



Banki

Polska

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

Millennium

MIL PW; BIGW. WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wyniki 3Q11 zgodne z oczekiwaniami

Obecna cena: 4,46 PLN; Cena docelowa: 4,80 PLN

Millennium zaraportowało wyniki za 3Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 125 mln PLN (+64% R/R oraz +8% Q/Q). Wynik okazał się zgodny z naszą prognozą (123 mln PLN) oraz oczekiwaniami rynkowymi (122 mln PLN). Głównym powodem wzrostu wyniku, zarówno R/R jak i Q/Q, jest wynik odsetkowy, który przyrastał dzięki poprawie marży odsetkowej wspartej rosnącymi wolumenami. Zgodnie z oczekiwaniami saldo rezerw było stabilne Q/Q ponieważ osłabienie się PLN względem CHF w trakcie kwartału nie zdążyło się jeszcze negatywnie przełożyć na jakość kredytów hipotecznych. Wyniki oceniamy neutralnie, z lekkim minusem za słabszy niż oczekiwany wynik odsetkowy. Nasza całoroczna prognoza zysku netto na poziomie 468 mln PLN implikuje zysk netto w 4Q 2011 na realistycznym poziomie 127 mln PLN. Niemniej jednak uważamy, że cała uwaga inwestorów skupia się na procesie sprzedaży banku. Zgodnie z informacjami prasowymi, w banku obecnie odbywa się proces *due diligence*, który ma zakończyć się w połowie listopada. Wśród potencjalnych kupujących są wymieniani BNP Paribas, Pekao, PKO BP oraz Intesa Sanpaolo. Zwracamy uwagę, że nasza wycena banku na poziomie 4,80 PLN uwzględnia 10% premię przejęciową. Podtrzymujemy naszą opinię, że BCP nie zdecyduje się na sprzedaż Millennium poniżej 1,06 EUR za akcję (poniżej wyceny bilansowej), czyli ok. 4,67 PLN na akcję. Nasza 9-miesięczna cena docelowa wskazuje na 10% ryzyko wzrostu kursu, które może się zmaterializować wraz z napływem szczegółów dotyczących procesu sprzedaży banku. Z drugiej strony, głównym ryzykiem w średnim terminie niezmiennie pozostaje jakość walutowych kredytów hipotecznych.

Silny wzrost kredytów Q/Q wynika głównie z osłabienia się PLN względem CHF

Zgodnie z oczekiwaniami, kredyty przyrosły w silnym tempie, +7% Q/Q, co wynikało głównie z osłabienia się PLN względem koszyka walut. Wzrost kredytów po wyeliminowanie wpływu kursu walutowego wyniósłby ok. 1% Q/Q. W podziale segmentowym kredyty detaliczne wzrosły o 7% Q/Q (hipoteki zwiększyły się o 8% Q/Q, a kredyty konsumenckie spadły o 1% Q/Q), a kredyty korporacyjne o 3% Q/Q.

Saldo depozytów jedynie płasko Q/Q

Saldo depozytów pozostało na niezmiennym poziomie Q/Q. Jest to wynik dla nas zaskakujący, mając na uwadze fakt, że bank jest uzależniony od finansowania kredytów walutowych przez swapy, a przy osłabianiu się PLN rośnie zapotrzebowanie na depozyty. W tym kwartale potrzeby pożyczkowe banku zostały zbilansowane przez sprzedaż portfela papierów dłużnych. Uważamy, że bez umocnienia się PLN w 4Q 2011 taka sytuacja nie będzie mogła być kontynuowana i bank będzie najprawdopodobniej musiał zwiększyć swój portfel oszczędności klientów, co wpłynie negatywnie na marżę odsetkową.

