

Getin Holding

neutralnie

sektor bankowy

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 9.9

Cena docelowa: 10.0

Rozliczenie podatkowe uratowało wynik

W IV kwartale Getin Holding zarobił 46.4 mln PLN, co było rezultatem lepszym niż prognozy, zakładające wypracowanie zysku netto w wysokości 32 mln PLN. Lepszy wynik to jednak skutek głównie dodatniej stopy podatkowej. Bez uwzględnienia tego czynnika zysk netto byłby słabszy niż i tak dosyć niskie prognozy.

Wzrost wyniku odsetkowego

W IV kwartale wynik odsetkowy Getin Holding wzrósł r/r o 1.6% i ukształtował się na poziomie prognoz. Marża odsetkowa nieznacznie wzrosła w stosunku do III kwartału i wyniosła 3.3% (-0.8pp r/r).

Wzrost wyniku z tytułu prowizji

Wynik z tytułu prowizji ukształtował się na poziomie wyższym o 163% w stosunku do IV kwartału ub.r. Rezultat był wyższy niż prognozy i był lepszy niż w III kwartale.

Spadek kosztów działalności

Wydatki Getin Holding spadły w ciągu roku o 2.2%, co było rezultatem nieco lepszym niż prognozy. Współczynnik koszty/dochody Grupy był niższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku o 2pp i wyniósł 43.4%.

Silny wzrost odpisów na rezerwy

Rezerwy zawiązane w IV kwartale były znacznie wyższe niż w poprzednim okresie (o 73 mln PLN) oraz wyższe niż prognozy i ukształtowały się na poziomie 3.9% wartości portfela, podczas gry średnia dla wcześniejszych kwartałów wyniosła 3.3%. Wysokie rezerwy są skutkiem ekspozycji banku na wysoko szkodowy segment pożyczek konsumpcyjnych.

Kolejny wzrost wolumenów

Wartość wolumenów kredytów w Getin Holding była o 5.2% wyższa niż w III kwartale (statystyka roczna - wzrost o 20.6%). Wzrost depozytów w banku wyniósł 2.7% w IV kwartale (+40.8% r/r). Obecnie spółka jest najszybciej rosnącym bankiem sektora, sądzimy że w bieżącym roku sytuacja ta nie zmieni się, na co pozwolą spółce bezpieczne współczynniki: wypłacalności (11.8%) i kredyty/depozyty (93.4%).



Max/min 52 tygodnie (PLN)	9.78/3.15
Liczba akcji (mln)	713.4
Kapitalizacja (mln PLN)	7 099
Kapitał własny (mln PLN)	3 830
Free float (mln PLN)	3 772
Średni obrót (mln PLN)	11.2
Główny akcjonariusz	L. Czarniecki
% akcji, % głosów	55.61/55.61
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	-2.2 12.5 211.4
Zmiana rel. WIG20 (%)	4.1 17.6 149.6

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Suma przychodów netto	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2007	561	257	1 336	903	626	0.9	0.0	4.4	11.3	2.3	39.4	4.0	24.3
2008	808	242	2 030	1 080	509	0.7	0.0	5.0	14.0	2.0	42.1	2.0	15.2
2009	978	443	2 094	1 199	276	0.4	0.0	5.4	25.7	1.9	41.8	0.8	7.4
2010p	1 059	477	2 182	1 157	424	0.6	0.0	6.0	16.8	1.7	46.1	1.1	10.5
2011p	1 160	532	2 327	1 211	577	0.8	0.0	6.8	12.3	1.5	47.2	1.3	12.7

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Skonsolidowane wyniki GH

	IV kwartał 2008	IV kwartał 2009	%	I-IV kwartał 2008	I-IV kwartał 2009	%
Kredyty	21 876	26 382	20.6%			
Depozyty	20 052	28 241	40.8%			
Wynik odsetkowy	270	274	1.6%	1 018	978	-3.9%
Wynik z tytułu prowizji	46	120	162.9%	242	443	83.2%
Dochody	486	497	2.2%	1 866	1 881	0.8%
Koszty	-220	-216	-2.2%	-787	-861	9.5%
Wynik operacyjny	265	281	5.9%	1 080	1 020	-5.6%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów	-162	-250	54.5%	-379	-842	122.0%
Zysk netto	66	46	-29.7%	509	276	-45.7%

Ocena wyników

Pod względem wyniku operacyjnego, rezultaty Getin Holding były lepsze niż prognozy. Niestety, na wyniki banku w znaczącym stopniu wpłynęło zawiązanie dodatkowych rezerw co sprawiło, że bez uwzględnienia dodatniej stopy podatkowej, zysk netto byłby niższy niż i tak niskie prognozy.

Getin Noble vs. Getin Holding

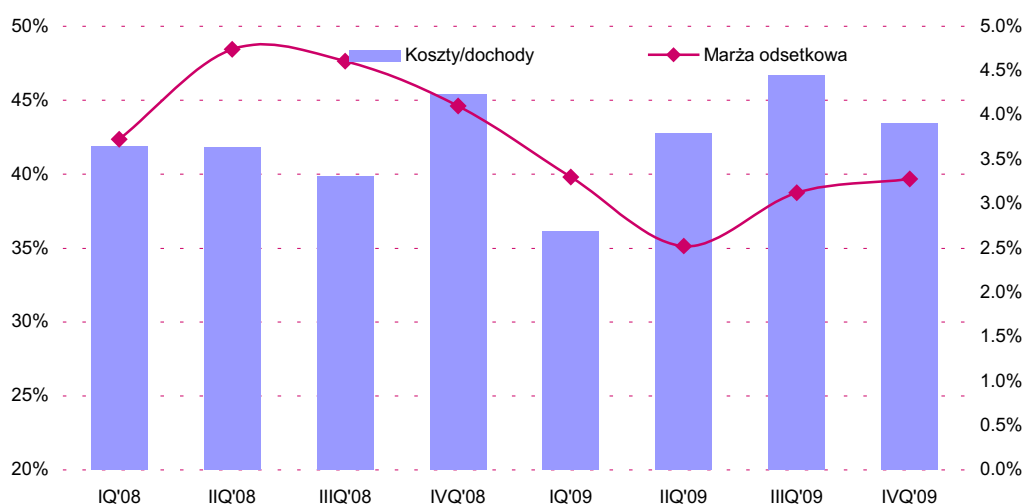
Obecnie kapitalizacja Getin Holding wynosi 7.1 mld PLN, podczas gdy wartość przypadających na spółkę udziałów w TU Europa i Getin Noble wynosi prawie 5.6 mld PLN (4.6 mld PLN i 0.9 mld PLN). Różnica - ponad 1.2 mld PLN nie może być wyjaśniona wartością pozostałych aktywów (pozostała działalność w Polsce ma niewielkie znaczenie, a działalność zagraniczna da naszym zdaniem w 2010 roku w optymistycznym wariacie wynik nie większy niż 30-35 mln PLN). Tym samym, dla uzyskania ekspozycji na wyniki Getin Banku akcje Getin Holdingu są gorszą alternatywą od niższej wycenianego Getin Noble Bank. Różnica w naszym modelu wynosi ponad 20% na korzyść GNB.

Rekomendacja neutralnie

Wyniki Getin Holding w IV kwartale były słabe na tle konkurentów. Sprawdziły się nasze oczekiwania co do spadku wyników spółki w II półroczu. Aktywność na rynku depozytów przy niskiej marży na starym portfelu kredytowym i brak nowych dochodów z tytułu wymiany były trudne do zrekompensowania wzrastającą rentownością nowego portfela czy wprowadzonymi wysokimi opłatami przy udzielaniu pożyczek.

Obecnie walory Getin Holding są notowane z niewielką premią w stosunku do średniej rynkowej. P/E na lata 2010/11 kształtuje się na poziomie 16.8 i 12.3 przy medianie 14.2 i 12.1. Naszym zdaniem bank powinien być notowany raczej z dyskontem, co jest uzasadnione wyższym ryzykiem inwestycyjnym oraz słabymi wynikami za 2009 rok.

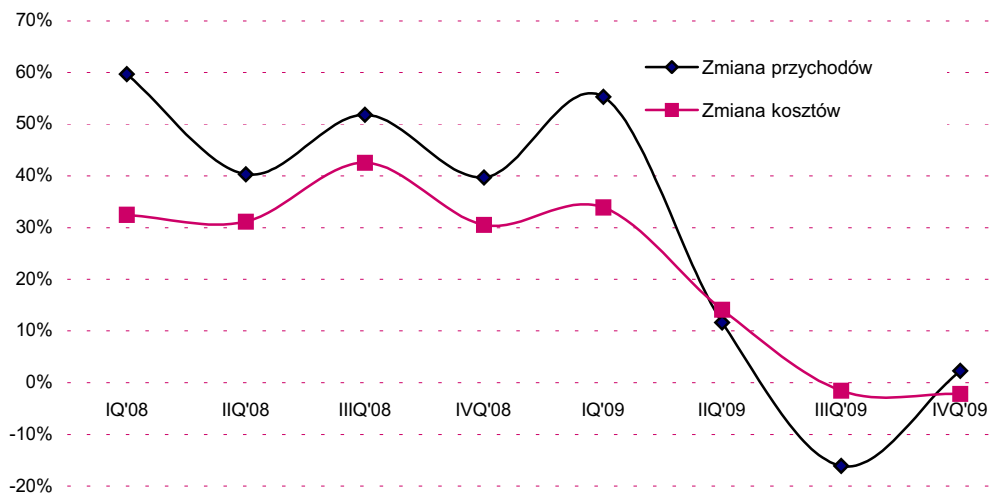
Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w GH



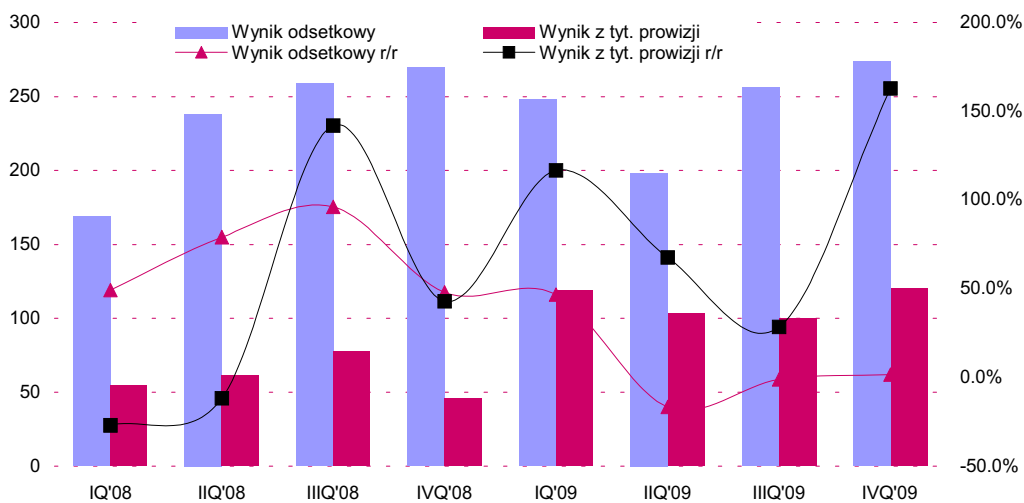
Źródło: Millennium DM

Zmiana wartości przychodów i kosztów w GH r/r

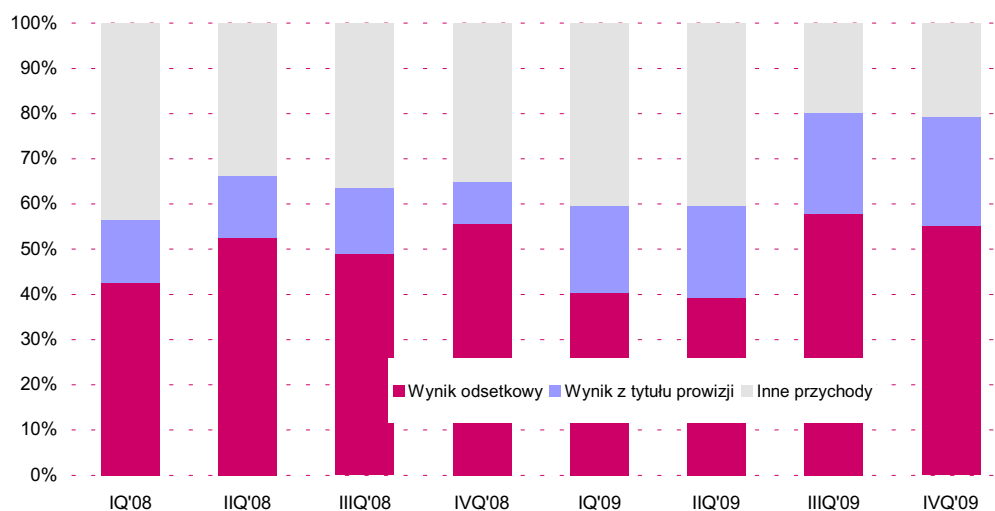
Z uwzględnieniem pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych



Dynamika wyniku z tytułu odsetek i prowizji w GH



Struktura dochodów w GH

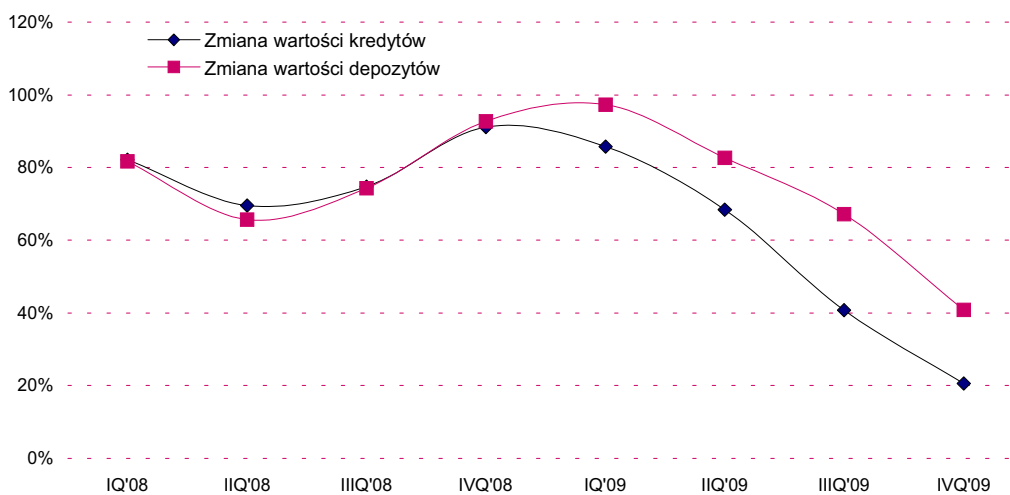


Źródło: Millennium DM

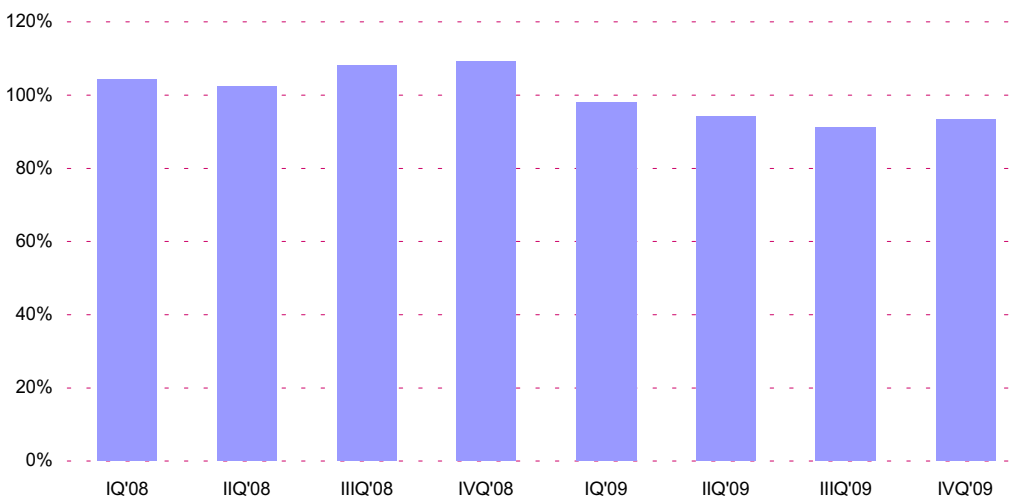
Wynik operacyjny w GH



Dynamika akcji kredytowej i depozytowej w GH

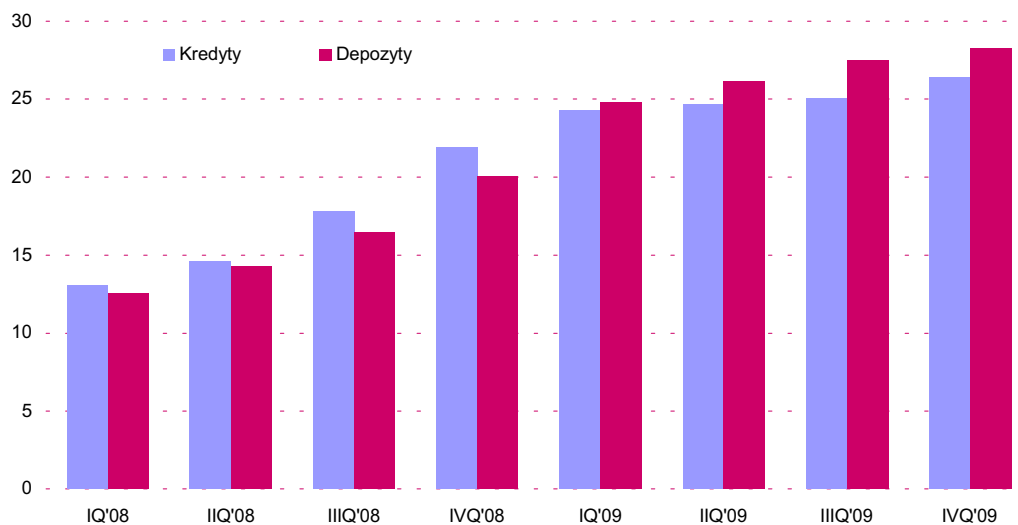


Współczynnik kredyty/depozyty w GH

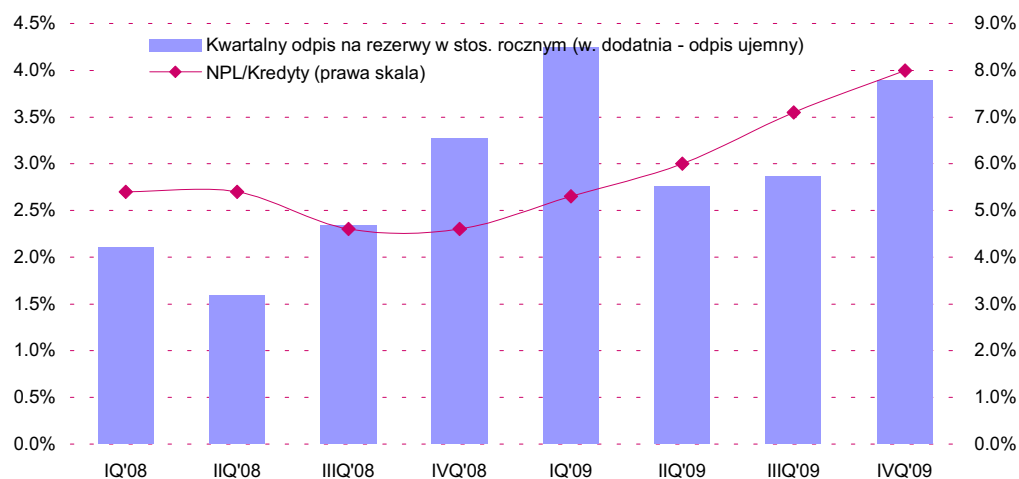


Źródło: Millennium DM

Wartość kredytów i depozytów w GH



Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w GH



Źródło: Millennium DM

Wycena

Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę Getin Holding. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metody ROE-P/BV oraz metody porównawczej. Otrzymana średnia wycena spółki wynosi 7.1 mld PLN, czyli 10.0 PLN na jedną akcję.

Podsumowanie wyceny akcji GH

Metoda wyceny	Wycena (PLN)
Metoda ROE - P/BV	9.8
Metoda porównawcza - duże banki polskie	10.2
Średnia wycena na 1 akcję	10.0

Źródło: Millennium DM

Metoda ROE-P/BV

Wartość akcji Getin Holding szacujemy, sumując zdyskontowaną wartość dywidend przypadających na jedną akcję w okresie 2009-2012 oraz obliczoną przez nas wartość rezydualną wynikającą z określenia właściwego poziomu wskaźnika P/BV w zależności od przewidywanej przez nas stopy zwrotu z kapitałów własnych oraz kosztu kapitału wymaganego przez inwestorów.

Do wyceny przyjmujemy następujące założenia:

- stopa dywidendy - 0 % zysku netto do 2012 roku.

Kalkulacja zdyskontowanej wartości dywidend w GH

	2010p	2011p	2012p
Stopa procentowa zerokuponowa wolna od ryzyka x-letnia	5.2%	5.3%	5.9%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%
Stopa dyskontowa	10.2%	10.3%	10.9%
Dywidenda za dany rok (mln PLN)	0.0	0.0	0.0
Dywidenda za dany rok (PLN na 1 akcję)	0.0	0.0	0.0
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
Suma dywidend (PLN na 1 akcję)			0.0
Zdyskontowana wartość dywidendy (mln PLN)	0.0	0.0	0.0
Suma zdyskontowanych dywidend (mln PLN)	0.0	0.0	0.0
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN na 1 akcję)			0.0

Źródło: Millennium DM

- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2012 roku - 5.0%. Założona przez nas długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5.0% po roku 2012 jest naszym zdaniem dość konserwatywna. Wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej oczekujemy spadku rynkowych stóp procentowych do poziomu, jaki obserwujemy w krajach UM,
- premia za ryzyko po 2012 roku w wysokości 5.0%. W związku ze spadkiem ryzyka recesji oraz problemów płynnościowych banków w 2009 zdecydowaliśmy się na obniżenie wymaganej stopy zwrotu do 5.0% (beta = 1.0), wyższej niż dla największych banków z uwagi na możliwy brak wsparcia ze strony głównego akcjonariusza w przypadku gwałtownego pogorszenia się sytuacji płynnościowej
- długookresowa stopa wzrostu zysków (g) - 5%. Wskaźnik zwrotu z kapitałów po 2012 roku sprawia, że prognozę wzrostu zysków po 2012 roku w wysokości 5% można uznać za realną.

Poniższa tabela przedstawia wycenę Getin Holding metodą ROE-P/BV

Wycena GH - metoda ROE-P/BV

	2012p
Wartość księgową na koniec 2012 (mln PLN)	5 523
Prognozowana stopa wzrostu dywidendy po 2012 roku	5.0%
Prognozowane ROE w 2012 roku	13.4%
Prognozowana długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2012 roku	5.0%
Premia za ryzyko	5.0%
Koszt kapitału	10.0%
Prognozowane P/BV (wynikające z działalności bankowej)	1.68
Wartość banku w 2012 roku (mln PLN)	9 303
Stopa dyskontowa za okres 2009-2012	10.9%
Zdyskontowana wartość banku w 2009 roku (mln PLN)	6 963
Zdyskontowana wartość dywidend w okresie 2009-2012 (mln PLN)	0
Wartość banku (mln PLN)	6 963
Liczba akcji (mln)	713
Wycena 1 akcji banku	9.8

Źródło: Millennium DM

Wrażliwość wyceny GH

		Długoterminowa stopa wolna od ryzyka		
		4.5%	5.0%	5.5%
wycena 1 akcji banku w PLN				
stopa wzrostu	2%	8.8	8.3	7.8
	3%	9.3	8.6	8.1
	4%	9.9	9.1	8.4
	5%	10.8	9.8	8.9
	6%	12.3	10.8	9.6
	7%	14.9	12.4	10.6

Źródło: Millennium DM

Wartość Getin Holding, szacowana metodą ROE-P/BV, wynosi 7.0 mld PLN, czyli 9.8 PLN za jedną akcję.

Metoda porównawcza

Poniżej przedstawiamy porównanie ceny akcji Getin Holding w oparciu o średnie przewidywane wskaźniki banków notowanych na warszawskiej giełdzie. Do obliczenia wskaźników P/E (waga 75%), P/Wynik Operacyjny (waga 25%) użyliśmy prognoz DM Millennium dla banków giełdowych. Grupą porównawczą były duże banki notowane na GPW.

