

OTP BANK

Fundamentális elemzés

Növekvő globális hozamkörnyezet

A növekvő globális hozamkörnyezet és a gazdasági növekedés ütemének gyorsulása pozitív hatással lehet a bankszektorra, így az OTP Bankra is.

Hitelkihelyezések növekedése

Az OTP a kedvező gazdasági hatásokat kihasználva meg tudta növelni a hitelkihelyezését és amennyiben ilyen pozitív marad a makrogazdasági környezet, úgy az elkövetkezendő években ez még tovább emelkedhet.

Akvizíciók

Az elmúlt időszakban az OTP több akvizíciót is sikeresen hajtott végre és a jövőben is ezt várjuk a banktól. Legfőbb célpont továbbra is Kelet- és Közép-Európa lehet a Société Générale akvizíciókkal a középpontban.

Kimagasló teljesítmény

Kimagaslóan teljesített az ukrán leánybank. 2017 első félévéhez képest 94%-kal növekvő adózott eredményt tudott elérni, valamint az orosz ág 12.8 milliárd forint adózott eredménnyel zárta a 2018-as első félévet. Erre az eredményre negatív hatással volt az ugyancsak orosz Touch Bank könyv szerinti egyesítése az OTP Bank Oroszországgal.

Árazás

Az OTP jelenlegi ára 9895 ft. A Random Capital célára 11514, így kijelenthető, hogy a bank részvényei fundamentális szempontok szerint többet érnek a jelenlegi árfolyamánál.

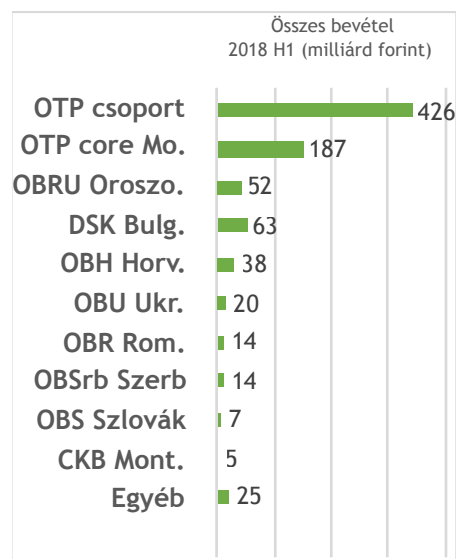


12 havi célár	11514 Ft
Jelenlegi árfolyam	9895 Ft
Célárig	16%
Várt osztalék	221 Ft

Ajánlásunk:
Vétel

Makrogazdasági folyamatok hatása az OTP-re

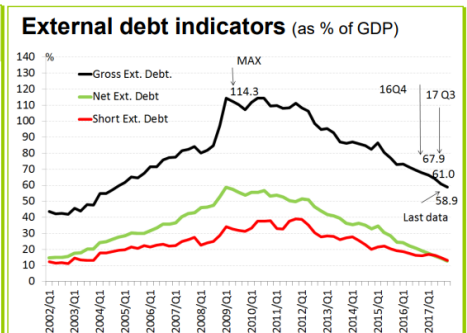
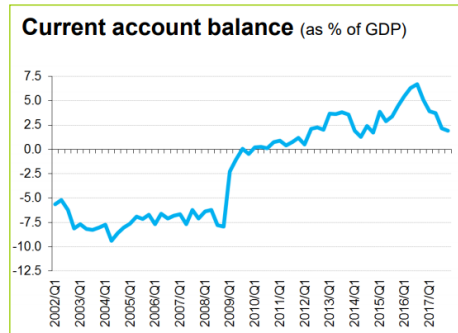
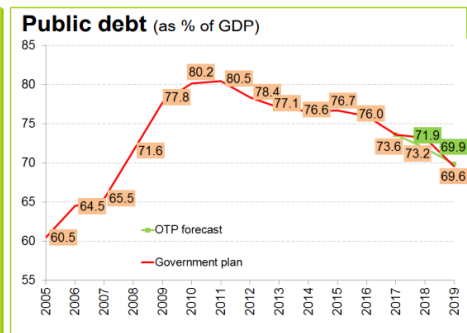
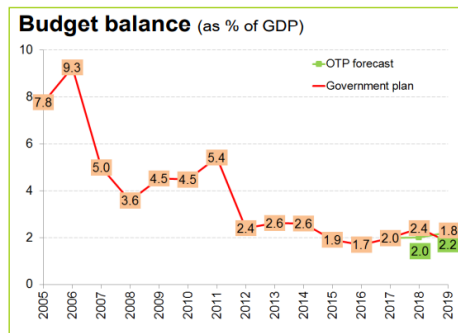
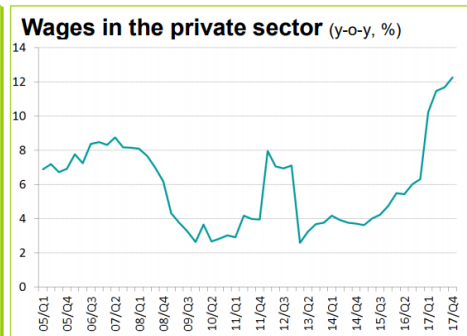
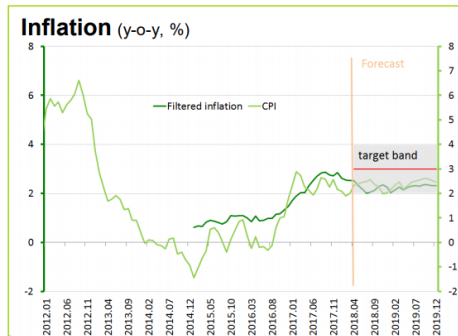
A bank profitabilitását leginkább befolyásoló országok elsősorban Magyarország, Bulgária és Oroszország. Éppen ezért ezeknek a területeknek a várható makrogazdasági folyamatait vizsgáljuk. Ezeknél a folyamatoknál arra próbálunk válaszokat találni, hogy a GDP, ezzel arányosan a hitelezés nagysága, a bérek alakulása, az infláció és a kamatkörnyezet változása hogyan hatna az OTP teljesítményére.



