

27 kwietnia 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	4,84 PLN
Cena docelowa	5,31 PLN
Kapitalizacja	5,9 mld PLN
Free float	1,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	9,19 mln PLN

Struktura akcjonariatu

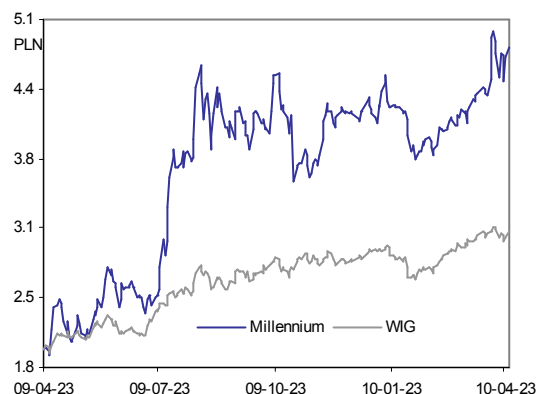
Banco Comercial Portugues SA	65,5%
AVIVA PTE	8,2%
pozostali	26,3%

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 73% kredytowej). Wskaźnik kredyty/depozyty po 1Q10 osiągnął 103%. Emisja akcji przeprowadzona na przełomie 2009/2010 (pozyskanie 1 mld PLN kapitału) istotnie podniosła współczynnik wypłacalności. Wynosił on 11,3% na koniec 4Q09 i 14,95% na koniec 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)

Poprawa dochodowości

Solidne wyniki 1Q10 wskazują na trwałą odbudowę dochodowości w Banku Millennium. Dalsza poprawa wyników zależeć będzie przede wszystkim od: (i) poprawy kosztu finansowania, (ii) spadku rezerw, (iii) rosnących wolumenów nowej sprzedaży kredytów. Wszystkie te czynniki powinny się poprawiać w kolejnych kwartałach, choć tempo poprawy będzie już znacznie wolniejsze niż w ostatnim czasie. Pozytywna jest również zakończona w lutym br. emisja, w której bank pozyskał 1 mld PLN nowego kapitału. Współczynnik wypłacalności wzrósł do 14,95%. Uważamy, że uzasadnia to wypłatę dywidendy o rok wcześniej (z zysków za 2011 rok) niż zakładaliśmy poprzednio (z zysków za 2012 rok). Wyznaczamy nową cenę docelową dla Banku Millennium na 5,31 PLN/akcję i zalecamy akumulowanie walorów. Podwyższamy wycenę o 18% w relacji do poprzedniej w związku ze spadkiem kosztu kapitałów własnych (z 11,15% do 10,56%). Podnieśliśmy również prognozę wyników na 2010 rok o 16% w relacji do poprzedniej.

Trwała odbudowa dochodowości

Wyniki po 1Q10 wskazują na oznaki trwałej poprawy marży odsetkowej netto, która stała za spadkiem przychodów w ubiegłym roku. Wynik odsetkowy spadający o 39% w 2009 roku, był przyczyną spadku przychodów o ponad 21% (pozostałe linie przychodów łącznie +7% R/R). Uważamy, że marża depozytowa obniżyła się trwale i trudno będzie powrócić do poziomów sprzed „wojny depozytowej”. Jednak koszt depozytów w relacji do 1H'09 spadł istotnie. Ujemna marża depozytowa w Millennium sięgała -0,1% w 1Q10 vs. -0,4% w 1Q09 i -0,7% w 2Q09. W najbliższych kwartałach marża ustabilizuje się, gdyż mimo oczekiwanego stopniowego spadku nominalnego kosztu finansowania, spadek rynkowych stóp procentowych będzie hamował wzrost marży. W przyszłym roku oczekujemy wzrostu stóp rynkowych, co będzie wspierać poprawę marży depozytowej. Uważamy, że po stronie marży kredytowej istnieje już niewielki potencjał do poprawy. Po 1Q10 wyniosła ona 3%, pozostając na poziomie z 4Q09. Rosnąca konkurencja o kredyty, już doprowadziła do spadku marż kredytowych na nowej sprzedaży.

