

Gránit Bank

EGY ÉVES CÉLÁR: 17 063 FORINT

Összefoglaló

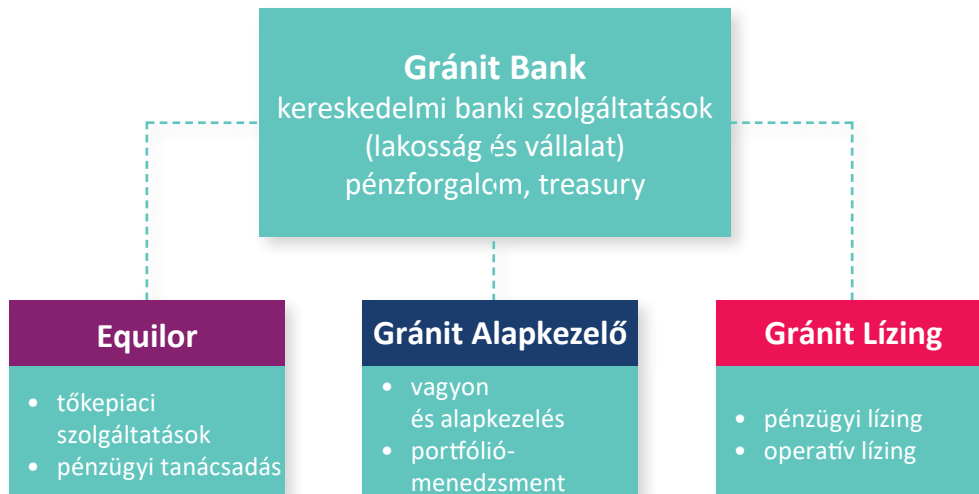
- **Az alábbi elemzés** a Gránit Bank történetét, az elmúlt évek pénzügyi eredményeit, a hazai bankszektor helyzetét és jövőbeli lehetőségeit, valamint a Gránit Bankra vonatkozó egy éves célárat mutatja be.
- A Gránit Bank története 2010-ig nyúlik vissza, mára azonban **Magyarország nyolcadik legnagyobb bankjává vált.**
- **A Gránit Bankra alapvetően neobankként hivatkozhatunk**, azaz szolgáltatásait legnagyobb részt online, a digitális térben közvetíti. Napjainkban átalakulóban vannak a pénzügyek, a fogyasztói szokások gyorsan változnak, szinte mindent áthat a digitalizáció, amely előny egy neobank fejlődésének szempontjából.
- **A Gránit Bank stratégiájának egyik központi eleme**, hogy a piacon a közeljövőben nyilvános tőzsdei társaságként legyen jelen.
- **A Gránit Bank az elmúlt években kiugró növekedést ért el.** Az elmúlt több, mint tíz évben mérlegfőösszegét átlagosan évente 45%-kal tudta növelni, amelyhez nagyban hozzájárult a jó makrókörnyezet, az olcsó likviditás, a bankrendszer konszolidációja és a digitálisan affilис ügyfélkör növekedése is.
- **A közeljövőben további növekedést várunk a vállalattól**, így a nettó profit 2029-re közel a háromszorosára emelkedhet, a saját tőke pedig 145 milliárd forintról 245 milliárd forintra nőhet. 2027-től a megtérülés (ROE) kiemelkedő értéken, 20% felett stabilizálódhat.
- **Az elsődleges részvénykibocsátás során a társaság további tőkeemelést szeretne megvalósítani.** A társaság ennek mértékéről nyilvánosan még nem kommunikált, becsléseink szerint a tőkeemelés várható nagyságrendje 10 és 30 milliárd között várható.
- Elemzésünk szerint a Bank **egy éves várható célára, a mai napon ismert gazdasági, iparági és egyedi-vállalati faktorok alapján: 17 063 forint**, amelyet a versenytárselemzés is alátámaszt.

A Gránit Bank bemutatása

- **A Gránit Bank Zrt. 2010. májusában jött létre** jelenlegi formájában, amikor a Magyar Tőketársaság Zrt., Demján Sándor vezetésével megvásárolta a WestLB magyarországi leánybankjának tulajdonjogait, és ezt követően ennek jogutódjaként, Gránit Bank néven folytatja működését. A társaság átalakulásának kezdetétől Hegedűs Éva látja el a Vezérigazgatói posztot, aki egyben kisebbségi tulajdonosa is a társaságnak. A magyar magántulajdonban lévő bank elsődleges üzleti stratégiája kezdettől fogva a hagyományos kereskedelmi bankok **üzleti modelljének és a digitalizációnak a sikeres kombinációján alapul**, ezzel létrehozva az első fiókhálózat mentes magyarországi pénzügyi intézetet. Az üzleti modell sikerességét bizonyítja, hogy már a működésének negyedik évében nyereséget termelt a vállalat, és **14 év alatt Magyarország 8. legnagyobb bankjává vált.** A folyamatosan bővülő termékpalettában már elérhetőek az alapvető lakossági és vállalati banki szolgáltatásokon kívül, a támogatott állami hitelek, különféle megtakarítási szolgáltatások, valamint teljeskörű lakásbiztosítás is a Gránit Biztosítón keresztül.
- A Gránit Bank üzleti modellje alapvetően a digitalizáció előnyeinek a teljeskörű kihasználására épül. Az innovatív elektronikus banki és pénzügyi szolgáltatások hivatottak a **magas fokú ügyfél elégedettség** megteremtésének. Ezek a szolgáltatások kényelmet, biztonságot és gyorsaságot tesznek lehetővé a felhasználók számára, mely értékek megléte egyértelműen egyre nagyobb hangsúlyt kap a felgyorsult mindennapokban. **A digitalizáció másik nagy előnye a költséghatékonyság,**

mely rendkívül fontos szerepet vállal egy szervezet sikeres működésében. Ezen előnyök sikeres kihasználása rendkívüli növekedési potenciált és versenyelőnyt jelenthet a riválisokhoz képest, melyet jól tükröz a bank eddigi eredményessége. Az innovatív megoldások mellett, a **harmadik alapvető stratégiai pillér pedig a konzervatív értékek** megteremtése a vállalaton belül, elsősorban a jól strukturált hitelezés, átláthatóság, és magas likviditás folyamatos fenntartásával.

