

poniedziałek, 28 października 2019 | komentarz specjalny

Millennium Bank – Słaba kompozycja wyników za 3Q'19

Rekomendacja: redukcja | cena docelowa: 5,18 PLN | cena bieżąca: 5,83 PLN

MIL PW; MILP.WA | Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05, Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07

- **Zysk netto** Banku Millennium wyniósł 200,1 mln PLN co oznacza jego wzrost o 15,3% Q/Q oraz brak wzrostu R/R.
- **Millennium zaraportował zysk netto powyżej konsensusu** (179,0 mln PLN) oraz naszej prognozy na poziomie 179,9 mln PLN. Różnica pomiędzy konsensem, naszymi prognozami a wynikiem netto wynika głównie z wyniku handlowego (45 mln PLN uzyskane z przeceny udziału w BLIK).
- Wyniki w 3Q'19 pierwszy raz konsolidują w pełni wyniki Eurobanku. Ponadto, wyniki zawierają **koszty integracji** w wysokości 44,3 mln PLN (64 łącznie w 9M'19), dodatkowe **rezerwy na saldo rezerw** (8 mln PLN) związane z integracją EB oraz **koszty związane ze zwrotem prowizji** po negatywnym wyroku TSUE (53 mln PLN z czego 21 mln PLN efekt bieżący w wyniku odsetkowym oraz 32 mln PLN na zwrot prowizji historycznie w pozostałych kosztach).
- **Kredyty netto** wzrosły w kwartale o 2,3% Q/Q, głównie za sprawą klienta detalicznego (+3% Q/Q). W 3Q'19 sprzedaż kredytów gotówkowych spadła o 7% Q/Q zaś w hipotekach wzrosła o 9% Q/Q. Sprzedaż w aktywach oddanych w leasing spadła o 17% Q/Q zaś w faktoringu o 3%.
- **Wynik odsetkowy** w kwartale wzrósł o 20% Q/Q i 49% R/R (efekt konsolidacji EB) i znalazł się 1% poniżej konsensusu oraz był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Wynik odsetkowy zawiera negatywny efekt orzecznictwa TSUE (zwrot prowizji) w wysokości 21 mln PLN, który będzie się powtarzał w kolejnych kwartałach. Millennium nie rozlicza prowizji liniowo, tak jak to zrobił Alior.
- **Wynik prowizyjny** wzrósł o 2% Q/Q i o 9% R/R (efekt konsolidacji EB). Kwartalny wzrost wyniku prowizyjnego najbardziej widoczny był w prowizjach związanych z kredytami (+14% Q/Q).
- **Koszty operacyjne** wzrosły w kwartale o 29% Q/Q i 52% R/R. Kwartalny i roczny wzrost kosztów operacyjnych spowodowany był fuzją z EB oraz kosztami integracji, które wzrosły z 17,8 mln PLN w 2Q'19 do 44,3 mln PLN w 3Q'19. Pozostałe koszty operacyjne zostały obciążone kwotą 32 mln PLN na historyczny zwrot rozliczonych prowizji.
- **Bank zaraportował spadek salda rezerw o 14% Q/Q** (saldo rezerw powyżej konsensusu). Saldo rezerw zawierało jednorazowe rezerwy na ekspozycje Eurobanku w wysokości 8 mln PLN (80,6 w 2Q'19). **Bank zanotował bardzo wyraźny wzrost salda rezerw w segmencie detalicznym** z 58 mln PLN w 2Q'19 do 114 mln PLN w 3Q'19.
- Bank zaraportował **wskaźnik TCR** na poziomie 20,2% (zawiera wynik netto w wysokości 334 mln PLN) oraz **Tier 1** na poziomie 17,1%.
- **Odbieramy wyniki lekko negatywnie ze względu na ich kompozycję. Należy zaznaczyć, że wyższy od oczekiwań wynik został uzyskany głównie dzięki rewaluacji BLIK (umowa podpisana dopiero w październiku), a nie podstawowej działalności. Negatywnie postrzegamy także sprzedaż kredytów, która oprócz hipotek, bardzo wyraźnie wyhamowała oraz koszt ryzyka w detalu. Dodatkowo w kolejnych kwartałach należy oczekiwać negatywnego efektu zwrotu prowizji (po wyroku TSUE) w wysokości 21 mln PLN (kwartalnie), ewentualnie dodatkowych rezerw na zwrot prowizji z przeszłości oraz znacznie wyższych kosztów integracji. Finalnie należy pamiętać, że z każdym kolejnym rokiem bank będzie prawdopodobnie ponosił coraz wyższe koszty związane z procesami z kredytobiorcami frankowymi. Nasza rekomendacja to redukcja.**

Spotkanie:

Data: 28 października 2019

Godzina: 14:00 CET

Adres: Stanisława Żaryna 2A, Warszawa

Webcast link: <http://infostrefa.tv/millennium/en>

Wyniki vs. konsensus

(mln PLN)	3Q'19	Konsensus	Różnica	mDM	Różnica
Wynik odsetkowy	687,6	694,3	-1,0%	688,0	-0,1%
Wynik prowizyjny	178,3	176,5	1,0%	178,5	-0,1%
Koszty operacyjne	-480,1	-485,4	-1,1%	-490,5	-2,1%
Saldo rezerw	-133,8	-130,8	2,3%	-127,0	5,3%
Zysk netto	200,1	179,0	11,8%	179,9	11,2%

Źródło: Millennium, Dom Maklerski mBanku, PAP



Wyniki kwartalne Millennium w 3Q 2019

(mIn PLN)	3Q'18	2Q'19	3Q'19	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy	463,0	572,5	687,6	48,5	20,1
Wynik prowizyjny	162,9	175,0	178,3	9,4	1,9
Wynik handlowy	64,2	77,7	113,9	77,3	46,6
Pozostałe przychody	9,7	12,1	28,5	192,2	134,3
Przychody pozaodsetkowe	236,9	264,9	320,7	35,4	21,1
WNDB	699,9	837,4	1 008,3	44,1	20,4
Koszty operacyjne	316,0	371,6	480,1	51,9	29,2
Pozostałe koszty	13,1	17,8	56,9	334,0	220,0
Całkowite koszty	329,1	389,3	537,0	63,1	37,9
Wynik operacyjny	370,7	448,1	471,3	27,1	5,2
Saldo rezerw	58,0	154,9	133,8	130,9	-13,6
Udział w zyskach jednostek zależnych	0,0	0,0	0,0	n.m.	n.m.
Zysk brutto	312,8	293,2	337,5	7,9	15,1
Podatek dochodowy	64,7	60,9	68,5	5,9	12,6
Zysk Netto	248,1	232,3	269,0	8,4	15,8
Podatek bankowy	47,9	58,7	68,8	43,8	17,4
Zysk netto po podatku	200,2	173,7	200,1	0,0	15,3

Źródło: Millennium, Dom Maklerski mBanku,

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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego postępującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynke/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innej, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

mBank 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 mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primatech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Polenergia, Prime Car Management, Primatech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynke/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl