



5 października 2009

Raport analityczny

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	9,00 PLN
Cena docelowa	9,32 PLN
Kapitalizacja	6,4 mld PLN
Free float	1,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	22,80 mln PLN

Struktura akcjonariatu

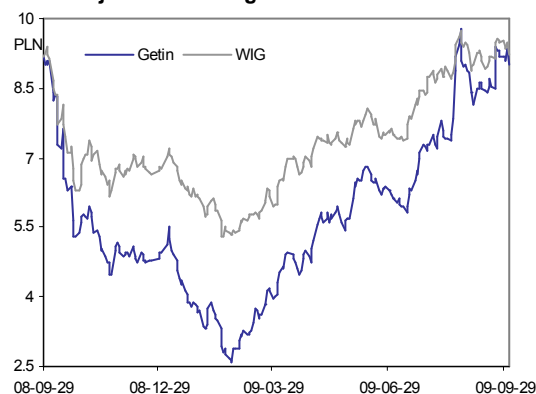
LC Corp	44,3%
Leszek Czarnecki	11,3%
Aviva OFE	7,5%
ING OFE	5,1%
Pioneer Pekao IM	5,1%
Pozostali	26,7%

Strategia dotycząca sektora

Powrót płynności na rynki finansowe obniża koszt finansowania mając wpływ na rynek pieniądza hurtowego i skłonność banków do pozyskiwania drogich depozytów. Umocnienie złotówki wspiera relacje kredyty/depozyty, poprawia współczynniki kapitałowe banków, ogranicza udział kredytów walutowych w portfelach i zmniejsza ryzyko odpisów na walutowych kredytach hipotecznych w przyszłości (LTV). Banki jednocześnie ograniczają akcję kredytową i są beneficjentami rosnącego portfela depozytów.

Profil spółki

Getin Holding skupia spółki świadczące usługi finansowe. Największe z nich to: Getin Bank, grupa Noble Banku (w jej skład wchodzi również Open Finance —największy w kraju pośrednik finansowy oraz Noble Funds TFI) i grupa TU Europa. Posiada również ekspozycję na rynek ukraiński, białoruski i rumuński, jednak ich udział w budowaniu aktywów grupy jest niewielki. Skupia się na obsłudze klientów indywidualnych, oferując jednocześnie produkty na rzecz segmentu MSP.

Kurs akcji Getin Holding na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Getin Holding Trzymaj

GETI.WA; GTN.PW

(Nowa)

Ryzyko wpisane w rozwój

Wysokie marże kredytowe bieżącej sprzedaży, niższa baza kosztowa (prognozujemy CIR na poziomie 40% w długim terminie, 42,5% w 2011 roku) są motorami budowania ROA w 2011 roku na poziomie 1,9%. Uważamy, że stanie się tak mimo znacznego wzrostu kosztu finansowania na rynku w relacji do poziomów z lat ubiegłych. W przypadku Getin Holding uwzględniamy również fakt, że banki z grupy płacą jedną z najwyższych premii rynkowych za depozyty klientów w sytuacji mocno ograniczonego dostępu do finansowania z innych źródeł. Obok wyższego kosztu depozytów, w wynikach uwzględnić należy wyższy profil ryzyka kredytowego jakim charakteryzuje się portfel kredytowy grupy (prognozujemy 3,5% kosztów ryzyka, vs. 1,5% dla innych pokrywanych banków). Akcje Getin Holding wyceniane są obecnie przy P/BV'09 na poziomie 1,7 (P/TCE'09: 2,2). Uważamy, że wycena rynkowa dyskontuje wysokie tempo poprawy wyników w grupie Getin Holding. Wyznaczamy cenę akcji Getin Holding na 9,32 PLN/akcję i zalecamy trzymanie ich w portfelu.

Zbliżające się połączenie Getin Bank i Noble Bank

Połączenie Getin Bank i Noble Bank nie przyniesie istotnych zmian z perspektywy struktury aktywów Getin Holding. Połączone banki będą jednak w stanie wygenerować efekty synergii (kosztowych i przychodowych). Po stronie kosztów oczekujemy optymalizacji kosztów centrali (eliminacja dublujących się funkcji) i lepszej pozycji negocjacyjnej (koszty usług obcych, tj. np. marketing, media, zarządzanie siecią). Po stronie przychodowej oczekujemy poprawy pozycji rynkowej nowego banku, co w średnim terminie może przełożyć się na zarządzanie kosztami finansowania. Oczekujemy również pozytywnego wpływu połączenia na przychody. Będzie to widoczne m.in. w wolumenach sprzedaży produktów w Getin Banku (np. instrumenty strukturyzowane, które do tej pory dystrybuowane były głównie w sieci Noble Banku i Open Finance). Efekty tego powinny być widoczne przede wszystkim w obszarze wyniku prowizyjnego.

Wyniki 2H09 — ograniczenie przychodów

Druga połowa bieżącego roku przyniesie spadek dochodowości w banku (prognozujemy 40 mln PLN zysku netto vs. 184 mln PLN w 1H09). Przyczyną jest przede wszystkim znaczny spadek wyniku handlowego, który w 1H09 był wspierany przez wycenę instrumentów pochodnych. Uważamy, że skala przychodów z tego tytułu jest nie do nadrobienia w horyzoncie dwóch kwartałów. Jednocześnie pozostajemy konserwatywni w zakresie kosztów ryzyka oczekując odpisów na poziomie 3,5% portfela kredytów netto. Głównym problemem banku pozostanie ekspozycja na segment consumer finance.

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	561	808	890	1 137	1 394
Marża odsetkowa	3,6%	3,2%	2,7%	3,1%	3,4%
WNDB	1 336	2 030	2 066	2 233	2 573
Zysk operacyjny	903	1 080	1 133	1 176	1 419
Zysk brutto	802	701	347	629	1 060
Zysk netto	626	509	224	448	783
ROE	24,3%	15,2%	6,0%	11,1%	16,8%
P/E	10,2	12,6	28,6	14,3	8,2
P/BV	2,1	1,8	1,7	1,5	1,3
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Bilans ryzyk

Za największe ryzyka inwestycji w walory Getin Holding postrzegamy:

- Zawirowania na globalnych rynkach finansowych, które przekładają się bezpośrednio na cenę i dostęp do finansowania. Płynność na rynku międzybankowym, która jest transferowana na presję na pozyskanie depozytów detalicznych. Głównym źródłem finansowania Getin Banku i Noble Banku są depozyty klientów (86% sumy bilansowej Getin holding po 2Q09).
- 66% kredytów netto w grupie stanowią kredyty walutowe. Poziom kursu walutowego ma istotny wpływ na płynność w grupie i na presję na pozyskanie środków od klientów. Osłabienie złotówki przekłada się również na sytuację kapitałową Getin Noble Banku, jednak skalę osłabienia, przy której bank musi szukać dodatkowego kapitału uważamy za skrajnie mało prawdopodobną. Ze względu na zaprzestanie sprzedaży kredytów walutowych oczekujemy spadku znaczenia tego czynnika w kolejnych latach.
- Koszty ryzyka obniżające tempo wzrostu kapitałów własnych. Prognozujemy, że Getin Holding będzie miało jedno z najwyższych odpisów w sektorze w relacji do swojego portfela kredytów (3,5% w 2009 roku 2,1% w 2010 roku). Skala odpisów, przy których grupa traci rentowność to 4,8% w 2009 roku, a w kolejnych latach 4,4% - 4,6%.
- Brak instytucjonalnego inwestora strategicznego, który mógłby stanowić źródło awaryjnej płynności lub dodatkowych kapitałów. W innych bankach giełdowych, nawet w sytuacji kłopotów spółki matki, skala ewentualnych potrzeb polskich banków jest na tyle niewielka w relacji do sum bilansowych inwestora strategicznego, że mogłyby one liczyć na wsparcie.

Potencjałem w relacji do naszych oczekiwań jest spadek kosztów finansowania, co otworzyłoby drogę to pozyskania średnioterminowych środków na rynku hurtowym, większa rewizja marż kredytowych przy utrzymaniu poziomu sprzedaży, a przede wszystkim spadek kosztu finansowania na rynku depozytów detalicznych. Ze względu na agresywne podejście do perspektyw sprzedaży kredytów, zakładamy utrzymanie premii w koszcie finansowania w relacji do rynku. Uważamy jednak, że będzie ona maleć z biegiem czasu (obecnie koszt finansowania szacujemy na 2% powyżej WIBOR3M).

Źródła finansowania

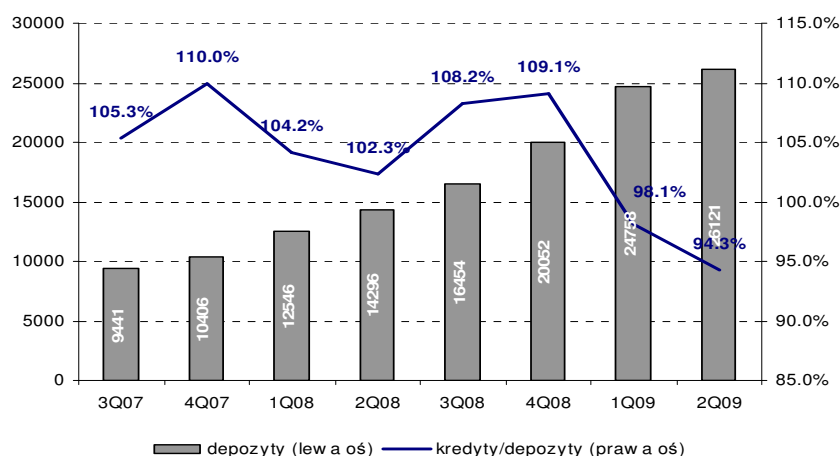
- **Utrzymanie źródeł finansowania postrzegamy jako największe ryzyko inwestycji w Getin Holding.**
- **Głównym źródłem finansowania aktywów w Getin Holding pozostają depozyty klientów (86% sumy bilansowej po 2Q09). Uważamy, że kosztem pozyskania wolumenu depozytów będzie premia jaką banki grupy Getin Holding będą płaciły w relacji do innych banków giełdowych.**
- **Splata euroobligacji w kwietniu br. obniżyła udział instrumentów dłużnych w pasywach do 3,4%. W przyszłym roku zapadają kolejne transze, przy braku nowych emisji oznaczają spadek udziału poniżej 1% aktywów. Uważamy, że emisja nowych papierów dłużnych nie będzie brana pod uwagę do czasu spadku kosztu finansowania i możliwości uplasowania większych wolumenów w średnim terminie.**
- **Istotnym źródłem depozytów są lokaty TU Europa (2,3 mld PLN, 9% bazy depozytowej na koniec 2Q09). Są to m.in. lokaty związane ze sprzedażą produktów strukturyzowanych, co daje grupie dostęp do tańszych źródeł depozytów. Obecnie sprzedaż struktur realizowana jest przede wszystkim poprzez grupę Noble Banku, jednak uważamy, że w kolejnych kwartałach istotnie wzrośnie aktywność Getin Banku.**
- **Prognozujemy utrzymanie się wskaźnika kredyty/depozyty poniżej 105% w długim terminie. Zapotrzebowanie na środki klientów uzależniamy od sprzedaży wolumenów kredytów.**

W momencie połączenia Getin Banku i Noble Banku nic nie zmieni się z perspektywy pozyskiwania środków finansowania przez grupę Getin Holding. W przyszłym roku zarówno w Getin Banku jak i Noble Banku zapadnie istotna część papierów dłużnych (uwzględniamy to w prognozach). Portfel depozytów Getin Holding (będący sumą dla Getin Banku, Noble Banku i TU Europa) sięga obecnie ponad 26 mld PLN. Od końca 2007 roku portfel depozytów wzrósł o prawie 16 mld PLN (60% obecnego portfela), z czego od końca 3Q08 (początek kryzysu

zaufania na rynkach międzybankowych), wzrost sięgał prawie 10 mld PLN. Portfel depozytów opiera się o lokaty terminowe pozyskiwane przy wysokim koszcie. Utrata wolumenu depozytów, przy braku alternatywnych źródeł finansowania (tj. np. inwestor strategiczny) stanowi naszym zdaniem największe zagrożenie dla funkcjonowania i rozwoju banku po połączeniu. Uważamy, że grupa Getin Holding będzie płaciła premię w stosunku do rynku za środki klientów indywidualnych. Oczekujemy jednak, że wraz ze stopniową poprawą otoczenia rynkowego premia ta będzie maleć. Alternatywą dla pozyskiwania depozytów klientów jest emisja papierów dłużnych. Jednak wolumen i cena takiej emisji jest na obecną chwilę nieatrakcyjne. Ciągłe depozyty klientów pozostają atrakcyjniejszym źródłem. Uważamy, że emisja byłaby brana pod uwagę w przypadku spadku kosztu pozyskania finansowania (perspektywa kilku lat).