Wolumeny

Portfel kredytów netto spadł o 9% R/R. Szacunki banku wskazują, że z tytułu rewaluacji portfela kredytów walutowych, portfel spadł o 8,5%. Zatem prawie w całości za spadek portfela odpowiadają wahania kursowe. Oznacza to jednocześnie, że na przestrzeni ub.r. bank istotnie obniżył skalę nowej produkcji kredytów. Strategia banku zakłada wzrost aktywności kredytowej. Zakładamy, że portfel kredytów w sektorze wzrośnie o około 7% w 2010 roku. W przypadku Millennium zakładamy wzrost portfela o nieco ponad 3%. Istotnym czynnikiem będzie umacniająca się złotówka, gdyż ekspozycja Millennium na kredyty walutowe jest wyższa niż średnia w sektorze.

(w mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 135	691	999	1 139	1 265
Marża odsetkowa	2,9%	1,5%	2,1%	2,3%	2,3%
WNDB	1 827	1 434	1 745	1 957	2 143
Zysk operacyjny*	657	431	694	837	970
Zysk brutto	522	2	370	657	772
Zysk netto	413	1	295	524	616
ROE	15,5%	0,1%	8,6%	12,1%	12,8%
P/E	9,9	-	19,9	11,2	9,5
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2
D/PS**	0,00	0,00	0,00	0,15	0,18
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%	3,7%

* przed kosztami rezerw; **dywidenda za dany rok, wypłacana w roku następnym

Wyniki 1Q10

Wynik netto na poziomie 68 mln PLN był 15% powyżej naszej prognozy (59 mln PLN) i konsensu rynkowego (60 mln PLN, PAP). Decydującym czynnikiem były niższe niż oczekiwane odpisy na ryzyko kredytowe (83 mln PLN vs. 89 mln PLN w prognozie). Na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw wynik był o niespełna 4% powyżej naszych oczekiwań. Wpływ na to miał nieco niższy poziom wydatków (255 mln PLN vs. prognoza 262 mln PLN). Na poziomie wyniku na działalności bankowej wynik był zgodny z oczekiwaniami (422 mln PLN vs. 420 mln PLN prognozy). Wynik operacyjny poprawił się o 18% R/R.

Uważamy, że poprawa dochodowości (przychody do średnich aktywów wzrosły do 3,8% z 3,2% w całym 2009 roku) ma trwały charakter. In plus postrzegamy fakt, że zostało to osiągnięte na bazie wyniku odsetkowego i prowizyjnego. Łączny wynik poprawił się o ponad 24% R/R co doprowadziło do wzrostu wyniku na działalności bankowej o 6% R/R. Wynik handlowy znajduje się pod presją ze względu na spadek zmienności na rynkach finansowych vs. 1H'09, brak zdarzeń jednorazowych oraz zaprzestanie sprzedaży kredytów walutowych. Uwzględniamy to w naszej prognozie. Oczekujemy poprawy wyniku na działalności bankowej o 22% w całym 2010 roku na skutek: (i) wzrostu wyniku odsetkowego netto o 45% R/R (wg danych pro forma), (ii) poprawy wyniku prowizyjnego o 19% R/R oraz (iii) spadku wyniku handlowego o 35% R/R. Nawet gdybyśmy założyli, że wynik odsetkowy w 2Q10 nie zmieni się w relacji do 1Q10 (233 mln PLN), to dynamika wyniku odsetkowego netto po 1H'10 sięgnie ponad 57%. Nawet jeśli wynik odsetkowy utrzymałby się na niezmiennym kwartalnym poziomie przez cały rok (co jest założeniem zbyt konserwatywnym w świetle uruchamiania nowej sprzedaży kredytów i poprawiającego się kosztu finansowania na rynku), to dynamika w całym roku sięgnęłaby 35%. Uważamy, że wynik prowizyjny będzie poprawiał się ze względu na: (i) poprawę koniunktury na rynkach kapitałowych, (ii) rosnącą aktywności biznesową banku oraz (iii) wzrost opłat za bankowość transakcyjną wprowadzony na przestrzeni drugiej połowy ub.r.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

