

OTP

Bank

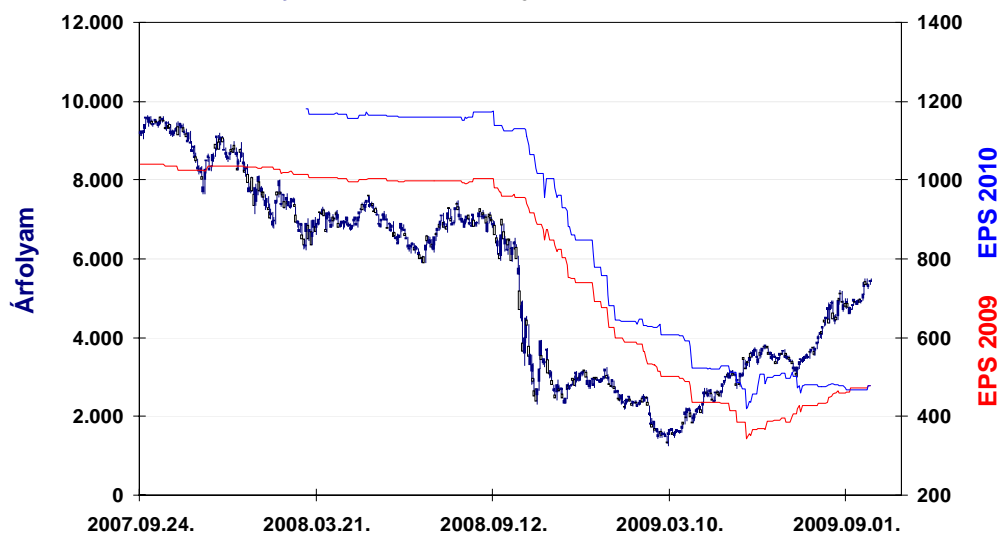
Érték: 5.260 Ft

TÚLÉRTÉKELT

Fair Érték: 4.100 Ft

Nagy a likviditás a piacon, ezért a befektetők egy jelentős része a válság utáni időkre készülve, a 2011-es eredményvárakozások alapján árazza az OTP részvényeket. Ezt tapasztalva, mi is megvizsgáltuk a bankpapír fair értékét különböző értékelési módok és különböző hozamkörnyezet mellett, de nem csak a 2011-es, de a 2010-es és a 2009-es eredmények alapján is. Így azt találtuk, hogy a különböző értékelési módok alapján a fair érték 2.900 Ft és 6.420 Ft közé adódik, míg a legvalószínűbb érték 4.100Ft. Mindezek alapján túlértékeltnek tartjuk a részvényt.

Technikailag a kép kicsit cizelláltabb. A nagy letörési szint 5.900 Ft-nál található, amelyet a részvény a nagy "rally"-ban várhatóan visszatesztel, mielőtt egy jelentősebb korrekcióba kezdene.

Az árfolyam és az EPS előrejelzések időbeli alakulása


Forrás: Bloomberg konszenzus, adatok forintban

Árfolyam (HUF)	5.260	Reuters-kód	OTPB.BU	Közkezhányad	90,0%
Részvénytársaság (millió db)	280,0	Bloomberg-kód	OTP HB	Fő tulajdonosok:	Artio (10%)
Piaci kapitalizáció (milliárd HUF)	1.517	Osztalék		Bank of New York (8,27%)	
Teljes cégérték (milliárd HUF)	0	Erste Célár (HUF)	3.900	Weboldal:	www.otpbank.hu

Forrás: Factset, Erste Group Research

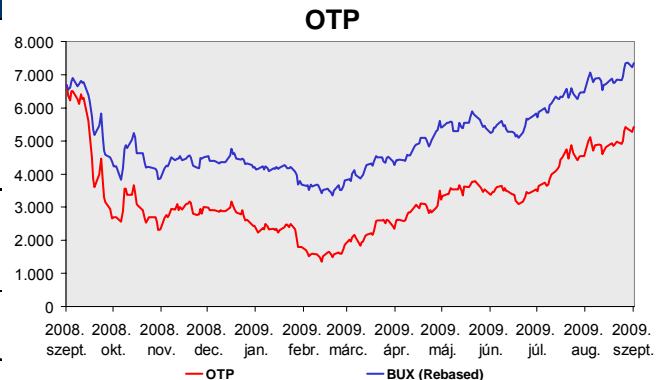
Üzletkötőink munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon:

Baráth Tibor	1-235-5854	Bereczk Zoltán	1-235-5860	Bézsényi Zoltán	1-235-5855
Boldizsár Péter	1-235-5114	Csák Gábor	1-235-5858	Farkas László	1-235-5895
Keresztyén Attila	1-235-7564	Kéri Lajos	1-235-5874	Kis Dániel	1-235-5873
Kovács Zsolt	1-235-5175	Lojics László	1-235-5849	Mohos Ádám	1-235-5124
Varjú Péter	1-235-5111	Vaszko Szabolcs	1-235-5857		

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

milliárd	2008	2009e	2010e	2011e
Nettó kamatbevétel	437,28	436,40	420,59	418,47
Nettó díj- és jutalékbevétel	135,23	131,75	135,05	143,33
Bevételek összesen	747,27	715,05	705,12	716,74
Adózás előtti eredmény	274,37	146,31	180,65	251,98
Nettó eredmény	240,47	128,43	158,58	211,13
EPS	915	485	598	797
BVPS	3.933	3.993	4.591	5.228
ROE (%)	24,9%	12,2%	13,9%	16,2%
P/E	3,1	11,2	9,1	6,8
P/BV	0,7	1,4	1,2	1,0

Forrás: Factset, Erste Group Research előrejelzés



A hosszútávú befektetők már a válság utáni időre készülnek. Így általában a 2011-es várható eredményeket veszik alapul befektetési döntéseikhez.

Az Erste 2011-re 211,13 milliárd forintos nettó profitot és ezáltal 797 forintos egy részvényre jutó eredményt (EPS) vár az OTP-től. A bank részvényei "válságmentes" időkben 10-es előremutató PE-n forognak, így ez alapján a részvény fair értéke 7.970 forintra adódna.

Zárójelben jegyezzük meg, hogy ez a várt nettó profit megközelíti a mindenkori rekordot, melyet az OTP 2008-ban könyvelhetett el (240,47 milliárd forint). Az Erste várakozása az idei évre azonban nem számít túlzottan optimistának. 2009-re az Erste profit előrejelzése 128,43 milliárd forint, ami több mint 20 milliárddal marad el az OTP által várt 150 milliárdtól. A féléves eredmények tükrében (kb. 80 milliárd forintos nettó profit) a menedzsment előrejelzése reálisnak tűnik, sőt, a cég megerősítette ezt a várakozást.

Tőkeköltség: A kötvényhozamok jelenleg 7,5-8% között mozognak, míg a piac az év végére 6-7%-os hozamokkal számol. Az Erste módszertana által alkalmazott kockázati prémium pedig 6,75%. (Ez a jövőben akár 5%-ig csökkenhet, amennyiben az ország gazdasági mutatói és ezek fényében a befektetők általi megítélése javulásnak indulnak.)

Számoljunk egy optimista, egy még optimistább és egy pesszimista szcenárióval:

	Optimista 1.	Optimista 2.	Pesszimista
Kockázatmentes hozam	4,50%	6,00%	8,00%
Kockázati prémium	5,00%	5,00%	6,75%
Béta	1,38	1,38	1,38
Tőkeköltség	11,4%	12,9%	17,3%
Fair érték (2009 dec.)	6.422	6.253	5.791

(1,38-as Bétát alkalmaztunk. Az 1-nél magasabb Béta azt jelenti, hogy a részvény árfolyama nagyobb kilengéseket mutathat, mint a piac. Az ilyen papírok kockázatosabbnak minősülnek.)

Ha a 2011-es 7.970 forintot a három szcenárió alapján diszkontáljuk, 6.422, 6.253 és 5.791 forintos fair értéket kapunk részvényenként.

Magyarországról továbbra sem mondható el, hogy kilábal a gazdasági válságból. A 2009-es GDP visszaesés 6,9%-os lehet és sokan még a jövő évre is a mutató csökkenésével számolnak. Ezzel ellentétben az Erste már 0,3%-os bővülésre számít. A munkanélküliség ugyanakkor várhatóan jövőre rekordot dönt, ami a havi törlesztőrészletek kifizetését megnehezíti majd a háztartások számára. A problémás hitelek arányának jelenlegi 7,4%-os értéke 2010 első félévében akár 10-15%-ra is emelkedhet. Így a céltartalékképzés továbbra is magas szinten marad, sőt, még növekedhet is.

Magyar makro előrejelzések	2008	2009	2010
Reál GDP (növekedés év/év %)	0,6	-6,2	0,3
Privát fogyasztás (növekedés év/év %)	0,1	-7,0	0,2
Nominálbér (növekedés év/év %)	7,5	2,0	5,0
Ipari termelés (y/y %)	-1,1	-14,5	4,5
Infláció (év/év, éves átlag%)	6,1	4,6	4,6
Infláció (év/év, év vége%)	3,5	6,9	2,4
Munkanélküliségi ráta (%)	8,0	10,7	9,8
Jegybanki alapkamat, éves átlag	8,66	8,73	6,30
Jegybanki alapkamat, év vége	10,00	7,00	6,00
Rövid távú hozam (3 hónap)	10,00	7,00	5,90
Hosszútávú hozam (10 év)	8,28	7,60	6,50
EUR/HUF év vége	264,78	270,00	265,00

Forrás: Factset, Erste Group Research

A nyár közepén elkezdődött a kamatsökkentési ciklus. Következésképp a nettó kamatbevételek (és ezzel együtt a nettó kamatmarzs) is erodálódni fognak. Ugyanakkor az is fontos tény, hogy az év első felében az eredményt erősítette több instrumentumon elért árfolyamnyereség. Ez az elkövetkező negyedévekben várhatóan sokkal kisebb mértékű lesz.

Mindezeket egybevéve elmondható, hogy még legalább egy nehéz év vár az OTP-re. Valószínű, hogy 2010 második negyedévéig nem látunk rózsás eredményeket a banktól.

Ha megnézzük a 2009-re és 2010-re vonatkozó EPS várakozásokat, a következőket találjuk:

	Erste		Bloomberg	
	2009	2010	2009	2010
Várt EPS	485	598	478	476
Kockázatmentes hozam	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Kockázati prémium	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Béta	1,38	1,38	1,38	1,38
Tőkeköltség	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%

Fair érték az adott évben	4.296	5.297	4.234	4.216
Fair érték (2009 dec.)	4.296	4.692	4.234	3.734

	Erste		Bloomberg	
	2009	2010	2009	2010
Várt EPS	485	598	478	476
Kockázatmentes hozam	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Kockázati prémium	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
Béta	1,38	1,38	1,38	1,38
Tőkeköltség	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%

Fair érték az adott évben	4.134	5.097	4.075	4.057
Fair érték (2009 dec.)	4.134	4.345	4.075	3.459

Forrás: Factset, Erste Group Research, Bloomberg

Számításaink során 10-szeres előremutató PE-t alkalmaztunk és az így kapott fair értékeket diszkontáltuk vissza 2009-re. Ugyanakkor tudnunk kell, hogy az elemzők megosztottak az OTP növekedési kilátásait illetően. Táblázatunkból kiderül, hogy a Bloomberg által összegyűjtött elemzői várakozásokból számított konszenzus szerint a bank eredménye 2010-ben elmarad a 2009-es számoktól. Így a fair érték 3.700 és 4.700 között van.

A pesszimista scenárió alapján kalkulált tőkeköltséggel számolva a fair érték 3.400 és 4.350 forint közé adódik.

