

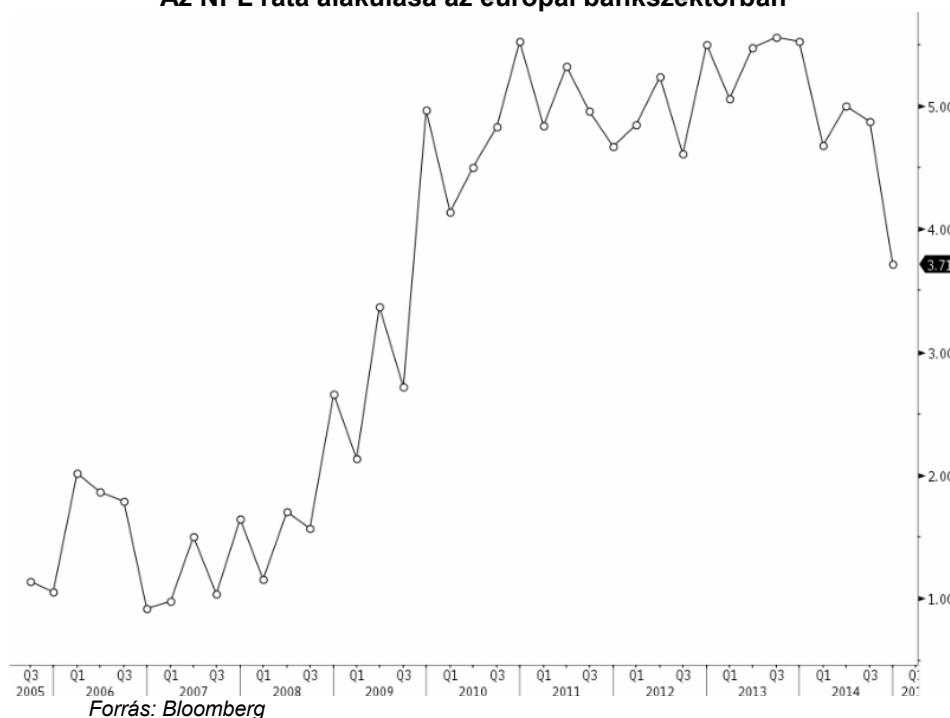
Európai bankszektor

Alapjában véve optimistán tekintünk az európai bankrendszerre, és néhány kivételtől eltekintve bízunk abban, hogy a társaságok részvényárfolyama tovább tud emelkedni. Összesen 8 bankot (Banco Bilbao, Banco Santander, BNP Paribas, Commerzbank, Deutsche Bank, OTP, Raiffeisen, Unicredit) vettünk górcső alá, hogy bemutassuk, milyen folyamatok zajlanak az európai bankszektorban. Szerintünk több bank esetében is a fordulat jeleit láthatjuk a jövedelmezőségben. Növekedésnek indult a hitelezés, ráadásul ezzel párhuzamosan a nem teljesítő eszközök arányában is túl vagyunk már a csúcson.

Normalizálódó eredmény

Az elmúlt években a hitelezési céltartalékok tartották nyomás alatt az európai bankok eredményét. A nem teljesítő hitelek (NPL) aránya jelentősen megemelkedett a válság alatt, amivel párhuzamosan a bankok céltartalékolási kötelezettsége is jelentősen növekedett, jelentősen rontva ezáltal a bankok eredményét. Mostanra viszont megindult a normalizálódás, a nem teljesítő hitelek aránya csökkenésnek indult, (vagy bizonyos bankoknál a képződés jelentősen lelassult), ezáltal csökkentve a céltartalékolási kötelezettséget, vagyis minden egyéb feltételezése mellett az adózott eredmény javulására lehet számítani. Jelenleg még elsősorban eszközadatok segítik az NPL ráta csökkenését.

Az NPL ráta alakulása az európai bankszektorban

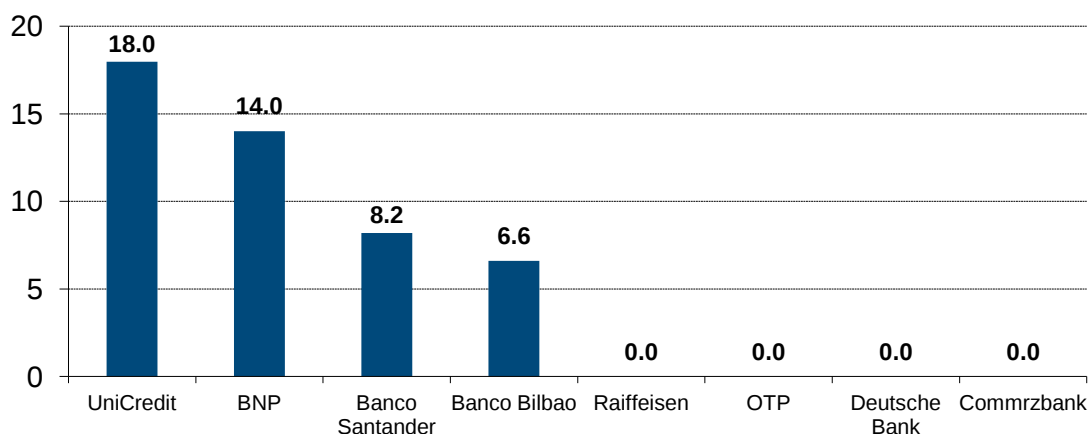


Pozitívan hat az EKB

Az EKB nagyszabású lazító programja lényegében minden szektorra pozitívan hat, azonban hatása egyikben sem annyira direkt, mint a bankrendszer esetében. A bankrészvények esetében nemcsak a részvények értékelésére hat pozitívan, hanem az eredménytermelő képességet is pozitívan befolyásolja.

- A jegybank kereskedelmi bankok számára nyújtott célzott refinanszírozási programja (TLTRO) tartósan alacsony refinanszírozási lehetőséget biztosít a bankok számára, ami elsősorban azon bankoknak kedvező, melyek esetében a hitelezés jelenleg felfutóban van.

A TLTRO összege (milliárd euró)



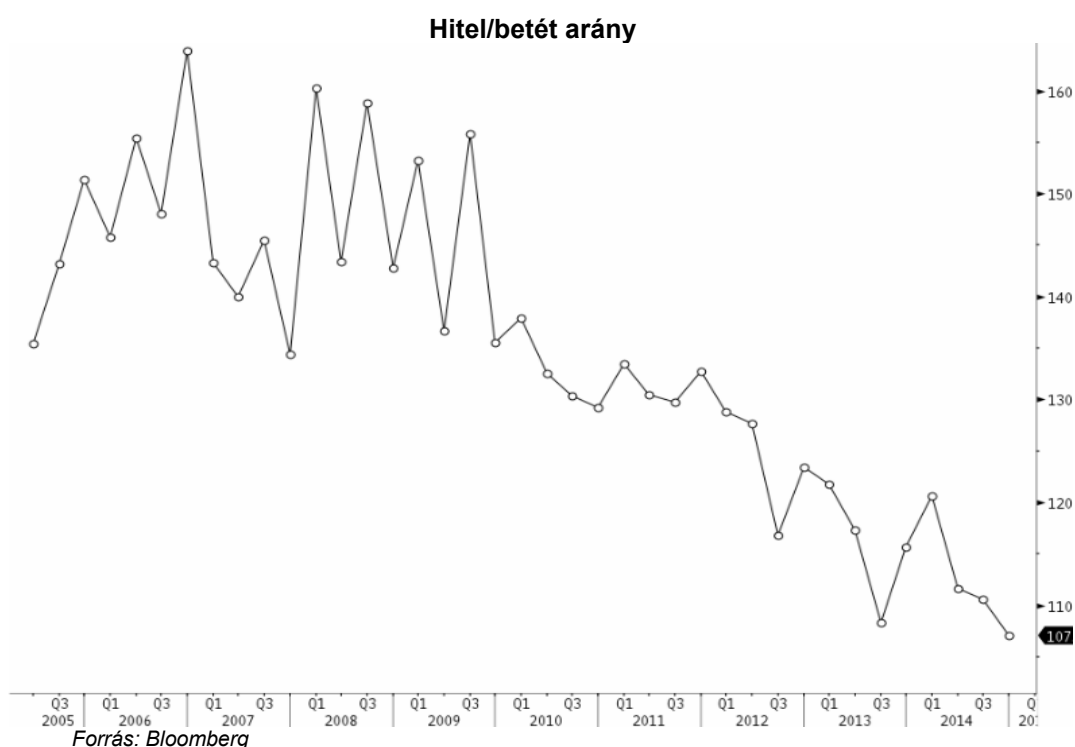
- Az eszközvásárlási program a legtöbb eszköz (értékpapír) értékére pozitívan hat, így a bankok kereskedési eredményét is növeli, miközben hozzájárul az új értékpapír kibocsátások bővüléséhez is.
- Az alacsony kamatok politikája pedig összességében hitelezési aktivitást növelő, így hozzájárul ahhoz, hogy a bankok kamatbevétel termelő eszközállományának csökkenése megálljon, sőt egyfajta növekedés kezdődhessen.

Az EKB a havi 60 milliárd eurós eszközvásárlás keretében főként német, francia, olasz és spanyol eszközöket vásárol, így ezek esetében a legnagyobb a közvetlen hatás a hozamkörnyezetre, azonban áttételesen a nem eurózóna tagok hozamaira is hat a jegybank.

Ország	Tőke aránya (%)
Németország	18.0 %
Franciaország	14.2 %
Olaszország	12.3 %
Spanyolország	8.8 %
Hollandia	4.0 %
Belgium	2.5 %
Görögország	2.0 %
Ausztria	2.0 %
Portugália	1.7 %
Finnország	1.3 %
Írország	1.2 %
Szlovákia	0.8 %
Litvánia	0.4 %
Szlovénia	0.3 %
Lettország	0.3 %
Luxemburg	0.2 %
Észtország	0.2 %
Ciprus	0.2 %
Málta	0.1 %
Eurózóna összesen	70.4 %
Nem Eurózóna tagok	29.6 %

Növekvő stabilitás

Az európai bankszektorban jelentős mértékű alkalmazkodás ment végbe az elmúlt évek során. A hitel/betét arány a korábbi 150-160%-os értékről mostanra az egészségesnek tartott 100% környékére csökkent, vagyis külső banki finanszírozás nélkül képesek finanszírozni a hitelezést. Ez az alkalmazkodás egy sokkal stabilabb, a sokkokkal szemben ellenállóbb bankrendszert hozott létre, azonban a tőkeáttétel leépülése negatívan befolyásolta a jövedelemtermelő képességet. Úgy véljük, hogy az alkalmazkodás már nagyrészt lezárult, így ennek további eredménycsökkentő hatásával már nem számolunk.



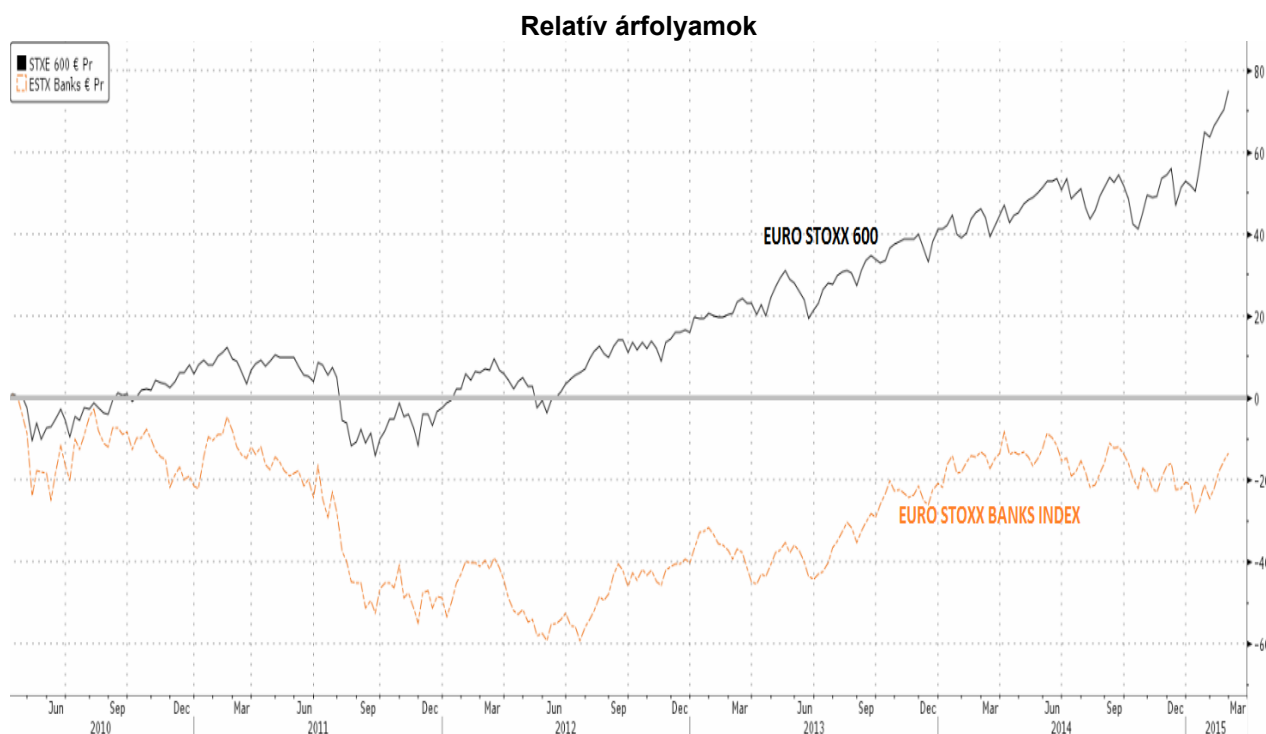
Még mindig vannak toxikus eszközök

A számos pozitív fejlemény ellenére a bankrendszerben még mindig jelen vannak aggodalomra okot adó toxikus eszközök, mindössze az elnevezésük változott. Míg korábban az értékpapírosított hitelek (ABS, MBS...) okoztak fejfájást, ezek helyét mára átvették az ukrán, orosz kitettségek, vagy éppen a jogi ügyekre képzett céltartalékok.