Getin Holding przystąpił do ofensywy depozytowej z końcem 3Q08, w następstwie kryzysu zaufania na rynkach międzybankowych. Jest to bardzo wyraźnie widoczne w tempie przyrostu kwartalnego wolumenu depozytów i znacznego obniżenia wskaźnika kredyty/depozyty w ostatnim półroczu. Dodatkowo było to wspierane przez umocnienie złotówki w 2Q09. W 4Q08 i 1Q09 średni przyrost wolumenu depozytów sięgał ponad 4 mld PLN, podczas gdy średnia dla pierwszych trzech kwartałów 2008 roku to 2 mld PLN. Wzrósł również udział Getin Holding w rynku depozytów.

Depozyty Getin Holding (mln PLN), kredyty*/depozyty (%)



Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

* uwzględniono należności z tytułu leasingu

Portfel depozytów Getin Holding i banków komercyjnych

(mld PLN)	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09
Depozyty Getin Holding	10,4	12,5	14,3	16,5	20,1	24,8	26,1
Depozyty banków komercyjnych i instytucji kredytowych*	431	449	463	483	511	535	549
Udział w rynku	2,4%	2,8%	3,1%	3,4%	3,9%	4,6%	4,8%
Udział w przyroście	5,8%	12,2%	11,9%	11,0%	12,7%	19,6%	10,0%

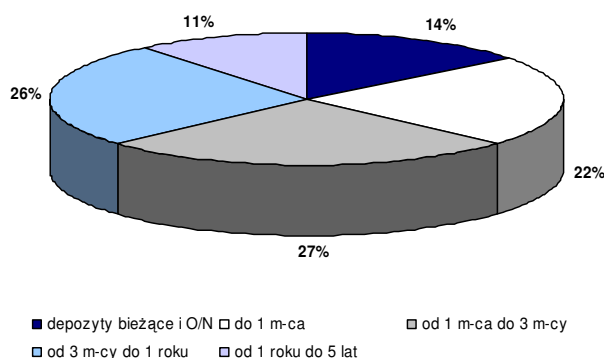
Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

* dane KNF

Uważamy, że przy umacniającej się złotówce i posiadanych już na koniec 2Q09 nadwyżkach depozytów nad kredytami, Getin Holding w drugiej połowie roku nie będzie istotnie zwiększał portfela depozytów. Pozwoli na odpływ części drogiej lokat, które będą zapadać w czwartym kwartale (bank w 4Q08 zbierał lokaty roczne przy bardzo wysokich stawkach z tamtego okresu). Mimo pozyskiwania nowych klientów i ciągle aktywnej sprzedaży produktów, zakładamy, że portfel depozytów utrzyma się na poziomie około 26 mld PLN, a wskaźnik kredyty/depozyty sięgnie 97%. Założenie to poparte jest scenariuszem umocnienia się złotówki do poziomu 2,61 CHF/PLN.

Premia w koszcie pozyskania finansowania wynika również ze struktury posiadanych depozytów. Są to przede wszystkim zobowiązania wobec klientów detalicznych. Dodatkowo zaledwie 14% z nich to depozyty bieżące. Pozostała część to lokaty terminowe, w dodatku w dużej części te pozyskiwane w ciągu ostatniego roku.

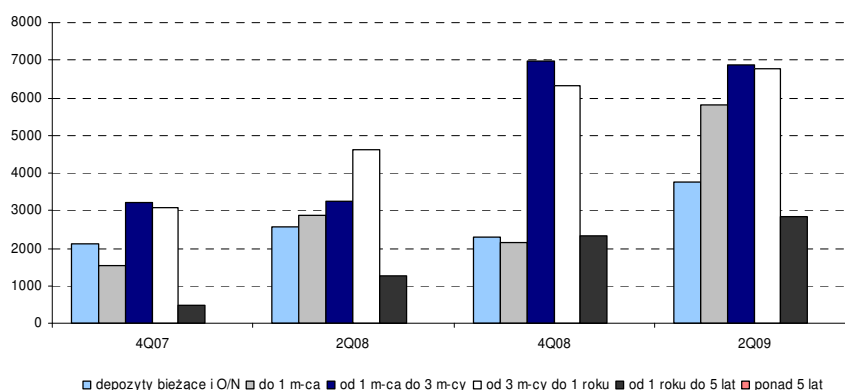
Struktura depozytów Getin Holding na koniec 2Q09 (do terminu zapadalności)



Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Między 2Q08 a końcem 4Q08 widoczny był wzrost depozytów aż o 5,5 mld PLN. W tym czasie portfel rachunków bieżących uszczuplał o 0,3 mld PLN, a wzrost generowany był przez portfel lokat trzymiesięcznych (prawie 3,8 mld PLN), depozytów o terminie zapadalności od 3 miesięcy do 1 roku (1,7 mld PLN) i lokat o ponad rocznym terminie zapadalności (ponad 1 mld PLN). Przedstawiona statystyka pokazuje portfel lokat w terminie do zapadalności od dnia bilansowego. Widać, że na koniec czerwca w portfelu Getin Holding znalazła się duża ilość lokat, które zapadały z końcem lipca.

Depozyty Getin Holding w podziale na terminy zapadalności (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

W ciągu trzeciego kwartału br. zapadnie przynajmniej 12,7 mld PLN lokat (suma lokat do 1 miesiąca i tych do trzech miesięcy). Najkorzystniejsze z perspektywy Getin Banku byłoby wygaśnięcie lokat i pozostawienie ich przez jakiś czas na nie oprocentowanych rachunkach lub rolowanie ich przy niższym koszcie. Takie klauzule towarzyszyły umowom na lokaty. Większość środków pozyskanych przez Getin Bank, to depozyty przynoszone w gotówce do placówek, a nie lokaty zakładane np. przez internet. Uważamy jednak, że skala takiego zjawiska będzie mała ze względu na to, że do banków grupy Getin trafiły „gorące pieniądze”, szukające na rynku w ostatnich kilku kwartałach najkorzystniejszych ofert. W przypadku Noble Banku można oczekiwać podobnej sytuacji, gdyż w okresie ostatnich kilku kwartałów istotnie spadła średnia wielkość depozytów, a znaczący wolumen był pozyskiwany poprzez sieć Open Finance.

Istotnym elementem finansowania banków są depozyty TU Europa (około 9 – 10% portfela depozytów). Większa część depozytów TU Europa utrzymywana w grupie przypada na Noble Bank (prawie 1/3 całej bazy depozytowej Noble Banku). W dużej mierze są to depozyty wynikające z umów na sprzedaż lokat strukturyzowanych. Dla grupy stanowi to źródło relatywnie tańszego finansowania. Jednocześnie postrzegamy je jako dość pewną lokatę. Uważamy, że zaangażowanie TU Europa będzie rosło wraz ze wzrostem aktywów i skali działania towarzystwa, szczególnie mamy tu na myśli TUE na Życie, które oferuje produkty strukturyzowane. Obecna strategia Noble Banku zmierza w kierunku próby „zamiany” posiadanych lokat w banku na produkty strukturyzowane (klient dostaje opcję na większą stopę zwrotu, a bank utrzymuje depozyt u siebie na dłuższy termin).

Struktura depozytów Getin Holding

(mln PLN)	4Q07	4Q08	1Q09	2Q09
Depozyty Noble Banku, w tym:	938	3455	5138	5675
Depozyty TU Europa w Noble Banku	191	1382	1642	1767
Depozyty Getin Banku, w tym:	9514	16562	19681	20488
Depozyty TU Europa w Getin Banku	501	723	b,d,	560
Depozyty Getin Holding	10406	20052	24758	26121
Depozyty TU Europa w obu bankach	692	2105	b,d,	2327
Udział depozytów TUE w depozytach GH	6,7%	10,5%	b,d,	8,9%

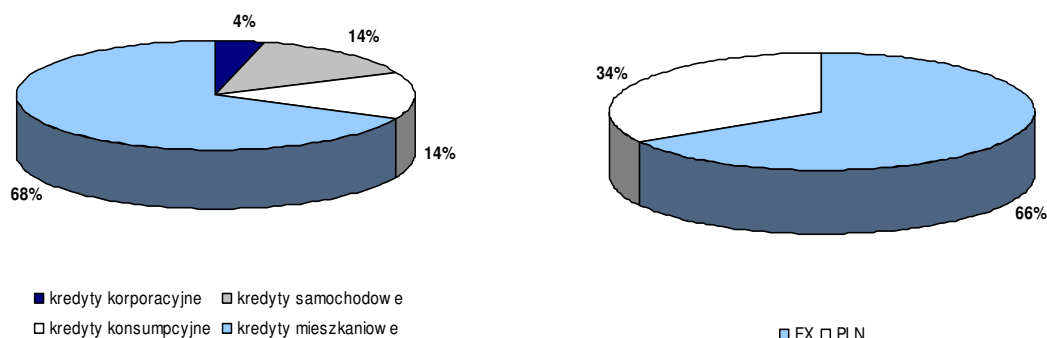
Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Portfel kredytów

- Wiodącym produktem kredytowym pozostaje kredyt hipotecznych (66% portfela na koniec 2Q09). Biorąc pod uwagę plany sprzedażowe banku taka relacja utrzyma się w długim terminie (64% - 66% udziałów w naszych długoterminowych prognozach).
- Detaliczny profilu banku (CAGR'12/08 dla segmentu detalicznego w sektorze 8%), agresywne podejście grupy do sprzedaży i strategia pozyskania nowych wolumenów kredytów przy wyższych marżach uzasadniają założenie, że portfel kredytów Getin Holding będzie rozwijał się szybciej niż wolumeny całego rynku. Prognozujemy CAGR'12/09 dla portfela kredytów Getin Holding na poziomie 14% vs. oczekiwania dla rynku na poziomie 6,3%.
- Getin Noble Bank dysponuje obecnie siecią ponad 466 placówek (po 2Q09 kontynuowano otwarcia), ma w swoich szeregach największego pośrednika finansowego Open Finance, a sprzedaż kredytów detalicznych i samochodowych możliwa jest dzięki szerokiej liście współpracujących pośredników i sieci detalicznych. W kolejnych latach planowany jest dalszy rozwój sieci. Założenia szybszego wzrostu portfela kredytów wynika z rozbudowanej sieci sprzedaży i ciągle jeszcze początkowej fazie rozwoju aktywów. W Banku Millennium na 1 placówkę przypada 72 mln PLN kredytu, w Getin Banku 41 mln PLN. Dodatkowo pod uwagę wziąć należy fakt, że profil działania Noble Banku wskazuje na brak zależności skali sieci i wolumenów sprzedaży kredytów.
- Jednocześnie oczekujemy utrzymywania się w ofercie Getin Noble Banku wyższych marż kredytowych na całym przekroju produktowym. Historycznie spółki z grupy były w stanie generować sprzedaż przy wyższych niż rynkowe marże, dodatkowo realizując sprzedaż innych produktów. Strategia ta jest konsekwencją pozycjonowania Getin Holding na rynku źródeł finansowania, gdzie Getin płaci premię w stosunku do innych graczy rynkowych.

