w banku niż w całym sektorze.

Alternatywne scenariusze

Kolejną możliwością jest podniesienie kapitałów banku, wzmocnienie Tier I, po to aby Bank Millennium spłacił pożyczkę podporządkowaną na rzecz inwestora strategicznego (980 mln PLN na koniec 3Q09). Ponieważ transze pożyczek podporządkowanych udzielane były kilka lat temu, marże realizowane na nich mogą odzwierciedlać obecnie koszt normalnej pożyczki średnioterminowej. W tej sytuacji, BCP, który jest pożyczkodawcą, dostałby środki z powrotem, a potem udzielił Bankowi Millennium normalnej średnioterminowej pożyczki na warunkach nie gorszych niż pożyczki podporządkowane, które Bank Millennium ma na bilansie. Jednak na końcu drogi i tak oznacza to wzrost zaangażowania w banku. Naszym zdaniem taki ruch, nawet jeśli korzystny przede wszystkim dla inwestora strategicznego, oznacza raczej wiarę w przyszłość banku, niż chęć optymalizacji finansowania spółki zależnej. Ewentualne zyski z takiego posunięcia są znikome z perspektywy Millennium BCP, a ekspozycja na ryzyko się zwiększa.

Jeśli Bank Millennium nie straci tych środków, ale założenia strategii nie zostaną zrealizowane, tzn. nie uda się pozyskać udziałów rynkowych o jakich mówi bank, to środki mogą zostać ulokowane na obligacjach lub na rynku międzybankowym. Z pewnością nie da to ROE 15% na koniec 2012, jednak zawsze wygeneruje dodatkowe środki. Z perspektywy rachunku zysków i strat za kapitał nie płaci się odsetek (choć w rzeczywistości jest to najdroższa forma finansowania działalności), a więc przy 5% rentowności obligacji bank będzie miał przynajmniej 50 mln PLN dodatkowego zysku brutto. Skoro bank nie wykorzystałby kapitału na akcję kredytową, to w horyzoncie kilku lat pojawi się perspektywa wyższych dywidend. Zainteresowane tym byłoby samo Millennium BCP, bo po co miałoby utrzymywać Tier I w spółce, która z niego nie korzysta.

Wyniki 3Q09

Bank zaskoczył negatywnie, raportując stratę netto na poziomie 87 mln PLN. Oczekiwaliśmy straty netto w 3Q09 na poziomie 5 mln PLN. Strata nie zagroziła istotnie współczynnikowi wypłacalności banków, który po 3Q09 miał skonsolidowany współczynnik wypłacalności na poziomie 11,43%. Uważamy, że wykazana strata jest na tyle duża (wynik po trzech kwartałach -66 mln PLN), że cały 2009 rok zakończy się stratą, pomimo oczekiwania niewielkiego zysku w 4Q09.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

(mln PLN)	3Q09P	różnica	3Q09	zmiana	3Q08	1-3Q09P	różnica	1-3Q09	zmiana	1-3Q08
Wynik odsetkowy**	165	15,1%	190	-24,3%	251	462	5,4%	487	-31,7%	712
Wynik prowizyjny	118	3,8%	122	8,3%	113	350	1,3%	355	-2,0%	362
NIM	1,5%		1,7%		2,7%	1,3%		1,4%		2,8%
WNDB	327	-1,3%	322	-35,9%	503	1 035	-0,4%	1 030	-27,4%	1 420
Koszty działania	-260	0,9%	-263	-13,0%	-302	-780	0,3%	-782	-10,8%	-877
Wynik operacyjny*	71	-24,1%	54	-73,6%	203	271	-6,3%	254	-54,4%	558
Saldo rezerw	-77	107,8%	-160	244,6%	-46	-262	31,6%	-345	314,8%	-83
Zysk brutto	-6	n.a.	-106	n.a.	157	16	n.a.	-83	n.a.	475
Zysk netto	-5	n.a.	-87	n.a.	126	16	n.a.	-66	n.a.	378