forrás: Random Capital Zrt.; OTP

A gazdasági válság óta tartó alacsony kamatkörnyezet negatívan hatott a bankszektor kamatmarzsaira. Az amerikai gazdaság jó teljesítményének hatására a Fed már 2%-ra növelte a jegybanki alapkamatot és a következő 2 év során akár 3%-ra is emelhetik. Ez nyomás alá helyezheti Európa jegybankjait illetve az Európai Központi Bankot, hogy lassan szigorítsanak a monetáris politikájukon. Annak ellenére, hogy az EKB nem tervezi kamatot emelni 2019 nyaráig, a gazdasági folyamatok bármikor kényszeríthetik, hogy mégis megtegye. Ha ez bekövetkezne, az a bankok kamatmarzsainak növekedésével járna.

A Magyar Nemzeti Bank politikája arra épült az utóbbi években, hogy alacsonyan tartsa a kamatokat, ösztönözve ezzel a gazdaság élénkülését. A magyar gazdaság a régió élmezőnyében teljesített az előző évben. Az utolsó negyedévben a gazdasági növekedés 4,8% éves növekedést prognosztizált. Az infláció ugyanerre az időszakra 3,2%, a munkanélküliségi ráta 3,6%, míg a bérnövekedés 11,5% volt. Az OTP Bank szerinti előrejelzés azt mutatja, hogy a reál GDP növekedés 4% körül maradhat 2018-ban és 2019-ben. A GDP növekedésével és a hitelállomány arányos változásával a hitelek mennyisége növekedhet, különösen, ha a hitelezés a GDP



forrás: OTP befektetői prezentáció 2018 Q1

arányához mérten nagyobb mértékben bővülni tud. A bankra negatív hatással lehet a bérek növekedése, de ha a fogyasztás bővülése fennmarad és esetleg újabb akvizíciókra is sor kerül, ez a negatív hatás bőven ellensúlyozva lenne. A magyar gazdaság erősségét mutatja, a csökkenő de mégis pozitív folyó fizetési mérleg, az alacsony 2%-os költségvetési hiány, valamint a csökkenő külső és belső államadósság. Ezeket figyelembe véve azt mondhatjuk, hogy a magyar gazdaság jelen pillanatban nem hordoz magában kiemelt kockázatot. A GDP, az infláció, a bérek tekintetében a növekvő tendencia, a munkanélküliségi rátában pedig csökkenő tendencia hordozza magában az MNB politikájának változtatását. Követve a vezető gazdaságokat elkezdődhet a kamatok emelkedése, ami pozitív hatással lehetne az OTP kamatmarzsaira és ezáltal az eredményére.