Większość kredytów w grupie przypada na Noble Bank i Getin Bank (w tym Getin Leasing – jednostkę zależną). Wolumeny pozostałych podmiotów (na Ukrainie i Białorusi) są raczej symboliczne w relacji do skali działania w Polsce. Nieco większy wolumen realizowany jest w Carcade OOO (leasing, Rosja), jednak to również nie ma dużego wpływu na poziom wolumenów całej grupy. Dominującym elementem portfela są kredyty hipoteczne (68%), dodatkowo w większości denominowane w walutach obcych (66% kredytów ogółem na koniec 2Q09). Obecnie oba banki zaprzestały oferowania kredytów w walutach obcych, jednak ze względu na charakterystykę kredytu (długi okres spłaty), kredyty walutowe będą stanowiły ciągle istotną część portfela kredytowego. W strukturze kredytów Noble Banku dominują kredyty mieszkaniowe i sytuacja ta nie zmieni się po połączeniu (marki Noble Banku będą działały w oddzielnym pionie). W przypadku Getin Banku i istotną część portfela stanowią kredyty samochodowe i konsumpcyjne.

Struktura portfela kredytów netto Getin Holding na koniec 2Q09 (bez leasingu)



Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Postrzegamy taką strukturę portfela kredytów jako niekorzystną z punktu widzenia zabezpieczenia źródeł finansowania (nie tylko w zakresie zapadalności, ale również pod względem waluty). Obecnie sektor bankowy realizuje sprzedaż kredytów hipotecznych przy znacznie wyższych marżach (wahają się one w przedziale 2,5 – 3%, podczas gdy przed załamaniem na rynkach finansowych powszechne były stawki w okolicach 1%). Getin Bank i Noble Bank zawsze pozostawały powyżej średnich stawek rynkowych, podobnie jest obecnie (średnie marże w okolicach 5%, dodatkowe prowizje). In plus postrzegamy fakt, że nie jest prowadzona obecnie sprzedaż kredytów walutowych. Uważamy, że sprzedaż nowych kredytów hipotecznych, w złotówkach, przy wyższych marżach i dodatkowych prowizjach (co zupełnie nie było standardem na rynku jeszcze w 1H08) jest korzystne. Obecne marże na kredytach hipotecznych realnie wyceniają ryzyko kredytowe towarzyszące kredytom mieszkaniowym w Polsce. Dopóki Getin Bank i Noble Bank są w stanie utrzymać źródła finansowania i zarządzać kosztami ich pozyskania, ofensywa w tym obszarze będzie korzystna. Z biegiem czasu, przy wzroście podaży kredytu i ożywieniu innych dużych graczy hipotecznych (tj. np. Millennium, które istotnie obniżył swoją aktywność w 4Q08 i 1H09) marże kredytowe spadną. Nastąpi to jednak wraz ze spadkiem ceny depozytów.

Prognoza wzrostu portfela kredytów

Nasze oczekiwania w zakresie sprzedaży wolumenów kredytów w grupie Getin Holding są optymistyczne na tle sektora. Szybka budowa nowego portfela kredytów, przy wyższych marżach postrzegamy jako bardzo ryzykowną. Dla obu banków jest to jednak najszybsza droga do poprawy marż kredytowych, które byłyby adekwatne do bieżących kosztów finansowania. Jest również czynnikiem rozważającym udział kredytów walutowych. Argumenty te stanowią uzasadnienie dla aktywności obu banków. W przypadku ponownych turbulencji na rynkach finansowych skala ryzyka będzie jednak istotnie wyższa.

Największych wolumenów sprzedaży w 2H09 oczekujemy w obszarze kredytów hipotecznych. Po 1H09 Noble Bank sprzedał 1087 mln PLN kredytów hipotecznych, podczas gdy DomBank sprzedał tylko 790 mln PLN kredytów tego rodzaju. W samym 2Q09 Noble Bank sprzedał 720 mln PLN kredytów a DomBank 542 mln PLN. Uważamy, że do końca roku Noble Bank będzie sprzedawał 750 mln PLN kredytów hipotecznych kwartalnie. Zgodnie z zapowiedziami zarządu oczekujemy wzrostu produkcji w DomBanku do wartości 700 mln PLN kwartalnie. Oczekujemy, że oba banki łącznie sprzedadzą 4,8 mld PLN kredytów hipotecznych. Taki poziom rocznej sprzedaży daje aż 14% udziału w prognozowanym przez nas wolumenie sprzedaży kredytów hipotecznych w sektorze w całym 2009 roku. Uważamy, że w kolejnych latach nowa produkcja kredytów hipotecznych nie wzrośnie istotnie. Aby zwiększyć wolumeny sprzedaży bank musiałby zapewnić średnioterminowe źródła finansowania.

Oczekujemy, że w tym roku zostanie sprzedanych 1,65 mld PLN kredytów samochodowych (0,8 mld PLN po 1H09). W kolejnych latach, z podobnych przyczyn co sprzedaż kredytów hipotecznych, zakładamy utrzymanie się aktywności w tym obszarze. W przypadku kredytów konsumpcyjnych w długim terminie oczekujemy sprzedaży na poziomie 2 mld PLN rocznie, przy czym w 2009 roku sprzedaż nie przekroczy 1,6 mld PLN (1,1 mld PLN po 1H09) ze względu na kilkakrotnie wprowadzane obostrzenia w polityce kredytowej banku.

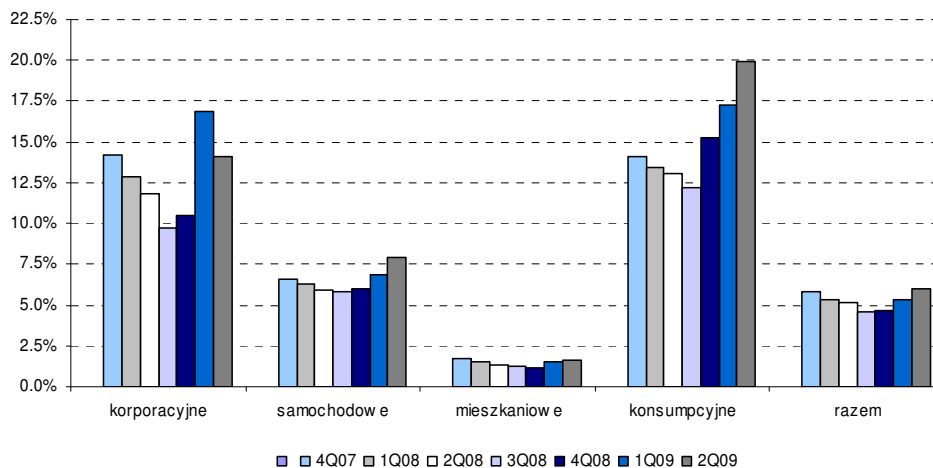
Nasze założenia przekładają się na wzrost portfela kredytów brutto (wyłączając leasing) o 16% w tym roku. Oznacza to wzrost prawie dwukrotnie wyższy niż nasze oczekiwania w stosunku do tempa wzrostu kredytów detalicznych w sektorze (+9% R/R) oraz znacznie szybszym niż oczekiwania w stosunku do całego rynku (4,5% R/R).

Ryzyko kredytowe

- Konsekwencją agresywnej polityki sprzedażowej, wysokiego udziału consumer finance w portfelu kredytów, w dodatku realizowanego przez sieć zewnętrznej dystrybucji (oferta kredytów samochodowych) oraz innego profilu klienta zaciągającego kredyt hipoteczny (w relacji do innych dużych graczy rynkowych) są wyższe koszty ryzyka kredytowego.
- Kolejnymi argumentami stojącymi za wyższym profilem ryzyka jest krótka historia kredytowa klientów (Getin Bank powstał praktycznie w 2004 roku, a Noble Bank w połowie 2006 roku) oraz brak bankowości relacyjnej (kredyty sprzedawane w dużej mierze do klienta „z ulicy”, przez sieć pośredników).
- Koszty ryzyka kredytowego dotkliwie odbiją się na wynikach 2009 roku. Prognozujemy odpisy na poziomie 3,5% kredytów netto. Nie oczekujemy jednak, aby w żadnym z kwartałów 2H09 skala odpisów zagrażała stratą netto.
- Oczekujemy wskaźnika kredyty nieregularne/kredyty brutto na poziomie 8,4% na koniec 2010 roku. Nasze oczekiwania są niższe niż średnia w sektorze ze względu na odmienną strukturę portfela kredytów w relacji do struktury sektorowej.

Do tej pory Getin Bank – odpowiedzialny za większość portfela kredytów, działał raczej jako odrębne wyspecjalizowane sieci (zgodnie ze starą już reklamą DomBanku: „Banki od wszystkiego są do niczego”). Zatem kredyty hipoteczne były w DomBanku, a kredyty samochodowe w sieciach sprzedaży (w miejscu kupna samochodu). Inny profil ryzyka występuje za to w Noble Banku, gdzie średnia wielkość kredytu jest znacznie wyższa, jednak bank operuje w niszy rynkowej zamożnych klientów.

Kredyty nieregularne/ Kredyty ogółem



Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Podwyższony profil ryzyka jest widoczny w saldzie rezerw w ostatnich trzech kwartałach. Widać również bardzo wyraźny wzrost wartości należności nieregularnych (+95% R/R). Najdynamiczniejszy wzrost niespłaconych kredytów notowany jest w obszarze kredytów konsumpcyjnych (+138% R/R, + 463 mln PLN). Kredyty samochodowe i mieszkaniowe generują umiarkowane przyrosty (ich suma jest mniejsza niż przyrosty w obszarze detalicznym, łącznie przyrost 280 mln PLN R/R). Wzrost wskaźnika w obszarze kredytów korporacyjnych wynika ze znacznego spadku kredytów brutto po 4Q08. Wolumen należności nieregularnych w tym obszarze nie podlega wahaniom.

Pozostajemy konserwatywni w naszych prognozach kosztów ryzyka na 2H09. Uważamy, że w segmencie detalicznych odpisy pozostaną wysokie, dołączą do nich również wyższe odpisy na kredyty hipoteczne. Analiza przyrostu należności nieregularnych i salda rezerw dają obraz, struktury rezerw tworzonych w ostatnich kwartałach. Nie jest to dokładny podział m.in. ze

względem na spłaty kredytów (rozwiązania IBNR), wahania kursów walutowych (rezerwy na kredyty walutowe).

