

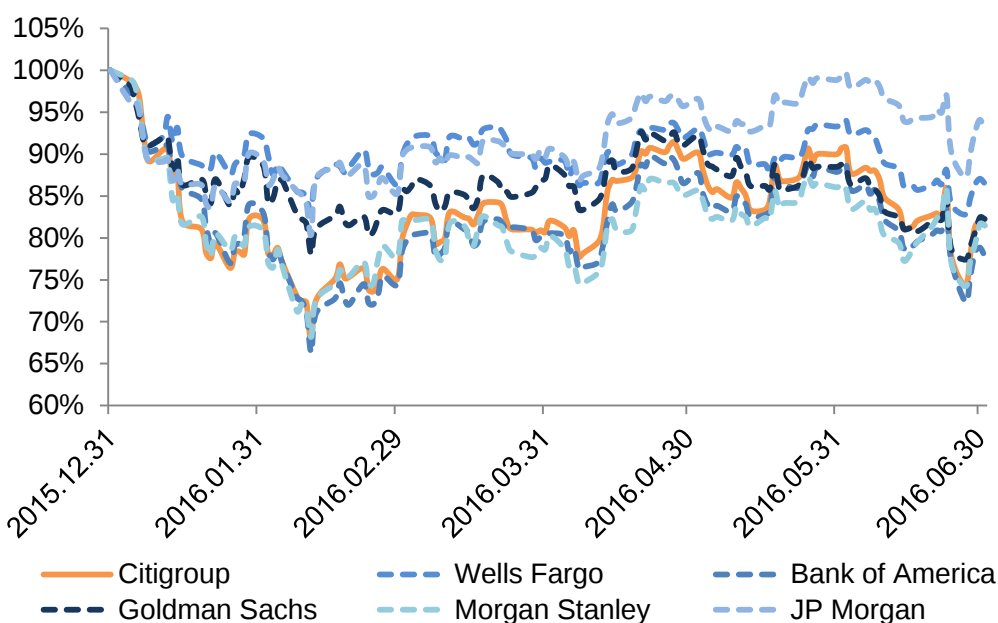
Citigroup felülteljesítés

bankszektor

Citigroup és ProShares Short Financial ETF (SEF) vétel

Az amerikai bankok éves stressz tesztjének első és másodkörös eredményei után a lokális mélypontokról elrugaszkodni látszanak a pénzügyi szektor részvényei. A Brexit negatív hatásai után mindenféleképpen jó hírek tekinthető, hogy nem szorulnak a bankok tőkepótlásra, ezért úgy gondoljuk, hogy érdemes lehet elgondolkozni a vételeken. Az igazi lökést az adná meg az árfolyamoknak, ha a Fed kamatot emelne júliusban, és ezt érvényesíteni tudnák a kamat marzsokban.

A legnagyobb amerikai bankok relatív teljesítménye év eleje óta



Forrás: Bloomberg, Erste

A fenti ábra alapján leginkább a **Citigroup**, a **Bank of America**, a **Morgan Stanley** és a **Goldman Sachs** részvényeit viselték meg a piaci félelmek. Az első két esetben a külföldi leányvállalatok teljesítőképessége (*devizaleértékelődés, alacsony kamatok, kisebb növekedési lehetőségek*) és a Fed kamatemelési várakozásainak kiárazódása adódott hozzá a Brexit okozta félelemhez, míg a két befektetési bank esetében a piaci körülmények által indikált kisebb befektetési bevételeket építették be a befektetők a várakozásaikba.

A brit kilépés körüli bizonytalanságok ugyan továbbra is fennállnak, de a Fed stressz tesztje szerint még egy ennél nagyobb megingás során is stabilak maradnának az amerikai bankok. A **felállított tesztkörnyezet** a következő feltételezésekkel élt:

- A munkanélküliségi ráta 5%-ról 10%-ra nő 2017 közepére
- A fogyasztói árindex 0,25%-ról 1,25%-ra gyorsul a recesszió végére
- Az eszközárak 50%-kal esnek 2016 végére
- A lakásárak 25%-kal, a kereskedelmi ingatlanok ára 30%-kal esik 2018 harmadik negyedévére
- A 10 éves amerikai kötvényhozam 0,75%-ra esik 2017 elejére



