

**Przemysław
Tychmanowicz**

przemyslaw.tychmanowicz@parkiet.com

analiza&rynek

Podział Getin Holdingu na ostatniej prostej

Uproszczenie struktury Getin Holdingu, zwiększenie płynności Getin Noble Banku, a także względy czysto finansowe to główne powody przekształceń w grupie Getin. Jak podkreślają jej przedstawiciele, po całej operacji Getin Holding wraca do korzeni



Leszek Czarnecki, główny udziałowiec Getin Holdingu

FOT. S. LASZEWSKI

Dokładnie 28 czerwca 2011 roku rada nadzorcza Getin Holdingu ogłosiła zatwierdzenie planu podziału spółki. Tym samym oficjalnie rozpoczął się proces przekształceń w grupie Leszka Czarneckiego. Dziś zamiast jednej firmy Getin Holding mamy dwa podmioty: Getin Holding oraz Get Bank, do którego z Getin Holdingu został wydzielony Getin Noble Bank (GNB) wraz z podmiotami zależnymi. Docelowo Get Bank ma być połączony z GNB i na rynku mają funkcjonować dwie nowe przekształcone firmy: Getin Holding oraz Getin Noble Bank. Wielu inwestorów otwarcie przyznaje, że plany przedstawione przez spółkę oraz kolejne etapy przekształceń są skomplikowane, a pojawiające się komunikaty niezrozumiałe i zamiast wyjaśniać, dodatkowo komplikują cały schemat zmian. Przedstawiciele Getin Holdingu tłumaczą, że to wczesniawiejsza struktura grupy była zbyt skomplikowana, stąd między innymi pomysły przekształceń.

Porządki w grupie

Podział grupy zaczął się od zakupów. W maju 2011 r. Getin Holding kupił 100 proc. akcji Allianz Banku od Towarzystwa Ubezpieczeń i Reasekuracji Allianz Polska. Grupa zapłaciła za bank 149 mln zł, czyli 1,45 zł za akcję. Jak jednak podkreślają przedstawiciele spółki, plan podziału zrodził się wcześniej.

– Sama koncepcja przeprowadzenia zmian w grupie Getin Holding zrodziła się na długo przed transakcją kupna Allianz Banku. Zakup Allianz Banku był jednym z kroków, które umożliwiły nam wydzielenie części majątku z Getin Holdingu – mówi Lukasz Chojnacki, wiceprezes Getin Holdingu.

To właśnie Allianz stał się kluczem do sukcesu całej operacji, która miała polegać na uporządkowaniu grupy i przeniesieniu najważniejszej części majątku Getin Holdingu, czyli 93,71 proc. Getin Noble Bank wraz ze spółkami zależnymi, właśnie do Allianz Banku (później przemianowanego na Get Bank).

– Grupa Getin Holding miała skomplikowaną i trudną do zrozumienia przez rynek strukturę.

Znajdowały się w niej duże i dojrzałe podmioty oraz kompletnie początkujące lub będące na wczesnym etapie rozwoju. Utrudniało to także podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Część inwestorów mogła być zainteresowana inwestycją w akcje ukształtowanego banku, inni w startujące firmy. Jako że było to do tej pory skupione w ramach jednej grupy, gracze dokonywali inwestycji w oba rodzaje działalności jednocześnie – tłumaczy Chojnacki.

Aby móc rozdzielić „uksztalowany bank” oraz „startujące firmy”, potrzebne były przekształcenia w samej grupie. W tym celu Idea Bank (nie wielki bank, którego zysk netto w trzecim kwartale 2011 r. wyniósł 19,1 mln zł), należący w 100

Ponad 93 proc. akcji Getin Noble Banku zostało przeniesionych z Getin Holdingu do Get Banku. Teraz ma on dokonać wykupu mniejszościowych akcjonariuszy GNB

proc. do GNB, dokonał emisji nowych akcji przeznaczonych wyłącznie dla Getin Holdingu. Kapitały własne Idea Bank zwiększyły się dzięki tej operacji o 250 mln zł, natomiast Getin Holding uzyskał bezpośrednią kontrolę nad Idea Bankiem (udział na poziomie 63,05 proc.). Udział Getin Noble Banku został zmniejszony do 37,05 proc. Kolejną zmianą było odkupienie przez Idea Bank od Getin Holdingu 96 proc. akcji PDK, w konse-

kwencji czego jego udział wzrósł do 100 proc. W międzyczasie Allianz Bank zmienił nazwę na Get Bank. Po tych przekształceniach walne zgromadzenie Getin Holdingu oraz Get Banku podjęło decyzję o podziale. Z Getin Holdingu nastąpiło wydzielenie do Get Banku części majątku, w skład którego wchodził pakiet 93,71 proc. akcji Getin Noble Banku. Dzięki tym zmianom w strukturze Getin Holdingu znalazły się stosunkowo niewielkie spółki, których łączna wartość rynkowa wynosi niewiele ponad 1,6 mld zł, podczas gdy wartość Get Banku po przeniesieniu majątku Getin Noble Banku urosła, według szacunków analityków, do około 3,5 mld zł.