Analiza NPL i poziomu rezerw

(mln PLN)	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09
Saldo rezerw	-95	-162	-245	-169
Zmiana należności nieregularnych				
Ogółem	70	194	265	200
Korporacyjne	-17	3	2	-2
Samochodowe	14	26	43	47
Mieszkaniowe	16	38	75	20
Konsumpcyjne	57	126	145	135
Zmiana poziomu rezerw				
Ogółem	70	133	218	151
Korporacyjne	-16	-14	5	1
Samochodowe	9	24	42	27
Mieszkaniowe	0	14	41	6
Konsumpcyjne	77	109	130	117
Zmiana rezerw / kredyty brutto (annualizowane)				
Ogółem	1,7%	2,6%	3,7%	2,4%
Korporacyjne	-4,5%	-3,7%	1,7%	0,2%
Samochodowe	1,2%	3,1%	5,0%	3,0%
Mieszkaniowe	0,0%	0,4%	1,1%	0,2%
Konsumpcyjne	10,7%	13,1%	14,3%	12,0%

Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Oczekujemy, że wskaźnik kredyty nieregularne/kredyty brutto wzrośnie na koniec tego roku do poziomu 7,3%, aby na koniec 2010 roku osiągnąć poziom 8,4%. Wobec sektora oczekujemy, że wskaźnik ten sięgnie około 10% na koniec 2010 roku. Niższy wskaźnik w przypadku Getin Holding, mimo wyraźnie wyższego profilu ryzyka wynika przede wszystkim z trzech czynników:

- Wyższej oczekiwanej stopy wzrostu nowych kredytów w relacji do sektora.
- Braku w portfelu Getin Holding należności segmentu korporacyjnego (portfel kredytów dla przedsiębiorstw w Getin Holding to przede wszystkim kredyty JST, factoring, leasing i kredyty na rzecz małych przedsiębiorstw). Jednocześnie ich udział (7,6% portfela kredytów netto) jest znacznie niższy niż udział kredytów dla przedsiębiorstw w sektorze.
- Dużego udziału kredytów na nieruchomości w kredytach ogółem (66%) na tle sektora (31%). W tym obszarze oczekujemy utrzymania się najniższego wskaźnika kredyty nieregularne/kredyty ogółem.

Oczekujemy, że na koniec 2010 roku wskaźnik kredyty nieregularne/ kredyty ogółem w segmencie gospodarstw domowych w sektorze sięgnie 6,5%, co pokazuje, że dla Getin Holding mamy bardziej konserwatywne założenia. Jednocześnie oczekujemy utrzymania się w Getin Holding wyższych wskaźników pokrycia kredytów nieregularnych rezerwami. Głównym motorem wzrostu rezerw są kredyty detaliczne, gdzie skala zabezpieczeń jest znikoma („kredyty na dowód osobisty”). Dodatkowo, że względu na to, że na koniec 2008 roku olbrzymia większość kredytów hipotecznych (ponad 95%) była denominowana w obcej walucie, LTV tego portfela jest na wyższym poziomie niż średnia w sektorze.

Oczekujemy odpisów na poziomie 3,5% w 2009 roku, 2,1% w 2010 roku, gdzie wobec sektora zakładane odpisy sięgają 1,5% i 1,4%. Dyskontujemy podwyższony profil ryzyka Getin Holding poprzez odpisy znacznie wyższe niż oczekiwania w stosunku do Banku Millennium (1,1% rocznie) i Kredyt Banku (2% rocznie). W kolejnych latach, gdy zakładamy koszty ryzyka na poziomie 0,5% portfela kredytów netto, w Getin Holding oczekujemy odpisów w okolicach 1%. Dopiero w długim terminie prognozujemy osiągnięcie przez Getin Holding odpisów na poziomie 0,5% portfela kredytów netto.

Analiza jakości aktywów

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Saldo rezerw (mln PLN)	-104	-379	-786	-547	-358	-333	-319	-306
Saldo rezerw/kredyty netto	-1,2%	-2,3%	-3,5%	-2,1%	-1,2%	-1,0%	-0,8%	-0,7%
Należności nieregularne/kredyty brutto	5,8%	4,6%	7,3%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%	8,0%
Kredyty nieregularne/rezerwy	89,5%	88,4%	90,0%	90,1%	91,2%	92,3%	93,3%	94,4%

Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Jednocześnie uważamy, że kapitały własne grupy kapitałowej Getin Holding nie są zagrożone. Przy naszej prognozie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw, progiem rentowności są odpisy na poziomie 4,8% w 2009 roku, a w kolejnych latach rzędu 4,4% - 4,6% portfela kredytów netto włączając leasing. Uważamy takie odpisy za mało prawdopodobne. Największym ryzykiem dla naszej prognozy wyników operacyjnych jest koszt finansowania, gdyż obniża on istotnie rentowność aktywów w bankach.

Wartość firmy

Grupa kapitałowa Getin Holding ulegała znacznej rozbudowie w wyniku transakcji przejęć jednostek. W wyniku tego na bilansie jest aż 890 mln PLN wartości firmy i znaków towarowych łącznie. Jednak 91% tej sumy przypada na polskie operacje, gdzie nie widzimy zagrożenia konieczności odpisów wartości firmy. Pomniejszą one zysk holdingu w wyniku ewentualnej sprzedaży podmiotów. W 2008 roku, w wyniku załamania koniunktury na rynku ukraińskim, Getin Holding dokonał odpisu wartości firmy w Plus Banku (na kwotę 56,9 mln PLN i Akord Plus (25,6 mln PLN). Zmiany te zostały uwzględnione w poniższym zestawieniu. Od końca 2008 roku nie miały miejsca istotne transakcje kapitałowe, zmieniające wartość firmy (w tym okres, wartość firmy wygenerowana w transakcji to 6,2 mln PLN). Pozostałe wahania wartości firmy wynikają z wahań kursów walutowych (dotyczy to ekspozycji na rynkach wschodnich).

Zestawienie wartości firmy na koniec 2008

(mln PLN)	(mln PLN)	(PLN/akcję)
Polska	811	1,14
Wartość firmy, w tym:	719	1,01
Getin Bank	357	0,50
Grupa Noble Bank	19	0,03
TU Europa	335	0,47
DM Polonia Net (Noble Securities)	8	0,01
Znak towarowy, w tym:	92	0,13
Open Finance	51	0,07
TU Europa	41	0,06
Rynki wschodnie	79	0,11
Spółki holdingowe:	20	0,03
Getin International S.A.	3	0,00
Getin International S.a.r.l.	17	0,02
Ukraina	16	0,02
PlusBank	16	0,02
Akkord Plus	0	0,00
Białoruś	11	0,02
SombelBank	11	0,02
Rumunia	1	0,00
S.C. Perfect Finance	1	0,00
Rosja	30	0,04
Carcade OOO	30	0,04
RAZEM	890	1,25

Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Gdyby Getin Holding został zmuszony odpisać całą wartość firmy wygenerowaną na rynkach wschodnich, ujemny odpis sięgnąłby 79 mln PLN (0,1 PLN/akcję). Uważamy taki scenariusz za mało prawdopodobny (Carcade OOO w Rosji i SombelBank są rentowne). Największe zagrożenie widzimy w ekspozycji na Ukrainie, jednak skala odpisów wartości firmy z tego tytułu nie ma istotnego przełożenia na wycenę Getin Holding.

Rynki wschodnie – noga w drzwiach ciekawego rynku

Ekspozycja na rynki wschodnie, wg naszych szacunków przyniosła w 1H09 nieco ponad 5 mln PLN straty netto. Skala potencjalnych odpisów wartości firmy (opisana w poprzednim punkcie) oraz skala działalności na rynkach (portfel kredytowy, skala kosztów działania), nie ma istotnego wpływu na wyniki całego Getin Holding. Postrzegamy ekspozycję na rynki wschodnie jako opcję, przy dość ograniczonej skali potencjalnych strat. Jeśli sytuacja na tamtych rynkach ulegnie trwałej poprawie, skala działania może zostać zwiększona (uruchomiona sprzedaż). Nie uwzględniamy tego w prognozach. Obecnie zainwestowany kapitał nie przynosi jednak satysfakcjonującego zwrotu.

Po pierwszej połowie roku PlusBank wygenerował stratę na poziomie 21 mln PLN z czego większość (16,34 mln PLN) w 1Q09 na skutek istotnych odpisów kredytowych. Skala działania na Ukrainie jest bardzo ograniczona (portfel kredytów około 100 mln PLN). Zatem spisanie nawet całego portfela kredytów ma niewielki wpływ na wycenę Getin Holding. Poprawa wyniku w 2Q09 (niższe odpisy, restrukturyzacja wydatków) i praktycznie brak nowej produkcji ogranicza negatywny wpływ operacji na całą grupę Getin Holding. Decyzja o wzroście skali działania (rozwój sumy bilansowej, który jednocześnie zwiększa ryzyko dla grupy) na Ukrainie, dopóki sytuacja tam nie ustabilizuje się, naszym zdaniem nie zostanie podjęta. W przyszłości może stać się dochodowym aktywem. Działalność Akord Plus została zahamowana.

Z kolei na Białorusi, SombelBank pozostaje rentowny, choć zyski są symboliczne. Po 1H09 miał 0,55 mln PLN zysku netto, z czego 0,8 mln PLN w 1Q09. Strata w 2Q09 była niewielka. Skala działania na Białorusi to kredyty netto o wartości 63,7 mln PLN. Uważamy, że również jest to opcja na przyszłe zyski (czego nie zakładamy obecnie w modelu), a skala strat jest bardzo ograniczona i sięga poniżej 0,1 PLN/akcję Getin Holding.

Ekspozycja na rynek rosyjski w większym stopniu wpływa na wyniki grupy. Spółka leasingowa Carcade OOO miało 9,2 mln PLN zysku netto w 1H09 (1,4 mln PLN po 1Q09). Spółka pozostaje rentowna, jednak zysk spada w wyniku pogorszenia się jakości należności.

Poza trzema podmiotami grupa posiada symboliczną ekspozycję na rynek rumuński (pośrednik finansowy), gdzie prowadzona jest obecnie głęboka restrukturyzacja (ograniczono wydatki o 60%, trwają prace nad poprawą efektywności sprzedaży – wzrost akceptacji wniosków kredytowych). Spółka ta nie prezentuje jednak ryzyka kredytowego.

Prognoza na następne dwa kwartały

Oczekujemy 225 mln PLN zysku netto w całym 2009 roku. Po 1H09 Getin Holding wypracował 184 mln PLN zysku netto. Oczekujemy zatem bardzo słabej drugiej połowy roku. Wynika to ze znacznego spadku wyniku handlowego w wyniku wprowadzenia od 2H09 rachunkowości zabezpieczeń. W 1H09 bardzo duży udział w przychodach miała wycena instrumentów CIRS, w wyniku wzrostu marż (wzrost wyceny wg wartości godziwej). Jednocześnie poprawa innych pozycji przychodów będzie stopniowa (większego wzrostu oczekujemy dopiero w przyszłym roku), ze względu na stopniowe zapadanie depozytów o wysokim oprocentowaniu. Koszty ryzyka pozostaną na wysokim poziomie. Jednocześnie za ograniczony postrzegamy potencjał do dalszej obniżki wydatków.