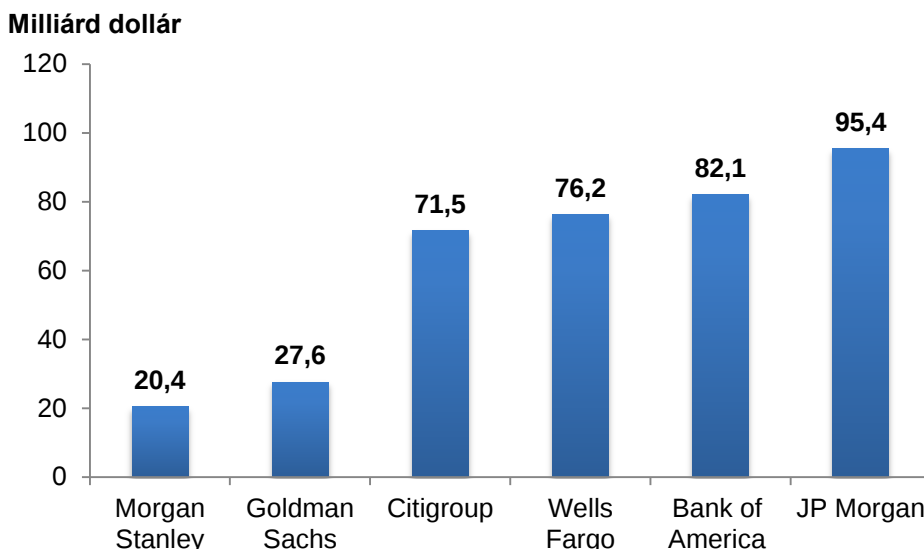
SP500 index forintban, long és short irányban is!

Erste SP500 Turbo Warrantok

► Részletek

A fenti feltételezések mellett az **amerikai bankok 385 milliárd dollárt buknának a hiteleiken**, és a teljes **veszteség** 33 bankra nézve elérné az **527 milliárd dolláros** értéket.

A Fed stressz tesztjének veszteségei



Forrás: Fed, Erste

Ennek ellenére mind a 33 bank teljesíteni tudná a minimális tőkeigényt az első körös felülvizsgálat során, amit a Fed előír számukra. A nagyok esetén egyedül a **Morgan Stanley kerülne közel a minimum szinthez** – a biztonságos szint legalább 2%-kal haladja meg a törvényi előírásban foglaltakat.

Tőke megfelelési mutatók alakulása a Fed stressz forgatókönyve szerint

	CET1*		Tier 1**	
	2015 Q4	Teszt	2015 Q4	Teszt
Törvényi előírás		4.5%		4.0%
Wells Fargo	11.1%	7.2%	9.40%	6.60%
Bank of America	11.6%	8.1%	8.60%	6.40%
JP Morgan	12.0%	8.3%	8.50%	6.20%
Goldman Sachs	13.6%	8.4%	9.30%	6.30%
Morgan Stanley	16.4%	9.1%	8.30%	4.90%
Citigroup	15.3%	9.2%	10.20%	6.90%

Forrás: Fed, Erste

*CET1: elsődleges alapvető tőke, amely egy esetleges veszteséget a csődbemenetel nélkül képes fedezni

**Tier 1 leverage: tőkeáttételi mutató, amely az alapvető tőke és a súlyozatlan mérlegen belüli és kívüli eszközök hányadosa

A lista végén található a **Citigroup**, azonban korántsem eredményei miatt, hiszen mind a két esetben ő szerepelt legjobban a teszteken, ami azért is figyelemre méltó, mert 2014-ben még elbukott a második körös felülvizsgálaton és nem fizethetett osztalékot. Ez a helyzet most nem áll fent, sőt a következő táblázat alapján jól látszik, hogy pont az Citigroup esetében láthattuk a legnagyobb mértékű emelést. A Deutsche Bank és a Santander viszont megbukott az európai leánybankjai miatt, míg a Morgan Stanley-t hiánypótlásra kötelezte a Fed.

