

## Unicredit - vétel

## bankszektor

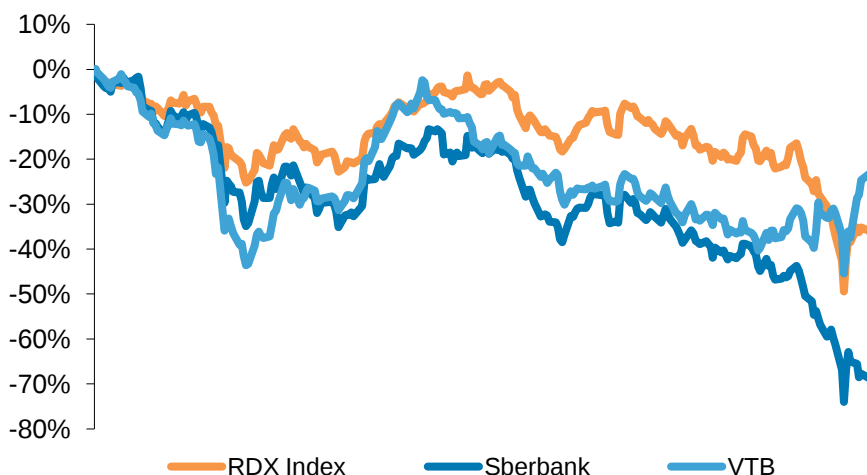
|                |      |                  |     |            |      |
|----------------|------|------------------|-----|------------|------|
| Belépési pont: | piac | Kiszállási pont: | 5,9 | Stop-loss: | 4,75 |
|----------------|------|------------------|-----|------------|------|

**A rubel átmeneti stabilizálódása és Vlagyimir Putyin vagy az EU-s vezetők kommunikációjának puhulása az eddigiekben nyomás alatt tartott papírokat is felemelheti, azonban a helyi kitettséggel rendelkező bankok hatyútánca közel sem ért véget.**

Az orosz bankokra kirótt szankciók értelmében az állami bankok nem finanszírozhatják tevékenységüket Amerika és Európa tőkepiacról, ráadásul a kormány által becsült 4,5%-os gazdasági visszaesési jövőre rontja a szektor helyzetét.

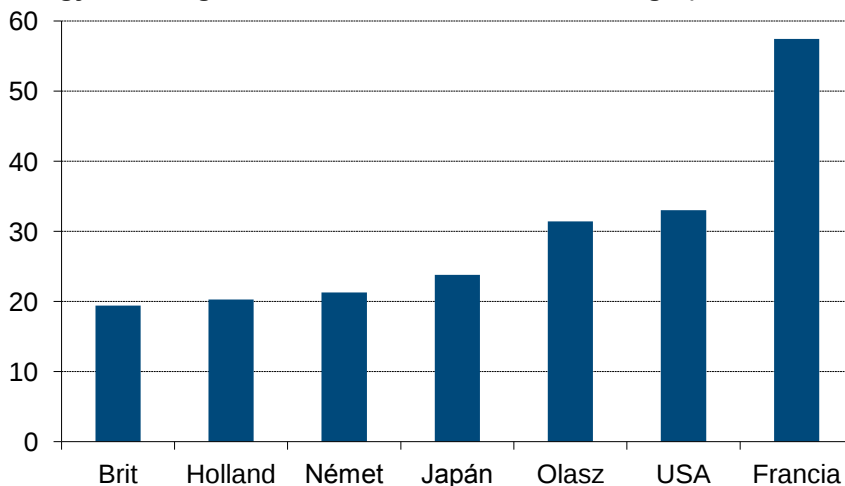
A Sberbank egyes források szerint már nem fogad be lakossági hitelkérelmet, míg a VTB és a Gazprombank állami segítségért lobbizik. A szankciók elhúzódása, a romló hitelportfóliók és a növekvő céltartalékolási kötelezettség a folyó negyedéves eredményekben mély nyomot fog hagyni.