Formalnie podział grupy na dwa nowe podmioty wszedł w życie 2 stycznia, kiedy sąd zarejestrował emisję ponad 2 mld akcji podziałowych Get Banku. Dwa dni później, czyli 4 stycznia, akcje Getin Holdingu po raz ostatni były notowane na GPW przed przeniesieniem majątku ze spółki do Get Banku. Po sesji 4 stycznia GPW dokonała korekty kursu Getin Holdingu Nowy, już bez uwzględnienia wydzielonej części, wyniósł 2,93 zł. Było to blisko 43 proc. kursu Getin Holdingu przed podziałem. Dlaczego akurat tyle? Na tyle bowiem spółka ustaliła wartość udziałów, które pozostały w Getin Holdingu. W związku z całą operacją na kolejnej sesji, czyli 5 stycznia, GPW zdecydowała, że akcje Getin Holdingu nie będą uwzględniane przy obliczaniu indeksu WIG20. Inwestorzy z dystansem podeszli do podziału spółki. W ciągu dwóch sesji przed wydzieleniem majątku i korekcie kursu spółka straciła ponad 5 proc.

– Część akcjonariuszy na pewno nie chciała brać udziału w podziale. Zapewne część graczy uznała, że lepiej pozbyć się akcji i ewentualnie odkupić je, kiedy cały podział się zakończy – mówi Marta Czajkowska-Baldyga, analityk KBC Securities.

Jednak również po wydzieleniu majątku i rozpoczęciu notowań już z nowym skorygowanym kursem inwestorzy niechętnie kupowali akcje „nowego” Getin Holdingu.

– Przeceńna po wydzieleniu majątku Getin Noble Banku może być spowodowana tym, że w nowym Getin Holdingu zostaje jedynie kilka mniej-

szych spółek, biorąc również pod uwagę informację o sprzedaży 50 proc. i jednej akcji TU Europa. Getin Holding nie podał planów wykorzystania środków pieniężnych ze sprzedaży ubezpieczyciela, a równocześnie zarząd nie zamierza rekomendować wypłaty dywidendy – mówi Czajkowska-Baldyga.

Przedstawiciele Getin Holdingu wierzą jednak, że obecna przeceńna ma charakter krótkotrwały i w ostatecznym rozrachunku podział grupy wyjdzie inwestorom na dobre.

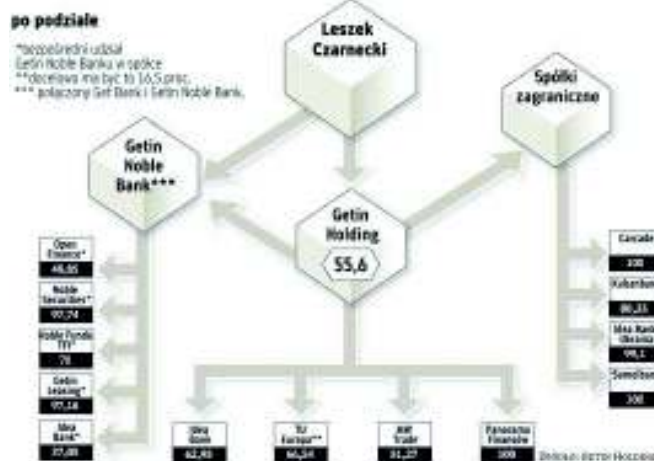
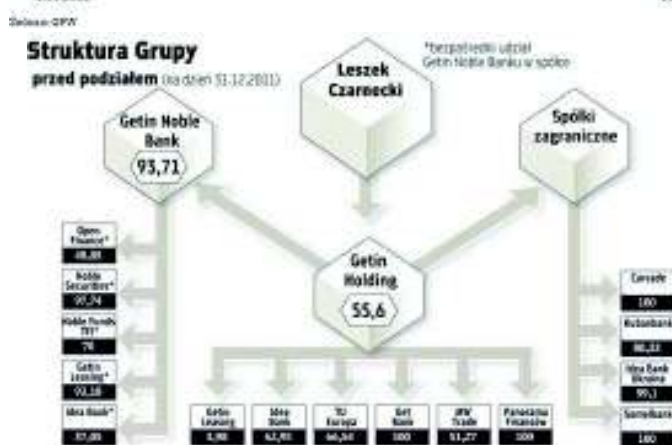
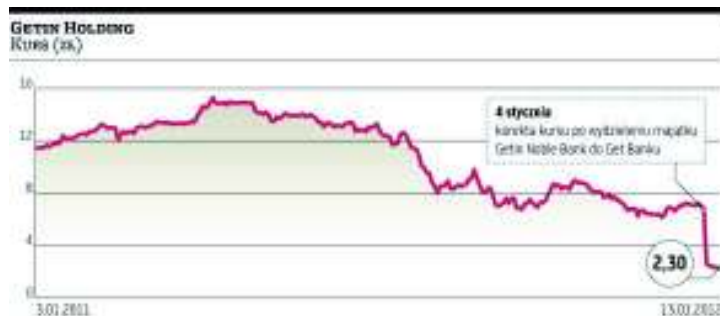
– Zmiany, jakie przeprowadzamy, są skomplikowane, bo charakter transakcji jest trudny. Jesteśmy natomiast przekonani, że średnioterminowo ten proces zwiększy wartość dla akcjonariuszy. Dwa podmioty po podziale powinny być warte więcej niż jeden przed podziałem – mówi Chojnacki.

