



**Banki**  
Polska

|                                |                 |
|--------------------------------|-----------------|
| <b>Cena bieżąca</b>            | <b>7,25 PLN</b> |
| <b>Cena docelowa</b>           | <b>7,30 PLN</b> |
| Kapitalizacja                  | 5,3 mld PLN     |
| Free float                     | 2,4 mld PLN     |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 27,80 mln PLN   |

#### Struktura akcjonariatu

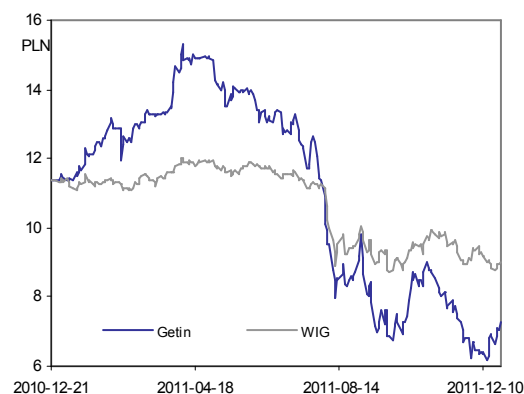
|                  |       |
|------------------|-------|
| Leszek Czarnecki | 55,6% |
| ING OFE          | 5,2%  |

|           |       |
|-----------|-------|
| Pozostali | 39,1% |
|-----------|-------|

#### Profil spółki

Getin Holding jest grupą spółek finansowych operujących głównie w Polsce, ale również z ekspozycją na rynek rosyjski, ukraiński i białoruski. Głównym aktywem holdingu jest 94% udział w Getin Noble Banku, który powstał z fuzji Getin Banku (skupiający się na klientach detalicznych oferując im przede wszystkim kredyty hipoteczne oraz gotówkowe) oraz Noble Banku (bankowość prywatna oraz pośrednictwo finansowe). Holding posiada obecnie nadal 67% udział w spółce z sektora ubezpieczeniowego TU Europa, specjalizującej się w produktach bancassurance. Getin Holding jest w trakcie podziału na dwa podmioty poprzez wydzielenie udziałów w Getin Noble Banku do Allianz Banku oraz w trakcie sprzedaży 50% plus jednej akcji w TU Europie.

#### Kurs akcji Getin Holdingu na tle WIG



#### Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Getin Holding Trzymaj

GTN PW; GETI.WA

(Niezmieniona)

## Neutralnie przed podziałem

W oczekiwaniu na materializację podziału Getin Holding na dwa podmioty, zalecamy neutralne podejście do jego walorów. Chociaż obecną wycenę na wskaźniku P/BV na poziomie 0,94x można uznać za atrakcyjną w perspektywie średnioterminowej, nie możemy wykluczyć nerwowej reakcji rynku w krótkim terminie, na kolejne etapy podziału czy też potencjalne informacje o wykluczeniu podmiotu z głównych indeksów giełdowych (WIG 20 lub/i MSCI). Bazując na nowej metodologii wyceny opartej o sumę wycen części składowych, obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 21% do 7,30 PLN.

#### Segment kontynuowany (Nowy Getin Holding) wyceniamy na 1,9 mld PLN

Segment kontynuowany, czyli Nowy Getin Holding, będzie skupiał następujące obszary działalności: zagraniczną (Carcade, Kubanbank, Idea Bank na Ukrainie oraz Sombelbank), bankową w Polsce (Idea Bank) oraz pozostałą (m.in. udziały w MW Trade, Get Banku oraz TU Europie). Bazując na wycenie sumy części składowych szacujemy wartość docelową Nowego Getin Holdingu na 1 862 mln PLN lub na 2,54 PLN akcję.

#### Segment wydzielony (Get Bank) wyceniamy na 3,7 mld PLN

Segment wydzielony, czyli Get Bank, będzie składał się z 100% udziałów w Allianz Banku oraz 93,7% udziałów w grupie kapitałowej Getin Noble Bank. Wyznaczamy wartość docelową tego segmentu na 3 653 mln PLN. Implikuje to 4,99 PLN na akcję obecnego Getin Holdingu lub 1,63 PLN na akcję Get Banku.

#### Podział Getin Holdingu będzie materializował się w styczniu 2012

W chwili obecnej Getin Holding uzyskał już wszystkie formalne zgody, które są niezbędne do przeprowadzenia podziału. Z chwilą rejestracji w sądzie emisji akcji przez Get Bank, która nastąpi najprawdopodobniej w pierwszych dniach stycznia 2012, ruszy cały proces, który zakończy się 13 dni roboczych później debiutem akcji Get Banku na GPW.

#### Po korekcie kursu, sprzedaj Nowy Getin Holding i kupuj Get Bank

Zakładając, że w mechanizmie korekty ceny zostanie użyta taka sama cena Getin Holdingu jaka jest obecnie (7,25 PLN), kapitalizacja Nowego Getin Holdingu wyniesie 2 281 mln PLN, a Get Banku wyniesie 3 172 mln PLN. W konsekwencji widzimy 18% ryzyko spadku kursu Nowego Getin Holding do poziomu 2,54 PLN oraz 15% potencjału wzrostu kursu Get Banku do poziomu 1,63 PLN.

Poniższe prognozy oraz wskaźniki są dla Getin Noble Banku przy cenie 3,50 PLN

| (mln PLN)              | 2009  | 2010  | 2011P | 2012P | 2013P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Wynik odsetkowy        | 784   | 1 052 | 1 358 | 1 543 | 1 692 |
| WNDB                   | 1 714 | 2 233 | 2 430 | 2 454 | 2 626 |
| Zysk operacyjny*       | 1 106 | 1 525 | 2 296 | 1 557 | 1 675 |
| Zysk netto             | 309   | 450   | 969   | 304   | 481   |
| Marża odsetkowa (%)    | b.d.  | 2,77  | 2,81  | 2,74  | 2,78  |
| Koszty / Przychody (%) | 36,1  | 32,5  | 27,0  | 36,6  | 36,2  |
| ROE (%)                | b.d.  | 14,6  | 25,4  | 6,8   | 9,9   |
| EPS (PLN)              | 0,32  | 0,47  | 1,02  | 0,32  | 0,50  |
| BVPS (PLN)             | 3,03  | 3,45  | 4,54  | 4,86  | 5,36  |
| DPS (PLN)**            | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| P/E (x)                | 10,8  | 7,4   | 3,4   | 11,0  | 6,9   |
| P/BV (x)               | 1,16  | 1,01  | 0,77  | 0,72  | 0,65  |
| Stopa dywidendy (%)**  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

\* przed kosztami rezerw; \*\* dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym

# Aktualizacja wyceny Getin Holdingu

## Wycena metodą części składowych

### Z powodu nadchodzącego podziału, zmieniamy metodologię wyceny

W perspektywie nadchodzącego podziału Getin Holdingu zmieniamy metodologię wyceny spółki. Dotychczas wycenialiśmy Getin Holding w oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych. Obecnie wyceniamy Getin Holding metodą części składowych w podziale na segmenty: segment wydzielony (Get Bank) oraz segment kontynuowany (Nowy Getin Holding). Zwracamy uwagę na fakt, że Nowy Getin Holding będzie posiadał 4,6% udziału w Get Banku. W konsekwencji sumę wycen obu segmentów korygujemy o wartość tego udziału. Wyceny poszczególnych elementów wchodzących w skład segmentów są oparte na następujących modelach wyceny:

- Getin Noble Bank w oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych,
- Allianz Bank w oparciu o wartość aktywów netto,
- TU Europa w oparciu o cenę z wezwania zdyskontowanej do wartości godziwej,
- udziały w pozostałych spółkach grupy w oparciu o bieżący wskaźnik P/E dla spółek porównywalnych.

### Obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 21% do 7,30 PLN...

Posiłkując się metodą wyceny sumy części składowych, oszacowaliśmy wartość godziwą Getin Holdingu na 4 916 mln PLN. W konsekwencji, wyznaczamy 9-miesięczną cenę docelową na 7,30 PLN, czyli 21% poniżej poprzedniej naszej wyceny na poziomie 9,3 PLN.

### Wycena Getin Holdingu metodą części składowych

| (mln PLN)                                                  | Wycena       |
|------------------------------------------------------------|--------------|
| <b>Wartość godziwa Get Banku</b>                           | <b>3 359</b> |
| 100% udziału w Allianz Banku                               | 166          |
| 93,7% udziału w Getin Noble Banku                          | 3 193        |
| <b>Wartość godziwa Nowego Getin Holdingu</b>               | <b>1 712</b> |
| 65,5% udziału w TU Europie                                 | 1 145        |
| 4,6% udziału w Get Banku                                   | 154          |
| odwrócenia konsolidacyjne                                  | 413          |
| <b>Korekta o udziału Nowego Getin Holdingu w Get Banku</b> | <b>-154</b>  |
| <b>Wartość godziwa razem</b>                               | <b>4 916</b> |
| Liczba akcji Getin Holdingu (mln)                          | 732,0        |
| Wartość godziwa na akcję (PLN)                             | 6,72         |
| <b>9-miesięczna cena docelowa (PLN)</b>                    | <b>7,30</b>  |
| Aktualna cena rynkowa (PLN)                                | 7,25         |
| Potencjał zmiany                                           | 1%           |

Źródło: DI BRE

### ... i podtrzymujemy rekomendację Trzymaj

Ponieważ nasza cena docelowa sugeruje tylko 1% potencjału wzrostu, utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj.

## Jak się pozycjonować po korekcie kursu i po podziale?

### Nasza wycena sugeruje inne wagi segmentów, niż mechanizm korekty ceny

Zwracamy uwagę na różnice w wagach poszczególnych segmentów w cenie Getin Holdingu w naszej wycenie względem wyceny implikowanej poprzez mechanizm korekty ceny (zaprezentowany na str. 7 niniejszego raportu). W przypadku naszej wyceny, wycena segmentu wydzielonego (czyli Get Banku) stanowi aż 68% obecnej ceny Getin Holdingu, a wycena segmentu kontynuowanego (czyli Nowego Getin Holdingu) tylko 35%. Z drugiej strony w wycenie implikowanej przez mechanizm korekty ceny, waga segmentu wydzielonego to tylko 60%, a waga segmentu kontynuowanego aż 43%. W konsekwencji, spodziewamy się, że po upłynięciu się kursów obu segmentów (wówczas już spółek), cena Nowego Getin Holdingu powinna spadać, a cena Get Banku powinna wzrosnąć.

### W dniu korekty kursu zalecamy redukowanie akcji Nowego Getin Holdingu,...

Zakładając, że w mechanizmie korekty ceny zostanie użyta taka sama cena Getin Holdingu jaka jest obecnie (7,25 PLN), kapitalizacja Nowego Getin Holdingu wyniesie 2 281 mln PLN (dla 732,0 mln akcji przy cenie 3,12 PLN na akcje). W konsekwencji kurs Nowego Getin Holdingu powinien spaść o 18% względem teoretycznego kursu aby osiągnąć naszą cenę docelową na poziomie 2,54 PLN. Oszacowaliśmy, że kurs Getin Holdingu przed korektą musiałby spaść do 5,92 PLN (o 18%) aby teoretyczny kurs Nowego Getin Holdingu był równy naszej cenie docelowej.