- Az **innovációs megoldások tekintetében piacvezető a bank hazánkban**, és számos olyan szolgáltatást kínáltak elsőként a piacon, melyek azóta alapvető és nélkülözhetetlen funkcióvá léptek elő a mindennapos bankolás folyamatában. A teljesség igénye nélkül, a **következő innovatív digitális szolgáltatásokkal elsőként jelentek meg a hazai piacon**: 2012-től elérhető a Videobank szolgáltatásuk, 2014-ben bevezették az ingyenes internetes SMS-t (iSMS), mint tranzakciós üzenetet, 2015-től elérhető a bankkártya zárolás és feloldás funkció a mobilalkalmazáson keresztül, valamint 2017-től elérhető a videós azonosítás számlanyitáshoz.
- Az innovatív digitális banki stratégia a **következő évtizedben is komoly előnyt jelenthet** a versenytársakkal szemben. A jelenlegi **magyar iparágat 2-3 évvel előzi meg** a Gránit Bank digitális üzleti stratégiája, mely kiváló alapot biztosít a mesterséges intelligencián alapuló megoldások magasfokú kiaknázásához. A napjainkban már használatos generatív AI megoldások fejlesztése és bővítése kiemelt szerepet játszik a Bank rövidtávú stratégiájában. Ezen innovatív megoldások bevezetésével könnyen **fenntartható a piacvezető pozíció** a digitális bankolásban, miközben erős háttérrel biztosít a kiemelkedő ügyfél élmény hosszú távú fenntartásához, a költséghatékonyság további fejlesztéséhez, a magas megtérülés stabilizációjához, valamint a fenntartható és dinamikus növekedés stratégiájához.
- A stratégiában előre meghatározott növekedéssel összhangban, több **akvizíciót** is végrehajtott a bankcsoport. 2022 októberében a Gránit Bank Zrt. megvásárolta az **Equilor Befektetési Zrt.** (és két leányvállalatának) többségi tulajdonrészét (50,01%), majd 2023 októberében 91,2%-os részesedést szerzett a **Diófa Alapkezelő Zrt.-t** (jelenleg Gránit Alapkezelő) is birtokló Tarragona Vagyonkezelő Zrt.-ben, valamint 2024 júliusában megvásárolta a **De Lage Landen Finance Zrt. és De Lage Laden Leasing Kft.** 100% tulajdon jogát, melyek Gránit Pénzügyi Lízing Zrt. és Gránit Lízing Kft. néven folytatják működésüket.



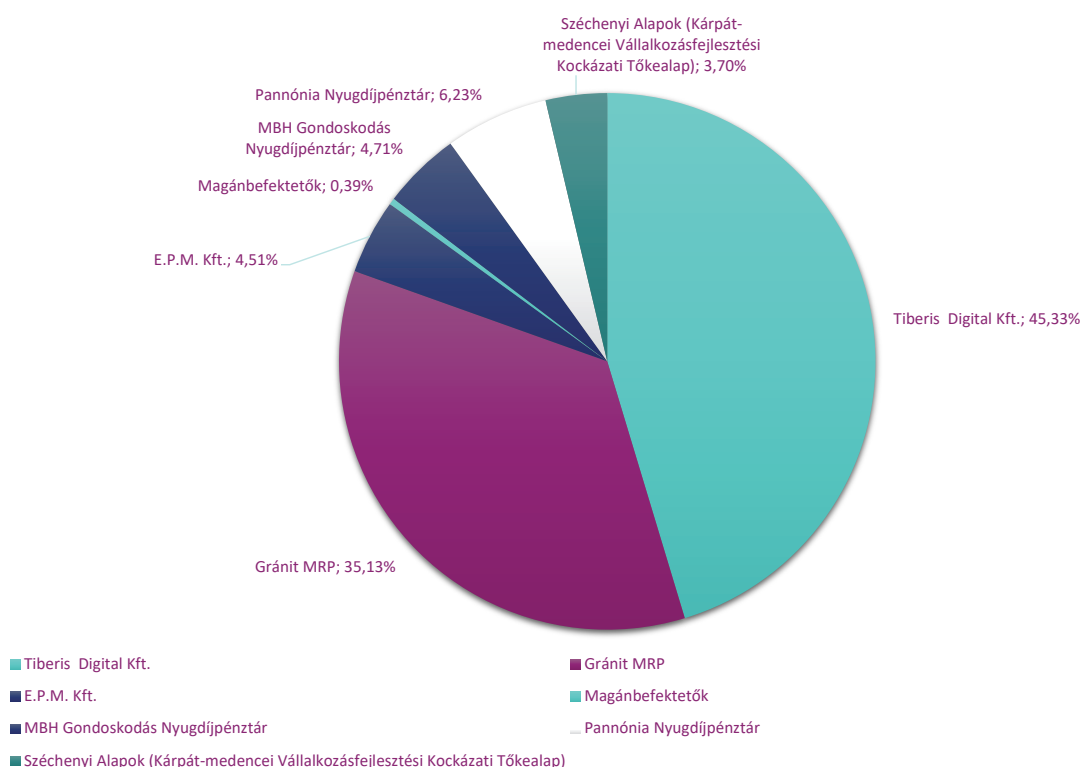
Forrás: Gránit Bank

- **Hegedüs Éva** a Gránit Bank társalapítója és **elnök-vezérigazgatója**. Az igazgató tanács alelnöki tisztségét és a vezérigazgatói pozíciót a 2010-es alakulás óta tölti be, míg az igazgató tanács elnöki tisztségét 2015-ben vette át Bartha Ferenctől. Az Igazgatóságnak tagja Jendrolovics Péter a Lakossági divízió vezetője, Major János az IT és leányvállalati koordináció vezetője, valamint Tóth Judit külsős tag (BDPST Group) és Vida István külsős tag (BDPST Group). Az öt tagú felügyelő bizottság elnöki tisztségét Nyúl Sándor tölti be.
- A bank az elmúlt évek folyamán többször is tőkeemelésen esett át, valamint a tulajdonosi struktúra is jelentősen változott ezen időszak alatt. A Zrt.-ben a 2010-es megalakulás óta kisebbségi tulajdonos **az E.P.M. Kft.** melynek révén Hegedüs Éva elnök-vezérigazgató kisebbségi tulajdonosnak számít. 2021 decembere óta, meghatározó részesedéssel (jelenleg 45,33%) a tulajdonosi körnek a tagja a BDPST Group érdekeltségi körébe tartozó **Tiberis Digital Kft.**, valamint a részvények 35,13%-át birtokolja a **Gránit Munkavállalói Rész tulajdonosi Program (MRP)**, melyet azért hoztak létre, hogy ezzel is növeljék a

munkavállalók motivációját, mely nagyban hozzájárul a bank hatékony működési folyamataihoz. A Zrt. egyéb kisebbségi tulajdonosai a **Széchenyi Alapok**, **Pannónia Nyugdíjpénztár**, **MBH Gondoskodás Nyugdíjpénztár**, valamint **egyéb magánbefektetők**, köztük **Siklós Jenő** a bank első vezérigazgató-helyettese és **Nyúl Sándor**, aki a felügyelő bizottság elnöke.

- A bank működése és szakmai vezetése az elmúlt 14 év alatt több alkalommal is elismerésre került, mind nemzetközi, mind hazai viszonylatban. Ezen szűk másfél évtized alatt **60 különböző elismerést zsebelt be** a szervezet különböző kategóriákban. A Mastercard Év bankja versenyen összesen 44 alkalommal díjazták az intézményt és vezetését. **2023-ban az Év bankja kategóriában is első helyezést ért el, három egyéb kategóriában aratott siker mellé**, valamint a Global Banking and Finance Review a „Magyarország leggyorsabban növekvő digitális bankja” címmel ismerte el a munkásságát.