WIG20 bez Getin Holdingu?

Problemy akcjonariuszy nowego Getin Holdingu mogą się jednak dopiero zacząć. Jak bowiem podkreśla część analityków, wydzielenie najważniejszej części majątku z Getin Holdingu do Get Banku może mieć także inne konsekwencje. Getin Holding może wypaść między innymi z indeksu WIG20, co oznaczałoby dodatkową podaż ze strony inwestorów instytucjonalnych.

– Ponieważ w wyniku podziału kapitalizacja Getin Holdingu oraz najprawdopodobniej średnia dzienna wartość obrotu jego akcjami ulegną znacznemu obniżeniu, należy się spodziewać, że wpłynie to na skład indeksów, w których jest Getin Holding – mówi Iza Rokicka, analityk Domu Inwestycyjnego BRE. – Zarządy Getin Holdingu oraz Get Banku liczą, że Get Bank zastąpi Getin Holding w składzie WIG20. Obecnie trudno założyć, że to się faktycznie stanie przy okazji najbliższej rewizji kwartalnej indeksu. W bardzo dużym stopniu będzie to zależało od wartości obrotu akcjami Get Banku, a notowania tej spółki rozpocznie się dopiero 20 stycznia – dodaje Rokicka.

Co od strony formalnej czeka jeszcze inwestorów? 19 stycznia osoby, które na koniec sesji 4 stycznia miały jedną akcję Getin Holdingu, otrzymają niemal trzy akcje Get Banku. Faktycznie więc od momentu wydzielenia majątku



do chwili debiutu Get Banku na GPW inwestorzy nie mogą obracać akcjami spółki, mimo że już 10 stycznia ustalono listę akcjonariuszy Getin Holdingu, którzy zgodnie z paryetem wymiany otrzymają walory Get Banku. Najprawdopodobniej obrót akcjami będzie możliwy dopiero 20 stycznia. Przedstawiciele Getin Holdingu liczą, że właśnie tego dnia nowy bank zadebiutuje na GPW. Teoretyczny kurs otwarcia wynosi 1,33 zł. Analitycy już zalecają kupno akcji. DI BRE ustaliło ich cenę docelową na 1,63 zł.

Debiut na GPW ma być ostatnim etapem w ramach procesu podziału z punktu widzenia akcjonariuszy Getin Holdingu. W tym momencie na GPW będziemy mieli notowany nowy Getin Holding, Get Bank, a także Getin Noble Bank. Cały proces nie kończy się jednak dla akcjonariuszy Get Banku i GNB. Kolejnym krokiem ma być połączenie obu banków. Złożyły one już w tej spr-

wie stosowny wniosek do Komisji Nadzoru Finansowego. Przejmującym ma być Get Bank, który po raz kolejny dokona emisji akcji i tym samym dojdzie do wykupienia mniejszościowych akcjonariuszy Getin Noble Banku (6,29 proc.). Dostaną oni akcje emisji połączeniowej Get Banku. Na razie jednak nie wiadomo, jakie będzie paryet wymiany.