Kedvező értékeltség

Összességében úgy ítéljük meg, hogy az európai bankszektor értékeltsége mind relatív, mind pedig abszolút értelemben kedvező.

1. A saját tőkére vetített eredménytermelő képességük (ROE) növekszik, miközben a tőkeköltség (COE) csökken, főleg a kockázatmentes hozamok és a kockázati prémium csökkenésének hatására, ami magasabb fair értékeltséget indokol.
2. Még mindig találhatók olyan bankrészvények, melyek saját könyv szerinti értékük alatt forognak.
3. Az elmúlt évek részvénypiaci szárnyalásából nem tudta kivenni a részét a bankszektor, ahogy az a következő ábrán is látható. Ennek eredményeként a szektor sokkal kevésbé túlfűtött, mint a részvénypiac egésze, így alacsonyabb értékeltségekkel találkozhatunk, ami kedvező beszállást jelenthet.



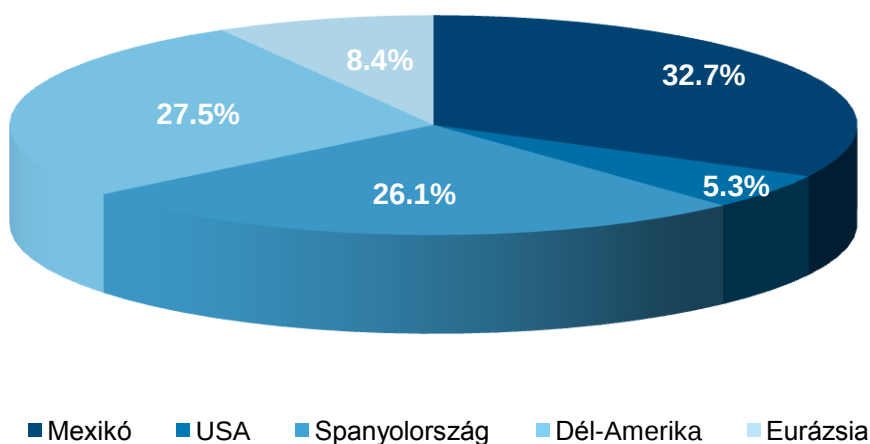
Forrás: Bloomberg

Banco Bilbao

Növekvő hitelezési aktivitás, ezzel összefüggésben ismét emelkedésnek induló kamatmarzs jellemzi a Banco Bilbao teljesítményét. Ezzel párhuzamosan a hitelezési portfólió minősége is javul, ami együttesen egy kedvező kombinációt eredményez.

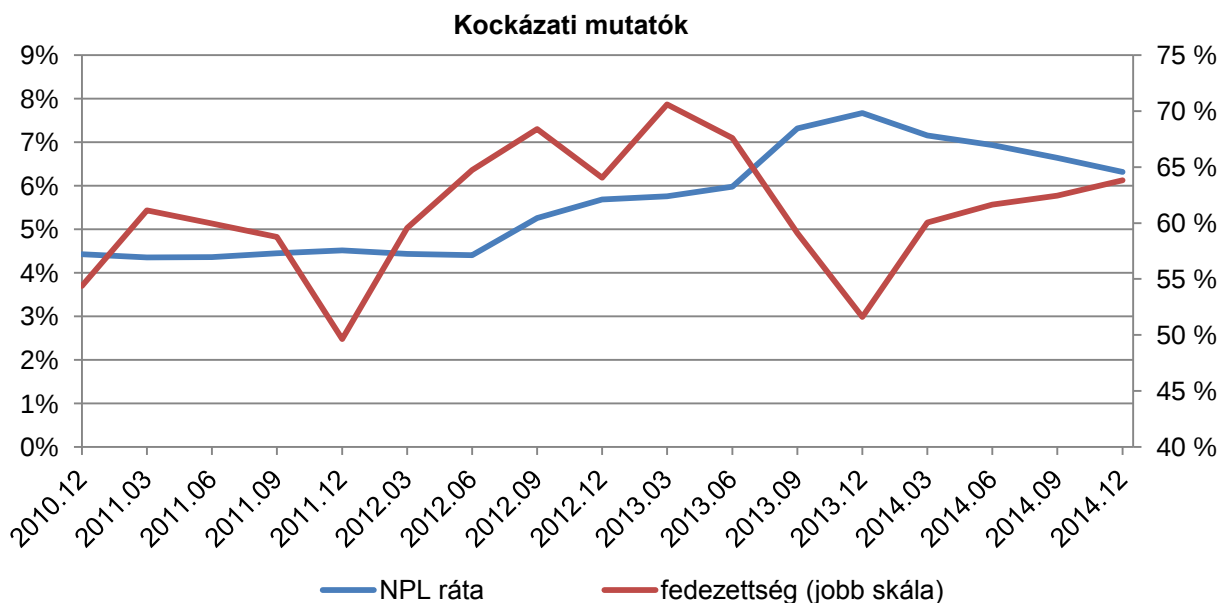
Bár a Banco Bilbao-t tipikusan spanyol banknak szokás titulálni, azonban jövedelmeinek megoszlása alapján helyesebb lenne a spanyol ajkú bank jelzőt aggatni rá, hiszen 2014-es operatív eredményének legnagyobb része Mexikóból származik, ezt követi Dél-Amerika, és csak harmadik helyen szerepel az anyaország, Spanyolország.

A Banco Bilbao jövedelmeinek megoszlása

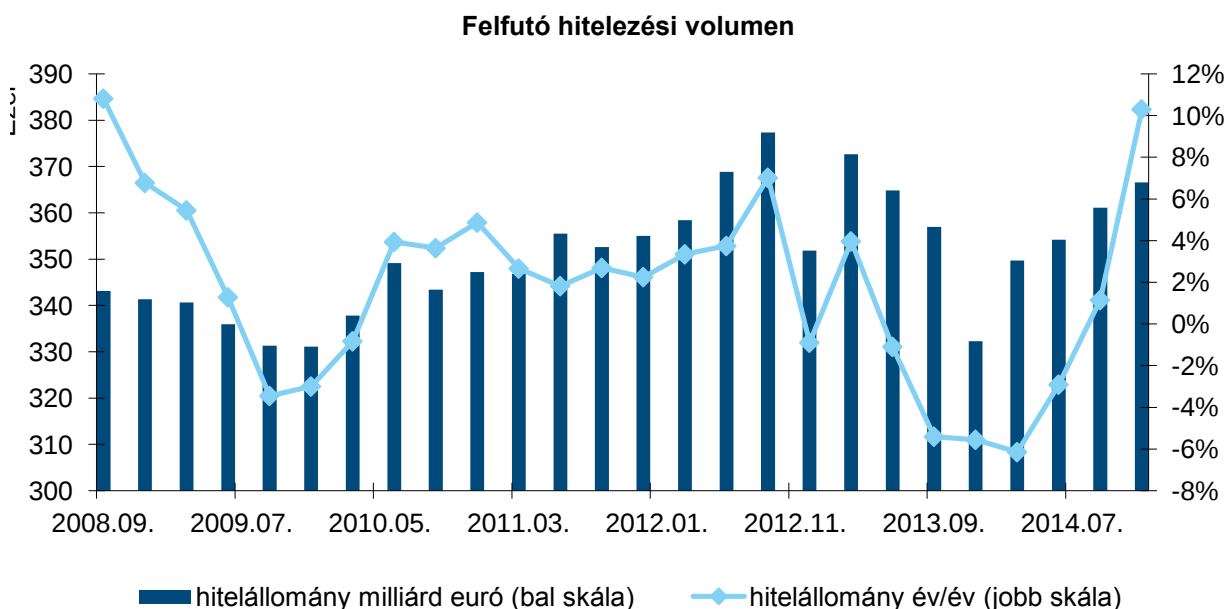


A bevételek megoszlási szerkezete miatt rendkívül fontos a közép- és dél-amerikai devizaárfolyamok alakulása az euróval szemben. A Nomura az elmúlt napokban éppen ezért erősítette meg a Banco Bilbao részvények vételi ajánlását. Az elemzőház ugyanis arra számít, hogy a devizamozgások sokkal inkább támogatóak lesznek az idei évben, mint 2014-ben, ez pedig pozitívan fog hatni a bankcsoport eredményére.

A bank hitelfortfóliója az elmúlt negyedévekben folyamatosan javult, amit a fedezetségi arány növelésére használtak fel. 2013 végén mindössze 50% körüli fedezettséggel rendelkezett a bankcsoport, ami meglehetősen soványnak számított, azonban ezt mostanra sikerült 60% fölé emelni, ami már egy sokkal kedvezőbb érték. Mivel mostanra a fedezettség is normális tartományt ért el, az NPL ráta csökkenése hamarosan megmutatkozhat a céltartalék visszaesésében is, ami pozitívan befolyásolná a nyereségességet is.

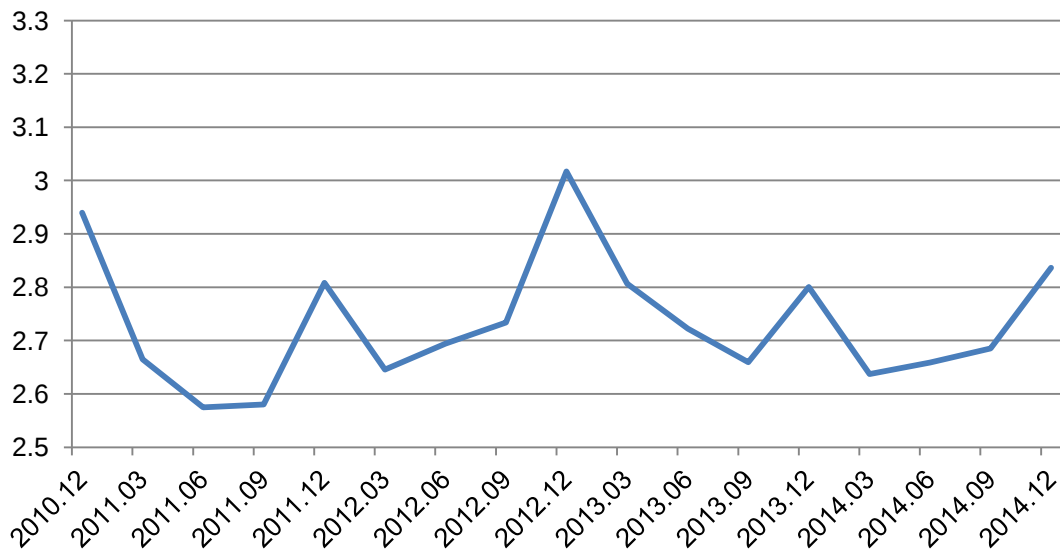


Az elmúlt negyedévekben ismét növekedésnek indult a hitelállomány, ráadásul ahogy az alábbi grafikonon is látható, a növekedés üteme egyre magasabb, vagyis gyorsuló ütemű növekedést láthatunk. A növekedést főleg az Európán kívüli piacok húzzák. A hitelezési aktivitás növelése érdekében 6,6 milliárd euró TLTRO refinanszírozási lehetőséget hívott le a bank.



A hitelezési aktivitás növelésével párhuzamosan emelkedésnek indult a nettó kamatmarzs is, ami szintén pozitív fejleménynek tekinthető. A kamatmarzs mértékének növekedése már a 12 hónapos gördülő értékben is megfigyelhető.

