

11 lutego 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	3,90 PLN
Cena docelowa	4,38 PLN
Kapitalizacja	4,7 mld PLN
Free float	1,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	9,28 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Banco Comercial Portugues SA	65,5%
AVIVA PTE	8,2%
pozostali	26,3%

Strategia dotycząca sektora

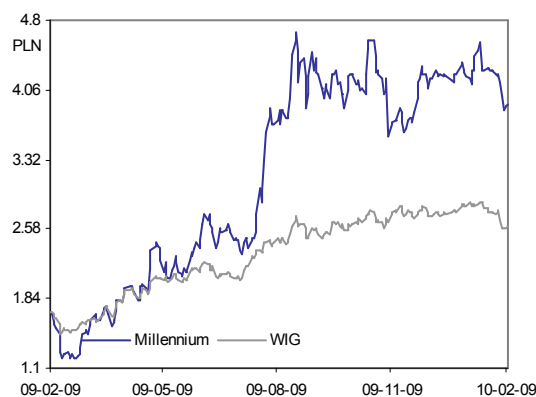
W najbliższych miesiącach preferujemy banki z większą ekspozycją na segment korporacyjny (niższe rezerwy, większy przyrost depozytów) i oferujące atrakcyjne stopy dywidendy. Defensywne nastawienie do sektora wynika z oczekiwania wysokich rezerw w segmencie detalicznym w 1H'10. W drugiej połowie roku rozstrzygnie się, czy ożywienie z jakim mamy obecnie do czynienia, jest trwałe i utrzyma się w kolejnym roku. Potwierdzenie tego byłoby czynnikiem istotnie poprawiającym perspektywy zysków polskich banków.

Profil spółki

Millennium należy do pierwszej dziesiątki banków uniwersalnych w Polsce. Jego działalność skoncentrowana jest na klientach detalicznych (63% bazy depozytowej i 74% kredytowej). Wskaźnik kredyty/depozyty po 4Q09 sięgał 105%. Emisja akcji przeprowadzona na przełomie 2009/2010 (pozyskanie 1 mld PLN kapitału) istotnie podniesie współczynnik wypłacalności. Wynosił on 11,3% na koniec 4Q09 (14,7% gdyby bank mógł zaliczyć w poczet kapitałów środki z emisji).

Ważne daty

1.03 — raport roczny za 2009 rok
27.04 — raport za 1Q10

Kurs akcji Millennium na tle WIG

Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Millennium Akumuluj

BIGW.WA; MIL.PW

(Podwyższona)

Koszt depozytu przeszkadza planom

Mimo znacznie wyższych wyników za 4Q09 nie zmieniamy długoterminowych oczekiwań w stosunku do Banku Millennium. Uważamy, że w 2011 roku bank będzie miał 485 mln PLN zysku netto i osiągnie ROE na poziomie ok. 11%. Przeprowadzona emisja akcji (1 mld PLN nowego kapitału) daje bankowi istotny bufor dla rozwoju sumy bilansowej. Współczynnik wypłacalności po uwzględnieniu emisji wyniósłby 14,7% (z tego 12,2% Tier I). Podtrzymujemy jednak opinię, że bez spadku kosztu finansowania starego portfela kredytów (szczególnie długoterminowych mieszkaniowych), osiągnięcie ROE'12 na poziomie 15% nie zostanie zrealizowane. Wyznaczamy naszą cenę docelową na poziomie 4,38 PLN/akcję (poprzednio 4,33 PLN/akcję) i podnosimy rekomendację z trzymaj do akumuluj. Od naszego ostatniego raportu analitycznego kurs akcji skorygował się o 13%. Uważamy to za nieuzasadnione w świetle lepszych niż oczekiwane wyników (bank zdołał „wyjść na zero” w 2009 roku).