(mln PLN)	1Q10P	różnica	1Q10	zmiana	1Q09	2010P	zmiana	2009	1Q10/2010P
Wynik odsetkowy**	227	2,7%	233	29,4%	180	999	44,5%	691	23,4%
Wynik prowizyjny	148	-0,3%	148	17,3%	126	586	18,7%	494	25,2%
NIM	2,0%	-	2,1%	-	1,5%	2,1%	-	1,5%	-
Przychody bankowe	420	0,5%	422	6,1%	397	1745	21,6%	1 434	24,2%
Koszty działania	-262	-2,7%	-255	-1,2%	-258	-1071	4,7%	-1 023	23,8%
Wynik operacyjny*	163	3,6%	169	18,3%	143	694	61,0%	431	24,3%
Saldo rezerw	-89	-6,4%	-83	-35,6%	-129	-324	-25,8%	-436	25,7%
Zysk brutto	74	15,8%	85	542,0%	13	370	-	2	23,1%
Zysk netto	59	15,3%	68	463,0%	12	295	-	1	23,1%

Źródło: DI BRE Banku, Millennium

* przed kosztami rezerw

** pro forma (uwzględnia punkty swap'owe w wyniku odsetkowym)

Wynik odsetkowy sięgnął 233 mln PLN (pro forma) vs. nasza prognoza 227 mln PLN i był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Raportowany wynik odsetkowy sięgnął 217 mln PLN. Wycena pochodnych przesuniętych z wyniku handlowego do wyniku odsetkowego w sprawozdaniu pro forma wyniosła 16 mln PLN (vs. 10 mln PLN w 4Q09). Wg danych banku marża kredytowa sięgnęła 2,96% (2,97% w 4Q09), a marża depozytowa -0,12% (-0,2% w 4Q09). Widzimy ograniczony potencjał do dalszej poprawy marży kredytowej. Uważamy jednak, że można oczekiwać nieco lepszej marży na aktywach ogółem ze względu na pozyskanie przez bank nowego kapitału w lutym br. Do tej pory środki te zostały zainwestowane w instrumenty dłużne. Wraz ze wzrostem sprzedaży kredytów, bank może nieco zwiększyć udział kredytów w aktywach odsetkowych. Oczekiwana przez nas poprawa wyniku odsetkowego to przede wszystkim wynik poprawiającego się poziomu kosztu finansowania. Ze względu na spadek rynkowych stóp procentowych w ostatnim czasie, uważamy, że potencjał do dalszej, tak dynamicznej poprawy marży depozytowej jest ograniczony. Jednak w średnim horyzoncie czasowym uważamy, że wynik odsetkowy będzie się poprawiał również ze względu na wzrost aktywności biznesowej banku.

Wynik prowizyjny na poziomie 148 mln PLN był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Istotnym czynnikiem, wpływającym na jego wzrost z kwartału na kwartał były sezonowo wyższe przychody z tytułu sprzedaży ubezpieczeń. Podnieśliśmy prognozę wyniku na 2010 rok o niespełna 3% w relacji do poprzedniej. Zakłada ona spadek wyniku prowizyjnego w kolejnym

kwartale (ze względu na czynnik sezonowy) i odbudowę do poziomu ok. 150 mln PLN na przestrzeni 2010 roku wraz ze wzrostem aktywności.

Pozytywnie w wynikach 1Q10 odznaczyły się wydatki. Koszty były o 3% niższe niż nasze oczekiwania. Wpływ na to miała przede wszystkim dyscyplina po stronie wydatków administracyjnych. Obniżyliśmy nasze oczekiwania na 2010 rok o niespełna 1% w relacji do poprzedniej prognozy (8 mln PLN). Rewizja wyniku więc przede wszystkim z niższych niż oczekiwane wydatków w 1Q10 (7 mln PLN). Uważamy, że w kolejnych kwartałach wzrosnąć muszą wydatki rzeczowe (m.in. ze względu na wydatki marketingowe). Jednocześnie proces restrukturyzacji zatrudnienia kończy się (w 1Q10 zatrudnienie spadło już tylko o 33 osoby, vs. 58 osób w 4Q09, 111 osób w 3Q09, 300 w 2Q09 i 335 w 1Q09). Niższy średni poziom zatrudnienia w relacji do ubiegłego roku będzie ograniczał tempo wzrostu kosztów osobowych ogółem, jednak oczekujemy wzrostu średniej pensji wraz z powrotem do tworzenia większych premii dla pracowników.

