

OTP BANK

Fundamentális elemzés

Szűkülő marzsok, növekvő díjak

Az OTP csoport két legerősebb operációjánál - Core, DSK - továbbra is szűkülő kamatmarzsokat várhatunk, amit a díjakból származó bevételek és a költségkonszolidáció ellensúlyozhat.

Positív trendváltás a hitel/betét arányban

A válság óta tartó nettó hitel/betét arány csökkenésének végét látjuk és az idei évtől már ennek emelkedése is megindulhat. Az alacsony bázisról igen markáns emelkedésre számíthatunk.

Oroszország és Ukrajna

Továbbra is nagy kérdés és egyben a legnagyobb kockázat is, hogy az orosz-ukrán operációk mekkora veszteséget jelenthetnek idén. Várakozásaink szerint a hitelportfóliók konszolidációjával és a hitelezés szigorításával idén lényegesen kisebb leírásra számíthatunk.

Várt fordulat a hazai szabályozói környezetben

A kormány stratégiai szerződést írt alá az EBRD-vel, amiben biztosítja a bankszektor különadójának csökkentését és a profitábilis működési környezetet.

Minden adott az emelkedéshez

Javuló működési környezet, növekedést biztosító makrokörnyezet és hazánk várható felminősítése is az OTP növekedését vetíti előre.



12 havi célár	4 985 Ft
Jelenlegi árfolyam	4 585 Ft
Célárig	9%
Várt osztalék	146 Ft

Ajánlásunk:
VÉTEL

A növekedés árnyékában

A 2014-es év sok szempontból egy negatív trend lezárását jelentheti, ami után a várt növekedés valóban bekövetkezhet. A tavalyi eredményt egy 156 Mrd. forintos devizahiteles elszámolás és az orosz-ukrán operációhoz tartozó 38 Mrd. forintos egyszeri leírás rontotta. A szűkülő kamatmarzsok és a vártnál nagyobb ukrán leírások miatt a tavalyi évben a várt -93 Mrd. forintos nettó eredmény helyett -102 Mrd. forintot ért el az OTP.

Míg a kelet-közép-európai leányok bevétel és eredmény tekintetében pozitív fordulatot mutatnak, addig a korábban zászlóshajónak számító orosz és ukrán operációk 57,7 Mrd. forintos veszteséget értek el. A hazai és a bolgár operációban tovább folytatódott a kamatmarzsok és a nettó hitel/betét arány csökkenése, amit ellentételezett a díjakból származó bevétel növekedés.

Stabilizálódó működési környezet

Pozitívnak értékeljük, hogy a forintosításhoz az MNB 9 Mrd. eurót biztosított a bankok számára, amivel az OTP közel 110 Mrd. forintos leírást került el. További pozitív fordulatot jelent a kormány és az EBRD között létrejövő megállapodás, ami a bankszektor profitabilitását és a méltányos piaci verseny körülményeit biztosítja. Ezen felül 2016-tól a 2014-es mérleg lesz a bankadó alapja, valamint a jelenlegi 0,53%-os kulcs helyett 0,31%-os, majd 0,21%-os kulccsal történik az adózás. Az elkövetkezendő két évben ez megközelítőleg 25-30 Mrd. forint adókötelezettség csökkenést jelenthet az OTP-nek. A gazdaságpolitikában már régóta vártuk ezt a fordulatot, amivel jelentősen csökken a szabályozói környezetből származó kockázat.

Pénzügyi adatok	OTP	Iparág	Szektor
P/E (TTM):	10,98	18,85	16,29
EPS (TTM):	396 Ft	--	--
ROE:	8,5	22,89	21,89

Növekedési kilátások

A tavalyi évben tovább folytatódott a kedvezőtlen trend és a nettó hitel/betét arány 75%-ra csökkent, ami mögött 11%-os betétnövekedés és 6%-os hitel állomány csökkenés állt. A negatív trend a menedzsment és várakozásaink szerint is megfordulhat, így alacsony bázisról

komoly növekedésre számítunk a hitelezés terén, főként a hazai és a bolgár operációban. A tavalyi évben 238 Mrd forintnyi nem teljesítő hitelt értékesített az OTP – idén az árazás miatt nem várunk további DPD90+ hitelek értékesítését –, így a DPD90+ 19%-ra csökkent, ami teret ad a csökkenő céltartalék képzésre.

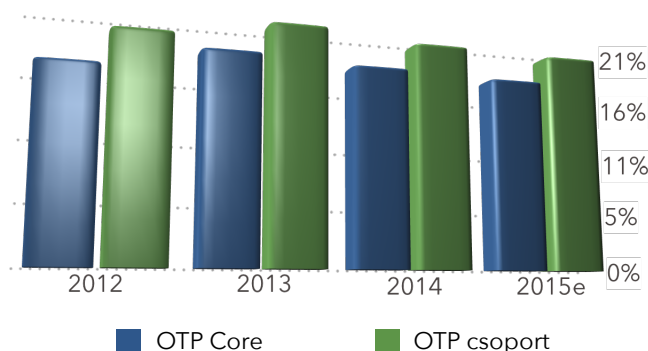
Terjeszkedés

Az OTP alapvetően organikus úton növelné piaci részesedését, de Szlovéniában és hazánkban – Citi lakossági ügyfélköre és a Budapest Bank – érvényes vételi ajánlattal jelent meg. Az elkövetkezendő években nem várható komoly akvizíciós tevékenység, egyrészt a magas árazás és a bizonytalan orosz-ukrán helyzet miatt.

Kockázatok

A legnagyobb kockázatot az orosz-ukrán operációk jelentik annak ellenére, hogy jelentős céltartalékolást és hitelezési szigorítást hajtottak végre. Oroszországban a makrokörnyezet igen bizonytalan és komoly hektikusság is elképzelhető. Ukrajnában még nehezebb megjósolni, hogy mire számíthatunk, de várhatóan normalizálódik a helyzet az IMF mentőcsomagjával. A deviza leértékelődések miatt mindkét operációban jelentősen nőttek a működési költségek, amelyeket költségoptimalizációval kezelnek. A nem teljesítő hitelportfóliók összetétele és kockázata jelentősen csökkent a DPD90+ értékesítések után, valamint a fedezettségük is 100%-osra emelkedett. Oroszországban és Ukrajnában is nőtt a betétállomány, ami a jövőben is várható, a hitelezés szűkülése mellett. A tavalyi évnél lényegesen kisebb veszteségeket és leírásokat várunk,

Az OTP magyar és nemzetközi DPD 90+ arányának alakulása



azonban a csoporton belüli súlyuk tovább csökkenhet. Romániában és Horvátországban a devizahitelek elszámolása még nem megoldott, így a szabályzói környezet változása kedvezőtlenül érintheti a leánybankokat.

Eredménykimutatás (MFt)

	2012	2013	2014	2015e
Árbevétel	844 553	864 910	826 061	915 625
Növekedés	4,1%	2,4%	-4,5%	2,3%
Nettó kamatbevétel	650 319	653 126	636 172	642 407
Nettó díjak, jutalékok	151 570	166 936	169 579	181 620
Egyéb bevételek	42 664	44 848	20 309	21 121
Működési kiadások	- 394 890	- 417 201	- 411 527	- 416 054
Működési eredmény	449 664	447 710	414 534	429 094
Kockázati költségek és egyedei tételek	- 257 472	- 262 816	- 272 193	- 231 636
Adózás előtti eredmény	192 192	184 894	142 341	197 458
Társasági adó	- 42 243	- 39 012	- 24 327	- 39 610
Korrigált adózott eredmény	149 949	145 882	118 014	157 848
Korrekciós tételek	- 27 363	- 81 775	- 220 272	- 51 747
Adózott eredmény	122 586	64 108	102 258	106 101

Vétel vagy tartás?

Összességében az OTP fundamentális kilátásai kedvezőbbek az elmúlt évekhez képest és látjuk a kiutat a növekedés felé. Bulgáriában és hazánkban is erős, több szektorra támaszkodó gazdasági növekedést láthatunk, amit most már a szabályzói környezet is támogat. Számításaink szerint a költségcsökkentési programnak és a lazább hitelezésnek, továbbá a csökkenő céltartalékolásnak köszönhetően markáns növekedést láthatunk az OTP-ben. A modellünk alapján a korábbi tartásról **vételre ajánljuk az OTP részvényeit 4985 forintos célárral.**