Źródło: DI BRE Banku, Millennium

* przed kosztami rezerw

** pro forma

Wynik odsetkowy na poziomie 190 mln PLN był znacznie powyżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego (123 mln PLN). Po części wynika to z faktu różnej metodyki prognoz (pro forma lub wynik raportowany). Wynik wzrósł na skutek obniżenia stawek za depozyty detaliczne (co doprowadziło niestety do spadku portfela depozytów detalicznych) oraz spadku kosztu swap'ów na polską walutę (zabezpieczenie portfela kredytów walutowych). Wcześniej w wynikach pro forma bank umieszczał wycenę instrumentów zabezpieczających walutowego portfela kredytów, który ze względów księgowych nie był w wyniku odsetkowym. Nasza prognoza sporządzona była dla wyniku pro forma. Bank od 3Q09 wprowadził rachunkowość zabezpieczeń i umieszcza wycenę instrumentów w raportowanym wyniku odsetkowym. Pozytywnie postrzegamy szybką odbudowę wyniku odsetkowego w banku.

Wynik z tytułu prowizji sięgnął 122 mln PLN i był tylko o 4 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Na poziomie wyniku na działalności bankowej wynik był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Pozytywne zaskoczenie po stronie wyniku prowizyjnego i odsetkowego zostało skonsumowane przez znaczny spadek wyniku handlowego (efekt przesunięcia wyceny instrumentów pochodnych do wyniku odsetkowego, a w relacji do naszych prognoz, gorszej koniunktury na rynkach finansowych. W pozostałych przychodach operacyjnych netto bank odnotował dodatkowe 6 mln PLN straty.

Koszty działania były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Widać, że bank osiąga powoli poziom wydatków, które trudno będzie ograniczać w kolejnych kwartałach, tym bardziej w świetle strategii rozwoju banku.

Bank utworzył aż 160 mln PLN rezerw (1,9% portfela, narastająco od początku roku odpisy sięgnęły prawie 1% kredytów netto). To zadecydowało o stracie netto w 3Q09. Poziom odpisów był tak wysoki ze względu na „nadzwyczajny odpis z tytułu utraty wartości”, na poziomie 108,9 mln PLN utworzone ze względu na ekspozycję na segment korporacyjny po dogłębnym przeglądzie portfela kredytowego. Dodatkowo 17 mln PLN odpisano w segmencie leasingowym, o 9 mln PLN podniesiono IBNR ze względu na zaostrzenie kryteriów oceny. Bank utworzył również 46 mln PLN straty na kredyty detaliczne niezabezpieczone. Portfel kredytów hipotecznych wykazywał się dobrą jakością.

Wskaźnik kredyty zagrożone/kredyty ogółem wzrósł do poziomu 5,3%, głównie na skutek pogorszenia się jakości kredytów korporacyjnych, jak również kredytów detalicznych (nie hipotecznych) i leasingu. Jednocześnie bardziej konserwatywne podejście do oceny ryzyka doprowadziło do wzrostu wskaźnika pokrycia należności nieregularnych rezerwami do poziomu 57% z 54% kwartał wcześniej. Negatywnie oceniamy fakt, że najgorszymi wskaźnikami pokrycia wykazują się segment przedsiębiorstw (55%) i segment leasingu (31%). Pozytywnie oceniamy za to wskaźniki pokrycia w segmencie gospodarstw domowych (aż 93% dla kredytów hipotecznych i 89% dla kredytów detalicznych).

Negatywnie oceniamy trend w wolumenach, gdzie portfel depozytów spadł aż o 8% Q/Q. Wynika to z wprowadzenia znacznie niższych stawek za depozyty, co jednocześnie pozytywnie przełożyło się na wynik odsetkowy.

Struktura portfela depozytów

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	Q/Q	R/R
detal	14 923	17 311	19 933	22 338	22 183	23 008	20 865	-9,3%	4,7%
korporacje	9 199	8 388	9 700	9 488	10 299	10 059	9 805	-2,5%	1,1%
razem	24 122	25 699	29 633	31 826	32 482	33 067	30 670	-7,2%	3,5%