Struktura kosztów

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10
Koszty osobowe	149	151	157	152	118	124	121	107	122
Koszty rzeczowe	113	130	126	141	120	117	121	113	113
Amortyzacja	13	20	18	22	20	20	20	20	19
RAZEM	275	300	302	315	258	262	263	241	255

Źródło: DI BRE Banku, Millennium

In plus w wynikach za 1Q10 odznaczyły się odpisy na kredyty nieregularne. Sięgnęły one 83 mln PLN vs. nasza prognoza 89 mln PLN. Zarząd w wypowiedziach do prasy wyrażał nadzieje, że rezerwy w całym 2010 roku nie przekroczą 1% portfela kredytów (rozumiemy to jako średni poziom kredytów netto). W 1Q10 sięgnęły one dokładnie 1%. Zakładamy koszty ryzyka na poziomie 0,95% w całym 2010 roku. Uważamy, że odpisy utrzymają się na wyższym poziomie w 2Q10, powoli spadając w drugiej połowie roku. Zarząd banku zadeklarował, że w 1Q10 nie odnotowano istotnych nowych przypadków pogarszania się sytuacji w obszarze klientów korporacyjnych. Poziom zagrożonych kredytów obniżył się zarówno w segmencie leasingu (-29 mln PLN), jak i pozostałych kredytach dla przedsiębiorstw (-43 mln PLN). Mimo to w segmencie przedsiębiorstw utworzono 40,6 mln PLN rezerw, co przypisujemy konieczności dotworzenia odpisów na kredyty nieregularne wykazywane wcześniej (m.in. 13 mln PLN zostało utworzone w poczet problemu opcji walutowych). Wraz z gasnącym wpływem opcji walutowych, stabilizacji przyrostu portfela kredytów nieregularnych w segmencie przedsiębiorstw oraz poprawie kondycji finansowej klientów banków, odpisy w tym obszarze powinny maleć. W 1Q10 znalazły się na poziomie 1,9% średniego portfela kredytów netto w tym obszarze. Spadek rezerw do poziomu 1% spowoduje spadek kwartalnych odpisów do poziomu poniżej 20 mln PLN. Zakładamy jednak, że odpisy w segmencie korporacyjnym sięgną ok. 85 mln PLN w pozostałych trzech kwartałach, co przekłada się na annualizowany koszt ryzyka na poziomie ok. 1,3%. Uważamy, że poprawiająca się koniunktura gospodarcza uzasadnia bardziej optymistyczne podejście w tym obszarze. Zakładamy, że większość z prognozowanych przez nas na 2010 rok rezerw zostanie utworzona w segmencie detalicznym (prawie 200 mln PLN). Przekłada się to na annualizowany koszt ryzyka w segmencie detalicznym w okolicach 1%. Ze względu na fakt, że 88% portfela kredytów netto segmentu detalicznego stanowią kredyty hipoteczne, uważamy to założenie za wystarczające. Nawet jeśli w tym roku rezerwy okażą się nieco wyższe, nie miałyby istotnego przełożenia na nasze postrzeganie banku. Kluczowym czynnikiem jest poprawa wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw.

Wskaźnik NPL/kredyty brutto wzrósł do poziomu 6% z 5,9% przed kwartałem, mimo że skala wzrostu należności nieregularnych była niewielka (24 mln PLN). Wzrost nastąpił przede wszystkim z uwagi na efekty bazowe (spadek portfela kredytów na skutek umocnienia złotówki).

Portfel kredytów spadł o 1,5% Q/Q oraz 9% R/R. Bank uzasadnia to głównie wpływem umacniającej się złotówki, szacując, że czynnik ten odjął 8,6 pp. z dynamiki rocznej oraz 1,5 pp. z dynamiki kwartalnej. Wyłączając ten czynnik widzimy stagnację z rozwoju portfela kredytowego. Nowa strategia banku zakłada ofensywę w zakresie pozyskiwania nowych wolumenów kredytów, główny nacisk kładąc na kredyty korporacyjne. Udział w kredytach dla przedsiębiorstw ma wzrosnąć z 3% do 5% na koniec 2012 roku. Jednocześnie bank zamierza zwiększać aktywność po stronie hipotecznej, w relacji do poziomów sprzedaży z ubiegłego roku. Docelowy udział w nowej sprzedaży kredytów hipotecznych ma być jednak niższy niż obecny udział banku w portfelu tych kredytów (6% vs. ok. 10%). W 1Q10 udział w nowej sprzedaży szacowany jest na ok. 3,3%. Nasz scenariusz rozwoju wolumenów kredytowych w Banku Millennium jest znacznie bardziej konserwatywny niż oczekiwania zarządu