Bulgária

A bolgár GDP növekedés várhatóan 3% fölött marad a következő években. A munkanélküliség csökkenő tendenciája azt mutatja, hogy a munkanélküliségi ráta tartósan 7% alatt maradhat az országban. A következő években a bérek jelentősebb növekedésére számíthatunk. Mindez a hitelállomány növekedésével járhat. Az infláció meglepő számokat mutatott júliusban és augusztusban. Júliusban 2,8% helyett 3,2% míg augusztusban 2,7% helyett 3,5%-os volt az infláció. Valószínűleg az olajárak emelkedése nagy szerepet játszott a mutató emelkedésében. Mindezek hatására az alapkamatok várhatóan itt is emelkedni fognak, ami ismételt pozitív hatással lesz a bolgár leánybank teljesítményére.

Oroszország

Az orosz gazdaság 2016 második felében kilépett a recesszióból és megkezdődött a gazdasági növekedés. A reálbérek és a GDP is növekedni tudott. A GDP 1,3%-kal emelkedett 2018 első negyedévében ami kissé a várakozások (1,5%) alatt teljesített. A második negyedévben 1,8% körüli volt a gazdasági növekedés. A következő 2-3 évben a várakozások 2%-ra mutatnak éves szinten, ami nem kifejezetten magas, de az eddigi növekedés ütemét felülmúlja. A hitelezés növekvő volumene főként a lakossági hitelállomány bővülését jelenti. A bérnövekedés közel 8%-os volt az utolsó negyedévben, valószínű, hogy a következő időszakban 4-6% körül lesz a mutató. Az infláció a jelenlegi 3,1%-ról akár 4% fölé is emelkedhet a következő években. Az alapkamat 7,25%-on van jelenleg, de 1-1,5%-os csökkenés is elképzelhető a jövőben. Amennyiben az infláció erőteljes marad az országban valószínű, hogy nem változtatnak az alapkamaton. Mindezt figyelembe véve az orosz gazdaság teljesítménye egy magasabb kockázati tényező, de az emelkedő nyersanyagárak segíthetnek a vártnál gyorsabb gazdasági növekedés elérésében.

Leányvállalatok és Fejlesztés

A leányvállalatok közül a bolgár DSK volt a legeredményesebb 24 Mrd forintot meghaladó féléves adózott eredménnyel. Ez annak ellenére is szép teljesítmény, hogy az előző év azonos időszakától 5%-kal elmaradt. Mivel az operációjukban megegyeznek, a korábban külön egységként számon tartott orosz Touch Bankot mostantól az OTP Bank Oroszország alá vette az anyabank. Így a bank orosz ágának teljesítménye 2018 első felévére 12,8 Mrd forint volt amelyre negatív hatással volt a Touch Bank -2,9 Mrd forint vesztesége. Többek között ez vezetett az orosz leánybank 15%-os negatív eredményéhez 2017 második negyedévéhez képest. Az amerikai szankciók egyelőre nincsenek negatív hatással az orosz leánybank működésére, de ha ezeket kiterjesztik és komolyabb szankciókat eszközölnek, azok már közvetetten kockázati tényezőt jelentenek a bank számára.

Adózott eredmény (MHUF)	2017 IH	2018 IH	Y/Y	2017 2Q	2018 1Q	2018 2Q	Q/Q	Y/Y
OTP Bank Oroszország	11230	12828	-15%	5936	7205	5623	-22%	-25%
OTP Bank Ukrajna	5817	11283	94%	2506	5833	5449	-7%	117%
DSK Bank (Bulgária)	25372	24131	-5%	11982	11258	12872	14%	7%
OBR (Románia)	861	1368	59%	-447	1504	-136	-109%	-70%
OTP Banka Srbija (Szerbia)	-1483	1563	-205%	-1476	573	990	73%	-167%
OBH (Horvátország)	5094	12240	140%	6941	7718	4552	-41%	-35%
OBS (Szlovákia)	-308	-129	-58%	-398	770	-899	N/A	126%
CKB (Montenegró)	-12	1366	N/A	-94	688	678	-1%	N/A