Brak wzrostu w depozytach oraz rosące stopy procentowe przełożyły się pozytywnie na marżę odsetkową

Chociaż wynik odsetkowy wzrósł w silnym tempie 5% Q/Q do 317 mln PLN, dynamika jest nieznacznie poniżej naszych oczekiwań. Millennium udało się poprawić marżę odsetkową, o 3pb. Q/Q do 2,58%, dzięki środowisku rosnących stóp procentowych i wyższej marży na zobowiązaniach odsetkowych (depozytach). W naszej opinii, w 4Q 2011 bank najprawdopodobniej będzie musiał walczyć o utrzymanie tego poziomu marży ze względu na oczekiwaną intensyfikację presji na marżę depozytową.

Wynik prowizyjny pod presją niższej sprzedaży produktów inwestycyjnych

Zgodnie z oczekiwaniami wynik prowizyjny spadł o 4% Q/Q do 139 mln PLN z powodu mniejszej sprzedaży produktów inwestycyjnych (-23% Q/Q). Spadały również przychody z funduszy inwestycyjnych (-10% Q/Q) jako konsekwencja niższego poziomu aktywów pod zarządzaniem. Z drugiej strony, bank odnotował silny wzrost przychodów z tytułu obsługi rachunków i przelewów, w sumie o 7% Q/Q.

Wysoki wynik handlowy dzięki pozytywnej wycenie swapów

Wynik handlowy utrzymał się na bardzo wysokim poziomie 37 mln PLN. W naszej opinii wynika to z pozytywnej wyceny swapów, które nie spełniały założeń rachunkowości zabezpieczeń. Pozytywna wycena swapów została w znacznie większym stopniu odzwierciedlona bezpośrednio w kapitałach (tych, które spełniają założenia rachunkowości zabezpieczeń). Kapitały własne przyrosły o 175 mln PLN więcej Q/Q niż sugerowałby to zysk netto za 3Q 2011.

Koszty operacyjne pod kontrolą, wzrost Q/Q wynika z wyższych wydatków na marketing

Koszty operacyjne pozostają utrzymane pod kontrolą wzrastając jedynie 2% Q/Q oraz 4% R/R. Wzrost względem 2Q 2011 wynika w całości z przyrostu kosztów administracyjnych (+3% Q/Q), a w szczególności wydatków na marketing. Dzięki wyższemu tempie wzrostu przychodów niż kosztów, wskaźnik koszty/dochodów poprawił się o 1,0p.p. do 58,5%.

Mocny CHF nie przełożył się jeszcze na zwiększone rezerwy w segmencie kredytów hipotecznych

Zgodnie z oczekiwaniami, saldo rezerw wzrosło o 6% Q/Q do 47 mln PLN. W konsekwencji koszt ryzyka ukształtował się na płaskim Q/Q poziomie 47pb. Wraz z poprawą jakości kredytów korporacyjnych (o 50pb. Q/Q do 11,8%) spadły rezerwy w tym segmencie o 23% Q/Q do 17 mln PLN. Z drugiej strony, rezerwy na segment detaliczny wzrosły o 35% Q/Q do 29 mln PLN,



pomimo tego, że jakość kredytów hipotecznych jest na niezmiennym Q/Q poziomie 0,9%. Bank poinformował, że w 3Q 2011 o 51 sztuk zwiększyła się liczba kredytów hipotecznych z opóźnieniem w spłacie ponad 90 dni względem ok. 120 tys udzielonych przez bank. Dodatkowo 50 kredytów zostało zrestrukturyzowanych, a 66 zostało uznane jako z utratą wartości na mocy definicji *cross-default*. W tym samym czasie 143 kredytów zostało „uzdrowionych”. Oznacza to, że liczba kredytów z utratą wartości zwiększyła się o 24 na bazie netto.