A fentiekből kiderül, hogy a jelenlegi 5.300 forint feletti árfolyamon az OTP részvénye túlértékelt. Hogy ezt az állításunkat alátámasszuk, nézzünk meg egy másik értékelési módszert is: a tőkearányos megtérülést (ROE). A 2009-es Erste várakozásokkal optimista (12,9%) és pesszimista (12,7%) scenáriókkal számolva:

	Optimista		Pesszimista	
	2009	2011	2009	2011
EPS	485	797	485	797
BVPS	3993	5228	3993	5228
ROE	12,1%	15,2%	12,1%	15,2%
Tőkeköltség	12,9%	12,9%	17,3%	17,3%
Fair P/BV	0,78	0,78	0,73	0,73
Fair value (2009 dec.)	3.132	4.102	2.902	3.800

Forrás: Factset, Erste Group Research

Az így adódó 2.900 és 4.100 közé adódó fair értékek szintén arra utalnak, hogy a jelenlegi árfolyamon a részvény túlértékelt.

A legmagasabb fair érték, amit kaptunk 6.250, a legalacsonyabb 2.900 forint volt. Ez azt jelenti, hogy a jelenlegi 5.300-5.400 forintos árfolyamhoz képest 16%-os elmozdulás lehetséges felfelé, míg lefelé ez a szám 46%. A lefelé mutató kockázat tehát jóval nagyobb.

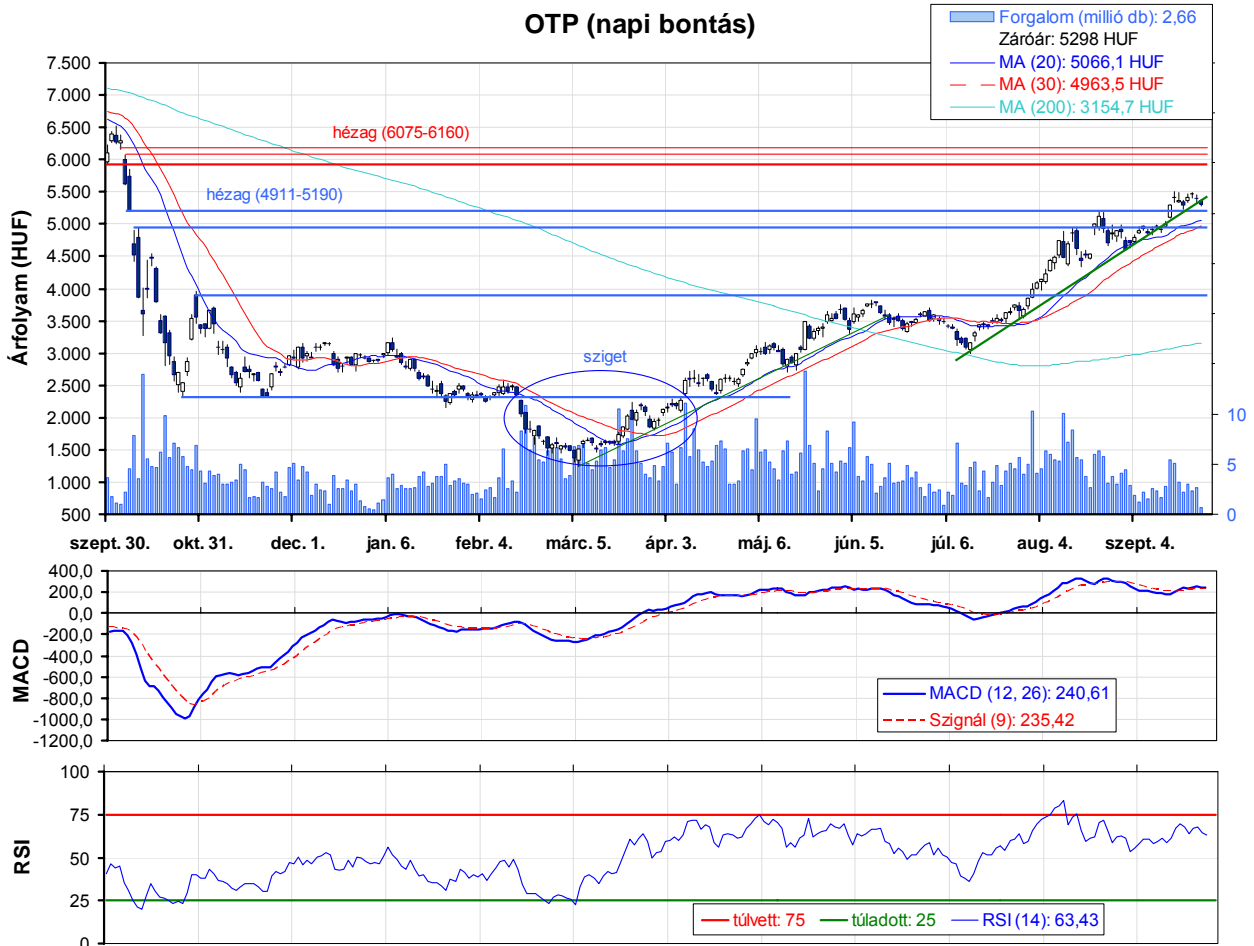
Ha azonban a szektortársakkal hasonlítjuk össze az OTP értékeltetését, látható, hogy a magyar bankpapír alulértékelt a régiós szektortársakhoz képest.