### Wycena Getin Holdingu w rozbiciu na segment wydzielony oraz kontynuowany

| (mln PLN)                                 | Wyceny docelowe DI BRE | Wycena implikowana przez mechanizm korekty ceny Getin Holdingu* |
|-------------------------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| Get Bank – segment wydzielony             | 3 653                  | 3 172                                                           |
| Nowy Getin Holding – segment kontynuowany | 1 862                  | 2 281                                                           |
| Korekta o 4,6% udziału w Get Banku        | -168                   | -146                                                            |
| <b>Razem</b>                              | <b>5 347</b>           | <b>5 307</b>                                                    |

| (PLN, na akcję obecnego Getin Holdingu)   |             |             |
|-------------------------------------------|-------------|-------------|
| Get Bank – segment wydzielony             | 4,99        | 4,33        |
| Nowy Getin Holding – segment kontynuowany | 2,54        | 3,12        |
| Korekta o 4,6% udziału w Get Banku        | -0,23       | -0,20       |
| <b>Razem</b>                              | <b>7,30</b> | <b>7,25</b> |

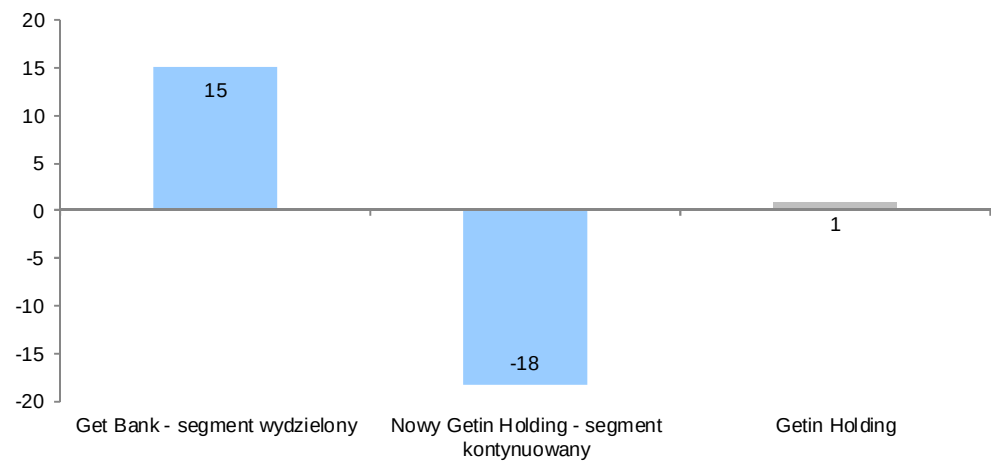
  

| Struktura (%)                             |            |            |
|-------------------------------------------|------------|------------|
| Get Bank – segment wydzielony             | 68         | 60         |
| Nowy Getin Holding – segment kontynuowany | 35         | 43         |
| Korekta o 4,6% udziału w Get Banku        | -3         | -3         |
| <b>Razem</b>                              | <b>100</b> | <b>100</b> |

Źródło: Getin Holding, DI BRE; \*przy cenie dla Getin Holding na poziomie 7,25 PLN z dnia 23 grudnia 2011

### ... a 10 dni roboczych później kupowanie akcji Get Bank

Analogicznie do powyższego, zakładając, że w mechanizmie korekty ceny zostanie użyta taka sama cena Getin Holdingu jaka jest obecnie (7,25 PLN), kapitalizacja Get Banku wyniesie 3 172 mln PLN (dla 2 246 mln akcji przy cenie 1,41 PLN na akcje). W konsekwencji kurs Get Banku powinien wzrosnąć o 15% względem teoretycznego kursu aby osiągnąć naszą cenę docelową na poziomie 1,63 PLN. Oszacowaliśmy, że kurs Getin Holdingu przed korektą musiałby wzrosnąć do 8,35 PLN (o 15%) aby teoretyczny kurs Get Banku był równy naszej cenie docelowej. Zwracamy uwagę, że debiut akcji Get Banku nastąpi 10 dni roboczych po dniu, w którym nastąpi korekta ceny.

**Szacowany potencjał zmiany ceny względem teoretycznych kursów po korekcie ceny (%)\***

Źródło: DI BRE; \*przy cenie dla Getin Holding na poziomie 7,25 PLN z dnia 23 grudnia 2011

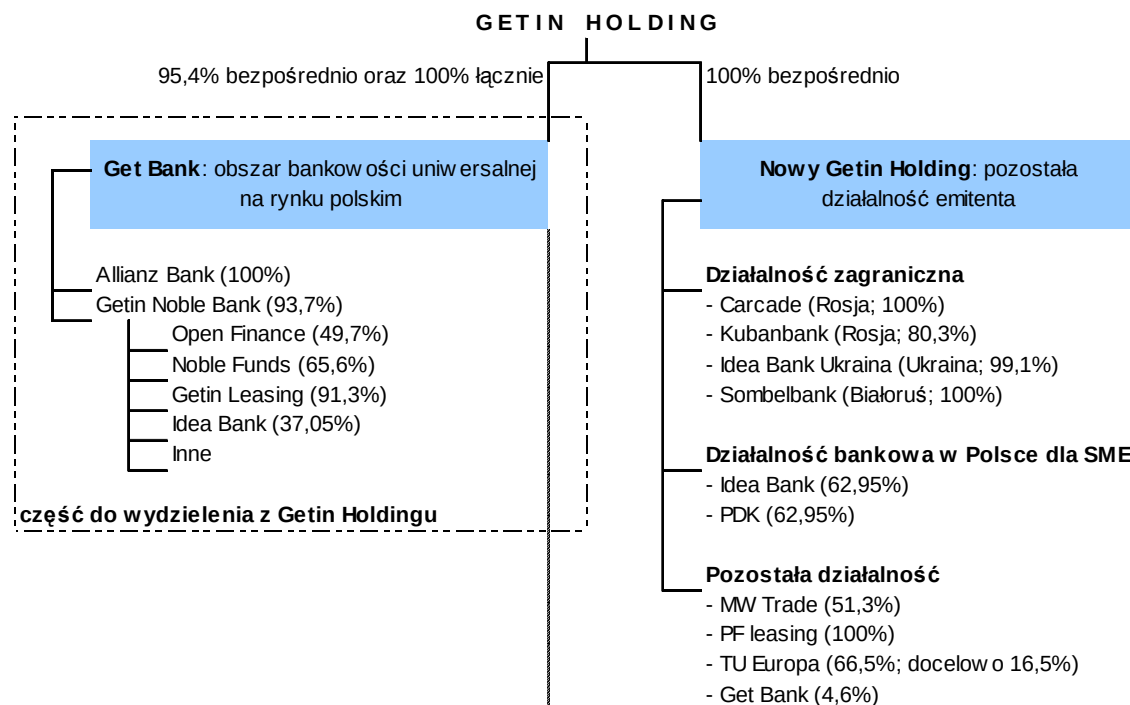
## Podział Getin Holdingu

### Getin Holding dzieli się na dwa podmioty

W dniu 28 czerwca 2011 Getin Holding ogłosił, że jego Rada Nadzorcza zatwierdziła plan podziału spółki na dwa podmioty. Get Bank, który powstanie w wyniku połączenia Getin Noble Banku i Allianz Banku będzie obejmował obszar bankowości uniwersalnej na rynku polskim (później jego nazwa zostanie zmieniona na Getin Noble Bank). Drugi podmiot, Nowy Getin Holding, będzie skupiał pozostałą działalność emitenta, czyli przede wszystkim następujące podmioty: TU Europa (ubezpieczenia), Carcade (leasing w Rosji), Kubanbank (bankowość w Rosji), Idea Bank Ukraina (bank na Ukrainie; dawniej Plus Bank), Sombelbank (bank na Białorusi), MW Trade (wierzytelności szpitali w Polsce), PF Leasing (leasing w Polsce) oraz Idea Bank (usługi bankowe dla przedsiębiorstw w Polsce).

Ponadto, w dniu 14 grudnia 2011 Getin Holding podpisał umowę sprzedaży części swojego udziału w TU Europie (50% plus jedna akcja) do Talanx International (Niemcy) oraz Meiji Yasuda (Japonia). W konsekwencji, docelowo Nowy Getin Holding będzie posiadał 16,5% w TU Europie, a sama transakcja sprzedaży będzie sfinalizowana po zmaterializowaniu się podziału grupy na dwa podmioty, najprawdopodobniej w 2Q 2012.

### Nowa struktura Getin Holdingu



Źródło: Getin Holding, DI BRE

Zwracamy uwagę, że podziału Getin Holdingu w znacznym stopniu uprości obecną strukturę kapitałową podmiotu. Niemniej jednak, nadal będziemy mieli do czynienia z wzajemnymi powiązaniami kapitałowymi: 1) Nowy Getin Holding będzie miał 4,6% udziału w Get Banku (udział nie będzie konsolidowany, a inwestycja zostanie zaklasyfikowana do instrumentów finansowych i podlegała wycenie), a 2) Idea Bank będzie konsolidowany metodą pełną przez Nowy Getin Holding (63% udział w kapitale), ale również metodą praw własności przez Get Bank (37% udział w kapitale).

### Motywy stojące za skomplikowaną operacją podziału: poza-finansowe oraz...

Swoją decyzję o zamiarze podzielenia spółki na dwa odrębne podmioty Zarząd Getin Holdingu umotywował następującymi korzyściami:

- Uproszczenie struktury kapitałowej Getin Holdingu oraz rozdzielenie dwóch grup bankowych skupionych na różnych rodzajach działalności oraz będących na różnym etapie rozwoju;
- Zwiększenie płynności akcji Getin Noble Banku i urynkowienie jego wyceny (*free float* wzrośnie z obecnych 3% w Getin Noble Banku do przynajmniej 42% w Get Banku);

- Wypełnienie zobowiązań względem KNF, czyli zwiększenie liczby akcji Getin Noble Banku będących w wolnym obrocie do min. 15% w ciągu 3,5 roku od daty połączenia Getin Banku i Noble Banku, które nastąpiło w styczniu 2010.

### ... oraz finansowe

Poza wyżej wymienionymi powodami poza-finansowymi należy również podkreślić pozytywne aspekty finansowe związane z procesem podziału:

- Odwrócenie wyłączeń konsolidacyjnych między TU Europą i Getin Noble Bankiem, których skumulowana wartość na koniec 3Q 2011 wyniosła ok. 313 mln PLN. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zarząd spółki, tak długo jak Nowy Getin Holding będzie konsolidował TU Europę, korekty konsolidacyjne będą odwracane na bieżąco, tak jak będą stopniowo wygasać poszczególne produkty finansowe. Po tym jak nastąpi formalna sprzedaż części udziału w TU Europie, suma korekt pozostająca nadal do uwolnienia zostanie uwolniona jednorazowo w rachunku wyników.
- Tarcza podatkowa wygenerowana przez skumulowane straty Allianz Banku w kapitałach własnych, które na dzień 30 czerwca 2011 wyniosły 510 mln PLN (począwszy od 2008). Ponieważ aktywo podatkowe z tytułu tych strat (ok. 97 mln PLN do 2015) jest już rozpoznane, korzyść z tarczy podatkowej będzie widoczna tylko w rachunku przepływów pieniężnych i pozostanie bez wpływu na rachunek wyników Get Banku.

### Formalny proces podziału, krok po kroku...

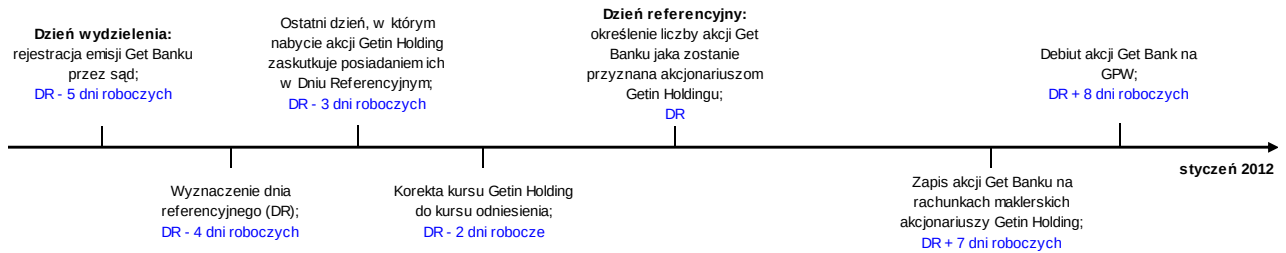
Z formalnego punktu widzenia, Getin Holding wydzieli zorganizowaną część przedsiębiorstwa w postaci 93,7% akcji w Getin Noble Banku do Allianz Banku. Proces podziału odbywa się następujących krokach:

1. Getin Holding kupił 100% Allianz Bank za 149 mln PLN, czyli 1,45 PLN za akcję (zakończone w maju 2011);
2. Allianz Bank został przekształcony w Get Bank (lipiec 2011);
3. Getin Holding dokonał następujących zmian w swojej strukturze:
  - a. Podniesiono kapitał w Idea Bank (250 mln PLN) poprzez emisję akcji do Getin Holdingu; Getin Holding stał się większościowym udziałowcem Idea Banku (62,95%), a udział Getin Noble Banku spada ze 100% do 37,05% (3Q 2011);
  - b. Idea Bank odkupił od Getin Holdingu 96,0% akcji PDK w konsekwencji czego jego udział wzrósł do 100% (2H 2011);
4. KNF wydał pozytywne decyzje:
  - a. KNF zatwierdził prospekt Get Banku w związku z planami jego upublicznienia (21 październik 2011);
  - b. KNF wydał cztery decyzje o niewyrażeniu sprzeciwu w sprawach nabycia udziałów przez Get Bank/Leszka Czarneckiego akcji Getin Noble Banku/Get Banku/ Noble Securities/Noble Funds TFI (29 listopada 2011);
  - c. KNF wyraził zgodę na emisję 2 142 mln akcji podziałowych przez Get Bank (30 listopada 2011);
  - d. KNF wyraził zgodę na zmianę statutu Get Banku w związku z emisją akcji podziałowych (1 grudzień 2011);
5. W tzw. dniu wydzielenia sąd zarejestruje podniesienie kapitału zakładowego Get Banku w związku z emisją akcji podziałowych (początek stycznia 2012, 5 dni roboczych przed dniem referencyjnym);
6. Korekta kursu Getin Holdingu do kursu odniesienia (dwa dni robocze przed dniem referencyjnym);
7. W tzw. dniu referencyjny zostanie określona liczba akcji Get Banku jaka zostanie przyznana poszczególnym akcjonariuszom Getin Holdingu w zamian za 93,71% udziałów w Getin Noble Banku zgodnie z następującym parytetem: do każdej akcji Getin Holdingu akcjonariusze dostaną dodatkowo 2,926888 akcji Get Banku (pierwsza połowa stycznia 2012);
8. Przydzielone akcje Get Banku zostaną zapisane na rachunkach maklerskich akcjonariuszy Getin Holdingu (7 dni roboczych po dniu referencyjnym, w drugiej połowie stycznia 2012);
9. Kurs Get Banku zostanie upłynniony (8 dni roboczych po dniu referencyjnym, w drugiej połowie stycznia 2012);
10. Get Bank dokona wykupu akcjonariuszy mniejszościowych w Getin Noble Banku (6,3%) w drodze emisji nowych akcji (4-6 miesięcy po dniu referencyjnym, czyli najprawdopodobniej w 2Q 2012).
11. Fuzja Get Banku i Getin Noble Banku (najprawdopodobniej 2Q 2012)

Na powyższy proces (do punktu 9-go włącznie) akcjonariusze Getin Holdingi oraz Allianz Banku (obecnie Get Banku) wyrazili zgody w trakcie Nadzwyczajnych Walnych Zgromadzeń

Akcjonariuszy, które odbyły się 13 października 2011. Ponadto, powyższe kroki do punktu 4 włącznie już miały miejsce.