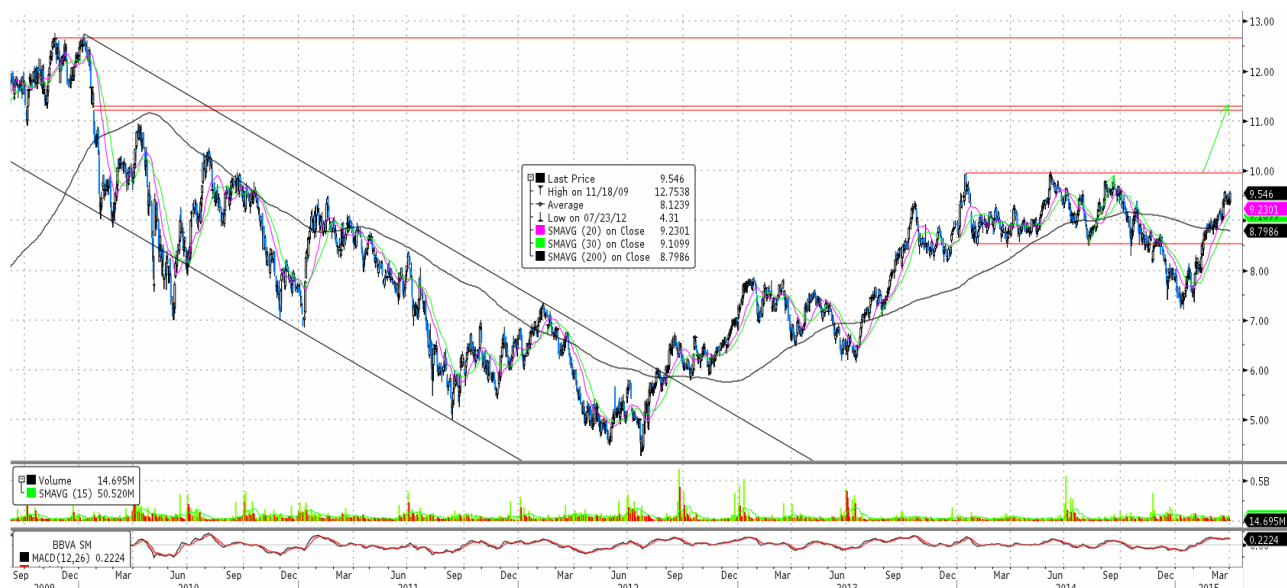
12 havi gördülő nettó kamatmarzs



A pozitív fejlemények és a kedvező működési környezet ellenére nem árt az óvatosság. A 12 hónapos elemzői célárak átlaga 9,15 euró, ami 4%-kal alacsonyabb, mint a jelenlegi piaci ár, ezek alapján a kedvező környezet hatása már beárazódott a mostani árfolyamba.

Technikai kép

Év eleje óta tartó meredek emelkedés látható a Banco Bilbao grafikonján, amelynek köszönhetően a tavaly negyedik negyedévi mélyrepülés nagy részét ledolgozta a kurszus. Egy kiemelt ellenállás látható a grafikonon kerek 10 eurónál, de még eddig is több mint 5%-os emelkedési potenciál van a papírban. Tavaly háromszor próbálta a 10 eurós akadályt sikertelenül legyőzni a kurszus, és heteken belül ismét nekifuthat az ellenállásnak. Nagy tér nyílna felfelé a szint áttörése után, mert a 10,97-11,06 eurós rést és a 12,7 eurós lokális csúcsot vehetné célba a bankpapír.

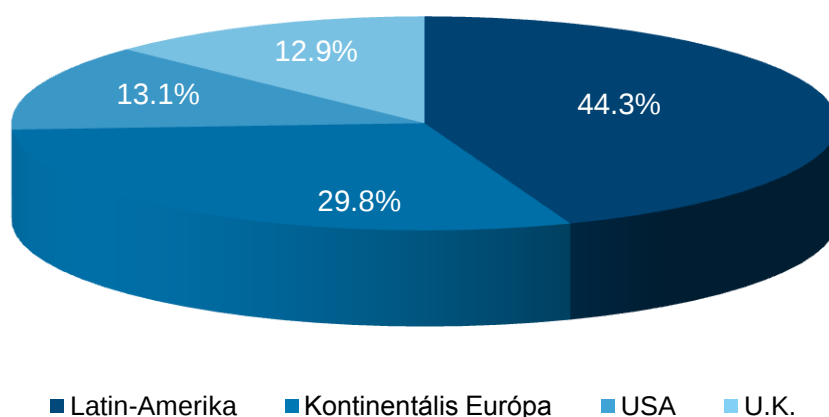


Banco Santander

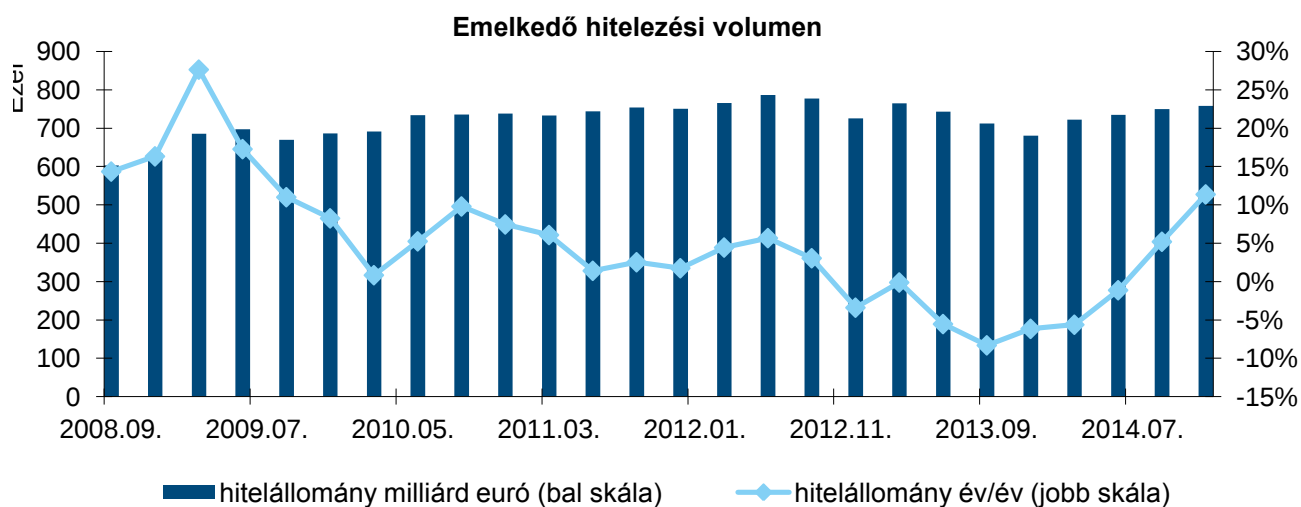
A Banco Bilbaohoz hasonló folyamatok zajlanak a Banco Santandernél is. A főleg latin-amerikai kitettséggel rendelkező banknál a hitelezési felfutás szintén dinamikusnak nevezhető, ráadásul az értékeltségi szintek kedvezőbbnek mondhatók.

A Banco Bilbaohoz hasonlóan a Banco Santander is jelentős latin-amerikai kitettséggel rendelkező bankcsoport. Adózás előtti jövedelmének 44,3%-a származik ebből a térségből. Ezen kívül jelentős érdekeltsége van Amerikában és Angliában is.

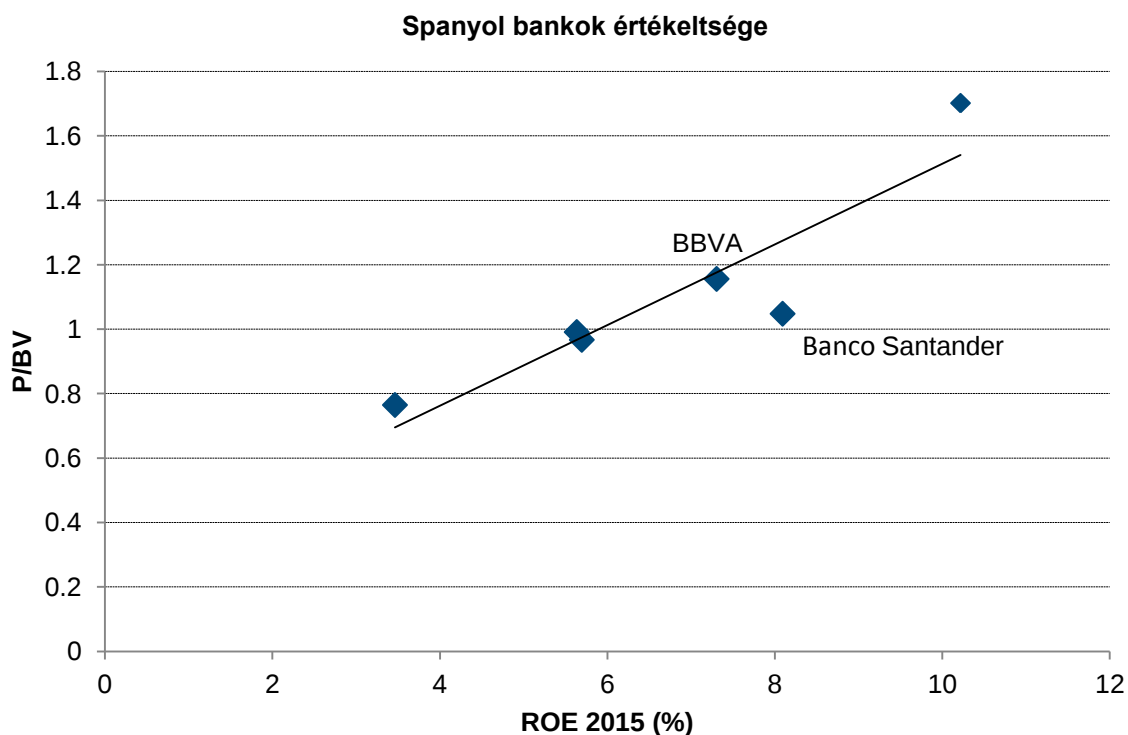
A Banco Santander jövedelmi lebontása



Szintén érdemi hasonlóság a két spanyol bank között a hitelezési dinamika alakulása. Az elmúlt években a Banco Santander is növelte a hitelezési volument, ráadásul ezt gyorsuló ütemben tette, a negyedik negyedévben év/év alapon 10% fölötti bővülést is láthattunk. Az EKB TLTRO programjából eddig 8,2 milliárd euró refinanszírozási lehetőséget hívott le. A hitelezés növekedésével összhangban a nettó kamatmarzs is tágulni kezdett az elmúlt időszakban.

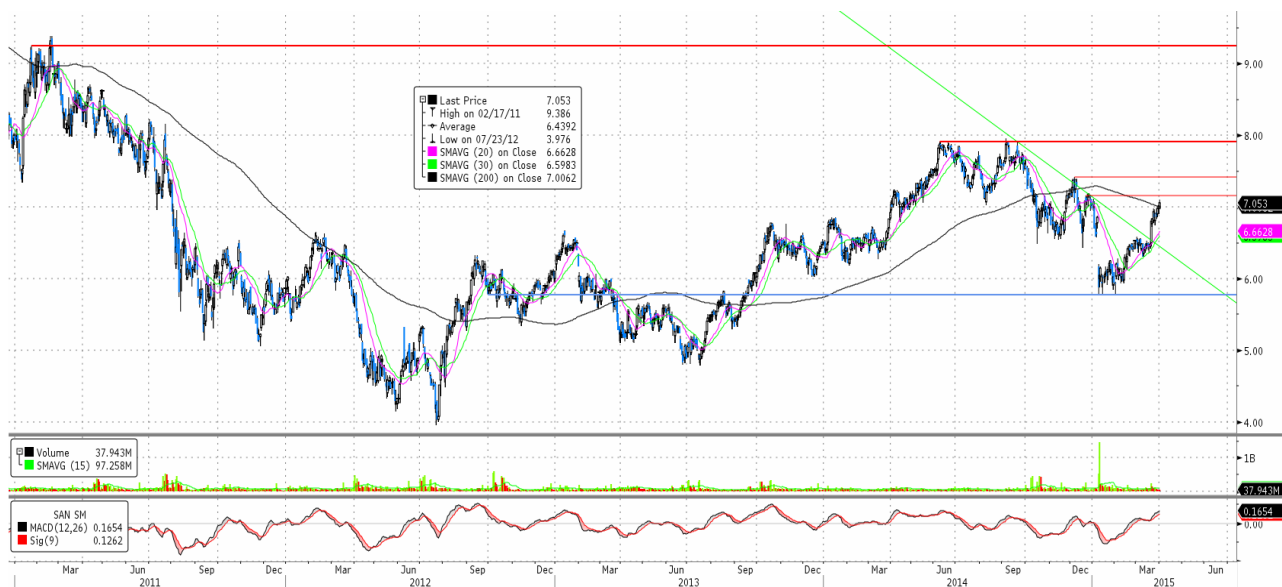


A Banco Santander értékeltsége némileg a spanyol bankokat reprezentáló egyenes alatt marad, így jelenleg ez alapján nem számít túlértékeltnek.



Technikai kép

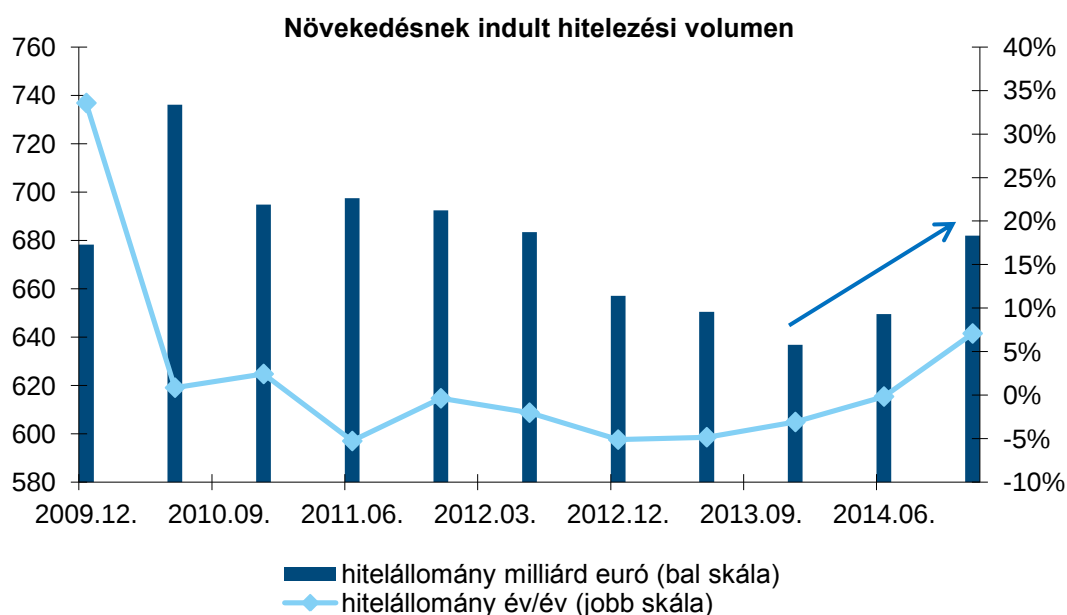
A Banco Santander árfolyama emelkedni tudott az első negyedévben, de csak az utóbbi hetekben volt meggyőző a papír mozgása, amikor a csökkenő trendvonalat is áttörte a kurszus. Folytatódhat az emelkedés, kisebb ellenállások találhatók 7,15 és 7,4 eurónál, de erős szint csak 7,92 eurónál húzódik. A közeljövőben inkább lassabb emelkedésre számíthatunk, viszont a hangulat eléggé törékeny, ezért a pár hónapja tartó trend egyelőre nem nevezhető stabilnak. A 7,92 eurós szint áttörésével javulna sokat a technikai kép.



BNP Paribas

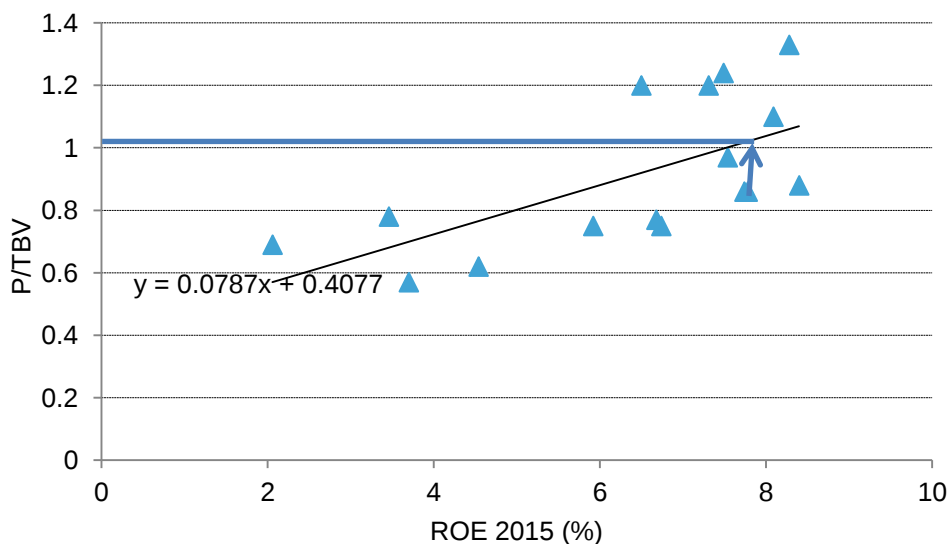
A mediterrán bankoknál megindult a hitelezés felfutása, ezzel elkezdtek kimászni a gödörből. A kedvező iparági fordulat támogatja a BNP Paribas árfolyam alakulását is a következő időszakban.

A mediterrán térségben (Olaszországban, Spanyolországban és Franciaországban) a hitelezési volumen növekedésnek indult, ami pozitívan hat a térségben aktív bankokra is. Ebből a pozitív iparági fordulatból veheti ki részét a francia BNP Paribas is, melynek esetében a legutolsó félévben már láthatóak a pozitív fordulat jelei. Az EKB TLTRO kihasználásának szempontjából kimondottan az aktívabb bankok közé tartozik, 14 milliárd euró refinanszírozást igényelt eddig.

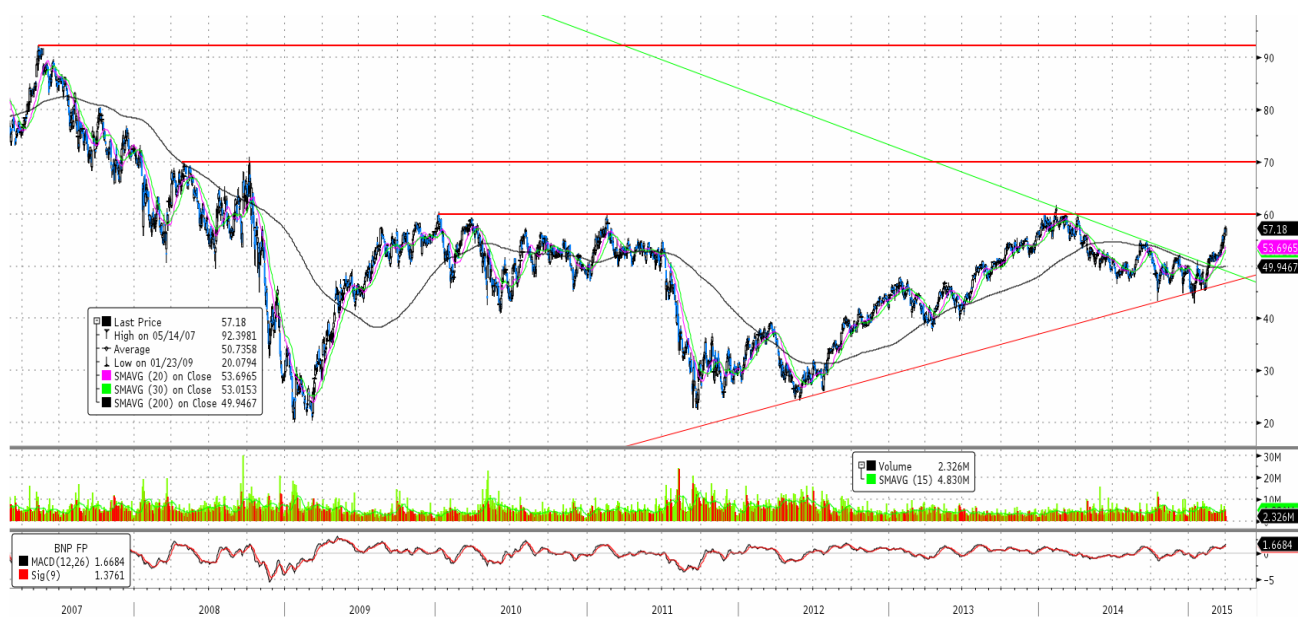


Értékeltség

A BNP Paribas könyv szerinti értékének 0,86%-án forog, míg a szektortársak értékeltsége alapján hasonló tőkearányos megtérüléshez 1-es P/BV hányados társulna, vagyis mintegy 14%-kal az átlagos piaci értékeltség alatt forog a részvény.

A BNP Paribas és szektortársainak értékeltsége

Technikai kép

Február közepén rakéta üzemmódba kapcsolt a BNP Paribas, miután az árfolyam visszapattant a 45 eurós ellenállásról. A gyors emelkedésnek köszönhetően jelenleg már 57 eurónál jár az árfolyam, és gyorsan közelíti a 60 eurónál található erős szintet. Ezt az ellenállást évek óta nem tudja áttörni a kurzus, 2008 vége óta egy legyőzhetetlen akadály a 60 eurós szint. Rövidtávon folytatódhat az emelkedés a papírban, de igazán nagy potenciálról csak az említett ellenállás áttörésével beszélhetnénk. Ebben az esetben valószínűleg újabb vételi erő érkezne a papír piacára, és hosszabb távon is emelkedő trend alakulhatna a papírban.

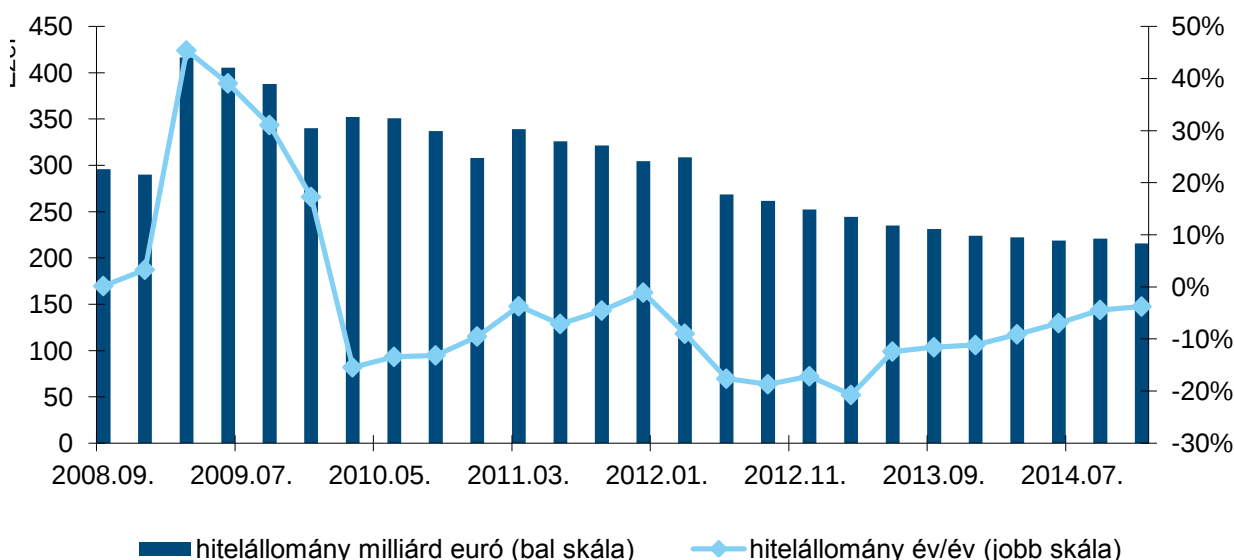


Commerzbank

Jelentős átalakítások zajlanak a Commerzbanknál. A veszteséget termelő üzletágot fokozatosan építi le a bankcsoport, így egyre inkább a core operáció eredménye fogja dominálni a bankcsoport nyereségességét. Ez pedig komoly átértékelődési folyamatot indíthat el a Commerzbank részvényárfolyamában. A jelenlegi piaci árazás azonban még meglehetősen pesszimista hozzáállást takar a befektetők részéről.

Az elmúlt negyedévekben fokozatos a hitelezési aktivitás javulása, azonban ez is csak arra elég, hogy lassuló ütemben csökkenjen a hitelállomány nagysága, azonban a trend alapján hamarosan átmehet növekedésbe a hitelállomány, főként, ha az eszközértékesítések véget érnek.

Javuló, de még csökkenő hitelállomány



Leépítés alatt álló kockázatok

A Commerzbank esetében két eszközosztály miatt lehet aggódni. Az egyik a CHF alapú hitelek, melyek a lengyel leánybank, az mBank méregében vannak. Ebben 70%-os tulajdona van a Commerzbanknak, a leánybank pedig 5,5 milliárd CHF hitelállománnyal rendelkezik. Azonban a bank jellemzően a magasabb jövedelműeknek hitelezett, így várhatóan a visszafizetési hajlandóság nem fog drasztikusan romlani. Kockázatot inkább a szabályozói oldal jelent, azonban egyelőre nem született döntés drasztikus beavatkozásról.

A másik kockázatos eszközosztályt az NCA üzletágba sorolta be a Commerzbank. Ezek olyan eszközök, melyek nem tartoznak az alapvető működéshez, és amelyek leépítését irányozta elő a bank. 2014 végén 20 milliárd euró kereskedelmi ingatlanhitellel (CRE), 12 milliárd értékű hajózási hitellel rendelkezik a bank. Ezek volumene már eddig is jelentősen csökkent, de 2016 végére további csökkentést idézett elő: a CRE szegmenssel szembeni kitéettséget 11 milliárd euróra, a hajózási hiteleket 9 milliárd euróra. Így a jelenlegi 32 milliárd euróról 21 milliárd euróra csökkenhet az NCA üzletág kitétsége.