forrás: Random Capital Zrt.; OTP

Akvizíciók

A banknak sikerült az elmúlt években kiterjeszteni leányvállalatainak befolyását Közép-Kelet Európában. Az OTP továbbra is növekedés alapú sztori, a menedzsment jelzései szerint ennek megfelelően aktív marad az M&A tevékenység. A organikus növekedéshez felhasználandó pénzmennyiségen felül termelődő tőkét a menedzsment további akvizíciókra szándékozik felhasználni. Erre szükség is lenne, véleményünk szerint az OTP-nél kulcsfontosságú kérdés, hogy érkezzenek még akvizíciók. Potenciális felvásárlási célpontot jelentenek, és hírbe is hozták az OTP-vel a Societă Generale bolgár, szerb, moldáv és albán leánybankjait. Augusztusban elindította a bank az albán és bolgár leányok akvizícióját és valószínűsíthető hogy a szerb, montenegrói, macedón és a moldáv leánybankok is az OTP irányítása alá kerülnek hamarosan. A piaci részesedés megerősítését a szerb és bolgár piacokon kiemelten pozitívnak értékelnénk, ami jelentős többlet értéket teremtené az OTP számára. Az M&A tevékenység kiemelt fontossága miatt az új akvizíciók esetleges elmaradása (pl.: Banca Romaneasca és UBB akvizíció meghiúsulása) erős kockázati tényező, ami az árfolyamra is jelentős hatással lenne.

Árazás a többi régiós bankhoz képest

A régióban több erős bankot is találunk, de az OTP az erős konkurencia ellenére is az élmezőnyben van. A mutatószámok tanúskodnak erről, a hazai bank a 8,68-es P/E értékkel a 11,61-es régiós átlag (cseh, lengyel, osztrák, román bankok) alatt van. Az erős első féléves eredmény a jelentős szektoradó mellett külön kiemelendő, enélkül a korrekciós tétel nélkül 170 milliárd forint nettó eredményt termelt a vállalat.

Bank	P/E (TTM)	P/BV (MRQ)	ROE (TTM)
Raiffeisen	6,2	0,69	11,83
Erste	10,81	1,08	10,46
Millennium	15,01	1,36	9,38
mBank	13,17	1,18	9,24
PKO	15,31	1,42	9,59
Handlowy	13,22	1,31	10,07
Pekao	11,67	1,37	11,7
Komercni Banka	12,11	1,84	14,9
BRD	6,9	1,48	21,01
Alior	11,59	1,26	10,89
ING Slaski	16,11	1,95	12,48
Banca Transilvania	7,16	1,62	23,39
OTP Bank	8,68	1,68	18,9
Peer Average	11,61	1,38	12,91
forrás: Reuters			

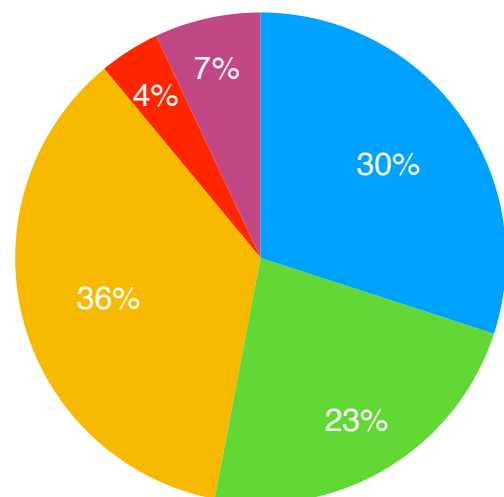
forrás: Reuters; 2018. Szeptember 13.

P/BV tekintetében már kedvezőtlenebbnek tűnhet az OTP árazása, azonban az itt tapasztalható prémiumot indokolja a bank kimagasló sajáttőke arányos megtérülése (ROE), ami magasan a régió élmezőnyében van 18,9 százalékkal.

Hitelezés

2017-ben eljött a hitelezési fordulat, így az OTP több kölcsönt tudott kihelyezni, mint az eddigi években. Ez a 2018-as évben sem csökkent, így az év első felében tovább növekedtek a hitelfelvételek. A kedvező gazdasági környezet és az alacsony kamatkörnyezet segítette a teljesítő hitelállományok növekedési ütemének gyorsulását (+5% q/q): ezzel az év első félévében 8%-kal, árfolyamszűrten 556 milliárd forinttal bővült a teljesítő hitelállomány. Ahogy azt az első negyedévben is tapasztalhattuk, itt is minden hitelkategóriában nőtték a teljesítő állományok, legnagyobb mértékben a nagyvállalati portfólió tudott bővülni, ezt követte a fogyasztói hitelállomány növekedése. 2%-kal emelkedett a teljesítő jelzáloghitelek állománya (q/q).

Hitelkihelyezések struktúrája



● jelzalog ● fogyasztói ● vállalati
● autó finanszírozási ● kkv 4

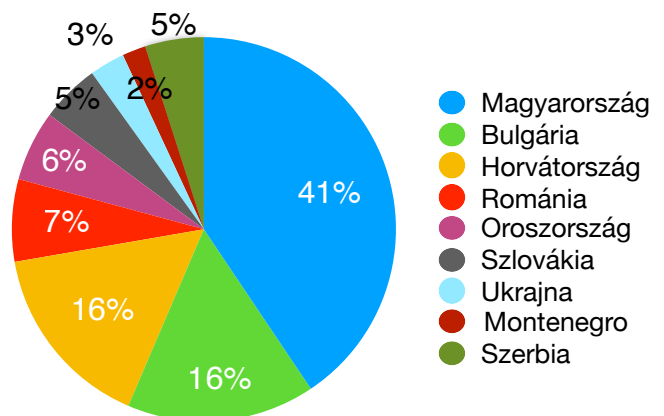
A DPD90+ állománynövekedés trendje a javuló makrogazdasági környezettel és a menedzsment várakozásaival összhangban továbbra is kedvezően alakul. Míg 2017-ben a 90 napon túli késedelmes hitelek állományának aránya (DPD90+ ráta) 12,2% volt, addig 2018 második negyedévében ez már csak 8,1%.

Menedzsment

Az OTP, az MNB-hez hasonlóan a lakossági hitelállomány növekedését várja a következő években, ami a bankszektorban lesz kedvező, mivel így megnőhet a hitelfelvételek száma és mértéke. Amennyiben a magyar gazdaság a jövőben is ilyen kiegyensúlyozottan fog teljesíteni, úgy a DPD90+ ráta tovább csökkenhet és elősegítheti az OTP hitelkihelyezését. Ez is kedvező az előbb említett lakossági kölcsönök számának növekedését illetően.

A menedzsment rövidtávon a netto kamatmarzs további csökkenését várja, de a kamatkörnyezet váratlan változása könnyen növelheti a marzsokat. A 4Q szintjéhez képest, ahol 4,38% volt a netto kamatmarzs, 2018 első félévében ez tovább csökkent (4,25%).

Hitelkihelyezés országokra lebontva



Kockázatok

2018. szeptember 12-én az Európai Parlament megszavazta a Sargentini-jelentést, melynek értelmében az uniós 7-es cikk szerinti jogállamisági eljárás indul Magyarország ellen. Ezen folyamat során a jogállamiságot vizsgálják és annak javítására tesznek ajánlást, amit a magyar vezetés követhet, ha akar. Ezek függvényében a lehetséges következmények között szerepel, hogy az Európai Néppárt felfüggeszti a magyar kormánypart tagságát, vagy kizárja soraiból a Fideszt. A 2020 után történő EU-s támogatások is veszélybe kerülhetnek ezzel, a magyar gazdaság is kockázatosabbá válhat a befektetők szemében annak ellenére, hogy ez egy igen lassú folyamat.

A feltörekvő piacok devizái átlagosan jelentős gyengülést mutatnak a dollárral szemben. A forint is jelentősen gyengült május óta az euróval és a dollárral szemben is. Ugyan az ország külső államadóssága nem haladja meg a 35%-ot és az OTP bevételeinek nagyjából 60%-át beföldről szerzi, a devizagyengülés felgyorsíthatja az inflációt. Ha ez túlzott mértékben történik az lassíthatja a gazdaságot.

A feltörekvő devizák közül a török líra gyengült a leginkább. Az árfolyamválság könnyen okozhat recessziót Törökországban. Ez jelentősen gyengítheti a térség bankjait és több nyugat-európai nemzetközi banknak jelentős veszteségeket okozhat.

Az egyre több szankciót és országot magába foglaló kereskedelmi háború is lassíthatja a világkereskedelmet és ezzel egyidejűleg az országok gazdasági növekedését. Emellett Donald Trump elnök körül zajló botrányok folyamatos bizonytalanságot jelentenek.

Az elmúlt időszakban kissé háttérbe szorult, de igen fontos kérdés a Brexit. Nagy kérdőjel, hogy sikerül-e megegyezni az EU-nak és Nagy-Britanniának a részletekről, és hogy azoknak milyen következményei lesznek az európai gazdaságra.