### Podział Getin Holdingu od dnia wydzielenia (5) do upłynięcia akcji Get Banku (8)



Źródło: Getin Holding, DI BRE

### Parytety wymiany akcji między Get Bankiem a Getin Holdingiem

Parytet wymiany akcji między Get Bankiem a Getin Holdingiem wyznaczony na poziomie 2,926888 (wymieniony w punkcie 8 powyżej) został obliczony w oparciu o następujące założenia:

- 732,0 mln akcji Getin Holdingu (czyli łącznie z 0,2 mln akcji serii P wyemitowanych w ramach programu opcji menadżerskich);
- Wycena 93,71% udziałów w Getin Noble Bank (części wydzielonej z Getin Holdingu) na poziomie 5,8 mld PLN na dzień 1 czerwca 2011;
- Emisja 2 142 mln nowych akcji przez Get Bank (implikuje, że wartość Allianz Banku została wyznaczona na 279 mln PLN lub 2,71 PLN na akcję).

Parytet oznacza, że każda akcja dotychczasowego Getin Holdingu w dniu referencyjnym zostanie zamieniona na jedną akcję Nowego Getin Holdingu oraz 2,926888 akcji Get Banku.

### Mechanizm korekty kursu dla Nowego Getin Holdingu...

Na dwa dni przed dniem referencyjnym (który według Zarządu Getin Holdingu nastąpi najprawdopodobniej w pierwszej połowie stycznia 2012) nastąpi korekta kursu Getin Holdingu. Zgodnie z informacją przekazaną przez Getin Holding, kurs akcji Getin Holdingu zostanie skorygowany w dół o 57,02% od ceny z zamknięcia dzień wcześniej:

**kurs akcji Getin Holdingu po korekcie = cena Getin Holdingu \* 42,98%.**

Przyjęty powyżej procentowy wskaźnik korygujący wynika z tego, że w dniu 1 czerwca 2011 wycena 93,71% akcji Getin Noble Banku (5,8 mld PLN) stanowiła 57,02% kapitalizacji całego Getin Holdingu (10,2 mld PLN). W konsekwencji wycena pozostałych aktywów Getin Holdingu (4,4 mld PLN) stanowiła 42,98% kapitalizacji ówczesnego Getin Holdingu.

### ... oraz Get Banku

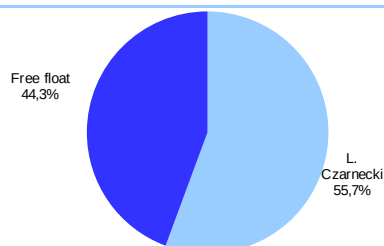
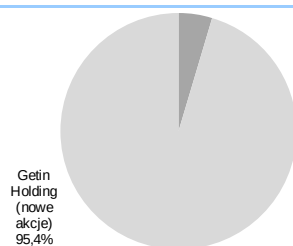
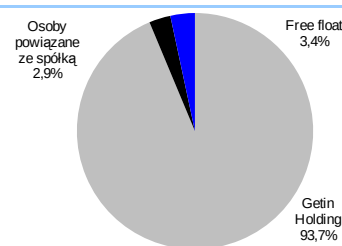
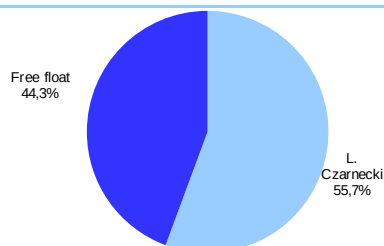
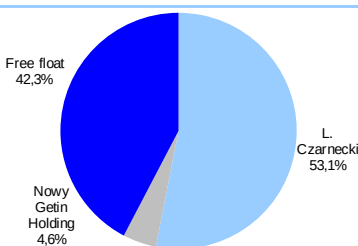
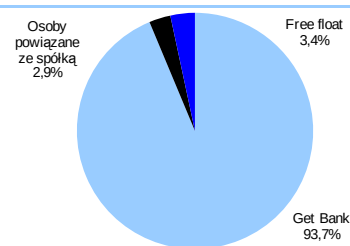
Antologicznie do powyższego, kapitalizacja Get Bank na dwa dni przed dniem referencyjnym będzie stanowiła 57,02% kapitalizacji Getin Holdingu dzień wcześniej. Dodatkowo kurs odniesienia Get Banku względem kursu Getin Holdingu należy skorygować o parytet wymiany akcji między Get Bankiem a Getin Holdingiem:

**kurs odniesienia akcji Get Banku = cena Getin Holdingu \* 57,02% / 2,926888.**

### Zmiany w strukturach akcjonariatu poszczególnych spółek w wyniku podziału

Jednym z motywów stojących za podziałem Getin Holdingu jest zwiększenie płynności Getin Noble Banku, a przez to również spełnienie zobowiązania wobec KNF związanego z liczbą akcji w wolnym obrocie (min 15%). Ponieważ akcje Get Banku jakie otrzyma Getin Holding w zamian za 93,7% akcji w Getin Noble Banku zostanie przydzielone jego obecnym akcjonariuszom, nowa struktura akcjonariatu Get Banku w znacznym stopniu będzie odzwierciedlać obecną strukturę akcjonariatu Getin Holdingu.



**Obecna struktura akcjonariatu:****Getin Holding****Get Bank****Getin Noble Bank****Struktura akcjonariatu po podziale (po dniu referencyjnym):****Nowy Getin Holding****Get Bank****Getin Noble Bank**

Źródło: Getin Holding, Getin Noble Bank, DI BRE

W wyniku podziału struktura akcjonariatu Getin Holdingu nie ulegnie zmianie. W strukturze akcjonariatu Getin Noble Banku w miejsce Getin Holdingu pojawi się Get Bank z takim samym udziałem w kapitale na poziomie 93,7%. Drastycznej zmianie ulegnie jedynie struktura akcjonariatu Get Banku. Obecnie (przed podziałem) jego jedynym właścicielem jest Getin Holding, podczas gdy po podziale jego bezpośrednim większościowym właścicielem będzie Leszek Czarnecki (53,1%). Według naszych wyliczeń *free float* wyniesie 42,3%. Zwracamy uwagę, że w akcjonariacie Get Bank będzie również Getin Holding (Nowy) z udziałem na poziomie 4,6%. Są to „stare” akcje, jakie Getin Holding odkupił od TUIR Allianz Polska. Na chwilę obecną Getin Holding nie podjął żadnej strategicznej decyzji odnośnie tych akcji.

**Parytet wymiany między Get Bankiem a Getin Noble Bankiem**

Jednym z ostatnich kroków procesu podziału Getin Holdingu na dwa podmioty będzie wykup mniejszościowych akcjonariuszy Getin Noble Banku (w sumie 6,3% kapitału) przez Get Bank. Oczekujemy, że nastąpi to dopiero w 2Q 2012, czyli ok. 4-6 miesięcy po dniu referencyjnym. Zgodnie z informacją przekazaną przez Zarząd Getin Holdingu, w celu określenia parytetu wymiany nowo emitowanych akcji Get Banku na istniejące akcje Getin Noble Banku będzie musiała być dokonana ponowna wycena obu podmiotów (wycena dokonana na dzień 1 czerwca 2011 nie będzie mogłaby być użyta).

Bazując na naszej relatywnej wycenie Get Banku i Getin Noble Banku, oszacowaliśmy, że Get Bank będzie musiał wyemitować 143,0 mln akcji w celu odkupu 60,0 mln akcji Getin Noble Banku. Oznacza to, że parytet wyniosłby 2,3847 i każda akcja Getin Noble Banku byłaby wymieniona na 2,3847 akcji Get Banku.

**Podział Getin Holdingu będzie skutkować zmianami w głównych indeksach**

Ponieważ w wyniku podziału kapitalizacja Getin Holdingu oraz najprawdopodobniej średnia dzienna wartość obrotu jego akcjami ulegną znacznemu obniżeniu, należy spodziewać się, że wpłynie to na skład indeksów, w których jest Getin Holding. W naszej opinii rynek może reagować szczególnie nerwowo na potencjalne wykluczenie z indeksu WIG 20 (ok. 1,45% udziału) oraz MSCI (ok. 1,34% udziału w MSCI Poland oraz ok. 0,19% w MSCI EME). Z drugiej strony, Zarząd Getin Holdingu oraz Getin Noble Banku zabiega, aby w indeksie WIG 20 Getin Holding został zastąpiony przez Get Bank. Niemniej jednak, na chwilę obecną nie posiadamy informacji w jaki sposób i kiedy może to nastąpić.



## Segment wydzielony – Get Bank

### Na koniec 3Q 2011 kapitały własne Allianz Banku wynosiły 165 mln PLN

Według informacji zawartej w prospekcie emisyjnym Allianz Banku (Get Banku przed przejęciem udziałów w Getin Noble Banku), wartość kapitałów własny banku na koniec 2Q 2011 wynosiła 161,0 mln PLN. W 3Q 2011 Allianz Bank wygenerował zysk netto na poziomie 4,5 mln PLN. W konsekwencji, szacujemy, że wartość kapitałów własnych Allianz Banku na koniec 3Q 2011 wyniosła 165,5 mln PLN.

### Wyniki finansowe Allianz Banku

| (mln PLN)       | 2008  | 2009   | 2010   | 9M 2011 | Wyniki nie konsolidowane przez Getin Holding | Wyniki konsolidowane przez Getin Holding |         |
|-----------------|-------|--------|--------|---------|----------------------------------------------|------------------------------------------|---------|
|                 |       |        |        |         | 01-05.2011                                   | 06.2011                                  | 3Q 2011 |
| Zysk netto      | -91,4 | -126,2 | -133,0 | -155,2  | -49,2                                        | -110,6                                   | 4,5     |
| Kapitały własne | 178,5 | 208,0  | 225,4  | 165,5*  | 259,7                                        | 161,0                                    | 165,5*  |

Źródło: Allianz, Getin Holding, Get Bank; \* szacunki DI BRE

### Zysk netto Getin Noble Banku za 9M 2011 wyniósł 881 mln PLN, w tym 619 mln PLN z transakcji na Open Finance

W trakcie dziewięciu miesięcy 2011 Getin Noble Bank zarobił 881 mln PLN, czyli 157% więcej niż w analogicznym okresie 2010. Poprawa ta wynikała z zaksięgowania w wynikach za 2Q 2011 690 mln PLN zysku ze sprzedaży oraz rewaluacji spółki zależnej, Open Finance. Na bazie skorygowanej, zysk netto spadł o 7% R/R do 262 mln PLN.

Ponadto, należy zwrócić uwagę na zmiany w sposobie konsolidacji wybranych spółek zależnych, jakie zaszły w trakcie 2011:

- od kwietnia 2011 Getin Noble Bank konsoliduje 48,8% udziału w Open Finance metodą praw własności, podczas gdy wcześniej konsolidował 100% udziału metodą pełną, oraz
- od października 2011 Getin Noble Bank konsoliduje 37,1% udziału w Idea Banku metodą praw własności, podczas gdy do końca 2Q 2011 konsolidował 100% udziału metodą pełną.

Zmiana sposobu konsolidacji Open Finance miała na bazie pro-forma marginalny wpływ na wynik netto spółki w 1Q 2011 (0,3 mln PLN). Chociaż bank nie poinformował jak zmiana konsolidacji Idea Banku wpłynęłaby na jego dotychczasowe wyniki finansowe za 2011, uważamy, wpływ będzie nieznaczący.

## Podsumowanie wyników kwartalnych Getin Noble Banku

| (mln PLN)                                                | 1Q10        | 2Q10        | 3Q10        | 4Q10        | 1Q11        | 2Q11         | 3Q11        | R/R         | Q/Q         | 9M10         | 9M11         | R/R         |
|----------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| Wynik odsetkowy                                          | 242         | 264         | 261         | 284         | 296         | 340          | 353         | 35%         | 4%          | 768          | 989          | 29%         |
| Wynik z prowizji                                         | 221         | 246         | 252         | 243         | 243         | 212          | 215         | -15%        | 1%          | 718          | 669          | -7%         |
| Wynik handlowy                                           | 25          | 64          | 103         | 28          | 29          | 50           | 90          | -12%        | 82%         | 191          | 169          | -11%        |
| <b>Przychody z działalności bankowej</b>                 | <b>488</b>  | <b>574</b>  | <b>616</b>  | <b>556</b>  | <b>568</b>  | <b>602</b>   | <b>658</b>  | <b>7%</b>   | <b>9%</b>   | <b>1 678</b> | <b>1 828</b> | <b>9%</b>   |
| Pozostałe przychody netto                                | 4           | 8           | -1          | 12          | 0           | 689          | 24          | +/-         | -97%        | 11           | 713          | -           |
| <b>Przychody pozaodsetkowe</b>                           | <b>250</b>  | <b>318</b>  | <b>353</b>  | <b>284</b>  | <b>272</b>  | <b>951</b>   | <b>328</b>  | <b>-7%</b>  | <b>-65%</b> | <b>921</b>   | <b>1 551</b> | <b>68%</b>  |
| <b>Przychody ogółem</b>                                  | <b>492</b>  | <b>582</b>  | <b>615</b>  | <b>568</b>  | <b>568</b>  | <b>1 290</b> | <b>682</b>  | <b>11%</b>  | <b>-47%</b> | <b>1 689</b> | <b>2 540</b> | <b>50%</b>  |
| Koszty osobowe                                           | -65         | -68         | -72         | -92         | -79         | -86          | -94         | 31%         | 10%         | -205         | -259         | 27%         |
| Amortyzacja                                              | -12         | -13         | -14         | -15         | -15         | -14          | -16         | 19%         | 17%         | -39          | -45          | 17%         |
| Koszty rzeczowe                                          | -88         | -101        | -96         | -97         | -111        | -101         | -112        | 16%         | 11%         | -286         | -324         | 13%         |
| <b>Koszty ogółem</b>                                     | <b>-165</b> | <b>-183</b> | <b>-182</b> | <b>-203</b> | <b>-205</b> | <b>-201</b>  | <b>-223</b> | <b>22%</b>  | <b>11%</b>  | <b>-529</b>  | <b>-628</b>  | <b>19%</b>  |
| <b>Wynik operacyjny przed kosztami rezerw</b>            | <b>327</b>  | <b>399</b>  | <b>433</b>  | <b>365</b>  | <b>363</b>  | <b>1 090</b> | <b>459</b>  | <b>6%</b>   | <b>-58%</b> | <b>1 160</b> | <b>1 912</b> | <b>65%</b>  |
| Saldo rezerw                                             | -281        | -292        | -262        | -222        | -235        | -319         | -365        | 39%         | 15%         | -835         | -919         | 10%         |
| Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych                | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            | 7           | +/-         | +/-         | 0            | 7            | n.m.        |
| <b>Zysk brutto</b>                                       | <b>46</b>   | <b>108</b>  | <b>171</b>  | <b>143</b>  | <b>128</b>  | <b>771</b>   | <b>101</b>  | <b>-41%</b> | <b>-87%</b> | <b>324</b>   | <b>1 000</b> | <b>209%</b> |
| Podatek dochodowy                                        | 62          | -4          | -34         | -31         | -26         | -78          | -17         | -50%        | -78%        | 24           | -121         | n.m.        |
| Zyski należne udziałowcom mniejszościowym                | -1          | -2          | -3          | -4          | -2          | -2           | 6           | +/-         | +/-         | -6           | 2            | n.m.        |
| <b>Zysk netto</b>                                        | <b>106</b>  | <b>102</b>  | <b>134</b>  | <b>108</b>  | <b>100</b>  | <b>691</b>   | <b>90</b>   | <b>-33%</b> | <b>-87%</b> | <b>342</b>   | <b>881</b>   | <b>157%</b> |
| <b>Skorygowany zysk netto</b>                            | <b>106</b>  | <b>102</b>  | <b>74</b>   | <b>108</b>  | <b>100</b>  | <b>72</b>    | <b>90</b>   | <b>23%</b>  | <b>25%</b>  | <b>282</b>   | <b>262</b>   | <b>-7%</b>  |
|                                                          |             |             |             |             |             |              |             |             |             |              |              |             |
| Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)                 | 2,83        | 2,90        | 2,72        | 2,78        | 2,69        | 2,89         | 2,78        |             |             | 2,84         | 2,76         |             |
| Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)            | 50,8        | 54,6        | 57,5        | 49,9        | 47,9        | 73,7         | 48,2        |             |             | 54,5         | 61,1         |             |
| Koszty/przychody (%)                                     | 33,5        | 31,4        | 29,6        | 35,8        | 36,1        | 15,6         | 32,6        |             |             | 31,3         | 24,7         |             |
| Koszty ryzyka (pb.)                                      | 425         | 407         | 339         | 270         | 269         | 343          | 367         |             |             | 387          | 326          |             |
| Efektywna stopa podatkowa (%)                            | -134,8      | 3,6         | 19,7        | 21,6        | 20,1        | 10,1         | 16,7        |             |             | -7,5         | 12,1         |             |
|                                                          |             |             |             |             |             |              |             |             |             |              |              |             |
| Kredyty netto                                            | 26 845      | 30 504      | 31 456      | 34 193      | 35 733      | 38 667       | 40 903      | 30%         | 6%          |              |              |             |
| Aktywa ogółem                                            | 35 267      | 37 792      | 38 991      | 42 798      | 45 102      | 48 995       | 52 718      | 35%         | 8%          |              |              |             |
| Depozyty                                                 | 30 878      | 33 092      | 34 331      | 37 026      | 39 063      | 41 323       | 44 535      | 30%         | 8%          |              |              |             |
| Kapitały własne                                          | 2 965       | 3 051       | 3 159       | 3 294       | 3 350       | 4 079        | 4 241       | 34%         | 4%          |              |              |             |
|                                                          |             |             |             |             |             |              |             |             |             |              |              |             |
| Kredyty/aktywa ogółem (%)                                | 76,1        | 80,7        | 80,7        | 79,9        | 79,2        | 78,9         | 77,6        |             |             |              |              |             |
| Depozyty/aktywa ogółem (%)                               | 87,6        | 87,6        | 88,1        | 86,5        | 86,6        | 84,3         | 84,5        |             |             |              |              |             |
| Kredyty/depozyty (%)                                     | 86,9        | 92,2        | 91,6        | 92,3        | 91,5        | 93,6         | 91,8        |             |             |              |              |             |
| Kapitały własne/aktywa ogółem (%)                        | 8,4         | 8,1         | 8,1         | 7,7         | 7,4         | 8,3          | 8,0         |             |             |              |              |             |
|                                                          |             |             |             |             |             |              |             |             |             |              |              |             |
| Udział kredytów zagrożonych (%)                          | 8,6         | 9,1         | 10,0        | 10,0        | 10,3        | 11,1         | 11,6        |             |             |              |              |             |
| Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%) | 76,0        | 72,6        | 70,6        | 70,2        | 69,5        | 66,2         | 66,2        |             |             |              |              |             |
|                                                          |             |             |             |             |             |              |             |             |             |              |              |             |
| Współczynnik wypłacalności (%)                           | 11,0        | 9,1         | 10,0        | 9,5         | 9,4         | 9,8          | 10,2        |             |             |              |              |             |
| Współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) (%)             | 11,0        | 9,1         | 10,0        | 9,5         | 9,4         | 9,8          | 9,6         |             |             |              |              |             |
|                                                          |             |             |             |             |             |              |             |             |             |              |              |             |
| ROA (%)                                                  | 1,24        | 1,12        | 1,40        | 1,05        | 0,91        | 5,88         | 0,71        |             |             | 1,27         | 2,46         |             |
| ROE (%)                                                  | 14,5        | 13,6        | 17,3        | 13,3        | 12,0        | 74,4         | 8,7         |             |             | 15,1         | 31,2         |             |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

## Sprzedaż kredytów wzrosła o 35% R/R po 9M 2011, ale...

W trakcie dziewięciu miesięcy 2011 Getin Noble Bank sprzedał 10,5 mld PLN kredytów (1,2 mld PLN średnio-miesięcznie), czyli o 35% więcej niż w analogicznym okresie 2010. Było to możliwe dzięki bardzo wysokiej sprzedaży kredytów dla MSP (+65% R/R) oraz hipotecznych (35% R/R). Ostatecznie przełożyło się to na 20% przyrost portfela kredytów od początku 2011.

**Sprzedaż kredytów w Getin Noble Bank**

| (mln PLN)    | 1Q10         | 2Q10         | 3Q10         | 4Q10         | 1Q11         | 2Q11         | 3Q11         | R/R       | Q/Q        | 9M10         | 9M11          | R/R        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|------------|--------------|---------------|------------|
| Hipoteczne   | 1 285        | 1 378        | 1 887        | 1 967        | 2 132        | 2 142        | 1 885        | 0%        | -12%       | 4 550        | 6 159         | 35%        |
| Samochodowe  | 391          | 419          | 406          | 469          | 422          | 429          | 399          | -2%       | -7%        | 1 216        | 1 250         | 3%         |
| Konsumpcyjne | 214          | 307          | 301          | 259          | 335          | 273          | 314          | 4%        | 15%        | 822          | 922           | 12%        |
| MSP          | 217          | 307          | 325          | 379          | 499          | 433          | 452          | 39%       | 4%         | 849          | 1 384         | 63%        |
| Leasing      | 94           | 106          | 130          | 216          | 229          | 288          | 282          | 117%      | -2%        | 330          | 799           | 142%       |
| <b>Razem</b> | <b>2 201</b> | <b>2 517</b> | <b>3 049</b> | <b>3 290</b> | <b>3 617</b> | <b>3 565</b> | <b>3 332</b> | <b>9%</b> | <b>-7%</b> | <b>7 767</b> | <b>10 514</b> | <b>35%</b> |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

**... oczekujemy znacznego spowolnienia w 2012**

Zarząd Getin Noble Banku zapowiada, że akcja kredytowa spowolni w 2012 do 0,9 – 1,0 mld PLN średnio-miesięcznie, czyli spadnie o ok. 14-23% względem średnio-miesięcznego wyniku za dziewięć miesięcy 2011. Ponadto, mają ulec zmianie także proporcje pomiędzy poszczególnymi kategoriami kredytów. Bank zamierza zwiększyć udział w sprzedaży kredytów dla MSP, detalicznych oraz leasingu. Będzie to zbilansowane przez niższy udział kredytów hipotecznych oraz samochodowych. Zgodnie z wyjaśnieniami Zarządu, niższe plany sprzedażowe są podyktowane ekonomiką związaną z kosztem pozyskania finansowania.

W naszych prognozach dla Getin Noble Banku na 2012 zakładamy 7% przyrost portfela kredytowego, który implikuje średnio-miesięczną sprzedaż na poziomie ok. 700 mln PLN. Jesteśmy bardziej konserwatywni niż Zarząd banku ze względu na relatywnie niski współczynnik wypłacalności Getin Noble Banku. Po 3Q 2011 wyniósł on 10,2% i był najniższy wśród banków przez nas analizowanych. Zwracamy uwagę, że począwszy od drugiego półrocza 2012 będzie on dodatkowo pod presją ze względu na zwiększenie wagi ryzyka dla walutowych kredytów hipotecznych z 75% do 100%. Szacujemy, że obniży to współczynnik wypłacalności o ok. 1,2p.p.

**Marża odsetkowa zawęziła się w trakcie 9M 2011 i ...**

Po trzech kwartałach 2011 marża odsetkowa zawęziła się o 8p.b. R/R do 2,76%. Choć w środowisku rosnących stóp procentowych udało się bankowi poprawić swoją marżę na pasywach odsetkowych aż o 75p.b. R/R, efektywnie obniżając swój koszt finansowania o 30p.b. R/R, jednocześnie nastąpiło obniżenie się marży na aktywach odsetkowych o 94p.b. R/R. W naszej opinii było to związane zarówno z presją cenową na poszczególne kategorie kredytów, jak i ze zmiany struktury sprzedaży, szczególnie niższemu udziałowi wysokomarżowych kredytów konsumpcyjnych (głównie gotówkowych).

**Prognoza marży odsetkowej oraz wyniku odsetkowego**

| (mln PLN)                                     | 2009       | 2010         | 1Q11        | 2Q11        | 3Q11        | 4Q11P       | 2011P        | 2012P        | 2013P        |
|-----------------------------------------------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody odsetkowe                           | 2 622      | 2 877        | 798         | 863         | 975         | 1 048       | 3 684        | 4 323        | 4 625        |
| Koszty odsetkowe                              | -1 838     | -1 825       | -503        | -523        | -622        | -678        | -2 326       | -2 779       | -2 932       |
| <b>Wynik odsetkowy</b>                        | <b>784</b> | <b>1 052</b> | <b>296</b>  | <b>340</b>  | <b>353</b>  | <b>370</b>  | <b>1 358</b> | <b>1 543</b> | <b>1 692</b> |
| Marża na aktywach odsetkowych (%)             |            | 3,98         | 3,48        | 3,25        | 3,32        | 3,36        | 3,43         | 3,60         | 3,52         |
| Marża na pasywach odsetkowych (%)             |            | -1,55        | -1,16       | -0,71       | -0,95       | -1,02       | -1,03        | -1,29        | -1,15        |
| <b>Marża odsetkowa na aktywach ogółem (%)</b> |            | <b>2,77</b>  | <b>2,69</b> | <b>2,89</b> | <b>2,78</b> | <b>2,78</b> | <b>2,81</b>  | <b>2,74</b>  | <b>2,78</b>  |

Źródło: Getin Noble Bank, Bloomberg, DI BRE

**... będzie nadal pod presją w 2012**

W 2012 oczekujemy dalszej presji na marżę odsetkową, ale w umiarkowanej skali do 2,74%. Nasze obawy budzi przede wszystkim koszt finansowania (marża na pasywach odsetkowych) w sytuacji spadających stóp rynkowych oraz zapadania depozytów z dzienną kapitalizacją. Z drugiej strony, uważamy, że wraz ze zmianą struktury sprzedaży w stronę wyżej-marżowych kredytów gotówkowych, dla MSP oraz leasingu, poprawie powinna ulec rentowność aktywów odsetkowych. Zaznaczamy, że w naszych prognozach zakładamy, że marża odsetkowa w drugiej połowie roku będzie lepsza niż w pierwszej.

**Wynik prowizyjny spadł w 2011...**

Po dziewięciu miesiącach 2011 wynik prowizyjny banku spadł o 7% R/R z powodu niższych o 50% R/R przychodów z kredytów (innych niż z tytułu pośrednictwa w sprzedaży). W naszej opinii jest to kategoria wyniku prowizyjnego, w której bank księguje tzw. „przychody z pracy na bazie”, czyli głównie dosprzedaż produktów i usług do klientów, którzy wcześniej zaciągnęli kredyt w banku. Wynik z tytułu pośrednictwa był praktycznie płaski R/R, przy czym spadek przychodów z kredytów (-70% R/R) i ubezpieczeń (-6% R/R) został zrekompensowany wzrostem w inwestycjach (+14% R/R).

**Podsumowanie wyniku prowizyjnego**

| (mln PLN)          | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10 | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | R/R  | Q/Q | 9M10 | 9M11 | R/R  |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|------|
| Wynik prowizyjny   | 221  | 246  | 252  | 243  | 243  | 212  | 215  | -15% | 1%  | 718  | 669  | -7%  |
| kredyty i pożyczki | 59   | 30   | 44   | 28   | 29   | 15   | 23   | -48% | 55% | 133  | 66   | -50% |
| z pośrednictwa     | 141  | 202  | 182  | 207  | 181  | 172  | 166  | -9%  | -3% | 526  | 519  | -1%  |
| kredyty            | 9    | 20   | 7    | 22   | 10   | 1    | 0    | +/-  | +/- | 36   | 11   | -70% |
| inwestycje         | 54   | 71   | 86   | 91   | 87   | 77   | 76   | -12% | -2% | 211  | 240  | 14%  |
| ubezpieczenia      | 83   | 125  | 106  | 106  | 93   | 102  | 101  | -5%  | -1% | 314  | 295  | -6%  |
| pozostałe          | -4   | -13  | -18  | -12  | -9   | -8   | -10  | -44% | 25% | -35  | -27  | -24% |
| pozostałe          | 20   | 14   | 26   | 9    | 33   | 26   | 25   | 0%   | -1% | 60   | 84   | 41%  |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

**... i w 2012 najprawdopodobniej także**

Zwracamy uwagę, że przychody z pośrednictwa wyniosą w 2011 ok. 77% wyniku prowizyjnego oraz że spodziewamy się w 2012 spadku R/R sprzedaży kredytów detalicznych w sektorze. W konsekwencji prognozujemy, że w 2012 spadek przychodów z tytułu pośrednictwa o 9% R/R przełoży się na 6% spadek wyniku prowizyjnego ogółem.

**W 2011 zaskoczył negatywnie kosztem ryzyka w hipotekach, ...**

Chociaż koszt ryzyka po trzech kwartałach 2011 spadł o 60p.b. R/R do 326p.b., uważamy to za słaby wynik. Zgodnie z zapowiedziami Zarządu banku z początku roku znacząco spadł koszt ryzyka w segmencie kredytów konsumpcyjnych (o 846p.b. R/R do 636p.b.). Z drugiej strony, skala wzrostu kosztu ryzyka w hipotekach oraz kredytów dla MSP (odpowiednio o 50p.b. R/R do 259p.b. oraz o 285p.b. do 522 p.b.) okazał się negatywnym zaskoczeniem. Uważamy, że 2Q i 3Q 2011 były najgorsze, jeżeli chodzi o poziom kosztu ryzyka (odpowiednio 343p.b. i 367p.b.). Spodziewamy się, że wynik w 4Q będzie zbliżony do tego z 1Q (269p.b.), a poprawa Q/Q będzie wynikała przede wszystkim z niższych odpisów na portfel kredytów hipotecznych.

**Podsumowanie salda rezerw oraz kosztu ryzyka**

| (mln PLN)                  | 1Q10       | 2Q10       | 3Q10       | 4Q10       | 1Q11       | 2Q11       | 3Q11       | R/R  | Q/Q  | 9M10       | 9M11       | R/R  |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------|------|------------|------------|------|
| Saldo rezerw               | -281       | -292       | -262       | -222       | -235       | -319       | -365       | 39%  | 15%  | -835       | -919       | 10%  |
| MSP                        | -1         | -13        | -9         | -23        | -16        | -26        | -30        | 243% | 16%  | -23        | -72        | 216% |
| samochodowe                | -62        | -79        | -66        | -58        | -64        | -55        | -40        | -40% | -27% | -207       | -158       | -23% |
| hipoteczne                 | -107       | -98        | -125       | -77        | -99        | -204       | -256       | 104% | 25%  | -330       | -559       | 70%  |
| konsumpcyjne               | -107       | -98        | -59        | -64        | -50        | -30        | -33        | -45% | 10%  | -264       | -113       | -57% |
| leasing                    | -4         | -4         | -3         | 0          | -5         | -5         | -6         | 92%  | 32%  | -11        | -15        | 37%  |
| pozostałe                  | 0          | 0          | 0          | 0          | -1         | 1          | -1         | -    | +/-  | -1         | -1         | 49%  |
| <b>Koszt ryzyka (p.b.)</b> | <b>425</b> | <b>407</b> | <b>339</b> | <b>270</b> | <b>269</b> | <b>343</b> | <b>367</b> |      |      | <b>387</b> | <b>326</b> |      |
| MSP                        | 45         | 414        | 249        | 588        | 359        | 500        | 565        |      |      | 236        | 522        |      |
| samochodowe                | 728        | 897        | 727        | 643        | 703        | 595        | 440        |      |      | 788        | 589        |      |
| hipoteczne                 | 224        | 186        | 218        | 125        | 150        | 289        | 335        |      |      | 209        | 259        |      |
| konsumpcyjne               | 1 859      | 1 694      | 997        | 1 084      | 869        | 520        | 555        |      |      | 1 482      | 636        |      |
| leasing                    | 290        | 276        | 220        | -12        | 226        | 196        | 220        |      |      | 257        | 211        |      |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

**...2012 powinien przynieść poprawę, ale koszt ryzyka nadal wysoki**

W naszych prognozach na 2012 zakładamy, że koszt ryzyka poprawi się o 44p.b. R/R i ukształtuje się na zbliżonym poziomie do tego z 4Q 2011, 272p.b. W 2012 zakładamy, że potencjalny spadek kosztu ryzyka w segmencie kredytów hipotecznych zostanie częściowo zrekomensowany przez odpisy na kredyty MSP oraz leasing, które w naszej opinii są wrażliwe na spowolnienie gospodarcze.

**Prognozujemy 7% spadek zysku netto w 2012 do 304 mln PLN**

W konsekwencji powyższych założeń, prognozujemy, że raportowany zysk netto w 2011 wyniesie 969 mln PLN, a zysk skorygowany o transakcje jednorazowe 322 mln PLN. Implikuje to wynik netto w 4Q 2011 na poziomie 88 mln PLN (-19% R/R oraz -3% Q/Q). W 2012 spodziewamy się wyniku na poziomie 304 mln PLN, czyli 5% niżej względem 2011 na bazie skorygowanej, pomimo tego, że prognozujemy wzrost wyniku odsetkowego o 14% R/R oraz spadek salda rezerw o 2% R/R. Wynika to z oczekiwanego spadku o 6% R/R wyniku prowizyjnego i wzrostu o 6% R/R kosztów operacyjnych.

**Prognozy zysku netto**

| (mln PLN)              | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Zysk netto raportowany | 309  | 450  | 969   | 304   | 481   |
| zmiana R/R (%)         |      | 46   | 115   | -69   | 58    |
| Zysk netto skorygowany | 95   | 356  | 322   | 304   | 481   |
| zmiana R/R (%)         |      | 275  | -10   | -5    | 58    |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

**Wycena Getin Noble Banku na 3,4 mld PLN oparta o model zdyskontowanych zysków rezydualnych**

Wycenę metodą dochodową Getin Noble Banku dokonujemy w oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych. W modelu tym do oczekiwanej wartości kapitałów własnych na koniec 2011 dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu z kapitału ponad koszt kapitału (w okresie prognozy na lata 2012-2013 oraz w okresie przejściowym na lata 2014-2020) oraz zdyskontowaną wartość rezydualną (po okresie prognozy).

Dla obliczenia wartości rezydualnej przyjmujemy następujące założenia:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,9% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych);
- Premię za ryzyko na poziomie 5,0%;
- Wartość bety na poziomie 1,2x;
- W konsekwencji przyjmujemy koszt kapitału na poziomie 11,9%;
- Długoterminowy zwrot z kapitałów w wysokości 10,8%, czyli na równi z oczekiwanym średnim poziomem ROE w latach 2013-2016;
- Długoterminową stopę wzrostu zysków na poziomie 4,0%;
- Docelowy poziom wypłaty dywidendy w wysokości 62,8%, zdeterminowany przez równanie 1-(g/ROE).

**Wycena Getin Noble Banku metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych**

| (mln PLN)                     | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | + WG   |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Zysk netto                    | 969   | 304   | 481   | 582   | 675   | 757   | 825   | 879   | 923   | 959   |        |
| Zmiana R/R (%)                | 115,3 | -68,6 | 58,1  | 21,0  | 16,0  | 12,0  | 9,0   | 6,5   | 5,0   | 4,0   | 4,0    |
| Kapitały własne               | 4 329 | 4 633 | 5 114 | 5 696 | 6 319 | 6 955 | 7 576 | 8 158 | 8 687 | 9 149 |        |
| Stopa wypłaty dywidendy (%)   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 9,0   | 17,9  | 26,9  | 35,9  | 44,9  | 53,8  | 62,8  | 62,8   |
| ROE (%)                       | 25,4  | 6,8   | 9,9   | 10,8  | 11,2  | 11,4  | 11,4  | 11,2  | 11,0  | 10,8  | 10,8   |
| Koszt kapitału własnego (%)   | 11,9  | 11,9  | 11,9  | 11,9  | 11,9  | 11,9  | 11,9  | 11,9  | 11,9  | 11,9  | 11,9   |
| Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)   |       | -5,1  | -2,0  | -1,1  | -0,6  | -0,5  | -0,5  | -0,7  | -0,9  | -1,1  | -1,1   |
| Zysk rezydualny               |       | -227  | -97   | -59   | -37   | -30   | -36   | -54   | -76   | -98   | -1 243 |
| Współczynnik dyskonta         |       | 0,89  | 0,80  | 0,71  | 0,64  | 0,57  | 0,51  | 0,45  | 0,41  | 0,36  | 0,36   |
| Zdyskontowany zysk rezydualny |       | -202  | -77   | -42   | -23   | -17   | -19   | -25   | -31   | -35   | -451   |

|                                            |              |
|--------------------------------------------|--------------|
| Kapitały własne na koniec 2010             | 4 329        |
| Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P | -279         |
| Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P | -191         |
| Zdyskontowana wartość rezydualna           | -451         |
| <b>Wartość godziwa</b>                     | <b>3 407</b> |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE Banku

W konsekwencji powyższych założeń, oszacowaliśmy wartość godziwą Getin Noble Banku na 3 407 mln PLN.

### Wyznaczamy wartość godziwą Get Banku na 3,4 mld PLN

Wyceny Get Banku, jako segmentu wydzielonego z Getin Holdingu, dokonujemy w oparciu o sumę części składowych:

1. Allianz Bank wyceniamy w oparciu o szacowaną wartość aktywów netto na koniec 3Q 2011, czyli na 166 mln PLN,
2. 93,7% udział w Getin Noble Bank wyceniamy w oparciu o nasz model zysków rezydualnych, czyli na 3 319 mln PLN.

W konsekwencji, wartość godziwą Get Bank wyznaczamy na poziomie 3 359 mln PLN, a 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 1,63 PLN na akcję.

### Wycena metodą części składowych Get Banku

| (mln PLN)                               | Wartość godziwa<br>100% kapitału<br>spółki | Udział w kapitale<br>przynależny do Get<br>Banku | Wycena       |
|-----------------------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------------|
| Allianz Bank                            | 166                                        | 100,0%                                           | 166          |
| Getin Noble Bank                        | 3 407                                      | 93,7%                                            | 3 193        |
| <b>Wartość godziwa razem</b>            |                                            |                                                  | <b>3 359</b> |
| Liczba akcji Get Banku (mln)            |                                            |                                                  | 2 246        |
| Wartość godziwa na akcję (PLN)          |                                            |                                                  | 1,45         |
| <b>9-miesięczna cena docelowa (PLN)</b> |                                            |                                                  | <b>1,63</b>  |
| Aktualna cena Get Banku* (PLN)          |                                            |                                                  | 1,41         |
| Potencjał zmiany (%)                    |                                            |                                                  | 15           |

Źródło: DI BRE; \* cena wyliczona w oparciu o mechanizm wyznaczania ceny przedstawiony w raporcie na str. 7 oraz cenę Getin Holdingu na poziomie 7,25 PLN z dnia 23 grudnia 2011

## Segment kontynuowany – Nowy Getin Holding

### Pro-forma wynik netto za 9M 2011 to 212 mln PLN, z czego ponad 50% to odwrócenia korekt konsolidacyjnych

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Getin Holding, działalność kontynuowana Getin Holdingu (tzw. pozostała działalność emitenta, czyli inna niż działalność Getin Noble Banku i Allianz Banku) wygenerowałaby by w trakcie dziewięciu miesięcy 2011 zysk netto na poziomie 212 mln PLN. W ramach tego wyniku, 102 mln PLN pochodziłoby z tytułu odwracania korekt konsolidacyjnych między TU Europą i Getin Noble Bankiem (ich skumulowana wartość na koniec 3Q 2011 wyniosła 313 mln PLN), a 110 mln PLN z działalności spółek zakwalifikowanych do tego segmentu.

### Wyniki pro-forma Nowego Getin Holdingu za 9M 2011 w układzie rachunku wyników

| (mln PLN)                                     | Wyniki pro-forma raportowane | Odwrócenia konsolidacyjne | Wyniki pro-forma powtarzalne (bez odwróceń konsolidacyjnych) |
|-----------------------------------------------|------------------------------|---------------------------|--------------------------------------------------------------|
| Wynik odsetkowy                               | 226,8                        | 0,0                       | 226,8                                                        |
| Wynik z prowizji                              | 149,4                        | 44,9                      | 104,5                                                        |
| Wynik handlowy                                | 9,7                          | 0,0                       | 9,7                                                          |
| Wynik z tytułu ubezpieczeń (netto)            | 480,5                        | 0,0                       | 480,5                                                        |
| <b>Przychody z działalności bankowej</b>      | <b>866,4</b>                 | <b>44,9</b>               | <b>821,5</b>                                                 |
| Pozostałe przychody netto                     | -259,4                       | 82,0                      | -341,4                                                       |
| Przychody pozaodsetkowe                       | 380,2                        | 126,9                     | 253,3                                                        |
| <b>Przychody ogółem</b>                       | <b>607,0</b>                 | <b>126,9</b>              | <b>480,1</b>                                                 |
| <b>Koszty operacyjne ogółem</b>               | <b>-261,0</b>                | <b>-0,4</b>               | <b>-260,6</b>                                                |
| <b>Wynik operacyjny przed kosztami rezerw</b> | <b>346,0</b>                 | <b>126,5</b>              | <b>219,5</b>                                                 |
| Saldo rezerw                                  | -26,6                        | 0,0                       | -26,6                                                        |
| Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych     | 0,0                          | 0,0                       | 0,0                                                          |
| <b>Zysk brutto</b>                            | <b>319,4</b>                 | <b>126,5</b>              | <b>192,9</b>                                                 |
| Podatek dochodowy                             | -59,4                        | -24,0                     | -35,4                                                        |
| Zyski należne udziałowcom mniejszościowym     | -47,7                        | 0,0                       | -47,7                                                        |
| <b>Zysk netto</b>                             | <b>212,3</b>                 | <b>102,4</b>              | <b>109,9</b>                                                 |

Źródło: Getin Holding, DI BRE

Zwracamy uwagę, że Nowy Getin Holding nie będzie konsolidował swojego udziału w Get Banku metodą praw własności ponieważ udział w kapitale jest poniżej 20%. Udział ten został zakwalifikowany jako inwestycja do instrumentów finansowych i będzie podlegał wycenie. Na chwilę obecną nie wiemy czy udział ten będzie zakwalifikowany jako inwestycja długo- czy krótkoterminowa, i w konsekwencji jak często i w jaki sposób będzie podlegał wycenia. W bilansie jednostkowym inwestycja została wyceniona po historycznym koszcie nabycia, czyli na poziomie 149 mln PLN, a w bilansie skonsolidowanym wycena na koniec 3Q 2011 wyniosła 154 mln PLN.

Ponadto, po tym jak część udziału w TU Europie (50% plus 1 akcja) zostanie sprzedana, pozostały udział Nowego Getin Holdingu w TU Europie (16,5%) również nie będzie konsolidowany. Zostanie on ujęty jako inwestycja (najprawdopodobniej długoterminowa) w instrumentach finansowych. Oczekujemy, że wycena tego udziału wyniesie 302 mln PLN, czyli 193 PLN na akcję.

### TU Europa odpowiada za 64% zysku netto Nowego Getin Holdingu po 9M11

Największym kontrybutorem do pro-forma wyników Nowego Getin Holdingu za dziewięć miesięcy 2011 (przed pozytywnymi i negatywnymi korektami konsolidacyjnymi, czyli na poziomie 133 mln PLN w tabelce poniżej) była grupa TU Europa. 85,5 mln PLN zysku netto przynależnego akcjonariuszom Nowego Getin Holdingu odpowiadało aż za 64% wyniku całej grupy. Drugim najważniejszym kontrybutorem była grupa Carcade (czyli 100% Carcade oraz 80% Kubanbanku) z 14,3 mln PLN zysku netto i 11% udziałem w wyniku grupy, a trzecim Idea Bank na Ukrainie z 13,8 mln PLN zysku netto i 10% udziałem w wyniku grupy.



## Wyniki pro-forma Nowego Getin Holdingu za 9M 2011 w podziale na spółki

| (mln PLN)                               | 100% zysku netto spółki | Udział Nowego Getin Holdingu w kapitale spółki | Zysk netto przynależny akcjonariuszom Nowego Getin Holdingu |
|-----------------------------------------|-------------------------|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| TU Europa                               | 128,5                   | 66,5%                                          | 85,5                                                        |
| Cacade (łącznie z 80% w Kubanbanku)     | 14,3                    | 100,0%                                         | 14,3                                                        |
| Idea Bank (Ukraina)                     | 13,9                    | 100,0%                                         | 13,8                                                        |
| Idea Bank (Polska)                      | 19,0                    | 63,0%                                          | 12,0                                                        |
| SombelBank                              | 8,4                     | 100,0%                                         | 8,4                                                         |
| MW Trade                                | 7,0                     | 51,3%                                          | 3,6                                                         |
| Pozostałe*                              |                         |                                                | -4,4                                                        |
| <b>Razem</b>                            | <b>191,1</b>            |                                                | <b>133,1</b>                                                |
| Wyłączenia konsolidacyjne**             |                         |                                                | -23,3                                                       |
| <b>Pro-forma powtarzalny zysk netto</b> |                         |                                                | <b>109,8</b>                                                |
| Odwrócenia konsolidacyjne***            |                         |                                                | 102,4                                                       |
| <b>Pro-forma zysk netto raportowany</b> |                         |                                                | <b>212,2</b>                                                |

Źródło: Getin Holding, DI BRE; \* m.in. zysk netto Gwarant Plus oraz straty generowane przez PF Leasing i Getin International; \*\* między TU Europą a Idea Bankiem oraz między PDK i Idea Bankiem; \*\*\* między TU Europą a Getin Noble Bankiem

Zwracamy uwagę, że w wynikach Nowego Getin Holdingu będziemy mieli do czynienia z wyłączeniami konsolidacyjnymi (takimi jakimi obecnie mamy do czynienia w Getin Holdingu i które wynikają ze sprzedaży produktów dostarczanych przez TU Europę przez spółki grupy) tylko do momentu finalizacji sprzedaży części udziału w TU Europie przez Getin Holding. Po dziewięciu miesiącach 2011 na bazie pro-forma wartość tych wyłączeń wyniosła 23 mln PLN.

## Skumulowany zysk spółek Nowego Getin Holdingu wzrósł o 32% R/R po 9M 11

Po dziewięciu miesiącach 2011 największą dynamiką zysku netto R/R wykazał się Idea Bank w Polsce (z „zera” do 19,0 mln PLN R/R), drugi był Idea Bank na Ukrainie (+88% R/R do 13,9 mln PLN), a trzeci MW Trade (+51% R/R do 7,0 mln PLN). Najniższą dynamikę dostarczyła grupa Carcade (-13% R/R do 14,3 mln PLN) z powodu konsolidacji od marca 2011 Kubanbanku generującego straty oraz SombelBank (+5% R/R do 8,4 mln PLN). Suma zysków wszystkich spółek wzrosła o 32% R/R.

## Porównanie wyniku\* R/R głównych spółek wchodzących w skład Nowego Getin Holdingu

| (mln PLN)                              | 9M10         | 9M11         | R/R (%)     |
|----------------------------------------|--------------|--------------|-------------|
| TU Europa                              | 108,9        | 128,5        | 18,0        |
| Idea Bank (Polska)**                   | b.d.         | 19,0         | -           |
| Cacade (łącznie z 80% w Kubanbanku***) | 16,4         | 14,3         | -12,8       |
| Idea Bank (Ukraina)                    | 7,4          | 13,9         | 87,8        |
| SombelBank                             | 8,0          | 8,4          | 5,0         |
| MW Trade****                           | 4,6          | 7,0          | 50,9        |
| <b>Razem</b>                           | <b>145,3</b> | <b>191,1</b> | <b>31,5</b> |

Źródło: Getin Holding; \* 100% zysku netto spółki, a wynik przynależny akcjonariuszom Getin Holdingu; \*\* Idea Bank rozpoczął działalność w 1Q 2011; \*\*\* Kubanbank jest konsolidowany od marca 2011; \*\*\*\* wyniki MW Trade są konsolidowane przez Getin Holding od sierpnia 2010

## Aż cztery spółki grupy podlegają lokalnemu nadzorowi w zakresie wypłacalności

Po tym jak nastąpi finalizacja sprzedaży części udziału w TU Europie, Nowy Getin Holding będzie prowadził działalność przynajmniej w czterech krajach (Polska, Ukraina, Białoruś i Rosja), w których będzie podlegały lokalnemu nadzorowi i lokalnym wymogom kapitałowemu. Po 3Q 2011 wszystkie spółki wchodzące w skład Nowego Getin Holding spełniały wymogi kapitałowe nałożone przez lokalne organy nadzoru.

## Minimalne wymogi kapitałowe dla banków w poszczególnych krajach oraz rozwój wskaźników kapitałowych dla poszczególnych spółek grupy

|                    | Minimalne<br>wymogi<br>kapitałowe | 4Q10  | 1Q11  | 2Q11  | 3Q11  |
|--------------------|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Idea Bank (Polska) | 8%                                | 80,2% | 36,8% | 21,1% | 32,0% |
| Idea Bank Ukraina  | 10%                               | 23,1% | 21,2% | 17,2% | 15,6% |
| SombelBank         | 9%                                | 72,3% | 52,7% | 41,0% | 36,5% |
| Kubanbank          | 11%                               | -     | -     | 22,7% | 17,7% |

Źródło: Getin Holding; \* na poziomie skonsolidowanym

W ramach swojej strategii Nowy Getin Holding zapowiedział, że możliwe będą emisje akcji samego Getin Holdingu w celu finansowania działalności poszczególnych spółek.

### Wyceniamy Nowy Getin Holding na 1 712 mln PLN

Z powodu bardzo ograniczonych danych finansowych spółek wchodzących w skład Nowego Getin Holdingu (np. brak bilansu), przyjmujemy bardzo uproszczone podejście do wyceny całego podmiotu na bazie sumy części składowych:

1. 66,5% udział w TU Europie wyceniamy zgodnie z ceną wezwania (193 PLN) ogłoszonego przez Talanx International oraz Meiji Yasuda dyskontując do wartości godziwej o sześć miesięcy kosztem kapitału, czyli na 1 145 mln PLN;
2. 4,6% udziału w Get Banku wyceniamy na 154 mln PLN;
3. udziały w pozostałych spółkach grupy wyceniamy na 413 mln PLN, czyli na bieżącym wskaźniku P/E na poziomie 6,5x (zgodnie ze średnią wyceną dla OTP, Raiffeisena oraz Sberbanku) na bazie zanalizowanego zysku netto za 9M 2011.

Podsumowując powyższe, wyznaczamy wartość godziwą Nowego Getin Holdingu na poziomie 1 712 mln PLN, a 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 2,54 PLN na akcję.

### Wycena Nowego Getin Holdingu

| (mln PLN)                                                                       | Wycena       |
|---------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 66,5% udziału w TU Europa po cenie wezwania zdyskontowanej do wartości godziwej | 1 145        |
| 4,6% udziału w Get Banku                                                        | 154          |
| Udziały w pozostałych spółkach na bieżącym wskaźniku P/E na poziomie 6,5x       | 413          |
| <b>Wartość godziwa razem</b>                                                    | <b>1 712</b> |
| Liczba akcji Getin Holdingu (mln)                                               | 732,0        |
| Wartość godziwa na akcję (PLN)                                                  | 2,34         |
| <b>9-miesięczna cena docelowa (PLN)</b>                                         | <b>2,54</b>  |
| Aktualna cena Nowego Getin Holdingu**                                           | 3,12         |
| Potencjał zmiany                                                                | -18%         |

Źródło: Getin Holding, Bloomberg, DI BRE; \*zysk netto pomniejszony o korekty konsolidacyjne, \*\* cena wyliczona w oparciu o mechanizm wyznaczania ceny przedstawiony w raporcie na str. 7 oraz cenę Getin Holdingu na poziomie 7,25 PLN z dnia 23 grudnia 2011

## Sprzedaż TU Europy przez Getin Holding

### **Talanx International oraz Meiji Yasuda przejmują kontrolę nad TU Europę płacąc po 193 PLN na akcję**

W dniu 14 grudnia 2011 Getin Holding zawarł umowę sprzedaży 4 725 001 akcji TU Europy (50% plus 1 akcji) do Talanx International (trzecia największa grupa ubezpieczeniowa w Niemczech oraz jedenasta w Europie) oraz Meiji Yasuda (drugie największe towarzystwo ubezpieczeń na życie w Japonii oraz widzący specjalista w dziedzinie bancassurance) po 193 PLN za akcję. Zgodnie z umową w tym samym dniu kupujący ogłosili wezwanie na 100% akcji TU Europy po 193 PLN na akcję (26% powyżej ceny zamknięcia z dnia poprzedniego, czyli na 2,27x bieżące P/BV), w ramach którego Getin Holding zbyje swoje akcje w TU Europie. Talanx International stanie się właścicielem 50% plus jednej akcji, a Meiji Yasuda pozostałych akcji skupionych w wezwaniu. Wezwanie jest warunkowe i dojdzie do skutku m.in. jeżeli 1) kupujący otrzymają zgodę Komisji Europejskiej lub UOKiK na przejęcie TU Europy, 2) KNF wyda decyzję o braku sprzeciwu odnośnie planowanej transakcji oraz 3) podmioty z grupy Getin Holding spłacą swoje obligacje i pożyczki względem TU Europy (w sumie ok. 186 mln PLN po 3Q 2011, z czego 103 mln PLN przypada na sam holding). Getin Holding oczekuje, że transakcja dojdzie do skutku w 2Q 2011.

### **Getin Holding podpisał wieloletnie *lock-up'y* na pozostałe 16,5% w TU Europie**

Po pomyślnym przeprowadzeniu wezwania przez kupujących, Getin Holding będzie posiadał 16,5% (1 563 413 akcji) udziału w TU Europie. Zobowiązał się do nierozporządzania tymi akcjami w okresie 5 lat od daty sprzedaży oraz do przystąpienia do kolejnego zobowiązania o nierozporządzaniu tymi akcjami przez okres kolejnych 5 lat. Kara dla Getin Holdingu za łamanie powyższych *lock-up'ów* wynosi 50 mln EUR.

Po upływie pierwszych 5 lat, Talanx będzie miał prawo odkupienia tych akcji od Getin Holdingu jeżeli plan finansowy (opisany poniżej) będzie wykonany w mniej niż 50% lub Getin Holding nie przystąpi do kolejnych 5 lat *lock-up'u*. Wówczas cena odkupu za pakiet 16,5% będzie kształtować się w granicy 74-302 mln PLN (47-193 PLN na akcję) w zależności od stopnia wykonania planu finansowego.

Bazowym scenariuszem jest, że Getin Holding sprzeda swoje pozostałe akcje w TU Europie (16,5%) po upływie 10 lat od daty transakcji. Cena po jakiej sprzeda będzie najwyższa z trzech następujących wartości: 1) cena transakcji (193 PLN), 2) cena oparta o wskaźnik P/E na poziomie 12,1x w oparciu o zysk netto TU Europy w latach 2019-2021, lub 3) wartość godziwa (formuła jej szacowania nie została upubliczniona).

### **Dodatkowo zawarto umowę ramową o długoterminowej współpracy między kupującymi, TU Europą oraz Czarneckim**

Kupujący, grupa TU Europa oraz Czarnecki dodatkowo zawarli 10-letnią umowę ramową dotyczącą wyniku współpracy w sektorze bancassurance. Umowa określa, że wynik techniczny TU Europy osiągnięty dzięki współpracy ze spółkami z grupy Getin Holding (m.in. Getin Noble Bank, Idea Bank, Open Finance) wyniesie w ciągu 10 lat łącznie 1 230 mln PLN (wartość rozłożona na roczne podokresy z rosnącą tendencją wyniku). Jeżeli plan zostanie zrealizowany w ponad 90% w poszczególnych podokresach rocznych Getin Noble Bank, Idea Bank oraz Open Finance (lub inne spółki wskazane przez Czarneckiego) będą uprawnione do wynagrodzenia dodatkowego z tytułu świadczenia usług dystrybucyjnych zależnie od wyniku nadwyżki (co do zasady nie ma ograniczenia z góry wartości wynagrodzenia dodatkowego, poza pierwszym rokiem dwuletnich okresów rozliczeniowych; ograniczenie w pierwszym roku pierwszego dwuletniego okresu rozliczeniowego zostało ustalone na 5 mln EUR, czyli ok. 22 mln PLN). Wynagrodzenie będzie płacone przez TU Europę na rzecz każdego z dystrybutorów proporcjonalnie do jego udziału w faktycznym wykonaniu wyniku. Powyższa umowa ramowa przewiduje możliwości modyfikacji jej pierwotnych postanowień.

### **Getin Noble Bank oraz Idea Bank zobowiązały się do dystrybuowania produktów TU Europy**

Poza powyższymi umowami, Getin Noble Bank oraz Idea Bank podpisały z grupą TU Europa porozumienia, w których zobowiązały się do wygenerowania odpowiedniego poziomu rocznej składki przypisanej brutto na rzecz TU Europy przez okres 5 lat od daty obowiązywania porozumienia. Poziomy składki zostały określone jako minimum 50% całkowitej rocznej składki pozyskanej przez Getin Noble Bank oraz Idea Bank w poprzednim roku kalendarzowym. Za powyższe zobowiązanie Getin Noble Bank otrzyma wynagrodzenie z góry w wysokości 6 mln PLN, a Idea Bank w wysokości 2 mln PLN.

**Oczekujemy znacznych zysków jednorazowych po sprzedaży TU Europy w wynikach Nowego Getin Holding**

Materializacja sprzedaży części udziału w TU Europie przez Getin Holding będzie skutkowała wykazaniem znacznych zysków netto o charakterze jednorazowym w rachunku wyników Nowego Getin Holding wynikających z:

- jednorazowego odwrócenia wszystkich skumulowanych na bilansie korekt konsolidacjach powstałych w wyniku współpracy TU Europy z Getin Noble Bankiem, które nie zostały jeszcze odwrócone do dnia finalizacji transakcji (łącznie 313 mln PLN netto po 3Q 2011);
- jednorazowego odwrócenia wszystkich skumulowanych na bilansie korekt konsolidacjach powstałych w wyniku współpracy TU Europy z Idea Bankiem, które nie zostały jeszcze odwrócone do dnia finalizacji transakcji (szacowanych łącznie na 23 mln PLN netto po 3Q 2011);
- zyskiem z tytułu sprzedaży 50% udziału plus 1 akcji w TU Europie na szacowanym poziomie 79 mln PLN (zakładając, że w okresie 4Q 2011-2Q 2012 TU Europa osiągnie zysk na poziomie 129 mln PLN – zysk netto za 9M 2011, a wezwanie zmaterializuje się na koniec 2Q 2012);
- zyskiem z tytułu rewaluacji 16,5% udziału w TU Europie do wartości godziwej (ceny z wezwania) na szacowanym poziomie 62 mln PLN.

W sumie, wykazany zysk netto z finalizacji transakcji może wynieść ok. 476 mln PLN. Zwracamy uwagę, że tylko wynik ze sprzedaży 50% udziałów w TU Europie będzie miał charakter gotówkowy. Ponadto, najprawdopodobniej spółka dokona wyceny opcji wynikających z zawartej umowy z kupującymi. Opcje te będą podlegały wycenie co kwartał, a zmiana w wycenie będzie najprawdopodobniej odnoszona w rachunek wyników Nowego Getin Holdingu. W chwili obecnej nie jesteśmy w stanie dokonać obiektywnej wyceny tych opcji.

**Getin Holding nie ma sprecyzowanych planów wykorzystania środków pieniężnych**

Zarząd Getin Holdingu poinformował, że w chwili obecnej nie ma sprecyzowanych planów ulokowania pozyskanych środków ze sprzedaży części udziału w TU Europie (911 mln PLN przed podatkiem dochodowym), ale nie zamierza rekomendować wypłaty dywidendy. Mogą one być przeznaczone na akwizycje na rynku polskim, jak i zagranicznym, jak również na rozwój obecnych biznesów. Ponadto, Zarząd nie wyklucza odkupienia od Getin Noble Banku 37% udziału w grupie Idea Bank (kapitały własne przynależne do Getin Noble Banku to ok. 130 mln PLN) czy też wniesienia do grupy Tax Care, pośrednika finansowego specjalizującego się w doradztwie księgowym dla małych przedsiębiorstw, zależnego kapitałowo od Leszka Czarneckiego.

## Prognozy finansowe dla Getin Noble Banku

### Rachunek zysków i strat

| (mln PLN)                                     | 2009         | 2010         | 2011P        | 2012P        | 2013P        |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Wynik odsetkowy                               | 784          | 1 052        | 1 358        | 1 543        | 1 692        |
| Wynik z prowizji                              | 714          | 962          | 879          | 829          | 843          |
| Wynik handlowy                                | 215          | 219          | 193          | 82           | 90           |
| <b>Wynik na działalności bankowej</b>         | <b>1 714</b> | <b>2 233</b> | <b>2 430</b> | <b>2 454</b> | <b>2 626</b> |
| Pozostały przychody operacyjne netto          | 19           | 24           | 713          | 1            | 1            |
| <b>Przychody pozaodsetkowe</b>                | <b>948</b>   | <b>1 205</b> | <b>1 785</b> | <b>912</b>   | <b>935</b>   |
| <b>Przychody ogółem</b>                       | <b>1 732</b> | <b>2 258</b> | <b>3 143</b> | <b>2 455</b> | <b>2 627</b> |
| Koszty osobowe                                | -225         | -297         | -352         | -371         | -392         |
| Amortyzacja                                   | -48          | -54          | -62          | -68          | -73          |
| Pozostałe koszty administracyjne              | -353         | -382         | -434         | -459         | -486         |
| <b>Koszty operacyjne</b>                      | <b>-626</b>  | <b>-733</b>  | <b>-847</b>  | <b>-899</b>  | <b>-951</b>  |
| <b>Zysk operacyjny przed kosztami rezerw</b>  | <b>1 106</b> | <b>1 525</b> | <b>2 296</b> | <b>1 557</b> | <b>1 675</b> |
| Saldo rezerw                                  | -795         | -1 057       | -1 207       | -1 187       | -1 088       |
| Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych | 0            | -1           | 16           | 0            | 0            |
| <b>Zysk brutto</b>                            | <b>311</b>   | <b>467</b>   | <b>1 105</b> | <b>369</b>   | <b>587</b>   |
| Podatek dochodowy                             | 3            | -7           | -141         | -70          | -112         |
| Zyski udziałowców mniejszościowych            | -5           | -10          | 5            | 5            | 6            |
| <b>Zysk netto</b>                             | <b>309</b>   | <b>450</b>   | <b>969</b>   | <b>304</b>   | <b>481</b>   |
| Skorygowany zysk netto                        | 95           | 356          | 322          | 304          | 481          |
| Zyski zatrzymane                              | 309          | 450          | 969          | 304          | 481          |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

### Roczne stopy wzrostu głównych pozycji rachunku zysków i strat

| (%)                                   | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|---------------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Wynik odsetkowy                       | 34   | 29    | 14    | 10    |
| Przychody pozaodsetkowe               | 27   | 48    | -49   | 2     |
| Przychody ogółem                      | 30   | 39    | -22   | 7     |
| Koszty operacyjne                     | 17   | 16    | 6     | 6     |
| Zysk operacyjny przed kosztami rezerw | 38   | 51    | -32   | 8     |
| Zysk netto                            | 46   | 115   | -69   | 58    |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

### Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

| (%)                                        | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|--------------------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)      | 2,77 | 2,81  | 2,74  | 2,78  |
| Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)   | 2,86 | 2,90  | 2,84  | 2,88  |
| Spread odsetkowy                           | 2,43 | 2,40  | 2,31  | 2,37  |
| Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem | 53,4 | 56,8  | 37,1  | 35,6  |
| Koszty / Przychody                         | 32,5 | 27,0  | 36,6  | 36,2  |
| Koszty / Aktywa                            | 1,93 | 1,76  | 1,60  | 1,57  |
| Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem        | 3,50 | 3,15  | 2,72  | 2,37  |
| Efektywna stopa podatkowa (%)              | 1,4  | 12,8  | 19,0  | 19,0  |
| ROE                                        | 14,6 | 25,4  | 6,8   | 9,9   |
| ROA                                        | 1,19 | 2,01  | 0,54  | 0,79  |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

**Bilans**

| (mln PLN)                              | 2009          | 2010          | 2011P         | 2012P         | 2013P         |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kasa i operacje z bankiem centralnym   | 909           | 1 976         | 1 588         | 1 747         | 1 863         |
| Należności od sektora finansowego      | 1 069         | 2 601         | 4 745         | 6 415         | 7 886         |
| <b>Kredyty i pożyczki</b>              | <b>26 152</b> | <b>34 193</b> | <b>42 319</b> | <b>45 070</b> | <b>46 979</b> |
| Dłużne papiery wartościowe             | 3 849         | 2 838         | 3 264         | 3 591         | 3 950         |
| Akcje, udziały i inne inwestycje       | 0             | 0             | 680           | 714           | 750           |
| Aktywa trwałe                          | 138           | 179           | 152           | 160           | 168           |
| Wartości niematerialne i prawne        | 148           | 151           | 53            | 55            | 58            |
| Inne aktywa                            | 862           | 861           | 969           | 1 044         | 1 093         |
| <b>Aktywa ogółem</b>                   | <b>33 127</b> | <b>42 798</b> | <b>53 770</b> | <b>58 796</b> | <b>62 746</b> |
| Zobowiązania wobec sektora finansowego | 738           | 713           | 820           | 861           | 861           |
| <b>Depozyty</b>                        | <b>28 237</b> | <b>37 026</b> | <b>45 372</b> | <b>49 909</b> | <b>53 227</b> |
| Wyemitowane papiery wartościowe        | 901           | 81            | 420           | 441           | 463           |
| Otrzymane pożyczki podporządkowane     | 0             | 0             | 400           | 400           | 400           |
| Inne zobowiązania                      | 362           | 1 684         | 2 429         | 2 552         | 2 681         |
| <b>Zobowiązania ogółem</b>             | <b>30 237</b> | <b>39 504</b> | <b>49 441</b> | <b>54 163</b> | <b>57 632</b> |
| <b>Kapitały własne</b>                 | <b>2 890</b>  | <b>3 294</b>  | <b>4 329</b>  | <b>4 633</b>  | <b>5 114</b>  |
| <b>Pasywa ogółem</b>                   | <b>33 127</b> | <b>42 798</b> | <b>53 770</b> | <b>58 796</b> | <b>62 746</b> |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

**Roczne stopy wzrostu głównych pozycji bilansowych**

| (%)                | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|--------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Kredyty i pożyczki |      | 31   | 24    | 7     | 4     |
| Aktywa ogółem      |      | 29   | 26    | 9     | 7     |
| Depozyty           |      | 31   | 23    | 10    | 7     |
| Kapitały własne    |      | 14   | 31    | 7     | 10    |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

**Główne wskaźniki bilansu**

| (%)                                                  | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|------------------------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem | 7,6  | 10,0 | 12,7  | 14,5  | 14,1  |
| Rezerwy / Kredyty z utratą wartości                  | 76,2 | 70,2 | 63,0  | 67,5  | 80,0  |
| Kredyty / Aktywa                                     | 78,9 | 79,9 | 78,7  | 76,7  | 74,9  |
| Depozyty / Aktywa                                    | 85,2 | 86,5 | 84,4  | 84,9  | 84,8  |
| Kredyty / Depozyty                                   | 92,6 | 92,3 | 93,3  | 90,3  | 88,3  |
| Kapitały własne / Aktywa                             | 8,7  | 7,7  | 8,1   | 7,9   | 8,2   |
| Współczynnik wypłacalności                           | 11,1 | 9,5  | 9,6   | 9,8   | 9,8   |
| Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)             | 11,1 | 9,5  | 8,5   | 8,9   | 9,0   |

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

## Prognozy finansowe dla Getin Holding

### Podwyższamy prognozę zysku netto za 2011 o 5%

Ponieważ Getin Holding opublikuje swoje wyniki finansowe przy obecnym kształcie grupy po raz ostatni przy okazji wyników za 4Q 2011, aktualizujemy nasze prognozy na 2011 oraz zawieszamy nasze dotychczasowe prognozy na 2012 i 2013.

Dzięki uwzględnieniu pozytywnej rewaluacji portfela swapów jaka miała miejsce w 3Q 2011, podwyższamy naszą prognozę raportowanego zysku netto na 2011 o 5% do 1 031 mln PLN. Jednocześnie zaznaczamy, że nasza prognoza jest zgodną z oczekiwaniami rynkowymi.

### Prognoza zysku netto dla Getin Holdingu

| (mln PLN)                                     | 2008       | 2009       | 2010       | 2011P        |
|-----------------------------------------------|------------|------------|------------|--------------|
| <b>Zysk netto raportowany (nowa prognoza)</b> | <b>509</b> | <b>276</b> | <b>421</b> | <b>1 031</b> |
| <i>Zmiana R/R</i>                             | -19%       | -46%       | 52%        | 145%         |
| <br>Skorygowany zysk netto (nowa prognoza)    | 509        | 62         | 355        | 351          |
| <i>Zmiana R/R</i>                             | 20%        | -88%       | 471%       | -1%          |
| <br>Zysk netto (stara prognoza raportowany)   | 509        | 276        | 421        | 982          |
| <i>Różnica vs raportowany</i>                 | 0%         | 0%         | 0%         | 5%           |
| <br>Zysk netto (konsensus rynkowy)            | 509        | 276        | 421        | 1 041        |
| <i>Różnica</i>                                | 0%         | 0%         | 0%         | -1%          |

Źródło: Getin Holding, DI BRE

### Rachunek zysków i strat Getin Holdingu

| (mln PLN)                                     | 2008         | 2009         | 2010         | 2011P         |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Wynik odsetkowy</b>                        | <b>1 018</b> | <b>978</b>   | <b>1 273</b> | <b>1 675</b>  |
| Wynik z prowizji                              | 242          | 381          | 556          | 615           |
| Wynik handlowy                                | 298          | 212          | 131          | 202           |
| Wynik na działalności ubezpieczeniowej netto  | 472          | 450          | 560          | 646           |
| <b>Wynik na działalności bankowej</b>         | <b>2 030</b> | <b>2 020</b> | <b>2 521</b> | <b>3 139</b>  |
| Pozostałe przychody operacyjne netto          | -164         | -33          | -43          | 634           |
| <b>Przychody pozaodsetkowe</b>                | <b>848</b>   | <b>1 010</b> | <b>1 205</b> | <b>2 097</b>  |
| <b>Przychody ogółem</b>                       | <b>1 866</b> | <b>1 987</b> | <b>2 478</b> | <b>3 772</b>  |
| Koszty osobowe                                | -346         | -302         | -396         | -508          |
| Amortyzacja                                   | -48          | -63          | -65          | -96           |
| Pozostałe koszty administracyjne              | -393         | -435         | -472         | -590          |
| <b>Koszty operacyjne</b>                      | <b>-787</b>  | <b>-800</b>  | <b>-933</b>  | <b>-1 194</b> |
| <b>Zysk operacyjny przed kosztami rezerw</b>  | <b>1 080</b> | <b>1 188</b> | <b>1 545</b> | <b>2 578</b>  |
| Saldo rezerw                                  | -379         | -829         | -1 055       | -1 242        |
| Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych | 0            | -1           | -5           | 13            |
| <b>Zysk brutto</b>                            | <b>701</b>   | <b>358</b>   | <b>485</b>   | <b>1 349</b>  |
| Podatek dochodowy                             | -140         | -21          | -9           | -173          |
| Zyski udziałowców mniejszościowych            | -52          | -60          | -55          | -145          |
| <b>Zysk netto</b>                             | <b>509</b>   | <b>276</b>   | <b>421</b>   | <b>1 031</b>  |
| <i>Skorygowany zysk netto</i>                 | 509          | 62           | 355          | 351           |
| <i>Zyski zatrzymane</i>                       | 509          | 276          | 421          | 1 031         |

Źródło: Getin Holding, DI BRE



**Bilans Getin Holdingu**

| <b>(mln PLN)</b>                       | <b>2008</b>   | <b>2009</b>   | <b>2010</b>   | <b>2011P</b>  |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kasa i operacje z bankiem centralnym   | 632           | 935           | 2 025         | 1 727         |
| Należności od sektora finansowego      | 3 199         | 1 762         | 3 667         | 6 414         |
| <b>Kredyty i pożyczki</b>              | <b>21 876</b> | <b>26 417</b> | <b>34 876</b> | <b>45 814</b> |
| Dłużne papiery wartościowe             | 3 435         | 4 106         | 3 672         | 4 200         |
| Akcje, udziały i inne inwestycje       | 12            | 18            | 0             | 499           |
| Aktywa trwałe                          | 201           | 172           | 229           | 284           |
| Wartości niematerialne i prawne        | 206           | 216           | 162           | 170           |
| Inne aktywa                            | 1 464         | 1 934         | 2 223         | 2 607         |
| <b>Aktywa ogółem</b>                   | <b>31 025</b> | <b>35 559</b> | <b>46 854</b> | <b>61 713</b> |
| Zobowiązania wobec sektora finansowego | 1 452         | 822           | 885           | 1 416         |
| <b>Depozyty</b>                        | <b>20 052</b> | <b>28 241</b> | <b>37 459</b> | <b>49 329</b> |
| Wyemitowane papiery wartościowe        | 2 764         | 1 221         | 711           | 900           |
| Otrzymane pożyczki podporządkowane     | 0             | 0             | 0             | 400           |
| Inne zobowiązania                      | 3 162         | 1 446         | 3 366         | 3 998         |
| <b>Zobowiązania ogółem</b>             | <b>27 430</b> | <b>31 731</b> | <b>42 422</b> | <b>56 043</b> |
| <b>Kapitały własne</b>                 | <b>3 594</b>  | <b>3 829</b>  | <b>4 433</b>  | <b>5 670</b>  |
| <b>Pasywa ogółem</b>                   | <b>31 025</b> | <b>35 559</b> | <b>46 854</b> | <b>61 713</b> |

Źródło: Getin Holding, DI BRE



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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

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

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

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

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

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

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Getin Holding**

| Rekomendacja                    | Redukuj    | Redukuj    | Akumuluj   | Trzymaj    |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>data wydania</b>             | 2011-05-06 | 2011-06-01 | 2011-08-04 | 2011-09-05 |
| <b>kurs z dnia rekomendacji</b> | 14,13      | 13,86      | 9,94       | 8,65       |
| <b>WIG w dniu rekomendacji</b>  | 49266,97   | 50025,61   | 44536,67   | 40544,28   |