



16 listopada 2009

Komentarz specjalny



Banki

Polska

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

Getin Holding

GETI. WA; GTN.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Wyniki 3Q09

Obecna cena 8,05 PLN, Cena docelowa 9,32 PLN

Wynik netto na poziomie 46 mln PLN istotnie przekroczył nasze oczekiwania (14 mln PLN) i konsensus rynkowy (30 mln PLN). Jednak na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami rezultat tylko o 6% przekroczył naszą prognozę i o 7% konsensus rynkowy (215 mln PLN, PAP). Na wyniki Getin Holding, miało wpływ rozwiązanie rezerwy z tytułu podatku w Noble Banku (22,1 mln PLN wpływu na zysk netto w NB). Ma to wpływ na dodatni podatek w grupie Getin Holding. Jednocześnie niższy od naszych prognoz okazał się poziom odpisów na ryzyko kredytowe (178 mln PLN vs. prognoza 186 mln PLN). Wpływ na rezerwy miało rozwiązanie rezerwy w Sombelbanku na kwotę około 9,5 mln PLN w związku ze spłatą zadłużenia przez jednego z klientów. Poziom wyniku na działalności bankowej był zgodny z oczekiwaniami (446 mln PLN vs. prognoza 454 mln PLN), choć jego struktura odbiegała od oczekiwań. Wydatki zostały ograniczone. Współczynnik wypłacalności Getin Banku sięgał 11,88%, za to w Noble Banku był znacznie niższy i sięgał 10,39%. Wyniki nie wpływają na naszą ocenę Getin Holding. Zgodnie z naszym raportem na temat Getin Holding z października 2009 roku, druga połowa roku miała odznaczać się dużym spadkiem wyniku w relacji do pierwszych sześciu miesięcy tego roku. Oczekujemy za to znacznej poprawy w roku 2010.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

(mln PLN)	3Q09P	różnica	3Q09	zmiana	3Q08	1-3Q09P	różnica	1-3Q09	zmiana	1-3Q08
Wynik odsetkowy	214	19,7%	256	-1,1%	259	661	6,4%	703	5,5%	667
Wynik prowizyjny	117	-14,6%	100	28,5%	78	339	-5,0%	322	65,8%	194
NIM	2,5%		2,9%		4,1%	2,6%		2,8%		3,9%
WNDB	454	-1,8%	446	-25,7%	600	1 591	0,8%	1 604	7,6%	1 491
Koszty działania	-220	-5,8%	-208	-1,6%	-211	-659	-1,9%	-646	14,1%	-566
Wynik operacyjny*	218	6,3%	232	-35,4%	358	900	3,9%	935	1,1%	925
Saldo rezerw	-186	-4,3%	-178	87,7%	-95	-599	-1,3%	-591	172,5%	-217
Zysk brutto	32	85,5%	59	-74,0%	226	300	9,0%	327	-45,6%	601
Zysk netto	14	228,7%	46	-72,2%	165	198	16,2%	230	-48,2%	443

Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

* przed kosztami rezerw

Poziom wyniku na działalności bankowej był zgodny z oczekiwaniami (446 mln PLN vs. prognoza 454 mln PLN), choć wynik odsetkowy (256 mln PLN) okazał się znacznie wyższy od naszych oczekiwań (214 mln PLN) i konsensusu rynkowego (207 mln PLN). W przychodach negatywnie zaskoczył wynik prowizyjny, nieco lepszy okazał się wynik na działalności ubezpieczeniowej (114 mln PLN vs. prognoza 105 mln PLN), ale mocno in minus zaskoczył poziom wyniku handlowego (ujemna wycena instrumentów pochodnych, które jeszcze kwartał temu stanowiły istotny czynnik wspierający poziom przychodów).

Wynik odsetkowy (256 mln PLN) znacznie przekroczył naszą prognozę (214 mln PLN) i oczekiwania rynku (207 mln PLN). Poprawa wyniku odsetkowego wynikała ze spadku kosztu finansowania, szczególnie depozytów detalicznych. Jednocześnie widać, że bank sprzedaje obecnie kredyty oprocentowane przy wyższych stawkach.