Jóváhagyott osztalék mértéke és a becsült éves osztalékhozam nagysága

	2016 Q2	2016 Q3	Becsült éves osztalékhozam	Hozamfelár*
Wells Fargo	0.38	0.39	3.4%	2.0%
Bank of America	0.05	0.08	2.4%	1.0%
JP Morgan	0.48	0.48	3.2%	1.9%
Goldman Sachs	0.65	0.70	1.9%	0.6%
Morgan Stanley	0.15	0.20	3.2%	1.9%
Citigroup	0.05	0.16	1.5%	0.2%

Forrás: Vállalati honlapok, Erste

*Hozamfelár: a 10 éves amerikai államkötvényhez képesti hozamfelár (2016.07.05)

A **10 éves amerikai államkötvény hozama** jelen pillanatban **1,34%-on** áll, amihez képest a bankpapírok éves osztalékhozama több esetben is jelentős felárat fizet. Nem szabad elfelejtenünk ugyanakkor, hogy a kockázati faktor lényegesen eltér a két esetben. A jelenlegi környezetben elképzelhető, hogy még inkább kinyílik az olló, ha a 10 éves amerikai államkötvényhozamok tovább csökkennek.

Az osztalék kifizetés megemelésén kívül a **részvény visszavásárlási programokat** is megemelték. A Wells Fargo és a Goldman Sachs esetében egyelőre nem ismert a keretösszeg, a többiekénél azonban jól látszik, hogy a következő 3-5 negyedévben a piacon lévő részvénytársaság jelentős része visszakerül a bank kezébe.

Részvény visszavásárlási program keretösszege

	Összeg (milliárd dollár)	Részvénytársaság százalékában*	Részvénytársaság (milliárd darab)
Wells Fargo	n.a.	-	5.1
Bank of America	5.0	3.8%	10.4
JP Morgan	10.6	4.8%	3.7
Goldman Sachs	n.a.	-	0.4
Morgan Stanley	3.5	7.2%	1.9
Citigroup	8.6	7.1%	3.0

Forrás: Vállalati honlapok, Erste

*A darabszám a 2016.07.05-i záróárak alapján lett kalkulálva

Mindezek fényében azt mondhatjuk, hogy az **amerikai bankszektor stabilitása lényegesen jobb, mint számos európai társáé**, és a befektetők szempontjából az emelkedő osztalékhozamok és a részvény visszavásárlási programok többletértéket teremthetnek. Az igazi lökést a már bevezetőben is említett Fed kamatemelés adná, melynek hatására a kamatmarzsok emelkedni tudnának, ezzel növelve a profitokat.

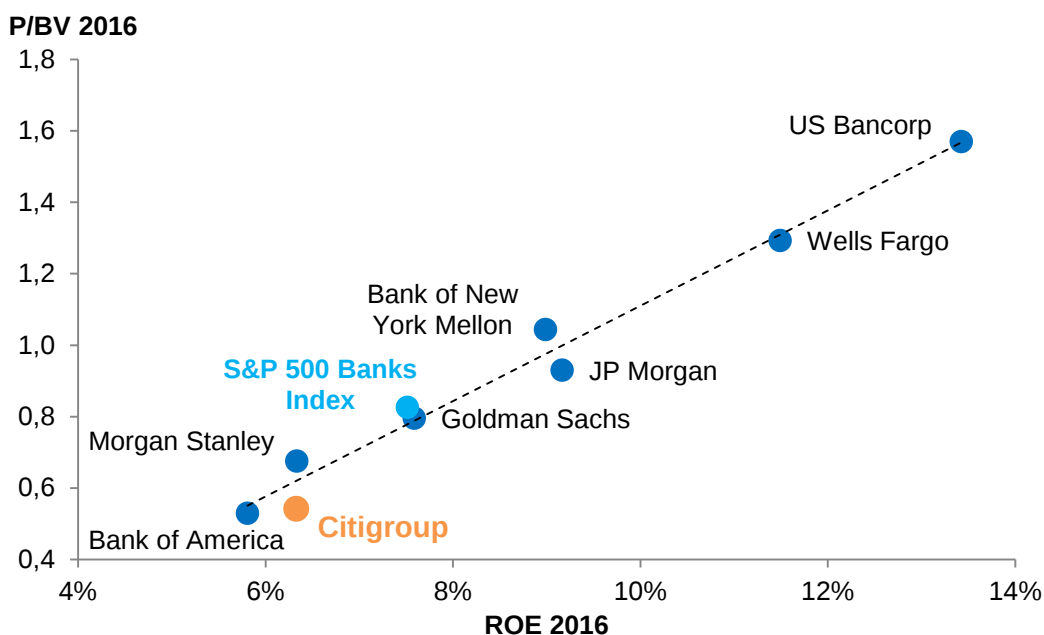
A Bloomberg által a forward piaci kamatlábakból visszaszámított valószínűségek alapján azonban erre igencsak kevés esély mutatkozik (lásd a következő oldali ábra „prob of hike” sorát). A ma este megjelenő legutolsó **Fed jegyzőkönyv** után azonban változhat a helyzet, ha a Fed továbbra is utalásokkal él a kamatemelési pályához kapcsolódóan. Mivel elsődlegesen a makrogazdasági adatok további javulásához kötött a kamatemelés, így nehéz egyértelmű állásfoglalással szolgálni. A munkaerőpiaci adatok esetében nem látunk problémát, a személyi fogyasztások (PCE) statisztikái javulnak, de van még tér a javulásra, a növekedési számok tekintetében pedig a Brexit és annak az európai gazdaságokra vonatkozó tovagyrúzó hatásai okozhat problémát – *ne feledjük azonban, hogy az amerikai GDP szerkezet 68,6%-át a belső fogyasztás adja.*