NÉV	P/BV				P/E			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Aik Banka AD Nis	0,5	0,7	0,7	0,6	3,6	nm	nm	5,4
Banca Transilvania	1,7	1,0	0,9	0,8	7,1	15,2	12,9	11,2
Bank Pekao	2,1	2,4	2,3	2,2	9,4	21,2	26,7	13,0
BRD - Group SG	1,4	1,8	1,6	1,4	3,7	8,4	8,1	6,9
BRE Bank	1,5	2,0	1,9	1,7	6,8	nm	37,3	8,4
BZ WBK	1,6	2,1	2,0	1,9	9,5	27,6	23,1	17,9
FHB	1,1	1,6	1,4	1,2	6,8	11,2	10,2	9,1
Komercijalna Banka	1,4	1,1	1,1	1,0	10,6	nm	nm	17,3
Komercni banka	2,0	2,2	2,1	1,9	8,6	16,8	15,7	9,4
PKO BP	2,5	2,2	2,1	1,8	11,4	15,2	20,3	9,0
Raiffeisen International	0,5	1,1	1,1	0,9	3,0	87,2	45,2	6,5
ÁTLAG	1,5	1,6	1,5	1,4	7,3	25,3	22,2	10,4
OTP	0,7	1,4	1,2	1,0	3,1	11,2	9,1	6,8

NÉV	Osztalékhozam				ROE			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Aik Banka AD Nis	1,6%	0,0%	0,0%	1,1%	16,0%	-2,2%	-1,9%	12,0%
Banca Transilvania	1,8%	0,0%	0,0%	1,3%	10,8%	6,5%	7,2%	7,8%
Bank Pekao	0,0%	2,4%	2,2%	5,4%	20,7%	11,5%	8,8%	17,3%
BRD - Group SG	8,8%	3,6%	3,7%	5,8%	36,8%	23,2%	20,5%	21,2%
BRE Bank	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	16,3%	0,9%	5,2%	21,2%
BZ WBK	0,0%	0,0%	2,2%	2,8%	18,4%	7,8%	8,7%	10,7%
FHB	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	18,5%	15,9%	15,0%	14,7%
Komercijalna Banka	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	14,1%	-2,9%	-0,6%	6,2%
Komercni banka	6,1%	3,0%	3,8%	6,4%	24,9%	13,6%	13,7%	21,4%
PKO BP	2,8%	2,6%	2,0%	4,5%	24,1%	15,2%	10,6%	21,6%
Raiffeisen International	4,9%	0,8%	1,6%	3,1%	17,1%	0,4%	0,2%	13,3%
ÁTLAG	2,4%	1,1%	1,4%	3,5%	19,8%	8,2%	7,9%	15,2%
OTP	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	13,9%	12,2%	13,9%	16,2%

Forrás: Factset, Erste Group Research

Technikai elemzés



Bár az OTP fundamentumait már a túlázottság jegyei tarkítják, a technikai kép még tartogat némi emelkedési potenciált. Közel egy éve, 2008. október 9-én tört le az árfolyam egyik legmeghatározóbb szintjéről, 6.000 Ft környékéről. A kurzus 6.075 és 6.160 Ft között hagyott egy rést, és 5.900 Ft egy jelentősebb szint. A letörés után számos hézag alakult ki, amelyek azonban azóta sorra betöltésre kerültek.

A papír a 2009. márciusi mélypont után egy sziget formációt alakított ki két 2.300 Ft körül található rés határolásával. Ez jelentette a 2007. júliusa óta tartó csökkenő trend törését, amit jelentős erősödő trend követ azóta is, minimális korrekciókkal. Az OTP az egyik legfontosabb gigantikus hézagot 4.911 és 5.190 forint között múlt héten (szeptember 16-án) töltötte vissza, így kinyílt az út, egészen az 5.900 Ft-os ellenállásig.

Eddig a szintig tehát, - a lokális csúcsot kivéve, 5.500 forintnál - semmilyen ellenállás nem állja útját az emelkedésnek, de a likviditásban bővelkedő befektetők, akár a 6.075 és 6.160 Ft közötti résig is elhúzhatják az árfolyamot. Ennek áttörésére véleményünk szerint már meglehetősen kicsi az esély. Innen egy komolyabb korrekció indulhat, mely a korábbi támaszok visszatesztelésével járhat (5.200 Ft, 4.900 Ft, 3.800 Ft). Az alsóbb szintekig (pl. 2.300 Ft, 1.232 Ft) illetve új mélypontra véleményünk szerint nem fog esni az bankpapír.

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 Depretiation 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 működéséből keletkező 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 részvénytárral

Könyvszerinti érték = A cég saját tőkéje

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

Az alacsony P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a saját tőkére 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 saját tőkére 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.

Fair Érték

A termék különböző értékelési módszerek alapján számított, vagy becsült belső értéke abban az adott „pillanatban”, amikor az elemzés készült illetve publikálásra került. Az értéket meghatározó paraméterek a publikálás után változhatnak, amely az adott termék belső értékét, azaz fair értékét is megváltoztathatja. A fair érték meghatározása során különböző értékelési módszereket alkalmazunk és általában azok lineáris kombinációjából alakítjuk ki ezeket az értéket. Ilyen módszerek lehetnek pl. a pénzáramok értékelése, vagy komparatív összehasonlítás módja, de lehetne folytatni a sort. Az értékelés módját, ha lehetőség van rá, közöljük az aktuális kiadványban.

DCF = Diszkontált Cash-Flow modell

A fair érték meghatározására szolgáló modell. Alapfeltevése, hogy a vállalat annyit ér, amennyi a jövőbeli várható készpénztermelés diszkontált jelenértéke. A diszkontráta a súlyozott átlagos tőkealkotás (WACC), amely figyelembe veszi a részvényektől elvárt hozamot, valamint a hitelekre fordított kamatköltséget.

EVA = Economic Value Added = Gazdasági Hozzáadott Érték

A fair érték meghatározására szolgáló modell. Alapfeltevése, hogy a vállalat annyit ér, amennyi a könyv szerinti értéke plusz az elvárt hozamon felül teljesített - úgynevezett hozzáadott érték - jelenértéke. A diszkontráta a súlyozott átlagos tőkealkotás (WACC).

DDM = Diszkontált Osztalék Modell

A fair érték meghatározására szolgáló modell, ami feltételezi, hogy a részvények annyit érnek, amekkora a jövőbeli várható osztalékok jelenértéke. A diszkontráta a vállalat részvényeitől elvárt hozam, amely függ az állampapírhozám szinttől, a részvénypiac kockázati prémiumától, valamint a vállalat egyedi kockázatától.

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 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.