**Az RDX index és az orosz bankok relatív teljesítménye 2014-ben**



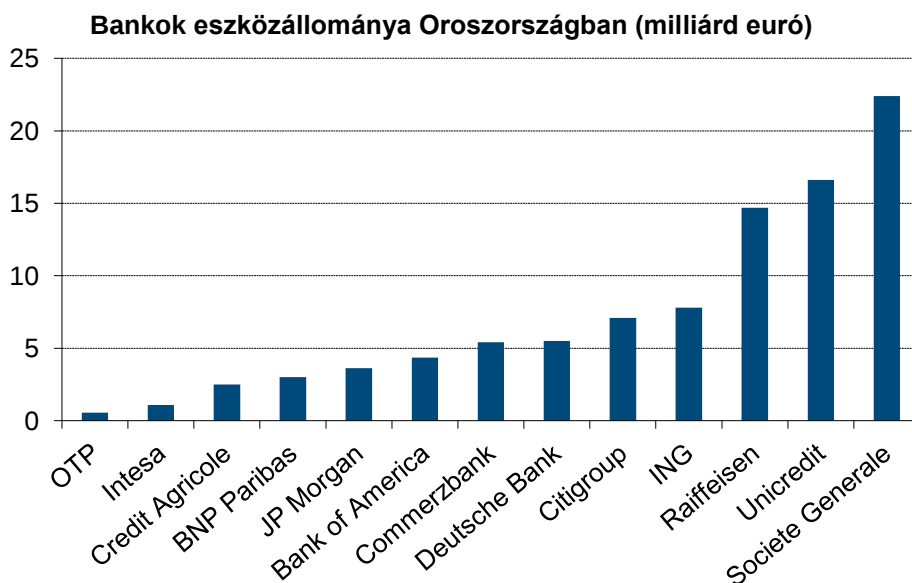
Az előbb említett folyamatok azonban nem csak a helyi bankokat, hanem egyes európai társaikat is érinti, akiknek jelentős kitétsége van ezen a területen. Egészen pontosan az európai bankok 189 milliárd eurónyi orosz kitétséggel bírnak, ami a globális banki orosz kitétség 74%-át jelenti.

**Az egyes országok bankszektorának orosz kitétsége (milliárd euró)**



Forrás: BIS, Erste

Az alábontás szerint a leginkább érintett bankok Franciaországból, Amerikából és Olaszországból kerülnek ki, míg Spanyolország, Nagy-Britannia vagy éppen Svájc neve nem szerepel a névsorban. Ha pedig az alábbi névsorra vetünk egy pillantást, akkor jól látszik, hogy a Societe Generale, Unicredit, Raiffeisen trió messze kiemelkedik a tömegből, ezúttal negatív értelemben.

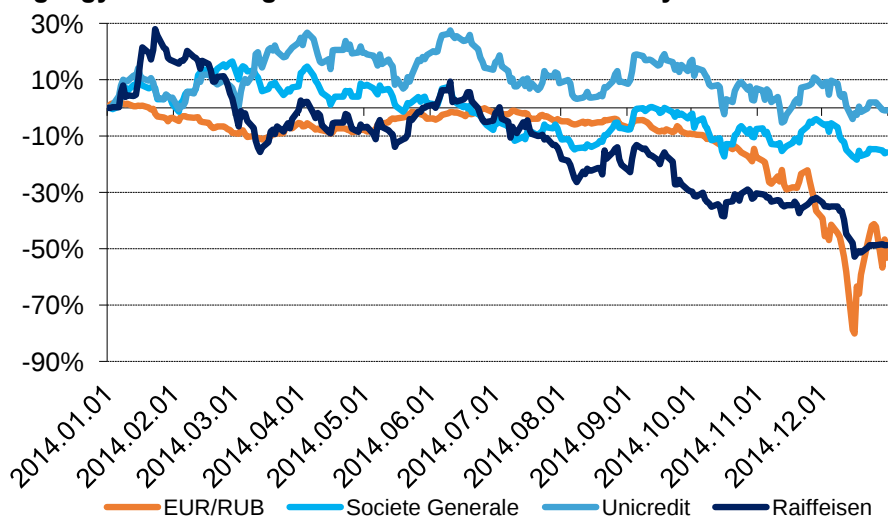


Forrás: Erste

A rubel árfolyamának mélyrepülésével párhuzamosan azonban az előbb említett bankok közül csupán az osztrák Raiffeisen jegyzése szenvedett el méretes esést. Az EUR/RUB kereszt és a Raiffeisen árfolyamának korrelációs együtthatója 0,69 az év eleje óta.

Ennek oka a bank orosz egységének eredménytermelő képességében keresendő, ugyanis az első kilenc hónapban veszteséges lett volna a bank az orosz leánybank profitja nélkül. Ráadásul az elmúlt napokban a bank jelezte, hogy várhatóan goodwill leírásra is sor kerül az orosz leányvállalatnál.

#### A három legnagyobb kitettséggű bankok és az EUR/URB árfolyamának változása 2014-ben



Forrás: Bloomberg, Erste



**Orosz részvénypiaci index a Budapesti Értéktőzsdén!**

Erste RDX Turbo Warrantok

➤ Részletek

A második legnagyobb kitettséggel rendelkező Unicredit már az év elején lefedezte a profit több mint 50%-át a devizakockázatokkal szemben. A lépés következtében a rubel leértékelődése ellenére sem kell majd leírásokat eszközölnie a soros negyedévben a menedzsmentnek. A devizahitelezés pedig nem elterjedt gyakorlat Oroszországban, így a rubel leértékelődése önmagában nem hat negatívan a hiteltörlesztési képességre. Arról már nem is beszélve, hogy a teljes eszközállomány csupán 2%-a hever Oroszországban.

## Árazás

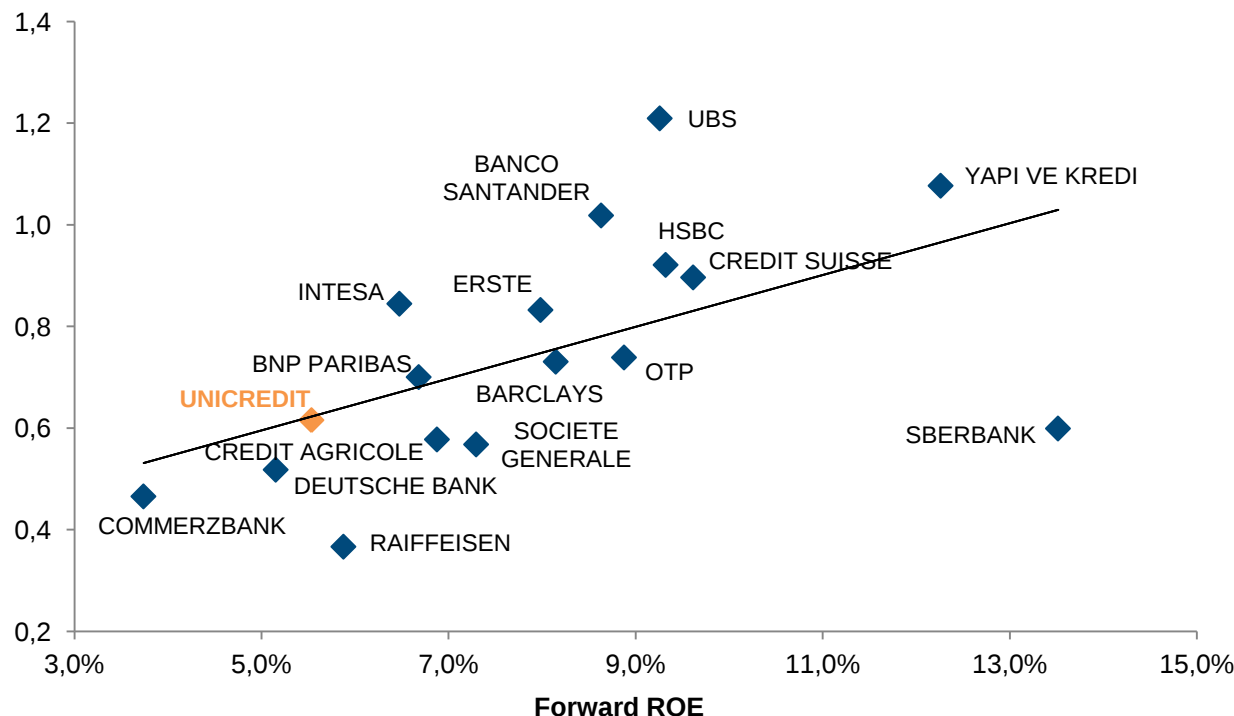
A Raiffeisen nyomott árazása a leányvállalatok (orosz, ukrán, magyar) rossz teljesítményének köszönhető, mint ahogy már fentebb is említettük. A Commerzbank esetében a nem alapvető eszközállomány (NCA) leépítése már megkezdődött, továbbra is 88 milliárd eurót tesz ki, ami a teljes eszközállomány 14%-a. Ezen kockázatos eszközök miatt a könyvszerinti értékhez képest 14,2 milliárd eurós diszkontot áraz a piac. Ez az NCA eszközök értékére vetítve 16%-os diszkontot jelent. Azonban, ha csak a ténylegesen kockázatos (hajózási és kereskedelmi ingatlanok) eszközökre vetítjük, akkor már 40%-os diszkonttal szembesülünk.

A Deutsche Bank esetén a végeláthatatlan bírósági perek okán későbbiekben fizetendő büntetések mértéke továbbra sem számszerűsíthető, így itt sem lepődünk meg a befektetők óvatosságától.

A francia bankok esetén a hazai makrogazdasági folyamatok visszasága mellett a korábbi évek nem túl szerencsés akvizíciói is lefelé passzírozták a fair értéket – a Credit Agricole esetében a görög és portugál részesedések leírása nagyon sokba került a banknak. A portugál Banco Espirito Santo esetén a profit felét vitte el a 708 millió eurós leírás.

### Európai bankok P/BV alapú árazása a növekedési lehetőségek fényében

Forward P/BV



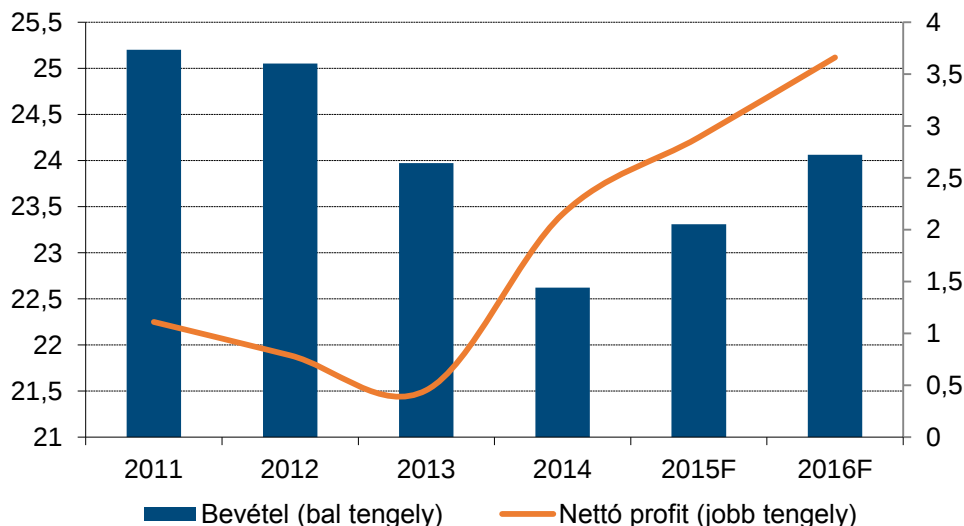
Forrás: Bloomberg, Erste

Az általunk választott Unicredit esetében nem csak az árazás (P/BV 0,62 szemben a versenytársi 0,75-ös átlaggal), hanem a bevételek földrajzi megoszlása kedvezőnek mondható, hiszen a hazai piac mellett jelentős összegek érkeznek a stabil fundamentumokkal rendelkező német és lengyel piacról, valamint Közép-Kelet

Európából. Utóbbi esetében számos ország (Románia, Magyarország) gyorsabban növekedhet az EU átlagnál a következő időszakban, ezzel teret engedve a profitok emelkedésének.