Wynik prowizyjny okazał się istotnie niższy od naszych oczekiwań w związku ze spadkiem przychodów z tytułu prowizji ze sprzedaży produktów kredytowych. Jest to pochodna spadku przychodów w Noble Banku. Jednocześnie efekt neutralizujący na poziom wyniku prowizyjnego, był spadek kosztów sprzedaży tych produktów (niższe prowizje dla sprzedawców). In plus zapisały się również przychody z tytułu sprzedaży ubezpieczeń.

Bank ograniczył wydatki do 208 mln PLN, z 216 mln PLN kwartał wcześniej. Oczekiwaliśmy niewielkiego wzrostu wydatków.

Saldo rezerw sięgnęło poziomu 2,8% portfela kredytów netto. Było niższe niż nasze oczekiwania, ale wpływ na to miało rozwiązanie rezerwy w Sombelbanku na kwotę prawie 9,5 mln PLN. Analizę jakości kredytów przedstawiamy w tabeli poniżej. Wzrost szkodowości nastąpił we wszystkich kategoriach, przy czym w dalszym ciągu największe nominalne wzrosty mają miejsce w kategorii kredytów konsumpcyjnych. Pogorszyła się również jakość kredytów mieszkaniowych, które były wiceliderem jeśli chodzi o nominalny przyrost niespłaconych kredytów. Jednocześnie istotnie spadł wskaźnik pokrycia kredytów mieszkaniowych rezerwami (do 40% z 60% kwartał wcześniej). Poziom rezerw w tej kategorii spadł w kwartale. Saldo rezerw i progres należności nieregularnych jest zgodny z naszymi oczekiwaniami. Uważamy, że w ciągu kolejnych kilku kwartałów odpisy w segmencie kredytów gotówkowych pozostaną głównym problemem.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami (mln PLN)

Kredyty brutto	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Korporacyjne	1 251	1 325	1 383	1 501	1 423	893	1 052	1 073
Samochodowe	2 246	2 452	2 656	2 944	3 274	3 487	3 599	3 673
Mieszkaniowe	6 497	7 559	8 390	10 493	14 202	16 123	16 300	16 811
Konsumpcyjne	1 766	2 092	2 567	3 223	3 399	3 843	4 001	4 104
Razem	11 759	13 428	14 996	18 160	22 298	24 346	24 952	25 660
NPL								
Korporacyjne	178	170	163	146	149	151	149	164
Samochodowe	147	155	157	171	197	240	286	331
Mieszkaniowe	114	116	114	130	168	244	264	344
Konsumpcyjne	250	282	335	392	518	663	799	976
Razem	687	723	769	839	1 033	1 298	1 498	1 816
Rezerwy								
Korporacyjne	174	165	152	136	122	127	128	142
Samochodowe	137	145	143	152	176	218	245	261
Mieszkaniowe	95	97	96	97	110	152	158	137
Konsumpcyjne	209	254	319	396	505	635	752	892
Razem	616	660	710	780	913	1 131	1 282	1 432
NPL/Kredyty brutto	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Korporacyjne	14,2%	12,9%	11,8%	9,8%	10,5%	16,9%	14,1%	15,3%
Samochodowe	6,5%	6,3%	5,9%	5,8%	6,0%	6,9%	8,0%	9,0%
Mieszkaniowe	1,8%	1,5%	1,4%	1,2%	1,2%	1,5%	1,6%	2,0%
Konsumpcyjne	14,1%	13,5%	13,1%	12,2%	15,2%	17,3%	20,0%	23,8%
Razem	5,8%	5,4%	5,1%	4,6%	4,6%	5,3%	6,0%	7,1%
NPL/rezerwy	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Korporacyjne	98,0%	96,7%	93,1%	92,6%	81,8%	84,2%	85,8%	86,2%
Samochodowe	93,7%	93,6%	91,2%	88,9%	89,2%	91,0%	85,4%	78,8%
Mieszkaniowe	83,5%	83,6%	84,8%	74,3%	65,6%	62,3%	59,8%	39,8%
Konsumpcyjne	83,8%	90,0%	95,2%	101,1%	97,4%	95,7%	94,1%	91,3%
Razem	89,5%	91,3%	92,4%	93,0%	88,4%	87,2%	85,6%	78,8%

Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Jednocześnie grupa kolejny kwartał z rzędu poprawia saldo depozytów. Portfel wzrósł o 5% Q/Q, przy czym główne wzrostu miały miejsce w obszarze klientów detalicznych (w tym kontach bieżących i umowach inwestycyjnych). Widać zatem zapowiadaną stopniową konwersję klientów detalicznych z drogiej depozytów terminowych, a inne formy oszczędzania. GH odnotował również wzrost portfela depozytów przedsiębiorstw. Pozytywnie na strukturę bilansu GH wpływało umocnienie się złotówki i aktywne pozyskiwanie depozytów. Wskaźnik kredyty/depozyty obniżył się do poziomu 91% z 94% kwartał wcześniej.

Analiza portfela depozytów

(mln PLN)	4Q07	2Q08	4Q08	2Q09	3Q09
Depozyty podmiotów gospodarczych	1 453	1 449	1 421	1 979	2 478
O/N	587	514	406	244	338
Depozyty terminowe	865	935	1 015	1 735	2 140
Depozyty jednostek budżetowych	884	1 002	975	1 511	1 272
O/N	774	805	839	819	787
Depozyty terminowe	110	196	136	692	485
Depozyty klientów detalicznych	8 069	12 123	17 655	22 630	23 755
O/N	771	1 240	1 033	2 681	3 618
Depozyty terminowe	7 297	10 857	14 593	17 717	17 424
Umowy inwestycyjne	0		2 025	2 186	2 670
Inne	1	26	4	47	44
Razem	10 406	14 574	20 052	26 121	27 505

Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	Q/Q	R/R
Kredyty	13 072	14 625	17 809	21 876	24 287	24 625	25 073	1,8%	40,8%
Depozyty	12 546	14 296	16 454	20 052	24 758	26 121	27 505	5,3%	67,2%
Suma bilansowa	21 529	23 453	26 685	31 025	34 084	34 275	35 520	3,6%	33,1%
Wynik odsetkowy	169	238	259	270	248	199	256	29,1%	-1,1%
Wynik prowizyjny	55	62	78	46	119	103	100	-3,0%	28,5%
Wynik z pozycji wymiany	62	77	111	104	53	37	4	-88,3%	-96,1%
Wynik handlowy	33	-3	-14	10	119	44	-28	-165,3%	102,5%
Wynik działalności ubezpieczeniowej	133	193	166	102	116	121	114	-5,8%	-31,7%
WNDB	452	567	600	533	655	503	446	-11,3%	-25,7%
Pozostałe przychody operacyjne netto	-41	-56	-31	-35	-24	8	-7	-190,0%	-77,9%
Przychody bankowe	411	511	569	497	631	511	439	-14,0%	-22,8%
Koszty ogółem	-166	-189	-211	-220	-222	-216	-208	-3,9%	-1,6%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	245	321	358	277	409	295	232	-21,4%	-35,4%
Saldo rezerw	-64	-58	-95	-162	-245	-169	-178	5,5%	87,7%
Rezerwy na działalność ubezpieczeniową	-15	-55	-40	-12	-16	-5	5	-200,5%	-113,4%
Udział w jednostkach stowarzyszonych	0	2	2	-4	2	-2	0	-97,8%	-102,3%
Zysk brutto	165	210	226	100	150	118	59	-50,3%	-74,0%
Podatek dochodowy	-26	-46	-46	-23	-34	-23	4	-118,7%	-109,3%
Udziały mniejszości	-13	-13	-15	-10	-13	-15	-17	12,8%	12,6%
Zysk netto	127	151	165	65	103	80	46	-42,8%	-72,2%

Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding



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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, 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 księgowa**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 księgowa) - 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.