

Wartość Iwa

BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI, TOMASZ NAWROCKI

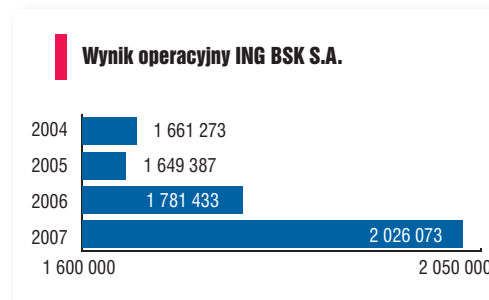
Oceną działalności banku mogą być zainteresowane podmioty różnej kategorii, które w szczególności analizują efektywność działalności badanej spółki

Rozporządzeniem Rady Ministrów 11 kwietnia 1988 roku powstał Bank Śląski w Katowicach. 3 września 1993 roku Komisja Papierów Wartościowych wyraziła zgodę na wprowadzenie akcji Banku Śląskiego do publicznego obrotu. Wreszcie 6 września 2001 roku Bank Śląski będąc członkiem Grupy ING i realizując jej strategię rozpoczyna działalność pod nowym szyldem ING Bank Śląski. Bank ten jest podmiotem dominującym Grupy Kapitałowej ING Banku Śląskiego. W skład grupy oprócz samego banku wchodzi ING Securities, ING Bank Hipoteczny, ING BSK Development, Centrum Banku Śląskiego w likwidacji oraz Solver. Ponadto podmiotem powiązaniem jest ING NN Polska PTE.

ING Bank Śląski oferuje szeroki zakres usług bankowych świadczonych na rzecz klientów indywidualnych oraz instytucjonalnych. Bank prowadzi operacje zarówno w złotych, jak i w walutach obcych oraz aktywnie uczestniczy w obrocie na krajowym i zagranicznych rynkach finansowych. Spółka zależna ING Bank Hipoteczny prowadzi również działalność bankową, w tym udzielanie kredytów pod zastaw hipoteczny. Ponadto grupa prowadzi działalność maklerską, pośrednictwa i obrotu nieruchomościami, wynajmu nieruchomości, doradztwa i pośrednictwa finansowego oraz świadczy inne usługi finansowe.

Sytuacja finansowa

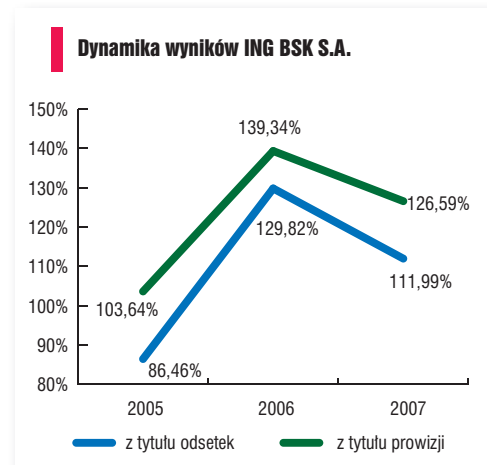
W tabeli 1 przedstawiono podstawowe skonsolidowane wyniki finansowe banku w okresie 2004-2007. Z przedstawionych danych widać, że bank systematycznie odnotowuje coraz to lepsze wyniki, w szczególności na podstawowej działalności, tj. przychodach z tytułu odsetek oraz prowizji. Również zysk netto oraz zysk operacyjny systematycznie rosną, co dobrze świadczy o banku, w szczególności przy rosnących kosztach działalności podmiotów z tej branży. Zmiany zysku operacyjnego przedstawia wykres 1.



Źródło: opracowanie własne

Analizując strukturę bilansu pod kątem udzielonych kredytów oraz innych należności w stosunku do sumy bilansowej widać, że bank poprawia jakość kredytów zmniejszając udział kredytów i innych należności zagrożonych w kapitale własnym. Również dobrze należy ocenić strategię pozyskiwania klientów przez bank, gdyż w ostatnich dwóch latach znacząco wzrósł udział portfela kredytów i innych należności w sumie bilansowej. Ponadto widoczny w sprawozdaniu finansowym wzrost samej już akcji kredytowej spowodował potrzebę zmniejszenia wypłaty dywidendy za rok 2007 i przeznaczenia części zysku na podwyższenie funduszy własnych banku, co należy odebrać pozytywnie, gdyż dynamika wzrostu kredytów jest znacząco większa od przyrostu funduszy własnych. Podwyższenie funduszy własnych znacząco poprawi wypłacalność badanego podmiotu. Jednocześnie wraz ze wzrostem kredytów bank systematycznie zwiększa wielkość depozytów w pasywach. Sytuację przedstawia tabela 2.

Pozytywnie należy odebrać dynamikę wyników osiągniętych przez bank w latach 2005-2007, co przedstawia wykres 2. Na uwagę zasługuje stale rosnąca dynamika zysku operacyjnego oraz zysku na poziomie netto. Zadowolająca jest również dynamika wyniku z tytułu odsetek oraz prowizji. W tabeli 3 widać malejącą dynamikę kredytów i innych należności zagrożonych w stosunku do bardzo dużego przyrostu niezagrożonych utratą wartości kredytów i innych należności, w szczególności w roku 2006 przyrost o 268,63 proc. Sytuację prezentuje wykres 3. Pomimo spadku w ostatnich latach atrakcyjności lokat na rzecz inwestycji na rynku kapitałowym, widać również lekki wzrost dynamiki depozytów banku.



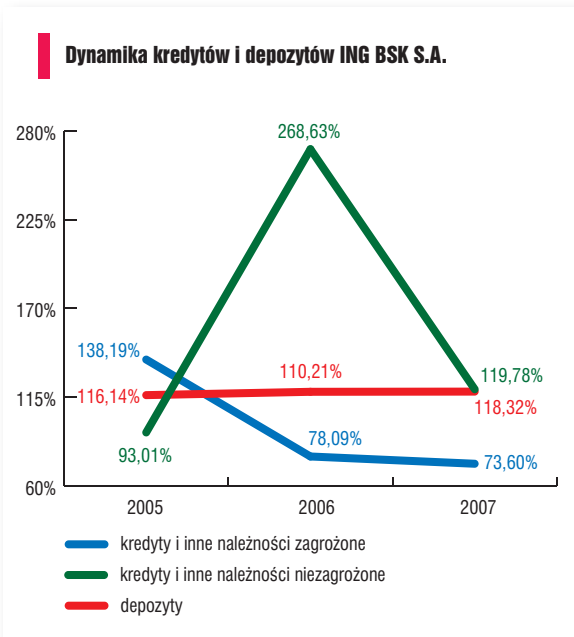
Źródło: opracowanie własne

Analizując wyniki pod kątem rentowności banku, w tabeli 4 widać wyraźnie malejącą rentowność aktywów (ROA) w stosunku do rosnącej rentowności kapitału własnego (ROE). Rozbieżności te wynikają z większego przyrostu wyniku finansowego w stosunku do przyrostu kapitału własnego. Z kolei dynamika sumy bilansowej była większa od dynamiki zysku netto. Pozytywnie należy odebrać rosnącą marżę odsetkową, gdzie bank generuje praktycznie od 2005 roku większy przyrost wyniku odsetkowego aniżeli aktywów. Niestety z tabeli 4 wynika również, że od 2005 roku stale maleje marża zysku, świadcząca o rosnących kosztach działalności banku. Na wykresie 4 widać współczynnik kredyty/depozyty, ukazujący rezerwę kapitałową, którą bank może wykorzystać na udzielenie kolejnych kredytów, co jest w szczególności pozytywną informacją przy rosnących kosztach pozyskania środków pieniężnych na rynku finansowym. Stale rosnący zysk na 1 akcję wskazuje, że dotychczasowi akcjonariusze banku mogli z zadowoleniem śledzić jego wyniki. Ponadto stale wypłaty wysokich dywidend, przekładają się na jej wysoką efektywność (liczoną jako wielkość dywidendy przypadająca na akcję w stosunku do ceny akcji z dnia przyznania dywidendy) o wartości ponad 3% pomimo rosnącego kursu banku, dawały powody do zadowolenia i możliwość dalszej reinwestycji pozyskanych w ten sposób środków. Niestety zysk wypracowany przez bank w 2007 roku zostanie tylko w części przeznaczony na dywidendę, stąd efektywność dywidendy znacznie spadnie. Jeśli w dniu przyznania do niej prawa (14 maj) cena akcji wyniesie tyle, ile wyniosła na dzień sporządzenia analizy (500,50 zł) to jej efektywność wyniesie tylko 2,34%.

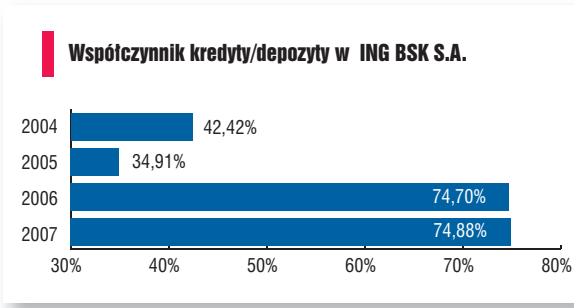
Oczywiście wypłata mniejszej dywidendy ma pewne uzasadnienie, powinno to skutkować nie tylko poprawą płynności banku ale również poprawiającymi się jego wynikami. Reasumując sytuację finansową banku ING BSK S.A. oceniamy pozytywnie.