Wycena metodą porównawczą - polskie banki

Spółka	P/BV 2009p	P/WO 2009p	P/WO 2010p	P/WO 2011p	P/E 2009p	P/E 2010p	P/E 2011p
Bank Handlowy	1.7	8.1	9.2	9.0	17.1	15.8	13.3
ING Bank Śląski	1.8	8.9	8.3	7.8	15.0	13.4	12.2
BRE Bank	2.2	6.9	6.7	6.2	72.8	14.5	11.5
Kredyt Bank	1.5	4.5	4.2	3.9		12.6	9.1
Bank Zachodni WBK	2.2	8.0	7.9	7.7	14.9	13.3	12.2
PKO BP	2.3	10.4	8.8	8.3	19.9	14.5	12.2
Pekao	2.4	12.9	11.3	10.3	18.2	15.6	13.9
Średnia	2.0	8.5	8.0	7.6	26.3	14.2	12.1
Mediana	2.2	8.1	8.3	7.8	17.7	14.5	12.2

Wycena przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)

Średnia	10 231	9 310	9 212	7 267	6 030	6 956
Mediana	9 692	9 575	9 422	4 872	6 123	7 057
Wagi	5%	10%	10%	10%	30%	35%

Średnia ważona z wycen (mln PLN)

7 256

Wycena porównawcza na 1 akcję (PLN)

10.2

Wskaźniki banku przy aktualnej cenie akcji

Getin Holding	1.9	5.9	6.1	5.9	25.7	16.8	12.3
Premia/dyskonto	-8%	-31%	-24%	-23%	-2%	18%	2%

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 5 marca 2010, WO - wynik operacyjny przed kosztami rezerw

Bazując na porównaniu Getin Holding z notowanymi bankami giełdowymi, wycena banku wynosi 7.3 mld PLN, czyli 10.2 PLN na jedną akcję. Bank jest notowany z premią w stosunku konkurentów (wskaźnik P/E). Wysoki wskaźnik tworzenia rezerw sprawia, że bank jest notowany ze znacznym dyskontem pod względem wyników operacyjnych.

Rachunek wyników - mln PLN

	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p
przychody z tytułu odsetek	1 143	1 949	2 793	3 175	3 619	4 116
koszty odsetek	582	1 142	1 816	2 117	2 459	2 810
wynik z tytułu odsetek	561	808	978	1 059	1 160	1 306
pozostałe przychody						
z tyt. prowizji	257	242	443	477	532	585
inne	518	981	674	646	635	657
wynik na działalności bankowej	1 336	2 030	2 094	2 182	2 327	2 548
wynik pozaoperacyjny	153	-163	-34	-34	-35	-35
koszty działalności wraz z amortyzacją	586	787	861	991	1 082	1 172
wynik operacyjny	903	1 080	1 199	1 157	1 211	1 342
saldo rezerw	-104	-379	-842	-716	-589	-587
zysk przed opodatkowaniem	799	701	357	441	622	754
podatek	134	140	21	84	118	143
zysk netto	626	509	276	424	577	695
EPS	0.9	0.7	0.4	0.6	0.8	1.0

Bilans (mln PLN)

	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p
kasa, środki w banku centralnym	263	630	935	1 666	1 950	2 242
należności od instytucji finansowych	3 690	3 199	1 762	2 443	2 156	2 169
należności od klientów	11 444	21 876	26 382	30 866	36 422	41 886
papiery dłużne	2 032	3 596	4 562	4 107	4 732	5 380
majątek trwały	146	197	167	201	231	258
wnip	913	1 004	1 034	1 034	1 034	1 034
inne aktywa	516	791	719	754	791	830
aktywa razem	19 004	31 293	35 560	41 072	47 315	53 797
zobowiązania wobec banku centralnego	0	0	0	0	0	0
zobowiązania wobec instytucji fin.	1 198	1 452	822	1 064	1 242	1 311
zobowiązania wobec klientów	10 406	20 052	28 241	33 325	38 990	44 839
fundusze specjalne i inne pasywa	3 997	5 668	2 054	1 813	1 629	1 494
rezerwy	298	527	612	618	624	631
kapitał własny, w tym:	3 105	3 594	3 830	4 252	4 829	5 523
zysk netto	626	509	276	424	577	695
pasywa razem	19 004	31 293	35 560	41 072	47 315	53 797
BVPS	4.4	5.0	5.4	6.0	6.8	7.7

p - prognoza Millennium DM S.A.