Gránit Bank tulajdonosi szerkezete



Forrás: Gránit Bank

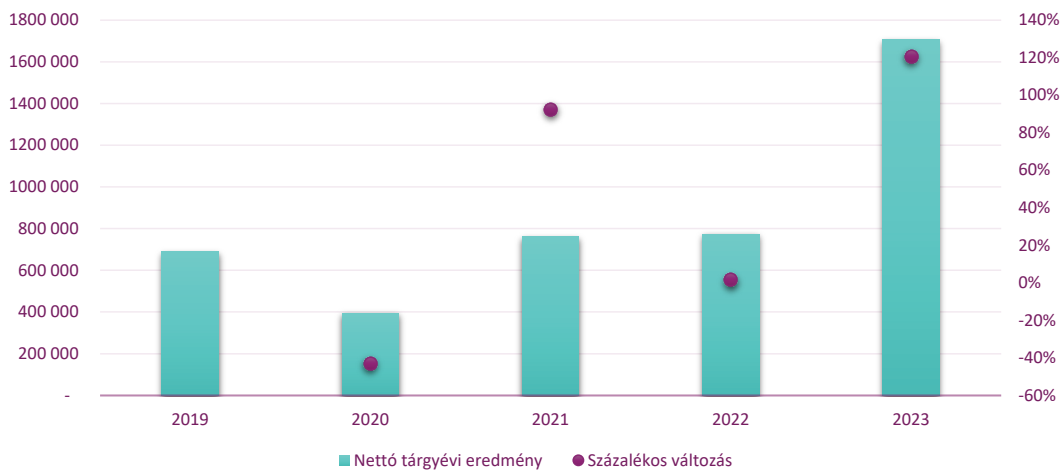
A hazai bankszektor áttekintése

- **A magyar bankszektor 2023-ban és 2024-ben stabil és jövedelmező képet mutat.** A háztartási hitelállomány 2023-ban éves szinten 3%-kal, a vállalati hitelállomány pedig 2024 elején 2%-kal bővült, bár ez utóbbi mélypontot jelentett. A hitelezési aktivitás várhatóan mérsékelt ütemben, de folyamatosan emelkedik, amelyet a javuló fogyasztói bizalom és a dezinflációs hatások támogathatnak. Ugyanakkor a vállalati hitelezést akadályozhatják a magas likviditási tartalékok, amelyek kevésbé ösztönzik a hitelfelvételt.
- **A bankrendszer likviditási helyzete kiemelkedően erős**, hiszen a betétállomány mintegy 72%-át kitevő, 21 ezer milliárd forintos tartalékkal rendelkezik. E magas likviditás nagyrészt a jegybanki kamatbevételeknek köszönhető. **A bankszektor jövedelmezősége 2023-ban rekordmagas, 1707 milliárd forintos adózott eredményt ért el**, amelyet

a kedvező kamatkörnyezet és egyes rendkívüli tételek, például leányvállalatoktól kapott osztalékok támogattak. Azonban 2024-ben a kamatbevétel csökkenése és a növekvő hitelkockázatok miatt a jövedelmezőség visszaeshet, így a **hatékonyság növelése és a piaci hitelezés bővítése válhatnak a fő profitforrásokká.**

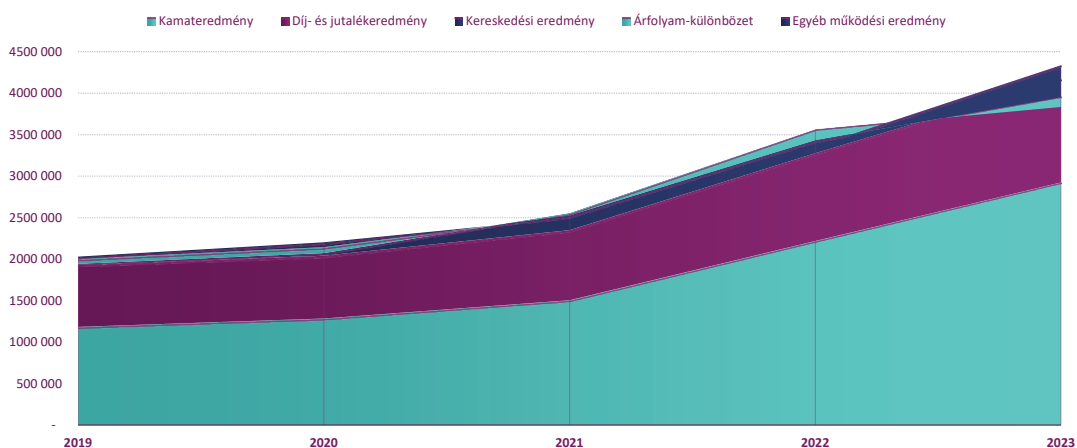
- **A bankszektor nettó kamateredménye jelentősen bővült, amely nagy része a jegybanki kamatbevételek növekedéséből származott.** E növekedés azonban nem tükrözi a bankok alaptevékenységét, mivel a mérlegfőösszegük alig növekedett, és a hitelezési, illetve betétállományok bővülése is lelassult. Ha nem vesszük figyelembe ezen egyéb tételeket, a bankok tőkearányos megtérülése (ROE) 21% helyett csak körülbelül 11%-ot érne el.
- A következő ábrán a magyar bankcsoportok eredményei láthatók az elmúlt 5 évben (2019–2023) millió forintban és százalékos változásban kifejezve. A 2020-as visszaesés után a bankcsoportok jelentős növekedést mutattak 2021-ben, majd 2023-ban kiemelkedő eredményt értek el, de ahogy fentebb említettük, mindehhez jelentősen hozzájárult a jegybanki kamatbevétel.

Magyar bankcsoportok eredményei az elmúlt 5 évben (millió forint / százalék)



Forrás: MNB, MBH Befektetési Bank

A magyar bankszektor működési eredményeinek megoszlása

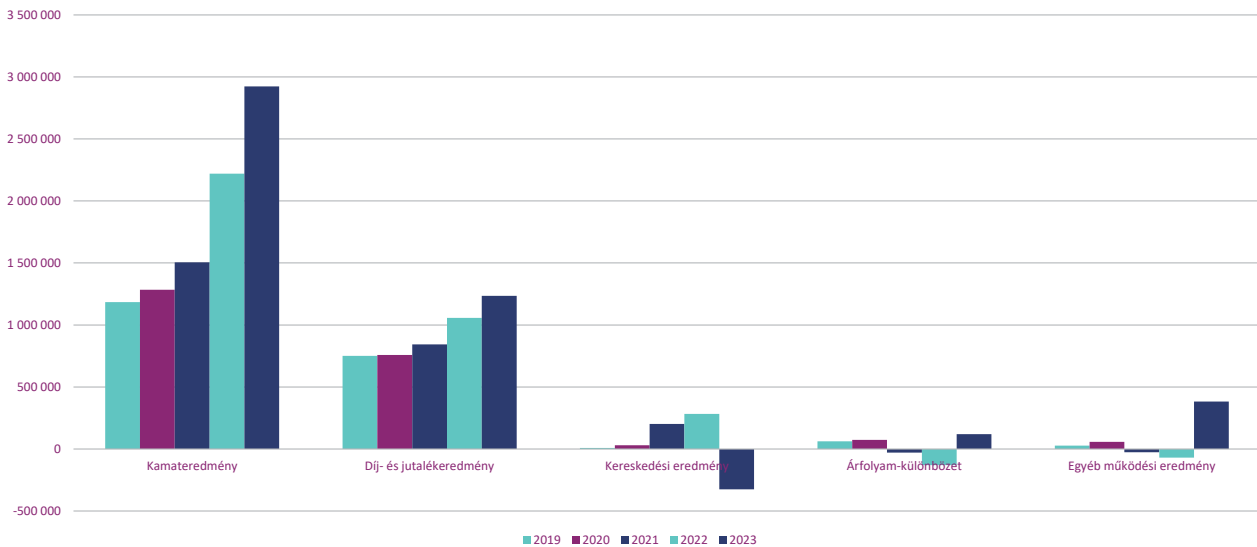


Forrás: MNB, MBH Befektetési Bank

- **A működési eredmény szintjén a kamateredmény a legnagyobb hozzájáruló tényező a bankcsoportok eredményéhez.** 2023-ban jelentősen megugrott, meghaladva a 3000 milliárd forintot, ami az előző évekhez képest látványos növekedést mutat. **A díj- és jutalékeredmény fokozatos növekedést mutat az évek során,** 2023-ban meghaladja az 1 000 milliárd forintot. A növekedés folyamatos, de nem olyan mértékű, mint a kamateredményé. **A kereskedési eredmény volatilis,** 2020-ban és 2022-ben negatív eredményt mutatott, míg 2023-ban ismét pozitívba fordult, bár nem éri el a 200 milliárd

forintot. Az árfolyam-különbözet eredménye évről évre jelentéktelen vagy negatív, nem járul hozzá jelentősen a bankok működési eredményéhez. Az egyéb működési eredmény kisebb, de növekvő hozzájárulást mutat 2023-ban, amikor is körülbelül 300 milliárd forintos pozitív eredmény látható.

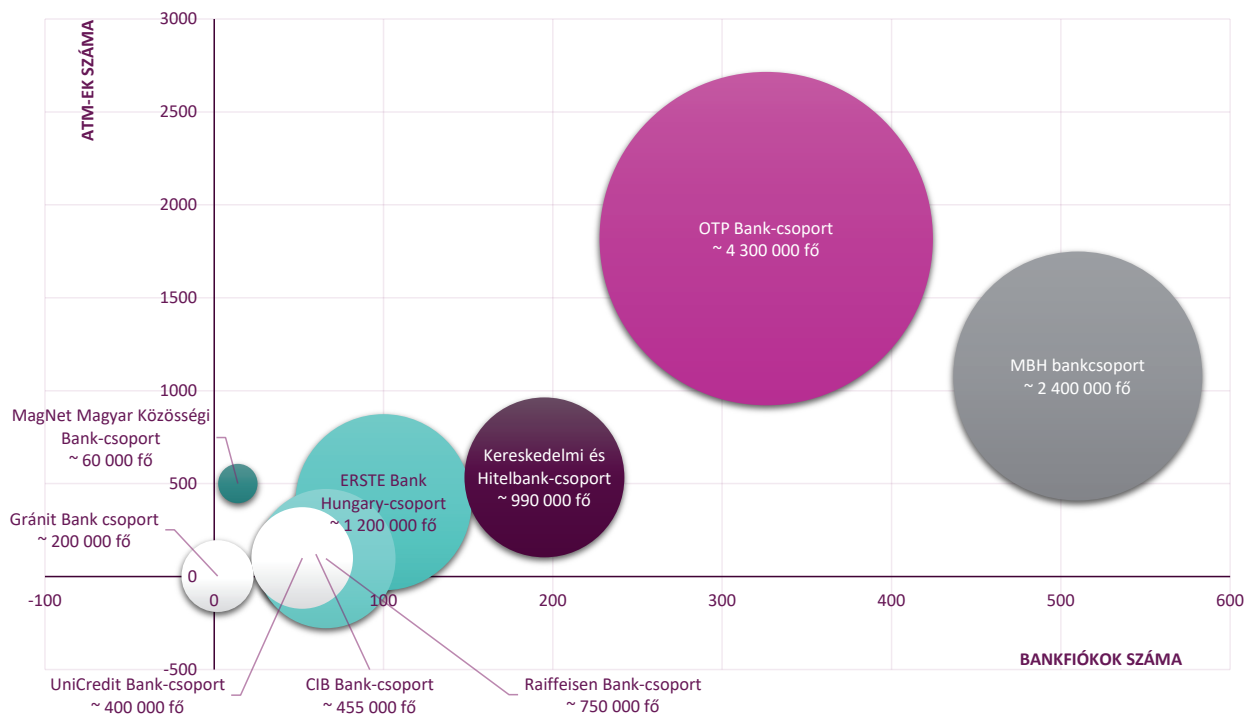
Magyar bankcsoportok működési eredményeinek felépítése (elmúlt 5 évben, millió forint)



Forrás: MNB, MBH Befektetési Bank

- A hazai bankok közül jelentős ügyfélbázissal rendelkeznek az OTP Bank (4,3 millió fő) és az MBH Bank (2,4 millió fő). Ugyanakkor az is látható, hogy kb. 7-8 bankot tarthatunk meghatározónak, így a hazai piacon van lehetőség versenyre. Ugyanakkor, ahogy lejjebb majd bővebben kifejtjük, a hazai piac az elmúlt évtizedekben jelentős konszolidáción ment keresztül.

Magyar bankcsoportok ügyfélszolgálati adatai



Forrás: MBH Befektetési Bank

- A Magyar Nemzeti Bank monetáris tanácsa az elmúlt időszakban többször csökkentette az alapkamatot, amely tükrözi az infláció mérséklődésére irányuló törekvést és a piaci stabilitás megőrzését. Ezt a döntést a nemzetközi és hazai dezinflációs tendenciák, valamint a befektetői hangulat változékonysága is támogatták. Az MNB további döntéseit adatvezérelt módon, a makrogazdasági adatok folyamatos értékelésével hozza meg. Emellett a Budapesti Bankközi Kamatláb (BUBOR) 7% körüli szinten mozog, amely a 2024 végére várt 5%-os szint elérése felé tart. A jelzáloghitelek kamatstopjának közelgő, 2024. decemberi kivezetése szintén nagy figyelmet igényel, mivel a hiteladósokra gyakorolt hatása mérsékelheti a piaci stabilitást.
- **A jelenlegi magyar szabályozási környezetben az extraprofitadók, a kamatstop intézkedések és a védelmi hozzájárulás kulcsszerepet játszanak.** Az extraprofitadó módosított szabályozása szerint a bankok felezhetik adóterheiket, ha növelik állampapír-befektetéseiket, míg a biztosítók és kiskereskedelmi szektor terhei változatlanok vagy növekednek. A lakossági kamatstopot 2024 végéig meghosszabbították, míg a kkv-hitelek kamatstopja márciusban lejárt, jelentős veszteségeket okozva a bankszektornak. Emellett 2024-ben a bankok védelmi hozzájárulást fizetnek az extraprofitok után. A tranzakciós illeték és a devizaátváltási illeték növekedése, valamint az ingyenes készpénzfelvétel megtartása is hatással van a bankszektor jövedelmezőségére, a költségvetési hiány mérséklését támogatva.
- **A magyar bankpiaci trendek három fő irányban fejlődnek: digitalizáció, zöld pénzügyek és ügyféligenyek változása.** A digitalizáció terén a FinTech megoldások terjednek, az online számlanyitás és az azonnali fizetések mellett egyre inkább bevett gyakorlattá válik például a mesterséges intelligencia alapú hitelbírálat. Az EU szintjén szigorúbb szabályozások lépnek életbe a kriptoeszközök, mesterséges intelligencia és adatmegosztás terén, amelyek hatással lesznek a banki szolgáltatásokra is.
- **A zöld pénzügyek** egyre fontosabbak, az MNB ösztönzi a karbonsemleges pénzügyeket zöld tőkekövetelmény-kedvezményekkel és ESG beszámolók bevezetésével, amelyek célja a klímakockázatok kezelése és a fenntartható beruházások és növekedés elérése. Az ESG kockázatkezelés szigorítása a fenntarthatósági szempontok integrálását segíti, amelyeket az MNB a bankszektor szerves részévé kíván tenni.
- **Az ügyféligenyek** változásai középpontjában a gyors, kényelmes és digitalizált szolgáltatások iránti kereslet áll. Az ügyfelek, különösen a fiatalabb generációk, előnyben részesítik az online megoldásokat, mint például a gyors hitelfelvételt és az azonnali tranzakciókat. A bankok számára a digitalizáció kulcsfontosságú a versenyképesség megőrzésében, mivel a piacon megjelenő új szereplők egyre gyorsabb, ügyfélközpontú megoldásokat kínálnak.