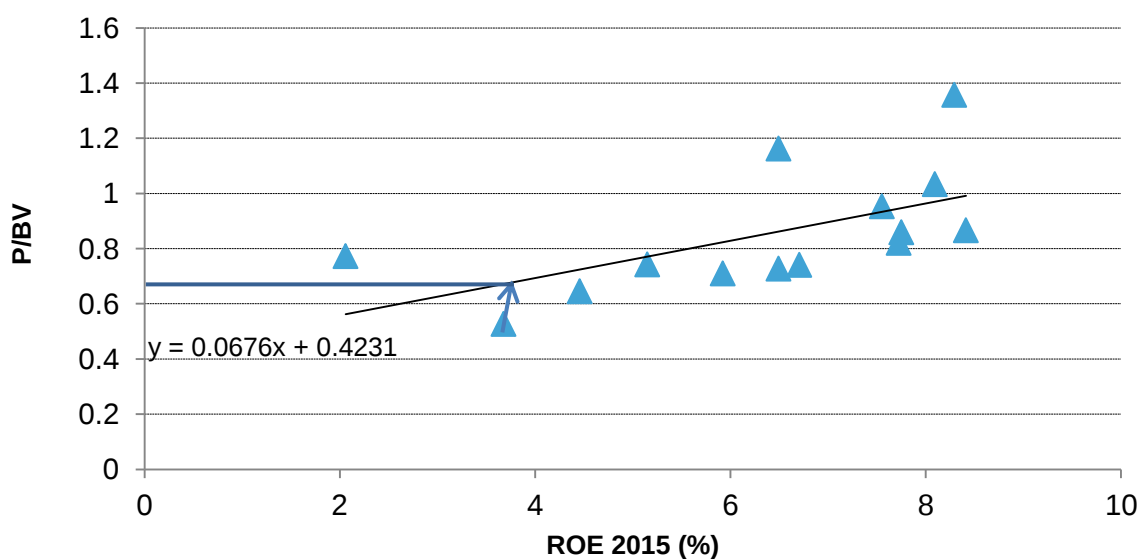
Az NCA eszközök leépítésének hatására csökken a veszteséget termelő eszközök volumene, így javul a bankcsoport eredménye.

Értékeltség

2016-ra a core operációtól 10%-os saját tőke arányos nyereséget tervez elérni a bank, miközben számításaink alapján a bank tőkeköltsége nem haladja meg az 5%-ot. Vagyis amennyiben 2016-ban változatlan tőkeallokációval számolunk, és azt feltételezzük, hogy az eszközállománnyal arányosan csökken az NCA üzletág vesztesége, akkor a csoportszintű ROE 7% körül alakulna. (A tőkeallokáció változása ezt tovább növelheti). Ebből kiindulva fair értékre 0,95-ös P/BV érték adódna, és akkor is csak 0,9-re módosulna ez az érték, ha a célok elérése 2017-re tolódná ki. Ezzel szemben jelenleg 0,57-es P/BV értéken forog, így akár egy 60%-os felértékelődési potenciállal is rendelkezhet a papír.

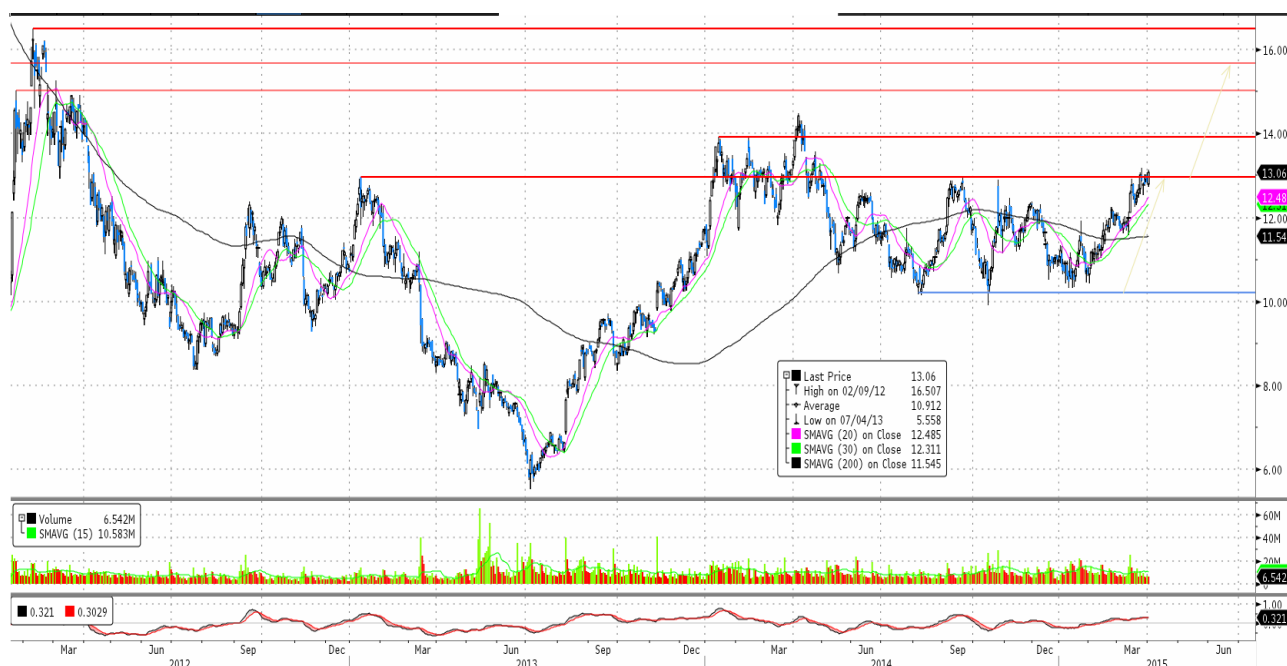
Relatív megközelítést alkalmazva is alulértékeltnek tartjuk a Commerzbankot a többi régiós szektortárshoz képest. A lenti grafikonon a jelenlegi árfolyam és könyv szerinti érték (P/BV) hányadosa és az idei év végére várt tőkearányos nyereség (ROE) alapján vizsgáltuk a részvények árazását. A peer group árazása alapján 0,67-es P/BV értékeltség lenne reális, ami 27%-os felértékelődési potenciált jelent a mostani árazáshoz képest.

A Commerzbank szektortársainak értékeltsége



Technikai kép

Gyakorlatilag egy széles sávban oldalazott a tavalyi évben a Commerzbank. Az árfolyam az év nagy részében 10-13 euró között mozgott, és ebben a zónában technikailag nem is túl izgalmas a grafikon. Az elmúlt hónapok azonban az emelkedésről szóltak, amelynek során a kurzus elérte a 13 eurós szintet, de ennek áttörése még várat magára. Ráadásul az ellenállás áttörésével gyorsan megérkezne a 14 eurós szinthez, felette pedig 14,48 és 16,5 eurónál vannak akadályok. Valójában a 13-14 eurós ellenállás zóna áttörésével mondhatnánk, hogy az idei a fordulat éve. Mérsékeltlen vagyunk optimisták a papírral kapcsolatban technikai alapon.



Deutsche Bank

Európa egyik legnagyobb befektetési bankjánál továbbra is a nehezen becsülhető jogi költségek okozzák a legnagyobb bizonytalanságot a befektetők körében. Ezek potenciális nagyságrendjére még a Deutsche Bank vezetősége sem hajlandó becslést adni, a piaci árazások alapján 16,5 milliárd euró lehet majd ezek összege. Amennyiben ez alatt maradnak a költségek, akkor érdemi felértékelődés is elképzelhető, míg ennél magasabb költségek esetén a mostani árfolyam is túlzónak tűnik.

A Deutsche Bank Európa egyik vezető befektetési bankja, és globális szinten is meghatározó szereplő. Tevékenységét a következő szegmensek alkotják:

- Vállalati bank és értékpapírok (Corporate Banking & Securities)
- Tranzakció finanszírozás (Global Transaction Banking)
- Vagyonkezelés (Deutsche Asset & Wealth)
- Privát és üzleti ügyfelek (Private & Business Clients)
- Nem fő operáció (Non-Core Operations Unit)

Piaci spekulációk alapján ezt a szervezeti struktúrát készül nagymértékben átalakítani a Deutsche Bank azzal, hogy a bankcsoportot kétfelé választaná. Ezt olyan módon valószínűsítik meg, hogy szétválasztanák a befektetési banki tevékenységet és a kereskedelmi banki üzletágat. Ennek racionalitását az adná, hogy a bank vezérigazgatója többször kifejtette, hogy a kereskedelmi bank esetében folyamatosan szigorodnak a tőkekövetelmények, ami rontja a megtérülési mutatókat, ráadásul ez tőkeoldalról a befektetési banki üzletágat is negatívan befolyásolja.

Elszálló jogi költségek

Az év végén a bank 3,6 milliárd eurónyi céltartalékkal rendelkezett a jogi és operatív esetek rendezésére. Az emiatti céltartalékolás várhatóan tovább növekszik, azonban ennek potenciális méretére a bank vezetősége sem adott becslést, de véleményünk szerint az a jelenlegi céltartalék többszörösét is elérheti. Az elmúlt időszakban a banki bírságok, különösen Amerikában, meglehetősen nagyra nőttek.

Néhány emlékeztető banki bírság az elmúlt hónapokból:

- Bank of America: 16,65 milliárd dollár a jelzáloghitelekhez kapcsolódóan
- Commerzbank: 1,45 milliárd dollár az iráni szankciók kijátszása miatt
- BNP Paribas: 8,9 milliárd dollár, szintén az iráni szankciók megszegése miatt
- Citi: 7 milliárd dollár amerikai jelzálog hitelek értékesítése miatt

A Deutsche Bank ellen jelenleg több jogi eljárás is folyamatban van, ami a jogi céltartalék megugrását eredményezheti az esetleges bírságok miatt. A Deutsche Bank vezetőinek egy tavaly májusi nyilatkozata alapján nagyjából 1000 jelentős (100 ezer eurót meghaladó méretű) jogi eljárásuk van folyamatban. Véleményünk szerint azonban ezek közül mindössze pár lehet az, ami a Deutsche Bank méretéhez képest is jelentős veszteséget eredményezhet. Ilyen például az amerikai jelzálogtermékek szabálytalan értékesítésének a vizsgálata, ami az eddigi tapasztalatok alapján több milliárd dolláros bírságot és kártérítést eredményezhet. Vagy a benchmarkok manipulálása miatti vizsgálat, például: ISDA fixing, londoni arany manipuláció, deviza fixing manipuláció.

A részvények értékelése

Normál körülmények között átlagosan évi 4 milliárd eurós adózott nyereség elérésére képes a Deutsche Bank, ami 5,8% körüli tőkearányos nyereséget (ROE) jelent. Számításaink szerint a bank tőkeköltése (COE) 5% körül alakul. Ezért 1,15-ös árfolyam/könyv szerinti értéket (P/BV) tartunk reálisnak.

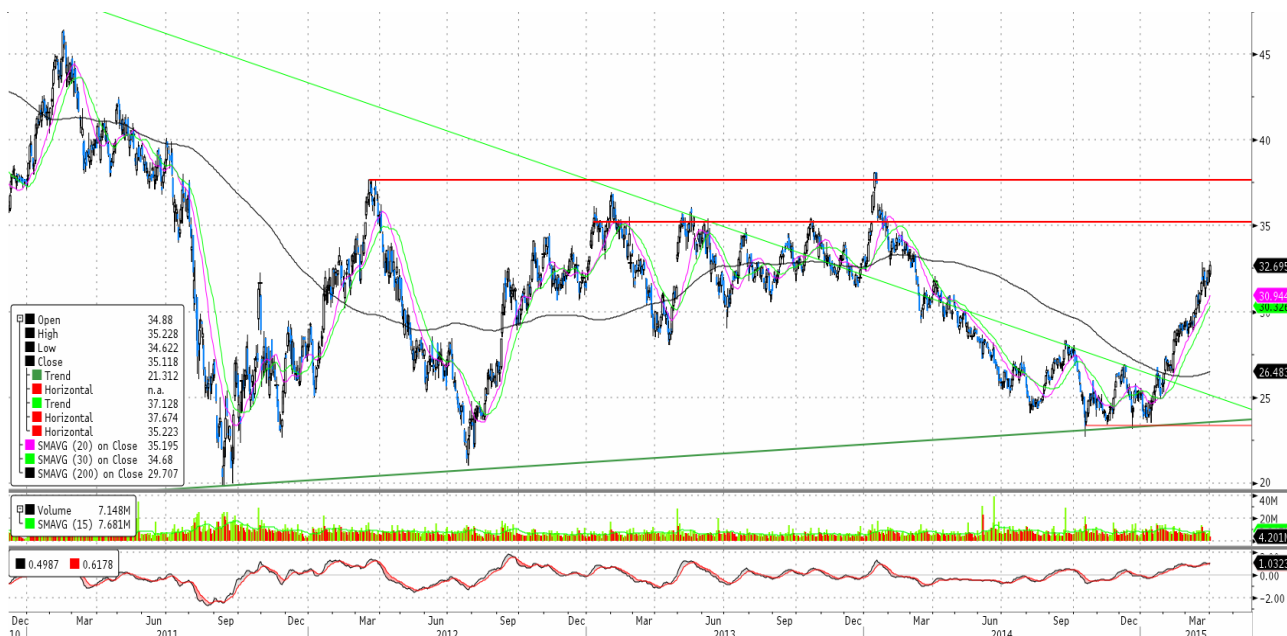
Az immateriális javakkal (tipikusan goodwill) tisztított könyv szerinti érték 53,4 milliárd euró, míg a jelenlegi piaci kapitalizáció 44,9 milliárd euró, vagyis 1,15-ös fair árazást figyelembe véve 16,5 milliárdos felértékelődési potenciál is lehetne a cégben az árazási különbség alapján, ha nem lenne jelentős a jogi költségek kockázata, ami komoly tőkét emészthet fel.