Zestawienie wyników kwartalnych i prognoz na 2H09

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09P	4Q09P
Wynik odsetkowy	169	238	189	270	248	199	214	228
Wynik prowizyjny	55	62	65	46	119	103	117	124
Pozostałe	213	212	337	205	272	196	123	123
Wynik na działalności bankowej	437	512	591	521	639	498	454	475
Pozostałe przychody operacyjne netto	-41	-56	-61	-35	-24	8	-16	-16
Przychody bankowe	396	455	530	486	615	505	438	459
Koszty działania	-166	-189	-211	-220	-222	-216	-220	-227
Wynik operacyjny przed rezerwami	230	266	319	265	393	289	218	232
Saldo rezerw	-64	-58	-95	-162	-245	-169	-186	-186
Wynik brutto	165	210	226	100	150	118	32	46
Podatek	-26	-46	-46	-23	-34	-23	-7	-9
Udział akcjonariuszy mniejszościowych, pozostałe	-13	-13	-15	-11	-13	-15	-11	-11
Zysk netto	127	151	165	65	103	80	14	26

Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Kapitał

Współczynnik wypłacalności Getin Banku po 1H09 wynosił 10,93%, a Noble Bank 11,38%. W przypadku obu banków był budowany na bazie funduszy własnych (Tier I). Getin Holding nie ma wsparcia w postaci dużego strategicznego inwestora, który w razie potrzeby byłby w stanie wesprzeć kapitały Getin Holding, np. poprzez pożyczkę podporządkowaną. W drugiej połowie roku kluczowe z perspektywy zachowania się współczynnika wypłacalności będzie zachowanie się złotówki. 66% kredytów denominowane jest w obcych walutach, więc osłabienie się złotówki o 10% względem koszyka walut w portfelu kredytów Getin Holding (głównie CHF) powoduje proporcjonalny wzrost aktywów ważonych ryzykiem w tym obszarze. Nasz scenariusz zakłada jednak umocnienie złotówki do poziomu 2,61 PLN/CHF na koniec roku. Powinno to wpływać na zahamowanie tempa wzrostu portfela kredytów (efekt rewaluacji pozycji walutowych) i poprawę współczynnika wypłacalności. Jednocześnie nowa sprzedaż kredytów niesie ze sobą konieczność zapewnienia niższych kapitałów. Kredyty hipoteczne denominowane w PLN mają niższy wymóg kapitałowy niż kredyty denominowane w walutach obcych (35% vs. 75%). Jednocześnie oczekujemy spadku sprzedaży kredytów detalicznych.

Obecną sytuację kapitałową Getin Banku i Noble Banku postrzegamy jako bardzo stabilną, jednak rozwój banku w kolejnych latach uzależniony jest od skali wzrostu kapitałów, a te zależą od zyskowności grupy. Prognozowane przez nas zyski w pełni pokrywają rosnące potrzeby kapitałowe banku w przyszłości. We wcześniejszych latach, przy znacznie wyższym apetycie wzrastał portfel kredytów (kredyty od 2006 rosły o 90% rocznie!). Obecnie oczekujemy wzrostów rzędu 14% w kolejnych latach.

Połączenie Getin Banku i Noble Banku

W wyniku połączenia obu podmiotów bankowych w grupie Getin Holding powstanie jeden bank: Getin Noble Bank. W skład grupy bankowej wchodzić będą: Getin Bank wraz jednostkami zależnymi (obecnie jedyną istotną jednostką jest Getin Leasing) oraz Noble Bank (wraz z Open Finance, Noble Funds TFI oraz innymi jednostkami). Memorandum Informacyjne zostało już opublikowane. Oczekujemy zatem, że połączenie nastąpi w horyzoncie najbliższego kwartału (w grę wchodzi praktycznie trzy daty: początek listopada, grudnia lub stycznia przyszłego roku). Uważamy, że intencją instytucji będzie jak najszybsze połączenie.

Getin Holding będzie miał 93,7% udziałów w nowym podmiocie. Pozostałe akcje będą znajdować się w rękach kadry zarządzającej obecnego Noble Banku (łącznie 3,3%) oraz w rękach akcjonariuszy mniejszościowych (zaledwie 3% kapitału połączonej instytucji). Naszym zdaniem taka struktura akcjonariatu zdecydowanie ułatwia sprzedaż podmiotu bankowego inwestorowi zewnętrznemu w przyszłości. Prawdopodobieństwo realizacji sprzedaży banku przez Getin Holding w horyzoncie pięciu najbliższych lat uważamy za bardzo wysokie. W przypadku sprzedaży podmiotu, istnieje duże prawdopodobieństwo, że Getin Noble Bank przestanie być podmiotem notowanym na giełdzie. Odległy horyzont czasowy takich wydarzeń powoduje, że nie jest to obecnie czynnik wpływający w jakikolwiek sposób na wycenę.

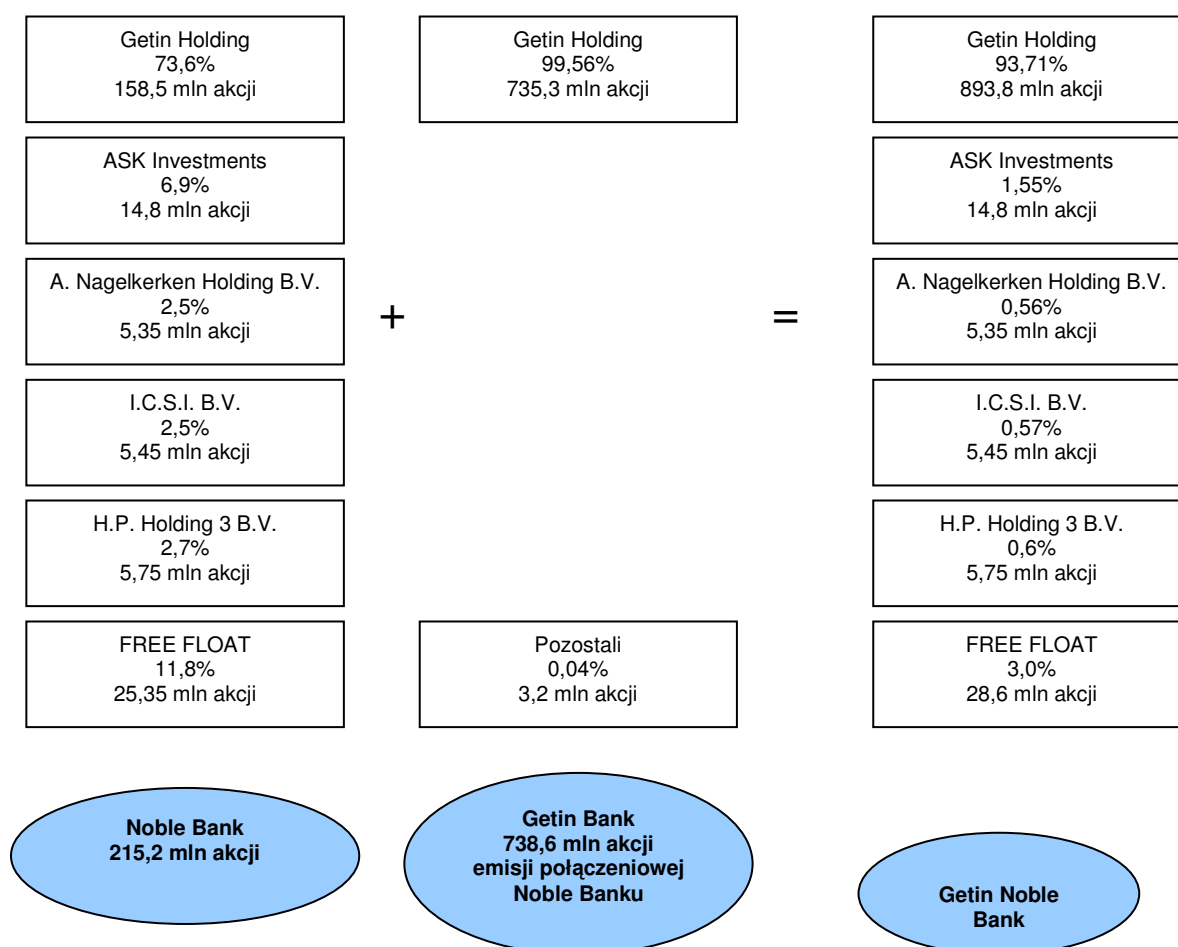
NWZA Noble Banku (18 czerwca), które uchwaliło połączenie obu banków, uchwaliło również zapisy o nowym kapitale docelowym. Zarząd banku może do 30 maja 2012 podjąć decyzję o podniesieniu kapitału banku w drodze emisji maksymalnie do 350 mln nowych akcji w jednej lub kilku emisjach. W uchwałach nie znalazły się zapisy o tym, że planowane emisją mają na celu rozwodnienie akcjonariusza strategicznego (Getin Holding). W przypadku gdyby wyemitowano cały kapitał docelowy i Getin Holding nie brał udziału w emisji, jego udziały spadłyby do poziomu 68,55%, a free float sięgnąłby 29%.

W wyniku połączenia powstanie podmiot, który miał na koniec 2008 roku 28,7 mld PLN aktywów, pozostając wciąż najmniejszym podmiotem na rynku pod tym względem, jednak awansując istotnie w sektorze. Według skonsolidowanego sprawozdania pro forma przedstawionego w Memorandum Informacyjnym zysk netto za 2008 rok sięgał 523,8 mln PLN. Przy obecnej wycenie rynkowej Noble Banku (5,07 PLN/akcję) daje to P/E'08 pro forma na poziomie 9,2. Jednocześnie kapitał własny nowego podmiotu wg sprawozdań pro forma wynosił 2,7 mld PLN, a obecna wycena rynkowa wskazuje na P/BV'08 pro forma na poziomie 1,8.

Skala transakcji wzajemnych między podmiotami jest niewielka. Wyłączenia na poziomie wyniku brutto sięgały 1,5 mln PLN w 2008 roku (1,2 mln PLN na zysk netto – 0,2% zysku netto), a skala transakcji wzajemnych od końca ubiegłego roku do chwili obecnej wręcz ulegała zmniejszeniu. Można więc z dość małym marginesem błędu sporządzić sprawozdania kwartalne pro forma dla połączonego banku za dwa ubiegłe lata.

Na poziomie Getin Holding skala wyłączeń grupowych jest znacząca, gdyż wyłączone są wszystkie transakcje między oboma bankami a TU Europa (oba notują wysoką skalę przychodów z dystrybucji produktów ubezpieczeniowych TU Europa, a ubezpieczyciel lokuje w nich depozyty). Jednak tak jak pisaliśmy wcześniej połączenie obu banków nie przynosi zmian w strukturze Getin Holding, poza zmianą na poziomie obu banków.

Zmiana struktury akcjonariatu po połączeniu



Źródło: DI BRE Banku, Memorandum Informacyjne

Perspektywy poprawy wyników

Istotnym czynnikiem wpływającym na wyniki grupy będzie połączenie Getin Banku i Noble Banku. Obok synergii kosztowych, w grę wchodzi osiągnięcie dodatkowych przychodów w bankach. W długim terminie oczekujemy CIR na poziomie 40%, co naszym zdaniem uwzględnia bardzo efektywne zarządzanie siecią i działaniami banku. Przy poziomie aktywów jakim dysponuje grupa, wskaźniki takie postrzegamy jako graniczne. Takiej skali efektywności oczekujemy tylko w przypadku Pekao i PKO BP, gdzie do osiągnięcia możliwe są korzyści skali. Taki poziom wskaźnika jest jednak uzasadniony historycznie, bardzo wysoką kontrolą kosztów w grupie (CIR w 2008 roku na poziomie 42,1%).