Napjaink bankpiaci trendjei

- A Magyar Nemzeti Bank immár ötödik alkalommal adta ki a FinTech és Digitalizációs jelentését, amely a globális és magyar FinTech ökoszisztémát, valamint a hazai banki, biztosítói és – újdonságként – befektetési szektor digitalizációs szintjét elemzi. **A hazai FinTech szektor tovább bővült, már több mint 200 aktív FinTech vállalkozás működik Magyarországon. A magyar bankok digitális fejlettsége gyorsuló ütemben javult a tavalyi évhez képest,** és a digitalizációs megoldások, például a mobiltelefonon keresztüli selfie számlanyitás, egyre elterjedtebbek. Azonban a termékek és szolgáltatások digitalizációjában még van fejlődési lehetőség. Pozitívként említhető, hogy az utóbbi három évben folyamatosan csökkent a bankok által jelentett incidensek miatti szolgáltatáskiesések száma.
- **Az Európai Unióban 2024 jelentős év a technológiai és FinTech szektor szabályozása szempontjából, mivel több úttörő jogalkotási kezdeményezés indult el, vagy lép életbe.** Az EU új mesterséges intelligencia (MI) szabályozási keretrendszert dolgoz ki, amely a MI felelős és biztonságos alkalmazását célozza, beleértve a károkozásért való felelősség egységes szabályozását is. Emellett életbe lépett a kriptoeszköz-piac uniós szabályozása, amelyet Magyarországon az MNB felügyel. További szabályozások készülnek a pénzforgalmi szabályok felülvizsgálatára és a pénzügyi adatokhoz való hozzáférés új keretrendszerére, amelyek célja a nyílt bankolás és a modern pénzügyi szolgáltatásokhoz való hozzáférés biztosítása az EU-ban.
- **A Magyar Nemzeti Bank 2023-ban több fontos intézkedést vezetett be a magyar bankszektor karbonsemleges átállásának támogatására és a klímakockázatok kezelésére.** Az MNB Banki Karbonkockázati Indexe és klímakockázati hálója rámutatott, hogy a hitelintézetek klímakitettségei növekedtek, különösen az energia- és agrárszektor hitelezése

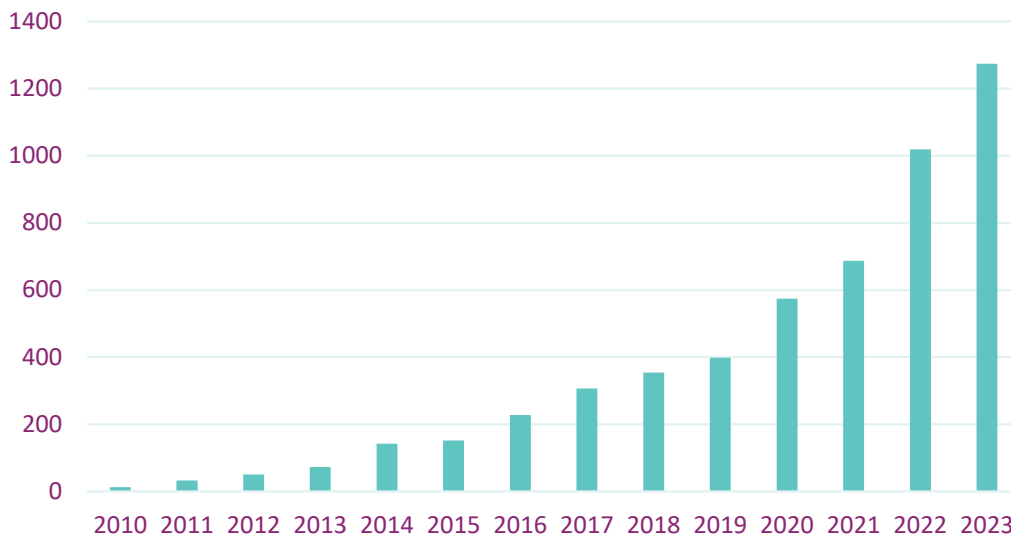
terén, ahol az átállási kockázatok jelentősek. Ennek kezelésében kiemelt szerepet kap a transzparencia növelése, amelynek részeként az MNB rendszeresen publikál zöld adatokat.