Wynik odsetkowy

Największym potencjałem w Banku Millennium jest wynik odsetkowy, a w szczególności marża depozytowa. W dalszym ciągu pozostaje ujemna (-0,2% vs. -0,29% w 3Q09 i -0,74% w 2Q09). Jej poprawa stwarza duży potencjał do poprawy rezultatu. Uważamy jednak, że potrzeba pozyskiwania nowych depozytów z rynku będzie utrzymywała wysoki koszt finansowania. Pozytywnie oceniamy również poprawę marży kredytowej do poziomu 3% w 4Q09, na skutek wykorzystania potencjału rewizji marż na istniejącym portfelu (nowa sprzedaż w 2009 była niewielka, portfel kredytów spadł o 1%). Potencjał w tym zakresie wyczerpał się. Uważamy, że marża kredytowa pozostanie na wysokim poziomie w 2010 roku, a nowa produkcja również będzie źródłem wyższych przychodów. Jednak w kolejnych latach znajdzie się pod presją ze względu na spadek marż na nowej produkcji i presją na marże portfelowe (konkurencja o wolumeny nasili się).

Rewizja prognoz

Podnieśliśmy prognozę na 2010 rok ze 108 mln PLN do 255 mln PLN obecnie. Jest to wypadkowa dwóch czynników: wyższego wyniku operacyjnego przed rezerwami oraz obniżenia oczekiwań w zakresie odpisów. Uważamy, że wynik odsetkowy poprawi się w znacznie szybszym tempie w 2010 roku, niż pierwotnie zakładaliśmy (szybszy scenariusz odbudowy marży i jej stabilizacji). Czynnikiem, który długoterminowo wpływa na prognozy jest wyższy wynik prowizyjny. Obniżamy również oczekiwania w zakresie odpisów na 2010 rok. Uważamy, że rezerwy w segmencie korporacyjnym będą niższe niż nasze pierwotne założenia, jakość kredytów hipotecznych wciąż pozostaje na bardzo wysokich poziomach, a udział pozostałych kredytów detalicznych w kredytach ogółem jest relatywnie niski (9% kredytów netto). Nie ma to jednak przełożenia na prognozy w latach kolejnych, w których już wcześniej oczekiwaliśmy spadku odpisów.

(w mln PLN)	2008	2009**	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 181	691	965	1 101	1 227
Marża odsetkowa	3,0%	1,5%	2,0%	2,1%	2,2%
WNDB	1 827	1 434	1 726	1 926	2 109
Zysk operacyjny	657	431	667	792	920
Zysk brutto	522	2	314	599	709
Zysk netto	413	2	255	485	575
ROE	15,5%	0,1%	7,5%	11,3%	11,9%
P/E	8,0	-	18,6	9,8	8,2
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,0	0,9
D/PS*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%

* dywidenda za dany rok, wypłacana w roku następnym; ** na podstawie wstępnej informacji o wynikach za 2009 rok

Wyniki 4Q09

Wynik netto w 4Q09 na poziomie 68 mln PLN pozwolił bankowi zamknąć rok zyskiem netto na poziomie 1,5 mln PLN. Jest to zysk symboliczny. Nasza prognoza zakładała 60 mln PLN straty netto, więc również nieistotne (szczególnie w kontekście kończącej się emisji) obniżenie poziomu kapitałów, którego udało się uniknąć. Dzięki odbudowie przychodów i jednoczesnemu mocnemu ograniczeniu wydatków, bank istotnie poprawił wynik operacyjny przed kosztami rezerw (z 54 mln PLN w 3Q09 do 177 mln PLN w 4Q09).

Najmocniejszym elementem wyników 4Q09 był wynik prowizyjny. Uważamy, że trend wzrostowy zostanie utrzymany i wprowadzone w ubiegłym roku podwyżki opłat i prowizji z bankowości klientowskiej, jak również zatrzymanie trendu spadkowego w zakresie przychodów z rynków kapitałowych będą przyczyniały się do dalszego jego wzrostu. Jednocześnie uważamy, że poziom wyniku handlowego i poziomu wydatków nie zostanie utrzymany w kolejnych kwartałach. Najmniejszym, jednak również niepowtarzalnym zdarzeniem były pozostałe przychody operacyjne netto na poziomie 13 mln PLN (nasza prognoza 6 mln PLN).