Jednocześnie dość duży potencjał widzimy w poprawie wyników sprzedażowych produktów w Getin Banku. Mamy tu na myśli wzrost sprzedaży np. produktów strukturyzowanych, których wolumeny sprzedaży rosną obecnie w Noble Banku, jednak efektywność sprzedaży w Getin Banku była obecnie ograniczona. Jednocześnie Noble Bank w 1H09 odnotowywał istotne przychody z tytułu „pracy na istniejącym portfelu kredytowym”, sprzedając klientom różnego rodzaju produkty (np. ubezpieczenie maksymalnej raty kredytu). Dużym potencjałem jest wzrost opłat za prowadzenie rachunków w Getin Banku. Udział pozycji z tytułu obsługi rachunków i kart płatniczych sięgał zaledwie 7,4%, podczas gdy np. w Banku Millennium przychody z obsługi kont, kart, bankomatów i przelewów wynosiły aż 44% wyniku prowizyjnego w 1H09. Getin Bank nigdy nie osiągnie takiego udziału (m.in. ze względu na fakt bazowania na sieci bankomatów zewnętrznych dostawców z Euronetu, BZ WBK i eCard), jednak widzimy potencjał do poprawy nominalnych przychodów z tego tytułu. Zatem znaczna część przychodów prowizyjnych generowana obecnie w Noble Banku dzięki „pracy na bazie” istniejących kredytobiorców, będzie zastępowana przez nowe źródła przychodów w grupie Getin Holding. Jednak wysoka tegoroczna baza będzie hamowała tempo wzrostu (CAGR'12/09 dla wyniku prowizyjnego sięgnie 4,5%). Potencjałem nowych przychodów jest

również działalność nowego biura maklerskiego w ramach grupy (Noble Securities). Nie uwzględniamy go w naszych prognozach. Brak jest na razie informacji co do kształtu i oferty biura.

Alternatywne podejście do wyceny Getin Holding

Wycena sumą części

Planowana emisja akcji Noble Banku, skierowana do akcjonariuszy Getin Holding pozwala na dokonanie wyceny Getin Holding w oparciu o sumę części. W oparciu o obecną wycenę rynkową Noble Banku (5,07 PLN/akcję) jesteśmy w stanie wyznaczyć wartość rynkową udziałów Getin Holding w Noble Banku, wartość rynkową Getin Banku (na podst. liczby akcji, które mają zostać wyemitowane w zamian za Getin Bank). Wycenę udziałów w TU Europa wyznaczamy w oparciu o transakcję wewnątrz grupy, na mocy której Getin Bank i Noble Bank nabyły po 9,97% udziałów ubezpieczyciela, każdy za 67,1 mln PLN (łącznie 134,1 mln PLN). Taki poziom wyceny przekłada się na sześciokrotność annualizowanych zysków TU Europa za 1H09 (56 mln PLN po 1H09). W szacunkach należy uwzględnić również wycenę pozostałych jednostek wchodzących w skład grupy Getin Holding (głównie aktywa na wschodzie). Ze względu na brak zysków generowanych przez jednostki oraz brak odrębnych prognoz zakładamy wartość wszystkich podmiotów na 200 mln PLN. Wartość ta to jedenastokrotność annualizowanego zysku Carcade OOO po 1H09 (9,2 mln PLN).

Na podstawie naszej ceny docelowej dla Getin Holding (9,00 PLN/akcję) wyznaczamy MCap Getin Holding na poziomie 6,4 mld PLN. Wyznaczona wycena na podstawie sumy części wskazuje na niższy poziom wyceny całej grupy Getin Holding. Jednak uważamy, że wynika to z dyskonta w wycenie Noble Banku w relacji do Getin Holding lub bardzo konserwatywnego podejścia do wyceny ubezpieczyciela 6xP/E'09.

Wycena „sum of the parts” na bazie giełdowej wyceny Noble Banku

	Wycena (mln PLN)	udziały GH w jednostce
Getin Bank	3728	99,56%
Noble Bank	806	73,87%
TU Europa	690	99,79%
Pozostałe	200	
Razem	5424	

Źródło: DI BRE Banku, Getin Holding

Aktywa vs. kapitalizacja

Zestawiliśmy wycenę Getin Holding (jego kapitalizację), z posiadanymi aktywami. Obecna kapitalizacja Getin Holding stanowi ponad 1/5 posiadanych obecnie aktywów. Podobne wskaźniki mają obecnie BZ WBK i Bank Handlowy. W przypadku Banku Handlowego za nieuzasadniony uważamy taki poziom wyceny, nawet biorąc pod uwagę poprawę potencjalnego ROA w przyszłości. Jednocześnie inne banki, których ROA znacząco odbiega od sektora uwzględniają w wycenie znacznie niższy poziom aktywów (Kredyt Bank, Millennium).

Wycena vs. aktywa

	Getin Holding	BZ WBK	Handlowy	ING BSK	Kredyt Bank	Millennium	Pekao	PKO BP
Cena akcji (PLN)	9,00	151,10	63,00	615,00	11,65	4,40	148,20	31,59
Mcap (mln PLN)	6 398	11 024	8 232	8 001	3 165	3 736	38 860	31 590
aktywa 2Q09 (mln PLN)	30 284	56 487	41 638	64 516	41 102	45 539	128 203	142 259
Mcap/aktywa 2Q09	21,1%	19,5%	19,8%	12,4%	7,7%	8,2%	30,3%	22,2%
ROA'09	0,7%	1,1%	0,9%	0,8%	0,1%	0,1%	1,7%	1,4%
ROA'10	1,2%	1,3%	1,0%	0,8%	0,3%	0,5%	1,9%	1,5%
ROA'11	1,9%	1,9%	1,7%	1,2%	0,8%	0,9%	2,3%	2,2%
ROA'12	2,1%	1,9%	1,6%	1,2%	0,8%	1,0%	2,3%	2,2%
(Mcap/Aktywa)/ROA'09	31,6	17,2	22,7	15,6	103,5	91,3	17,4	15,9
(Mcap/Aktywa)/ROA'10	17,5	15,4	19,1	15,5	27,6	16,0	15,6	15,1
(Mcap/Aktywa)/ROA'11	11,1	10,5	11,9	10,6	9,2	9,0	13,3	10,1
(Mcap/Aktywa)/ROA'12	10,2	10,2	12,4	10,2	9,4	8,5	13,1	10,0

Źródło: DI BRE Banku, banki

Prognozujemy, że na koniec 2011 roku Getin Holding osiągnie ROA na poziomie 1,9%. Jest to znacznie powyżej innych mniejszych banków, jednocześnie zbliżonym do poziomu rentowności większych banków giełdowych (BZ WBK, Pekao, PKO BP). Mimo znacznie niższych efektów skali (aktywa Getin Holding wg naszej prognozy na poziomie 43 mld PLN vs. Millennium 51 mld PLN, Kredyt Bank 46 mld PLN) i wyższego profilu ryzyka (zakładamy odpisy w 2011 roku na poziomie około 1,2% w Getin Holding vs. 0,5% w porównywanych bankach), o rentowności kapitałów stanowi wyższa marża odsetkowa netto, większy potencjał wzrostu wyniku przewidywanego i zdecydowanie niższy wskaźnik koszty/dochody.

W relacji do Banku Millennium kluczowa jest marża i poziom kosztów w relacji do prowadzonych operacji. W przypadku Kredytu Banku istotnie od średniej odbiega poziom wyniku prowizyjnego oraz wysoka baza kosztowa. Nasze prognozy na kolejne lata poparte są historycznymi wynikami Getin Holding. Uważamy, że w długim terminie bank nie będzie w stanie generować CIR poniżej 40%, jednak i tak jest to wskaźnik plasujący banki z grupy w gronie najefektywniejszych jednostek bankowych.

Nasza cena docelowa dla Getin Holding (9,37 PLN/akcję) daje 1,7xBV'09P (2,2xTCE'09P). Oznacza to premię w stosunku do wyceny Millennium (9MTP na poziomie 1,6xBV'09P). Analiza wyceny w oparciu o rentowność aktywów na koniec 2011 roku (taka sama jaką przedstawiliśmy w raporcie na temat sektora bankowego 24 sierpnia br.), wskazuje, że jest to uzasadnione. Przy ROA na poziomie 1,9%, uzasadnionym poziomem wyceny jest wskaźnik 2,3xTCE'09.

Z jednej strony prognozujemy niższe ROA'11 w Banku Millennium (1,0%) w relacji do ROA'11 Getin Holding (1,9%). Jednocześnie w Getin Holding istotnym czynnikiem jest wartość firmy. W Banku Millennium dodatkowo mamy do czynienia z pożyczkami podporządkowanymi. Wszystko to przekłada się na wyższy udział kapitałów własnych w sumie bilansowej w Getin Holding na poziomie 10,7% na koniec 2009 roku (zakładamy wzrost do poziomu 11,7% vs. 6,2% w Banku Millennium w 2009 roku). Wyższa rentowność aktywów przemawia za premią w wycenie Getin Holding nad Bankiem Millennium.

Historyczne wyceny vs. obecne

Przeanalizowaliśmy tempo wzrostu kapitałów własnych Getin Holding na przestrzeni ostatnich kilku lat. Do analizy włączyliśmy również ROE, które pokazuje skalę zwrotu z kapitału. Pod uwagę wzięliśmy historyczne wyceny Getin Holding, szczególną uwagę zwracając na wyceny z „poprzedniego szczytu”. Na podstawie maksymalnej ceny Getin Holding wyznaczyliśmy wskaźnik cena (ze szczytu) do kapitałów własnych (na koniec 2Q09). Wskaźnik ten wynosi obecnie 3,3. Uważamy taki poziom wyceny za nieuzasadniony w świetle prognozy ROE na kolejne lata.

Cena akcji Getin Holding



Źródło: DI BRE Banku, Metastock

Najwyższa cena akcji Getin Holding (z maja 2007 roku) sięgała 17,25 PLN/akcję. Przy bieżącym poziomie kapitałów własnych daje to 3,3xBV2Q09. Uzasadnieniem dla takiej wyceny byłoby ROE na poziomie 27,5% dla $g=4\%$ i $COE=11,2\%$. W zależności od tempa wzrostu generowanego przez bank oraz kosztu kapitałów własnych ROE uzasadniające taką wycenę byłoby niższe. Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wymaganego ROE w zależności od poziomu parametrów w wycenie. Przy profilu działalności jaki prowadzi Getin Holding (wysoki koszt pozyskania finansowania), za nieuzasadnione uważamy dyskontowanie niższego

poziomu kosztu kapitału własnego. W naszej długoterminowej prognozie wyników finansowych Getin Holding najwyższego ROE oczekujemy w 2012 roku, na poziomie 17,2%. Przy takim ROE i koszcie kapitałów własnych na poziomie 11% - 11,5%, bank musiałby się rozwijać w długim terminie na poziomie 9% rocznie. Takie założenie postrzegamy jako zbyt optymistyczne dla modelu długoterminowego (takie rzędy wzrostu będą widziane w horyzoncie kilku najbliższych lat). Przy prognozie kapitałów własnych na koniec 2018 roku wycena 17,35 PLN/akcję daje P/BV'18 na poziomie 0,9 (P/BV'17 na poziomie 1). Uważamy, że wycena 17,35 PLN/akcję dyskontuje wzrost banku przez kolejne 10 lat. Uważamy, że jest to nieuzasadnione bieżącymi wynikami i perspektywą najbliższych trzech lat.