przedstawione w strategii. Uważamy, że kredyty przedsiębiorstw w sektorze wzrosną w całym 2010 roku o zaledwie 3%. Na koniec marca dynamiki rynkowe wskazywały na spadek o niespełna 2% YTD. Wzrost udziałów rynkowych w tym obszarze nie musi zatem oznaczać dynamicznego wzrostu wolumenów. Jednocześnie czynnikiem, który będzie hamował wzrost całego portfela kredytów będzie umacniająca się złotówka (co ma neutralny wpływ na przychody). Kredyty hipoteczne stanowiły ok. 65% portfela kredytów netto ogółem, co biorąc pod uwagę fakt, że zdecydowana większość z nich jest denominowana w obcych walutach. Ponad połowa portfela kredytów Millennium jest zatem denominowana w obcych walutach. Oczekujemy wzrostu portfela kredytów netto o 3,4% w 2010 roku, co przekłada się na wzrost o 5% w relacji do końca 1Q10.

Po stronie depozytów, bank utrzymał poziom portfela na praktycznie niezmiennych poziomach w relacji do końca 2009 roku. Uważamy jednak, że w kolejnych kwartałach stanie się on beneficjentem poprawiającej się kondycji finansowej przedsiębiorstw, które już obecnie zwiększają poziom oszczędności. Zakładamy, że portfel depozytów Millennium wzrośnie o około 10% w 2010 roku. Poprawi to wskaźnik kredyty/depozyty do poziomu 100%, ze 103% obecnie. Zakładamy również, że w długim terminie relacja kredyty/depozyty pozostanie na poziomach zbliżonych do 100%.

Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	Q/Q	R/R
Kredyty netto	25 209	27 774	33 748	36 260	34 908	33 703	33 485	32 979	-1,5%	-9,0%
Depozyty	25 641	29 543	31 702	32 345	32 925	30 439	31 821	31 937	0,4%	-1,3%
Suma bilansowa	34 253	39 112	47 115	48 240	45 539	43 964	44 914	45 278	0,8%	-6,1%
Wynik odsetkowy*	279	316	336	180	116	189	206	233	13,5%	29,4%
Wynik prowizyjny	114	113	110	126	107	122	139	148	6,1%	17,3%
Wynik handlowy*	86	74	-38	91	88	12	59	41	-31,0%	-55,4%
WNDB	479	503	408	397	311	322	404	422	4,4%	6,1%
Pozostałe przychody operacyjne netto	6	2	6	3	10	-6	13	2	-86,9%	-43,7%
Przychody bankowe	485	505	413	400	320	316	417	423	1,5%	5,8%
Koszty działania	-281	-284	-293	-238	-242	-242	-221	-236	6,7%	-1,0%
Amortyzacja	-20	-18	-22	-20	-20	-20	-20	-19	-2,8%	-2,9%
Koszty ogółem	-300	-302	-315	-258	-262	-263	-241	-255	5,9%	-1,2%
Wynik operacyjny przed rezerwami	185	203	99	143	58	54	177	169	-4,4%	18,3%
Saldo rezerw	-25	-46	-52	-129	-56	-160	-91	-83	-8,9%	-35,6%
Wynik operacyjny	159	157	47	13	2	-106	85	85	0,4%	542,0%
Wynik brutto	159	157	47	13	9	-106	85	85	0,4%	542,0%
Podatek dochodowy	-34	-31	-11	-1	0	19	-18	-17	-1,9%	1326,2%
Zysk netto	125	126	36	12	9	-87	67	68	1,0%	463,0%

Źródło: DI BRE Banku, Millennium

* pro forma

Wycena

Nie zmieniliśmy metody wyceny w relacji do poprzedniego raportu analitycznego na temat Banku Millennium (11 lutego 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 utworzył 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