Największy potencjał do poprawy dostrzegamy w przypadku wyniku odsetkowego. Osiągnięcie dodatniej marży depozytowej stwarza potencjał do bardzo dużej poprawy wyniku odsetkowego. Bank miał ujemną marżę depozytową na poziomie 20 pb. Przy wolumenie zgromadzonych depozytów na poziomie 31 mld PLN, obniżenie kosztu finansowania o 20 pb. daje 64 mln PLN wyniku rocznie na istniejącym wolumenie. Jest to tylko zysk roczny z obniżenia kosztu finansowania odnotowanego w 4Q09. W skali całego roku skala ujemnej marży depozytowej była znacznie wyższa (-0,29% w 3Q09, 0,74% w 2Q09 i -0,36% w 1Q09). Nawet zejście w całym 2010 roku do kosztu -0,2% z poziomów obserwowanych w pierwszych trzech kwartałach, daje dużą poprawę wyniku bez konieczności pozyskiwania nowego wolumenu aktywów.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

(mln PLN)	4Q09P	różnica	4Q09	zmiana	4Q08	2009P	różnica	2009	zmiana	2008
Wynik odsetkowy	198	3,9%	206	-38,8%	336	685	0,9%	691	-41,5%	1 181
Wynik prowizyjny	130	7,4%	139	26,4%	110	484	2,0%	494	4,6%	472
NIM	1,8%	-	1,9%	-	3,1%	1,5%	-	1,5%	-	3,0%
Przychody bankowe	417	-3,1%	404	-0,9%	408	1381	3,9%	1 434	-21,5%	1 827
Koszty działania	-267	-10,0%	-241	-23,6%	-315	-1050	-2,5%	-1 023	-14,2%	-1 192
Wynik operacyjny*	92	91,3%	177	78,6%	99	346	24,4%	431	-34,4%	657
Saldo rezerw	-82	10,8%	-91	75,5%	-52	-427	2,1%	-436	222,7%	-135
Zysk brutto	10	768,1%	85	82,0%	47	-74	-	2	-99,6%	522
Zysk netto	6	942,0%	68	89,8%	36	-60	-	2	-99,6%	413

Źródło: DI BRE Banku, Bank Millennium

* przed kosztami rezerw

Uważamy, że kwartalny poziom kosztów wzrośnie już w 1Q10 do poziomów w okolicach 260 mln PLN. Czwarty kwartał przyniósł spadek kosztów osobowych, mimo powolnej stabilizacji liczby pracowników (spadek zatrudnienia o 58% Q/Q). Bank rozwiązał część rezerw na premie (tworzonych w ciągu całego roku). Jednocześnie ten rok, ze względu na deklarowaną większą aktywność sprzedażową musi przynieść wzrost rezerw na premie w relacji do średniego poziomu z ubiegłego roku. Również koszty rzeczowe muszą zacząć się odbudowywać. Nie dostrzegamy tam dalszego potencjału do ich spadku w relacji do 4Q09. Bank zrealizował w 2009 roku plan restrukturyzacji wydatków, który początkowo rozkładał na dwa lata (początek 2009 roku). Docelowo koszty w 2010 roku miały sięgnąć 1071 mln PLN. Pozytywnie oceniamy fakt, że dostosowania bazy kosztowej miały miejsce szybciej, jednak nie uważamy, aby implikowało to szansę na większą ich skalę w dłuższym terminie. Prognozujemy 1080 mln PLN kosztów w 2010 roku.

Struktura i poziom kosztów

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
Koszty osobowe	149	151	157	152	118	124	121	107
Koszty rzeczowe	113	130	126	141	120	117	121	113
Amortyzacja	13	20	18	22	20	20	20	20
RAZEM	275	300	302	315	258	262	263	241

Źródło: DI BRE Banku, Bank Millennium



Saldo rezerw sięgnęło 91 mln PLN i było o 9 mln PLN wyższe niż nasze oczekiwania. Wskaźnik kredytów nieregularnych wzrósł do poziomu 5,9% (5,3% kwartał wcześniej), a wskaźnik pokrycia spadł do 54% (57% kwartał wcześniej). Uważamy, że podwyższone rezerwy (z przedziału 80 – 100 mln PLN) mogą pozostać w banku przez kolejne przynajmniej dwa kwartały. Zakładamy, że koszty ryzyka w 2010 roku sięgną 352 mln PLN.

Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	Q/Q	R/R
Kredyty netto	23 996	25 209	27 774	33 748	36 260	34 908	33 703	33 485	-0,6%	-0,8%
Depozyty	24 121	25 641	29 543	31 702	32 345	32 925	30 439	31 821	4,5%	0,4%
Suma bilansowa	33 937	34 253	39 112	47 115	48 240	45 539	43 964	44 914	2,2%	-4,7%
Wynik odsetkowy*	250	279	316	336	180	116	189	206	8,9%	-38,8%
Wynik prowizyjny	135	114	113	110	126	107	122	139	14,1%	26,4%
Wynik handlowy*	53	86	74	-38	91	88	12	59	412,6%	n.a.
WNDB	438	479	503	408	397	311	322	404	25,3%	-0,9%
Pozostałe przychody operacyjne netto	7	6	2	6	3	10	-6	13	n.a.	129,0%
Przychody bankowe	445	485	505	413	400	320	316	417	31,9%	0,9%
Koszty ogółem	-275	-300	-302	-315	-258	-262	-263	-241	-8,4%	-23,6%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	170	185	203	99	143	58	54	177	229,0%	78,6%
Saldo rezerw	-11	-25	-46	-52	-129	-56	-160	-91	-42,8%	75,5%
Wynik brutto	159	159	157	47	13	9	-106	85	-	82,0%
Podatek dochodowy	-32	-34	-31	-11	-1	0	19	-18	-	57,3%
Zysk netto	127	125	126	36	12	9	-87	68	-	89,8%

Źródło: DI BRE Banku, Millennium

* wyniki na bazie prezentacji pro forma (wynik odsetkowy uwzględnia instrumenty pochodne zabezpieczające)



Wycena

Nie zmieniliśmy metody wyceny w relacji do poprzedniego raportu analitycznego na temat Banku Millennium (19 stycznia 2010). Cenę docelową dla banków opieramy o dwie metody wyceny: zdyskontowany model dywidend (metoda dochodowa) oraz wycenę porównawczą. Do wyceny dochodowej przypisujemy wagę 80%, do metody porównawczej 20%. Uważamy, że wskaźniki niektórych banków nie odzwierciedlają ich potencjału do generowania wyników w średnim terminie, gdyż zyski obciążone są dużymi odpisami. Dodatkowo odpisy te mogą nierównomiernie rozłożyć się w trakcie całego cyklu tworzenia rezerw (np. Kredyt Bank utworzy dodatkowy odpis w 2009 roku, jednocześnie będzie miał dodatkowy zysk ze sprzedaży Żagla).

Wycena dochodowa

Przy wycenie zastosowaliśmy model Gordona, oparty na wzorze: $P/BV = (ROE - g) / (COE - g)$, którego użyliśmy do wyliczenia implikowanych wskaźników cena do wartości księgowej. Wartość wskaźnika P/BV zależy od zakładanego przez nas ROE (stopa zwrotu z kapitałów), kosztu kapitału (COE), będącego sumą stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko, związanej z inwestycją w walory banku oraz długoterminowej stopy wzrostu (g). Nie zmieniliśmy naszej metodologii wyceny dochodowej w relacji do poprzedniego raportu. Jako długoterminowe ROE bierzemy prognozę z 2018 roku. Stopa wypłaty z zysków netto w ostatnich dwóch latach prognozy odzwierciedla potencjał do wypłaty dywidendy wynikający z generowanej rentowności. Poziom zatrzymania kapitału niezbędny do utrzymania długoterminowej stopy wzrostu g wyznaczamy ze wzoru: $stopa\ wypłaty = 1 - g/ROE$.

Dywidendy

Pozostawiamy niezmienny scenariusz dla wypłaty dywidendy z Banku Millennium. Uważamy, że bank wypłaci dywidendę z zysków dopiero za 2012 rok (stopa wypłaty 35%).

Koszt kapitału własnego

Poziom stopy wolnej od ryzyka wyznacza rentowność obligacji dziesięcioletnich z dnia, na który sporządzana jest wycena. Pozostawiamy również premię za ryzyko na poziomie 5% oraz zakładamy „beta” na poziomie 1. Nie zmieniamy tych założeń w relacji do poprzedniego raportu analitycznego.

Poziom rentowności obligacji dziesięcioletnich na zamknięcie 10 lutego 2010 na poziomie 6,15%. Ustaliliśmy koszt kapitałów własnych na poziomie 11,15%. W poprzednim raporcie analitycznym na temat Banku Millennium stopa wolna od ryzyka wynosiła 6,12%. Przesunęliśmy miesiąc, na który wyznaczamy wartość godziwą na koniec stycznia, z końca grudnia 2010. Zmiana obu tych zmiennych neutralizuje się wzajemnie (wpływ poniżej 1%).