Analiza wrażliwości wymaganego ROE

		COE							
		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
G	1,0%	27,2%	28,8%	30,4%	32,1%	33,7%	35,3%	37,0%	38,6%
	2,0%	24,9%	26,5%	28,2%	29,8%	31,4%	33,1%	34,7%	36,3%
	3,0%	22,6%	24,3%	25,9%	27,5%	29,2%	30,8%	32,4%	34,1%
	4,0%	20,4%	22,0%	23,6%	25,3%	26,9%	28,5%	30,2%	31,8%
	5,0%	18,1%	19,7%	21,4%	23,0%	24,6%	26,3%	27,9%	29,5%
	6,0%	15,8%	17,4%	19,1%	20,7%	22,4%	24,0%	25,6%	27,3%
	7,0%	13,5%	15,2%	16,8%	18,4%	20,1%	21,7%	23,4%	25,0%
	8,0%	11,3%	12,9%	14,5%	16,2%	17,8%	19,4%	21,1%	22,7%
	9,0%	9,0%	10,6%	12,3%	13,9%	15,5%	17,2%	18,8%	20,4%
	10,0%	6,7%	8,4%	10,0%	11,6%	13,3%	14,9%	16,5%	18,2%

Źródło: DI BRE Banku,

Wycena 17,35 PLN/akcję (dotychczas maksymalna wycena Getin Holding), wyznacza P/BV'12 na poziomie 2. Aby uzasadniona była wycena P/BV'12 na poziomie 2 Getin Holding musiałby wykazać ROE'12 na poziomie 18,7%. Jednak jest to wycena przesunięta o cztery lata do przodu. Dyskontując ją na koniec 2009 roku, bieżąca wycena GH powinna sięgać 11,35. Takie podejście dyskontuje naszym zdaniem optymistyczne podejście do wyceny banku.

Wycena

Przy wycenie akcji Getin Holding 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), koszty kapitału (COE), będącego sumą stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko, związanej z inwestycją w walory banku oraz długoterminowej stopy wzrostu (g). Metodologia jest taka sama, jak w przypadku innych banków giełdowych. Sporządzamy prognozy wyników finansowych do 2018 roku. ROE długoterminowe to ROE osiągnięte przez bank w ostatnim roku prognozy (2018).

Dywidendy

Do tej pory Getin Holding nie wypłacał dywidend. W naszych długoterminowych prognozach zakładamy, że Holding będzie pozostawiał zysk w grupie. Przy publikacji planu połączenia Noble Banku i Getin Banku, banki poinformowały, że w przyszłości wypłata będzie uzależniona od potrzeb kapitałowych Getin Noble Banku. W momencie decyzji o wypłacie dywidendy z Getin Noble Banku, większość środków trafiłaby do Getin Holding, niewielka część do akcjonariuszy mniejszościowych Getin Noble Banku (obecni akcjonariusze Noble Banku). Dopiero Holding może zdecydować o dalszej wypłacie na rzecz swoich akcjonariuszy. Uważamy, że do końca 2011 roku Getin Holding nie zdecyduje się na wypłatę dywidendy (relacja kapitałów własnych pomniejszonych o wartość firmy poniżej poziomu 10%). Przez wzgląd na brak inwestora strategicznego mogącego wesprzeć kapitałowo Getin Holding w sytuacji awaryjnej, konieczność pozyskania kapitału i środków finansowych z rynku, zakładamy brak wypłat w długim terminie, nawet w momencie, gdy relacja kapitałów własnych do aktywów wzrośnie a stopa wzrostu będzie niższa niż w trzech kolejnych latach. Wprowadzenie założenia o wypłacie dywidendy do naszych prognoz wpłynęłoby pozytywnie na wycenę Getin Holding.

Koszt kapitału własnego

Poziom stopy wolnej od ryzyka wyznacza rentowność obligacji dziesięcioletnich z dnia, na który sporządzana jest wycena. Wyznaczamy premię za ryzyko na poziomie 5% oraz zakładamy „beta” na poziomie 1,0. Nie zmieniamy tych założeń w relacji do wyceny innych banków giełdowych.

Jako stopę wolną od ryzyka uznajemy rentowność obligacji dziesięcioletnich na zamknięcie 1 października br. na poziomie 6,24%. Ustalamy koszt kapitałów własnych na poziomie 11,236%.

Długoterminowe ROE i kapitały własne w wycenie

Prognoza ROE na koniec 2018 roku stanowi nasze długoterminowe ROE w wycenie. Prognozujemy je na poziomie 12,2%. Jest to ROE wyznaczone w oparciu o całkowitą wartość kapitałów własnych. Istotnym elementem wpływającym na poziom kapitałów własnych jest wartość firmy wygenerowana w transakcjach zakupu jednostek zależnych (więcej na ten temat piszemy na str. 9 niniejszego opracowania). W prognozach nie uwzględniamy zmiany poziomu wartości firmy w kolejnych latach. Gdybyśmy w wycenie Getin Holding brali pod uwagę poziom kapitału pomniejszonego o wartość firmy musielibyśmy również wyznaczyć ROE w oparciu o skorygowany kapitał (wg naszych szacunków 12,9%). Zmiana metodologii wyceny miałaby niewielki wpływ na wycenę długoterminową Getin Holding (wycena o 3% wyższa).



Podsumowanie wyceny metodą dochodową (PLN/akcję)

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	+
Stopa wolna od ryzyka	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%	
Premia za ryzyko	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
Koszt kapitału	11,24%	11,24%	11,24%	11,24%	11,24%	11,24%	11,24%	11,24%	11,24%	11,24%	
EPS	0,31	0,63	1,10	1,34	1,54	1,71	1,90	2,04	2,18	2,32	
Zmiana R/R	-56,0%	99,9%	74,9%	21,3%	15,0%	11,3%	11,0%	7,5%	6,9%	6,3%	
BVPS	5,37	6,00	7,10	8,44	9,97	11,68	13,58	15,62	17,80	20,11	
Zmiana R/R	6,2%	11,7%	18,4%	18,8%	18,2%	17,1%	16,2%	15,0%	13,9%	13,0%	
ROE	6,0%	11,1%	16,8%	17,2%	16,7%	15,8%	15,0%	14,0%	13,0%	12,2%	
Długoterminowe ROE											12,2%
Stopa wzrostu											4%
Implikowany P/BV											1,1
Wartość kapitału na koniec 2018											22,8
Wartość kapitału na koniec 2017											20,5
Wartość kapitału na koniec 2016											18,5
Wartość kapitału na koniec 2015											16,6
Wartość kapitału na koniec 2014											14,9
Wartość kapitału na koniec 2013											13,4
Wartość kapitału na koniec 2012											12,1
Wartość kapitału na koniec 2011											10,8
Wartość kapitału na koniec 2010											9,7
Wartość kapitału na koniec 2009											8,8
Wartość kapitału na koniec 2008											7,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Zdyskontowane DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
DPS/EPS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zdyskontowane DPS razem											0,00
WG na październik 2009											8,60
9MTP											9,32
obecna cena											9,00
potencjał zmiany											3,5%

Źródło: DI BRE Banku

* stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 – io letnich z dnia 1 października 2009

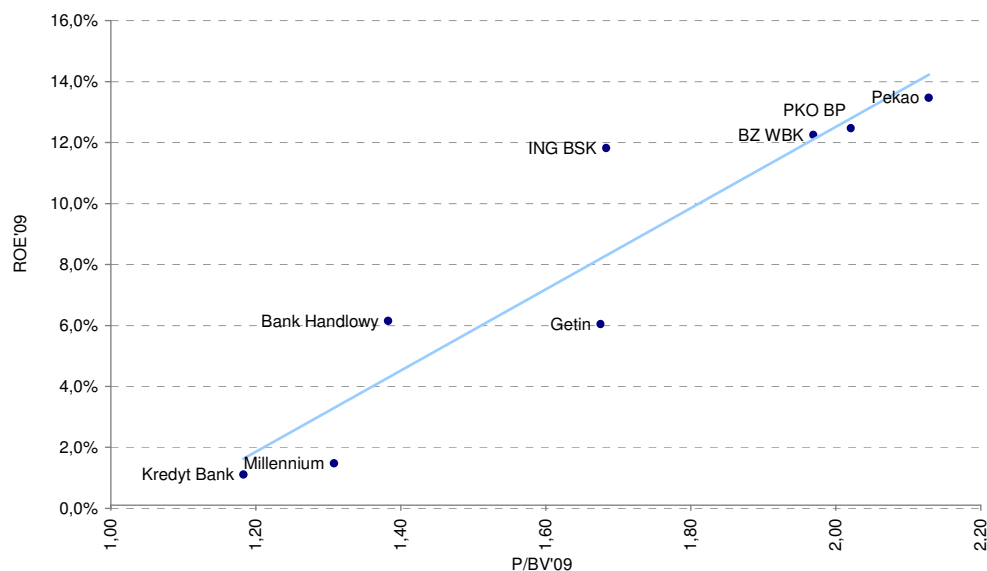
Podsumowanie wskaźników banków

	cena	P/BV				P/E				PBV/ROE			
		2008	2009P	2010P	2011P	2008	2009P	2010P	2011P	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	151,1	2,2	2,0	1,7	1,5	12,9	17,1	15,1	9,5	12,1	16,1	14,2	8,8
dyskonto/premia do mediany		17,5%	17,0%	15,0%	12,9%	17,1%	-9,8%	-3,0%	0,0%	14,4%	-0,8%	-4,9%	0,0%
dyskonto/premia do średniej		21,6%	18,1%	12,1%	6,9%	6,7%	-58,6%	-15,0%	-4,3%	5,1%	-59,9%	-17,0%	-6,4%
B. Handlowy	63,30	1,5	1,4	1,3	1,3	13,8	23,2	20,1	12,0	13,7	22,5	19,8	11,6
dyskonto/premia do mediany		-22,4%	-17,9%	-11,1%	-3,1%	25,1%	22,6%	29,1%	26,3%	30,1%	38,8%	32,5%	32,7%
dyskonto/premia do średniej		-19,7%	-17,1%	-13,3%	-8,3%	14,1%	-43,7%	13,1%	20,9%	19,4%	-43,9%	15,7%	24,2%
ING BSK	615,0	1,9	1,7	1,5	1,3	18,0	15,1	15,1	9,4	17,1	14,2	14,3	8,8
dyskonto/premia do mediany		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	63,2%	-20,2%	-3,2%	-1,1%	62,2%	-12,1%	-4,3%	-0,2%
dyskonto/premia do średniej		3,5%	0,9%	-2,5%	-5,3%	48,8%	-63,4%	-15,1%	-5,3%	49,0%	-64,5%	-16,5%	-6,6%
Kredyt Bank	11,65	1,2	1,2	1,1	1,0	9,7	107,6	27,3	8,5	9,1	107,0	26,7	8,0
dyskonto/premia do mediany		-36,9%	-29,7%	-25,1%	-23,3%	-11,5%	469,2%	75,3%	-10,9%	-14,3%	560,6%	78,6%	-9,1%
dyskonto/premia do średniej		-34,7%	-29,1%	-27,0%	-27,4%	-19,3%	161,3%	53,6%	-14,7%	-21,3%	166,9%	55,9%	-14,9%
Millennium	4,40	1,3	1,3	1,2	1,1	9,0	89,5	15,6	8,2	8,6	88,9	15,0	7,7
dyskonto/premia do mediany		-30,0%	-22,3%	-20,3%	-19,3%	-17,9%	373,7%	0,0%	-13,4%	-19,0%	448,7%	0,0%	-12,1%
dyskonto/premia do średniej		-27,5%	-21,6%	-22,3%	-23,6%	-25,2%	117,5%	-12,4%	-17,1%	-25,6%	121,7%	-12,7%	-17,7%
Pekao	148,2	2,4	2,1	2,0	1,8	11,0	16,9	14,6	11,6	10,6	15,8	14,1	11,0
dyskonto/premia do mediany		28,5%	26,4%	29,9%	36,7%	0,0%	-10,8%	-6,0%	21,5%	0,0%	-2,5%	-5,9%	25,6%
dyskonto/premia do średniej		33,1%	27,6%	26,6%	29,5%	-8,8%	-59,0%	-17,6%	16,4%	-8,2%	-60,6%	-17,9%	17,6%
PKO BP	31,59	2,3	2,0	2,0	1,8	10,1	18,9	16,6	10,3	9,4	16,2	15,8	9,7
dyskonto/premia do mediany		19,5%	20,0%	29,6%	35,4%	-8,0%	0,0%	6,4%	8,7%	-11,2%	0,0%	6,0%	10,9%
dyskonto/premia do średniej		23,7%	21,2%	26,4%	28,2%	-16,2%	-54,1%	-6,7%	4,1%	-18,4%	-59,6%	-7,5%	3,8%
mediana		1,9	1,7	1,5	1,3	11,0	18,9	15,6	9,5	10,6	16,2	15,0	8,8
średnia		1,8	1,7	1,6	1,4	12,1	41,2	17,8	9,9	11,5	40,1	17,1	9,4
Getin Holding	9,00	1,8	1,7	1,5	1,3	12,6	28,6	14,3	8,2	11,7	27,7	13,5	7,5
dyskonto/premia do mediany		-6,1%	-0,5%	-1,0%	-2,8%	14,3%	51,2%	-8,1%	-14,0%	10,9%	71,2%	-9,4%	-14,0%
dyskonto/premia do średniej		-2,8%	0,5%	-3,4%	-8,0%	4,2%	-30,6%	-19,5%	-17,7%	1,8%	-30,8%	-20,9%	-19,5%