Wskaźniki (%)

	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
wskaźniki bilansowe						
kredyty/depozyty	110.0	109.1	93.4	92.6	93.4	93.4
kredyty/aktywa	60.2	69.9	74.2	75.2	77.0	77.9
depozyty/pasywa	54.8	64.1	79.4	81.1	82.4	83.3
kapitał własny/aktywa	16.3	11.5	10.8	10.4	10.2	10.3
marża odsetkowa						
przychody odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	8.2	8.5	9.1	9.1	9.0	8.9
koszty odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	4.2	5.0	5.9	6.0	6.1	6.1
wynik odsetkowy/śr. aktywa odsetkowe	4.0	3.5	3.2	3.0	2.9	2.8
koszty odsetkowe/śr. pasywa odsetkowe	4.7	5.6	6.4	6.4	6.4	6.4
marża odsetkowa	4.0	3.5	3.2	3.0	2.9	2.8
spread odsetkowy	3.4	2.9	2.7	2.6	2.5	2.5
rentowność						
wynik z tytułu odsetek/aktywa	3.6	3.2	2.9	2.8	2.6	2.6
wynik z tytułu prowizji/aktywa	1.7	1.0	1.3	1.2	1.2	1.2
przychody/aktywa	9.6	7.4	6.2	5.6	5.2	5.0
koszty/wynik na działalności bankowej	43.9	38.8	41.1	45.4	46.5	46.0
koszty/wnb+pozostałe przychody	39.4	42.1	41.8	46.1	47.2	46.6
koszty/aktywa	3.8	3.1	2.6	2.6	2.4	2.3
wynik operacyjny/aktywa	5.8	4.3	3.6	3.0	2.7	2.7
odpisy na rezerwy/kredyty	1.2	2.3	3.5	2.5	1.8	1.5
NPL/kredyty	5.8	4.6	8.0	8.2	8.1	8.0
ROA	4.0	2.0	0.8	1.1	1.3	1.4
ROE	24.3	15.2	7.4	10.5	12.7	13.4
wskaźniki rynkowe (x)						
P/wynik operacyjny	7.9	6.6	5.9	6.1	5.9	5.3
P/E	11.3	14.0	25.7	16.8	12.3	10.2
P/BV	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

Zmiana (%)

	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p
wartości aktywów	57.8	64.7	13.6	15.5	15.2	13.7
wartości kredytów	83.6	91.2	20.6	17.0	18.0	15.0
wartości depozytów	58.5	92.7	40.8	18.0	17.0	15.0
wyniku z tytułu odsetek	54.1	43.9	21.0	8.3	9.5	12.6
wyniku z tytułu prowizji	47.4	-6.0	83.2	7.9	11.5	9.9
wyniku na działalności bankowej	99.6	51.9	3.2	4.2	6.7	9.5
kosztów	49.5	34.1	9.5	15.0	9.2	8.3
wyniku operacyjnego	207.2	19.6	11.0	-3.5	4.7	10.8
kapitałów własnych	51.0	15.8	6.5	11.0	13.6	14.4
zysku brutto	289.2	-12.2	-49.1	23.8	41.0	21.3
zysku netto	268.5	-18.8	-45.7	53.5	36.1	20.5

p - prognoza Millennium DM S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, handel

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Analityk
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Asystent

Franciszek Wojnal
+48 22 598 26 05
franciszek.wojnal@millenniumdm.pl

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Krzysztof Solus
+22 598 26 66/7
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny
+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/C - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Sygnity, Ergis-Eurofilms od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Śrubec. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Kopex, Warfama, Emperia, Skyline, Konsorcjum Stali od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby Klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Getin Holding	Neutralnie	31 sie 09	9.00	8.20
Getin Holding	Neutralnie	13 lis 09	8.10	8.60

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2009 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	7%
Akumuluj	10	33%
Neutralnie	12	40%
Redukuj	3	10%
Sprzedaj	3	10%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczy usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	7%
Akumuluj	9	33%
Neutralnie	6	22%
Redukuj	7	26%
Sprzedaj	3	11%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora