

Deutsche Bank – **spekulatív vétel**

bankszektor

Nem tűnik túlzónak a Deutsche Bank jelenlegi értékeltsége, de mindenképpen kockázatosnak számítanak a részvények. Könnyen szembesülhetünk azzal, hogy néhány bírósági ügy lezárása néhány szempillantás alatt egy-két évnnyi profitot elvisz a vállalatától. Amennyiben a jogi ügyek költségének teljes összege nem éri el a 20 milliárd eurót akkor kedvezőnek tekinthető a mostani értékeltség, míg ennél nagyobb terhek esetében még a jelenlegi árazást is túl magasnak tartjuk.

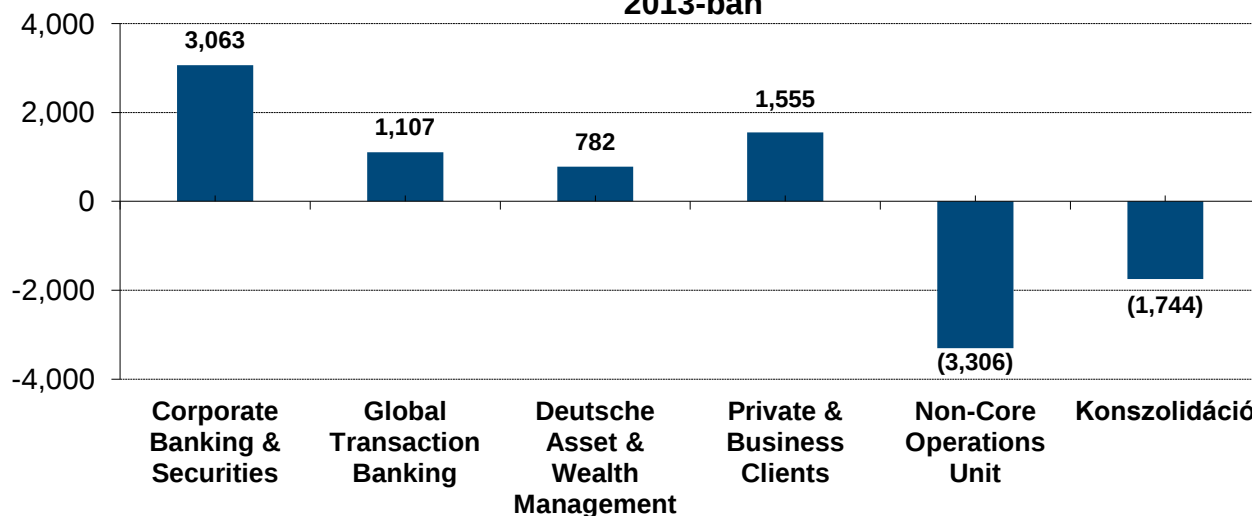
Mivel foglalkozik a Deutsche Bank?

A Deutsche Bank Európa egyik vezető befektetési bankja és globális szinten is meghatározó szereplő.

Tevékenységeit a következő szegmensek alkotják:

- Vállalati bank és értékpapírok (Corporate Banking & Securities)
- Tranzakció finanszírozás (Global Transaction Banking)
- Vagyongazdálkodás (Deutsche Asset & Wealth)
- Privát és üzleti ügyfelek (Private & Business Clients)
- Nem fő operáció (Non-Core Operations Unit)
- Konszolidáció alatt kerülnek elszámolásra a fel nem osztott költségek, például a menedzsment költségek

**Szegmensek hozzájárulása az adózás előtti eredményhez
2013-ban**



A Deutsche Bank piaci helyzete

A Deutsche Bankot a világ legnagyobb befektetési bankjai között szerepel és világszintű összehasonlításban is a legtöbb területen a Top 5 legnagyobb szereplő között jegyzik. Egyúttal az is látható, hogy tipikusan Európában és Ázsiában erős a bank pozíciója, míg Amerikában a legtöbb területen kizorul az 5 legnagyobb szereplő közül.

A tőkeáttételes termékek (Leveraged Debt Capital Markets (LDCM)) és a kereskedelmi ingatlanhitelek strukturálása (CRE) terén kimondottan versenyképes. Ezekben a területeken még Amerikában is a 3 legnagyobb szereplő között jegyzik. Ugyanakkor a részvénykereskedés és akvizíciók (M&A) esetében kimondottan gyenge a pozíciója mind az USA-ban, mind pedig globálisan.



Commerzbank kereskedés long, vagy akár short irányba is!

Erste Commerzbank Turbo Warrantok

➤ **Részletek**

Deutsche Bank poiciója

	USA	Európa	Ázsia	Világ
FX				
Rates				
Flow Credit				
LDCM				
CRE				
EM debt				
Equities				
M&A				
Total				

Top3

Top5

Hátrébb

Forrás: Deutsche Bank

Elszálló jogi költségek

A második negyedév végén a bank 2,2 milliárd eurónyi céltartalékkal rendelkezett a jogi esetek rendezésére. Az emiatti céltartalékolás várhatóan tovább növekszik és a bank vezetősége sem adott ennek potenciális méretére vonatkozó becslést, de véleményünk szerint a jelenlegi céltartalék többszörösét is elérheti. Az elmúlt időszakban a banki bírságok, különösen Amerikában meglehetősen nagyra nőttek.

Néhány emlékezetes banki bírság az elmúlt néhány hónapból:

- Bank of America 16,65 milliárd dollár a jelzáloghitelekhez kapcsolódóan
- Commerzbank 600-800 millió dollár az iráni szankciók kijátszása miatt
- BNP Paribas 8.9 milliárd dollár, szintén 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 májusi nyilatkozata alapján nagyjából 1000 jelentős (100ezer eurót meghaladó méretű) jogi eljárásuk van folyamatban. Azonban véleményünk szerint 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 londoni Libor manipulációja miatt kiszabott bírságok alapján (Deutsche Bank 259 millió euró) ezek a vizsgálatok is pár százmilliós bírságot okozhatnak.

Tisztázatlan tőkeemelés

A májusi 8 milliárd eurós tőkeemelés céljai még mind a mai napig nem teljesen tisztázott. A vállalat kommunikációja szerint a tőkeemelést a növekedési kilátások jobb kihasználása tette szükségessé. Azonban ezt szerintünk a tőkeemelés nem indokolja, ugyanis már eddig is 9,5%-os CET1 Bázis III (teljes) szerinti tőkeemeléssel rendelkezett, ami ceteris paribus 11,8%-ra emelkedett. 2019-től a Bázis III szerinti minimum szabályozói CET 1 ráta 4,5% lesz, közelítő becslésünk alapján a Deutsche Bank tőkeemelésével 6 %-ra csökkenne, ha 20 milliárd eurós bírsággal kéne szembesülnie a banknak. Ezzel a szabályozói tőkeemelés teljesülne, de a szektor társaknál sokkal gyengébb helyzetben lenni a bank. A CET1 rátán kívül a leírás ellenére akkor is teljesítené a tőkeemelési kötelezettséget, ha figyelembe vesszük a kötelező tőke puffert is.

Azonban a Basel III. szerinti 9,5%-os tőkeemelés nem számít alacsonynak a bankrendszeren belül. Az európai átlag 10%, ami csak kismértékben haladja meg a Deutsche Bank tőkeemelés előtti értékét. Így féltő, hogy valójában már egy esetleges tőkevesztésre készült fel a bank, amit például a jogi költségek hirtelen megugrása idézhet elő.

Non-Core üzletág

Az eredmény javulásának egyik motorja lehet, a non-core üzletág leépítése. Az üzletágak közül tavaly egyedül ez volt veszteséges (leszámítva a konszolidációt, mint számviteli egységet). Bár a tavalyi nagymértékű veszteséghez egy jelentős egyszeri tétel (3milliárd euró) is hozzájárult, de ettől függetlenül is veszteséges lett volna. Az idei első két negyedévben 538, illetve 580 millió eurós veszteséget termelt ez a szegmens. Ugyanakkor pozitív hír, hogy az eszközök értéke a második negyedév végén 46 milliárd euróra csökkent az egy évvel korábbi 132 milliárdról. Például 1,73 milliárd dollárért értékesítették a „Cosmopolitan of Las Vegas” nevű szálloda és szórakoztató komplexumot.

A részvények értékelése

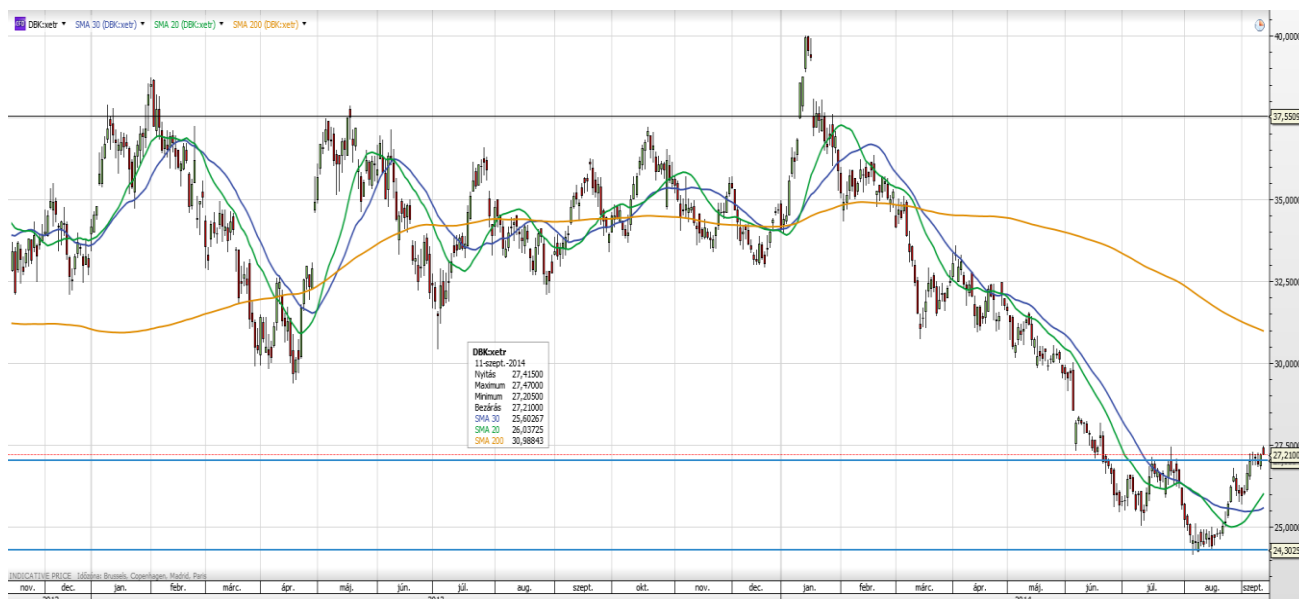
Normál körülmények között átlagosan évi 4 milliárd eurós adózott nyereség elérésére képes a Deutsche Bank, ami 6% körüli tőkearányos nyereséget (ROE) jelent. Számításaink szerint a bank tőkeköltsége (COE) is 6% körül alakul (1%-os kockázatmentes hozam és 5%-os részvény kockázati felár feltételezése mellett). Mivel a finanszírozási költség megegyezik a nyereséggel, ezért 1-es árfolyam/könyv szerinti értéket (P/BV) tartunk reálisnak.

Az imemteriális javakkal, (tipikusan goodwill) tisztított könyv szerinti érték 58 milliárd euró, míg a jelenlegi piaci kapitalizáció 37 milliárd euró, vagyis 21 milliárdos felértékelődési potenciál is lehetne a cégben, ha nem lenne jelentős a jogi költségek kockázata, ami komoly tőkét emészthet fel.

A 21 milliárd eurós jogi költségnagyságot egy kedvezőtlen, de reális scenáriónak tartjuk a szektorban tapasztalt eddigi bírságok alapján. Ugyanakkor fontos, hogy ennél akár érdemben kisebb is lehet az összeg és a pontos nagyságrendet nehéz meghatározni. Nem véletlen, hogy még a menedzsment sem ad rá becslést. Meglátásunk szerint valószínűbb, hogy 21 milliárd alatt maradnak a költségek. Ebben az esetben pedig akár jelentős pozitív árfolyamhatás is lehet. Például, ha csak 10 milliárd euró veszteséget kell elszenvednie a cégnek, akkor az akár 8 eurós (30%-os) felértékelődési potenciált is jelenthet hosszútávon.

Összességében kockázatosnak tartjuk a Deutsche Bank részvényeit, de akár komoly felértékelődési potenciál is lehet a részvényekben. A fő értékeztető a jogi költségek alakulása lesz. Számításaink szerint amennyiben a jogi költségek 21 milliárd euró alatt maradnak, akkor érdemi felértékelődés lehet, míg ennél magasabb költségek esetén a mostani árfolyam is túlzónak tűnik.

Kedvező technikai alakzat rajzolódott ki a Deutsche Bank grafikonján. Egy bázisból tört ki az árfolyam, amiből, ha sikerül felfelé elindulnia az árfolyamnak, akkor a technikai kép alapján egy 3 eurós, vagyis 11%-os felértékelődési lehetőség is benne van a részvényben. Ezzel a 200 napos mozgóátlagot tesztelheti 4-6 hetes távon.



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 részvény számmal

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.