**Podsumowanie wyceny metodą dochodową**

(PLN/akcję)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2017P	+
Stopa wolna od ryzyka*	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%	11,15%
EPS	0,00	0,21	0,40	0,47	0,55	0,61	0,66	0,71	0,76	0,79	
EPS zmiana R/R (%)	-99,7%	n.a.	90,5%	18,4%	16,0%	10,6%	8,5%	7,8%	6,4%	4,9%	4%
BVPS	3,28	3,33	3,73	4,21	4,59	5,01	5,45	5,93	6,44	6,72	
BVPS zmiana R/R (%)	-1,0%	1,5%	12,0%	12,7%	9,1%	9,1%	8,9%	8,8%	8,6%	4,4%	
ROE	0,1%	7,5%	11,3%	11,9%	12,5%	12,7%	12,6%	12,5%	12,2%	12,1%	
Długoterminowe ROE											12,1%
Stopa wzrostu											4,0%
Implikowany P/BV											1,13
Wartość kapitału na koniec 2018											7,6
Wartość kapitału na koniec 2017											6,8
Wartość kapitału na koniec 2016											6,1
Wartość kapitału na koniec 2015											5,5
Wartość kapitału na koniec 2014											5,0
Wartość kapitału na koniec 2013											4,5
Wartość kapitału na koniec 2012											4,0
Wartość kapitału na koniec 2011											3,6
Wartość kapitału na koniec 2010											3,2
Wartość kapitału na koniec 2009											2,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,17	0,19	0,21	0,23	0,25	0,51	0,53	
DPS/EPS	0,0%	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	67,3%	66,8%	
Zdyskontowane DPS	0,00	0,00	0,00	0,12	0,12	0,12	0,12	0,11	0,21	0,20	
Zdyskontowane DPS razem											0,99
WG na koniec maja 2009											3,95
9MTP											4,28
obecna cena											3,90
potencjał zmiany											10%

Źródło: DI BRE Banku

* stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 – io letnich z dnia 10 lutego 2010

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą oparliśmy na średniej ważonej z trzech wskaźników: P/BV'10 (waga 50%), P/E'10 (waga 25%) oraz P/E'11 (waga 25%). Udział wyceny porównawczej w cenie docelowej ustaliliśmy na 20%. Wraz ze stabilizacją wyników banków w dłuższym terminie liczymy się z możliwością podniesienia udziału wyceny porównawczej w cenie docelowej. Nie zmieniamy tej zasady w relacji do poprzedniej wyceny Banku Millennium.

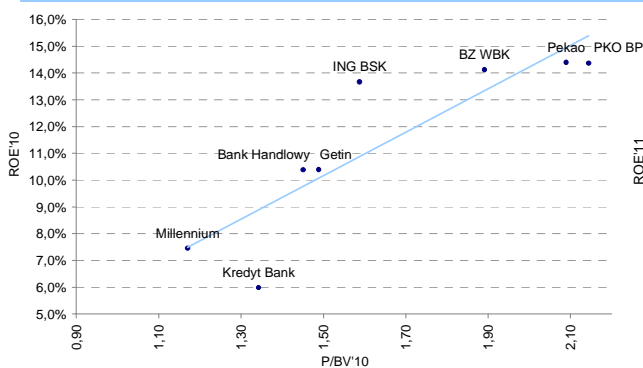
Zestawienie wskaźników (10 lutego 2010)

