



Banki

Polska

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

Getin Holding

Trzymaj

GTN PW; GETI.WA

(Niezmieniona)

3Q11: Pozytywne zaskoczenie na wycenie swapów; rezerwy w hipotekach nadal wysokie

Obecna cena: 7,73 PLN; Cena docelowa: 9,3 PLN

Getin Holding zaraportował zysk netto za 3Q 2011 na poziomie 94 mln PLN, czyli +76% R/R, ale -87% Q/Q. Na bazie skorygowanej o wpływ transakcji jednorazowych z 2Q 2011, dynamika zysku netto kształtowała się na poziomie +76% R/R, ale -4% Q/Q. Wynik netto okazał się o 6% wyższy od naszych prognoz (88 mln PLN) oraz o 13% powyżej konsensusu rynkowego (83 mln PLN). Powodem pozytywnego zaskoczenia był wyższy niż prognozowany wynik prowizyjny na mniejszych wyłączeniach konsolidacyjnych oraz wynik handlowy z powodu „papierowej” wyceny swapów. Z drugiej strony gorszy niż oczekiwany okazał się wynik na pozostałej działalności operacyjnej oraz saldo rezerw. Chociaż wynik netto był wyższy niż prognozowany, oceniamy jego jakość oraz strukturę jako poniżej naszych oczekiwań. Nasza całoroczna prognoza powtarzalnego zysku netto (348 mln PLN) implikuje mało wymagający wynik za 4Q 2011 na poziomie 67 mln PLN. Ponieważ wyniki za 3Q 2011 nie przyniosły uspokajających informacji w zakresie rozwoju jakości kredytów hipotecznych, utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj.

Oslabiający się PLN mechanicznie powiększa saldo kredytów oraz również zwiększa potrzeby finansowe

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, kredyty wzrosły w silnym tempie 9% Q/Q, który w połowie wynikach z efektu rewaluacji (głównie w portfelu kredytów hipotecznych), a w połowie z nowej produkcji (-7% Q/Q do 3,3 mld PLN w Getin Noble Banku). Najwyższą dynamikę Q/Q odnotowały kredyty korporacyjne oraz leasing, odpowiednio 21% i 24%. Wrzecz ostabiającym się PLN względem CHF, rosną potrzeby pożyczkowe Getin Noble Banku. W konsekwencji w 3Q 2011 saldo depozytów w Getin Holdingu zwiększyło się aż o 11% Q/Q na konto 20% Q/Q wzrostu oszczędności przedsiębiorstw oraz 10% Q/Q depozytów detalicznych. Wskaźnik kredyty do depozytów poprawił się o 1,4p.p. Q/Q do 91,6%.

Przychody powyżej oczekiwań dzięki papierowym zyskom z rewaluacji swapów

Wynik odsetkowy wzrósł o 4% Q/Q do 437 mln PLN dzięki wyższym wolumenom na bilansie. Marża odsetkowa spadła o 17p.b. Q/Q do 3,04% z powodu wyższego kosztu depozytów. Zarząd banku wyraził nadzieję, że marża odsetkowa nie pogorszy się bardziej w 4Q 2011 dzięki stabilizacji kursu walutowego CHF/PLN i w konsekwencji brak dalszej presji na koszt finansowania. Wynik prowizyjny okazał się dla nas pozytywnym zaskoczeniem, wzrastając o 22% Q/Q do 167 mln PLN. Zarząd holdingu wyjaśnił, że to efekt mniejszych Q/Q wyłączeń konsolidacyjnych między Getin Noble Bankiem i TU Europą (zmiana struktury sprzedaży), sytuacja podobna jaka miała miejsce w 4Q 2010. Wynik ubezpieczeniowy netto wzrósł o 5% Q/Q dzięki wyższej sprzedaży w segmencie majątkowym w TU Europie (+9% Q/Q). Niemniej jednak, największym zaskoczeniem był wynik handlowy, który poprawił się aż o 81% Q/Q (lub o 42 mln PLN Q/Q) do 94 mln PLN. Powodem tego była powtórna (podobnie jak w 2Q 2011) papierowa pozytywna wycena portfela swapów. W pierwszej połowie 2011 bank zakupił więcej CIRS'ów niż wymagały to bieżące zapadalności. W konsekwencji, nie mógł ich zakwalifikować do wyceny przez kapitały własne zgodnie z zasadami rachunkowości zabezpieczeń. Ponieważ w 3Q 2011 ceny swapów dalej wzrastały, bank dokonał pozytywny wyceny tego portfela instrumentów pochodnych przez rachunek wyników w linii wynik handlowy. Zarząd banku poinformował, że taka sytuacja nie powinna mieć miejsca w wynikach za 4Q 2011. Jedyną linią w przychodach Getin Holdingu, która okazała się dla nas rozczarowująca był wynik na pozostałej działalności operacyjnej. Wyniósł on -41 mln PLN względem naszych oczekiwań na poziomie +18 mln PLN. Częściowo można to wyjaśnić kosztami akwizycji TU Europy do Getin Noble Banku, które w 3Q 2011 wyniosły 80 mln PLN (222 mln PLN po dziewięciu miesiącach 2011).