- A zöld finanszírozás ösztönzése érdekében az MNB kiterjesztette és meghosszabbította a zöld tőkekövetelmény-kedvezmény programját, amely 2023 végére már 879 milliárd forintnyi hitelkitettséget biztosított kedvezményeket a pénzintézetek számára. Ezzel az intézkedéssel az MNB jelentős piac- és intézményfejlesztő hatást ért el, mivel a zöld hitelállomány döntően megújuló energiaforrásokhoz kapcsolódik, amelyekről a tapasztalatok alapján megállapítható, hogy kevésbé kockázatosak.
- Az MNB a bankszektor számára az ESG (Environment, Social and Governance, azaz a környezeti, társadalmi és a felelős vállaltvezetési) kockázatok mérését és kezelését is előtérbe helyezi a 2024. január 1-jétől hatályba lépett az ESG törvény által, amely előírja az ESG beszámolók kötelezettségét a pénzügyi szervezetek számára. **Az MNB új ESG ajánlásokat dolgozott ki, amelyek 2025-től fokozatosan lépnek életbe.** Ezek az intézkedések elősegítik, hogy a bankszektor szereplői felmérjék és hatékonyan kezeljék a fenntarthatósággal kapcsolatos kockázatokat.
- **Az MNB a zöld tőkepiac fejlesztését is prioritásként kezeli.** Az elmúlt évben jelentősen növelte zöldkötvény-portfólióját, és erősítette a fenntartható finanszírozási lehetőségeket. Ez a bankszektor számára új lehetőségeket teremtett a fenntartható befektetések bővítésére és a befektetői bizalom erősítésére.
- Az MNB kiemelt figyelmet fordít a zöld pénzügyi oktatásra és kutatásra, hogy biztosítsa a bankszektor zöld szakértői utánpótlását. Oktatási együttműködései támogatja az egyetemeket, és ezzel hozzájárul ahhoz, hogy a jövőben több szakértő legyen, aki képes a fenntarthatósági szempontok integrálására a pénzügyi folyamatokba.
- **A hazai bankrendszerben jelentős átalakulás figyelhető meg az ügyfélmagatartásban és igényekben is,** különösen a hitelfelvétel, valamint az egyéb banki szolgáltatások gyors és kényelmes elérése terén. Az ügyfelek egyre inkább preferálják a digitalizált és automatizált megoldásokat, amelyek időt és energiát spórolnak meg számukra. Különösen a fiatalabb generáció tagjai mutatnak fokozott érdeklődést a modern, online bankolási lehetőségek iránt, előnyben részesítve a gyors hitelügyintéztést és az elhúzódó ügyintézés nélküli megoldásokat.
- Jelenleg egy személyi hitelhez Magyarországon néhány nap, míg egy jelzáloghitelhez akár többhetes átfutási idő is szükséges. A nemzetközi összehasonlításban a hazai hitelezési folyamatok hosszabbak és költségesebbek, mint a fejlettebb technológiát alkalmazó piacokon, ahol a teljes hitelbírálat akár órák alatt lezajlik. Ezzel szemben a hazai bankrendszerben az ügyfelek még mindig hosszú várakozási idővel szembesülnek, ami gyakran kényelmetlen és költséges számukra. **A bankok számára az automatizált hiteldöntésekhez szükséges digitalizált folyamatok bevezetése tehát alapvető fontosságú,** különösen akkor, ha a piaci versenyben kívánják tartani a lépést azokkal a modern FinTech szereplőkkel, amelyek mesterséges intelligenciát és Big Data-elemzést alkalmazva gyorsítják meg a hitelügyintéztést.
- **A hazai bankrendszer digitalizációjának támogatása elengedhetetlen a versenyképesség növeléséhez.** A folyamat gyorsítása érdekében szükség lenne a központi infrastruktúrák fejlesztésére is, amelyek alapvetően nem banki, de a hitelezéshez kapcsolódó adminisztratív lépések révén kulcsszerepet játszanak az ügyintézés átfutási idejében. Például a NAV és a földhivatali rendszerek online elérhetősége és digitalizációja jelentősen megkönnyítené az ügyfelek számára az ügyintéztést, hiszen a jövedelemigazolás beszerzése, illetve az ingatlanfedezet értékbecslése és a tulajdonjogok ellenőrzése gyakran hosszú, papíralapú folyamatok révén történik. A digitális jövedelemigazolás lehetősége és az elektronikus földhivatali adatok folyamatos elérhetősége nemcsak az ügyfelek idejét takarítaná meg, hanem a bankok számára is hatékonyabb, költségkímélőbb folyamatokat eredményezne.
- Az azonnali fizetési rendszerek bevezetése szintén fontos előrelépést jelentett, lehetővé téve, hogy az ügyfelek az év minden napján, a nap 24 órájában, legfeljebb néhány másodperces átfutási idővel hajthassanak végre pénzügyi tranzakciókat. **Az azonnali fizetési megoldások** nemcsak az ügyfélményt növelik, hanem hozzájárulnak ahhoz, hogy a bankok a modern piaci igényeknek megfelelően rugalmasabb és gyorsabb szolgáltatásokat nyújtsanak.
- **Hosszú távon a blockchain és az okosszerződések bevezetése** is szóba kerülhet a földhivatali és értékbecslési folyamatokban, ami a teljes digitalizációt biztosítaná és a pénzügyi tranzakciók biztonságát, átláthatóságát növelné. Az ilyen fejlesztések nagyban hozzájárulhatnának ahhoz, hogy a hazai banki szolgáltatások színvonala megfeleljen a XXI. századi elvárásoknak, fokozva az ügyfelek elégedettségét és megkönnyítve a bankok versenyképességének fenntartását a gyorsan változó piacon.

A Gránit Bank elmúlt éveinek fundamentális elemzése

- **A Gránit Bank fundamentális elemzésének alapja a Bank által közzétett mérleg, eredménykimutatás és kiegészítő melléklet.** Tekintve, hogy a Bank 2024 év végéig nem tőzsdei társaságként működött, nem áll módunkban negyedéves és/vagy féléves bontásban vizsgálni a vállalat számait. Ezenfelül a jelenleg nyilvánosan elérhető dokumentumok kevésbé olyan részletesen mutatják be a vállalat fundamentumait, mint ahogy azt egy nyilvános, tőzsdén jegyzett vállalat esetében várható (és kötelezettség is egyben). A fentieket figyelembe véve, jelen elemzésben foglalt fundamentális elemzés csak bizonyos korlátokkal tekinthető részletesnek.
- **A Gránit Bank 2010 és 2023 között évente átlagosan 44,8%-kal tudta mérlegfőösszegét növelni,** így jelenleg (2023) **Magyarország 8. legnagyobb bankjává tudta kinőni magát** (2010-ben a 35. bank volt a hazai piacon, a Gránit Bank gyűjtése szerint). Igaz ehhez az is szükséges volt, hogy a hazai bankszektor jelentős konszolidáción essen át. Míg 10 évvel ezelőtt Magyarországon 39 kereskedelmi bank nyújtott szolgáltatást, ma már „csak” 22 szereplőt tudunk azonosítani (2023-as adat, a fióktelepként működő pénzügyintézeteket is beleszámítva).

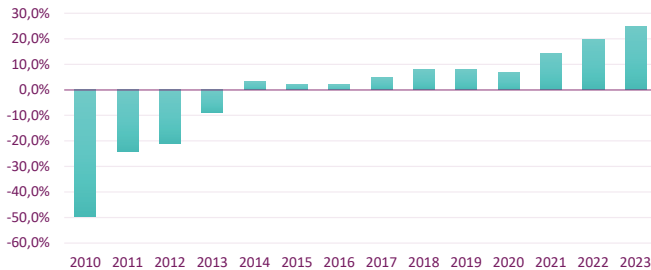
A Gránit Bank mérlegfőösszege (milliárd forint)



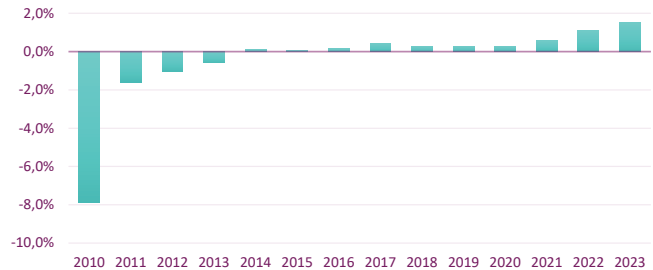
Forrás: Gránit Bank

- **A Gránit Bank 2014-ben vált nyereségessé,** amikor először működése során 156 millió forintos adózás utáni eredményt ért el. Az azóta eltelt 9 évben a nyereség 19,1 milliárd forintra nőtt (2023), amely 70%-os éves átlagos növekedésnek felel meg. Nagy valószínűséggel ilyen mértékű organikus éves növekedés nem várható a jövőben.
- **A nyereség 2017-ben, valamint 2021 és 2022-ben kiugró mértékben, rendre 209%-kal, 131%-kal és 194%-kal tudott növekedni.** Ennek háttérében egyrészt az a menedzsmenti stratégia áll, hogy elkezdődött egy jelentősebb hitelportfólió felépülni, másrészt a hazai, felduzzadt banki likviditás is pozitívan hatott a kamatjellegű bevételekre.
- A nyereségesség javulásával együtt természetesen a saját tőke arányos nyereség is jelentősen javult. **A 2023-as év után a ROE 24,8%-on áll, amely a hazai versenytársakat figyelembe véve kiemelkedőnek számít** (a hazai bankszektor átlaga kb. 16-20%), sőt, 2023-ban a Gránit Bank rendelkezett a legmagasabb ROE-val az MBH és a Raiffeisen Bank előtt. 2020 óta folyamatosan kerül előre ezen a ranglistán a Bank, négy éve még „csak” a 4. pozíciót foglalta el. Fontos kiemelni, hogy a hatékonyságjavulás az előző években rendkívül konzervatív hitelezéssel és csak a hazai piacot érintő működés alapján valósult meg.