Źródło: DI BRE Banku

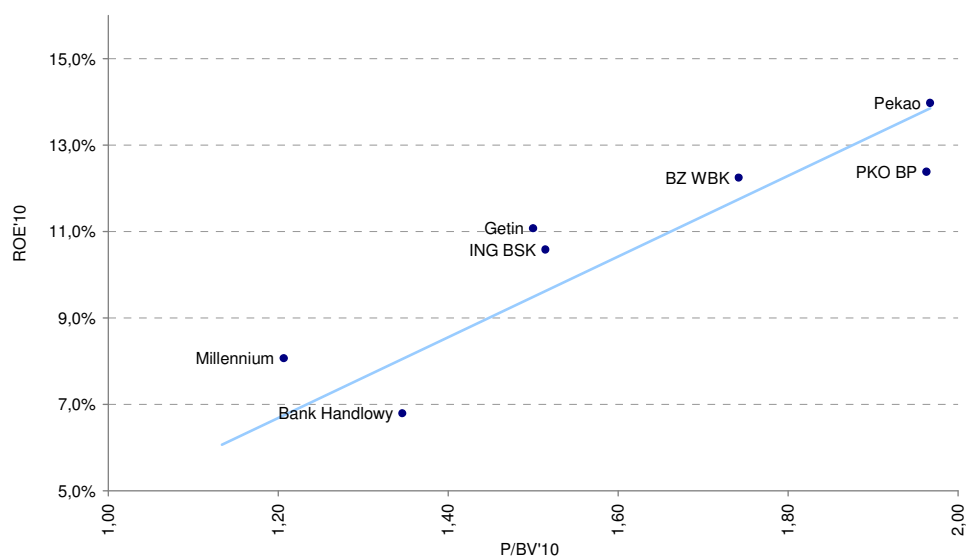
Getin Holding wyceniany jest obecnie bez istotnych dyskont i premii w relacji do innych banków. Co prawda wskaźnik P/E'09 jest znacznie powyżej mediany dla sektora, jednak w kolejnych latach wycena Getin Holding jest zbliżona do wyceny innych banków.

ROE vs. P.BV'09



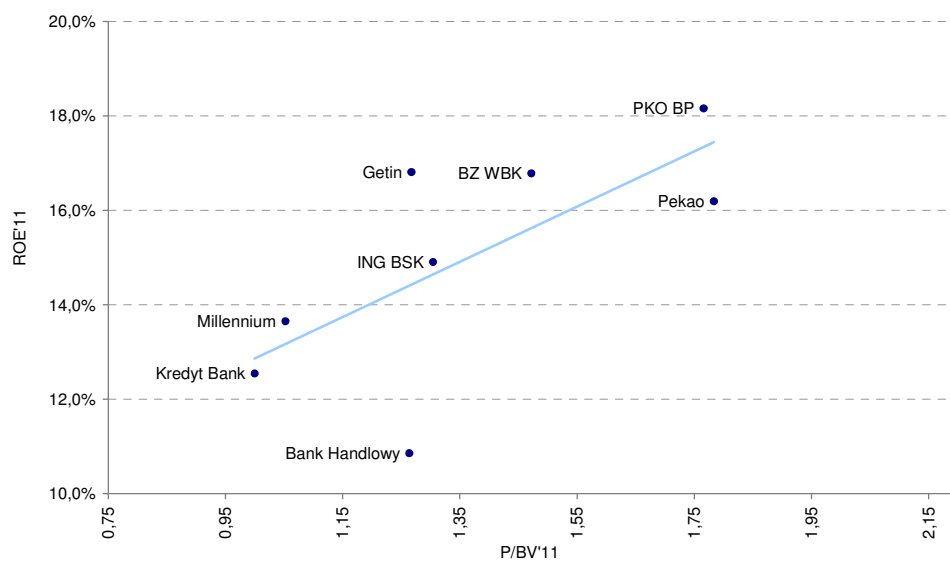
Źródło: DI BRE Banku

ROE vs. P.BV'10



Źródło: DI BRE Banku

ROE vs. P.BV'11



Źródło: DI BRE Banku

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Getin Holding

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	561	808	890	1 137	1 394	1 595
Przychody odsetkowe	1 143	1 949	2 595	2 836	3 179	3 487
Koszty odsetkowe	-582	-1 142	-1 705	-1 699	-1 785	-1 892
Przychody pozaodsetkowe	775	1 222	1 177	1 096	1 179	1 267
Wynik z prowizji	257	242	463	512	515	528
Wynik handlowy	260	508	288	95	106	115
Wynik na działalności ubezpieczeniowej	258	472	425	489	557	624
Wynik na działalności bankowej	1 336	2 030	2 066	2 233	2 573	2 862
Inne przychody operacyjne netto	153	-163	-48	-90	-107	-124
Przychody bankowe ogółem	1 489	1 867	2 018	2 143	2 466	2 739
Koszty nieodsetkowe	-586	-787	-886	-967	-1 048	-1 134
Koszty osobowe	-277	-346	-387	-391	-428	-471
Amortyzacja	-38	-48	-56	-62	-70	-77
Inne koszty	-272	-393	-444	-513	-549	-586
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	903	1 080	1 133	1 176	1 419	1 605
Saldo rezerw	-104	-379	-786	-547	-358	-333
Udział w wyniku jednostek zależnych	4	0	0	0	0	0
Zysk brutto	802	701	347	629	1 060	1 271
Podatek dochodowy	-134	-140	-73	-126	-212	-254
Zyski udziałowców mniejszościowych	-42	-52	-50	-56	-65	-68
Zysk netto	626	509	224	448	783	949
Dywidendy wypłacone	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,6%	3,2%	2,7%	3,1%	3,4%	3,5%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	4,0%	3,5%	2,9%	3,3%	3,7%	3,7%
Spread odsetkowy	0,9%	1,3%	2,2%	2,2%	2,3%	2,2%
Koszty / Przychody	39,4%	42,1%	43,9%	45,1%	42,5%	41,4%
Koszty / Aktywa	3,1%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%
Koszty osobowe / Przychody	18,6%	18,5%	19,2%	18,3%	17,4%	17,2%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-11,5%	-35,1%	-69,4%	-46,5%	-25,3%	-20,8%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-1,2%	-2,3%	-3,5%	-2,1%	-1,2%	-1,0%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	52,0%	65,5%	58,3%	51,2%	47,8%	46,3%
Zysk operacyjny / Aktywa	4,7%	3,5%	3,2%	3,0%	3,3%	3,3%
ROE	24,3%	15,2%	6,0%	11,1%	16,8%	17,2%
ROA	4,0%	2,0%	0,7%	1,2%	1,9%	2,1%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	290,9%	-18,8%	-56,0%	99,9%	74,9%	21,3%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	207,3%	19,6%	4,9%	3,9%	20,6%	13,1%
Przychody bankowe ogółem	117,0%	25,3%	8,1%	6,2%	15,1%	11,0%
Przychody odsetkowe netto	54,1%	43,9%	10,2%	27,7%	22,7%	14,4%
Przychody nieodsetkowe	153,8%	57,7%	-3,7%	-6,8%	7,5%	7,5%
Koszty nieodsetkowe	49,5%	34,1%	12,6%	9,1%	8,4%	8,2%

BILANS

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	263	632	734	497	415	358
Należności od sektora finansowego	3 690	3 199	3 729	2 523	2 106	1 821
Dłużne papiery wartościowe	1 761	3 279	3 684	4 214	4 854	5 462
Kredyty i pożyczki	11 444	21 876	25 067	28 675	33 027	37 166
Akcje, udziały i inne inwestycje	284	317	356	405	465	522
Aktywa trwałe	1 120	1 201	1 226	1 258	1 297	1 333
Inne aktywa	443	789	886	1 010	1 160	1 302
Razem aktywa	19 005	31 293	35 682	38 582	43 323	47 964
Zobowiązania wobec sektora finansowego	1 198	1 452	2 598	2 883	3 226	3 544
Depozyty	10 406	20 052	25 977	28 828	32 260	35 438
Wyemitowane papiery wartościowe	3 196	2 607	1 149	222	222	222
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	936	3 369	1 913	2 102	2 217	2 342
Kapitały własne	3 105	3 594	3 818	4 266	5 049	5 998
Kapitał zakładowy	710	711	711	711	711	711
Kapitał akcjonariuszy mniejszościowych	165	218	226	282	349	420
Razem pasywa	19 005	31 293	35 682	38 582	43 323	47 964

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	5,8%	4,6%	7,3%	8,4%	8,3%	8,2%
Kredyty nieregularne / Aktywa	3,6%	3,3%	5,3%	6,5%	6,6%	6,6%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	89,5%	88,4%	90,0%	90,1%	91,2%	92,3%
Rezerwy / Kredyty ogółem	5,2%	4,1%	6,6%	7,5%	7,6%	7,6%
Rezerwy / Aktywa	3,2%	2,9%	4,8%	5,8%	6,0%	6,1%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	16,3%	11,5%	10,7%	11,1%	11,7%	12,5%
Kredyty / Aktywa	60,2%	69,9%	70,3%	74,3%	76,2%	77,5%
Depozyty / Aktywa	54,8%	64,1%	72,8%	74,7%	74,5%	73,9%
Kredyty / Depozyty	110,0%	109,1%	96,5%	99,5%	102,4%	104,9%
Stopa wzrostu kredytów	83,6%	91,2%	14,6%	14,4%	15,2%	12,5%
Stopa wzrostu depozytów	58,5%	92,7%	29,5%	11,0%	11,9%	9,9%
Stopa wzrostu aktywów	57,8%	64,7%	14,0%	8,1%	12,3%	10,7%



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

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 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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Getin Holding.