Koszty operacyjne zgodne z oczekiwaniami, wskaźnik koszty/dochodów na poziomie 36%

Koszty operacyjne spadły o 7% Q/Q do 298 mln PLN. Zgodnie z oczekiwaniami było to możliwe dzięki znaczącemu spadkowi amortyzacji o 76% Q/Q (lub o 36 mln PLN Q/Q), po tym jak w 2Q 2011 holding spisał aktywa trwałe w przejętym Allianz Banku w wysokości 28 mln PLN.

Dzięki rosnącym przychodom (po wyeliminowaniu wpływu transakcji na Open Finance i Allianz Banku) i spadającym kosztom, wskaźnik koszty/dochodów poprawił się o 4,1p.p. Q/Q i ukształtował się na bardzo niskim poziomie 36,1%.

Rezerwy pod presją gorszej jakości w kredytach hipotecznych

Saldo rezerw wzrosło o 15% Q/Q i ukształtowało się na poziomie 377 mln PLN, powyżej naszych oczekiwań. W konsekwencji koszt ryzyka wyniósł 359p.b., +16p.b. Q/Q. Powodem tak wysokich odpisów są kredyty hipoteczne, w których rezerwy wzrosły aż o 25% Q/Q do 256 mln PLN (koszt ryzyka 333p.b., +44p.b. Q/Q). Jakość kredytów w tym segmencie pogorszyła się aż o 68p.b. Q/Q do 6,8%. Zarząd banku poinformował, że w ramach utworzonych 105 mln PLN rezerw na hipoteczne kredyty bez utraty wartości (tzw. rezerwy IBNR), odpisał ok. 50 mln PLN więcej niż wynikało to z modeli w związku z podwyższoną zmiennością kursu walutowego CHF/PLN. Tłumaczy to dlaczego wskaźnik pokrycia w tym segmencie poprawił się o +340p.b. Q/Q do 50,0%. Zarząd banku poinformował, że najbardziej problematyczne są pożyczki hipoteczne denominowane w CHF udzielone w końcu 2008 i na początku 2009, w przypadku których kredytobiorcy prowadzą działalność gospodarczą.

Rezerwy w segmencie korporacyjnym (razem z leasingiem) oraz w segmencie kredytów konsumenckich wzrosły odpowiednio o 16% Q/Q do 30 mln PLN i 10% Q/Q 33 mln PLN, w przeważającej części w związku ze wzrostem portfela kredytowego. Poprawa salda rezerw Q/Q nastąpiła jedynie w kredytach samochodowych (-27% Q/Q do 40 mln PLN).

Współczynnik wypłacalności powyżej 10% dzięki emisji długu podporządkowanego

Jednostkowy współczynnik wypłacalności Getin Noble Banku poprawił się o 35p.b. Q/Q do 10,2%, ponieważ wzrost aktywów ważonych ryzykiem został więcej niż zrekompensowany przez przyrost kapitału regulacyjnego poprzez emisję długu podporządkowanego. Jednostkowy współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) pogorszył się o 22p.b. Q/Q do 9,6% z powodu wzrostu aktywów ważonych ryzykiem. Zwracamy uwagę, że współczynniki kapitałowe uwzględniają zysk wygenerowany przez bank w pierwszym półroczu 2011 (443 mln PLN), w tym zysk ze sprzedaży udziału w Open Finance.

Podsumowanie wyników kwartalnych na 3Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	R/R	Q/Q	9M10	9M11	R/R	3Q11P	Różnica
Wynik odsetkowy	288	316	322	347	360	421	437	36%	4%	927	1 218	31%	432	1%
Wynik z prowizji	113	126	138	180	152	137	167	21%	22%	377	457	21%	141	19%
Wynik handlowy	24	71	0	36	31	52	94	+/-	81%	95	177	85%	47	100%
Wynik z tytułu ubezpieczeń (netto)	122	139	148	152	155	158	167	13%	5%	409	480	17%	161	4%
Przychody z działalności bankowej	548	652	608	714	699	768	865	42%	13%	1 808	2 331	29%	780	11%
Pozostałe przychody netto	-1	-7	-34	-2	-50	754	-41	21%	+/-	-41	663	+/-	18	+/-
Przychody pozaodsetkowe	259	329	252	365	288	1 101	387	54%	-65%	840	1 776	111%	367	6%
Przychody ogółem	547	646	574	712	648	1 522	824	44%	-46%	1 767	2 994	69%	798	3%
Koszty osobowe	-81	-93	-98	-123	-111	-128	-135	38%	6%	-273	-375	37%	-125	8%
Amortyzacja	-15	-16	-16	-18	-18	-47	-11	-33%	-76%	-47	-76	63%	-20	-45%
Koszty rzeczowe	-107	-120	-115	-130	-140	-146	-151	31%	4%	-342	-437	28%	-150	1%
Koszty ogółem	-203	-229	-230	-271	-270	-321	-298	29%	-7%	-662	-888	34%	-295	1%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	344	416	344	441	379	1 201	526	53%	-56%	1 104	2 106	91%	503	5%
Saldo rezerw	-279	-293	-260	-223	-235	-328	-377	45%	15%	-833	-940	13%	-357	6%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	-1	-1	-3	0	0	-3	7	+/-	+/-	-5	4	+/-	0	-
Zysk brutto	64	123	81	218	144	870	156	93%	-82%	267	1 170	338%	146	7%
Podatek dochodowy	56	-8	-19	-39	-30	-68	-40	114%	-41%	30	-137	+/-	-31	29%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-10	-10	-9	-26	-25	-70	-23	150%	-67%	-29	-118	315%	-27	-15%
Zysk netto	110	105	53	153	89	732	94	76%	-87%	268	914	241%	88	6%
Skorygowany zysk netto	26	59	53	125	89	98	94	76%	-4%	138	280	103%	88	6%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	3,13	3,16	3,05	3,10	2,98	3,21	3,04			3,17	3,04		2,99	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	47,3	51,0	43,9	51,3	44,4	72,3	47,0			47,5	59,3		45,9	
Koszty/przychody (%)	37,2	35,5	40,1	38,1	41,6	21,1	36,1			37,5	29,7		37,0	
Koszty ryzyka (pb.)	418	404	333	267	263	343	359			382	318		342	
Efektywna stopa podatkowa (%)	-88,5	6,7	23,0	17,8	20,7	7,8	25,5			-11,1	11,7		21,2	
Kredyty netto	27 106	30 843	31 776	34 876	36 510	40 149	43 816	38%	9%				43 361	1%
Aktywa ogółem	38 119	42 005	42 483	46 854	49 829	55 013	60 138	42%	9%				60 660	-1%
Depozyty	31 104	33 568	34 735	37 459	40 034	43 159	47 833	38%	11%				47 906	0%
Kapitały własne	3 936	4 065	4 112	4 433	4 472	5 358	5 554	35%	4%				5 446	2%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	71,1	73,4	74,8	74,4	73,3	73,0	72,9						71,5	
Depozyty/aktywa ogółem (%)	81,6	79,9	81,8	79,9	80,3	78,5	79,5						79,0	
Kredyty/depozyty (%)	87,1	91,9	91,5	93,1	91,2	93,0	91,6						90,5	
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	10,3	9,7	9,7	9,5	9,0	9,7	9,2						9,0	
Udział kredytów zagrożonych (%)	8,7	9,2	10,1	10,0	10,3	10,9	11,1						n.a.	
Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%)	76,4	73,0	70,8	70,3	69,6	66,3	66,7						n.a.	
Współczynnik wypłacalności dla Getin Noble Banku (%)	11,0	9,1	10,0	9,5	9,4	9,8	10,2						n.a.	
Współczynnik kapitałów własnych Getin Noble Banku (Tier-1) (%)	11,0	9,1	10,0	9,5	9,4	9,8	9,6						n.a.	
ROA (%)	1,20	1,05	0,50	1,37	0,73	5,58	0,65			0,92	3,59		0,61	
ROE (%)	11,4	10,5	5,2	14,3	8,0	59,6	6,9			9,0	37,3		6,5	

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku



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

Departament Analiz:

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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.

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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova.

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.