

A csoport banki szolgáltatásokat nyújt intézményi és lakossági ügyfeleknek egyaránt. A korábbi szervezeti struktúrában a Global Consumer Banking szegmensen keresztül hagyományos banki szolgáltatásokat kínált a retail ügyfeleknek, míg az Institutional Clients Group tevékenysége a befektetési banki és egyéb szolgáltatásokat fedte a vállalati és intézményi kliensek számára.

A Citi az utóbbi időben szervezeti átalakuláson ment keresztül, mely látszólag a cég befektetők közötti népszerűségének csökkenéséhez vezetett. Ázsiai és közel-keleti egységek eladásába kezdett a bankcsoport, illetve mexikói részlegek is értékesítésre kerültek.<sup>1</sup>

### Changing Our Financial Reporting Structure to Align with Our Strategy

Previous Reporting Structure			Revised Reporting Structure			
Institutional Clients Group	Markets	Equity Markets	Institutional Clients Group	Services	Treasury and Trade Solutions	
		Fixed Income Markets			Securities Services	
		Banking		Securities Services	Markets	Equity Markets
	Treasury and Trade Solutions			Fixed Income Markets	Banking	Investment Banking
	Investment Banking			Corporate Lending	Private Bank	Corporate Lending
	Corporate Lending			Private Bank		
	Global Consumer Banking	North America		Branded Cards	Personal Banking and Wealth Management	U.S. Personal Banking
Retail Services			Retail Services			
Retail Banking			Retail Banking			
Asia		Branded Cards	Global Wealth Management	Private Bank		
		Retail Banking		Citigold		
		Latin America	Branded Cards	Legacy Franchises	Asia Consumer	
Retail Banking	Legacy Holdings Assets					
Corporate/Other			Corporate/Other			

### USA Bankszektor kitekintés

Az inflációra válaszként szolgáló kamatemelési ciklus jelentős hatást gyakorolt a befektetési és kereskedelmi banki tevékenységű vállalatokra egyaránt. A befektetési bankok ciklikusságát nem kell igazán tárgyalni, hiszen a magasabb kamatkörnyezet mellett drágább a hitelezés és magasabbak a diszkontráták, mely alacsonyabb részvénytársi árakhoz vezet. Ilyen környezetben az IPO-k és M&A tranzakciók mennyisége is csökken, ez pedig alacsonyabb árbevételhez és nyereséghez vezet.

A kereskedelmi banki tevékenységgel is rendelkező, univerzális bankok (befektetési és kereskedelmi bank is egy helyen) esetében azonban összetettebb a kép. A magasabb kamatkörnyezet alapvetően támogató hatással is lehet az ilyen intézmények (Pl. Citi, JPM) commercial banking szegmenseinek pénzügyi teljesítményére, azonban a magas

<sup>1</sup> <https://www.citigroup.com/citi/investor/data/q2104cu.pdf>

kamatokból következő csökkenés a fogyasztói költekezésben, illetve a gazdasági lassulás a profitok jelentős eséséhez vezethet.

Összességében a jelenlegi környezet nem kedvez a bankszektor tagjainak, mivel üzleti tevékenységük prociklikus, tehát a gazdaság növekedésétől/helyzetétől erősen függő, ennek következtében pedig egy recessziós időszakot rosszul viselnek. Ezeket az összefüggéseket azonban a piac elég gyorsan felismerte és jelentősen alacsonyabb értékeltségek alakultak ki a szektorban. A bankok ciklikussága nem egyezik meg az egyéb, például ipari vállalatok ciklikusságával, ugyanis a bankok teljesítménye a GDP, illetve a költekezés ütemét követi és nem az iparág befektettségétől vagy az árupiaci cikkek iránti kereslettől függ. A részvénypiacok előremutató jelleggel működnek, így **várhatóan a bankok már a részvénypiacok és a gazdasági ciklus fordulása előtt elindulhatnak mélypontjaikról.** A kialakult alacsony értékeltségek és az imént vázolt makrokörnyezeti feltételek mellett **kedvező lehetőségek lehetnek a bankrészvények között.**

### Értékeltség (Peer-group elemzés)

A diverzifikált tevékenységű bankokat vizsgálva ugyan a Citi saját tőke arányos megtérülése alacsonyabb társainál, a relatív értékeltséget vizsgálva jelentősen alulértékeltnek tűnik a vállalat.

Az előremutató Price/Earnings és a Price/Tangible Book Value mutatót alkalmazva egyaránt jelentősen a medián alatti értékeltséget kapunk.

Ticker	P/E (FWD)	P/TBV (Tangible book value)	ROE	Piaci kapitalizáció (milliárd dollárban)
C	6,66	0,59	8,06%	91,48
JPM	11,82	1,98	13,80%	394,08
WFC	11,63	1,37	9,16%	179,082
BAC	11,53	1,73	10,58%	295,71
Medián	11,58	1,55	9,87%	237,396
Átlag	10,41	1,4175	10,40%	240,088

*Forrás: Seeking Alpha, saját szerkesztés*

A Citigroup a múltban is alacsonyabb értékeltségi mutatókkal rendelkező társainál, azonban a materiális könyv szerinti értéket alapul vevő P/TBV mutató – amelynek a bankrészvényeknél van különös jelentősége – a Citi utóbbi 10 évre vonatkozó historikus értékeihez képest is alacsonyan áll, mely a cég jelenlegi ár melletti alulértékelttségét indikálhatja.

A korábbi értékeltségi szintekből kiindulva 0,8 körüli P/TBV mutató lehet indokolt a Citi esetében, mely több, mint 35%-os emelkedést és 60 dollár körüli árfolyamot jelentene.

Citigroup Inc. (C)

• C LTM Price / Tangible Book Value per Share: Mean: 0,89x High: 1,33x Low: 0,50x Last: 0,59x

Zoom 3m 6m ytd 1yr 3yr 5y 10y **all**



TIKR.com

*Forrás: TIKR Terminal*

Az a tény, hogy alacsonyabb mutatókon forognak a részvények egy ciklikusnak mondható iparágban, alapvetően még nem jelentene egyértelműen jó befektetési lehetőséget, azonban az értékeltség és a szektor kilátásai együttesen kedvező beszállót indikálnak. Ugyan a bankok várhatóan korai emelkedők lesznek a gazdaság állapotának javulásával, azonban minimum 1 éves időtáv szükséges lehet ahhoz, hogy a Citigroup részvénye a valós értékéhez közelítsen.

### Kockázatok

A cég számára a legnagyobb kockázatot egy vártnál hosszabb és/vagy jelentősebb recesszió jelentené. Ha hosszabb távon kell lassabb gazdasággal számolni, akkor az tartósan alacsonyabb banki bevételeket és profitot jelent, mely alacsonyabb értékeltséghez vezet. Emellett az USA infláció további gyorsulása is közvetetten negatív hatással lehet a bankokra, és így a Citi-re is, ugyanis annak következtében a piac a kamatok további növekedését fogja árazni.

Published on TradingView.com, Dec 05, 2022 21:08 UTC



TradingView

Forrás: Tradingview

**Beszállási ár: jelenlegi árfolyam; Célár: 60 dollár; ajánlott STOP: 37 vagy 40 dollár.**

### Junior Tőkepiaci elemző

Hadnagy Milán

hadnagy.milan@mkb.hu

### JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen dokumentumban közölt megállapítások, mint befektetési elemzés a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alapján objektív vagy független magyarázatnak, azaz befektetéssel kapcsolatos kutatásnak minősül, továbbá az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete szerint befektetési ajánlásnak minősül. A jelen dokumentumot a Bank az ügyfelei vagy a nyilvánosság körében kívánja terjeszteni, vagy más személyek számára oly módon biztosít hozzáférést, amely alapján jelen dokumentum nyilvánosságra kerülhet.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségeikért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított szakmai megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat, ajánlásokat.

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

További tájékoztatás elérhető a Bank fiókjaiban, valamint az [www.mkb.hu](http://www.mkb.hu) honlapon.

**6. Célárfolyam:** Célárunk meghatározása 12 havi alapon történik, osztalék nélkül, hacsak másként nem jelezzük. A társasággal kapcsolatos első elemzésünk 2022. december 12-én került közzétételre, ebben 60 dolláros célarat határoztunk meg.