Źródło: DI BRE Banku, Millennium

Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	Q/Q	R/R
Kredyty netto	23 996	25 209	27 774	33 748	36 260	34 908	33 703	-3,5%	21,3%
Depozyty	24 121	25 641	29 543	31 702	32 345	32 925	30 439	-7,6%	3,0%
Suma bilansowa	33 937	34 253	39 112	47 115	48 240	45 539	43 964	-3,5%	12,4%
Wynik odsetkowy	223	238	251	269	128	85	190	124,0%	-24,3%
Wynik prowizyjny	135	114	113	110	126	107	122	14,5%	8,3%
Wynik handlowy	80	128	139	29	143	119	10	-91,4%	-92,6%
WNDB	438	479	503	408	397	311	322	3,8%	-35,9%
Pozostałe przychody operacyjne netto	7	6	2	6	3	10	-6	-164,4%	-370,7%
Przychody bankowe	445	485	505	413	400	320	316	-1,2%	-37,4%
Koszty działania	-262	-281	-284	-293	-238	-242	-242	0,2%	-14,6%
Amortyzacja	-13	-20	-18	-22	-20	-20	-20	0,2%	11,2%
Koszty ogółem	-275	-300	-302	-315	-258	-262	-263	0,2%	-13,0%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	170	185	203	99	143	58	54	-7,7%	-73,6%
Saldo rezerw	-11	-25	-46	-52	-129	-56	-160	185,4%	244,6%
Wynik operacyjny	159	159	157	47	13	2	-106	n.a.	n.a.
Udział w wyniku jedn. stowarzyszonych	0	0	0	0	0	7	0	n.a.	n.a.
Wynik brutto	159	159	157	47	13	9	-106	n.a.	n.a.
Podatek dochodowy	-32	-34	-31	-11	-1	0	19	n.a.	n.a.
Wynik netto	127	125	126	36	12	9	-87	n.a.	n.a.

Źródło: DI BRE Banku, Millennium

Rewizja prognoz

Słabe wyniki 3Q09 skłoniły nas do rewizji prognoz długoterminowych dla banku Millennium. Uważamy, że skala strat jaką zrealizował bank w kwartale, uniemożliwi mu wyjście na dodatnie rezultaty w całym 2009 roku. Jednocześnie zakładamy wyższe odpisy w przyszłym roku (podnosimy koszty ryzyka z 1,1% do 1,3% kredytów netto na lata 2009 – 2010. Nasza prognoza opiera się na istniejącej bazie kapitałowej banku i istniejącej liczbie akcji. Zakładamy tym samym, że nowe kapitały w przyszłości staną się źródłem takiej samej rentowności jak istniejąca baza kapitałowa. Podnosimy również poziom wydatków o 4,5% w długim terminie (naszym zdaniem bank osiągnął już maksimum potencjalnych oszczędności na bazie kosztowej). Ma to wpływ na spadek długoterminowych prognoz w Banku Millennium, średnio o 4 – 5% rocznie. W naszych prognozach wskaźnik kosztów do dochodów na koniec 2012 roku sięga 59,5%, co spełnia założenia przedstawione przez bank w strategii.

Podsumowanie zmian w prognozach na lata 2009 - 2012

	2009Ps	2009P	zmiana	2010Ps	2010P	zmiana	2011Ps	2011P	zmiana	2012Ps	2012P	zmiana
Przychody odsetkowe netto	627	709	13,1%	918	964	4,9%	1 006	1 009	0,4%	1 092	1 111	1,8%
Przychody pozaodsetkowe	785	692	-11,8%	737	710	-3,7%	744	750	0,8%	794	802	1,0%
Wynik z prowizji	465	479	3,1%	508	517	1,9%	543	548	1,0%	575	579	0,7%
Wynik z pozycji wymiany	320	213	-33,5%	230	193	-16,1%	201	202	0,4%	218	222	1,8%
WNDB	1 412	1 401	-0,8%	1 655	1 674	1,1%	1 750	1 759	0,6%	1 885	1 913	1,4%
Inne przychody operacyjne netto	21	21	0,0%	21	21	0,0%	21	21	0,0%	21	21	0,0%
Przychody bankowe ogółem	1 433	1 422	-0,8%	1 676	1 695	1,1%	1 771	1 780	0,6%	1 906	1 934	1,4%
Koszty nieodsetkowe	(1 041)	(1 045)	0,4%	(1 023)	(1 060)	3,6%	(1 056)	(1 104)	4,5%	(1 100)	(1 150)	4,5%
Koszty osobowe	(499)	(492)	-1,3%	(484)	(509)	5,0%	(500)	(534)	6,8%	(525)	(561)	6,8%
Amortyzacja	(81)	(79)	-2,5%	(81)	(79)	-2,5%	(81)	(79)	-2,5%	(81)	(79)	-2,5%
Inne koszty	(462)	(474)	2,7%	(458)	(473)	3,2%	(475)	(491)	3,3%	(494)	(511)	3,3%
Zysk operacyjny*	392	377	-3,8%	653	634	-2,9%	714	676	-5,3%	806	783	-2,8%
Saldo rezerw	(347)	(437)	25,9%	(357)	(445)	24,7%	(154)	(163)	5,6%	(167)	(176)	5,6%
Zysk brutto	52	(53)	n.a.	297	189	-36,2%	560	514	-8,3%	639	607	-5,0%
Podatek dochodowy	(10)	10	n.a.	(56)	(36)	-36,2%	(106)	(98)	-8,3%	(121)	(115)	-5,0%
Zysk netto	42	(43)	n.a.	240	153	-36,2%	454	416	-8,3%	518	492	-5,0%

Źródło: DI BRE Banku, Millennium

* przed kosztami rezerw

Co wycenia rynek

Bank Millennium wyceniany jest przy P/BV3Q09 (cena akcji na poziomie 4,19 PLN) na poziomie 1,3, gdzie kapitały za 3Q09 zawierają już stratę w 3Q09. Dla porównania, inne banki wyceniane są przy P/BV'09 (zakładając realizację prognozowanych przez nas zysków) na poziomie 1,9. Wyłączając z tej grupy większe banki (Pekao, PKO BP, BZ WBK), mediana dla pozostałych banków wynosi 1,5, a biorąc pod uwagę wartość firmy w przypadku Banku Handlowego i Getin Holding przesuwamy się do poziomu 1,75. Jak napisał sam Bank Millennium w uzasadnieniu do emisji może nie być jedynym, który zdecyduje się na taki krok. Pozyskanie kapitału już teraz może dać Millennium potencjał do szybszej odbudowy wolumenów sprzedażowych.

Patrząc na wycenę z innej strony, wycena Millennium dyskontuje nie tylko brak strat (wskaźnik P/BV przekracza jedność), ale również generowanie przez bank zysków w przyszłości. A dokładniej 854 mln PLN zysku (0,32x BV'3Q09). Zgodnie z naszymi prognozami, oznacza to skumulowane zyski za najbliższe dwa i pół roku (153 mln PLN w 2010 i 416 mln PLN w 2011 daje w sumie 570 mln zysku netto).

Jako przykład z drugiego końca można podać Pekao (wycena 2,7x BV'1H09), który wyceniany jest w sumie na zrealizowanie 29 mld PLN zysku. A to zyski z wielu kolejnych lat (łącznie z prognozowanymi przez nas zyskami na 2H09, bank zrealizuje tę obietnicę w połowie 2016 roku).

Taka skala dyskonta nie jest uzasadniona przez niższe długoterminowe ROE jakie zakładamy dla obu podmiotów (na co wskazuje analiza po jakim czasie bank zrealizuje oczekiwania rynkowe). Naszym zdaniem taka wycena dyskontuje ryzyko poważnych strat kredytowych w przyszłości, które będą zagrażać kapitałom własnym banku Millennium. Naszym zdaniem jest to nieuzasadnione.