Wycena banku

Tabela 5 przedstawia wycenę banku sporządzoną na dzień 7.04.2008 według metody DCF oraz P/E wraz z jej niezbędnymi elementami. Dla



Źródło: opracowanie własne



Źródło: opracowanie własne

Tabela 1. Podstawowe skonsolidowane dane z bilansu i rachunku zysków i strat w okresie 2004 - 2007 (tys. zł)

Bilans	2004	2005	2006	2007
Pasywa	35 473 121	42 126 914	48 476 012	52 010 860
Kapitał własny	3 170 119	3 561 088	3 778 393	3 840 502
Rachunek zysków i strat	2004	2005	2006	2007
Przychody:				
- z tytułu odsetek	1 692 149	1 868 398	2 003 220	2 481 433
- z tytułu prowizji	600 920	604 076	825 188	1 058 997
Wynik odsetkowy	834 161	721 221	936 304	1 048 593
Wynik z tytułu prowizji	509 149	527 678	735 283	930 758
Zysk operacyjny	1 661 273	1 649 387	1 781 433	2 026 073
Zysk netto	409 998	566 446	597 951	636 822

Źródło: Roczne skonsolidowane raporty ING BSK S.A.

Tabela 2. Analiza pionowa wyników ING BSK S.A. osiągniętych w okresie 2004 - 2007

	2004	2005	2006	2007
Udział kapitału własnego w pasywach ogółem	8,94%	8,45%	7,79%	7,38%
Udział kredytów i innych należności zagrożonych w kapitale własnym	20,12%	24,76%	18,22%	13,19%
Udział kredytów i innych należności w aktywach ogółem	31,58%	25,42%	55,87%	61,77%
Udział depozytów w pasywach ogółem	74,45%	72,81%	74,79%	82,48%

Źródło: opracowanie własne

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 koszt kapitału określiliśmy na poziomie 8 proc. W badanym okresie P/E branży wynosiło 00. Przepływ pieniężny w wartości rezydualnej obliczyliśmy jako przepływ z ostatniego okresu prognozy pomniejszony o inwestycje na poziomie 20 proc.

Biorąc pod uwagę wartość wyceny w oparciu o metodę DCF na poziomie 741,26 zł oraz o metodę P/E na 2008 rok na poziomie 611,61 zł oraz fakt, że na dzień sporządzenia wyceny 1 akcja ING BSK S.A. by-

ła notowana po 500,50 zł należy stwierdzić, że notowania akcji spółki są niedowartościowane. ●

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.

Tomasz Nawrocki jest asystentem w katedrze ekonomii i finansów na Wydziale Organizacji i Zarządzania Politechniki Śląskiej w Gliwicach.

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

Tabela 3. Dynamika wyników ING BSK S.A. osiągniętych w okresie 2005 - 2007

	2005	2006	2007
Dynamika przychodów:			
- z tytułu odsetek	110,42%	107,22%	123,87%
- z tytułu prowizji	100,53%	136,60%	128,33%
Dynamika wyniku:			
- z tytułu odsetek	86,46%	129,82%	111,99%
- z tytułu prowizji	103,64%	139,34%	126,59%
Dynamika zysku operacyjnego	99,28%	108,01%	113,73%
Dynamika zysku netto	138,16%	105,56%	106,50%
Dynamika kredytów i innych należności:			
- zagrożonych utratą wartości	138,19%	78,09%	73,60%
- niezagrożonych utratą wartości	93,01%	268,63%	119,78%
Dynamika depozytów	116,14%	118,21%	118,32%

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4. Analiza wskaźnikowa ING BSK S.A. w latach 2004 - 2007

	2004	2005	2006	2007
ROA	1,16%	1,34%	1,23%	1,22%
ROE	12,93%	15,91%	15,83%	16,58%
Marża odsetkowa	2,35%	1,71%	1,93%	2,02%
Marża zysku	17,88%	22,91%	21,14%	17,99%
Współczynnik kredyty/depozyty	42,42%	34,91%	74,70%	74,88%
Zysk na 1 akcję	31,51	43,54	45,96	48,95
Efektywność dywidendy	4,54%	4,01%	3,27%	2,34%

Źródło: opracowanie własne

Tabela 5. Wycena akcji ING BSK S.A.

	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	RV
Zysk netto *	668 663	702 096	737 201	774 061	812 764	812 764
Amortyzacja *	154 799	154 799	154 799	154 799	154 799	154 799
Nadwyżka finansowa *	823 462	856 895	892 000	928 860	967 563	967 563
Stopa dyskonta	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Liczba akcji	13 010 000					
P/E branży na dzień 7.04.2008	11,90					
Roczna stopa inwestycji poza okresem prognozy	20%					
Zdyskontowana nadwyżka finansowa w okresach *	762 465	734 650	708 098	682 740	658 507	6 097 289
Wycena akcji P/E	611,61	642,19	674,30	708,02	743,42	
Wycena akcji DCF	741,26					
Cena akcji z dnia 25.04.2008	500,5					
Rentowność inwestycji według DCF	48,10%					
Rentowność inwestycji według P/E	22,20%	28,31%	34,73%	41,46%	48,54%	

Źródło: opracowanie własne * - w tys. zł