	P/BV			P/O*			P/E		
	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	2,2	1,9	1,7	7,8	7,2	6,6	15,5	14,3	10,3
Bank Handlowy	1,5	1,5	1,4	7,6	8,1	7,6	16,2	14,2	10,2
ING BSK	1,8	1,6	1,4	8,2	7,3	6,7	14,2	12,4	9,1
Kredyt Bank	1,4	1,3	1,1	4,3	5,4	5,1	91,3	23,1	8,0
Pekao	2,2	2,1	2,0	11,5	10,1	8,6	16,7	14,8	11,5
PKO BP	2,2	2,1	1,9	8,9	8,6	7,4	19,5	15,2	10,5
Getin	1,7	1,5	1,3	5,4	5,4	4,8	23,5	15,1	9,2
średnia	1,9	1,7	1,5	7,7	7,4	6,7	28,1	15,6	9,8
premia/dyskonto do średniej	-36,0%	-31,7%	-31,5%	0,4%	-4,5%	-10,6%	n.a.	19,1%	-0,7%
mediana	1,8	1,6	1,4	7,8	7,3	6,7	16,7	14,8	10,2
premia/dyskonto do mediany	-34,8%	-26,3%	-23,7%	-0,9%	-3,0%	-11,0%	n.a.	25,4%	-4,8%
wskaźniki Millennium	1,2	1,2	1,0	7,7	7,1	6,0	-	18,6	9,8
OPS*				0,5	0,5	0,7			
BVPS	3,3	3,3	3,7						
EPS							0,00	0,21	0,40
wagi		50%						25%	25%
wycena według średniej	6,1	5,7	5,7	3,9	4,1	4,4	0,0	3,3	3,9
wycena według mediany	6,0	5,3	5,1	3,9	4,0	4,4	0,0	3,1	4,1

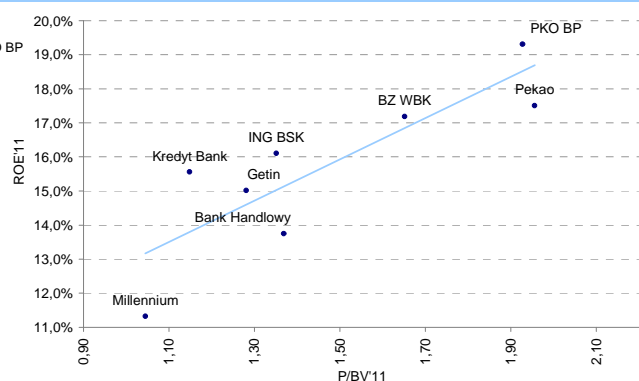
Źródło: DI BRE Banku

* O – wynik operacyjny przed rezerwami

ROE'10 vs. P/BV'10



ROE'11 vs. P/BV'11



Źródło: DI BRE Banku, Millennium

Podsumowanie wyceny

Cenę docelową dla banków opieramy o dwie metody wyceny: zdyskontowany model dywidend (metoda dochodowa) oraz wycenę porównawczą. Do wyceny dochodowej przypisujemy wagę 80%, do metody porównawczej 20%. Poniżej przedstawiamy podsumowanie wyceny.

Podsumowanie wyceny

	Cena	Waga
WG z metody dochodowej	3,95	80,0%
Wycena porównawcza	4,45	20,0%
Średnia ważona	4,05	
9MTP	4,38	

Źródło: DI BRE Banku

**RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Millennium**

(mln PLN)	2007	2008	2009P*	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	820	1 181	691	965	1 101	1 227
Przychody pozaodsetkowe	828	646	743	761	825	882
Wynik z prowizji	543	472	494	568	608	642
Wynik handlowy	285	174	249	193	217	239
Wynik na działalność bankowej	1 648	1 827	1 434	1 726	1 926	2 109
Inne przychody operacyjne netto	61	21	19	20	20	20
Przychody bankowe ogółem	1 709	1 849	1 454	1 746	1 946	2 129
Koszty nieodsetkowe	-1 058	-1 192	-1 023	-1 080	-1 154	-1 209
Koszty osobowe	-539	-609	-471	-511	-564	-598
Amortyzacja	-88	-73	-80	-80	-80	-80
Inne koszty	-431	-510	-472	-489	-510	-530
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	651	657	431	667	792	920
Saldo rezerw	-67	-135	-436	-352	-193	-211
Udział w zyskach stratach jednostek stowarzyszonych	0	0	7	0	0	0
Zysk brutto	585	522	2	314	599	709
Podatek dochodowy	-123	-108	0	-60	-114	-135
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	462	413	2	255	485	575