Ze względu na zakończenie emisji akcji i pozyskanie przez bank 1 mld PLN kapitału, współczynnik wypłacalności wzrósł do 14,95%. Uważamy, że pomimo wzrostu nowej sprzedaży kredytów, umacniająca się złotówka oraz inny model sprzedaży (bank nie generuje już tak istotnych wolumenów kredytów walutowych) będą w dalszym ciągu wpływać na niskie tempo wzrostu aktywów ważonych ryzykiem. Zmieniamy założenia w zakresie wypłaty dywidendy z zysków za kolejne lata. Zakładamy, że bank wypłaci 35% zysku netto za 2011 rok i utrzyma tą stopę w długim terminie. Poprzednio zakładaliśmy dywidendę dopiero z zysków za 2012 rok. Stopę wypłaty z zysków pozostawiliśmy na niezmiennym poziomie.

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 23 kwietnia 2010 na poziomie 5,56%. Ustaliliśmy koszt kapitałów własnych na poziomie 10,56%. W poprzednim raporcie analitycznym na temat Banku Millennium stopa wolna od ryzyka wynosiła 6,15%. Przesunęliśmy miesiąc, na który wyznaczamy wartość godziwą z końca stycznia, na koniec kwietnia. Spadek kosztu kapitałów własnych ma istotny pozytywny wpływ na wycenę. Gdybyśmy zastosowali poprzedni poziom kosztu kapitałów własnych, wycena metodą dochodową podniosłaby się o 6%.

**Podsumowanie wyceny metodą dochodową**

(PLN/akcję)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	+
Stopa wolna od ryzyka	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%
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	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%
EPS	0,00	0,24	0,43	0,51	0,58	0,64	0,68	0,73	0,78	0,81	
EPS zmiana R/R (%)	-99,6%	n.a.	77,3%	17,6%	14,7%	9,2%	7,3%	7,3%	6,0%	4,7%	
BVPS	3,28	3,37	3,80	4,15	4,56	4,99	5,45	5,94	6,46	6,75	
BVPS zmiana R/R (%)	-1,0%	2,5%	12,8%	9,4%	9,7%	9,5%	9,2%	9,1%	8,7%	4,4%	
ROE	0,1%	8,6%	12,1%	12,8%	13,4%	13,3%	13,1%	12,9%	12,5%	12,3%	
Długoterminowe ROE											12,3%
Stopa wzrostu											4,0%
Implikowany P/BV											1,26
Wartość kapitału na koniec 2018											8,5
Wartość kapitału na koniec 2017											7,7
Wartość kapitału na koniec 2016											7,0
Wartość kapitału na koniec 2015											6,3
Wartość kapitału na koniec 2014											5,7
Wartość kapitału na koniec 2013											5,2
Wartość kapitału na koniec 2012											4,7
Wartość kapitału na koniec 2011											4,2
Wartość kapitału na koniec 2010											3,8
Wartość kapitału na koniec 2009											3,5
DPS	0,00	0,00	0,15	0,18	0,20	0,22	0,24	0,26	0,53	0,55	
DPS/EPS	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	68,0%	67,5%	
Zdyskontowane DPS	0,00	0,00	0,12	0,13	0,13	0,13	0,13	0,12	0,23	0,21	
Zdyskontowane DPS razem											1,19
WG											4,81
9MTP											5,18
obecna cena											4,84
potencjał zmiany											7%

Źródło: DI BRE Banku

* stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 – io letnich z dnia 23 kwietnia 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.

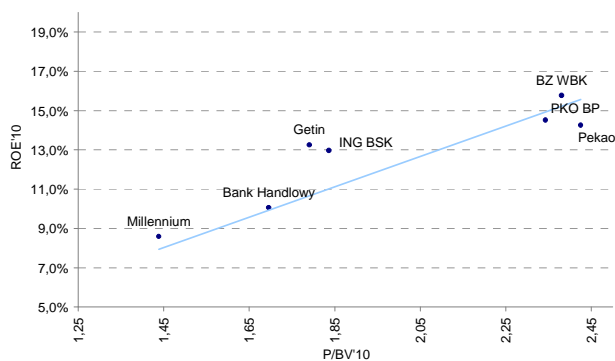
Zestawienie wskaźników (26 kwietnia 2010)