A Gránit Bank saját tőke arányos megtérülése (ROE)



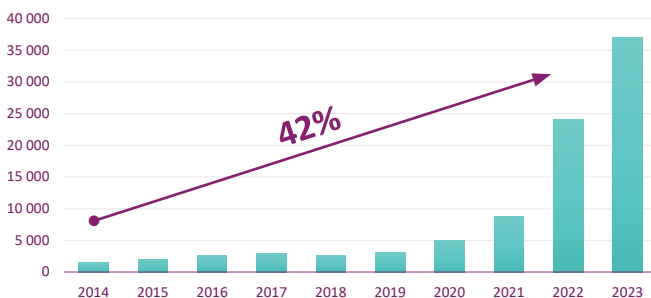
A Gránit Bank eszközarányos megtérülése (ROA)



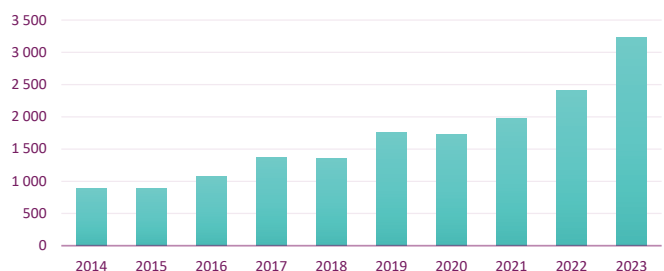
Forrás: Gránit Bank

- A Bank nettó kamatbevétele 2021-ben 8,7 milliárd, 2022-ben 24 milliárd, 2023-ban közel 37 milliárd forintot tett ki. 2014 és 2023 között a nettó kamatbevétel 42%-os átlagos éves növekedési ütemet ért el. **A drasztikus növekedés oka egyrészt a hitelportfólió felépülése, másrészt a szabad, likvid eszközökön elért hozam (kamat).**
- A Gránit Bank működése során szigorú és konzervatív likviditáskezelést alkalmaz, amely következménye a **magas likvid eszközállomány**. 2022 és 2023 között a szabad forrásokon elérhető nettó kamatmarzs 36%-kal emelkedett, a szabad likviditásállomány pedig közel 86%-kal bővült.
- **A piaci hozamszintek normalizálódásával azonban alacsonyabb nettó kamatbevétel várható.** A hitelportfólió bővülése és az azon elérhető nettó kamatbevétel egy pont után meghaladhatja a szabad forrásokra kapott - 2021 és 2022-ben kiemelkedő - hozamokat (bevételeket), amely így a nettó kamatbevétel növekedését is jelenti majd a jövőben.

A Gránit Bank nettó kamatbevétele (millió forint)



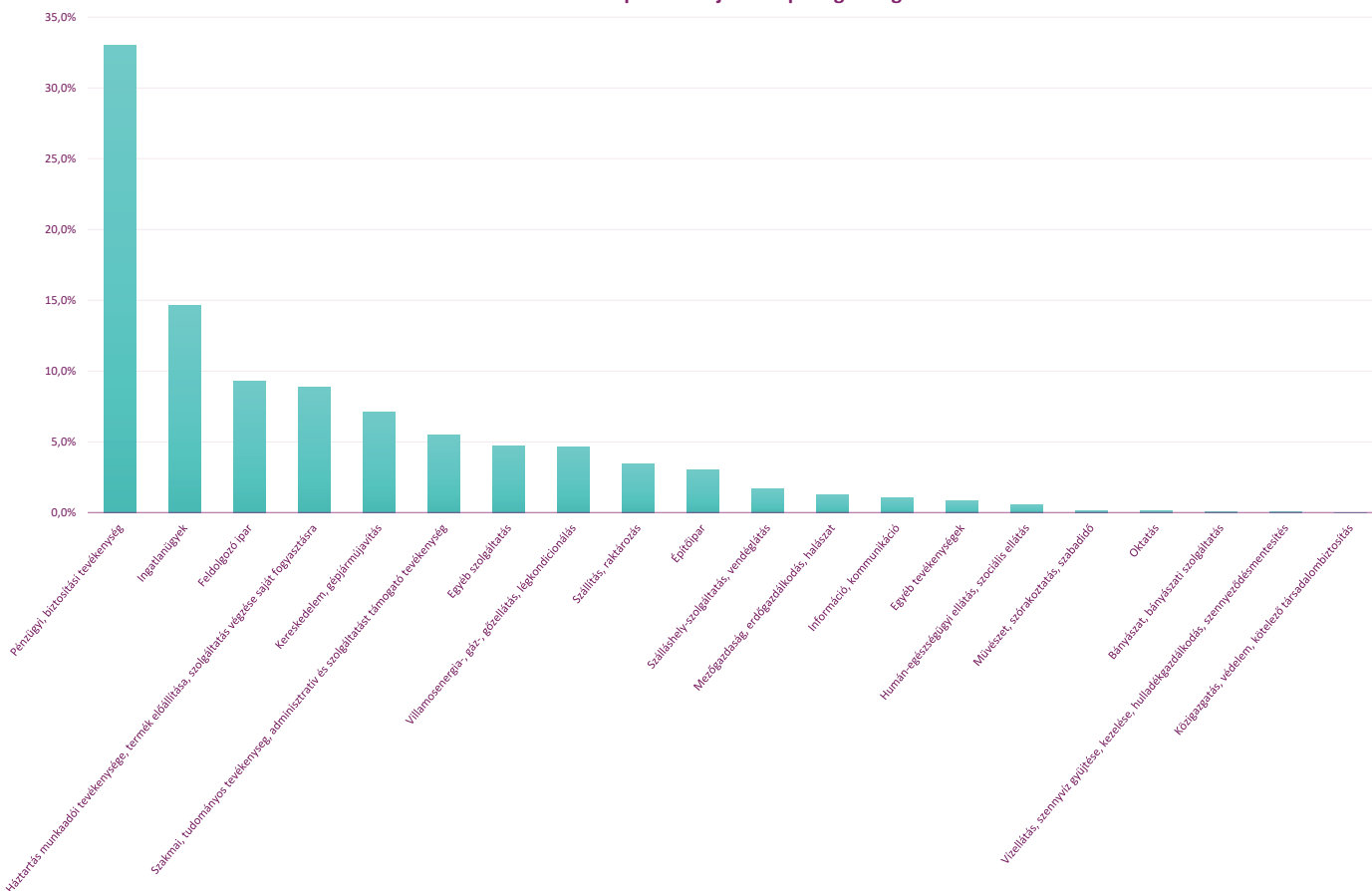
A Gránit Bank nettó díj és jutalékbevétele (millió forint)



Forrás: Gránit Bank

- **A nettó díj és jutalékbevételek** 2014 óta éves átlagos 15%-kal emelkedtek. Az eredmény sor 70-80%-át a számlakezelésekhez, pénzügyi műveletekhez és bankkártyákhoz kapcsolható szolgáltatások díja jelenti. A Bank 2022-ben többségi tulajdonrész szerzett az Equilor Befektetési Zrt.-ben, majd 2023-ban felvásárolta a Tarragona Holding Zrt.-t, amely a Diófa Alapkezelőt birtokolja, és amely utóbbi 2024-től Gránit Alapkezelő néven folytatja működését. Az Equilor Befektetési Zrt. eredménye, mint osztalékbevételek jelentkezik a Gránit Banknál (2023-ban 754 millió forint). A jövőben várhatóan a befektetésekhez kapcsolódó díj és jutalékbevételek jelentősen is bővíthetnek.
- **A Gránit Bank hitelportfóliója 2023-ban elérte az 512 milliárd forintot**, ahol a legnagyobb arányt a pénzügyi és biztosítási tevékenységre, az ingatlanügylekre és a feldolgozóiparra nyújtott hitelek tették ki. A teljes iparági megoszlás (2023-ban) a lenti ábrán látható.

