



RAPORT ANALITYCZNY

Bank Millennium

Banki

ISSN 1508-308X

Warszawa, 2.04.03

Za tysiąc lat?

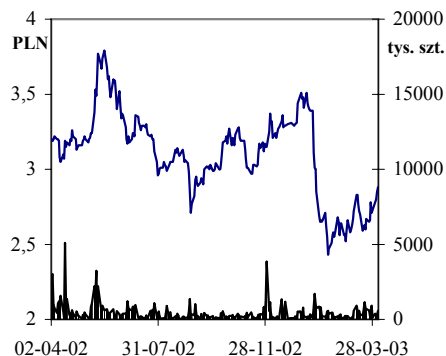
• Pesymistycznie oceniamy perspektywy polskich banków w 2003 r. Wbrew wcześniejszym nadziejom, wydaje się, że przeważą czynniki negatywne (spadające marże) nad pozytywnymi (względna poprawa jakości portfela, pozytywne efekty restrukturyzacji). Główną przyczyną obniżenia przez nas prognoz są nasze zapatrywania na wolumeny.

• Obawiamy się, że finansowanie znaczącej części firm znajdujących się w dobrej sytuacji finansowej odbywa się poza polskim sektorem bankowym (są to często spółki-córki międzynarodowych koncernów). O inne firmy będące bezpiecznymi kredytobiorcami agresywnie konkurują banki, zaniżając marże, a cała reszta podmiotów gospodarczych jest oceniana przez bankowców jako zbyt ryzykowni klienci. Z kolei klienci detaliczni, co prawda zadłużają się coraz bardziej, ale sytuacja na rynku pracy (wysokie bezrobocie, zwłaszcza wśród młodzieży i brak pewności zatrudnienia) powoduje, że wzrost popytu na produkty bankowe jest niższy niż się wcześniej spodziewaliśmy.

• Obniżka prognoz dla całego sektora dotknęła przede wszystkim banki o wysokich wskaźnikach Koszty / Przychody, wśród nich Bank Millennium. Bank ten staje przed trudnym zadaniem wypełnienia w 2003 r. luki, jaka powstanie w sytuacji braku spektakularnych transakcji jednorazowych (sprzedaż PTE, pozytywny bilans rozliczenia podatku). Naszym zdaniem w 2003 r. nie ma szans na utrzymanie zeszłorocznych wyników, zwłaszcza w świetle zapowiedzi PZU niższych zysków. Oczekujemy jednak, że restrukturyzacja banku zacznie przynosić pozytywne rezultaty i zysk powtarzalny wzrośnie z 35 mln pln w 2002 r. do 62 mln pln w 2003 r. i 135 mln pln w 2004 r.

• Osiągnięcie prognozowanych przez nas wyników będzie możliwe w przypadku, kiedy restrukturyzacja banku zacznie rzeczywiście przynosić pozytywne rezultaty: radykalnemu zwiększeniu ulegnie sprzedaż produktów bankowych za pośrednictwem własnej sieci oddziałów, a koszty spadną w ślad za zmniejszeniem zatrudnienia.

• Oczekujemy, że w 2006 r. bank osiągnie ROE na poziomie 12% i utrzyma ten poziom w przyszłości. W oparciu o te prognozy, za pomocą modelu DDM wyceniamy akcję Millennium na 2,95 pln.



Rekomendacja: TRZYMAJ

Cena 2,80
Cena docelowa 2,95

Podstawowe dane

Ilość akcji (mln szt.) 849
 Free float (mln zł) 435
 Kapitalizacja (mln zł) 2 378

Struktura akcjonariatu

BCP 50%
 Eureko 20%
 Inni 30%

Analitycy

Andrzej Powierza
Andrzej.Powierza@breinvest.com.pl
 tel (22) 697 47 42
 fax (22) 697 47 43

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
 ul. Wspólna 47/49
 00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

www.brebrokers.com.pl

	Przychody odsetk.netto (mln pln)	Wynik na dział. bank. (mln pln)	Zysk brutto (mln pln)	Zysk netto (mln pln)	Ilość akcji (mln szt.)	EPS (pln)	Wzrost EPS (5)	P/E	BVPS (pln)	P/BV	DPS (pln)	Stopa dywidendy
2001	589	1 035	-74	20	849	0,05	-64,8%	59,9	1,73	1,6	0,00	0,0%
2002	669	1 394	-35	184	849	0,22	363,2%	12,9	2,07	1,4	0,00	0,0%
2003P	682	1 226	12	107	849	0,13	-41,7%	22,2	2,15	1,3	0,00	0,0%
2004P	699	1 243	43	135	849	0,16	25,5%	17,7	2,31	1,2	0,00	0,0%

P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Dom Inwestycyjny BRE Banku 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 na ostatniej stronie niniejszego raportu.



Skąd przychodzimy,....	2
...dokąd zmierzamy?	4
Oczekujemy zawężenia się marż odsetkowych	7
Akcja kredytowa millennium	9
Trudna sytuacja na rynku depozytów	11
Wysokie koszty zagrożeniem dla rentowności	13
Czy czekają nas dalsze wysokie rezerwy?	14
Podsumowanie prognoz finansowych	15
Pozycja strategiczna banku	16
Wycena	18
Podsumowanie i rekomendacja	19
Dane finansowe i wskaźniki	20

**Skąd przychodzimy,....**

W 2002 r. Bank Millennium osiągnął zysk w wysokości 184 mln pln jedynie dzięki jednorazowym zyskom na sprzedaży PTE (+226 mln pln) i pozytywnemu bilansowi rozliczenia podatku (saldo wyniosło +96 mln pln), które znacząco przewyższyły koszty restrukturyzacji banku (szacowane przez nas na ok. 100 mln pln). Szczegółową analizę wyniku przedstawiamy poniżej.

Wyniki 2002 r. z komentarzem

Pozycje RZiS	2001	2002	Zmiana	Uwagi
Przychody odsetkowe netto, w tym:	588,8	669,3	14%	Bank zwiększył marżę odsetkową z 3,1% do 3,5% (ale z bardzo niskiego poziomu) oraz zwiększył udział kredytów kosztem dłużnych papierów wartościowych.
odsetki "zwykłe"	265,4	438,7	65%	Bank deklaruje, że przyjął mniej agresywną politykę cenową, potwierdzeniem tego może być wzrost spreadu kredyty-depozyty, wyliczonego w oparciu o dane średnioroczne (zwiększył się z 2,2% do 3,8%).
SWAPy	323,4	230,6	-29%	Spadek polskich stóp procentowych powoduje zmniejszanie się przychodów z tytułu SWAP we wszystkich bankach.
Oplaty i prowizje	214,2	217,0	1%	Niskie przychody prowizyjne (stanowiące 1,1% aktywów i 1,7% depozytów w porównaniu z np. odpowiednio 1,8% i 2,4% w Pekao) są słabością Millennium i dowodem na niską zdolność sieci banku do generowania przychodów.
Przychody finansowe, w tym:	174,0	437,4	151%	Stanowiły 31% przychodów banku
Powtarzalne	174,0	211,4	22%	W tym 80 mln pln z przeniesienia z kapitału z aktualizacji wyceny do RZiS wyceny dłużnych papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży.
Jednorazowe	0,0	226,0	-	Sprzedane za 382,5 mln pln udziały w PTE wyceniane były w bilansie banku na 163,9 mln pln, a zobowiązania względem Eureko wynosiły 161,8 mln pln. Uwzględniając powyższe rozliczenia, bank zarobił na sprzedaży PTE 56,8 mln pln. W sprawozdaniu za 2002 r. dokonał również dekonsolidacji wcześniejszych strat PTE, co dodało 169 mln pln, tak więc ostatecznie bank zanotował na transakcji zysk w wysokości 226 mln pln. Koszty funkcjonowania PTE do momentu sprzedaży wyniosły 20 mln, więc ogólny bilans wyniósł 206 mln pln.
Operacje walutowe	58,1	70,2	21%	
WNDB	1 035,1	1 393,9	35%	
Powtarzalne	1 035,1	1 167,9	13%	
Jednorazowe	0,0	226,0	-	
Inne przychody/koszty	135,8	23,6	-83%	
Powtarzalne	24,2	1,0	-96%	
Jednorazowe	111,6	22,6	-	W 2001 w pozycji „Pozostałe przychody operacyjne” wykazana została dekonsolidacja BG Leasing. W 2002 r. bank odpisał część niewykorzystanej rezerwy restrukturyzacyjnej.
Przychody razem, w tym:	1 170,9	1 417,5	21%	
Powtarzalne	1 059,3	1 168,9	10%	
Jednorazowe	111,6	248,6	-	
Koszty osobowe	-403,7	-405,3	0%	Utrzymanie kosztów osobowych było możliwe częściowo dzięki temu, że koszty odpraw zwalnianych pracowników były rozliczane w ciężar rezerwy restrukturyzacyjnej (z pominięciem RZiS)
Koszty rzeczowe	-425,7	-546,8	28%	W tym część kosztów restrukturyzacji, nie rozliczonych