	P/BV			P/O*			P/E		
	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
BZ WBK	2,7	2,4	2,1	9,6	8,7	8,2	17,9	15,9	12,5
Bank Handlowy	1,7	1,7	1,6	9,0	9,6	9,2	21,5	17,1	12,5
ING BSK	2,1	1,8	1,6	10,3	9,1	8,2	17,2	15,1	11,1
Kredyt Bank	1,7	1,6	1,4	5,1	6,6	6,1	124,4	33,4	9,7
Pekao	2,5	2,4	2,3	13,3	12,1	10,8	19,1	17,3	14,6
PKO BP	2,6	2,3	2,1	10,2	9,6	8,5	22,6	16,8	12,1
Getin	2,0	1,8	1,6	6,5	6,4	5,8	28,4	14,4	11,6
średnia	2,2	2,0	1,8	9,1	8,9	8,1	35,9	18,6	12,0
premia/dyskonto do średniej	-32,4%	-28,4%	-29,0%	4,3%	-4,6%	-13,5%	n.a.	7,0%	-6,5%
mediana	2,1	1,8	1,6	9,6	9,1	8,2	21,5	16,8	12,1
premia/dyskonto do mediany	-29,5%	-21,7%	-20,6%	-0,9%	-7,5%	-14,6%	n.a.	18,1%	-7,3%
wskaźniki Millennium	1,5	1,4	1,3	9,5	8,5	7,0	n.a.	19,9	11,2
OperacyjnyPS				0,5	0,6	0,7			
BVPS	3,3	3,4	3,8						
EPS							0,00	0,24	0,43
wagi		50%						25%	25%
wycena według średniej	7,2	6,8	6,8	4,6	5,1	5,6	0,1	4,5	5,2
wycena według mediany	6,9	6,2	6,1	4,9	5,2	5,7	0,0	4,1	5,2

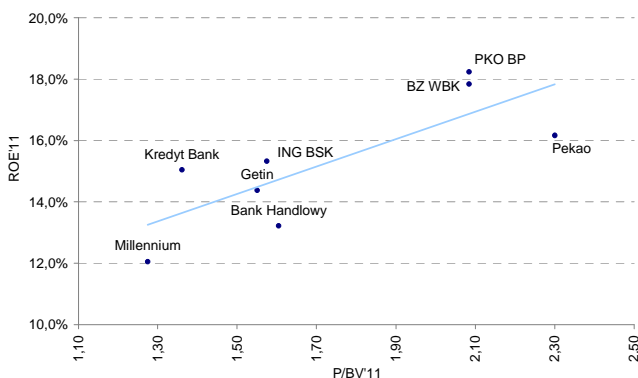
Źródło: DI BRE Banku

* 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	4,81	80,0%
Wycena porównawcza	5,42	20,0%
Średnia ważona	4,93	
9MTP	5,31	

Źródło: DI BRE Banku

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Millennium

(mln PLN)	2008	2009*	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody odsetkowe netto	1 135	691	999	1 139	1 265	1 391
Przychody pozaodsetkowe	692	743	746	817	878	934
Wynik z prowizji	472	494	586	635	675	712
Wynik handlowy	220	249	160	182	202	223
Wynik na działalność bankowej	1 827	1 434	1 745	1 957	2 143	2 326
Inne przychody operacyjne netto	21	20	20	20	20	20
Przychody bankowe ogółem	1 849	1 454	1 765	1 977	2 163	2 346
Koszty nieodsetkowe	-1 192	-1 023	-1 071	-1 140	-1 194	-1 244
Koszty osobowe	-609	-471	-509	-559	-593	-623
Amortyzacja	-73	-80	-78	-78	-78	-78
Inne koszty	-510	-472	-485	-503	-523	-544
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	657	431	694	837	970	1 102
Saldo rezerw	-135	-436	-324	-180	-198	-216
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	7	0	0	0	0
Zysk brutto	522	2	370	657	772	886
Podatek dochodowy	-108	0	-75	-133	-156	-179
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	413	1	295	524	616	706
Dywidendy wypłacone	0	0	0	183	215	247