Według naszych wyliczeń za jedną akcję GNB akcjonariusze dostaną 2,4453 akcji Get Banku – mówi Czajkowska-Baldyga. Szacunki analityków DI BRE Banku mówią o parycie wymiany na poziomie 2,3847. Docelowo więc na GPW będą notowane dwie spółki: Getin Holding, który ma skupiać w swojej stosunkowo nieduże podmioty, oraz Getin Noble Bank, który ma obejmować obszar bankowości uniwersalnej na rynku polskim.

Wiadomo, że sam proces połączenia Get Banku z Getin Noble Bankiem nastąpi nieco później,

niż planowano. Według wcześniejszego harmonogramu miało to nastąpić w kwietniu 2012 roku. Teraz wiceprezes Getin Holdingu mówi, że ciężko będzie dotrzymać wcześniej ustalonego terminu, jednak ostatni etap podziału grupy ma nastąpić w pierwszym półroczu 2012 roku. Połączenie bank zmieni nazwę na Getin Noble Bank.

Motywy zmian

Co skłoniło Getin Holding do tak skomplikowanej operacji? Przedstawiciele spółki podkreślają, że chcieli uprościć schemat grupy. Drugim motywem była chęć zwiększenia płynności akcji Getin Noble Bank. Przed podziałem jego free float nie przekraczał nawet 10 proc., podczas gdy w przypadku Getin Holdingu było to ponad 40 proc. Teraz obie firmy mają mieć free float na tym samym poziomie, ponad 40 proc.

Po podziale obie spółki będą miały duży free float, czyli będą dostępne dla średnich i dużych inwestorów instytucjonalnych. Uważamy, że dotychczasowy brak możliwości zainwestowania przez duże podmioty w Getin Noble Bank (spowodowany ograniczoną płynnością) mógł wpływać na rynkową wartość banku. Wierzymy, że dostarczenie akcjonariuszom swobodnego wchodzenia i wychodzenia z GNB zwiększy jego atrakcyjność – mówi Chojnacki. Jak podkreślają analitycy, zwiększenie ilości akcji w wolnym obrocie GNB pozwoli na dokładniejszą wycenę spółki.

Chojnacki nie ukrywa także, że przy planowaniu podziału spółki ważne były aspekty finansowe.

– Biznes generowany przez spółki z grupy między sobą, szczególnie między Getin Noble Bankiem i TU Europa, stanowił istotną część całych wyników grupy. Z punktu widzenia Getin Holdingu był jednak jeden minus całej sytuacji. Prosta suma wyników grupy kapitałowej GNB i TU Europa była zdecydowanie wyższa od skonsolidowanych wyników grupy kapitałowej Getin Holdingu – tłumaczy Chojnacki. – Działo się tak ze względu na fakt, że transakcje międzygrupowe generowały, z księgowego punktu widzenia, bardzo znaczące i poważne wyłączenia konsolidacyjne. Wpływały one negatywnie na wynik całej grupy – dodaje.

Jak podkreśla, w momencie rozdzielenia nie tylko nie pojawiają się nowe wyłączenia konsolidacyjne, ale również rozpoznane w poprzednich okresach będą ulegały odwróceniu. Według szacunków spółki łączna kwota wyłączeń konsolidacyjnych do odwrócenia na koniec trzeciego kwartału 2011 przekroczyła 300 mln zł (po podatku).

Get Bank przejmującym

Rodzi się jednak jeszcze jedno pytanie. Dlaczego to niewielki Get Bank, mający niewiele ponad 160 mln zł kapitałów własnych, przejmując Getin Noble Bank, którego wartość na warszawskiej giełdzie jest wyceniana na ponad 3,5 mld zł? W opinii Chojnackiego są dwa bardzo ważne aspekty tej transakcji.

– Możliwość wydzielenia części majątku Getin Holdingu była możliwa tylko do giełdowej spółki, stąd też majątek Getin Holding, w skład którego wchodzi przede wszystkim 93,71 proc. akcji Getin Noble Bank, był wydzielany do Get Banku, a nie na odwrót. Drugim ważnym czynnikiem jest wykorzystanie tarczy podatkowej Get Banku, który wystartował w bardzo trudnym okresie i przez 3,5 roku przynosił bardzo duże straty. Mówimy o aktywach podatkowych do wykorzystania przekraczającym 100 mln zł. Get Bank przejmie bardzo dochodowy i rentowny Getin Noble Bank, którego dochody pozwolą w pełni wykrzystać straty podatkowe Get Banku – tłumaczy wiceprezes Getin Holdingu.