Zestawienie wskaźników

	cena	P/BV			P/E			PBV/ROE		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	167,9	2,2	1,9	1,6	18,9	16,8	10,6	17,9	15,8	9,7
dyskonto/premia do mediany		17,9%	18,9%	16,9%	-5,3%	0,0%	0,0%	-4,7%	0,0%	0,0%
dyskonto/premia do średniej		24,3%	20,3%	16,3%	-38,9%	1,4%	7,3%	-40,2%	-0,6%	5,4%
Getin	7,81	1,5	1,3	1,1	24,8	12,4	7,1	24,1	11,8	6,5
dyskonto/premia do mediany		-21,7%	-20,0%	-21,4%	24,0%	-26,0%	-32,9%	28,5%	-25,6%	-32,9%
dyskonto/premia do średniej		-17,4%	-19,1%	-21,8%	-20,1%	-25,0%	-28,0%	-19,4%	-26,1%	-29,2%
B. Handlowy	68,5	1,4	1,4	1,3	16,2	14,8	11,4	15,5	14,6	11,1
dyskonto/premia do mediany		-21,9%	-13,3%	-3,8%	-19,0%	-11,8%	7,6%	-17,3%	-7,6%	14,0%
dyskonto/premia do średniej		-17,7%	-12,3%	-4,2%	-47,7%	-10,5%	15,5%	-48,1%	-8,1%	20,2%
ING BSK	688,0	1,9	1,6	1,4	14,9	13,2	10,0	14,0	12,4	9,3
dyskonto/premia do mediany		0,0%	0,0%	0,0%	-25,5%	-21,1%	-5,4%	-25,4%	-21,4%	-4,7%
dyskonto/premia do średniej		5,4%	1,2%	-0,5%	-51,9%	-20,0%	1,5%	-53,2%	-21,9%	0,5%
Kredyt Bank	11,4	1,2	1,1	1,0	105,3	26,7	8,3	104,7	26,1	7,8
dyskonto/premia do mediany		-37,6%	-31,1%	-30,1%	426,4%	59,1%	-21,5%	458,9%	65,4%	-20,0%
dyskonto/premia do średniej		-34,2%	-31,0%	-30,4%	239,4%	61,4%	-15,8%	250,7%	64,4%	-15,6%
Pekao	175,80	2,5	2,3	2,1	20,0	17,4	13,7	18,7	16,7	13,1
dyskonto/premia do mediany		36,0%	43,4%	51,1%	0,0%	3,5%	29,7%	0,0%	5,6%	34,1%
dyskonto/premia do średniej		43,4%	45,0%	50,4%	-35,5%	5,0%	39,2%	-37,3%	5,0%	41,3%
PKO BP	36,90	2,4	2,2	2,0	22,1	18,6	11,6	18,9	18,2	10,9
dyskonto/premia do mediany		27,2%	38,1%	41,7%	10,4%	10,9%	9,9%	1,0%	14,9%	12,1%
dyskonto/premia do średniej		34,1%	39,7%	41,0%	-28,8%	12,5%	17,9%	-36,6%	14,2%	18,2%
mediana		1,9	1,6	1,4	20,0	16,8	10,6	18,7	15,8	9,7
średnia		1,8	1,6	1,4	31,0	16,5	9,8	29,9	15,9	9,2
Millennium	4,19	1,50	1,22	1,06	n.a.	23,20	8,55	n.a.	22,60	8,02
dyskonto/premia do mediany		-19,2%	-25,3%	-23,9%	n.a.	38,4%	-19,1%	n.a.	43,0%	-17,7%
dyskonto/premia do średniej		-14,8%	-24,4%	-24,3%	n.a.	40,4%	-13,1%	n.a.	42,1%	-13,3%