Számításaink szerint fél évvel ezelőtt még 21 milliárd euró körüli diszkontot tartalmazott a Deutsche Bank árazása, vagyis a piac jelenleg kevésbé pesszimista, mint néhány hónapja. A 16,5 milliárd eurós jogi költség nagyságát kedvezőtlen, de reális scenáriónak tartjuk a szektorban tapasztalt eddigi bírságok alapján. Ugyanakkor fontos, hogy ennél akár érdemben kisebb is lehet az összeg, a pontos nagyságrendet nehéz meghatározni. Nem véletlen, hogy még a menedzsment sem ad rá becslést.

Összességében kockázatosnak tartjuk a Deutsche Bank részvényeit, de akár komoly felértékelődési potenciál is lehet a részvényekben. A fő értékvezérlő a jogi költségek alakulása lesz. Számításaink szerint amennyiben a jogi költségek 16,5 milliárd euró alatt maradnak, akkor érdemi felértékelődés lehet, míg ennél magasabb költségek esetén a mostani árfolyam is túlzónak tűnik.

Technikai kép

Hónapokkal ezelőtt elhagyta lokális mélypontját az árfolyam, és az év első három hónapjában meredeken rallyzott a papír. Erős ellenállások a 35-38 eurós zónában találhatók, és eddig bőven van még tere az emelkedésnek, bár egy korrekció bármikor elindulhat a meredek emelkedést követően. Hosszútávon a 35-38 eurós szint felett nyílna komolyabb emelkedési potenciál a papírban.



OTP

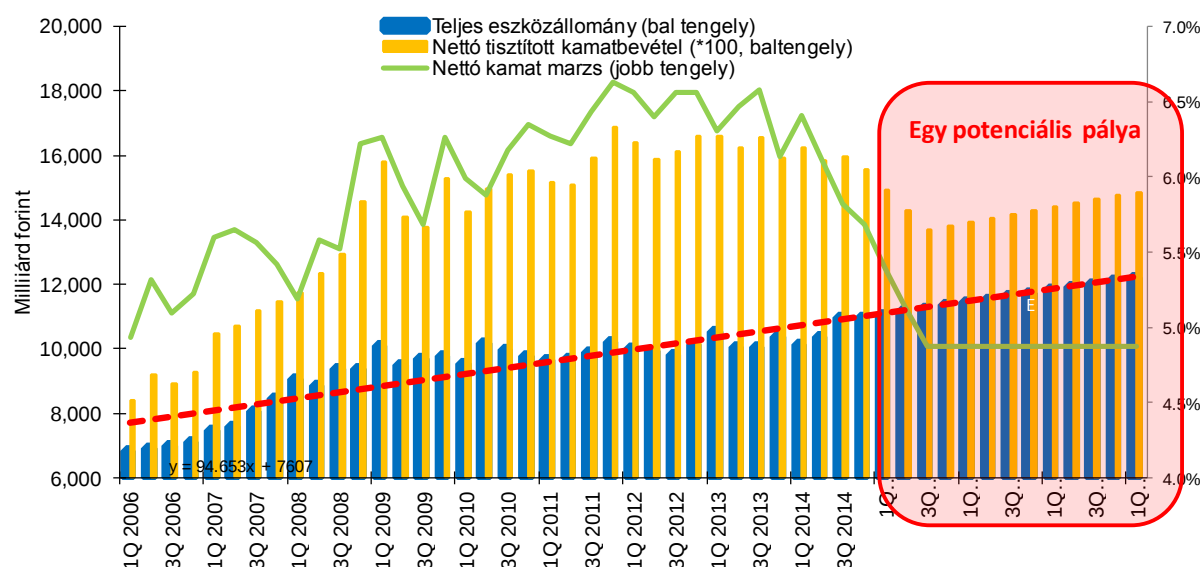
Az OTP részvényeket megvizsgálva azokat mind fundamentálisan, mind pedig technikailag attraktívnak találtuk, azzal a megjegyzéssel, hogy az elmúlt hetek rallyja során a rövidtávú pozitív hatások már beárazódtak. Ezt sugallja az idei évre vonatkozó komparatív és a technikai kép alapján született értékelés is. Ugyanakkor 1-2 év távlatában jelentős profitbővülésre számítunk a céltartalék képzés csökkenése miatt, ami várhatóan nagyobb mértékű lesz, mint a kamatbevételek csökkenése.

Még nincs itt a Kánaán

Habár a bankvezetők optimistán néznek a jövőbe, a devizahitelek forintosítását követően, amely az év hátralevő részében lezajlik, mégsem árt az óvatosság:

- A forintosítást követően, és a fair bank törvényből kifolyólag alacsonyabb kamatjövedelmekre lehet számítani Magyarországon.
- Volumen terén a hitelezés bővülését a lakosság óvatossága mellett fékezi az adósságfék-szabályozás is.

Teljes eszközállomány és kamatkülönbözet változása



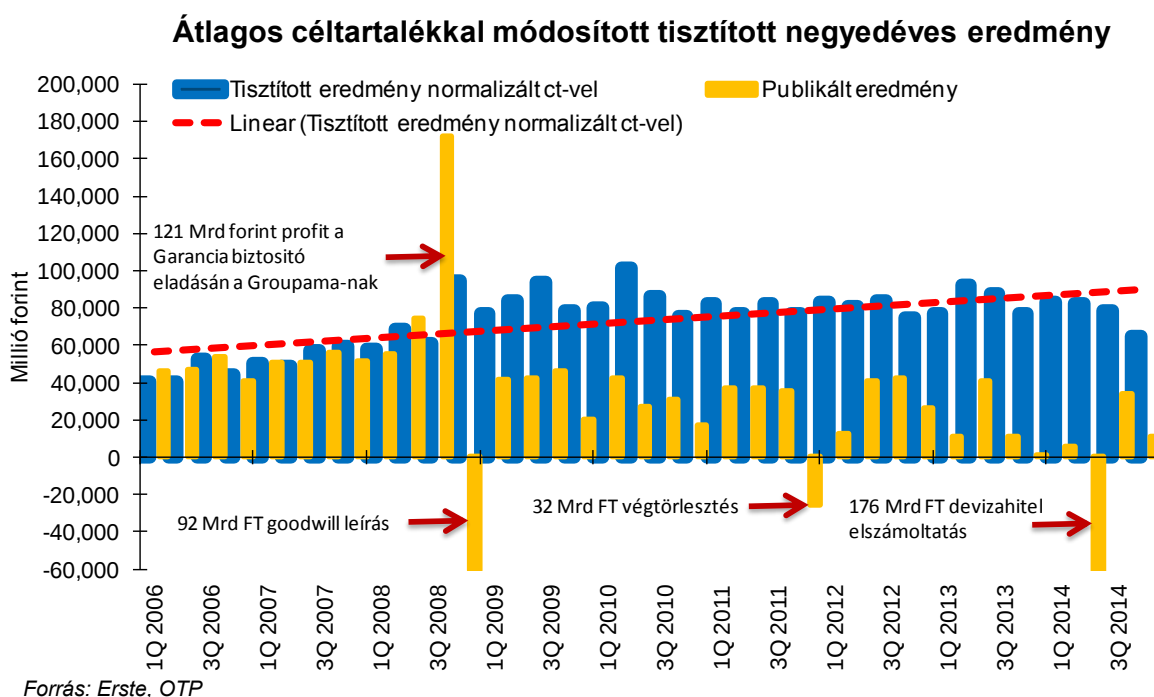
Forrás: Erste, OTP

Az elmúlt évek során, válság ide vagy oda, az OTP csoport eszközállománya enyhén növekedett, és tavaly év végén elérte a 11.000 milliárd forintos szintet. Az idei év elejétől életbe lépett adósságfék-szabályok és a fair bank törvény ellenére is csak átmeneti megtorpanásra számítunk az itthoni hitelezésben, amely az elkövetkező években enyhe növekedést mutathat föl. Ugyanakkor a kamatmarzsok terén is komoly nyomást lehet látni. A forintosítás kapcsán is szűkülő marzsokra lehet számítani, és az alacsony hozamkörnyezetben a piaci verseny is lefelé nyomja azokat. Az NHP segít növelni a kamatjövedelmet, de az átlagos marzsot csökkenti. Az OTP esetében a romló orosz helyzet is negatívan hat, hiszen a bank most nem a növekedésre koncentrálna a hagyományosan magas kamatjövedelmű piacon, hanem a portfólió minőség javításán dolgozik. Így itt is csökkenő-stagnáló állományra lehet számítani.

Az előző grafikonon a teljes eszközállományt, a kamatmarzst és a potenciálisan elérhető kamatjövedelmet (illetve a könnyebb megjeleníthetőség miatt annak százszorosát) ábrázoltuk egy lehetséges pályával az elkövetkező két évre. Ebben a hangsúlyozottan leegyszerűsített modellben a kamatmarzs a 2006-os szint alá süllyed, miközben az eszközállomány az elmúlt válságos évek dinamikájának megfelelően bővül. Jól látható, hogy ebben a moderáltnak tekinthető képben a negyedéves nettó kamatjövedelem még 15-20 milliárd forinttal csökkenhet az elkövetkező negyedévekben a tavaly negyedik negyedévi 155 milliárd forintos színtről, mielőtt újra növekedési pályára állna. (Pl. a forintosítás miatt 10 milliárdos kamatbevétel kiesésre lehet számítani évente a bank szerint.) Vagyis nem annyira a fényes hitelezési kilátásokért szerethető az OTP, hanem valami más miatt.

Akkor miért is lehet izgalmas az OTP?

A válságos évek során a bank folyamatosan hatalmas céltartalék állomány képzésére kényszerült, amely negyedévente 60-100 milliárd forintra rúgott (goodwill és egyéb más leírások, pl. végtörlesztés, vagy elszámoltatás nélkül). Ez korábban 10 milliárd forint körül alakult. Ha az egyszeri tételektől megtisztított eredményt módosítjuk úgy, hogy kockázati költségként a normál időben megszokott értéket vesszük figyelembe, akkor láthatjuk, hogy a bank továbbra is jó jövedelem termelő képességgel rendelkezett. (alábbi grafikon)



A fenti grafikonon jól látszik, hogy egy normalizálódó környezetben, ahol jelentősen lelassul a nem fizető adósok számának emelkedése, a profit „*ceteris paribus*” akár jelentősen növekedhetne is. Hiszen ha a céltartalék képzés visszaállna a „békeidők” szintjére, akkor a bank negyedévente 60-90 milliárd forint profitot is meg tudna termelni. Figyelembe véve a kamatmarzs szűkülését (15-20 milliárd forint negyedévente) és a bankadó várható csökkenést (~15 milliárd évente, mintegy lefeleződhet), akkor komoly profitbővülési kilátásokat, fogalmazhatunk meg az OTP-re nézve. Ugyanis a válságos évek alatt megszokott 100-150 milliárdos eredmény belátható időn belül jócskán 200 milliárd fölé is ugorhat csak a fizetési fegyelem javulásával. ($4 \cdot 60 - 4 \cdot 20 + 15 = 175$ milliárdtól $4 \cdot 90 - 4 \cdot 15 + 15 = 315$ milliárdig terjedő tartomány a fenti egyszerűsített logika alapján.)

A devizahitelek konverzióját és a fair-banki szabályok bevezetését követően várhatóan javulni fog a fizetési fegyelem Magyarországon: (i) az új patyolat fehér hitelek arányának növekedése; illetve (ii) a jelenlegi kétes kintlévőség állomány remélt leépítése, leépíthetősége miatt is (nemzeti eszközkészlet, stb.).

Oroszországban a hitelállomány 750 milliárd forint körül van, és idén még várhatóan veszteséges lesz, de a körültekintőbb hitelezésnek köszönhetően (akár még zsugorodás mellett is) újra visszaállhat a profitabilitás. Eközben az ukrán helyzet kritikus. Nemcsak az államcsőd fenyeget, de a leértékelődő hrivnya is a bank ellen dolgozik.

