



Banki

Polska

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

# Millennium

MIL.PW; BIGW.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

## Prognoza wyników za 3Q 2011

**Obecna cena: 4,50 PLN; Cena docelowa: 4,80 PLN**

Prognozujemy, że zysk netto Millennium za 3Q 2011 wzrośnie o 7% Q/Q i 62% R/R do 123 mln PLN, nawet pomimo wzrostu Q/Q poziomu salda rezerw. Oczekujemy kolejnego kwartału z bardzo silnym wzrostem wyniku odsetkowego (+8% Q/Q), którego przyrost pozwoli zrekompensować zarówno spadek o 2% Q/Q przychodów pozaodsetkowych jak i wzrost kosztów operacyjnych o 3% Q/Q. Prognozujemy stabilny Q/Q poziom kosztu ryzyka, ponieważ uważamy, że osłabienie się PLN względem CHF nie przełożyło się jeszcze na znaczne pogorszenie się jakości portfela kredytów hipotecznych banku. Zwracamy uwagę, że nasza 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 4,80 PLN uwzględnia 10% spekulacyjnej premii przejściowej. W naszej opinii transakcja sprzedaży udziałów przez BCP nie nastąpi poniżej 1,06 EUR za akcję (4,57 PLN przy obecnym kursie walutowym).

### Oczekujemy 123 mln PLN zysku netto

Jak co kwartał Millennium rozpoczyna sezon publikacji wyników kwartalnych prezentując swoje wyniki za 3Q 2011 w dniu 21 października 2011. Oczekujemy, że zysk netto wzrośnie o 7% Q/Q i 62% R/R i wyniesie 123 mln PLN. W konsekwencji prognozujemy, że wynik po pierwszych trzech kwartałach wyniesie 340 mln PLN i wzrośnie o 59% R/R.

### Wynik odsetkowy jedynym czynnikiem wzrostu przychodów Q/Q oraz R/R

Oczekujemy silnego 9% Q/Q wzrostu salda kredytów, co niemalże w całości jest konsekwencją osłabienia się PLN względem CHF o 21% Q/Q. Sądymy, że depozyty również odnotują wysoką dynamikę wzrostu (3% Q/Q), ale znacznie niższą niż kredyty. Uważamy, że rosnący poziom 3M WIBORu oraz kontynuacja trendu *re-pricingu* aktywów pomogły dalszemu rozszerzaniu się marży odsetkowej (skorygowanej o wpływ punktów swapowych) do rekordowego w tym roku poziomu 2,6%, nawet pomimo osłabienia się PLN i w konsekwencji zwiększonym potrzebom pożyczkowym banku. Prognozujemy, że wynik odsetkowy (razem z punktami swapowymi) wzrośnie o 8% Q/Q i wyniesie 324 mln PLN. W przychodach pozaodsetkowych oczekujemy spadku wyniku prowizyjnego o 3% Q/Q do 140 mln PLN z powodu niższych Q/Q przychodów z ubezpieczeń oraz funduszy inwestycyjnych oraz marginalnego spadku Q/Q wyniku handlowego do 35 mln PLN (zwracamy uwagę, że przeważająca część wyniku z tytułu wyceny do wartości godziwej portfela swapów zostanie odniesiona bezpośrednio w kapitały własne zgodnie z metodologią rachunkowości zabezpieczeń). W wyniku na pozostałej działalności operacyjnej prognozujemy stratę na poziomie 6 mln PLN i jest ona związana z działalnością w leasingu. Podsumowując, uważamy, że przychody ogółem banku wzrosną o 4% Q/Q i 18% R/R.

### Koszty operacyjne pod umiarkowaną presją kosztów rzeczowych powiązanych z kursem EUR

Prognozujemy, że koszty operacyjne banku wzrosną o 3% Q/Q i wyniosą 289 mln PLN. W naszej opinii głównym czynnikiem wzrostu będą koszty rzeczowe (+4% Q/Q), w szczególności te powiązane z wyższym o 5% Q/Q średnim kursem EUR PLN, czyli koszty wynajmu oraz IT. Oczekujemy, że koszty osobowe wzrosną marginalnie o 1% Q/Q. W konsekwencji większego wzrostu przychodów niż kosztów, prognozujemy poprawę wskaźnika koszty/przychodów o 78pb. Q/Q do 58,7%.

### Oczekujemy umiarkowanego wzrostu salda rezerw Q/Q

W naszej opinii, pomimo tego, że kurs CHF PLN osiągał rekordowo wysokie poziomy w trakcie 3Q 2011 (3,96, najwyższy w 5-letniej historii) ostatecznie zamykając się na 3,62 (+21% Q/Q), nie przełożyło się to na znaczące pogorszenie się jakości portfela kredytów hipotecznych w Millennium oraz na wzrost kosztu ryzyka. Zakładamy, że koszt ryzyka ukształtuje się na takim samym poziomie jak w 2Q 2011 i wyniesie 47pb., co przełoży się na saldo rezerw w wysokości 47 mln PLN (+7% Q/Q, ale -6% R/R).

