

1 czerwca 2011

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	13,86 PLN
Cena docelowa	12,70 PLN
Kapitalizacja	10,1 mld PLN
Free float	4,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	29,5 mln PLN

Struktura akcjonariatu

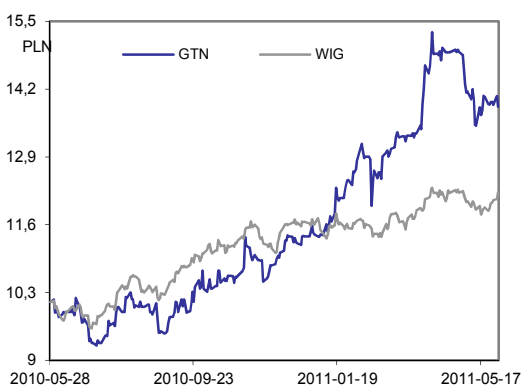
Leszek Czarniecki	55,7%
Pioneer FIO	7,6%
ING OFE	5,2%
Pioneer Pekao IM	5,1%
Pozostali	26,4%

Profil spółki

Getin Holding jest grupą spółek finansowych operujących głównie w Polsce, ale również z ekspozycją na rynek rosyjski, ukraiński, białoruski i rumuński. 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 również prawie 100% udział w spółce z sektora ubezpieczeniowego TU Europa, specjalizującej się w produktach bancassurance. Trzecim istotnym aktywem jest spółka leasingowa w Rosji. Spółka charakteryzuje się najwyższą wśród banków giełdowych elastycznością kosztów i najniższym poziomem wskaźnika koszty/dochodów.

Ważne daty

30.08 - publikacja raportu za 1H 2011
14.11 - publikacja wyników za 3Q 2011

Kurs akcji Getin Holding na tle WIG

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37
Iza.Rokicka@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

Getin Holding Redukuj

GETI.WA; GTN PW

(Niezmieniona)

Cena dyskontuje dużo, zbyt dużo

Podtrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową na walory Getin Holdingu na poziomie 12,7 PLN i rekomendujemy redukowanie ekspozycji. Po rozczarowujących wynikach za 1Q 2011, które ujawniły słabość marży kredytowej oraz utrzymujący się problem jakości kredytów hipotecznych, rewidujemy w dół nasze dotychczasowe prognozy zysku netto (o 17% na 2011 oraz o 8-9% na 2012-2013). Choć Getin oferuje wyższą dynamikę zysków w latach 2011-2012, obecna wycena dyskontuje znacznie więcej. Spółka notowana jest na wskaźniku P/E 13,1x na 2012, z 13% premią do sektora.

W wynikach za 1Q 2011 więcej negatywów, niż pozytywów

Choć wyniki za 1Q 2011 pokazały poprawę marży depozytowej przy rosnących stopach procentowych, ujawniły również znacząca presję na marżę kredytową oraz utrzymujący się wysoki koszt ryzyka na portfelu kredytów mieszkaniowych. Oczekujemy, że w 2011 nowa sprzedaż kredytów nadal będzie zawężać marżę kredytową na portfelu, a zwiększone odpisy na ryzyko kredytowe w hipotekach potrwają jeszcze przez dwa kwartały.

Zyski w 2011 rekordowe, z czego połowa ze sprzedaży Open Finance

Choć oczekujemy rekordowych zysków w tym roku (1 151 mln PLN), zwracamy uwagę, że 53% wyniku zostanie wygenerowana przez jednorazowy zysk ze sprzedaży i rewaluacji udziału w Open Finance (608 mln PLN). Na bazie skorygowanej prognozujemy wynik netto na poziomie 543 mln PLN w 2011, 775 mln PLN w 2012 oraz 911 mln PLN w 2013.

Współczynnik wypłacalności w okolicach 10% nawet z emisją długu

Mimo że, sprzedaż Open Finance wpłynie pozytywnie na relatywnie niski współczynnik wypłacalności Getin Noble Banku (+110pb. do 10,5%), nie podwyższy go o tyle, żeby bank mógł komfortowo kontynuować agresywną akcję kredytową. Nieunikniona wydaje się emisja długu podporządkowanego jeszcze w tym roku. Oczekujemy 150 mln PLN w 2H.

Wycena dyskontuje dużo, nawet więcej niż wzrost zysków w 2012

Getin Holding jest zdecydowanie najdroższym bankiem wśród spółek porównywalnych. Jest notowany na (skorygowanym o zyski ze zdarzeń jednorazowych) wskaźniku P/E na poziomie 18,6x na 2011 oraz 13,1x na 2012, czyli odpowiednio 32% i 13% powyżej średniej dla sektora. W naszej opinii, tak wysoka premia jest nie uzasadniona nawet wyższym niż średnio dla sektora tempem wzrostu zysków w 2012 (43% dla Getin Holdingu vs. 17% dla ważonej średniej spółek porównywalnych).

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	978	1 273	1 590	1 967	2 177
WNDB	2 020	2 521	2 951	3 445	3 735
Zysk operacyjny*	1 188	1 545	2 435	2 069	2 245
Zysk netto	276	421	1 151	775	911
Marża odsetkowa (%)	2,94	3,09	3,11	3,34	3,33
Koszty / Przychody (%)	40,2	37,7	30,7	37,1	37,1
ROE (%)	7,4	10,2	22,7	12,7	13,1
EPS (PLN)	0,39	0,59	1,58	1,06	1,25
BVPS (PLN)	5,37	6,22	7,79	8,85	10,09
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,44
P/E (x)	35,7	23,4	8,8	13,1	11,1
P/BV (x)	2,58	2,23	1,78	1,57	1,37
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1

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

Aktualizacja wyceny

Wymagająca wycena porównawcza, ze znaczną premią do sektora

Getin Holding notowany jest na skorygowanym o zyski ze zdarzeń jednorazowych wskaźniku P/E na poziomie 18,6x na 2011 oraz 13,1x na 2012, czyli odpowiednio 32% i 13% powyżej średniej dla spółek porównywalnych. W oparciu o wskaźnik P/BV, Getin Holding jest wyceniany na poziomie 1,78x na 2011 i 1,57x na 2012, blisko średniej dla sektora pomimo znacznie niższej rentowności kapitałów własnych.

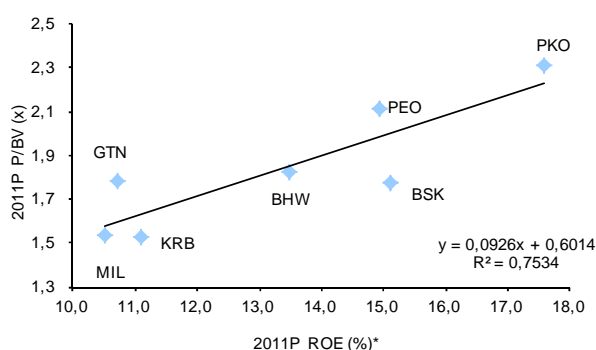
W naszej opinii, tak wysoka premia jest nie uzasadniona nawet wyższym niż dla sektora tempem wzrostu zysków w 2012 (43% dla Getin Holdingu vs. 17% dla ważonej średniej spółek porównywalnych). W konsekwencji postrzegamy wycenę rynkową Getin Holdingu jako wymagającą, nie tylko na bazie absolutnej ale również na relatywnej.

Wycena porównawcza Getin Holdingu do polskich banków

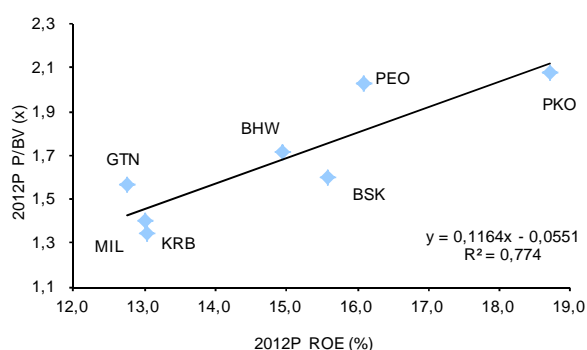
	P/E (x)*			P/BV (x)			ROE (%)*		
	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P
Getin Holding	27,8	18,6	13,1	2,23	1,78	1,57	8,6	10,7	12,7
Handlowy	16,9	14,0	11,8	1,94	1,82	1,72	11,7	13,5	14,9
ING BSK	14,8	12,3	10,8	1,97	1,77	1,60	14,3	15,1	15,6
Kredyt Bank	27,7	14,6	11,0	1,71	1,53	1,34	6,4	11,1	13,0
Millennium	20,2	15,1	11,2	1,65	1,53	1,40	9,5	10,5	13,0
Pekao	17,1	14,5	12,9	2,21	2,11	2,03	13,5	14,9	16,1
PKO BP	16,8	13,9	11,7	2,57	2,31	2,07	15,6	17,6	18,7
Średnia (ex Getin Holding)	18,9	14,1	11,6	2,01	1,85	1,69	11,8	13,8	15,2
Premia / dyskonto do średniej (%)	47	32	13	11	-4	-8	-27	-22	-16

Źródło: Banki, DI BRE Banku, * Zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Regresja: 2011 P/BV vs. 2011 ROE*



Regresja: 2012 P/BV vs. 2012 ROE



Źródło: DI BRE Banku, *Skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Utrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 12,7 PLN...

Nasza wycenę metodą dochodową walorów Getin Holdingu dokonujemy w oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych. W modelu tym do wartości kapitałów własnych na koniec 2010 dodajemy wartość wpływów z zakończonej emisji akcji z prawem poboru, nadwyżkę dochodu całkowitego ponad zysk netto odnotowaną od początku roku, sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu z kapitału ponad koszt kapitału (w okresie prognozy na lata 2011-2013 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 6,05% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych, obniżona z 6,15% poprzednio);
- Premię za ryzyko na poziomie 5,0% (niezmieniona);
- Wartość bety na poziomie 1,0x (obniżona z 1,1x poprzednio);
- W konsekwencji przyjmujemy koszt kapitału na poziomie 11,1% (obniżony z 11,7% poprzednio);
- Długoterminowy zwrot z kapitałów w wysokości 14,3%, 1,2pp. powyżej oczekiwanej rentowności w 2013;
- Długoterminową stopę wzrostu zysków na poziomie 4,0% (niezmieniona);
- Docelowy poziom wypłaty dywidendy w wysokości 72,1%, zdeterminowany przez równanie 1-(g/ROE).



Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	1 151	775	911	1 049	1 190	1 329	1 463	1 584	1 689	1 757		
Zmiana R/R (%)	173,3	-32,6	17,5	15,1	13,4	11,7	10,0	8,3	6,6	4,0	4,0	
Kapitały własne	5 700	6 475	7 386	8 117	8 884	9 670	10 456	11 218	11 933	12 561		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	35,0	40,3	45,6	50,9	56,2	61,5	66,8	72,1	72,1	
ROE (%)	22,7	12,7	13,1	13,5	14,0	14,3	14,5	14,6	14,6	14,3	14,3	
Koszt kapitału własnego (%)	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	11,7	1,7	2,1	2,5	2,9	3,3	3,5	3,6	3,5	3,3	3,3	
Zysk rezydualny	591	103	145	193	251	304	351	387	410	404	5 731	
Współczynnik dyskonta	0,95	0,85	0,77	0,69	0,62	0,56	0,51	0,46	0,41	0,37	0,37	
Zdyskontowany zysk rezydualny	561	88	112	133	156	171	177	176	168	149	2 117	
Kapitały własne na koniec 2010												4 433
Wpływy z emisji akcji												167
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												-50
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P												761
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												1 132
Zdyskontowana wartość rezydualna												2 117
Wartość godziwa												8 559
Liczba akcji (mln)												732
Wartość godziwa na akcję (PLN)												11,7
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												12,7
Cena obecna (PLN)												13,86
Potencjał zmiany (%)												-8,4

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

... oraz rekomendację Redukuj

Podtrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 12,7 PLN, po tym jak rewizja w dół prognozy zysku netto na lata 2011- 2013 (o 17% na 2011, o 9% na 2012 oraz 8% na 2013) została zrekomensowana przez obniżenie kosztu kapitału. Ponieważ przy obecnej cenie rynkowej nasza wycena wskazuje na 8% ryzyko korekty kursu, podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Wycena – analiza wrażliwości

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału				
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+1,0pp	+0,5pp	-	-0,5pp	-1,0pp
		12,3%	13,3%	14,3%	15,3%	16,3%	12,1%	11,6%	11,1%	10,6%	10,1%
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	10,3	11,1	11,9	12,7	13,5	10,2	11,0	11,9	12,9	14,1
	-1,0pp 3,0%	10,5	11,3	12,2	13,1	14,0	10,3	11,2	12,2	13,4	14,7
	- 4,0%	10,6	11,6	12,7	13,7	14,7	10,5	11,5	12,7	14,0	15,5
	+1,0pp 5,0%	10,8	12,0	13,2	14,4	15,6	10,8	11,9	13,2	14,8	16,6
	+2,0pp 6,0%	11,1	12,6	14,1	15,5	16,9	11,2	12,5	14,1	16,0	18,3

Źródło: DI BRE Banku

Open Finance

Getin Holding zmniejszył swój udział w Open Finance do 46%

W 1Q 2011 Getin Noble Bank upublicznił swoją spółkę zależną, Open Finance. W sumie bank sprzedał 23,5 mln akcji (20,5 mln PLN przez upublicznienie, 1,0 mln do Leszka Czarneckiego oraz 2,0 mln PLN do Home Broker) z 50 mln akcji wówczas istniejących. Dodatkowo, Open Finance wyemitowało 4,25 mln nowych akcji. W konsekwencji udział Getin Noble Banku w kapitale Open Finance spadł ze 100% na koniec 2010 do 48,8% obecnie. Ponieważ Getin Holding kontroluje Getin Noble Bank w 93,7%, udział Getin Holdingu w Open Finance zmniejszył się z 93,7% na koniec 2010 do 45,8% obecnie. Jedną z istotnych konsekwencji zmniejszenia udziału w Open Finance jest zmiana sposobu konsolidacji. Dotychczasowo (łącznie z wynikami za 1Q 2011) spółka była konsolidowana metodą pełną. Począwszy od 2Q 2011 pośrednik finansowy będzie konsolidowany metodą praw własności, zarówno przez bank jak i przez holding.

Udział Getin Noble Banku i Getin Holdingu w kapitale Open Finance

	4Q10	Obecnie
Getin Noble Bank	100,0%	48,8%
Getin Holding	93,7%	45,8%

Źródło: Getin Holding, Getin Noble Bank, DI BRE Banku

Łączny zysk netto ze sprzedaży i rewaluacji Open Finance wyniesie 608 mln PLN

Getin Noble Bank (a za nim Getin Holding) nie tylko zanotuje jednorazowy zysk ze sprzedaży 23,5 mln akcji Open Finance, ale również zrewaluuje obecnie posiadane akcje (26,5 mln akcji) do ceny IPO (18,0 PLN za akcję). Getin Holding poinformował, że w sumie odnotuje 608 mln PLN zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej. Szacujemy, że transakcja zawyży jednorazowo zysk brutto grupy o 699 mln PLN w 2Q 2011.

Wpływ transakcji na Open Finance na wyniki Getin Holdingu (za 2Q 2011 oraz 2011)

	(mln PLN)
Zysk brutto	699
Podatek dochodowy	-72
Zyski należne udziałowcom mniejszościowych	-19
Zysk netto	608

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Przyszłe wyłączenia konsolidacyjne będą najprawdopodobniej mniejsze

Getin Holding zaprezentował rachunek zysków i strat za 1Q 2011 na bazie pro forma, zakładając że począwszy od 1 stycznia 2011 Open Finance byłoby konsolidowane metodą praw własności. Wynika z niego, że zmiana konsolidacji wpłynęłaby pozytywnie na zysk netto. Wyniosłby on 96 mln PLN, czyli 7 mln PLN więcej niż wynik zaraportowany, nawet pomimo tego że Open Finance na bazie jednostkowej generuje zysk netto oraz tego że udział Getin Holdingu zmniejszył się znacząco (spadł z 94% do 46%). W naszej opinii wynika to z wyłączeń konsolidacyjnych, czyli ze znacznej skali sprzedaży w Open Finance produktów dostarczanych przez Getin Noble Bank i TU Europę. Oznacza to, że na poziomie Getin Holdingu wyłączenia konsolidacyjne były większe niż wynik netto wypracowany przez Open Finance.

Wyniki za 1Q 2011 dla Getin Holdingu zaraportowane oraz pro forma

(mln PLN)	Zaraportowany	Skorygowany	Różnica	Różnica
Wynik odsetkowy	360	360	0	0%
Wynik z prowizji	152	135	-17	-11%
Wynik handlowy	31	31	0	0%
Wynik z tytułu ubezpieczeń (netto)	155	155	0	0%
Przychody z działalności bankowej	699	681	-18	-3%
Pozostałe przychody netto	-50	-50	0	0%
Przychody ogółem	648	631	-18	-3%
Koszty ogółem	-270	-238	32	-12%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	379	392	14	4%
Saldo rezerw	-235	-235	0	0%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	-5	-5	-
Zysk brutto	144	153	9	6%
Podatek dochodowy	-30	-32	-3	9%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-25	-24	1	-5%
Zysk netto	89	96	7	8%

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Allianz Bank

Zielone światło KNF dla Getin Holding na przejęciu Allianz Banku

23 maja 2011 KNF poinformował, że nie ma podstaw do zgłoszenia sprzeciwu wobec planowanego nabycia przez Leszka Czarneckiego, za pośrednictwem Getin Holdingu, akcji Allianz Banku w ilości zapewniającej przekroczenie 50% liczby głosów na WZA banku. W konsekwencji Getin Holding ma otwartą drogę do finalizacji przejęcia Allianz Banku, które zostało zapowiedziane w listopadzie 2010. Według informacji przekazanej przez Zarząd Getin Holdingu, zgoda UOKiK nie była wymagana.

Getin Holding zapłaci ok. 0,54 P/BV, ...

W listopadzie 2010 Getin Holding poinformował, że zamierza przejąć 100% udziałów, płacąc 140 mln PLN za aktywa netto na poziomie 258 mln PLN (wycena na 31 czerwca 2010). Implikuje to, że wskaźnik P/BV wyniósłby ok. 0,54x. Zwracamy uwagę, że wartość transakcji została wyliczona zgodnie z formułą (aktywa netto pomniejszone o uzgodnione przez strony pozycje) i zostanie zaktualizowana na dzień finalizacji transakcji. W dniu 31 maja 2011 Getin Holding przekazał sprzedającemu 159 mln PLN na poczet ceny nabycia, chociaż oczekuje że ostateczna cena będzie niższa.

... ale Allianz Bank nadal generuje straty

Zgodnie z informacją przekazaną przez Getin Holding, na dzień 30 czerwca 2010 kapitały własne Allianz Banku wynosiły 258 mln PLN, co według naszych szacunków oznacza że w 1H 2010 Allianz Bank wygenerował stratę na poziomie ok. 45 mln PLN (według informacji prasowych w 1H 2010 bank został dokapitalizowany ok. 95 mln PLN). W naszej opinii strata w całym 2010 mogła sięgnąć nawet 100 mln PLN.

Podstawowe dane dla Allianz Bank

(mln PLN)	2008	2009	1H 2010	2010
Zysk netto	-70	-126	-45*	-100*
Kredyty netto	9	169	b.d.	b.d.
Aktywa ogółem	315	707	1 034	1 026
Depozyty	115	485	b.d.	b.d.
Kapitały własne	179	208	258	203*
Liczba placówek (szt.)	b.d.	55	58	60
Liczba klientów (tys.)	b.d.	21	50	76

Źródło: Getin Holding, Allianz, Parkiet, DI BRE Banku, * szacunki własne DI BRE

Zakładany neutralny wpływ konsolidacji Allianz Banku na wyniki holdingu za 2011

Przejęcie banku poniżej wartości księgowej oznacza, że przejmujący najprawdopodobniej będzie mógł odpisać przez rachunek wyników badwill, czyli różnicę między wartością księgową a ceną zapłaconą, dodatkowo pomniejszona o potencjalnie zawiązane rezerwy (np. restrukturyzacyjne). Na dzień 30 czerwca 2010 wartość badwill mogła wynieść nawet 118 mln PLN. Z drugiej strony przejęcie i w konsekwencji konsolidacja podmiotu generującego straty, będzie miała negatywny wpływ na wyniki grupy. W naszych prognozach na 2011 zakładamy, że wartość potencjalnego odpisu badwillu zostanie zneutralizowana przez bieżące straty Allianz Banku.

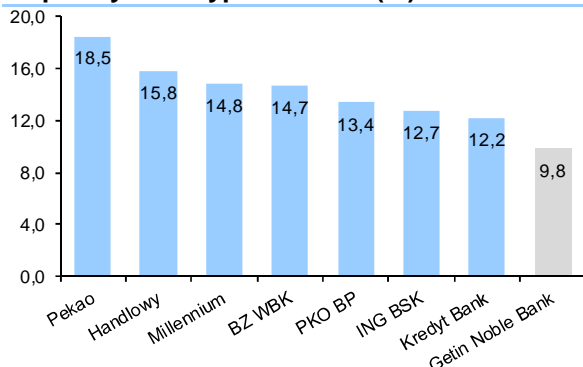
Współczynnik wypłacalności

Getin Noble Bank ma najniższy współczynnik wypłacalności w sektorze

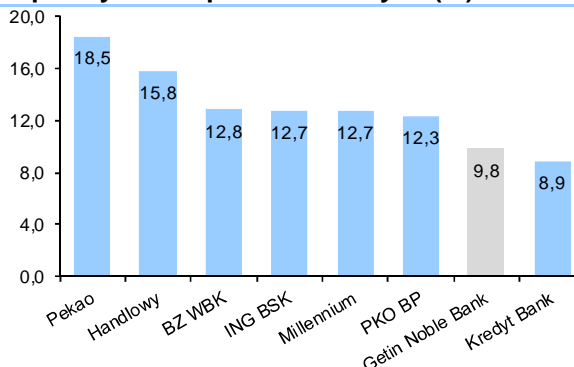
Na koniec 1Q 2011 współczynnik wypłacalności Getin Noble Banku wyniósł 9,8% i był najniższy w sektorze. Średnia ważona wartość wskaźnika dla banków przez nas analizowanych wyniosła 14,8%. Oznacza to, że poziom wskaźnika dla Getin Noble Banku jest 5pp. poniżej średniego poziomu dla największych banków giełdowych.

Chociaż poziom wskaźnika kapitałów własnych jest taki sam jak wskaźnika wypłacalności (9,8%), konfrontacja Getin Noble Banku względem spółek porównywalnych wypada nieco korzystniej. Jego wartość jest druga najniższa wśród naszej grupy spółek, po Kredyt Banku, i jest ok. 4pp. poniżej średniej ważonej (14,0%).

Współczynnik wypłacalności (%)



Współczynnik kapitałów własnych (%)

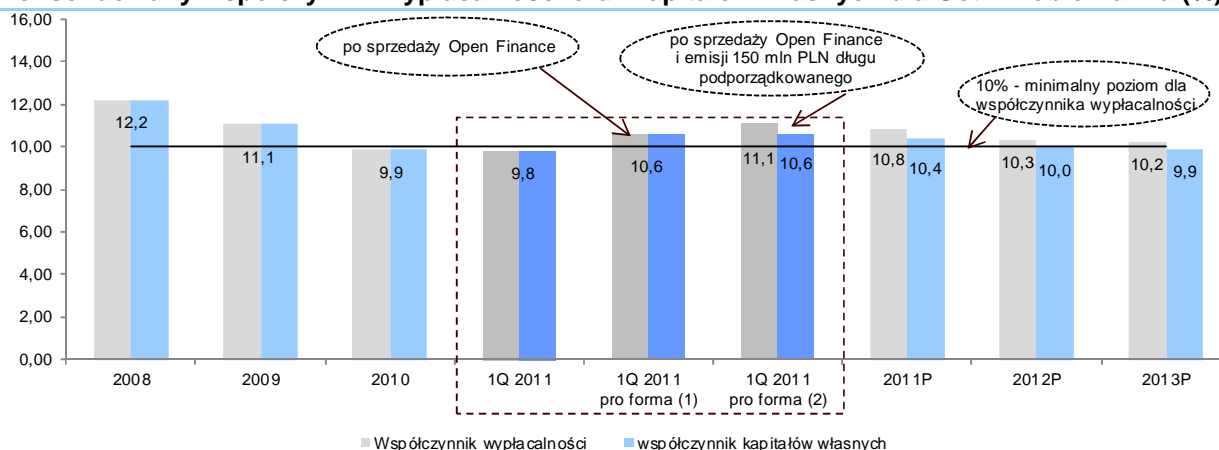


Źródło: Banki, DI BRE Banku

Sprzedaż Open Finance poprawi współczynnik wypłacalności o ok. 80pb.

Getin Noble Bank sprzedał udział w Open Finance w celu poprawy poziomu współczynnika wypłacalności. Pozytywny wpływ transakcji, zarówno na rachunek wyników jak i współczynnik wypłacalności zostanie wykazany dopiero w 2Q 2011. Szacujemy, że transakcja poprawi skonsolidowany współczynnik wypłacalności banku o ok. 80pb., czyli na koniec 1Q 2011 wynosiłby on 10,6% względem zaraportowanego na poziomie 9,8%. Jednostkowy współczynnik wypłacalności poprawi się o ok. 110pb. i na koniec 1Q 2011 wyniósłby 10,5% względem zaraportowanego na poziomie 9,4%.

Skonsolidowany współczynnik wypłacalności oraz kapitałów własnych dla Getin Noble Banku (%)



Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Zakładamy emisję długu podporządkowanego jeszcze w tym roku

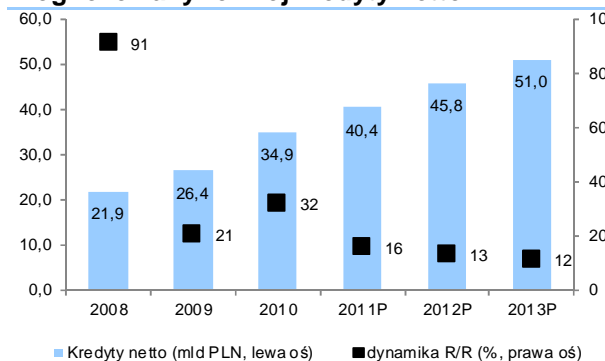
Zakładamy, że minimalny poziom współczynnika wypłacalności dla Getin Noble Banku wynosi 10%. W naszej opinii to założenie jest zbieżne z intencjami nadzorca, KNF. Chociaż transakcja na Open Finance wyniesie współczynnik wypłacalności Getin Noble Banku ponad 10%, uważamy, że poziom 10,6% nie daje komfortu prowadzenia dalszej agresywnej akcji kredytowej. Uważamy, że jeszcze w tym roku bank skorzysta z możliwości emisji długu podporządkowanego. Pod koniec marca 2011 Zarząd banku otworzył sobie drogę do emisji obligacji podpisując umowę o emisji o maksymalnej wartości 500 mln PLN. W naszych prognozach zakładamy, że emisja będzie miała miejsce w 2H 2011 i wyniesie 150 mln PLN.

Taka wartość emisji poprawi współczynnik wypłacalności (ale nie kapitałów własnych) banku o ok. 46pb. Oznacza to, że koniec 1Q 2011 na bazie pro forma (również po uwzględnieniu wpływu transakcji na Open Finance) współczynnik wypłacalności wyniósłby 11,1%.

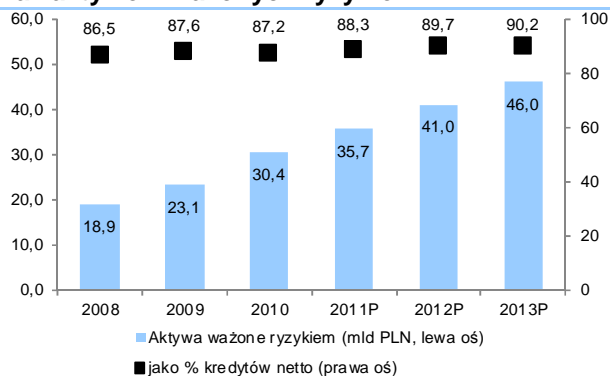
Prognozujemy 14% średnioroczny wzrost kredytów w latach 2011-2013...