Amortyzacja	-126,7	-126,1	0%	w ciężar rezerwy restrukturyzacyjnej.
Koszty razem, w tym:	-956,1	-1 078,2	13%	
Powtarzalne	-956,1	-978,2	2%	
Jednorazowe	0,0	-100,0	-	Bank podał, że wzrost pozostałych kosztów administracyjnych o 121 mln pln wynikał głównie z kosztów poniesionych w związku z przenoszeniem klientów na nową platformę informatyczną, zmianą identyfikacji wizualnej oddziałów dawnego BIG i BG, a także w związku z realizowanymi innymi projektami restrukturyzacyjnymi. Po rozmowie z bankiem powyższe koszty restrukturyzacji szacujemy na ok. 100 mln pln.
Wynik operacyjny, w tym:	214,8	339,3	58%	
Powtarzalne	103,2	190,7	85%	Wskaźnik Koszty / przychody (C/I) wyniósł (oczyszczając wyniki banku z wpływu zdarzeń jednorazowych) 84% i poprawił się w porównaniu z 90% odnotowanymi w 2001 r.
Jednorazowe	111,6	148,6	33%	Szczęśliwie w okresie niższych przychodów związanych z restrukturyzacją bank czerpie benefity ze zdarzeń jednorazowych.
Saldo rezerw, w tym:	-254,3	-337,2	33%	
Zmiana stanu rezerw celowych	-478,2	-409,4	-14%	Nie może dziwić, że bank kontynuował tworzenie rezerw, ponieważ udział kredytów nieregularnych zwiększył się z 20,5% do 25,9% (obliczenia własne). Pogarszanie portfela jest widoczne również przy zastosowaniu międzynarodowych standardów rachunkowości, według których udział kredytów zagrożonych zwiększył się z 11,0% do 13,9%.
Inne zmiany	224,0	72,2	-68%	Bank finansował tworzenie rezerw celowych częściowo poprzez rozwiązywanie rezerwy ogólnej, którą zmniejszył o 108 mln pln.
Wynik operacyjny po rezerwach, w tym:	-39,5	2,1	-105%	Według podanych przez bank danych, wynik operacyjny po rezerwach z trudem osiągnął wartość pozytywną.
<i>Korekta - koszty finansowania udziału w Grupie PZU</i>	-125,6	-87,3	-31%	<i>Aby uzyskać prawdziwy obraz zyskowności banku, do podanego przez bank wyniku należy dodać utracone korzyści równe kosztom finansowania utrzymywania udziału w Grupie PZU.</i>
<i>Po korekcie</i>	86,2	89,4	4%	<i>Po uwzględnieniu kosztów finansowania udziału w Grupie PZU wynik operacyjny (po rezerwach) jednostek konsolidowanych metodą pełną wyniósł 89 mln pln, czyli o 4% więcej niż w 2001 r.</i>
Wydarzenia nadzwyczajne	0,8	0,0	-	
Wpływ PZU	56,4	76,4	35%	Widoczny w RZiS wpływ posiadania udziałów w PZU, będący różnicą pomiędzy konsolidowanymi zyskami i amortyzacją wartości firmy.
Konsolidowane zyski	101,5	121,5	20%	
Amortyzacja wartości firmy	-45,1	-45,1	0%	
Inne jednostki podporządkowane	10,1	9,1	-11%	
Konsolidowane zyski	0,1	1,3	1678%	
Amortyzacja wartości firmy	10,1	7,8	-23%	
Podatek	-8,1	96,4	-1286%	Wynik banku został powiększony dzięki pozytywnemu bilansowi rozliczeń z fiskusem.
Podatek wg stawki obowiązującej	11,0	-0,6	-	Aby zobrazować skalę korzyści banku z tytułu uznania wcześniej poniesionych strat za koszty uzyskania przychodu, wyliczyliśmy jaki podatek bank musiałby zapłacić, gdyby w 2002 r. niewystąpiły żadne różnice



Inne rozliczenia podatkowe	-19,2	96,9	-	pomiędzy zyskiem księgowym i podatkowym Pozycja ta obrazuje „zwrot podatku”
Wynik netto	19,9	183,9	826%	Bank uzyskał ROA na poziomie 1,0% i jedno z wyższych wśród banków giełdowych ROE na poziomie 11,4%.
Powtarzalne	-91,8	35,3	-	W niedużym stopniu było to efektem zyskowności działalności podstawowej.
Jednorazowe	111,6	148,6	-	Głównym źródłem zysków były zdarzenia jednorazowe.
Zmiana aktywów netto banku (skorygowane o podwyższenie kapitału i dywidendy)	-513,9	170,0	-	Preferowanym przez nas sposobem oczyszczania wyników z wpływu operacji księgowych jest analiza zmiany stanu aktywów netto (które naszym zdaniem najlepiej pokazują, ile zarobili akcjonariusze w danym okresie). Przez aktywa netto rozumiemy skorygowane aktywa (bez uwzględniania wartości firmy) pomniejszone o pasywa inne niż kapitały własne i rezerwy tworzone uznaniowo (rezerwy na ryzyko ogólne i różnego typu rezerwy restrukturyzacyjne). Zmianę tak wyliczonych aktywów netto korygujemy o przepływy pomiędzy akcjonariuszami a bankiem (nowe emisje akcji, wypłata dywidendy).

Źródło: bank, DI BRE Banku

Rozbicie wyniku 2002 r. na pionowy biznesowe przedstawia się wg spółki następująco (mln pln):

- działalność bankowa + 109,2
- działalność leasingowa + 19,5
- działalność maklerska – 5,1
- działalność faktoringowa + 4,2
- działalność PTE - 19,9
- pozostałe podmioty – 9,5
- udział w zyskach jednostek podporządkowanych i odpisy wartości firmy + 85,5

...dokąd zmierzamy?

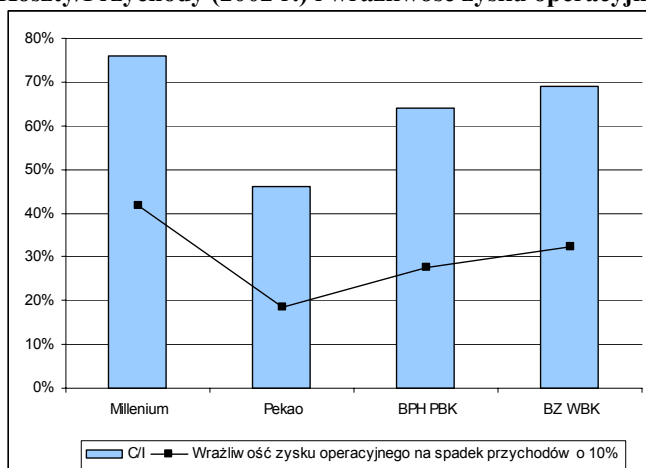
W roku 2003 nie spodziewamy się, że bank Millennium zrealizuje jakiegoś spektakularnego zysku kapitałowego. Oczekujemy, że na sprzedaży niespełna 20% udziałów w Polcardzie bank zarobi brutto ok. 45 mln pln. Na koniec 2002 r. Millennium wycenił udział w tej firmie wg ceny oferowanej przez GTech i odniósł to na kapitał z aktualizacji wyceny, zwiększając go o 33 mln pln., co odpowiada prognozowanemu zyskowi netto. W momencie uzyskania przez nabywcę wszelkich potrzebnych zgód nastąpi sfinalizowanie transakcji i pozycja ta zostanie przepisana do RZiS.

Bank staje przed trudnym zadaniem uzupełnienia zyskami z działalności podstawowej „dziury”, która powstaje w przychodach w sytuacji braku przychodów z transakcji jednorazowych. Jest to zadanie o tyle ambitne, że naszym zdaniem rok 2003 będzie bardzo trudny dla polskiego sektora bankowego. Po rozmowach z bankami znacząco obniżyliśmy nasze prognozy przychodów banków, ponieważ wydaje się, że marże będą spadać szybciej niż tego oczekiwano, a nie ma szans na rekompensatę tego procesu znacząco zwiększonym wolumenem.

Obawiamy się, że finansowanie znaczącej części firm znajdujących się w dobrej sytuacji finansowej odbywa się poza polskim sektorem bankowym (są to często spółki-córki międzynarodowych koncernów). O inne firmy będące bezpiecznymi kredytobiorcami agresywnie konkurują banki, zaniżając marże, a cała reszta podmiotów gospodarczych jest oceniana przez bankowców jako zbyt ryzykowni klienci. Z kolei klienci detaliczni co prawda zadłużają się coraz bardziej, ale sytuacja na rynku pracy (wysokie bezrobocie, zwłaszcza wśród młodzieży i brak pewności zatrudnienia) powoduje, że wzrost popytu na produkty bankowe jest niższy, niż się wcześniej spodziewaliśmy.



Koszty/Przychody (2002 r.) i wrażliwość zysku operacyjnego na spadek przychodów



Źródło: banki, DI BRE Banku

Obniżenie prognoz wzrostu rynku obniżyło wyceny zwłaszcza Millennium i innych banków o wysokich wskaźnikach Koszty/Przychody (C/I), ponieważ w ich przypadku spadek przychodów dramatycznie przekłada się na spadek zysku operacyjnego (można powiedzieć, że banki te mają większą dźwignię kosztową).

Prognoza wyników w 2003 r z komentarzem

	2002	2003	Zmiana	Uwagi
Przychody odsetkowe netto, w tym:	669,3	682,1	2%	Zakładamy spadek marży odsetkowej z 3,5% w 2002 r. do 3,4% (patrz rozdział „Oczekujemy zawężenia się marż odsetkowych”). Przyjmujemy, że mimo sytuacji w sektorze bankowi uda się zwiększyć marże odsetkowe „zwykłe” (z wyłączeniem SWAPów) z 2,3% do 2,7%, m.in. dzięki zwiększeniu udziału w aktywach kredytów złotych. (patrz „Akcja kredytowa Millennium”) Bardzo trudną do prognozowania pozycją są przychody SWAPowe, które będą kontynuowały tendencję spadkową, przyczyniając się do spadku marż polskich banków.
odsetki "zwykłe"	438,7	543,7	24%	
SWAPy	230,6	138,4	-40%	
Oplaty i prowizje	217,0	234,3	8%	
Przychody finansowe, w tym:	437,4	225,7	-48%	Sprzedaż Polcardu
Powtarzalne	211,4	180,7	-15%	
Jednorazowe	226,0	45,0	-	
Operacje walutowe	70,2	84,2	20%	
WNDB	1 393,9	1 226,4	-12%	
Powtarzalne	1 167,9	1 181,4	1%	
jednorazowe	226,0	45,0	-80%	
Inne przychody/koszty	23,6	26,0	10%	
powtarzalne	1,0	26,0	2516%	
jednorazowe	22,6	0,0	-	
Przychody razem, w tym:	1 417,5	1 252,4	-12%	
powtarzalne	1 168,9	1 207,4	3%	
jednorazowe	248,6	45,0		
Koszty osobowe	-405,3	-345,7	-15%	Zatrudnienie w banku zostało zredukowane o 23%, a w 2003 r. możliwe jest kontynuowanie redukcji, ale niepokoją wysokie wynagrodzenia zarządu.