Podsumowanie wyników kwartalnych na 3Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	R/R	Q/Q	9M10	9M11	R/R	3Q11P	Różnica
Wynik odsetkowy (ze swapami)	233	240	261	275	273	301	317	21%	5%	735	890	21%	324	-2%
Wynik z prowizji	148	136	135	145	150	144	139	3%	-4%	419	433	3%	140	-1%
Wynik handlowy	41	27	22	50	18	36	37	68%	4%	90	92	2%	35	7%
Przychody z działalności bankowej	422	404	419	470	441	481	493	18%	2%	1 244	1 415	14%	499	-1%
Pozostałe przychody netto	2	0	-1	2	-2	-8	-4	290%	-43%	0	-14	+/-	-6	-25%
Przychody pozaodsetkowe	190	163	156	197	166	172	172	10%	0%	510	510	0%	169	2%
Przychody ogółem	423	403	418	472	439	473	488	17%	3%	1 244	1 401	13%	493	-1%
Koszty osobowe	-122	-133	-135	-135	-133	-135	-136	1%	0%	-391	-405	4%	-137	-1%
Amortyzacja	-19	-19	-18	-20	-18	-16	-16	-12%	0%	-56	-49	-12%	-17	-6%
Koszty rzeczowe	-113	-117	-120	-131	-122	-130	-134	11%	3%	-351	-386	10%	-135	-1%
Koszty ogółem	-255	-269	-274	-286	-273	-281	-286	4%	2%	-797	-840	5%	-289	-1%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	169	134	144	186	166	192	203	41%	6%	447	561	25%	204	0%
Saldo rezerw	-83	-47	-51	-45	-37	-44	-47	-8%	6%	-181	-128	-29%	-47	-2%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	0	0	0	0	0	1	+/-	+/-	0	1	+/-	0	-
Zysk brutto	85	88	93	141	129	147	157	68%	7%	266	434	63%	156	1%
Podatek dochodowy	-17	-18	-17	-29	-28	-32	-32	89%	0%	-53	-92	76%	-33	-2%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-	0	-
Zysk netto	68	70	76	112	101	115	125	64%	8%	214	341	60%	123	1%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	2,07	2,10	2,29	2,40	2,35	2,55	2,58			2,18	2,45		2,64	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	44,9	40,4	37,5	41,7	37,9	36,4	35,2			40,9	36,4		34,3	
Koszty/przychody (%)	60,2	66,7	65,5	60,6	62,1	59,5	58,5			64,1	60,0		58,7	
Koszty ryzyka (pb.)	100	54	56	49	41	47	47			39	44		47	
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,3	20,7	18,2	20,7	21,8	21,8	20,5			19,7	21,3		21,0	
Kredyty netto	33 006	36 776	35 813	36 794	36 358	38 666	41 328	15%	7%				41 964	-2%
Aktywa ogółem	45 278	46 317	44 796	46 984	45 963	48 340	50 012	12%	3%				49 755	1%
Depozyty	33 136	33 512	34 973	36 066	35 725	37 284	37 163	6%	0%				38 582	-4%
Kapitały własne	3 913	3 970	4 022	4 091	4 009	4 135	4 434	10%	7%				4 258	4%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	72,9	79,4	79,9	78,3	79,1	80,0	82,6						84,3	
Depozyty/aktywa ogółem (%)	73,2	72,4	78,1	76,8	77,7	77,1	74,3						77,5	
Kredyty/depozyty (%)	99,6	109,7	102,4	102,0	101,8	103,7	111,2						108,8	
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	8,6	8,6	9,0	8,7	8,7	8,6	8,9						8,6	
Udział kredytów zagrożonych (%)	6,0	5,9	5,9	5,8	5,6	5,2	5,0						b.d..	
Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%)	55	53	55	54	57	59	60						b.d.	
Współczynnik wypłacalności (%)	14,9	14,0	14,8	14,4	14,8	13,8	13,5						b.d.	
Współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) (%)	12,6	11,6	12,5	12,3	12,7	11,9	11,4						b.d.	
ROA (%)	0,60	0,61	0,67	0,98	0,87	0,98	1,02			0,64	0,94		1,01	
ROE (%)	8,1	7,1	7,6	11,1	10,0	11,3	11,7			8,4	10,7		11,8	

Źródło: Millennium, DI BRE Banku



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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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 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, Interagroclin 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.