* na podst. informacji o wstępnych wynikach za 2009

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,9%	1,5%	2,1%	2,3%	2,3%	2,4%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,3%	1,7%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%
Spread odsetkowy	2,9%	1,4%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Koszty / Przychody	64,5%	70,4%	60,7%	57,7%	55,2%	53,0%
Koszty / Aktywa	3,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	2,1%
Koszty osobowe / Przychody	33%	32%	29%	28%	27%	27%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-21%	-101%	-47%	-22%	-20%	-20%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,5%	-1,3%	-1,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	37%	51%	42%	41%	41%	40%
Zysk operacyjny / Aktywa	1,7%	0,9%	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%
ROE	15,5%	0,1%	8,6%	12,1%	12,8%	13,4%
ROA	1,1%	0,0%	0,6%	1,0%	1,1%	1,2%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Zysk netto	-10,4%	-99,6%	n.a.	77,3%	17,6%	14,7%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	0,9%	-34,4%	61,0%	20,6%	15,9%	13,6%
Przychody bankowe ogółem	8,1%	-21,4%	21,4%	12,0%	9,4%	8,4%
Wynik odsetkowy netto	38,4%	-39,1%	44,5%	14,1%	11,0%	10,0%
Przychody pozaodsetkowe	-16,4%	7,3%	0,4%	9,6%	7,4%	6,4%
Koszty nieodsetkowe	12,6%	-14,2%	4,7%	6,4%	4,7%	4,2%

**BILANS**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 803	2 191	3 017	3 011	2 752	3 211
Należności od sektora finansowego	1 641	904	2 112	2 107	1 926	2 248
Dłużne papiery wartościowe	6 374	6 471	6 617	7 209	7 966	8 601
Kredyty i pożyczki	33 748	33 485	34 636	37 521	41 575	44 829
Akcje, udziały, pochodne	2 836	1 114	1 114	1 114	1 114	1 114
Aktywa trwałe	408	370	389	382	381	383
Inne aktywa	306	378	352	402	434	475
Razem aktywa	47 115	44 914	48 236	51 748	56 148	60 862
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 563	7 252	6 055	6 469	7 027	7 430
Depozyty	31 702	31 559	34 609	36 979	40 168	43 718
Wyemitowane papiery wartościowe	927	1 024	1 068	1 171	1 255	1 375
Otrzymane pożyczki podporządkowane	961	946	946	946	946	946
Inne zobowiązania, w tym zobowiązania finansowe	6 146	1 346	1 476	1 577	1 713	1 864
Kapitały własne	2 815	2 787	4 083	4 606	5 039	5 529
Kapitał zakładowy	849	849	1 213	1 213	1 213	1 213
Razem pasywa	47 115	44 914	48 236	51 748	56 148	60 862

* na podst. informacji o wstępnych wynikach za 2009

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	3,4%	5,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Kredyty nieregularne / Aktywa	2,5%	4,5%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	64,4%	54,4%	56,3%	58,4%	59,2%	61,3%
Rezerwy / Kredyty ogółem	2,2%	3,2%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%
Rezerwy / Aktywa	1,6%	2,5%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%

ANALIZA AKTYWÓW

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Kapitały własne / Aktywa	6,0%	6,2%	8,5%	8,9%	9,0%	9,1%
Kredyty / Aktywa	71,6%	74,6%	71,8%	72,5%	74,0%	73,7%
Depozyty / Aktywa	67,3%	70,3%	71,7%	71,5%	71,5%	71,8%
Kredyty / Depozyty	106,5%	106,1%	100,1%	101,5%	103,5%	102,5%
Stopa wzrostu kredytów	53,2%	-0,8%	3,4%	8,3%	10,8%	7,8%
Stopa wzrostu depozytów	45,4%	-0,5%	9,7%	6,8%	8,6%	8,8%
Stopa wzrostu aktywów	54,3%	-4,7%	7,4%	7,3%	8,5%	8,4%



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.klischcz@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 stanowił 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	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-10-05	2009-11-10	2009-12-02	2010-01-19	2010-02-11	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	4,40	4,19	4,70	4,49	3,90	4,45
WIG w dniu rekomendacji	37045,62	39683,10	39905,57	41256,40	37786,61	43562,01