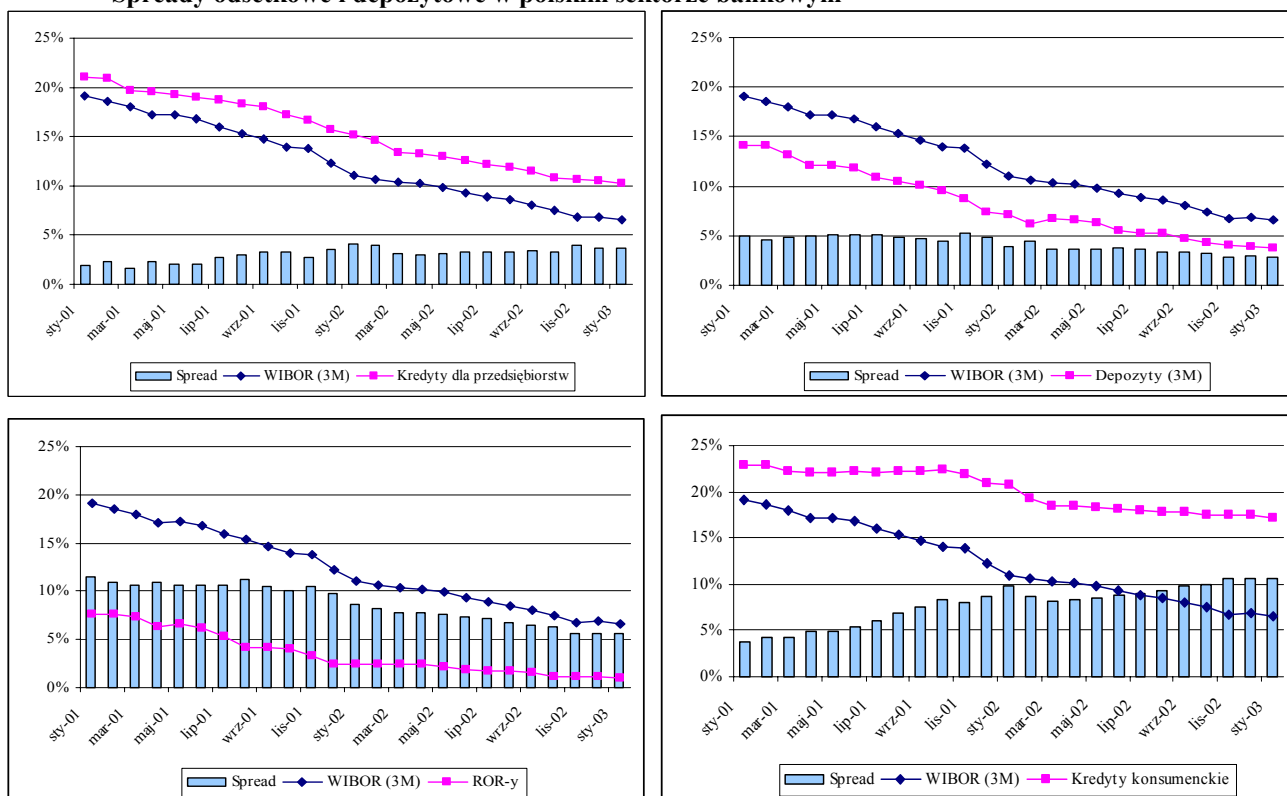


Koszty rzeczowe	-546,8	-433,4	-21%	Bank musi wdrożyć ambitny program kontroli kosztów. Zakładamy, że tak się stanie i oprócz 100 mln pln oszczędności wynikających z nieponiesienia kosztów restrukturyzacji, bank zredukuje pozostałe koszty o 3%.
Amortyzacja	-126,1	-129,9	3%	Wczesne wdrożenie nowoczesnego systemu IT spowodowało, że bank od dłuższego czasu ma wysoki wskaźnik kosztów amortyzacji, dopiero teraz osiągany przez inne banki. Nie widzimy tu miejsca na redukcję kosztów.
Koszty razem, w tym:	-1 078,2	-908,9	-16%	Zakładamy, że dzięki korzyściom ze zmniejszonego zatrudnienia i dzięki efektowi wysokiej bazy (koszty jednorazowe ponoszone w 2002 r., bank znacząco ograniczy koszty (patrz szerzej: <u>Wysokie koszty zagrożeniem rentowności</u>)
powtarzalne	-978,2	-908,9	-7%	Przy wysokich poziomach kosztów zakładana przez nas redukcja powtarzalnych kosztów o 7% wydaje się niewystarczająca, ale obawiamy się, czy rzeczywistość nie będzie jeszcze bardziej rozczarowująca.
jednorazowe	-100,0	0,0	-	
Wynik operacyjny, w tym:	339,3	343,4	1%	Oczekujemy, że pozytywne efekty restrukturyzacji zrównoważą brak spektakularnych transakcji
powtarzalne	190,7	298,4	57%	
jednorazowe	148,6	45,0	-70%	
Saldo rezerw, w tym:	-337,2	-291,2	-14%	Oczekujemy obniżenia salda rezerw z poziomu 3,5% portfela kredytowego do 2,4% (patrz: <u>Czy czekają nas dalsze wysokie rezerwy?</u>)
Zmiana stanu rezerw celowych	-409,4	-262,1	-36%	
Inne zmiany	72,2	-29,1	-140%	
Wynik operacyjny po rezerwach, w tym:	2,1	52,2	2392%	
<i>Korekta - koszty finansowania udziału w PZU</i>	<i>-87,3</i>	<i>-68,1</i>	<i>-22%</i>	<i>Niższe stopy procentowe spowodują niższe koszty utraconych korzyści, wynikające z utrzymywania udziałów w Grupie PZU</i>
<i>Po korekcie</i>	<i>89,4</i>	<i>120,2</i>	<i>34%</i>	
Wydarzenia nadzwyczajne	0,0	0,0		
Wpływ PZU	76,4	52,1	-32%	
Konsolidowane zyski	121,5	97,2	-20%	PZU zapowiedziało, że wynik Grupy PZU w 2003 r. może być niższy niż w 2002 r.
Amortyzacja wartości firmy	-45,1	-45,1	0%	
Inne jednostki podporządkowane	9,1	6,1	-33%	
Konsolidowane zyski	1,3	1,0	-20%	
Amortyzacja wartości firmy	7,8	5,1	-35%	
Podatek	96,4	-3,2	-103%	
Podatek wg stawki obowiązującej	-0,6	-14,1		
Inne rozliczenia podatkowe	96,9	10,9		Oczekujemy ujawnienia się dalszych „ukrytych aktywów podatkowych”, ale na skalę dużo mniejszą niż w 2002 r.
Wynik netto	183,9	107,2	-42%	
Powtarzalne	35,3	62,2	76%	
Jednorazowe	148,6	45,0	-70%	
Zmiana aktywów netto banku (skorygowane o podwyższenie kapitału i dywidendy)	170,0	68,8	-60%	Zmiana aktywów będzie mniejsza niż raportowany zysk netto, ponieważ w kapitałach z aktualizacji wyceny już na koniec 2002 r. znalazła wyraz wyższa wycena Polcardu. Zakładamy także wykorzystanie rezerwy restrukturyzacyjnej (klasyfikowanej przez nas jako część aktywów netto).

Oczekujemy zawężenia się marż odsetkowych

Rok 2003 pokaże, jak banki przyzwyczajone do wysokich nominalnie i realnie stóp procentowych, poradzą sobie w zmienionym otoczeniu makroekonomicznym. Co prawda już w 2002 r. nastąpiły znaczące obniżki stóp procentowych, ale dla banków oznaczały one nie tylko zmniejszone przychody odsetkowe ale i zyski na wycenie obligacji, których wycena rosła wraz ze spadającymi stopami procentowymi. Dane NBP wskazują, że w ostatnich miesiącach bankom udało się zwiększyć spready kredytowe, zwłaszcza na kredytach konsumpcyjnych, co zrównoważyło zmniejszenie spreadów depozytowych i pozwoliło utrzymać spread kredyty korporacyjne ogółem - 3-miesięczne depozyty detaliczne na poziomie ok. 7%.

Spready odsetkowe i depozytowe w polskim sektorze bankowym



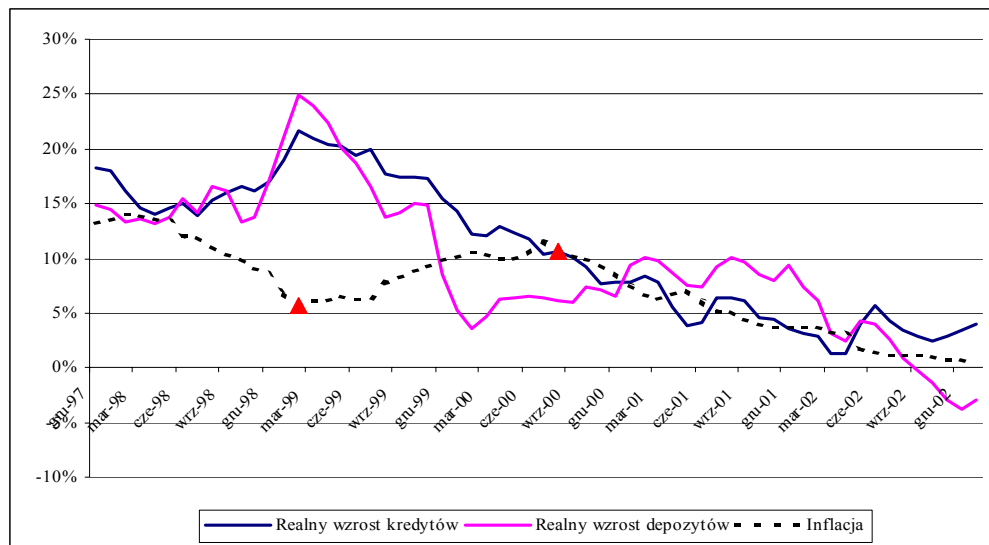
Źródło: NBP, Internet Securities, DI BRE Banku

Dzięki utrzymaniu wysokiego oprocentowania kredytów udało się bankom zachować wysokie marże, ale nie oceniamy tego jako sukces banków.

Po pierwsze, wydaje się, że utrzymywanie wysokiego oprocentowania kredytów konsumpcyjnych wynika z problemów wielu banków z dokonaniem dobrego oszacowania ryzyka danego klienta. W takiej sytuacji ustalają one oprocentowanie na wysokim, niejako zaporowym poziomie. Jeżeli nasili się konkurencja ze strony banków dysponujących bardziej wyrafinowanymi narzędziami oszacowania ryzyka kredytowego, może okazać się, że banki ustalające jednakowo wysokie oprocentowanie dla wszystkich klientów pozostaną tylko z najgorszymi klientami, którym w innych bankach zaproponowano jeszcze wyższe oprocentowanie lub odmówiono kredytu (a to oznacza portfel kredytowy nie tylko mniejszy, ale i gorszej jakości).

Po drugie, dane NBP pokazują, że w dalszym ciągu sektor bankowy pogrążony jest w stagnacji. Trudno ocenić, na ile jest to efektem polityki cenowej banków, ale na pewno utrzymywanie wysokiego oprocentowania kredytów nie zachęca przedsiębiorstwa i osoby prywatne do zaciągania kredytów. W sytuacji kiedy banki ponoszą koszty utrzymania rozbudowanej sieci dystrybucji, dławienie akcji kredytowej negatywnie wpływa na wyniki banków.