A Fed kamatemeléssel kapcsolatos várakozások alakulása

Meeting	Prob Of Hike	Prob of Cut	0-0.25	0.25-0.5	0.5-0.75	0.75-1	1-1.25	1.25-1.5	1.5-1.75
07/27/2016	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
09/21/2016	2.0%	0.0%	0.0%	98.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11/02/2016	2.0%	0.0%	0.0%	98.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
12/14/2016	7.9%	0.0%	0.0%	92.1%	7.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
02/01/2017	7.7%	1.9%	1.9%	90.4%	7.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
03/15/2017	11.4%	1.8%	1.8%	86.8%	11.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
05/03/2017	13.3%	1.8%	1.8%	84.9%	12.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
06/14/2017	19.3%	1.7%	1.7%	79.0%	17.8%	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%
07/26/2017	18.8%	4.3%	4.3%	77.0%	17.2%	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%
09/20/2017	24.9%	3.9%	3.9%	71.1%	22.0%	2.7%	0.2%	0.0%	0.0%

Forrás: Bloomberg, Erste

Az árazások alapján elég nagy a szórás, mint ahogy azt az alábbi ábra is mutatja. Ha vetünk egy pillantást arra, hogy mely bankok árfolyama esett a legkevesebbet az elmúlt időszakban, akkor arra lehetünk figyelmesek, hogy a nagyobb eszközarányos megtérüléssel (ROE) és magasabb értékeltséggel forgó papírok voltak ezek.

A legnagyobb amerikai bankok P/BV alapú értékeltsége


Forrás: Bloomberg, Erste

Ha az **S&P 500 bank indexét** vesszük a kiindulópontnak, akkor értékeltségi szempontból a **Morgan Stanley**, a **Bank of America** és a **Citigroup** a legolcsóbb papír a nagyok közül. Utóbbi közel a könyvszerinti értékének felén forog jelen pillanatban, ami igencsak kirívó figyelembe véve a Fed stressz tesztjének eredményeit!

Összefoglalás

A Fed stressz tesztje során jól teljesítettek az amerikai bankok, ugyanakkor az árfolyamokban ez a hatás minimálisan érvényesült csak a külpiazi hangulat miatt. A befektetői hangulat javulása esetén komolyabb potenciált rejthetnek az alulértékelt papírok, melyek közül a Citigroup felülteljesítővé válhat, így a Citit megvennénk, és a bankszektort shortolnánk a ProShares Short Financials ETF-en keresztül (ISIN: US74347R2307).

A stratégia akkor nyereséges, ha a Citigroup többet emelkedik vagy kevesebbet esik, mint az amerikai bankszektor, illetve ha a Citigroup emelkedik, miközben a bankszektor esik.

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 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 és személyesen

Címünk: 1054 Budapest, Szabadság tér 14.

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	Izbéki Ottó	1-235-5123	Lojis László	1-235-5849
Bereczk Zoltán	1-235-5860	Kababik József	1-235-5124	Mezei Ákos	1-235-5122
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kerényi Eszter	1-235-5886	Rácz Gábor	1-235-5857
Czene Tamás	1-235-5121	Kéri Lajos	1-235-5874	Varjú Péter	1-235-5111
Csillag Zsigmond	1-235-5850	Kincse Áron	1-235-5858	Visnyai Zoltán	1-235-5153

Honlap: www.ersteinvestment.hu, www.erstemarket.hu **e-mail:** info@ersteinvestment.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, tőzsdetagság: Budapesti Értéktőzsde és Deutsche Börse (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.ersteinvestment.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.