### Podsumowanie prognozy wyników za 3Q 2011

(mln PLN)	3Q2011P	3Q2010	zmiana	9M2011P	9M2010	zmiana	2011P	2010	zmiana
Wynik odsetkowy (z swapami)	324	261	24%	898	735	22%	1 226	1 010	21%
Marża odsetkowa	2,64%	2,29%	-	2,47%	2,18%	-	2,51%	2,20%	-
Wynik prowizyjny	140	135	3%	434	419	4%	578	565	2%
WNDB	499	419	19%	1 421	1 244	14%	1 933	1 714	13%
Koszty operacyjne	-289	-274	6%	-844	-797	6%	-1 144	-1 083	6%
Wynik operacyjny*	204	144	41%	562	447	26%	765	633	21%
Saldo rezerw	-47	-51	-6%	-129	-181	-29%	-176	-225	-22%
Zysk brutto	156	93	68%	433	266	63%	589	408	44%
Zysk netto	123	76	62%	340	214	59%	468	326	44%

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

**Prognoza wyników kwartalnych za 3Q 2011**

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11P	R/R	Q/Q	9M10	9M11P	R/R
Wynik odsetkowy (ze swapami)	233	240	261	275	273	301	324	24%	8%	735	898	22%
Wynik z prowizji	148	136	135	145	150	144	140	3%	-3%	419	434	4%
Wynik handlowy	41	27	22	50	18	36	35	58%	-2%	90	89	-1%
<b>Przychody z działalności bankowej</b>	<b>422</b>	<b>404</b>	<b>419</b>	<b>470</b>	<b>441</b>	<b>481</b>	<b>499</b>	<b>19%</b>	<b>4%</b>	<b>1 244</b>	<b>1 421</b>	<b>14%</b>
Pozostałe przychody netto	2	0	-1	2	-2	-8	-6	422%	-24%	0	-16	+/-
<b>Przychody pozaodsetkowe</b>	<b>190</b>	<b>163</b>	<b>156</b>	<b>197</b>	<b>166</b>	<b>172</b>	<b>169</b>	<b>8%</b>	<b>-2%</b>	<b>510</b>	<b>508</b>	<b>0%</b>
<b>Przychody ogółem</b>	<b>423</b>	<b>403</b>	<b>418</b>	<b>472</b>	<b>439</b>	<b>473</b>	<b>493</b>	<b>18%</b>	<b>4%</b>	<b>1 244</b>	<b>1 405</b>	<b>13%</b>
Koszty osobowe	-122	-133	-135	-135	-133	-135	-137	2%	1%	-391	-406	4%
Amortyzacja	-19	-19	-18	-20	-18	-16	-17	-6%	7%	-56	-50	-10%
Koszty rzeczowe	-113	-117	-120	-131	-122	-130	-135	12%	4%	-351	-387	10%
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-255</b>	<b>-269</b>	<b>-274</b>	<b>-286</b>	<b>-273</b>	<b>-281</b>	<b>-289</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>	<b>-797</b>	<b>-844</b>	<b>6%</b>
<b>Wynik operacyjny przed kosztami rezerw</b>	<b>169</b>	<b>134</b>	<b>144</b>	<b>186</b>	<b>166</b>	<b>192</b>	<b>204</b>	<b>41%</b>	<b>6%</b>	<b>447</b>	<b>562</b>	<b>26%</b>
Saldo rezerw	-83	-47	-51	-45	-37	-44	-47	-6%	7%	-181	-129	-29%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-
<b>Zysk brutto</b>	<b>85</b>	<b>88</b>	<b>93</b>	<b>141</b>	<b>129</b>	<b>147</b>	<b>156</b>	<b>68%</b>	<b>6%</b>	<b>266</b>	<b>433</b>	<b>63%</b>
Podatek dochodowy	-17	-18	-17	-29	-28	-32	-33	93%	2%	-53	-93	77%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-
<b>Zysk netto</b>	<b>68</b>	<b>70</b>	<b>76</b>	<b>112</b>	<b>101</b>	<b>115</b>	<b>123</b>	<b>62%</b>	<b>7%</b>	<b>214</b>	<b>340</b>	<b>59%</b>
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	2,07	2,10	2,29	2,40	2,35	2,55	2,64			2,18	2,47	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	44,9	40,4	37,5	41,7	37,9	36,4	34,3			40,9	36,1	
Koszty/przychody (%)	60,2	66,7	65,5	60,6	62,1	59,5	58,7			64,1	60,0	
Koszty ryzyka (pb.)	100	54	56	49	41	47	47			39	44	
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,3	20,7	18,2	20,7	21,8	21,8	21,0			19,7	21,5	
Kredyty netto	33 006	36 776	35 813	36 794	36 358	38 666	41 964	17%	9%			
Aktywa ogółem	45 278	46 317	44 796	46 984	45 963	48 340	49 755	11%	3%			
Depozyty	33 136	33 512	34 973	36 066	35 725	37 284	38 582	10%	3%			
Kapitały własne	3 913	3 970	4 022	4 091	4 009	4 135	4 258	6%	3%			
Kredyty/aktywa ogółem (%)	72,9	79,4	79,9	78,3	79,1	80,0	84,3					
Depozyty/aktywa ogółem (%)	73,2	72,4	78,1	76,8	77,7	77,1	77,5					
Kredyty/depozyty (%)	99,6	109,7	102,4	102,0	101,8	103,7	108,8					
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	8,6	8,6	9,0	8,7	8,7	8,6	8,6					
ROA (%)	0,60	0,61	0,67	0,98	0,87	0,98	1,01			0,64	0,94	
ROE (%)	8,1	7,1	7,6	11,1	10,0	11,3	11,8			8,4	10,9	

Źródło: Millennium, DI BRE Banku



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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

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

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

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

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

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

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgową

**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 księgową) - 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, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

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

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

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

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.