Jak podkreślają przedstawiciele spółki, po przekształceniu Getin Holding wraca do korzeni. Jego strategią jest status inkubatora przedsięwzięć z sektora finansowego – inwestowanie w zakupione spółki, bądź zakładanie firm od zera.

– Getin Holding dostarcza swoim spółkom narzędzia pozwalające na szybki rozwój, osiągnięcie rentowności i samofinansowania się, a także zdobycie w krótkim czasie znaczącej pozycji na rynku. Getin Bank i Noble Bank były takimi ak-

Getin Holding nie jest pierwszy

Podział grupy Getin Holding i wydzielenie części majątku nie jest pierwszym tego typu przypadkiem na warszawskiej giełdzie. Podobne zmiany miały już miejsce między innymi w grupie Famur. Zostały z niej wydzielone spółki: Polska Grupa Odlewnicza oraz Zamet Industry.

W lipcu ubiegłego roku walne zgromadzenie akcjonariuszy Famuru zdecydowało o wypłacie dywidendy w postaci akcji PGO i Zamet Industry. Tym samym papiery obu spółek trafiły do udziałowców Famuru. Już wtedy właściciele firmy zapowiadali, że ich celem jest upublicznienie obu przedsiębiorstw. Dlaczego zdecydowali się na podział?

Przedstawiciele spółki już wcześniej podkreślali, że celem podziału była koncentracja na działalności na rynku maszyn górnictwa. Upublicznienie wyodrębnionych grup kapitałowych miało pozwolić na uzyskanie rzeczywistej wyceny rynkowej poszczególnych spółek. Dzięki temu mają one także możliwość przeprowadzania nowych emisji akcji i pozyskiwania finansowania na konkretne przedsięwzięcia rozwojowe. Ponadto wydzielone grupy kapitałowe zyskają dodatkowe zdolności akwizycyjne i kredytowe. Obie spółki są notowane na warszawskiej giełdzie od października 2011 r.

Kolejną sztykującą się do podziału spółką jest teleinformatyczna firma ATM. W planach jest przeniesienie wszystkich aktywów związanych z usługami IT do spółki zależnej ATM Systemy Informatyczne. Teleinformatyczna firma jest jedynym właścicielem tego przedsiębiorstwa.

– Operacja jest przede wszystkim ukłonem w stronę akcjonariuszy. Do tej pory nasza spółka działała w dwóch niezbyt powiązanych ze sobą segmentach. Po rozdzieleniu jej strategia będzie dużo bardziej przejrzysta – mówił jakiś czas temu Tadeusz Czichon, wiceprezes ATM odpowiedzialny za finanse. Obecnie działalność integratorska w grupie ATM prowadzona jest przez spółkę matkę, ATM SI oraz trzy mniejsze spółki zależne. W ATM Software wydzielony ATM posiada 100 proc. udziałów. W Sputnik Software jest to 60 proc., a w Impulsach 78,46 proc. W wyniku podziału ATM akcjonariusze giełdowej spółki staną się właścicielami ATM SI. Liczba akcji firmy, które otrzyma każdy z nich, będzie równa liczbie posiadanych papierów ATM. ATM SI stanie się również właścicielem ATM Software, Sputnika Software i Impulsów. Zgodnie z założeniami ich łączna wartość (tzn. akcji ATM po podziale i ATM SI) ma być równa wartości akcji ATM sprzed operacji. PRT

tytami pięć-siedem lat temu. Naturalnym krokiem jest więc rozdzielenie tych aktywów od Getin Holdingu teraz, gdy Getin Noble Bank stał się dojrzałą, ukształtowaną organizacją – dodaje Chojnacki. – Zamiast jednego dużego podmiotu dostajemy dwa, których suma powinna wynieść tyle, ile ten jeden. W średnioterminowej perspektywie zarząd Getin Holdingu oczekuje wyraźnego wzrostu wartości dla akcjonariuszy dwóch rozdzielonych grup kapitałowych, tj. GNB oraz GH – reasumuje Chojnacki.

Mimo że połączenie Getin Noble Banku oraz Get Banku ma być ostatnim formalnym krokiem zmian, to już wiadomo, że plany nowego Get Banku na tym się nie kończą. Po zakończeniu procesu rejestracji połączenia z Getin Noble Bankiem planuje on zwołanie walnego zgromadzenia w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego o kwotę 300-400 mln zł w drodze emisji akcji z prawem poboru. „Podwyższenie kapitału ma na celu podniesienie wskaźników adekwatności kapitałowej banku w kontekście jego dalszego dynamicznego rozwoju i jest zgodne z przyjętą przez bank strategią rozwoju na lata 2012-2014” – podano w komunikacie.