### 7. Ajánlások:

- **Overweight: (felülsúly):** Az „Overweight (felülsúly)” besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan meghaladja az iparág átlagos hozamát vagy az index referenciaértékét a következő 12 hónapban.
- **Underweight (alulsúly):** Az „Underweight” (alulsúly) besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan az egész iparág átlagos hozama vagy az index referenciaértéke alatt marad a következő 12 hónapban.
- **Equal weight:** Az equal weight besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan megegyezik a teljes iparág átlagos hozamával vagy az index referenciaértékével a következő 12 hónapban.
- **Vétel (Buy):** a teljes megtérülés várhatóan meghaladja a 10% -ot a következő 12 hónapban.
- **Semleges (Neutral):** A teljes megtérülés várhatóan -10 - + 10% között lesz a következő 12 hónapban.

- **Eladás (Sell):** A teljes megtérülés várhatóan -10% alatt lesz a következő 12 hónapban.
- **Felülvizsgálat alatt (Under revision):** Ha új információk látnak napvilágot, ez várhatóan jelentősen megváltoztatja az értékelést.

Az előző 12 hónapos időszakban terjesztett elemzések elérhetőek a Bank honlapján az Elemzések, Részvénytársasági Elemzések menüpontban: <https://www.mkb.hu/elemezsek> Részvénytársasági Elemzések.

8. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacépzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

9. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal, mely intézkedések az Európai Bizottság 2016/958 felhatalmazáson alapuló rendeletében írt, az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásoknak, valamint információs korlátoknak minősülnek. Az elemzés elkészítésében részt vevő személyek javadalmazása nem kapcsolódik közvetlenül a 2014/65 EU irányelv 1. számú melléklet A és B szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatási tevékenységek nyújtásához vagy a Bank vagy más, vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó jogi személy által végzett tranzakciókhoz, illetve a Bank vagy a vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó vállalkozás által kapott jutalékhoz.

10. A jelen dokumentumban érintett termék/pénzügyi eszköz kibocsátója nem rendelkezik a Bank teljes jegyzett tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel. A Bank a jelen dokumentum tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditás biztosítójaként nem jár el. A Bank a kibocsátó pénzügyi eszközei bármilyen nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője nem volt az előző 12 hónapban. A Bank a 2014/65/EU irányelv I. mellékletének A. és B. szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatások nyújtására vonatkozóan a kibocsátóval kötött megállapodásnak nem részes fele. A Bank nem rendelkezik a jelen dokumentumban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5 %-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval.

11. A Bank megfelelő belső eljárásrendet alakított ki a (i) befektetéssel kapcsolatos kutatás elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek személyes ügyleteire vonatkozóan; (ii) a befektetési elemzések elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek fizikai elkülönítésének biztosítására; ezen felül a megfelelő információs korlátok is felállításra kerültek (iii) az ösztönzők elfogadására és a javadalmazásra vonatkozóan.

12. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.

13. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.  
A kiadvány elkészítésének időpontja: 2022. 12.

14. Az alkalmazott értékelési eljárások:

### EV/EBITDA

Az EV/EBITDA mint értékelési mutató annak az eldöntésében segít, hogy egy adott részvény (vagy a részvényekből összeállított index) drága-e vagy sem. Hasonló a P/E rátához, csak ebben az esetben a nevező az EBITDA, azaz a kamat, adófizetés és amortizáció előtti eredmény. Mivel ezek az időben és értékben is ingadozást mutató tételek kiszűrésre kerülnek, nem annyira volatilis, mint a P/E, hiszen az egy részvényre jutó nettó eredményt egyes egyedi tételek jelentősen befolyásolhatják.

A számlálóban lévő EV, azaz „enterprise value” a cég tartós finanszírozásának piaci értéke, amely nem más, mint a teljes részvénykapitalizáció és a teljes pénzügyi adósság összege, amelyből le kell vonni a mérlegben lévő készpénz- és készpénzegenértékesek értékét.

A mutató alakulása független a tőkeszerkezettől, hiszen ha egy vállalat bankhitelt vesz fel vagy kötvényt bocsát ki, akkor a P/E mutatója alacsony lesz és így olcsónak tűnik. Ellenben, ha a cég részvényt bocsát ki és abból kifizeti az adósságát, akkor a P/E mutatója magasabb értéket mutat, miközben a társaság „enterprise value”-ja nem változik. Az EV tartalmazza a részvények és az adósság értékét is, így független a tőkeszerkezettől.

### P/E MUTATÓ

Az árfolyam/nyereség (P/E) mutató a részvény árfolyama és az egy részvényére jutó adózott nyeresége hányadosaként értelmezhető. Jelentése leegyszerűsítve az, hogy hány év alatt termeli meg az adott cég az árfolyamának megfelelő nyereséget.

### ROE (SAJÁTTŐKE-ARÁNYOS NYERESÉG)

A részvényesek számára egy kiemelten fontos jövedelmezőségi mutató. Azt mutatja meg, hogy egységnyi saját tőkére vetítve mekkora profitot termel a társaság. A ROE gyakorlatilag a befektetés megtérülését fejezi ki.

### Technikai elemzés

A technikai elemzés alapján egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikonból vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japánygyertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

### Makromodell

Az MKB Elemzési Központban a szakértők felépítettek egy előrejelzésre és szimulációra alkalmas strukturális makromodellt, amely segítségével még pontosabb előrejelzéseket tudnak készíteni a hazai gazdaság jövőbeli dinamikájával kapcsolatban. A modell legfőbb erénye, hogy statisztikai összefüggések felhasználása mellett egyedi információkat is képes felhasználni az előrejelzés során. Ezen egyedi tényezők nagy befolyásoló erővel bírnak a jövő szempontjából, de a múltban még nem számítottak releváns tényezőnek, így a szintiszta statisztikai modellek nem tudják kezelni őket.

### Diszkontált cash flow értékelés

A diszkontált cash flow alapú értékelési (discounted cash flow valuation) módszer egy vállalat (vagy projekt, eszköz, üzlet stb.) értékelésére szolgál a szabad pénzáramlások időértéke alapján. A modell előrejelzi a vállalat által megtermelt szabad cash flow-kat, és azt a súlyozott átlagos tőkeköltséggel (weighted average cost of capital - WACC) diszkontálja. A szabad cash flow a vállalkozás által megtermelt és a befektetők között felosztható pénzmennyiség. A WACC a befektetők által elvárt megtérülési rátát jelenti. Ha egy vállalkozás kockázatosabb, a számított megtérülési ráta, a WACC magasabb lesz.

### Diszkontált cash flow modell (DCF)

A vállalatokat jellemzően öt éves előrejelzési időszakot értékelve elemezzük. Bizonyos esetekben az előrejelzési időszak eltérhet az öt évtől. Ebben az esetben jelezzük az eltérést. A cash flow-kat a vállalat WACC-jával diszkontáljuk, hacsak ezt másképp nem jelezzük.

Az első lépésben a vállalat pénzáramlását kell előrejeleznünk. A vállalat szabad pénzáramlása (free cash flow to firm- FCFF) a kamat- és adófizetés előtti eredményen (EBIT), az adókulcson, az értékcsökkenési leíráson (D&A), a működőtőke nettó változásán és a tőkebefektetéseken (CAPEX) alapul. A modell maradványértékkel is kalkulál (terminal value), amely alapulhat a hosszú távú növekedésen vagy olyan mutatószámokon, mint az EV/EBITDA, vagy az EV/EBIT. A maradványérték előrejelzése kulcsfontosságú, mivel jellemzően a nettó jelenérték több mint 50%-át teszi ki.

### Diszkontráta (WACC)

A vállalat súlyozott átlagos tőkeköltsége (weighted average cost of capital) függ az iparágtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelköltségtől (cost of debt). A saját tőke költségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítják ki, ahol a független változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az ipárg-specifikus tőkeáttételes (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati premium (equity risk premium). A WACC a tőkeszerkezettől függ, ezért a tulajdonosi tőke/adósság arányának előrejelzése döntő fontosságú.

Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

A diszkontált cash flow modell érzékenységi elemzést (sensitivity analysis) tartalmaz, amely a WACC, a hosszú távú növekedés, vagy az alkalmazott mutatószámok változásának hatásait veszi figyelembe, amelyen a maradványérték alapul.

Célárfolyamunk 12 hónapos alapon, osztalék nélkül értendő, hacsak nem kerül másként meghatározásra.

### Peer group (összehasonlító csoport) értékelés

Összehasonlításként peer group értékelést használunk. Az elemzés olyan fontos mutatókon és szorzókon alapul, mint a P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, piaci kapitalizáció, P/S, EBITDA árrés, nettó adósság EBITDA-hoz viszonyítva, EBITDA növekedés, osztalékhozam és ROIC. Ha az érintett iparág indokolja, más szorzókat is használhatunk. Az összehasonlító csoportot a vállalatok fő tevékenységének iparága szerint állítjuk össze, tekintettel a régióra (DM vagy EM piac).