Roczna dynamika kredytów i depozytów w polskim sektorze bankowym

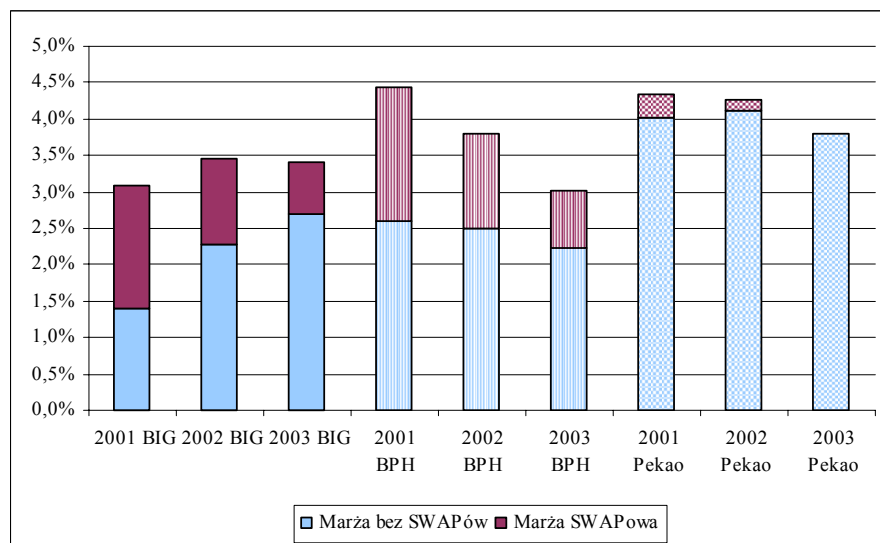


Źródło: NBP, GUS, DI BRE Banku

Utrzymywanie wysokich spreadów kredytowych tłumaczy się ucieczką przed ryzykiem. Wydaje się, że w sytuacji kiedy banki uznają, że sytuacja kredytobiorców przestała się pogarszać, a jednocześnie statystyki wskażą, że akcja kredytowa innych banków nabiera rozpędu, banki mogą przestraszyć się, że „rynek im odjedzie” i znacząco obniżyć marże, aby utrzymać lub zwiększyć swój udział w rosnącym rynku.

Jednak głównym powodem zmniejszania się marż odsetkowych będą naszym zdaniem niższe zyski z operacji SWAP. Już w 2002 r. można było zaobserwować zmniejszanie się przychodów z operacji SWAP, co było w pełni zrozumiałe w sytuacji zmniejszającej się różnicy pomiędzy oprocentowaniem w walucie polskiej i w walutach zagranicznych. Tendencja ta będzie kontynuowana w 2003 r. Z drugiej strony, mniejsza różnica pomiędzy oprocentowaniem walutowym i złotowym spowoduje powiększenie się spreadu pomiędzy oprocentowaniem walutowych kredytów i złotych depozytów, tak więc może przyczynić się do zwiększenia przychodów odsetkowych netto na działalności depozytowo-kredytowej.

Marża odsetkowa w rozbiciu na operacje SWAP i pozostałe



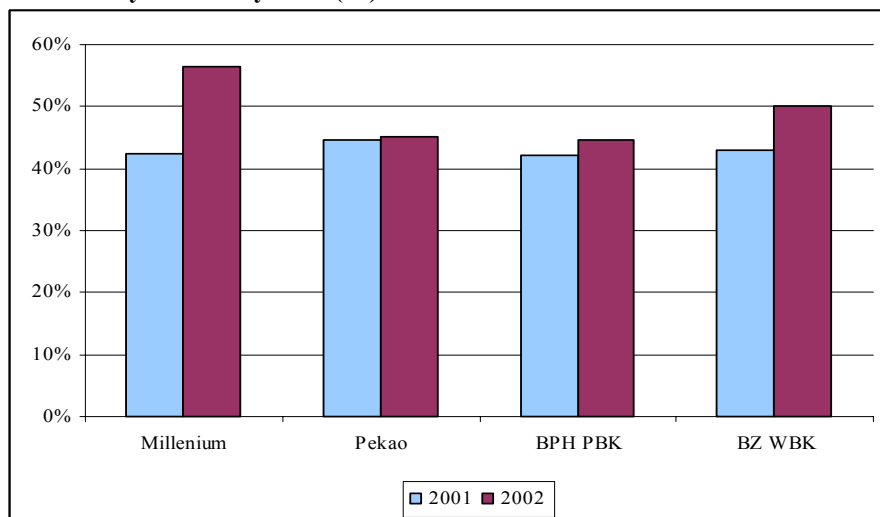
Źródło: banki, DI BRE Banku



Akcja kredytowa Millennium

W 2002 r. kredyty udzielone klientom zwiększyły się o 25% i wyniosły 10,5 mld pln. Dzięki temu bank osiągnął wyższy niż większość konkurentów udział kredytów w aktywach (56%), co z jednej strony zwiększa ryzyko działalności, ale z drugiej wydaje się dobrym posunięciem w sytuacji oczekiwanego spadku rentowności obligacji.

Udział kredytów w aktywach (%)



Źródło: banki, DI BRE Banku

Miarą wziętego przez bank ryzyka może być porównanie aktywów banku z wymogiem kapitałowym, który stanowi miarę ryzyka (kredytowego, rynkowego i koncentracji wierzytelności), ponoszonego przez banki. Po pomnożeniu przez 12,5 stanowi on w pewnym sensie odpowiednik (zmodyfikowaną wersję) aktywów ważonych ryzykiem. Dzieląc uzyskaną liczbę przez aktywa uzyskujemy wskaźnik obrazujący „nasylenie aktywów ryzykiem”. Dla Millennium wskaźnik ten wynosi 87%, podczas gdy dla BPH PBK 66%, a dla Pekao 54%. Wskazuje to stosunkowo duże ryzyko (głównie kredytowe), ponoszone przez bank.

Aktywa a wymóg kapitałowy wybranych banków

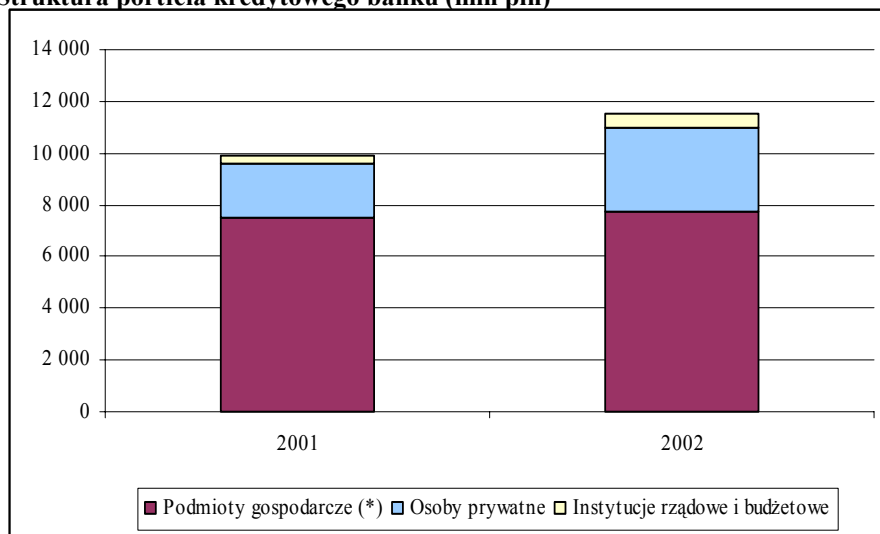
	Aktywa	Wymóg kapitałowy	x 12,5	Wskaźnik ryzyka aktywów
Millennium	18 726	1 298	16 224	87%
Pekao	65 084	2 831	35 388	54%
BPH PBK	42 561	2 264	28 301	66%
BZ WBK	24 913	1 391	17 385	70%

Źródło: banki, DI BRE Banku

W 2002 r. motorem wzrostu były kredyty detaliczne, które wzrosły o 61% i stanowiły na koniec roku 28% portfela kredytowego.



Struktura portfela kredytowego banku (mln pln)



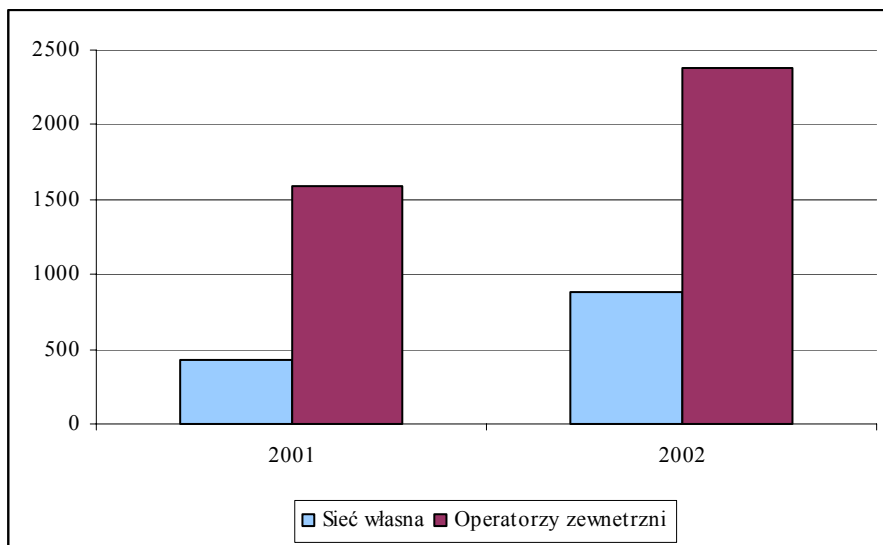
Źródło: bank, DI BRE Banku

(*) Kategoria „Podmioty gospodarcze” obejmuje również niebankowe instytucje finansowe

W dalszym ciągu sprzedaż kredytów detalicznych następuje głównie za pośrednictwem operatorów zewnętrznych. Stawia to pod znakiem zapytania sens utrzymywania sieci 300 oddziałów Millennium skoro i tak 73% kredytów zostało udzielonych przez pośredników. Warto jednak zauważyć, że sytuacja uległa poprawie (rok temu udział kredytów udzielonych przez operatorów zewnętrznych wynosił 79%), a wolumen kredytów udzielonych za pomocą sieci własnej wzrósł o 103%, m.in. dzięki intensywnej sprzedaży kredytów hipotecznych, z których 385 mln pln zostało udzielonych za pośrednictwem oddziałów banku.

Zakładamy, że bank w dalszym ciągu będzie zwiększać udział kredytów sprzedawanych we własnej sieci, co powinno pozytywnie przełożyć się na marżę odsetkową (bank wykazuje koszty pośredników w rozliczeniu przychodów i kosztów odsetkowych) oraz przychody prowizyjne.

