



Banki
Polska

Millennium

MIL.PW; MILP.WA

Redukuj

(Podtrzymana)

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

Prognoza wyników za 2Q 2013

Obecna cena: 5,20 PLN; Cena docelowa: 4,80 PLN

Prognozujemy, że zysk netto Millennium za 2Q 2013 wyniesie 118 mln PLN, czyli wzrośnie o 6% R/R i tylko nieznacznie spadnie Q/Q o 1%. Naszym zdaniem taki rezultat należałoby uznać za satysfakcjonujący. Oznaczałoby, że w całym pierwszym półroczu wynik wyniósłby 238 mln PLN (+8% R/R) i zrealizowałyby naszą prognozę całoroczną (402 mln PLN, -15% R/R) w 59%. Poprawa R/R oraz tylko minimalny spadek Q/Q to zasługa niższego salda rezerw. Rok wcześniej bank znacząco dorezerwowywał ekspozycję na sektor budowlany. W porównaniu do 1Q'13 poprawy oczekujemy również w segmencie korporacyjnym. Wynik operacyjny przed saldem rezerw będzie nadal po presji (-6% R/R oraz -3% Q/Q do 199 mln PLN) z powodu niższych przychodów, a w szczególności wyniku odsetkowego. Na naszej prognozie zysku netto na 2013 (zgodnej z konsensem rynkowym), Millennium notowany jest na wskaźniku P/E na mało atrakcyjnym poziomie 15,7x oraz na wskaźniku P/BV na poziomie 1,20x. Utrzymujemy naszą rekomendację Redukuj z ceną docelową na poziomie 4,8 PLN.

Prognozujemy 118 mln PLN zysku netto w 2Q 2013

Oczekujemy, że zysk netto Millennium w 2Q 2013 wyniesie 118 mln PLN, czyli wzrośnie o 6% R/R i spadnie jedynie o 1% Q/Q. Poprawa R/R to wyłącznie efekt niższych odpisów na ryzyko kredytowe. Przypominamy, że w 2Q 2012 Millennium (podobnie jak i inne podmioty z branży) rezerwowało ekspozycję na sektor budowlany (PBG). Naszym zdaniem wynik netto za pierwsze półrocze ukształtuje się na poziomie 238 mln PLN, czyli poprawi się o 8% R/R. Wynika to głównie z niższych kosztów operacyjnych oraz z niższego salda rezerw.

Przychody ogółem nieznacznie spadną Q/Q z powodu dalszej presji na wynik odsetkowy

Zakładamy, że saldo kredytów wzrośnie o 2% Q/Q i R/R. Najsilniejszych wzrostów spodziewamy się w detalicznych kredytach nie-mieszkaniowych (głównie kredyty gotówkowe). W odniesieniu do depozytów oczekujemy marginalnie wyższej dynamiki Q/Q niż w kredytach. W naszej opinii, głównym czynnikiem wzrostu będą oszczędności detaliczne. Pomimo pozytywnych dynamik oczekiwanych w wolumenach, prognozujemy 2% spadku Q/Q w wyniku odsetkowym (razem ze swapami) do 283 mln PLN. Naszym zdaniem, spadające rynkowe stopy procentowe będą negatywnie przekładać się na marżę depozytową, co doprowadzi do zawężania się marży odsetkowej o 9 p.b. Q/Q do 2,03%. Zakładamy płaski wynik prowizyjny Q/Q na poziomie 142 mln PLN (co przekłada się na 3% spadku R/R). Uważamy, że gorszy Q/Q wynik na ubezpieczeniach i kartach zostanie zrekompensowany przez lepszy rezultat na funduszach inwestycyjnych oraz przychody z dystrybucji zewnętrznych produktów inwestycyjnych i oszczędnościowych. Prognozujemy, że wynik handlowy wyniesie 44 mln PLN, czyli spadnie o 4% Q/Q. W przeciwieństwie do 1Q 2013 nie spodziewamy się zysków ze sprzedaży/wyceny portfela obligacji. Podsumowując, prognozujemy że przychody ogółem spadną o 1% Q/Q oraz 4% R/R do 472 mln PLN.

Koszty operacyjne nadal utrzymane pod ścisłą kontrolą

Naszym zdaniem koszty operacyjne pozostaną silną stroną wyników. Prognozujemy że utrzymają się na płaskim poziomie Q/Q i wyniosą 273 mln PLN. Oznacza to spadek o 2% R/R.

W naszych prognozach zakładamy niewielkie pogorszenie wskaźnika koszty/dochodów do poziomu 57,9%.

Spodziewamy się wyższych odpisów na ryzyko kredytowe, głównie w segmencie korporacyjnym

Spodziewamy się, że saldo rezerw ukształtuje się na poziomie 50 mln PLN, czyli spadnie o 32% R/R oraz 4% Q/Q. Tak znacząca poprawa R/R to efekt braku odpisów na spółki z sektora budowlanego (PBG). W konsekwencji, naszym zdaniem koszt ryzyka wyniesie 48 p.b. (-3 p.b. Q/Q oraz -24 p.b. R/R).

Podsumowanie prognozy wyników za 2Q 2013

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12	zmiana R/R	1Q'13	zmiana Q/Q	2013P	2012	zmiana R/R
Wynik odsetkowy (ze swapami)	283	314	-10%	289	-2%	1 079	1 227	-12%
Marża odsetkowa na aktywach ogółem	2,03%	2,45%		2,11%		2,00%	2,37%	
Wynik prowizyjny	142	146	-3%	142	0%	548	546	0%
WNDB	469	490	-4%	477	-2%	1 810	1 951	-7%
Koszty operacyjne	-273	-277	-2%	-273	0%	-1 101	-1 121	-2%
Wynik operacyjny*	199	213	-6%	204	-3%	713	832	-14%
Saldo rezerw	-50	-74	-32%	-52	-4%	-211	-238	-11%
Zysk brutto	148	139	6%	151	-2%	502	596	-16%
Zysk netto	118	111	6%	120	-1%	402	472	-15%

Źródło: DI BRE Banku, Millennium; * przed kosztami rezerw



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
Wicedyrektor
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Budownictwo, 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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

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

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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 Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal Siedlce, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Tarczyński.

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

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP 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.