Dél-Amerikában az argentin-és venezuelai események jelentik a legnagyobb problémát. Ezeknek a kockázatoknak legnagyobb része nem érinti közvetlenül az OTP Bankot, de ezek közül ha egy vagy akár több is eszkalálódik, úgy nagy veszélybe kerülhet a gazdasági növekedés tervezett üteme és ezzel a cégek profitabilitása is. A fent említett kockázatok miatt a célárát 11 514 Ft-ra csökkentettük a korábbi 11 550 Ft-ról.

I. Hivatkozás a kiadványra

Az elemzést készítette:

Petykó Csaba - Junior Elemző, Kácsor Erik - Junior Elemző, Vas Márk - Junior Elemző

II. Tájékoztató

Ezen dokumentum sem önállóan, sem egyes részleteiben nem tekinthető ajánlanak, vagy ajánlati felhívásnak pénzügyi eszköz megvásárlására, jegyzésére, eladására, kölcsönzésére, vagy tartására.

Továbbá nem minősül sem maga a dokumentum, sem annak bármely tartalma szerződéskötésre, vagy kötelezettségvállalásra történő rábírásnak, illetve ajánlati felhívásnak.

A Random Capital Zrt. semmilyen tekintetben nem vállal felelősséget a dokumentumnak, vagy annak, egyes részleteinek a fenti célokból történő felhasználásából, illetve azzal összefüggésben bármely más módon keletkező esetleges károkért.

A Random Capital Zrt. nem tudja garantálni a dokumentumban található információk pontosságát, hitelességét és teljességét, ugyanis ezen tények, adatok különböző forrásból származnak, s azok frissítése nem tartozik a feladatkörei közé, továbbá a dokumentum elkészítésében közreműködő személyek szubjektív megítélésén alapulhatnak ezen dokumentumban található tényállítások.

A dokumentumban deklarált tájékoztatások kapcsán nem kerültek figyelembevételre az egyes, dokumentumhoz hozzáférő befektetők pénzügyi ismeretei, egyedi befektetési céljai, kockázatvállaló képessége, vagy - amennyiben a hírlevél címzettje a Random Capital Zrt. ügyfele vagy korábbi ügyfele - az általa kitöltött ún. alkalmassági, ill. megfelelési teszt eredménye.

A tárgy szerinti dokumentumban található tájékoztatásoknak nem célja döntéshozatali szándék megalapozása, kialakítása, és maga a döntéshozatal, mindez értendő – de nem kizárólagosan- a befektetési döntésekre és kockázatkezelésre.

A dokumentumban megjelenő vélemények előzetes értesítés nélküli megváltoztatásának jogát fenntartjuk.

Hangsúlyozandó hogy mielőtt bármilyen befektetési instrumentumban pozíciót vállal, feltétlenül győződjön meg, hogy megértette-e a piac működését és kockázatát, s az teljes mértékben megfelel saját – befektetési - céljainak és elvárásainak, kockázatvállaló képességének, ügyleti, ill. pénzügyi eszközökre vonatkozó ismereteinek.

A jelen dokumentumban foglalt tájékoztató információk nem helyettesítik a pénzügyi eszközökhöz kapcsolódó, kibocsátó(k) által kiadott hivatalos tájékoztatókat, kezelési szabályzatokat, hirdetőanyagokat, ill. a befektetési ügyleteket bemutató ismertetőket, ezért a megalapozott befektetési döntés meghozatalához kiemelten fontos ezek áttanulmányozása, értelmezése, pontos ismereteinek elsajátítása.

A pénzügyi eszközökre vonatkozó ügyletek során feltétlenül szükségeltetik figyelembe venni a tranzakciók adóvonzatát, illetve a vonatkozó adózási kérdéseket. Az adózási kérdésekkel kapcsolatban a közölt információk kizárólag tájékoztatási célúak, és nem tekinthetők a vonatkozó jogszabályok hivatalos értelmezésének, továbbá adótanácsadásnak sem minősülnek.

Random Capital Zrt. nem vállal felelősséget a jogszabályi változásokból eredő jogkövetkezményekért, továbbá az adózással kapcsolatos vonatkozó jogszabályi rendelkezések dokumentumban szereplőtől eltérő értelmezéséből adódó esetleges következményekért sem. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy az adójogszabályok értelmezése és azok alkalmazása kizárólag az adózó felelőssége, ugyanis a tényleges, pontos adókötelezettség mértékére számos egyedi tényező lehet hatással, ezért ezt minden esetben egyedi vizsgálatnak, felmérésnek kell megelőznie.