Kredyty detaliczne wg sieci dystrybucji



Źródło: bank, DI BRE Banku

Pozytywnie należy ocenić rozwój sprzedaży przez bank nowoczesnych produktów bankowych: kredytów hipotecznych i kart kredytowych. Co prawda trudno uznać Millennium za lidera tych rynków, ale widać, że dynamicznie zdobywa rynek. Kredyty hipoteczne, których sprzedaż rozpoczęto we wrześniu 2001 r., stanowiły na koniec 2002 r. ponad 8% portfela kredytowego. Jest

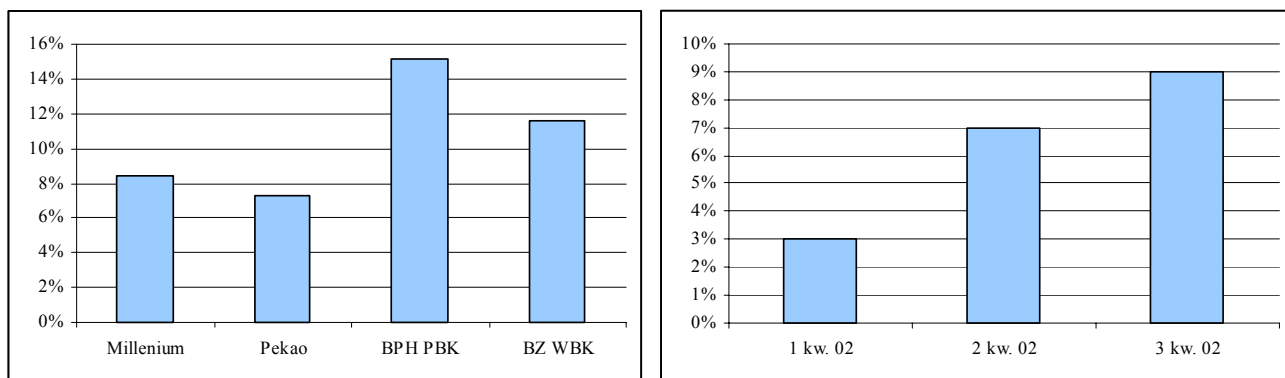
to mniej niż w przypadku rynkowych liderów (w BPH PBK 15% kredytów to kredyty hipoteczne, w BZ WBK – 12%), ale warto zauważyć, że więcej niż w Pekao (7%). Zdaniem banku, udział Millennium w nowoudzielanych kredytach wyniósł w 3 kw. 2002 r. 9%, co oznaczało trzecie miejsce w sektorze.

Podobnie przedstawia się sytuacja z kartami kredytowymi: 47 tys. wydanych kart i zadłużenie w wys. 93 mln pln może być powodem do zadowolenia, zwłaszcza że średnie zadłużenie na kartę wynosi w Millennium więcej niż w Banku Handlowym (odpowiednio 2,0 i 1,8 tys. pln).

W 2003 r. wzrost sprzedaży tych produktów zależeć będzie nie tylko od banku, ale także od sytuacji rynkowej, rozpatrywanej w aspekcie dwóch czynników:

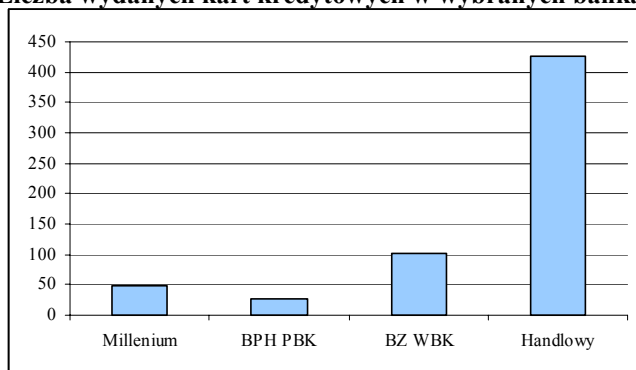
- Od sytuacji gospodarczej, stopy bezrobocia (zwłaszcza wśród młodych ludzi) i nastrojów ludności zależeć będzie tempo przyrostu wolumenu kredytów hipotecznych i sprzedaży kart kredytowych,
- Trudno przewidzieć jak duża konkurencja będzie panować w sektorze („obudzenie się olbrzyma”, czyli przestawienie się banku Pekao na naprawdę ofensywną politykę sprzedaży może zmienić obraz rynku kredytów hipotecznych).

Udział kredytów hipotecznych w portfelu kredytowym (%) i udział Banku Millennium w nowoudzielonych kredytach hipotecznych (%)



Źródło: banki, DI BRE Banku

Liczba wydanych kart kredytowych w wybranych bankach (tys. szt.)



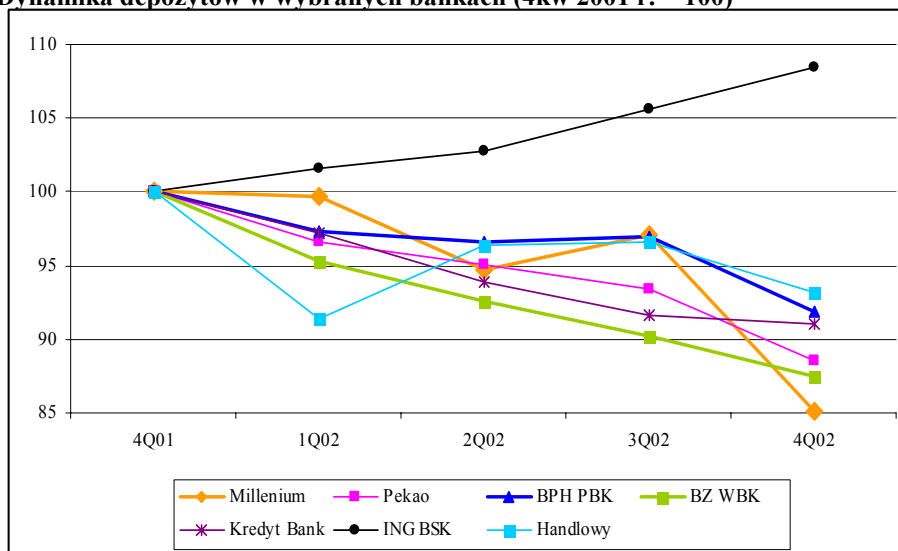
Źródło: banki, DI BRE Banku

Trudna sytuacja na rynku depozytów

Prawie wszystkie banki zmagaly się w 2002 r. z problemem zmniejszającej się bazy depozytowej. Do 3 kw. Bank Millennium radził sobie w miarę dobrze i był w grupie banków o najmniejszym spadku wolumenu depozytów. Jednak 4 kw. był katastrofalny, depozyty spadły o 1,6 mld (14%).

Nie można tego zjawiska przypisać jedynie „efektowi obligacji”, ponieważ bank wyemitował w 2002 r. obligacje o wartości 324 mln pln (druga seria, sprzedawana na przełomie roku, przyniosła bankowi następne 93 mln pln). Wydaje się, że bank stracił niektórych klientów w trakcie wprowadzania zintegrowanej platformy informatycznej (co zawsze powoduje pewne zamieszanie) i wprowadzania zuniformalizowanego wyglądu oddziałów (być może część klientów przywiązana była do klasycznych oddziałów i tradycyjnej marki Banku Gdańskiego).

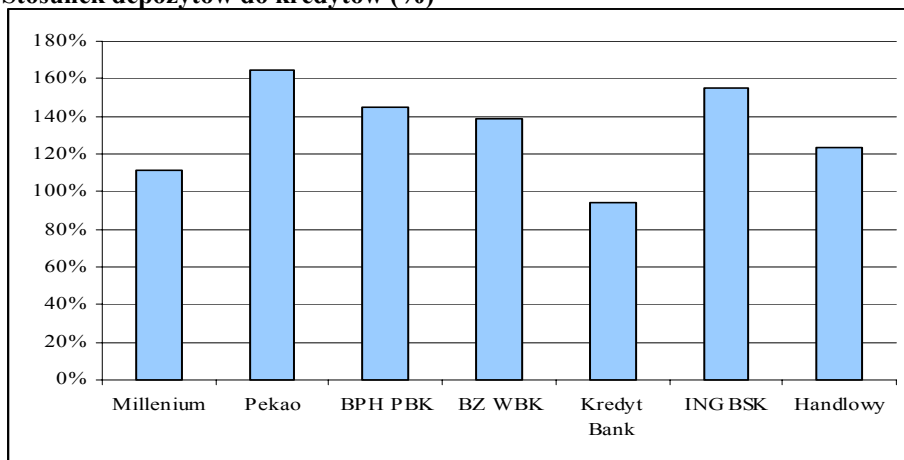
Dynamika depozytów w wybranych bankach (4kw 2001 r. = 100)



Źródło: banki, DI BRE Banku

Co prawda w 2002 r. spadek funduszy klientów ogółem (-9,6%) był mniejszy niż spadek depozytów z uwzględnieniem obligacji (-12,1%) i mniejszy niż spadek samych depozytów (-14,5%), ale trudno potraktować spadek o ok. 10% za zdarzenie pozytywne. Jak widać, sieć Millennium nie jest (przynajmniej na razie) efektywnym kanałem pozyskiwania depozytów. Być może promocja nowej marki przyniesie poprawę pod tym względem, ale póki co brak finansowania depozytami ludności może stworzyć barierę dla rozwoju akcji kredytowej. Tym bardziej można postawić pytanie o zasadność udzielania kredytów za pośrednictwem zewnętrznych agentów.

Stosunek depozytów do kredytów (%)



Źródło: banki, DI BRE Banku

W sytuacji problemów z pozyskaniem większych depozytów, bank konsekwentnie próbuje pozyskać środki poprzez emisję obligacji oszczędnościowych i finansowanie się na rynku międzynarodowym. Pod koniec marca zawiadomił o zaciągnięciu 3-letniej pożyczki konsorcjalnej w kwocie 165 mln EUR.

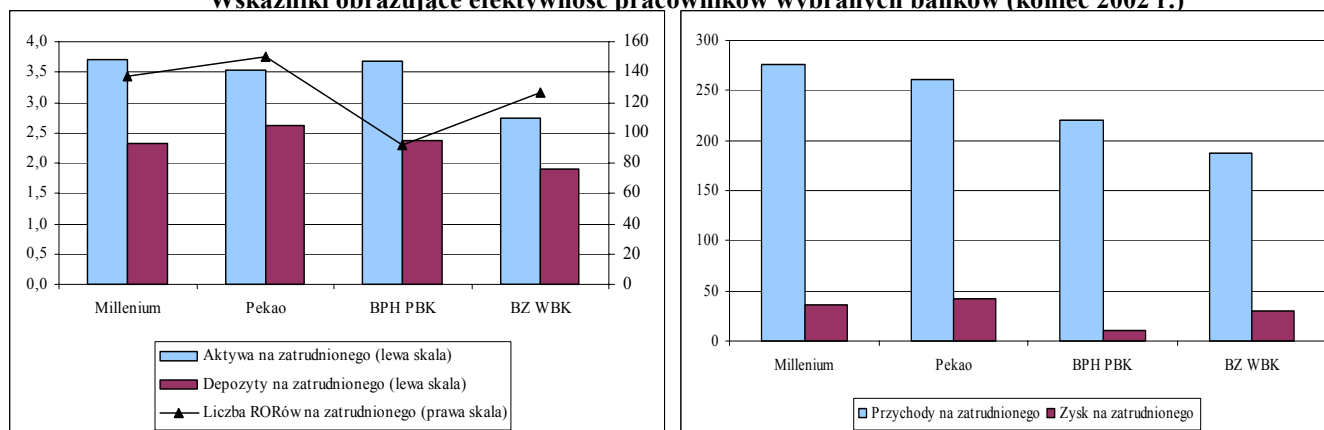
**Emisja obligacji przez Bank Millennium**

Serial	Oferta (tys. obligacji)	Subskrybowano (tys. obligacji)	Pozyskane środki (mln pln)	Średnia rentowność (%)
A1	5500	3410,1	324,3	5,1%
A2	1300	966,0	92,5	4,7%
A3	3100	2196,2	210,9	4,7%
A4	1900	2012,9	183,0	4,8%
A5	2000	b.d.	b.d.	4,2%-4,9%
A6	2000	b.d.	b.d.	4,1%-4,8%

Źródło: bank, DI BRE Banku

Wysokie koszty zagrożeniem dla rentowności

W 2002 r. bank Millennium miał jedno z najwyższych kosztów (w porównaniu do aktywów) wśród banków giełdowych (koszty ogółem stanowiły 5,6% średniorocznych aktywów wobec 3,2% w Pekao, 3,8% w BPH PBK i 5,2% w BZ WBK). Redukcje personelu, wprowadzone w ślad za uruchomieniem jednolitego systemu informatycznego, doprowadziły wskaźniki obrazujące efektywność personelu do poziomów innych banków. Jednak samo zwolnienie 23% pracowników w niedużym stopniu poprawi sytuację kosztową banku.

Wskaźniki obrazujące efektywność pracowników wybranych banków (koniec 2002 r.)

Źródło: banki, DI BRE Banku

Po pierwsze, koszty personelu nie są największym problemem banku. Stanowiły co prawda 2,1% aktywów, a więc więcej niż w Pekao (1,6%) i BPH PBK (1,8%), ale mniej niż w BZ WBK (2,5%). Gdyby w dodatku uwzględnić, że blisko 7% tych kosztów przypadało na wynagrodzenie zarządu (27 mln pln w 2002 r), to okaże się, że redukcja kosztów zatrudnienia pracowników, co prawda potrzebna, nie jest jedyną istotną sprawą. Równie ważne byłoby ograniczenie wynagrodzenia zarządu banku, ponieważ obecny poziom jest bardzo wysoki, zwłaszcza jeśli porównamy go z wynikami finansowymi banku.

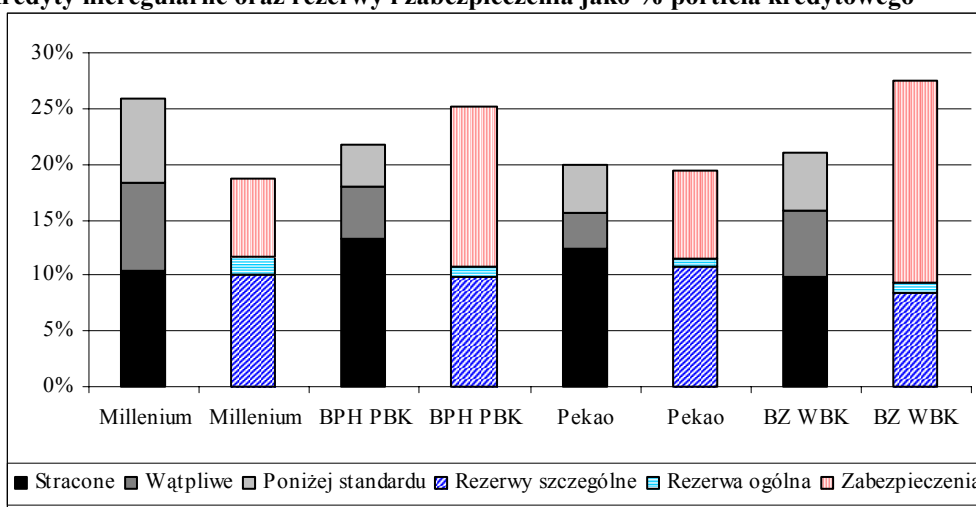
Po drugie, głównym obciążeniem kosztowym w banku jest amortyzacja i pozostałe koszty. Amortyzacja wynosi 0,7%, a więc więcej niż w Pekao, BPH PBK i BZ WBK (odpowiednio 0,3%, 0,55 i 0,6%), ale nie ma co liczyć na poprawę sytuacji w Millennium. To raczej inne banki w związku z wdrożeniem nowych systemów IT zwiększą koszty amortyzacji (nastąpi to zwłaszcza w BZ WBK i Pekao). Inaczej jest jeśli chodzi o pozostałe koszty. W 2002 r. stanowiły one w Millennium 2,8% aktywów, a po wyłączeniu 100 mln pln kosztów restrukturyzacji 2,3%. Bez znaczącej redukcji tej pozycji trudno będzie bankowi osiągnąć zapowiadaną poprawę rentowności.

Czy czekają nas dalsze wysokie rezerwy?

Ostatnie kwartały przynosiły negatywne zaskoczenia co do wysokości rezerw w wielu bankach, a jednym z bardziej spektakularnych przypadków było saldo rezerw banku Millennium w 4 kw. 2002 r. Dlatego jakość portfela kredytowego i wynikające z niego saldo rezerw jest powodem obaw analityków i inwestorów. Analiza statyczna (jakości portfela, stanu rezerw i zabezpieczeń prawnych), wskazuje, że można mieć powody do obaw.

Po pierwsze, niepokoi duży udział kredytów nieregularnych. Różnie można interpretować fakt, że przy podobnym udziale kredytów straconych Millennium ma dużo więcej kredytów wątpliwych i poniżej standardu. Optymiści powiedzą, że wynika to z bardziej konserwatywnej klasyfikacji kredytów i zaliczania do kredytów nieregularnych należności, które w innych bankach są uznawane za normalne. Pesymiści uznają, że w miarę starzenia się portfela kredytowego, bankowi grozi przechodzenie należności do niższych kategorii.

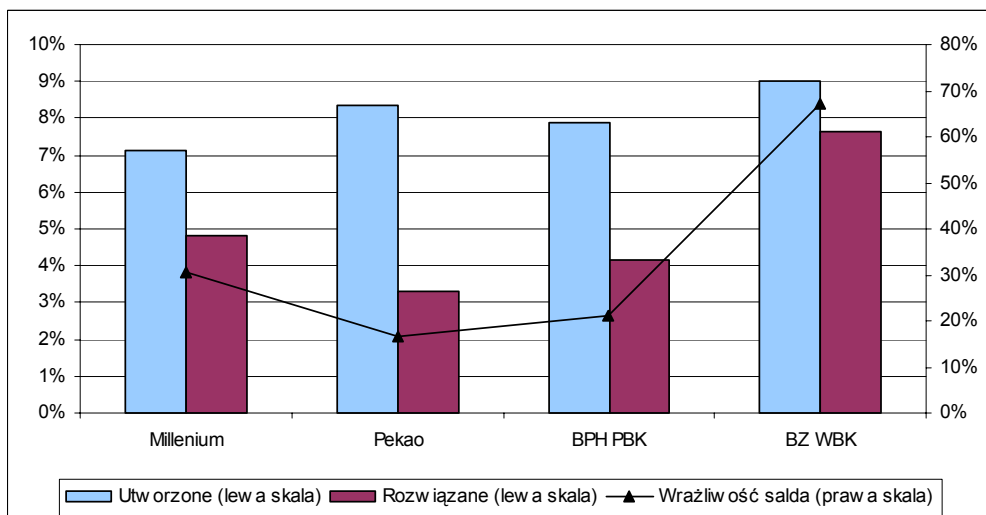
Kredyty nieregularne oraz rezerwy i zabezpieczenia jako % portfela kredytowego



Źródło: banki, DI BRE banku

Po drugie, negatywnie należy postrzegać fakt, że suma rezerw celowych, rezerwy ogólnej i zabezpieczeń prawnych jest mniejsza niż wolumen kredytów nieregularnych. Bank ma stosunkowo mało zabezpieczeń prawnych należności, a stosunek rezerw do całości portfela kredytowego jest na podobnym poziomie jak w innych bankach, mimo większego udziału kredytów nieregularnych.

Utworzone i rozwiązane rezerwy celowe jako % portfela kredytów oraz zmiana salda rezerw w sytuacji zmniejszenia wolumenu tworzonych rezerw o 10%.



Źródło: banki, DI BRE Banku



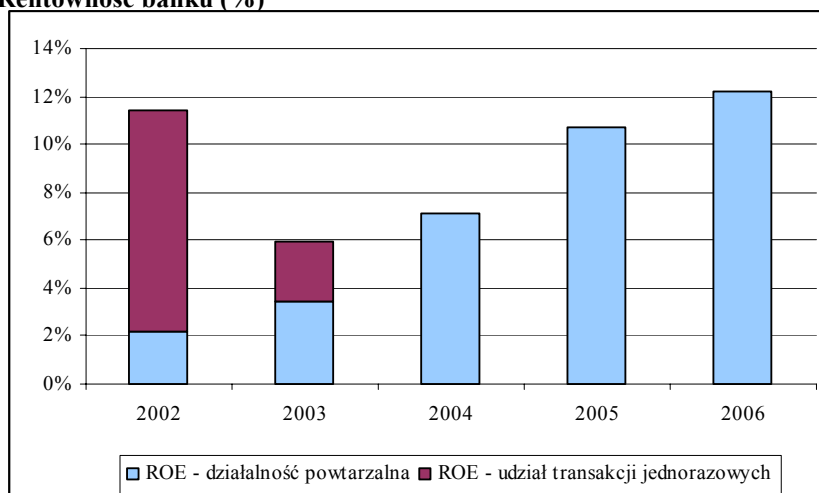
Analiza dynamiczna (wielkości tworzonych i rozwiązywanych rezerw) również nie daje jednoznacznych rezultatów. Z jednej strony bank nie imponuje skalą tworzonych rezerw, ale z drugiej może się pochwalić dużą ilością rozwiązywanych rezerw, co mogłoby sugerować, że jakość portfela jest lepsza niż wskazywałaby na to klasyfikacja wg zasad NBP i w momencie spłacenia kredytów klasyfikowanych jako nieregularne bank rozwiązuje rezerwy. Ze względu na duży udział rozwiązywanych rezerw, gdyby Millennium udało się ograniczyć tworzenie rezerw o 10%, to ich saldo spadłoby aż o 31%.

Szczególną obawę wywołuje sytuacja finansowa firmy leasingowej Prolim, w której bank ma duże zaangażowanie kapitałowe oraz kredytowe. Udział banku w wysokości 25% wyceniany jest na 2,2 mln, ale dużo większa jest ekspozycja kredytowa. Prolim jest największym kredytobiorcą banku i jego zobowiązania wynoszą 298,6 mln zł. W znacznym stopniu kredyty te finansują działalność leasingową Prolimu, w tym m.in. przejęcie nieruchomości i ruchomości Morskiej Bazy Paliw Płynnych w Świnoujściu od będącej klientem banku spółki z grupy upadającej Stoczni Szczecińskiej. Bank udzielił kredytu spółce leasingowej, który został przeznaczony na sfinansowanie umowy leasingowej. W wyniku jej podpisania spółka z grupy Stoczni Szczecińskiej dokonała spłaty wszystkich wierzytelności banku wynikających z umowy kredytowej. Z przedstawionych przez bank danych wynika, że 19,5% portfela należności Prolimu zaklasyfikowano jako należności zagrożone (w tym 9,6 % należności stracone i 9,4% należności wątpliwe). Niestety nie znamy pokrycia rezerwami należności Prolimu i trudno ocenić, czy kapitały spółki (12,4 mln zł) wystarczą na pokrycie ewentualnych strat na należnościach zagrożonych. Gdyby okazało się, że Prolim w niewystarczającym stopniu tworzy rezerwy na należności, to nie można wykluczyć, że w przypadku pogorszenia się sytuacji klientów firma ta mogłaby stanąć na granicy upadłości, a w tej sytuacji bank musiałby utworzyć rezerwy na należność od Prolimu, w wysokości 20%, 50% lub 100% kwoty zadłużenia.

Podsumowanie prognoz finansowych

Pozytywnie oceniamy strategię banku zwiększenia akcji kredytowej i polepszenia struktury portfela poprzez zwiększenie udziału bezpiecznych kredytów hipotecznych i wysoko marżowych kredytów konsumpcyjnych. Wydaje się, że łącząc silną akcję reklamową z oferowaniem atrakcyjnych produktów bankowych po cenach zbliżonych do średnich rynkowych, bank będzie w stanie utrzymać w 2003 r. poziom przychodów powtarzalnych na poziomie z roku ubiegłego, mimo niższych stóp procentowych. Wierzymy, że bankowi uda się również ograniczyć koszty osobowe, rzeczowe oraz koszty rezerw, co pozwoli zrekompensować mniejsze przychody ze sprzedaży udziałów. Jednak ze względu na niższe przychody z PZU oraz brak spektakularnych korzyści podatkowych, oczekujemy, że zysk netto w 2003 r. spadnie o ok. 42%.

Rentowność banku (%)



Źródło: bank, DI BRE Banku



W dalszej perspektywie prognozujemy stopniową poprawę zyskowności banku, ale w tempie pozwalającym dopiero w 2006 r. osiągnąć ROE na poziomie 12%. Jest to mniej niż spodziewaliśmy się wcześniej. Obniżenie przez nas oczekiwań wzrostu całego rynku spowodowało zmniejszenie prognoz dla banku. Jednocześnie nawet nasze prognozy obciążone są dużym ryzykiem, ponieważ osiągnięcie prognozowanych przez nas wyników wymagać będzie od banku zwiększenia sprzedaży produktów bankowych za pomocą własnej sieci sprzedaży przy jednoczesnej ścisłej kontroli kosztów i stopniowej poprawie portfela kredytowego.

Pozycja strategiczna banku

Oczekiwania rynku na zmianę na stanowisku prezesa banku na razie się nie spełniły. Prezes Bogusław Kott nie tylko pozostał na stanowisku, ale w dodatku został powołany w skład zarządu BCP. Jednak warto zauważyć, że w nowym zarządzie Millennium połowę stanowią ludzie blisko związani z BCP. Za takich można bowiem uznać Francisco de Lacerda, Fernando Bicho, Pedro Alvares Ribeiro i Jerzego Zdrzałkę (który był wcześniej członkiem rady nadzorczej, a obecnie zamienił się miejscami ze Zbigniewem Sobolewskim).

Obecność reprezentantów BCP w zarządzie i radzie nadzorczej polskiego banku oraz coraz ściślejsza fuzja personalna pomiędzy oboma bankami (oprócz Bogusława Kotta, obecność w zarządzie Millennium z zasiadaniem w zarządzie BCP łączy Francisco de Lacerda, a Jerzy Zdrzałka jest zastępcą dyrektora generalnego w BCP) wskazują na coraz ściślejsze związki pomiędzy bankami. Pozwala to porównać wyniki obu banków, aby spróbować odpowiedzieć sobie na pytanie, jakim bankiem może stać się Millennium, jeśli Portugalczycy ukształtują go na wzór BCP.

Porównanie wyników 2002 r. jest o tyle utrudnione, że BCP dokonał w tym roku nadzwyczajnego odpisu rezerw na ogólne ryzyko bankowe w wysokości 200 mln Euro (poniżej uwzględniono to w kosztach rezerw). Jednak jak widać nawet mimo przeżywanego problemów, BCP osiągnął w 2002 r. zwrot z kapitału na poziomie 12,5%, a więc więcej niż większość polskich banków. Osiągnięcie przez Bank Millennium rentowności portugalskiego właściciela, notującego w ostatnich latach ROE w okolicach 20%, nie będzie jednak sprawą prosta. Spodziewamy się, że szybciej dojdzie do obniżki marż w polskim sektorze do poziomów zachodnioeuropejskich niż do poprawy jakości portfela, prowadzącego do ponoszenia niższych kosztów rezerw. Dopiero zdecydowane zwiększenie wolumenu kredytów pozwoliłoby na zwiększenie przychodów i poprawienie wskaźnika Koszty / Przychody oraz zwiększenie dźwigni kapitałowej, a to wymagałoby poprawienia się koniunktury w polskim sektorze bankowym. Dodajmy, że zwiększenie rentowności polskiego banku do poziomu BCP powinno zaowocować wyższą wyceną Banku Millennium – przyjmując poziomy wyceny BCP potencjalnie polski bank mógłby być wyceniany 1,9 x wartość księgową, co dawałoby 3,9 pln.

Porównanie wskaźników Millennium i BCP

	Millennium			BCP	
	2001	2002	2003P	2001	2002
NIM	3,1%	3,5%	3,4%	2,2%	2,1%
Koszty rezerw / Średnie aktywa	1,3%	1,7%	1,4%	0,4%	0,8%
Kredyty / Aktywa	42%	56%	64%	68%	73%
Depozyty / Kredyty	162%	111%	90%	114%	105%
C/I	82%	76%	73%	58%	62%
ROA	0,1%	1,0%	0,5%	0,9%	0,4%
ROE	1,3%	11,4%	6,0%	28,5%	12,5%
Kapitały / Aktywa	7,4%	9,4%	8,5%	3,5%	3,5%
P / BV	1,6	1,4	1,3	1,9	1,9

Źródło: banki, DI BRE Banku.

Zaprezentowaliśmy porównanie wskaźników Millennium i BCP sądząc, że w dłuższej perspektywie wyniki różnych banków z jednej grupy kapitałowej powinny być coraz bardziej zbliżone. Nie zapominamy o tym, że cały czas znacząco różnią się warunki na rynkach bankowych



różnych krajów, ale wydaje się, że jakość zarządzania w ostatecznym rozrachunku decyduje o podstawowych czynnikach rozstrzygających o wyniku banków, czyli o innowacyjności produktów, kontroli kosztów, jakości portfela kredytowego i zarządzaniu kapitałem własnym. Jednak nie jest oczywiste, czy Bank Millennium pozostanie w strukturach grupy BCP. Od dłuższego czasu krąży po rynku pogłoski, że portugalski bank gotów byłby sprzedać udział w Millennium.

Uważamy, że Bank Millennium może stać się obiektem przejęcia ze strony zagranicznego banku zainteresowanego polskim rynkiem bankowym, na czym mogą skorzystać akcjonariusze mniejszościowi. Scenariusz sprzedaży Millennium przez portugalskiego inwestora uważamy za prawdopodobny z dwóch przyczyn: po pierwsze, BCP potencjalnie mógłby być zainteresowany wyjściem z inwestycji w Polsce, po drugie, Millennium byłby naszym zdaniem atrakcyjnym bankiem dla inwestora strategicznego.

Co jakiś czas powracają plotki, że BCP byłby zainteresowany wyjściem z inwestycji. Co prawda z drugiej strony uważa się, że w obecnej sytuacji nie ma szans, aby portugalski bank uzyskał zadowalającą go cenę. Jednak naszym zdaniem jest duża szansa, że w perspektywie 3 lat dojdzie do zmian w akcjonariacie polskiego banku. Pamiętajmy, że początkowo BCP miało być tylko jednym z trzech strategicznych partnerów polskiego banku, oprócz Eureko (wspierającego ówczesny BIG BG w dziedzinie ubezpieczeń) i innego banku, dzielącego się swoim doświadczeniem w dziedzinie bankowości korporacyjnej. Trzeci partner nigdy nie został wybrany, a więzy pomiędzy BCP i Eureko mocno się rozluźniły (zmniejszenie udziału BCP w Eureko do 5% i odkupienie od konsorcjum udziałów w Seguros e Pensoes, mimo to firmy te utrzymują, że ich współpraca w Polsce będzie kontynuowana). W tej sytuacji BCP może uznać, że uzyskany niejako przypadkiem udział 50% jest zbyt dużym zaangażowaniem tego banku na polskim rynku i zdecydować się na sprzedaż swoich akcji. Najprawdopodobniej nie nastąpi to jednak szybko, na co wskazuje wspomniana integracja personalna obu banków. W międzyczasie powinna być wyjaśniona kwestia struktury własnościowej PZU (potrzebne byłoby rozstrzygnięcie, czy 10% banku daje możliwość wpływu na zarządzanie grupa PZU czy jest to raczej inwestycja portfelowa). Nie można wykluczyć, że przed sprzedażą akcji BCP zdecydowałoby się zwiększyć swój udział, np. przez odkupienie akcji od Eureko.

Ostatnio pojawiły się plotki o zainteresowaniu Bankiem Millennium ze strony HSBC. Rzeczpospolita napisała, że polskim rynkiem zainteresowany jest brytyjski HSBC, jednocześnie przedstawiając prawdopodobną strategię wejścia tego banku na polski rynek. W pierwszym etapie zostałby tu założony oddział lub przedstawicielstwo HSBC, które zatrudniłoby miejscowych pracowników i rozpoznało lokalny rynek. W drugim etapie, po paru latach HSBC przejąłby jakiś lokalny bank. Przytoczono słowa przedstawiciela brytyjskiego banku, że ich celem jest zawsze miejsce w pierwszej trójce, a nie pod koniec pierwszej dziesiątki. Jednocześnie w tekście artykułu padło stwierdzenie, że potencjalnym obiektem zainteresowania inwestorów mógłby być Bank Millennium. To zdanie rozpałiło wyobraźnię inwestorów, mimo nielogiczności takiego scenariusza. Odkupienie udziałów w Millennium byłoby sprzeczne z zarysowaną wcześniej wersją sposobu wejścia HSBC na polski rynek, ponieważ po pierwsze, zakup banku nastąpiłby od razu, a nie po wcześniejszym zbudowaniu pozycji wyjściowej dzięki silnemu przedstawicielstwu, i po drugie, bank Millennium znajduje się w drugiej piątce polskich banków. Dlatego niespecjalnie wierzymy w szybkie odkupienie polskiego banku przez Brytyjczyków.

Jednak w dłuższej perspektywie spodziewamy się pojawienia się inwestora zainteresowanego Millennium. Sieć 300 placówek detalicznych ma szansę stać się dobrym kanałem dystrybucji produktów bankowych i parabankowych. Z punktu widzenia inwestora strategicznego nabycie tego banku jest jedną z najtańszych możliwości zbudowania znaczącej pozycji w polskim sektorze bankowym. Porównywalne ceny należałoby zapłacić za Kredyt Bank, ale placówki Millennium mają atrakcyjniejsze lokalizacje, a poza tym bank ten ma znacznie większą bazę klientów.

**Cena banków z punktu widzenia inwestora strategicznego**

	Mill.	BZ WBK	Pekao	BPH PBK	ING BSK	Kredyt Bank
Cena akcji	2,78	87,1	243,5	62,9	327	10
Kapitalizacja (mln pln)	2 361	14 437	6 992	4 589	4 254	1 479
Liczba RORów (tys.)	817	2 436	1 055	1150	1 075	399
Cena za klienta (tys. pln.)	2,89	5,93	6,63	3,99	3,96	3,71
Depozyty (mln pln)	11 714	48 378	27 465	17 250	20 024	19 194
Cena za depozyty (pln/pln)	0,20	0,30	0,25	0,27	0,21	0,08
Liczba oddziałów	385	831	550	432	350	387
Cena za oddział (mln pln)	6,13	17,37	12,71	10,62	12,16	3,82

Wycena

Wycena za pomocą metody DDM wskazuje, że jedna akcja banku jest warta 2,95 pln. Poniżej przedstawiamy założenia wyceny oraz sposób obliczenia.

Założenia modelu DDM

	2003	2004	2005	2006	+
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,0%
Premia za ryzyko	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,00%
Oczekiwana stopa zwrotu	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,0%

Źródła: DI BRE Banku

Wycena za pomocą modelu DDM

	2003	2004	2005	2006	+
BVPS (pln)	2,2	2,3	2,6	2,9	-
ROE (%)	6,0%	7,1%	10,7%	12,2%	12%
EPS (pln)	0,13	0,16	0,26	0,33	-
Wzrost EPS (%)	-42%	26%	65%	27%	4%
Docelowe P/BV					1,33
Wartość przyszła					3,76
Zdyskontowana wartość przyszła					2,83
Dywidendy	0,0	0,00	0,08	0,08	
Zdyskontowane dywidendy	0,00	0,00	0,06	0,06	0,12
Cena docelowa (12. 2003r.)					2,95

Źródła: DI BRE Banku



Analiza wskaźnikowa pokazuje, że bank jest drogi w porównaniu do innych banków w regionie.

Wskaźniki dla wybranych banków w regionie

Banki	P/E			ROE			P/BV		
	2002	2003P	2004P	2002	2003P	2004P	2002	2003P	2004P
OTP	10,6	9,0	8,3	26,5%	25,0%	22,3%	2,56	2,08	1,75
Komercni Banka	8,5	8,6	8,8	31,6%	25,9%	23,0%	2,35	2,12	1,94
Handelsbank	7,6	6,8	6,1	22,7%	21,7%	21,0%	1,59	1,38	1,21
Średnia	8,9	8,1	7,8	26,9%	24,2%	22,1%	2,2	1,9	1,6
Banki polskie									
BIG BG (s)	12,9	22,2	17,7	11,4%	6,0%	7,1%	1,36	1,30	1,21
BPH PBK (ns)	53,6	19,2	43,9	2,6%	7,0%	3,0%	1,39	1,31	1,37
BRE (ns)	-4,2	b.d.	b.d.	-18,9%	b.d.	b.d.	1,01	b.d.	b.d.
BZ WBK (s)	16,9	14,3	11,8	11,7%	12,1%	13,3%	1,83	1,65	1,49
Handlowy (ns)	27,8	21,5	18,1	4,2%	5,6%	7,8%	1,17	1,17	1,17
ING BSK (ns)	27,3	21,6	17,9	5,7%	6,8%	7,8%	1,52	1,43	1,35
Kredyt Bank (s)	-4,4	31,9	9,9	-17,5%	2,6%	8,2%	0,86	0,83	0,80
Pekao (s)	18,8	13,2	12,2	11,1%	15,1%	15,7%	2,05	1,94	1,89
Średnia	18,6	20,6	18,8	1,3%	7,9%	9,0%	1,4	1,4	1,3

Podsumowanie i rekomendacja

Podsumowując, naszym zdaniem inwestorzy długoterminowi mogą czekać na spełnienie się scenariusza pojawienia się nowego inwestora i liczyć na sprzedanie mu akcji w cenie znacząco wyższej od obecnego kursu. Inwestorom o krótszym horyzoncie inwestycyjnym zalecamy wyjście z inwestycji gdyby kurs znalazł się w przedziale 2,9-3,0 pln. Na podstawie metody DDM wyceniamy akcję na 2,95 pln i podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ.



Dane finansowe i wskaźniki

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT, PLN (mln)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Przychody odsetkowe netto	770	589	669	682	699	815	908
Przychody odsetkowe	2 795	2 716	1 932	1 682	1 640	1 850	2 117
Koszty odsetkowe	-2 025	-2 127	-1 262	-1 000	-941	-1 035	-1 209
Przychody pozaodsetkowe	605	446	725	544	544	592	632
Wynik z prowizji	255	214	217	234	277	318	350
Wynik z pozycji wymiany	55	58	70	84	97	111	128
Wynik z operacji finansowych	294	174	437	226	171	162	154
Wynik na działalności bankowej	1 375	1 035	1 394	1 226	1 243	1 407	1 540
Inne przychody operacyjne netto	-33	136	24	26	29	33	34
Przychody bankowe ogółem	1 342	1 171	1 417	1 252	1 272	1 439	1 574
Koszty nieodsetkowe	-1 636	-956	-1 078	-909	-953	-990	-1 029
Koszty osobowe	-488	-404	-405	-346	-362	-378	-396
Amortyzacja	-557	-127	-126	-130	-136	-143	-150
Inne koszty	-591	-426	-547	-433	-455	-469	-483
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	136	215	339	343	319	449	545
Saldo rezerw	-138	-254	-337	-291	-237	-255	-276
Inne	8	-34	-37	-40	-40	-40	-40
Zysk brutto	6	-74	-35	12	43	154	229
Podatek dochodowy	0	-8	96	-3	-11	-40	-60
Jednostki podporządkowane	50	102	123	98	103	108	114
Zysk netto	56	20	184	107	135	222	283
Dywidendy wypłacone	0	0	0	0	0	0	-68

PODSTAWOWE WSKAŹNIKI

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,5%	3,1%	3,5%	3,4%	3,0%	3,1%	2,9%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	5,8%	4,1%	4,5%	4,3%	3,7%	3,7%	3,5%
Spread odsetkowy	6,8%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,6%	3,5%
Koszty / Przychody	92%	82%	76%	73%	75%	69%	65%
Koszty / Aktywa	9,5%	5,0%	5,6%	4,5%	4,1%	3,7%	3,3%
Koszty osobowe / Przychody	28%	34%	29%	28%	28%	26%	25%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	101%	118%	99%	85%	74%	57%	51%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	1,8%	3,4%	3,5%	2,4%	1,5%	1,3%	1,2%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	32%	50%	53%	46%	45%	43%	42%
Zysk operacyjny / Aktywa	0,8%	1,1%	1,8%	1,7%	1,4%	1,7%	1,8%
ROE	3%	1%	11%	6%	7%	11%	12%
ROA	0,3%	0,1%	1,0%	0,5%	0,6%	0,8%	0,9%

ROCZNA STOPA WZROSTU

Zysk netto	-83%	-65%	826%	-42%	26%	65%	27%
Zysk operacyjny	-62%	58%	58%	1%	-7%	41%	21%
Przychody bankowe ogółem	65%	-13%	21%	-12%	2%	13%	9%
Przychody odsetkowe netto	48%	-24%	14%	2%	2%	17%	11%
Przychody pozaodsetkowe	96%	2%	29%	-24%	1%	9%	7%
Koszty nieodsetkowe	68%	-42%	13%	-16%	5%	4%	4%

**BILANS, PLN (mln)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Kasa i operacje z bankiem centralnym	456	466	283	292	303	318	334
Należności od sektora finansowego	1 833	1 687	804	850	822	1 226	1 595
Dłużne papiery wartościowe	5 222	4 955	3 029	2 727	1 909	1 336	1 470
Kredyty i pożyczki	6 369	8 448	10 552	13 718	17 833	21 399	24 609
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 223	427	1 327	1 128	1 241	1 365	1 501
Aktywa trwałe	2 239	960	936	955	983	1 013	1 043
Inne aktywa	839	2 173	1 029	1 059	1 091	1 124	2 281
Razem aktywa	18 181	19 926	18 726	21 453	24 868	28 427	33 440
Zobowiązania wobec sektora finansowego	2 230	2 307	2 339	3 158	3 631	3 994	4 394
Depozyty	12 503	13 695	11 714	12 300	14 391	16 550	19 860
Papiery wartościowe	300	303	552	1 657	2 154	2 800	3 641
Pożyczki podporządkowane	0	283	322	322	322	322	322
Inne zobowiązania	1 514	1 868	2 044	2 187	2 406	2 574	2 754
Kapitały własne	1 630	1 471	1 755	1 829	1 964	2 186	2 469
Kapitał zakładowy	425	849	849	849	849	849	849
Razem pasywa	18 181	19 926	18 726	21 453	24 868	28 427	33 440

ANALIZA AKTYWÓW

Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	19%	19%	28%	22%	17%	14%	12%
Kredyty nieregularne / Aktywa	7%	8%	16%	14%	12%	11%	9%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	24%	47%	39%	39%	39%	39%	39%
Rezerwy / Kredyty ogółem	5%	9%	11%	9%	7%	5%	5%
Rezerwy / Aktywa	2%	4%	6%	5%	5%	4%	4%
Kredyty nieregularne nie pokryte rezerwami / Kapitały własne	57%	59%	104%	100%	93%	84%	74%

WSKAZNIKI BILANSU

Kapitały własne / Aktywa	9%	7%	9%	9%	8%	8%	7%
Kredyty / Aktywa	35%	42%	56%	64%	72%	75%	74%
Depozyty / Aktywa	69%	69%	63%	57%	58%	58%	59%
Kredyty / Depozyty	51%	62%	90%	112%	124%	129%	124%
Stopa wzrostu kredytów	-28%	33%	25%	30%	30%	20%	15%
Stopa wzrostu depozytów	10%	10%	-14%	5%	17%	15%	20%
Stopa wzrostu aktywów	13%	10%	-6%	15%	16%	14%	18%

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Banku Milenium**

Rekomendacja	REDUKUJ
data wydania	08.02.2002
kurs z dnia rekomendacji	3,32 zł
WIG w dniu rekomendacji	15374,43

EV - dług netto + wartość rynkowa (*EV*- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny plus amortyzacja

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 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana.

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

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.

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.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bądź rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – ciągle jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie metodę 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.