

Banki po korekcie

BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI, ALEKSANDRA KORTYLEWSKA

Stycziowa korekta na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie sprowadziła główny indeks WIG do poziomu 49 092 (1.02.2008), co daje spadek o 11,78% w samym styczniu

Jednak w perspektywie hossy z ostatnich lat, spadki te nie są znaczące. Korekta nie oszczędziła w szczególności przewartościowanych banków. Na 1 lutego 2008 roku sporządziliśmy aktualizację wycen banków metodą dochodową DCF oraz według metody cena/zysk (P/E), które szeroko opisailiśmy w poprzednim artykule (zob. „Gazeta Bankowa” nr 3/2008).

Dla celów określenia przepływów pieniężnych CF posłużyliśmy się uproszczoną formą jej obliczania jako nadwyżki finansowej czyli: zysk netto + amortyzacja. Dodatkowo uwzględniliśmy zmiany zysku na poziomie 5 proc. rocznie, a przepływ pieniężny w wartości rezydualnej liczymy jako przepływ z ostatniego okresu prognozy pomniejszony o 20 proc. Ponadto koszt kapitału określiliśmy na poziomie 8 proc.

Do wyceny wybraliśmy wszystkie banki, których wartość rynkowa na dzień wyceny (1.02.2008) była większa od 5 mld zł. W badanym okresie P/E branży wynosiło 11,7.

Dla wytypowanych banków nadwyżkę finansową przedstawia tabela 1. Z kolei zdyskontowane przepływy pieniężne wraz z obliczoną wartością rezydualną przedstawia tabela 2. Na potrzeby aktualizacji wyceny niezbędne

dane wycenianych banków zaprezentowaliśmy w tabeli 3. Po obliczeniu prognozy przepływów pieniężnych oraz zastosowaniu wszystkich powyższych założeń wyceniliśmy banki, co przedstawia tabela 4. W tabeli umieściliśmy wartość banków obliczoną na podstawie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz wyceny metodą P/E.

Z porównań poprzedniej naszej wyceny banków z obecną widać wyraźnie, że po styczniowej korekcie instytucje te stały się bardziej atrakcyjne dla inwestorów. Rentowność jaką można osiągnąć zgodnie z prognozami przedstawia tabela 5. Z obliczeń wynika, że spośród wszystkich wycenianych instytucji, najdroższy w stosunku do osiąganych wyników jest Getin Bank. Wycenę na osi czasu prezentuje wykres 2. Z kolei najbardziej atrakcyjny jest Kredyt Bank, którego wycenę przedstawia wykres 3.

Pomimo znaczących spadków akcji na giełdzie papierów wartościowych, w tym również banków, przed podjęciem decyzji o inwestycji należy się zastanowić, czy za kilka tygodni rynkowe wyceny nie będą jeszcze niżej. Rozpoczęta korekta może sprowadzić ceny do niższych poziomów, które będą skutkowały zwiększeniem się potencjalnej ren-

Tabela 1. Nadwyżka finansowa (tys. zł)

Spółka	2006/2007	Prognoza				
		2008	2009	2010	2011	2012
BRE*	776 182	814 991	855 741	898 528	943 454	990 627
BZ WBK	956 161	1 003 969	1 054 168	1 106 876	1 162 220	1 220 331
GETIN	199 462	209 435	219 907	230 902	242 447	254 570
HANDLOWY	749 559	787 037	826 389	867 708	911 094	956 648
ING BSK	677 825	711 716	747 302	784 667	823 901	865 096
KREDYT BANK	536 958	563 806	591 996	621 596	652 676	685 310
MILLENNIUM*	489 896	514 391	540 110	567 116	595 472	625 245
PEKAO	2 032 880	2 134 524	2 241 250	2 353 313	2 470 978	2 594 527
PKO BP	2 316 169	2 431 977	2 553 576	2 681 255	2 815 318	2 956 084

Źródło: dane spółek *dane za rok 2007

Tabela 2. Zdyskontowane przepływy pieniężne (tys. zł)

Spółka	2008	2009	2010	2011	2012	RV
BRE	754 621	733 660	713 280	693 467	674 204	6 298 506
BZ WBK	929 601	903 779	878 674	854 266	830 537	7 751 683
GETIN	193 921	188 535	183 298	178 206	173 256	1 616 088
HANDLOWY	728 738	708 495	688 815	669 681	651 079	6 080 450
ING BSK	658 997	640 691	622 894	605 591	588 769	5 506 770
KREDYT BANK	522 043	507 541	493 443	479 736	466 410	4 358 632
MILLENNIUM	476 288	463 058	450 195	437 689	425 531	3 971 462
PEKAO	1 976 411	1 921 511	1 868 136	1 816 243	1 765 792	16 472 310
PKO BP	2 251 831	2 189 280	2 128 467	2 069 343	2 011 861	18 736 428