### Az Unicredit bevételeinek és nettó profitjának alakulása

Milliárd euró

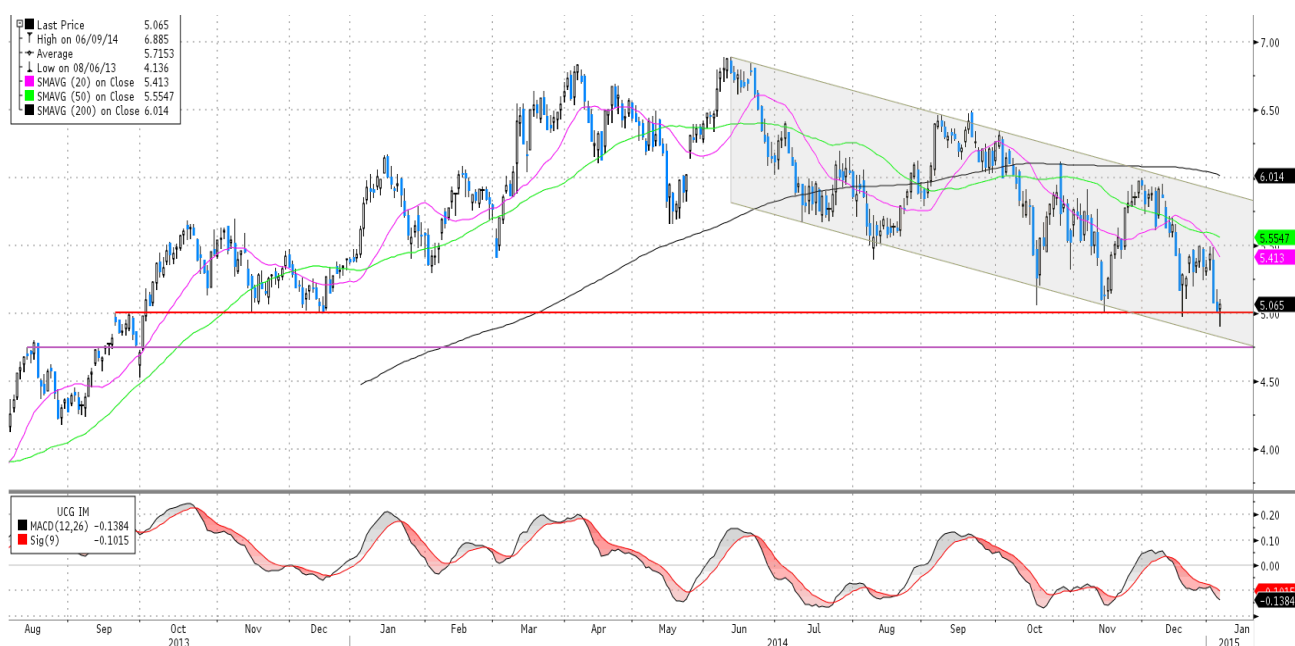


Forrás: Bloomberg

A fentebbi megállapítást tükrözik a Bloomberg által begyűjtött elemzői várakozások is.

### Technikai kép

Az 5,0 eurós szintről sokadszorra pattanhat vissza az árfolyam, mint tette azt tavaly októberben és decemberben. Amennyiben ez még sem történne meg, abban az esetben elengednénk a pozíció kezét, hiszen a csökkenő trendcsatorna aljának esése esetén jelentős tér nyílhat meg lefelé. Célárunkat a 6,0 euró környékén található 200 napos mozgóátlag alá raknánk kicsivel.



## 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 részvényzámmal

Könyvszerinti érték = A cég sajáttőkéje

Megmutatja, hogy hányszorosa fizeti a piac a tulajdonolt eszközök piaci értékének (más szavakkal: ha felszámolnánk a céget, akkor a hitelezők kifizetése után rendelkezésre álló pénz hány-szorosa 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](http://www.erstebroker.hu), [www.erstemarket.hu](http://www.erstemarket.hu) e-mail: [erstebroker@erstebroker.hu](mailto: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](http://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.

---