* na podst. informacji o wstępnych wynikach za 2009

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,0%	3,0%	1,5%	2,0%	2,1%	2,2%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,3%	3,4%	1,7%	2,3%	2,3%	2,4%
Spread odsetkowy	2,9%	3,0%	1,4%	1,8%	1,8%	1,9%
Koszty / Przychody	61,9%	64,5%	70,4%	61,8%	59,3%	56,8%
Koszty / Aktywa	3,8%	3,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%
Koszty osobowe / Przychody	32%	33%	32%	29%	29%	28%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-10%	-21%	-101%	-53%	-24%	-23%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,4%	-0,5%	-1,3%	-1,0%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	48%	35%	51%	44%	42%	41%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,4%	1,7%	0,9%	1,4%	1,5%	1,7%
ROE	19,5%	15,5%	0,1%	7,5%	11,3%	11,9%
ROA	1,7%	1,1%	0,0%	0,5%	0,9%	1,0%

ROCZNA STOPA WZROSTU

Zysk netto	53,5%	-10,4%	-99,7%	n.a.	90,5%	18,4%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	59,0%	0,9%	-34,4%	54,8%	18,7%	16,3%
Przychody bankowe ogółem	34,9%	8,1%	-21,4%	20,1%	11,4%	9,4%
Wynik odsetkowy netto	27,8%	44,1%	-41,5%	39,6%	14,1%	11,5%
Przychody pozaodsetkowe	35,5%	-22,0%	15,0%	2,4%	8,4%	6,8%
Koszty nieodsetkowe	23,3%	12,6%	-14,2%	5,5%	6,9%	4,7%

**BILANS**

(mln PLN)	2007	2008	2009*	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 257	1 803	2 191	1 734	1 749	1 463
Należności od sektora finansowego	1 082	1 641	905	1 561	1 574	1 317
Dłużne papiery wartościowe	4 224	6 374	5 911	6 722	7 140	7 990
Kredyty i pożyczki	22 027	33 748	33 485	36 978	40 059	44 384
Akcje, udziały, pochodne	1 029	2 836	1 680	1 680	1 680	1 680
Aktywa trwałe	357	408	369	388	381	377
Inne aktywa	554	306	374	374	426	460
Razem aktywa	30 530	47 115	44 914	49 437	53 008	57 671
Zobowiązania wobec sektora finansowego	3 295	4 563	7 252	6 102	6 522	7 085
Depozyty	21 801	31 702	31 559	34 882	37 281	40 500
Wyemitowane papiery wartościowe	851	927	1 024	1 076	1 180	1 266
Otrzymane pożyczki podporządkowane	826	961	946	946	946	946
Inne zobowiązania, w tym zobowiązania finansowe	1 237	6 146	1 345	2 387	2 551	2 772
Kapitały własne	2 520	2 815	2 788	4 043	4 528	5 102
Kapitał zakładowy	849	849	849	1 213	1 213	1 213
Razem pasywa	30 530	47 115	44 914	49 437	53 008	57 671

* na podst. informacji o wstępnych wynikach za 2009

Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	3,4%	3,4%	5,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Kredyty nieregularne / Aktywa	2,5%	2,5%	4,5%	5,3%	5,4%	5,5%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	79,5%	64,3%	54,4%	55,2%	57,6%	58,6%
Rezerwy / Kredyty ogółem	2,7%	2,2%	3,2%	3,8%	4,0%	4,0%
Rezerwy / Aktywa	2,0%	1,6%	2,5%	2,9%	3,1%	3,2%

ANALIZA AKTYWÓW

Kapitały własne / Aktywa	8,3%	6,0%	6,2%	8,2%	8,5%	8,8%
Kredyty / Aktywa	72,1%	71,6%	74,6%	74,8%	75,6%	77,0%
Depozyty / Aktywa	71,4%	67,3%	70,3%	70,6%	70,3%	70,2%
Kredyty / Depozyty	101,0%	106,5%	106,1%	106,0%	107,5%	109,6%
Stopa wzrostu kredytów	47,5%	53,2%	-0,8%	10,4%	8,3%	10,8%
Stopa wzrostu depozytów	24,6%	45,4%	-0,5%	10,5%	6,9%	8,6%
Stopa wzrostu aktywów	23,6%	54,3%	-4,7%	10,1%	7,2%	8,8%



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Millennium

Rekomendacja	Sprzedaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-05-12	2009-08-24	2009-10-05	2009-11-10	2009-12-02	2010-01-19
kurs z dnia rekomendacji	2,42	5,05	4,40	4,19	4,70	4,49
WIG w dniu rekomendacji	29463,99	37915,39	37045,62	39683,10	39905,57	41256,40