Az ukrán szituáció:

- teljes hitelállomány: 568 milliárd forint
- lakossági jelzálog: 157 milliárd forint
- fogyasztási hitelek: 60 milliárd forint

Az NPL ráta 46,1%, de a jelzáloghiteleknel 70%, azaz csak 47 milliárd forintnyi hitelt fizetnek rendesen, miközben a fedezettség magas, 97,2%. A hitelállomány elsősorban a jelzálog és a fogyasztási hiteleknel romlott. Vagyis a többi (vállalati, stb. stabilnak tűnik.)

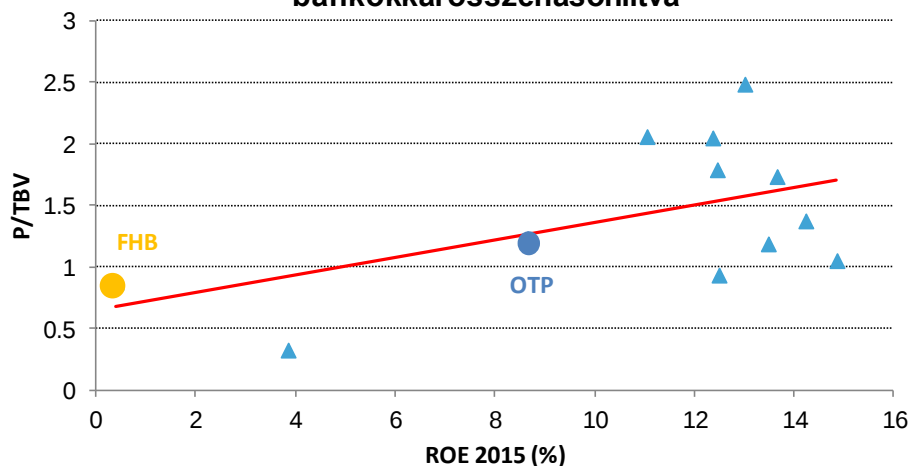
Így a tényleges veszélyes kitettség gyakorlatilag a maradék jelzálog (50 milliárd forint) és fogyasztási hitel (30-40 milliárd). Vagyis feltéve hogy a hitelezett vállalatok nem jelentenek csődöt, illetve a dollár hitelek exporttal fedezettek, akkor 80-90 milliárd forint lehet még a maximális kitettség, amely részvényenként cirka 300 forintot jelent.

Ez azt sugallja, hogy mostanra az ukrán probléma relatíve kicsivé, persze azért még nem elhanyagolhatóvá vált.

A fentiek alapján az mondható, hogy az OTP néhány év távlatában 800-900 forint egy részvényre jutó nyereséget is elérhet, amely 8.000-9.000 forintos részvény fair értéket sugall akkorra. (10xP/E) Figyelembe véve az ukrán és egyéb kockázatokat, és ezt az értéket visszaszkontálva a jenre, valamivel 6.000 forint fölötti célár adódik. Ebben a számításban már figyelembe vettük azt, hogy a részvényesi elvart hozam mintegy 2 százalékponttal csökkent 12% környékére az S&P felminősítésnek köszönhető csökkenő kockázati prémium, és az elmúlt hónapokban látható csökkenő kockázatmentes hozamok miatt. Ugyanakkor nem vettük figyelembe a várható további felminősítések hatásaként (év vége felé) bekövetkező további kockázati prémium és hozam csökkenéseket. Ezek további fair érték növekedést hoznának magukkal.

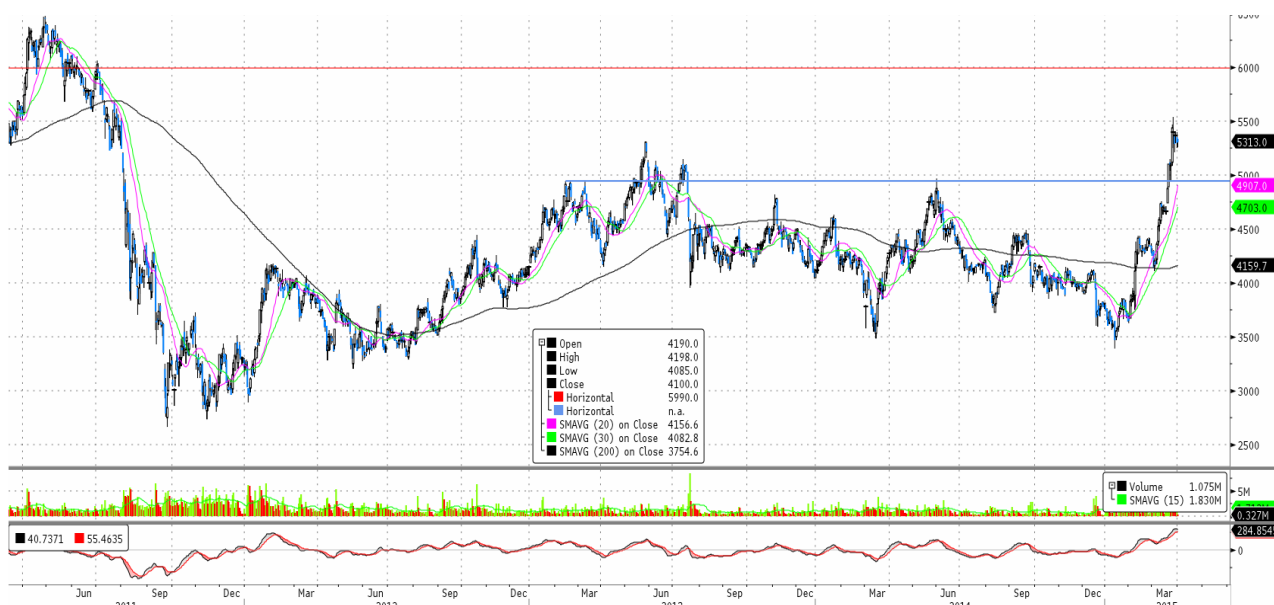
Ha a piac által várt ideai eredményeket vesszük alapul, és ezt hasonlítjuk a szektortársakhoz, akkor azt kapjuk, hogy az OTP nagyjából jól, vagy enyhén alulárázott.

A magyar bankok értékeltsége a régiós és török bankokkal összehasonlítva



Technikai kép

Valósággal felrobbant az OTP árfolyama az utóbbi hetekben. Nagyon régen láthattunk már hasonló emelkedést, ami azért is furcsa, mert az utóbbi két év oldalazással telt. Az árfolyam 3.500 forintról rugaszkodott el felfelé és 5.500 forintig emelkedett, ahol egyelőre elakadt. Egy korrekció esetén visszajöhet 5.000 forint környékére a kurzus, de közép-hosszútávon kedvező jelzésnek értékelhetjük az év elején indult emelkedést. A következő ellenállás 6.000 forintnál található, hosszú távon pedig ezt a szintet is áttörhetné az árfolyam, de messziről nézve azért még nem látható trend a papírban, inkább egy fellángolásnak nevezhetjük a mozgást. Persze a kép inkább kedvező, és jó eséllyel alakulhat ki emelkedő trend az OTP részvények árfolyamában. Persze ezt megelőzheti egy korrekció.



OTP kereskedés long, vagy short irányba, napon túl is!

Erste OTP Certifikátok

Részletek

Raiffeisen

Hatalmas volatilitás jellemzi a Raiffeisen árfolyamát, ezért nem árt óvatosan közelíteni a részvényhez. Az emelkedések leginkább hírvezéreltek, azonban két pozitív hír között jellemzően csökken az árfolyam. A részvénytőzsga legfontosabb vezérlőeleme az eszközértékesítés és az ezzel járó átalakítás sikeressége lehet.

Komoly átalakítások jönnek

A Raiffeisen csoportnál jelentős átalakítások kezdődtek meg. A cél, hogy a kockázattal súlyozott eszközök (RWA) 20%-át leépítsék.

Ennek keretében értékesítik a lengyel és a szlovén leánybankot, valamint a Zuno nevű direkt (online) bankot is. Oroszországban 20%-os, Ukrajnában pedig 30%-os eszközcsökkentést irányoztak elő, ami részben már meg is valósult. Magyarország esetében további optimalizációt terveznek, melynek részleteit májusban fogják ismertetni, míg az amerikai és ázsiai operációt is jelentősen visszavágnák. A korábbi nyilatkozatok szerint a lengyel egységet akár már idén bevezethetik a varsói tőzsdére. A szlovén leányvállalat eladásáról pedig akár már a következő hetekben döntés szülehet.

Az eszközértékesítés két oldalról is pozitívan hathat a tőke megfelelésre. A befolyt összeg egyrészt növelheti a tőke összegét, ha könyv szerinti érték fölött sikerül eladni azt, másrészt csökken a nevezőben szereplő eszközállomány, ami önmagában is a tőke megfelelés növekedésének irányába hat.

Az eszközértékesítésen túl kötvénykibocsátással is igyekszik növelni tőkehelyzetét a bankcsoport, ugyanis speciális Tier 1 tőkeelemként figyelembe vehető kötvényeket tervez kibocsátani a cég. Ezek együttes hatására jelentősen csökkenhetnek a tőkeemelésről szóló spekulációk, ahogy ezek immáron valószínűtlenné váltak.

Orbán Viktor néhány héttel korábbi bejelentése alapján a bankadó közel feleződhet, ami közelítő számításaink alapján 60 euró centes fair érték növekedést jelentene.

Legalább még egy veszteséges év

A 2014-es évet 493 millió eurós veszteséggel zárta a Raiffeisen, és a menedzsment prognózisa szerint idén is veszteségesek maradnak, igaz, ezt nagyrészt az okozza, hogy az átalakításokhoz kötődően 550 millió euró egyszeri költséget fognak elszámolni.

CHF kitettség

Nem nevezhető elenyészőnek a Raiffeisen csoport CHF kitettsége, hiszen összesen 4 milliárd CHF hitellel rendelkezik, ebből Lengyelországban 2,9 milliárddal. A hitelek rendezése szinte folyamatosan jelen van a lengyel politikában, azonban érdemi szabályozói döntés ezidáig nem született. Mind a bankoknak, mind pedig a hitelfelvevőknek pozitív fordulat, hogy az EURCHF a paritás környékéről 1,05-ös árfolyamig emelkedett, ezáltal mérsékelve az átmenetileg magas törlesztő részleteket. Ezeket az alacsonyabb kamatok is csökkenthetik.

Romániában 360 millió CHF hitellel rendelkezik a Raiffeisen. Ezek esetében a szerződésben foglaltnál hat hónappal korábban csökkentették 50 bázisponttal a kamatot a törlesztő részletek enyhítése miatt. Ez azonban elenyésző bevételkiesést okoz a banknak.

Horvátországban egy évre fagyasztották be a hiteleket. Ez a 270 milliós CHF állomány esetében körülbelül 4-5 millió euró bevételkiesést okoz évente.

Ausztóriában a lakossági hitelek esetében nem rendelkezik CHF kitettséggel a Raiffeisen Bank International.

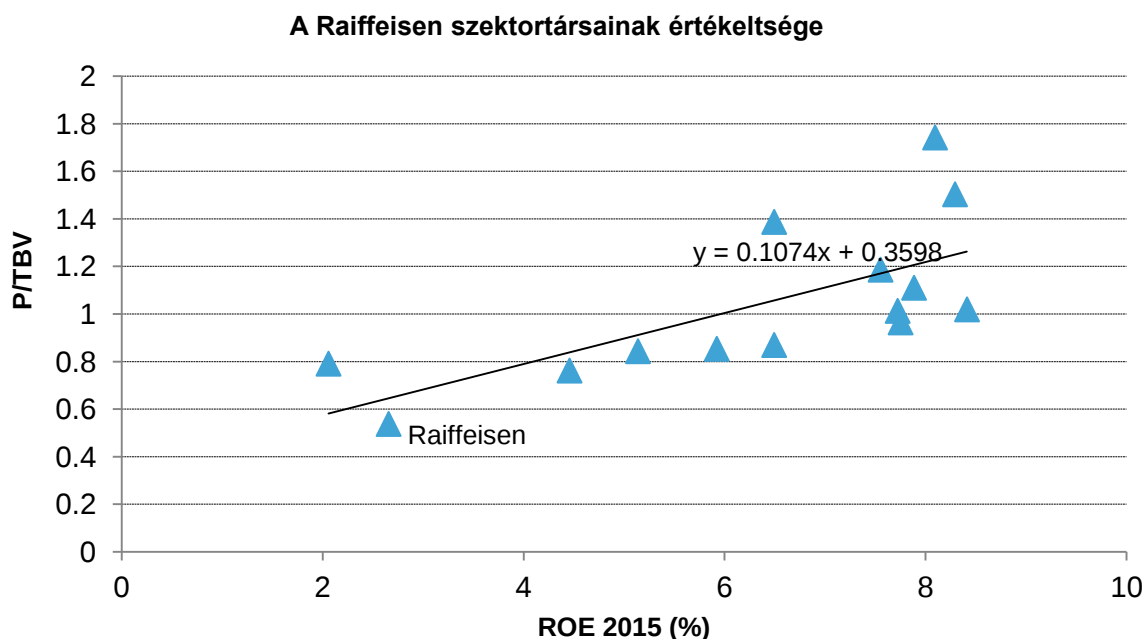
Javuló elemzői megítélés

Az elmúlt hetekben a pozitív fejlemények hatására egyre magasabb célárakkal jelentek meg az elemzőházak. A március során megjelent értékek 11 és 21 euró között szóródnak, míg az átlaguk 15,64 euró. Ez 24%-os felértékelődési potenciált jelent 12 hónapos távlatban.