Źródło: opracowanie własne

towności jaką może osiągnąć inwestor, który kupi akcje i sprzeda je po cenach wynikających z zaproponowanej powyżej zaktualizowanej wyceny. Innym rozwiązaniem jest systematyczne skupowanie wybranych akcji tak, aby nie przeoczyć ewentualnych wzrostów, ale jednocześnie uczestniczyć w nabywaniu akcji banku po niższych cenach, jeśli korekta hossy miałyby się faktycznie pogłębić. •

Bartłomiej Jabłoński jest w trakcie pisania pracy doktorskiej na Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach oraz wiceprezesem FINANSE Kancelaria Usług Gospodarczych i Finansowych sp. z o.o.

Aleksandra Kortylewska jest studentką na kierunku finanse i rachunkowość, specjalność logistyka w biznesie.

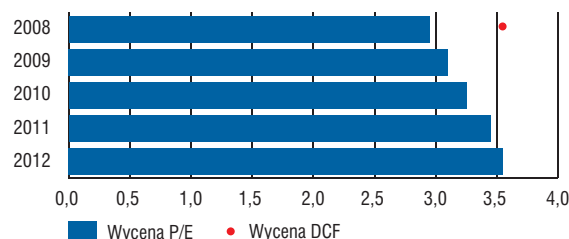
Prezentowane analizy stanowią wyraz poglądów autorów i nie mogą być traktowane jako rekomendacja czy zalecenie podjęcia określonych działań inwestycyjnych

Tabela 3. Dane do wycen (stan na dzień 1.02.2008)

Spółka	Liczba akcji (w tys.)	Cena akcji
BRE	29 661	388,00
BZ WBK	72 960	191,00
GETIN	709 787	12,20
HANDLOWY	130 660	91,70
ING BSK	13 010	605,00
KREDYT BANK	271 659	21,50
MILLENNIUM	849 182	8,05
PEKAO	262 105	201,50
PKO BP	1 000 000	45,12

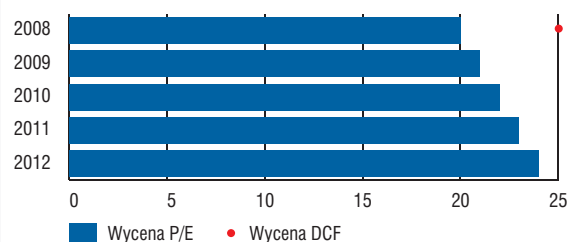
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie

Wycena Getin Banku



Źródło: opracowanie własne

Wycena Kredyt Banku



Źródło: opracowanie własne

Tabela 4. Wartość wyceny (zł)

Spółka	Wycena DCF		Wycena P/E			
	2006/2007	2008	2009	2010	2011	2012
BRE	332,69	263,93	277,13	290,98	305,53	320,81
BZ WBK	166,51	135,23	142,00	149,10	156,55	164,38
GETIN	3,57	2,94	3,09	3,24	3,41	3,58
HANDLOWY	72,92	58,33	61,25	64,31	67,53	70,90
ING BSK	662,85	510,43	535,96	562,75	590,89	620,44
KREDYT BANK	25,13	19,78	20,77	21,81	22,90	24,05
MILLENNIUM	7,33	5,96	6,26	6,57	6,90	7,24
PEKAO	98,51	81,02	85,07	89,32	93,79	98,48
PKO BP	29,39	25,15	26,41	27,73	29,12	30,57

Źródło: opracowanie własne

Tabela 5. Hipotetyczna rentowność inwestycji (%)

Spółka	Rentowność według DCF			Rentowność według P/E		
	2006/2007	2008	2009	2010	2011	2012
BRE	-14,26	-31,98	-28,58	-25,00	-21,25	-17,32
BZ WBK	-12,82	-29,20	-25,66	-21,94	-18,04	-13,94
GETIN	-70,74	-75,89	-74,68	-73,42	-72,09	-70,69
HANDLOWY	-20,48	-36,39	-33,21	-29,87	-26,36	-22,68
ING BSK	9,56	-15,63	-11,41	-6,98	-2,33	2,55
KREDYT BANK	16,88	-7,99	-3,39	1,44	6,51	11,84
MILLENNIUM	-8,94	-25,97	-22,27	-18,38	-14,30	-10,02
PEKAO	-51,11	-59,79	-57,78	-55,67	-53,46	-51,13
PKO BP	-34,86	-44,25	-41,47	-38,54	-35,47	-32,24

Źródło: opracowanie własne