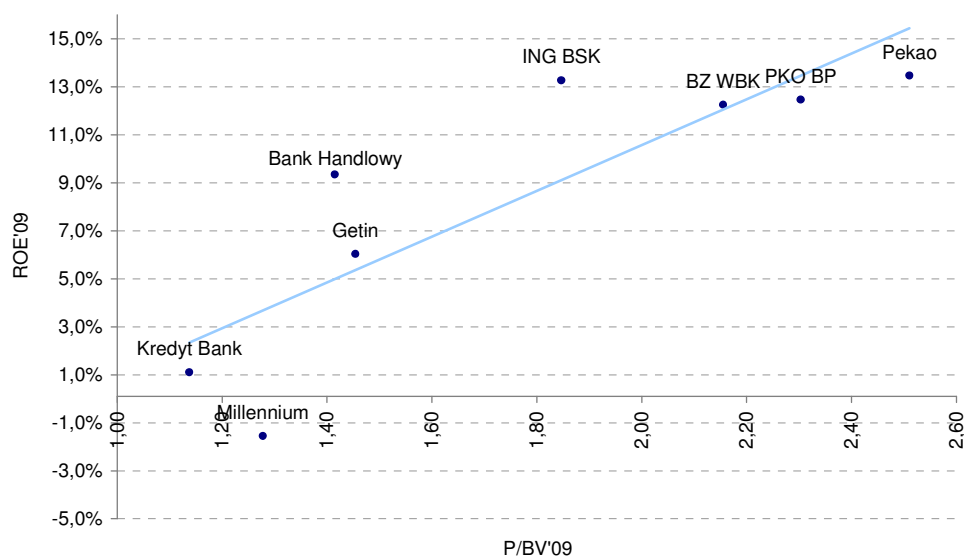
Źródło: DI BRE Banku

Konsensus Bloomberg (na 9.11.2009) na zyski netto dla Banku Millennium w ciągu kolejnych trzech lat przedstawia się następująco: 248,6 mln PLN zysku netto w 2010 roku, 436,750 mln PLN w 2011 roku i 554,6 mln PLN w 2012 roku. Średnio, do 2012 roku budowany jest w oparciu o osiem prognoz, dla 2012 roku konsensus składa się z pięciu oczekiwań. W naszym poprzednim raporcie analitycznym na temat Banku Millennium (składnik konsensusu) prognozowaliśmy zyski na poziomie 240 mln PLN w 2010, 454 mln PLN w 2011 i 518 mln PLN



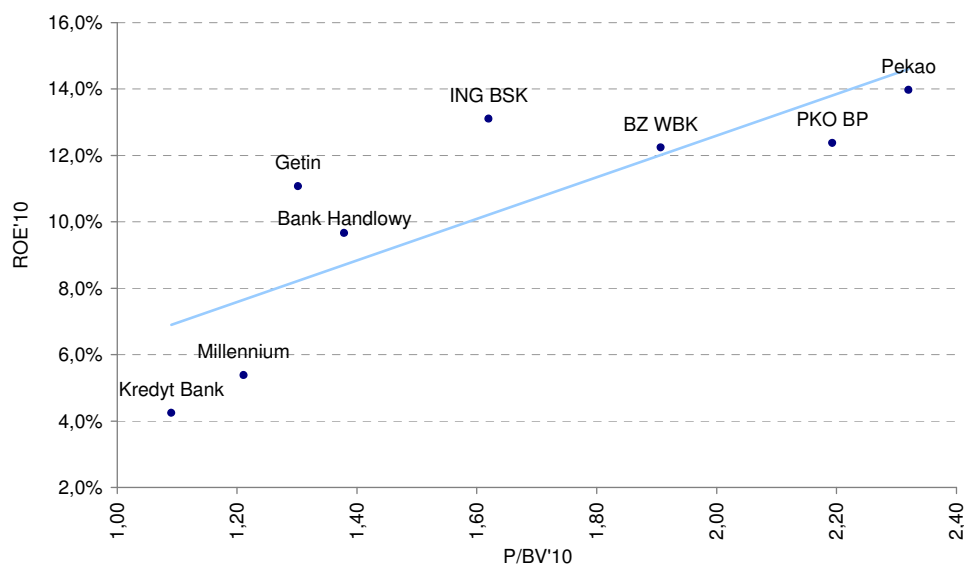
w 2012. Nasze prognozy były zatem co najwyżej na poziomie konsensusu. Po wynikach za 3Q09 konsensus może się obniżyć, jednak nawet korekta o 20%, nie uzasadnia dyskonta.

ROE vs. P/BV'09



Źródło: DI BRE Banku

ROE vs. P/BV'10



Źródło: DI BRE Banku



Wycena

Nie zmieniliśmy metody wyceny w relacji do poprzedniego raportu analitycznego na temat Banku Millennium (24 sierpnia 2009). Przy wycenie zastosowaliśmy model Gordona, oparty na wzorze: $P/BV = (ROE - g) / (COE - g)$, którego użyliśmy do wyliczenia implikowanych wskaźników cena do wartości księgowej. Wartość wskaźnika P/BV zależy od zakładanego przez nas ROE (stopa zwrotu z kapitałów), kosztu kapitału (COE), będącego sumą stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko, związanej z inwestycją w walory banku oraz długoterminowej stopy wzrostu (g). Nie zmieniliśmy naszej metodologii wyceny w relacji do poprzedniego raportu. Sporządzamy prognozy wyników finansowych do 2018 roku. ROE długoterminowe to ROE osiągnięte przez bank w ostatnim roku prognozy (2018).

Dywidendy

Ze względu na przyjętą właśnie strategię, uważamy, że bank nie będzie wypłacał dywidendy dłużej niż poprzednio zakładaliśmy. Uważamy, że wypłata nastąpi dopiero z zysków za 2013 rok. Opóźnimy ponowne rozpoczęcie wypłaty dywidendy o rok. Ma to niewielki wpływ na wycenę. W kolejnych latach pozostawiamy niezmienione założenia

Koszt kapitału własnego

Poziom stopy wolnej od ryzyka wyznacza rentowność obligacji dziesięcioletnich z dnia, na który sporządzana jest wycena. Pozostawiamy również premię za ryzyko na poziomie 5% oraz dla każdego z banków zakładamy „beta” na poziomie 1. Nie zmieniamy tych założeń w relacji do poprzedniego raportu analitycznego.

Poziom rentowności obligacji dziesięcioletnich na zamknięcie z 6 listopada 2009 na poziomie 6,157%. Ustalamy koszt kapitałów własnych na poziomie 11,157%. W poprzednim raporcie analitycznym na temat Banku Millennium stopa wolna od ryzyka wynosiła 6,11%.



Podsumowanie wyceny metodą dochodową

(PLN/akcję)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	+
Stopa wolna od ryzyka	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%
Premia za ryzyko	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 kapitału	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%
EPS	-0,05	0,18	0,49	0,58	0,66	0,74	0,81	0,87	0,91	0,95	
EPS zmiana R/R (%)	-110,4%	n.a.	171,4%	18,2%	14,7%	12,1%	9,0%	6,6%	5,5%	4,6%	4%
BVPS	3,26	3,44	3,93	4,51	5,18	5,69	6,24	6,82	7,43	7,76	
BVPS zmiana R/R (%)	-1,5%	5,5%	14,2%	14,7%	14,7%	9,9%	9,7%	9,3%	8,9%	4,4%	
ROE	-1,5%	5,4%	13,3%	13,7%	13,7%	13,7%	13,6%	13,2%	12,8%	12,6%	
Długoterminowe ROE											12,6%
Stopa wzrostu											4,0%
Implikowany P/BV											1,20
Wartość kapitału, koniec 2017											9,3
Wartość kapitału, koniec 2016											8,4
Wartość kapitału, koniec 2015											7,5
Wartość kapitału, koniec 2014											6,8
Wartość kapitału, koniec 2013											6,1
Wartość kapitału, koniec 2012											5,5
Wartość kapitału, koniec 2011											4,9
Wartość kapitału, koniec 2010											4,4
Wartość kapitału, koniec 2009											4,0
Wartość kapitału, koniec 2008											3,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,23	0,26	0,28	0,30	0,63	0,65	
DPS/EPS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	68,8%	68,2%	
Zdyskontowane DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,13	0,13	0,12	0,23	0,22	
Zdyskontowane DPS razem											0,97
Wartość godziwa na koniec maja 2009											4,58
9MTP											4,96
obecna cena											4,19
potencjał zmiany											18%

Źródło: DI BRE Banku

* stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 –cio letnich z dnia 6 listopada 2009

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Bank Millennium

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	820	1 181	709	964	1 009	1 111
Przychody pozaodsetkowe	828	646	692	710	750	802
Wynik z prowizji	543	472	479	517	548	579
Wynik handlowy	285	174	213	193	202	222
Wynik na działalności bankowej	1 648	1 827	1 401	1 674	1 759	1 913
Inne przychody operacyjne netto	61	21	21	21	21	21
Przychody bankowe ogółem	1 709	1 849	1 422	1 695	1 780	1 934
Koszty nieodsetkowe	-1 058	-1 192	-1 045	-1 060	-1 104	-1 150
Koszty osobowe	-539	-609	-492	-509	-534	-561
Amortyzacja	-88	-73	-79	-79	-79	-79
Inne koszty	-431	-510	-474	-473	-491	-511
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	651	657	377	634	676	783
Saldo rezerw	-67	-135	-437	-445	-163	-176
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	0	7	0	0	0
Zysk brutto	585	522	-53	189	514	607
Podatek dochodowy	-123	-108	10	-36	-98	-115
Zysk netto	462	413	-43	153	416	492
Dywidendy wypłacone	161	0	0	0	0	0

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,0%	3,0%	1,5%	2,1%	2,1%	2,2%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,3%	3,4%	1,7%	2,3%	2,3%	2,4%
Spread odsetkowy	2,9%	3,0%	1,4%	2,1%	2,1%	2,1%
Koszty / Przychody	61,9%	64,5%	73,5%	62,6%	62,0%	59,5%
Koszty / Aktywa	3,8%	3,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Koszty osobowe / Przychody	32%	33%	35%	30%	30%	29%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-10%	-21%	-116%	-70%	-24%	-22%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,4%	-0,5%	-1,3%	-1,3%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	48%	35%	49%	42%	42%	41%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,4%	1,7%	0,8%	1,4%	1,4%	1,6%
ROE	19,5%	15,5%	-1,5%	5,4%	13,3%	13,7%
ROA	1,7%	1,1%	-0,1%	0,3%	0,9%	1,0%

ROCZNA STOPA WZROSTU

Zysk netto	53,5%	-10,4%	n.a.	n.a.	171,4%	18,2%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	59,0%	0,9%	-42,6%	68,3%	6,6%	15,8%
Przychody bankowe ogółem	34,9%	8,1%	-23,1%	19,2%	5,1%	8,6%
Wynik odsetkowy netto	27,8%	44,1%	-40,0%	35,9%	4,7%	10,1%
Przychody pozaodsetkowe	35,5%	-22,0%	7,1%	2,6%	5,6%	6,9%
Koszty nieodsetkowe	23,3%	12,6%	-12,3%	1,5%	4,1%	4,2%



BILANS

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 257	1 803	899	1 116	325	183
Należności od sektora finansowego	1 082	1 641	999	1 240	361	204
Dłużne papiery wartościowe	4 224	6 374	6 330	6 499	6 953	7 599
Kredyty i pożyczki	22 027	33 748	33 520	34 946	37 386	40 862
Akcje, udziały, pochodne	1 029	2 836	1 704	1 704	1 704	1 704
Aktywa trwałe	357	408	410	403	393	387
Inne aktywa	554	306	922	1 002	1 050	1 160
Razem aktywa	30 530	47 115	44 785	46 911	48 173	52 099
Zobowiązania wobec sektora finansowego	3 295	4 563	6 206	5 990	3 647	3 783
Depozyty	21 801	31 702	31 031	33 276	36 470	39 821
Wyemitowane papiery wartościowe	851	927	931	998	1 094	1 195
Otrzymane pożyczki podporządkowane	826	961	961	961	961	961
Inne zobowiązania, w tym zobowiązania finansowe	1 237	6 146	2 884	2 760	2 660	2 506
Kapitały własne	2 520	2 815	2 772	2 925	3 341	3 833
Kapitał zakładowy	849	849	849	849	849	849
Razem pasywa	30 530	47 115	44 785	46 911	48 173	52 099

Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	3,4%	3,4%	6,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Kredyty nieregularne / Aktywa	2,5%	2,5%	4,9%	6,5%	6,8%	6,9%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	79,5%	64,3%	53,6%	53,2%	54,7%	55,0%
Rezerwy/kredyty ogółem	2,7%	2,2%	3,4%	4,5%	4,6%	4,6%
Rezerwy / Aktywa	2,0%	1,6%	2,6%	3,5%	3,7%	3,8%

ANALIZA AKTYWÓW

Kapitały własne / Aktywa	8,3%	6,0%	6,2%	6,2%	6,9%	7,4%
Kredyty / Aktywa	72,1%	71,6%	74,8%	74,5%	77,6%	78,4%
Depozyty / Aktywa	71,4%	67,3%	69,3%	70,9%	75,7%	76,4%
Kredyty / Depozyty	101,0%	106,5%	108,0%	105,0%	102,5%	102,6%
Stopa wzrostu kredytów	47,5%	53,2%	-0,7%	4,3%	7,0%	9,3%
Stopa wzrostu depozytów	24,6%	45,4%	-2,1%	7,2%	9,6%	9,2%
Stopa wzrostu aktywów	23,6%	54,3%	-4,9%	4,7%	2,7%	8,2%



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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 stanowił 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Millennium

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2009-03-05	2009-04-02	2009-05-06	2009-05-12	2009-08-24	2009-10-05
kurs z dnia rekomendacji	1,43	1,84	2,78	2,42	5,05	4,40
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	24145,69	29777,06	29463,99	37915,39	37045,62