Elemzőház	Ajánlás	Célár
JPMorgan	felülsúlyozás	18
Exane BNP Paribas	felülteljesítő	21
Societe Generale	vétel	17
HSBC	tartás	14
Berenberg	tartás	11
Kepler Cheuvreux	vétel	15
Natixis	semleges	13
AlphaValue	vétel	20.6
Keefe, Bruyette & Woods	piaci teljesítő	11.2
Átlag		15.64

Értékeltség

A régiós bankápirok közül könyv szerinti érték alapján messze a Raiffeisen rendelkezik a legalacsonyabb értékeltséggel, az immateriális javakkal tisztított könyv szerinti értékének (TBV) mindössze 53%-án forog csak. Ezért megvizsgáltuk a 2015-ös eredményvárakozások tükrében is a mostani értékeltséget. Ez alapján 0,64-as P/TBV hányados lenne indokolt, ami alapján 20% körüli felértékelődési potenciált rejt az árfolyam, igaz, a piaci előrejelzés jelenleg még 2,6%-os ROE, miközben könnyen előfordulhat, hogy az egyszeri tételek idén még veszteséges eredményt fognak eredményezni.



Technikai kép

Komoly mélyrepülésen ment keresztül tavaly a Raiffeisen, 31,5 euróról egészen 8,8 euróig csökkent a papír árfolyama. Idén már megállt a mélyrepülés, és némi életjelet mutatott a részvény. A csökkenő trendcsatornából is kitört a papír, de a 14,6 eurós ellenállást fontos lenne legyőznie az árfolyamnak, hogy egy emelkedő trend elinduljon. A grafikonon egy zászló alakzat is kirajzolódott, amelyből 18 eurós célárfolyam adódik. A fordulat azonban egyelőre elég gyenge lábakon áll, stabil emelkedő trendről 14,6 euró alatt nem beszélhetünk.

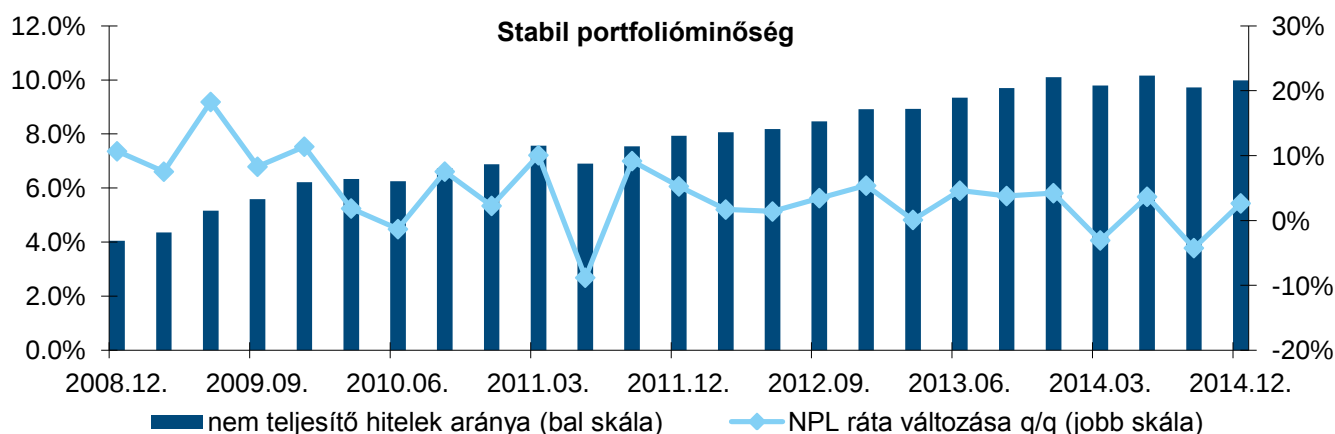


Unicredit

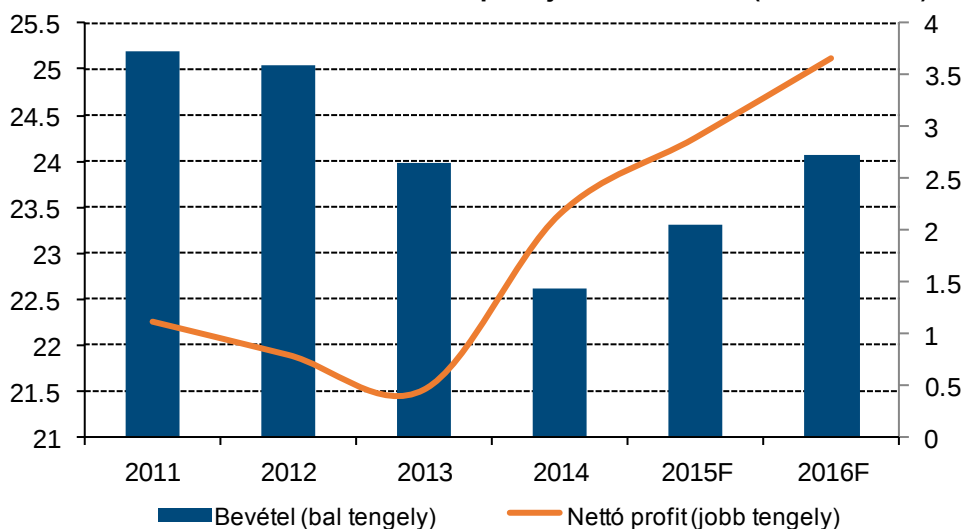
Az EKB programjának felhasználása alapján dinamikus felfutás előtt állhat az Unicredit hitelezési aktivitása. Ezzel párhuzamosan a nem teljesítő hitelek aránya az elmúlt negyedévekben tetőzhetett, így a bankcsoport céltartalékolási kötelezettsége csökkenhet, ezáltal is javítva a nyereséget.

Az általunk vizsgált 8 bank közül az olasz Unicredit használta fel a legtöbb EKB által nyújtott célzott refinanszírozási lehetőséget, TLTRO-t, mintegy 18 milliárd euró értékben. Ez arra utal, hogy a bank igyekszik növelni hitelezési aktivitását, ami pozitívan hathat az eredménytermelő képességére is.

A bank portfólióminősége relatíve stabilan alakult az elmúlt 4-5 negyedévben. A nem teljesítő hitelek aránya stabilizálódni látszik. Az elmúlt negyedévek tetőzését követően csökkenésnek indulhat a nem teljesítő hitelek aránya, ami a céltartalékolás visszaesésén keresztül katalizátorként hathat az eredményekre és az árfolyam emelkedésére is.

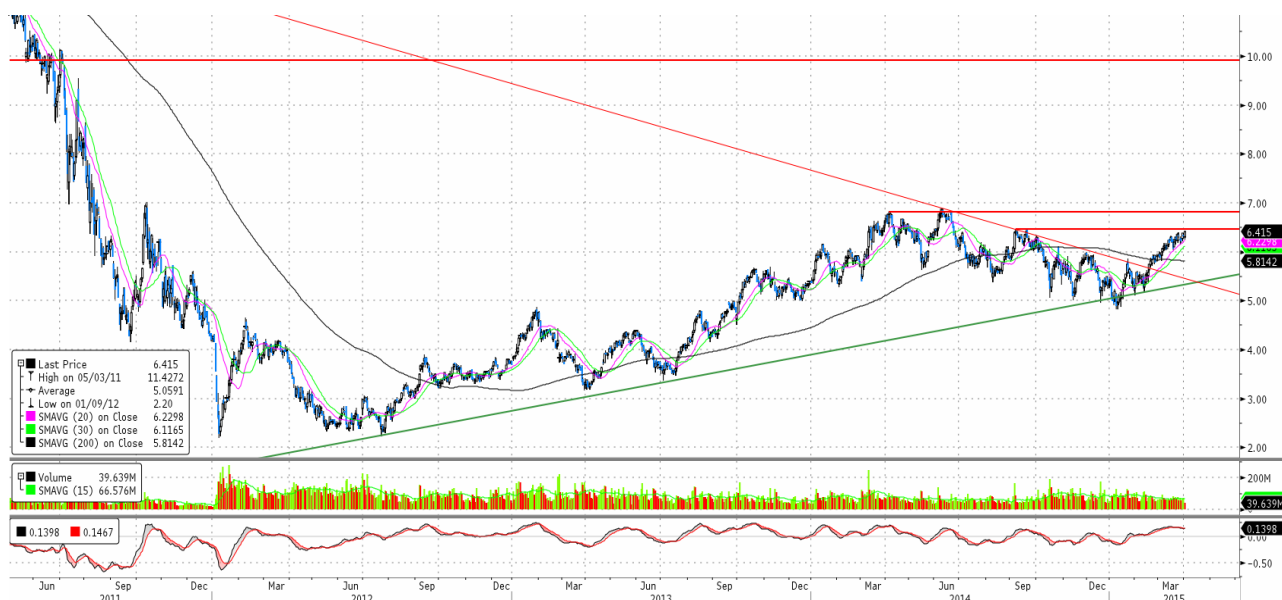


A Bloomberg elemzői előrejelzései szerint mind bevétel, mind pedig nettó profit tekintetében túl vagyunk már a mélypontokon, és innen már növekedésre lehet számítani a bank nyereségességének tekintetében.

Az Unicredit bevételeinek és nettó profitjának alakulása (milliárd euró)


Technikai kép

A bankpár megglehetősen volatilisén mozog, erőteljes kilengések láthatóak a grafikonon. Annyi pozitívum azonban elmondható, hogy másfél hónapja áttörte a csökkenő trendvonalat az árfolyam, és azóta is tart az emelkedés. Ellenállások 6,49 és 6,85 eurónál találhatóak, de hosszútávon csak akkor indulhat emelkedő trend, ha az utóbbi szintet siketül leküzdenie az árfolyamnak. Ebben az esetben pedig egészen 10 euróig nyílhat tér felfelé.



Fogalmak

P/E = P / EPS = Price / Earning Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó eredménnyel

EPS = A vállalat nettó eredménye osztva a forgalomban levő részvények számával

Megmutatja, hogy a részvényvásárlással eszközölt befektetésünk hány év alatt térül meg nettó eredmény szinten.

Az alacsony PE mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) az eredménye csökkenni fog az adott vagy az elkövetkező években.

A magas PE mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) magas eredménybővülés várható az adott és/vagy az elkövetkező években.

EV/EBITDA = Enterprise Value / Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization

EV = Piaci kapitalizáció+ nettó adósság

Piaci kapitalizáció = Részvény szám szorozva az árfolyammal

Nettó adósság = Rövid és hosszú távú adósság összege mínusz a cég készpénzállománya

EBITDA = Operatív eredmény és az amortizáció összege

Operatív eredmény = A nettó eredmény, a kisebbségi részesedés, az adó és a pénzügyi eredmény összege = Az értékesítés árbevétele csökkentve a cég működési költségeivel.

Megmutatja, hogy a cég működéséből keletkező eredményből hány év alatt lehetne kifizetni a részvényeseket és a hitelezőket.

Az alacsony EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években csökkenni fog.

A magas EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években növekedni fog.

P/BVPS = Price per Book Value Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó könyvszerinti eszközértékkel

BVPS = Book Value Per Share = Könyvszerinti érték osztva a részvénysszámmal

Könyvszerinti érték = A cég sajáttőkéje

Megmutatja, hogy hány-szorosát fizeti a piac a tulajdonolt eszközök piaci értékének (más szavakkal: ha felszámolnánk a céget, akkor a hitelezők kifizetése után rendelkezésre álló pénz hány-szorosát fizetjük ki az adott árfolyamon vásárolt részvény esetén).

Az alacsony P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – alacsony, azaz kisebb, mint az elvárt hozam (esetleg negatív - azaz veszteség), amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

A magas P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – magas, azaz magasabb, mint az elvárt hozam, amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

Az Erste Brókerek munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon:

Angyal Krisztián	1-235-5852	Farkas László	1-235-5895	Kis Dániel	1-235-5873
Balog Enikő	1-235-5114	Háhn Gábor	1-235-7564	Kovács Zsolt	1-235-5175
Baráth Tibor	1-235-5854	Hanzli Judit	1-235-5886	Lojis László	1-235-5849
Bereczk Zoltán	1-235-5860	Kababik József	1-235-5124	Rácz Gábor	1-235-5857
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kéri Lajos	1-235-5874	Varjú Péter	1-235-5111
Czene Tamás	1-235-5121	Kincse Áron	1-235-5858	Visnyai Zoltán	1-235-5153

Honlap: www.erstebroker.hu, www.erstemarket.hu **e-mail:** erstebroker@erstebroker.hu

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002 (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.erstebroker.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.

A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.