W naszych prognozach na lata 2011-2013 zakładamy, że kredyty netto wzrosną do 51,0 mld PLN na koniec 2013 z 36,5 mld PLN na koniec 1Q 2011, czyli o 40% względem 31% oczekiwanych dla sektora. Choć zakładamy, że grupa Getin Holding nadal będzie się rozwijać szybciej niż średnio sektor, jednocześnie prognozujemy, że dynamika wzrostu znacząco spowolni względem osiągnięć historycznych. W naszej opinii oczekiwany średnioroczny przyrost kredytów netto w latach 2011-2013 wyniesie 14% względem 45% w latach 2008-2010.

Prognozowany rozwój kredyty netto...



oraz aktywów ważonych ryzykiem



Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

... co pozwala utrzymać współczynnik wypłacalności nieco powyżej 10%

Powyższe założenia odnośnie wzrostu portfela kredytowego oraz przy uwzględnieniu wzrostu wymogu kapitałowego na ryzyko operacyjne przekładają się na wzrost aktywów ważonych ryzykiem do 51,0 mld PLN na koniec 2013 z 32,4 mld PLN na koniec 1Q 2011, czyli w sumie o 42%. W konsekwencji przy prognozowanej rentowności netto banku, szacujemy, że w latach 2011-2013 współczynnik wypłacalności będzie utrzymywał się w granicach 10,2%-10,8%, a współczynnik kapitałów własnych w granicach 9,9%-10,4%.

Rewizja prognoz na lata 2011 – 2013

Rewidujemy prognozy zysku netto o 8-9% na lata 2012-2013

Po rozczarowujących wynikach za 1Q 2011 obniżamy naszych oczekiwań co do poziomu marży odsetkowej z powodu większej niż oczekiwaliśmy presji na marżę kredytową. W konsekwencji rewidujemy w dół nasze prognozy zysku netto o 17% na 2011 do 543 mln PLN (po skorygowaniu o wpływ transakcji sprzedaży Open Finance), o 9% na 2012 do 775 mln PLN oraz o 8% na 2013 do 911 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że nasze obecne prognozy uwzględniają zysk ze sprzedaży i rewaluacji udziału Open Finance (699 mln PLN zysku brutto i 608 mln PLN zysku netto w 2Q 2011), zmianę sposobu konsolidacji Open Finance (46% metodą praw własności począwszy od 2Q 2011 względem 94% metodą pełną dotychczasowo) oraz podniesienie kapitału związane z zakupem Allianz Banku (emisja 18 mln akcji z prawem poboru po 9,25 PLN).

Prognozy zysków netto na lata 2011 – 2013

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Zysk netto (nowa prognoza)	276	421	1 151	775	911
<i>Zmiana R/R</i>	-46%	52%	173%	-33%	18%
Skorygowany zysk netto (nowa prognoza)	62	355	543	775	911
<i>Zmiana R/R</i>	-88%	471%	53%	43%	18%
Zysk netto (stara prognoza)	276	421	652	850	990
<i>Różnica vs. wynik raportowany</i>	0%	0%	76%	-9%	-8%
<i>Różnica vs. wynik skorygowany</i>			-17%	-9%	-8%
Zysk netto (konsensus rynkowy)	276	421	722	843	1 051
<i>Różnica</i>	0%	0%	59%	-8%	-13%

Źródło: Getin Holding, Bloomberg, DI BRE Banku

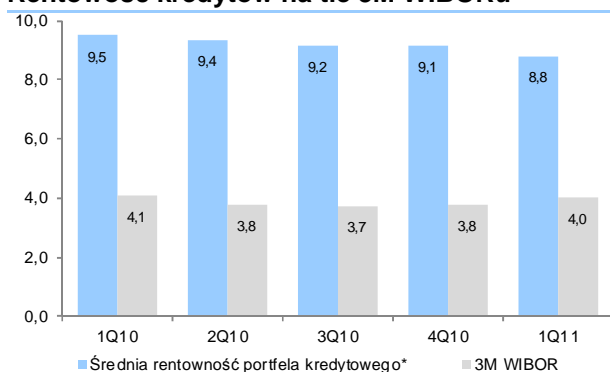
Nasza obecne prognozy zysku netto na 2012 i 2013 są odpowiednio o 8% i 13% poniżej aktualnego konsensusu rynkowego. W naszej opinii wynika to z bardziej konserwatywnych oczekiwań co do rozwoju marży odsetkowej i kosztu ryzyka. Nasze oczekiwania na 2011 są 59% powyżej oczekiwań rynkowych (1,2 mld PLN względem 0,7 mld PLN), ale różnica ta może wynikać z braku uwzględnienia przez część analityków w prognozach jednorazowego zysku ze sprzedaży udziału w Open Finance.

Dalsza presja na marżę kredytową możliwa...

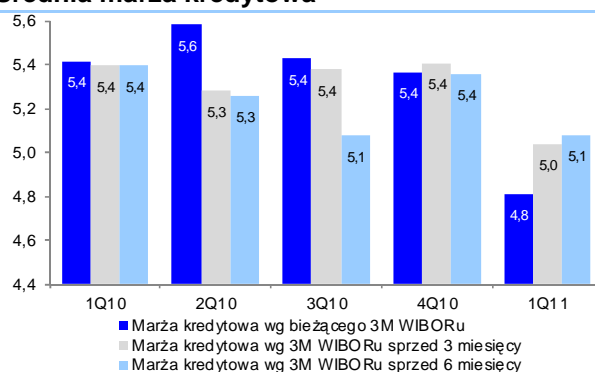
W 1Q 2011 średnia rentowność portfela kredytowego (stosunek przychodów odsetkowych z kredytów do średniego poziomu salda kredytowego) Getin Holdingu spadła o 33pb. Q/Q do 8,8% kontynuując trend utrzymujący się co najmniej od początku 2010. Zwracamy uwagę, że spadek średniej rentowności w okresie 1Q-3Q 2010 był w znacznej części związany ze spadającym średnim poziomem 3M WIBORu. W konsekwencji marża kredytowa (bieżąca, czyli marżowość policzona w odniesieniu do adekwatnego średniego poziomu 3M WIBORu) utrzymywała się na wysokim poziomie 5,4%-5,6%. Sytuacja uległa zmianie począwszy od 4Q 2010 kiedy rozpoczął się wzrost średniego 3M WIBORu. Przy spadającej rentowności kredytów i rosnącym poziomie stopy rynkowej, nastąpiło zawężenie marży kredytowej, w 4Q 2010 nieznacznie (jedynie o 6pb. Q/Q), a w 1Q 2011 znacząco (o 56pb. Q/Q).

W naszej opinii, zawężenie się marży kredytowej w 1Q 2011 można częściowo wytłumaczyć efektem opóźnienia w odzwierciedleniu rosnących stóp procentowych w przychodach odsetkowych z kredytów. W celu zobrazowania tego zjawiska policzyliśmy marżę kredytową nie w oparciu o bieżący (adekwatny dla każdego kwartału) poziomu 3M WIBORu, ale w odniesieniu do 3M WIBORu odpowiednio kwartał i dwa kwartały wcześniej. W 1Q 2011 marża kredytowa policzona względem 3M WIBORu sprzed 3 miesięcy spadła o 37pb. Q/Q, a względem tego sprzed 6 miesięcy o 28pb. Q/Q, czyli mniej niż względem bieżącego poziomu (- 56pb. Q/Q).

Rentowość kredytów na tle 3M WIBORu



Średnia marża kredytowa

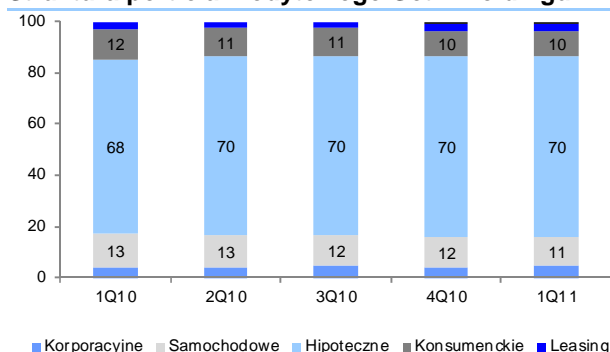


Źródło: Getin Holding, Bloomberg, DI BRE Banku

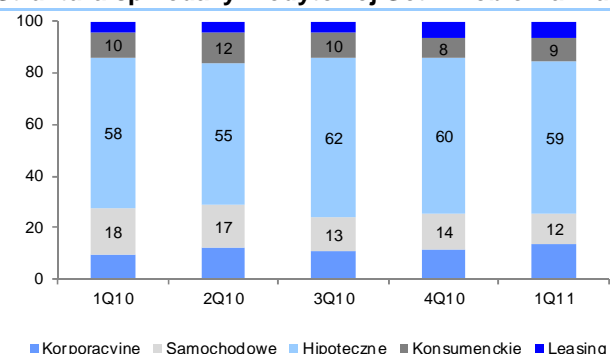
... spowodowana nowymi, niższymi marżowymi kredytami

Naszym zdaniem, spadek marży kredytowej niewyjaśniony przez efekt opóźnienia (w odzwierciedleniu rosnących stóp procentowych w przychodach odsetkowych z kredytów) wynika z nowej sprzedaży kredytowej, której średnia marżowość jest poniżej średniej marżowości portfela kredytowego. 70% portfela kredytowego Getin Holdingu stanowią kredyty hipoteczne, które dominują również w nowej sprzedaży z udziałem 59% w 1Q 2011. Zwracamy uwagę, że są one nie tylko najniższymi marżowym produktem w strukturze, ale również produktem z największą rynkową presją na cenę (marżę). W naszej opinii, Getin Holding nie będzie w stanie znacząco zmniejszyć udziału kredytów hipotecznych w strukturze nowej sprzedaży, a przez to poprawić średnią marżowość nowej sprzedaży bez znacznego ograniczenia sprzedaży kredytów hipotecznych. W konsekwencji w naszych prognozach zakładamy, że marża kredytowa będzie się dalej zawężać, chociaż jedynie w związku z nową niższą marżową sprzedażą. Nie zakładamy kolejnego negatywnego wpływu związanego z efektem opóźnienia.

Struktura portfela kredytowego Getin Holdingu



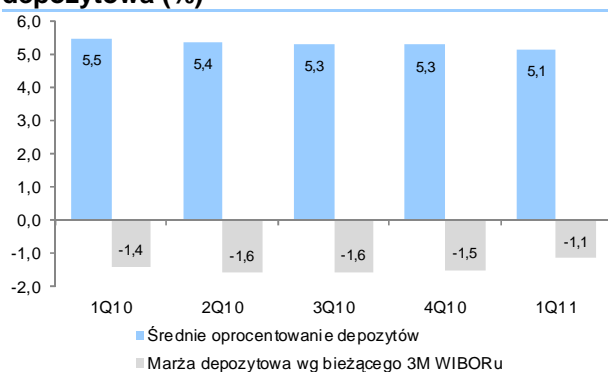
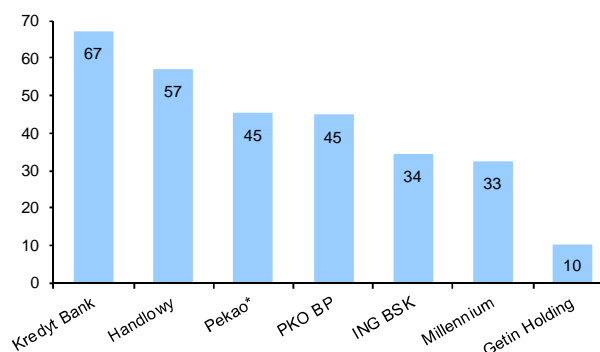
Struktura sprzedaży kredytowej Getin Noble Banku



Źródło: Getin Holding, Getin Noble Bank, DI BRE Banku

Marża depozytowa najprawdopodobniej się jeszcze poprawi...

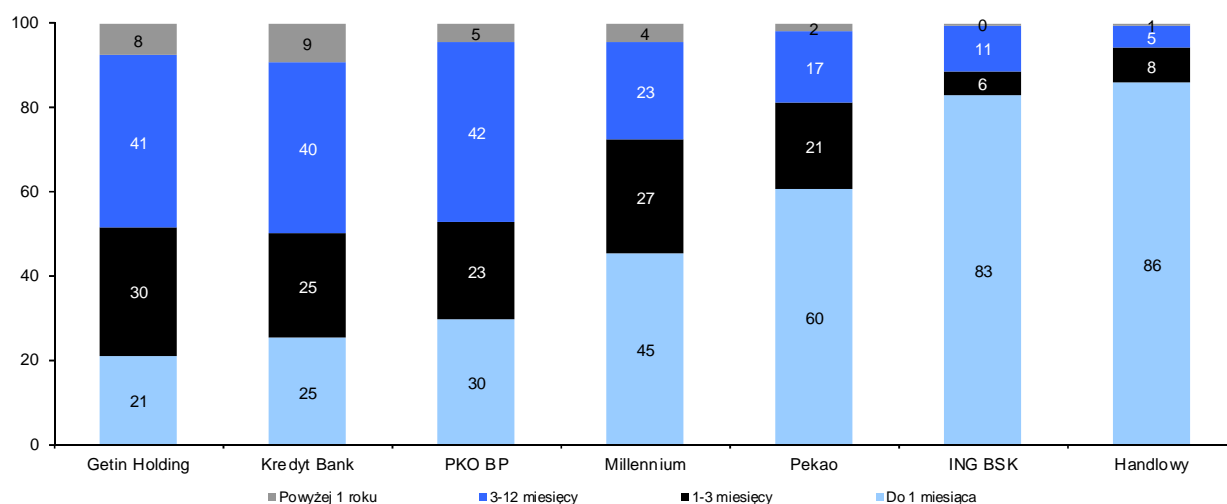
W 1Q 2011 marża depozytowa poprawiła się znacząco, o 37pb. Q/Q do -1,1%. W naszej opinii przyczyną poprawy nie są rachunki bieżące, ponieważ stanowią one nadal bardzo niski udział (tylko 10% bazy depozytowej względem 27% średniej ważonej dla spółek porównywalnych) w strukturze depozytów. Zgodnie z naszymi szacunkami, poprawa nastąpiła dzięki rachunkom terminowym (+44pb. Q/Q).

Oprocentowanie depozytów oraz marża depozytowa (%)

Banki: Udział rachunków bieżących w bazie depozytowej (1Q 2011, %)


Źródło: Getin Holding, Banki, DI BRE Banku, * 4Q 2010

... dzięki depozytom terminowym

W naszej opinii, poprawa marżowości depozytów terminowych wynika z ich struktury terminowej. Wśród banków przez nas analizowanych, Getin Holding ma najmniejszy udział najkrótszych depozytów terminowych, z terminem zapadalności do jednego miesiąca (21%), ale największy udział depozytów terminowych z terminem zapadalności między jeden a trzy miesiące (30%) oraz z terminem zapadalności między trzy a dwanaście miesięcy (41%). Zgodnie z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami, relatywnie długi średni termin zapadalności depozytów terminowych wpływa korzystnie na marżę depozytową w środowisku rosnących stóp procentowych, bank odnawia je z wyższym oprocentowaniem z opóźnieniem względem momentu wzrostu stóp rynkowych. Uważamy, że dalszy wzrost rynkowych stóp procentowych będzie nadal wpływał korzystnie na marżę depozytową, chociaż już w mniejszym stopniu niż to miało miejsce w 1Q 2011.

Struktura terminowa depozytów terminowych (4Q 2010, %)


Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Oczekujemy tylko marginalnej poprawy marży odsetkowej w 2011

W konsekwencji powyższych założeń (dalszej presji na marżę kredytową, ale również poprawy marży depozytowej), oczekujemy tylko marginalnej poprawy marży odsetkowej w 2011, o 2pb. R/R do 3,11%. Oznacza to, że przy prognozowanym 18% wzroście sumy bilansowej, wynik odsetkowy poprawi się o 25% R/R do 1 590 mln PLN. Dalej w 2012, oczekujemy, że presja na marżę kredytową ustanie, a marża depozytowa będzie nadal się poprawiać wraz ze wzrostem rynkowych stóp procentowych. W rezultacie, prognozujemy wzrost marży odsetkowej do 3,34%, czyli o 23pb. R/R. oraz przyrost wyniku odsetkowego o 24% R/R do 1 967 mln PLN.

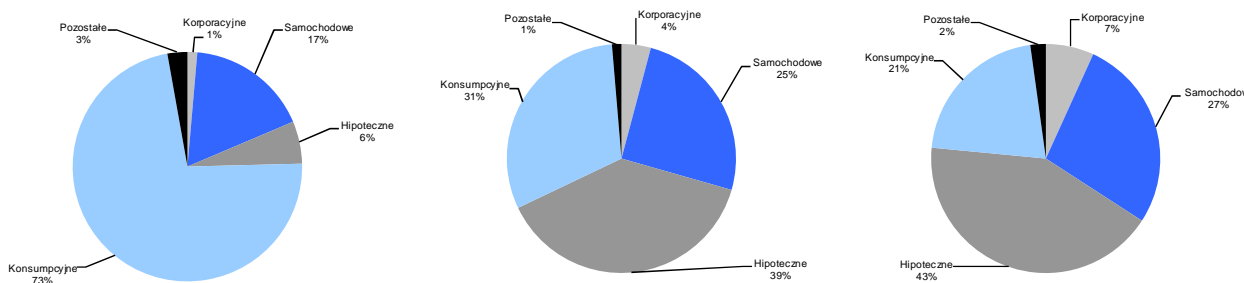
Prognoza wyniku odsetkowego i marży odsetkowej

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Aktywa ogółem	35 559	46 854	55 254	62 394	68 443
<i>Zmiana R/R</i>	15%	32%	18%	13%	10%
Wynik odsetkowy	978	1 273	1 590	1 967	2 177
<i>Zmiana R/R</i>	-4%	30%	25%	24%	11%
Marża odsetkowa (%)	2,94	3,09	3,11	3,34	3,33
<i>Zmiana R/R (pb.)</i>	-113	15	2	23	-2

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Saldo rezerw nadal pod presją odpisów na kredyty hipoteczne...

W 1Q 2011 głównym źródłem odpisów na ryzyko kredytowe pozostały kredyty hipoteczne, które odpowiadały za 43% salda rezerw. Dodatkowo niepokojąco zwiększyły się opisy za kredyty samochodowe wzrastając o 10% Q/Q i odpowiadając za 27% rezerw. Z drugiej strony, zwracamy uwagę na w końcu malejące odpisy na kredyty konsumpcyjne (-20% Q/Q). Stanowią one obecnie 21% rezerw względem 31% w 2010 i 73% w 2009.

Struktura salda rezerw w 2009, ... 2010 oraz w ... 1Q 2011


Źródło: Getin Holding, Getin Noble Bank, DI BRE Banku

...piąty kwartał z rzędu

Zwiększone odpisy na kredyty hipoteczne (czyli z kosztem ryzyka powyżej 100pb.) utrzymują się już od pięciu kwartałów (1Q 2010-1Q 2011). W naszej opinii, sytuacja taka będzie trwała jeszcze przez przynajmniej dwa kwartały, czyli w sumie przez większość 2011. Zwracamy uwagę, że zwiększone odpisy na kredyty konsumpcyjne (czyli z kosztem ryzyka powyżej 15%) utrzymywały się przez okres siedmiu kwartałów (4Q 2008-2Q 2010). Ponadto, portfel kredytów konsumpcyjnych jest znacznie mniejszy niż hipotecznych (obecnie ponad 7x), a jego średni okres trwania (tzw. *duration*) jest znacznie krótszy niż kredytów hipotecznych, co również mogło pomóc w „opanowaniu problemu”.

Oczekujemy jedynie stopniowej poprawy w koszcie ryzyka w latach 2011-2013

Prognozujemy, że w 2011 koszt ryzyka poprawi się znacząco z 344pb. w 2010 do 240pb. w 2011, czyli o 104pb. R/R. W naszej opinii pomogą przede wszystkim spadające odpisy na kredyty konsumpcyjne. Z drugiej strony nie spodziewamy się drastycznej poprawy w odpisach na kredyty hipoteczne. Oznacza to również, że koszt ryzyka może zbliżyć się do granicy 200pb. dopiero w 4Q 2011. Dalej, w 2012 i 2013 oczekujemy jedynie stopniowej poprawy w koszcie ryzyka, odpowiednio do 200pb. (-40pb. R/R) i 175pb. (-25pb. R/R).

Prognoza salda rezerw i kosztu ryzyka

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty netto	26 417	34 876	40 389	45 751	51 025
<i>Zmiana R/R</i>	21%	32%	16%	13%	12%
Saldo rezerw	-829	-1 055	-903	-860	-847
<i>Zmiana R/R</i>	119%	27%	-14%	-5%	-2%
Koszt ryzyka (pb.)	344	344	240	200	175
<i>Zmiana R/R (pb.)</i>	116	1	-104	-40	-25

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Wyniki za 1Q 2011

Zysk netto pod presją spadających Q/Q przychodów

Zysk netto za 1Q 2011 wyniósł 89 mln PLN i spadł o 41% Q/Q oraz 20% R/R. Wynik okazał się o 34% poniżej naszych oczekiwań (135 mln PLN) oraz 21% poniżej oczekiwań rynkowych (113 mln PLN). Powodem rozczarującego wyniku jest silny spadek wyniku prowizyjnego (-19% Q/Q) oraz wyższe niż prognozowane saldo rezerw (+5% Q/Q).

Podsumowanie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q	1Q11P	Różnica
Wynik odsetkowy	288	316	322	347	360	25%	4%	352	2%
Wynik z prowizji	114	115	138	189	152	34%	-19%	190	-20%
Wynik handlowy	27	72	0	33	31	16%	-4%	20	56%
Wynik z tytułu ubezpieczeń (netto)	122	139	148	152	155	27%	2%	160	-3%
Przychody z działalności bankowej	551	642	608	720	699	27%	-3%	722	-3%
Pozostałe przychody netto	-2	9	-37	-13	-50	-	295%	-40	26%
Przychody pozaodsetkowe	261	334	249	361	288	11%	-20%	330	-13%
Przychody ogółem	549	650	571	707	648	18%	-8%	682	-5%
Koszty osobowe	-81	-97	-96	-122	-111	37%	-9%	-120	-7%
Amortyzacja	-15	-16	-16	-18	-18	25%	4%	-19	-2%
Koszty rzeczowe	-107	-120	-115	-130	-140	31%	8%	-140	0%
Koszty ogółem	-203	-233	-227	-270	-270	33%	0%	-279	-3%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	346	417	344	438	379	9%	-14%	403	-6%
Saldo rezerw	-282	-293	-257	-223	-235	-17%	5%	-220	7%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	-1	-1	-3	0	0	+/-	+/-	0	-
Zysk brutto	64	123	84	215	144	126%	-33%	183	-21%
Podatek dochodowy	56	-8	-19	-39	-30	+/-	-23%	-35	-14%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-10	-10	-9	-26	-25	160%	-3%	-13	96%
Zysk netto	110	105	56	150	89	-20%	-41%	135	-34%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	3,13	3,16	3,05	3,10	2,98			2,95	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	47,5	51,4	43,6	51,0	44,4			48,4	
Koszty/przychody (%)	37,0	35,9	39,8	38,1	41,6			40,9	
Koszty ryzyka (pb.)	421	405	329	267	263			252	
Efektywna stopa podatkowa (%)	-88,5	6,7	22,2	18,0	20,7			19,0	
Kredyty netto	27 106	30 843	31 776	34 876	36 510	35%	5%	35 194	4%
Aktywa ogółem	38 119	42 005	42 483	46 854	49 829	31%	6%	48 358	3%
Depozyty	31 104	33 568	34 735	37 459	40 034	29%	7%	38 827	3%
Kapitały własne	3 936	4 065	4 112	4 433	4 472	14%	1%	4 568	-2%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	71,1	73,4	74,8	74,4	73,3			72,8	
Depozyty/aktywa ogółem (%)	81,6	79,9	81,8	79,9	80,3			80,3	
Kredyty/depozyty (%)	87,1	91,9	91,5	93,1	91,2			90,6	
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	10,3	9,7	9,7	9,5	9,0			9,4	
Udział kredytów zagrożonych (%)	8,7	9,2	10,1	10,1	10,4			-	
Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%)	76,4	73,0	70,8	70,3	69,6			-	
Współczynnik wypłacalności dla Getin Noble Banku (%)	11,0	9,5	10,3	9,9	9,8			-	
Współczynnik kapitałów własnych Getin Noble Banku (Tier-1) (%)	11,0	9,5	10,3	9,9	9,8			-	
ROA (%)	1,20	1,05	0,53	1,34	0,73			1,14	
ROE (%)	11,4	10,5	5,5	14,0	8,0			12,0	

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Spadek wyniku netto Q/Q wynika z korekt konsolidacyjnych zaniżonych w 4Q 2010

Zysk netto generowany przez Getin Noble Bank pozostaje niezmiennie głównym źródłem wyniku holdingu (63% zysku netto holdingu przed włączeniami i konsolidacją), pomimo tego, że wyniki netto pozostałych podmiotów grupy rosną bardzo dynamicznie w ujęciu R/R. Zwracamy uwagę, że chociaż zysk netto banku spadł 7% Q/Q do 100 mln PLN, wynik netto holdingu zmniejszył się o 41% Q/Q do 89 mln PLN. Powodem tego są wyłączenia i konsolidacja na poziomie grupy. Po pierwsze, w 4Q 2010 holding zaraportował jednorazowy zysk w wysokości 35 mln PLN z tytułu przeszacowania udziałów w PDK do wartości godziwej, który został wykazany w linii holding i wyłączenia konsolidacyjne. Po drugie, po przerwie w 4Q 2010, ponownie wzrosły odwracalne korekty konsolidacyjne. W naszej opinii jest to związane ze zmianą struktury sprzedaży produktowej w Getin Noble Banku, który ponownie sprzedawał produkty dostarczane przez TU Europę, i odzwierciedlone w wyniku prowizyjnym Getin Holdingu.

Kontrybucja spółek do zysku netto grupy Getin Holding

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q
Getin Noble Bank	106,0	102,1	134,3	107,7	100,0	-6%	-7%
w tym Open Finance	15,0	17,7	22,8	22,8	20,3	35%	-11%
TU Europa	34,0	36,4	38,5	41,5	43,9	29%	6%
MW Trade	NK	NK	1,5	2,4	2,3	-	-3%
Getin International	6,2	11,3	13,8	14,0	10,4	68%	-26%
PDK	NK	NK	NK	6,7	1,1	-	-84%
Razem główne spółki grupy	146,2	149,8	188,1	172,3	157,7	8%	-8%
Korekty konsolidacyjne odwracalne	-27,0	-33,0	-40,5	-30,6	-42,9	59%	40%
Holding i wyłączenia konsolidacyjne	-9,0	-12,0	-91,5	8,3	-26,1	190%	+/-
Razem (Getin Holding)	110,2	104,8	56,1	150,0	88,7	-20%	-41%

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku, NK = niekonsolidowane

Bardzo silny przyrost kredytów i depozytów

Getin Holding utrzymuje bardzo silne tempo wzrostu bilansu, największe wśród banków przez nas analizowanych. Kredyty wzrosły o 5% Q/Q dzięki mocnemu przyrostowi leasingu oraz kredytów korporacyjnych, odpowiednio po 17% i 16% Q/Q. Kredyty hipoteczne, które odpowiadają za 71% portfela kredytowego, przyrosły o 5% Q/Q (dzięki silnej sprzedaży na poziomie 2,1 mln PLN, +8% Q/Q). Z drugiej strony najwolniej przyrastają kredyty konsumpcyjne, +1% Q/Q. W opinii Zarządu banku jest to związane z: 1) mniejszym popytem, 2) wprowadzeniem rekomendacji T oraz 3) ostrożniejszym podejściem do ryzyka kredytowego przez samą spółkę.

Portfel kredytowy Getin Holdingu

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q
Kredyty brutto	29 028	33 067	34 213	37 506	38 319	35%	5%
Hipoteczne	19 737	23 001	23 862	26 418	27 713	40%	5%
Samochodowe	3 809	4 142	4 177	4 347	4 419	16%	2%
Konsumpcyjne	3 495	3 711	3 800	3 832	3 864	11%	1%
Korporacyjne	1 176	1 365	1 513	1 541	1 780	51%	16%
Leasing	812	847	861	1 032	1 208	49%	17%
Pozostałe	0	0	0	336	335	-	0
Rezerwy	-1 923	-2 224	-2 436	-2 631	-2 810	46%	7%
Kredyty netto	27 106	30 843	31 776	34 876	36 510	35%	5%

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Sprzedaż kredytów w Getin Noble Banku

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q
Hipoteczne	1 285	1 378	1 887	1 967	2 132	66%	8%
Samochodowe	391	419	406	469	422	8%	-10%
Konsumpcyjne	214	307	301	259	335	56%	29%
Korporacyjne	217	307	325	379	499	130%	32%
Leasing	94	106	130	216	229	144%	6%
Razem	2 201	2 517	3 049	3 290	3 617	64%	10%

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE Banku

Depozyty wzrosły nawet więcej niż kredyty, o 7% Q/Q, dzięki przyrostowi oszczędności jednostek budżetowych (+29% Q/Q). Depozyty detaliczne, które odpowiadają za 85% salda depozytów powiększyły się o 6% Q/Q dzięki 9% przyrostowi oszczędności terminowych.

Depozyty

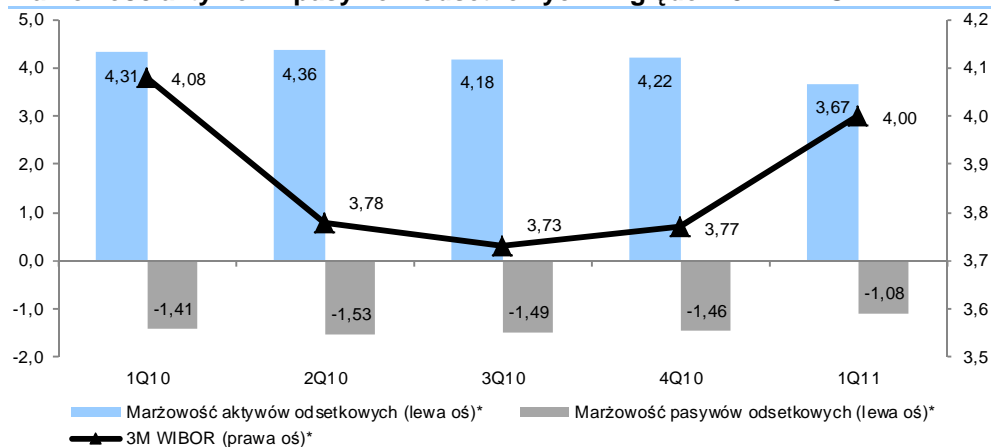
(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q
Depozyty	31 104	33 568	34 735	37 459	40 034	29%	7%
Detaliczne	27 509	28 680	29 489	31 903	33 928	23%	6%
Korporacyjne	2 632	3 671	3 927	4 061	4 181	59%	3%
Jednostek budżetowych	963	1 217	1 319	1 496	1 925	100%	29%
Bieżące	4 650	4 457	4 271	4 119	4 190	-10%	2%
Terminowe	26 454	29 110	30 459	33 339	35 841	35%	8%
do 1 miesiąca	4 255	5 391	5 013	7 054	7 942	87%	13%
od 1 do 3 miesięcy	7 572	5 647	7 478	10 132	12 346	63%	22%
od 3 do 12 miesięcy	11 356	15 199	15 540	13 553	13 305	17%	-2%
od 1 do 5 lat	3 271	2 873	2 428	2 599	2 248	-31%	-14%
powyżej 5 lat	0	1	4	1	2	-	-
Pozostałe	0	0	2	0	0	-	-

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Marża odsetkowa pod presją marży kredytowej

Chociaż wynik odsetkowy przyszedł znacząco Q/Q, o 4% do 360 mln PLN, marża odsetkowa zawężyła się o 12pb. Q/Q do 2,98%. Powodem spadku marży był większy ubytek na marżowości aktywów odsetkowych (-52pb. Q/Q do 3,7%) niż poprawa marżowości pasywów odsetkowych (+38pb. Q/Q do -1,1%). W naszej opinii, spadek marżowości aktywów wynika z kombinacji dwóch czynników: 1) silnej sprzedaży kredytów hipotecznych, które generują niższą marżę niż średnia marża na portfelu kredytowym oraz 2) opóźnienia w odzwierciedleniu wzrostu rynkowych stóp procentowych w przychody odsetkowe. Poprawa marżowości pasywów odsetkowych wynika z tego, że w środowisku rosnących stóp procentowych bank nie podwyższył oprocentowania depozytów, co w konsekwencji oznacza wyższą marżowość dla banku.

Marżowość aktywów i pasywów odsetkowych względem 3M WIBOR



Źródło: Getin Holding, Bloomberg, DI BRE Banku, * względem 3M WIBOR

Rozczarowujący wynik prowizyjny

Wynik prowizyjny był rozczarowujący, spadając o 19% Q/Q (lub o 38 mln PLN) do 152 mln PLN. W naszej opinii nie jest to spadek czysto sezonowy, lecz również zmiana w strukturze produktowej sprzedawanych przez spółki grupy. Ponieważ wyłączenia konsolidacyjne w wyniku prowizyjnym wzrosły o 27 mln PLN Q/Q, uważamy, że Getin Noble Banku znowu (po przerwie w 4Q 2010) w znacznej mierze sprzedawał produkty dostarczane przez TU Europę. Wynik prowizyjny segmentu usług bankowych spadł jedynie o 5 mln PLN Q/Q.

Wynik prowizyjny

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q
Wynik prowizyjny	114	115	138	189	152	34%	-20%
Usługi bankowe	178	196	192	200	195	9%	-3%
Zarządzanie aktywami i funduszami	7	6	6	12	9	33%	-25%
Pośrednictwo finansowe	46	55	74	79	80	74%	1%
Usługi leasingowe	5	5	6	7	7	44%	-8%
Ubezpieczenia i bancassurance	3	5	1	12	9	201%	-27%
Holding i wyłączenia konsolidacyjne	-124	-155	-141	-119	-146	18%	23%

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Wynik na działalności ubezpieczeniowej zgodny z oczekiwaniami

Wynik z działalności ubezpieczeniowej netto wzrósł o 2% Q/Q do 155 mln PLN. Pomimo płaskiego Q/Q przypisu składki, wzrost wyniku był możliwy dzięki rozwiązaniu o 3 mln PLN więcej rezerw ubezpieczeniowych niż kwartał wcześniej.

Wynik na działalności ubezpieczeniowej

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q
Wynik na działalności ubezpieczeniowej	122	139	148	152	155	27%	2%
Składki ubezpieczeniowe	126	144	148	152	152	21%	0%
Odszkodowania i świadczenia wypłacone	-6	-8	-3	-12	-6	-1%	-52%
Zmiana stanu rezerw ubezpieczeniowych	2	3	2	11	9	296%	-22%
Wskaźnik szkodowości (%)	4,44	5,54	1,90	7,57	3,65		
Zmiana stanu rezerw jako % składki	-1,72	-1,75	-1,50	-7,19	-5,66		

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Koszty niezmiennie pod ścisłą kontrolą

Koszty operacyjne były utrzymane pod kontrolą, płasko Q/Q na poziomie 270 mln PLN. Z powodu 8% spadku Q/Q przychodów ogółem oraz płaskich Q/Q kosztów ogółem, wskaźnik koszty/dochodów wzrósł o 350pb. do 41,6%.

Koszty operacyjne

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q
Koszty operacyjne (mln PLN)	-203	-233	-227	-270	-270	33%	0%
Osobowe (mln PLN)	-81	-97	-96	-122	-111	37%	-9%
liczba pracowników (tys.)	5,7	6,3	6,9	7,9	8,5	49%	7%
średnie miesięczne wynagrodzenie (tys PLN)	4,8	5,4	4,8	5,5	4,5	-6%	-18%
Amortyzacja (mln PLN)	-15	-16	-16	-18	-18	25%	4%
% rzeczowych aktywów trwałych	33,9	34,7	33,0	32,4	32,4		
Administracyjne (mln PLN)	-107	-120	-115	-130	-140	31%	8%
wynajem i dzierżawa	-29	-30	-28	-30	-32	13%	8%
marketing	-21	-26	-29	-32	-31	44%	-4%
usługi telekomunikacyjne	-13	-13	-15	-14	-15	20%	12%
zużycie materiałów i energii	-7	-8	-10	-10	-12	59%	15%
BFG i KNF	-4	-5	-5	-3	-10	127%	263%
usługi IT	-5	-5	-7	-6	-7	45%	21%
pozostałe	-28	-33	-21	-35	-33	20%	-6%

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Saldo rezerw pod presją odpisów na kredyty hipoteczne

Saldo rezerw okazało się wyższe niż nasza prognoza, wzrastając o 5% Q/Q do 235 mln PLN. Oznacza to, że koszt ryzyka ukształtował się na poziomie 263pb, czyli spadł o 4pb. Q/Q. Powodem wyższych rezerw były przede wszystkim kredyty hipoteczne, rezerwy wzrosły o ok. 10 mln PLN Q/Q przekładając się na koszt ryzyka w wysokości 150pb. (+5pb. Q/Q). Wzrosły również rezerwy na portfel korporacyjny i kredyty samochodowe (odpowiednio po ok. 4 mln PLN i 6 mln PLN Q/Q), ale zostało to zrekompensowane przez spadek rezerw na kredyty konsumencie (o ok. 13 mln PLN Q/Q).

Saldo rezerw i koszt ryzyka

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q
Saldo rezerw (mln PLN)	282	293	257	223	235	-17%	5%
Hipoteki	107	85	125	89	99	-7%	11%
Konsumenckie	107	94	65	63	50	-53%	-20%
Samochodowe	62	85	60	58	64	4%	10%
Korporacyjne	1	24	9	12	16	1 174%	35%
Pozostałe	5	5	-1	1	5	11%	673%
Koszt ryzyka (pb.)	421	405	329	267	263		
Hipoteki	224	161	218	145	150		
Konsumenckie	1 805	1 575	1 043	1 007	806		
Samochodowe	720	948	648	622	674		
Korporacyjne	27	492	159	204	243		

Źródło: Getin Holding, Getin Noble Bank, DI BRE Banku

Dalsze pogorszenie jakości kredytów mieszkaniowych

Udział kredytów z utratą wartości wzrósł o 28pb. Q/Q do 10,3% z powodu pogorszenia w kredytach samochodowych (+107pb. Q/Q do 17,3%) oraz hipotecznych (+46pb. Q/Q do 5,1%). Z drugiej strony poprawił się wskaźnik dla kredytów korporacyjnych (-203pb. Q/Q do 10,5%) z powodu silnej nowej sprzedaży. Wskaźnik pokrycia (kredytów z utratą wartości przez rezerwy) spadł o 67pb. Q/Q do 69,6% z powodu większej wagi kredytów hipotecznych, które mają niższy niż średnia poziom wskaźnika pokrycia.

Wskaźniki jakości portfela kredytowego

(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
Udział kredytów z utratą wartości	8,7	9,2	10,1	10,0	10,3
Hipoteki	2,8	3,5	4,4	4,7	5,1
Konsumpcyjne	39,0	40,0	41,0	41,9	42,9
Samochodowe	11,7	13,7	15,6	16,3	17,3
Korporacyjne	14,1	14,7	12,2	12,5	10,5
Wskaźnik pokrycie	76,4	73,0	70,8	70,3	69,6
Hipoteki	49,8	48,4	46,8	47,1	47,0
Konsumpcyjne	86,2	84,6	83,5	83,9	83,5
Samochodowe	78,6	76,4	75,6	77,1	78,5
Korporacyjne	77,2	74,4	83,7	80,3	82,9

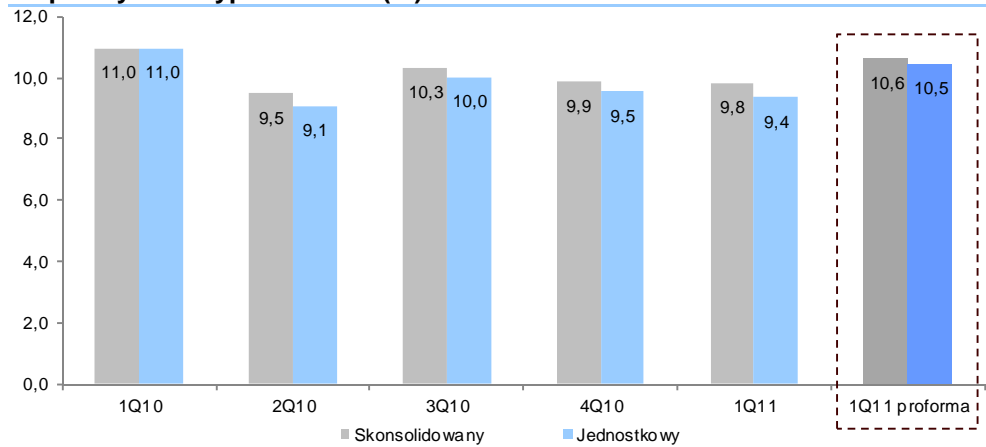
Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Współczynnik wypłacalności poprawi się do ponad 10% po uwzględnieniu transakcji na Open Finance

Skonsolidowany współczynnik wypłacalności Getin Noble Banku na poziomie pogorszył się o 4pb. Q/Q do 9,8% z powodu silnej akcji kredytowej. W tym samym czasie jednostkowy współczynnik wypłacalności (który jest ważniejszy z punktu widzenia regulacyjnego) spadł o 18pb. Q/Q i wyniósł 9,4%. Zwracamy uwagę, że różnica w dynamice spadku obu współczynników wynika z transakcji sprzedaży i rewaluacji udziału w Open Finance. Zysk z transakcji (który zostanie wykazany w rachunku wyników za 2Q 2011) został już częściowo zaliczony w poczet kapitału regulacyjnego na poziomie skonsolidowanym, ale nie został uwzględniony w kapitale regulacyjnym na poziomie jednostkowym. Zarząd banku szacuje, że transakcja sprzedaży i rewaluacji udziału w Open Finance przełoży się na poprawę jednostkowego współczynnika wypłacalności o ok. 110pb. (czyli wyniósłby ok. 10,5% pro forma na koniec 1Q 2011). Oszacowaliśmy, że skonsolidowany współczynnik wypłacalności poprawi się o ok. 80pb. (czyli wyniósłby 10,6% na koniec 1Q 2011).



Współczynnik wypłacalności (%)



Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

**Rachunek zysków i strat**

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 018	978	1 273	1 590	1 967	2 177
Wynik z prowizji	242	381	556	605	652	698
Wynik handlowy	298	212	131	150	185	191
Wynik na działalności ubezpieczeniowej netto	472	450	560	607	641	670
Wynik na działalności bankowej	2 030	2 020	2 521	2 951	3 445	3 735
Pozostały przychody operacyjne netto	-164	-33	-43	562	-155	-165
Przychody pozaodsetkowe	848	1 010	1 205	1 923	1 323	1 393
Przychody ogółem	1 866	1 987	2 478	3 512	3 290	3 570
Koszty osobowe	-346	-302	-396	-442	-514	-561
Amortyzacja	-48	-63	-65	-74	-79	-84
Pozostałe koszty administracyjne	-393	-435	-472	-562	-629	-680
Koszty operacyjne	-787	-800	-933	-1 078	-1 222	-1 324
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1 080	1 188	1 545	2 435	2 069	2 245
Saldo rezerw	-379	-829	-1 055	-903	-860	-847
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	0	-1	-5	-15	-60	-63
Zysk brutto	701	358	485	1 516	1 148	1 336
Podatek dochodowy	-140	-21	-9	-236	-230	-267
Zyski udziałowców mniejszościowych	-52	-60	-55	-130	-143	-157
Zysk netto	509	276	421	1 151	775	911
Skorygowany zysk netto	509	62	355	543	775	911
Zyski zatrzymane	509	276	421	1 151	775	592

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	81	-4	30	25	24	11
Przychody pozaodsetkowe	-9	19	19	60	-31	5
Przychody ogółem	25	6	25	42	-6	8
Koszty operacyjne	34	2	17	15	13	8
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	20	10	30	58	-15	9
Zysk netto	-19	-46	52	173	-33	18

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,07	2,94	3,09	3,11	3,34	3,33
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	4,38	3,14	3,29	3,30	3,54	3,51
Spread odsetkowy	3,28	2,29	2,73	2,68	2,91	2,86
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	45,5	50,8	48,6	54,7	40,2	39,0
Koszty / Przychody	42,2	40,2	37,7	30,7	37,1	37,1
Koszty / Aktywa	3,14	2,40	2,26	2,11	2,08	2,02
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	2,28	3,44	3,44	2,40	2,00	1,75
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,0	6,0	1,9	15,5	20,0	20,0
ROE	15,2	7,4	10,2	22,7	12,7	13,1
ROA	2,03	0,83	1,02	2,25	1,32	1,39

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	632	935	2 025	1 769	1 759	1 926
Należności od sektora finansowego	3 199	1 762	3 667	6 035	7 514	7 796
Kredyty i pożyczki	21 876	26 417	34 876	40 389	45 751	51 025
Dłużne papiery wartościowe	3 435	4 106	3 672	3 856	4 049	4 251
Akcje, udziały i inne inwestycje	12	18	0	477	501	526
Aktywa trwałe	201	172	229	247	260	273
Wartości niematerialne i prawne	206	216	162	81	85	89
Inne aktywa	1 464	1 934	2 223	2 400	2 476	2 557
Aktywa ogółem	31 025	35 559	46 854	55 254	62 394	68 443
Zobowiązania wobec sektora finansowego	1 452	822	885	956	1 004	1 054
Depozyty	20 052	28 241	37 459	44 222	50 245	55 017
Wyemitowane papiery wartościowe	2 764	1 221	711	783	861	947
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	150	150	150
Inne zobowiązania	3 162	1 446	3 366	3 444	3 659	3 888
Zobowiązania ogółem	27 430	31 731	42 422	49 555	55 919	61 057
Kapitały własne	3 594	3 829	4 433	5 700	6 475	7 386
Pasywa ogółem	31 025	35 559	46 854	55 254	62 394	68 443

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	91	21	32	16	13	12
Aktywa ogółem	63	15	32	18	13	10
Depozyty	93	41	33	18	14	9
Kapitały własne	16	7	16	29	14	14

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	4,5	7,7	10,0	11,4	11,9	12,0
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	88,4	76,5	70,3	70,5	73,5	77,6
Kredyty / Aktywa	70,5	74,3	74,4	73,1	73,3	74,6
Depozyty / Aktywa	64,6	79,4	79,9	80,0	80,5	80,4
Kredyty / Depozyty	109,1	93,5	93,1	91,3	91,1	92,7
Kapitały własne / Aktywa	11,6	10,8	9,5	10,3	10,4	10,8
Współczynnik wypłacalności	12,2	11,1	9,9	10,8	10,3	10,2
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,2	11,1	9,9	10,4	10,0	9,9

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku



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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)
EBIT - Zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE - wartość księgowa
WNDB - wynik na działalności bankowej
P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku otrzymuje wynagrodzenie od podmiotu zależnego od Getin Holding.

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	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2010-09-15	2011-01-17	2011-03-03	2011-05-06
kurs z dnia rekomendacji	10,11	11,75	13,00	14,13
WIG w dniu rekomendacji	44147,39	47258,66	47326,35	49266,97