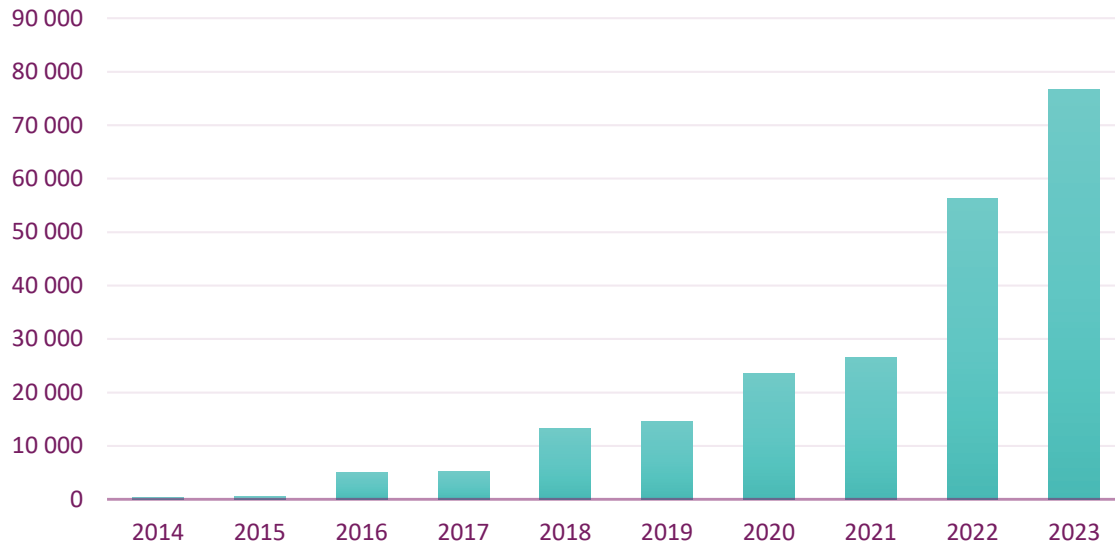
A Gránit Bank hitelfortfóliójának iparági megoszlása



Forrás: Gránit Bank

- A működési költségek, adminisztratív kiadások növekedése jelentősen alulmúlta a nettó kamatbevételek emelkedésének alakulását,** ezzel is hozzájárulva a hatékonyság javulásához (lásd fentebb a ROE alakulását). Az elmúlt években a jelentősebb költségek a személyi jellegű ráfordítások (2023-ban a bank 262 főt foglalkoztatott), az IT és a marketing voltak. Ugyanakkor itt kell megemlíteni, hogy a tranzakciós illeték, a banki különadó és az extraprofitadó címén 2022-ben 3,9 milliárd, 2023-ban pedig 5,1 milliárd forintot fizetett a Bank. A fenti adónemek az évek során (és év közben is változtak). A bankadó 2023-as alapja a 2021. december 31-i IFRS szerinti mérlegfőösszeg 0,15%-a az adóalap 50 milliárd forintot meg nem haladó részére és 0,2% az 50 milliárd forintot meghaladó részére. Az extraprofitadó alapja 2023-ban 2023 január 1. és 2023 június 30.-a között az előző év nettó árbevétele 50%-a, 2023 július 1.-től év végéig pedig az adóévet megelőző adóév adózás előtti év 50%-a. Az adó mértéke 10 milliárdot meg nem haladó részre 0,13%, míg az azt meghaladó részére 0,3%.
- 2024-ben a bankadó alapja a 2022. év december 31.-i IFRS szerinti mérlegfőösszeg, 50 milliárd forintot meg nem haladó részére 0,15%, a felett 0,2%, vagyis várhatóan 2,01 milliárd forint.
- 2024-ben az extraprofitadó mértéke a 2022. évi adóév adózás előtti eredményét (nevelő és csökkentő tételekkel) figyelembe véve, a 20 milliárd forintot meg nem haladó részére 0,13%, a felett pedig 0,3%, azaz várhatóan 2,14 milliárd forint.
- A Gránit Bank saját tőkéje az utóbbi évek eredménybővülésének és tőkeemelésének köszönhetően 2023 év végén egyedi szinten már 75 milliárd forint felett látható.** Ez 2010 óta több, mint 85%-os éves átlagos növekedésnek feleltethető meg.

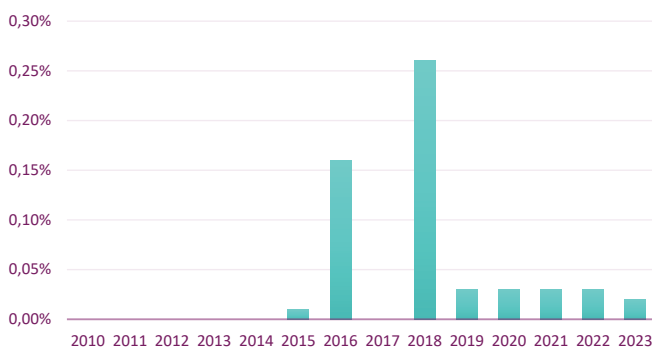
A Gránit Bank saját tőkéje (millió forint)



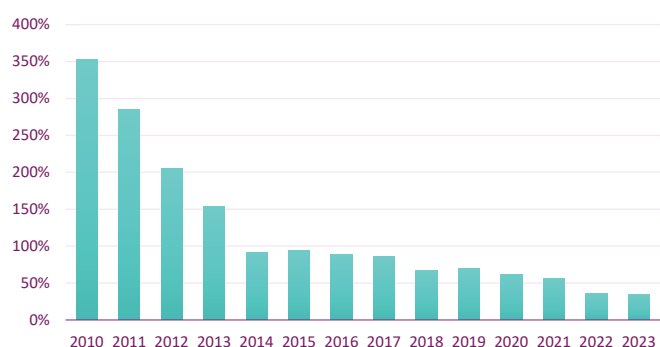
Forrás: Gránit Bank

- A Gránit Bank **nem teljesítő hiteleinek aránya alacsony, mindösszesen 0,02%, amely 2018-ban volt legrosszabb, 0,26%-kal.** Ez is visszatükrözi a fent már számos alkalommal említett konzervatív hitelezést, amely az előttünk álló időszakban változhat. A nem teljesítő hitelek aránya a hazai bankszektorban kb. 2,9%.
- A Bank költség és bevétel aránya (bankadó és extraprofit adó nélkül számítva) a legutóbbi adatok szerint 34,5%, amely jónak tekinthető, hiszen kb. 25-27%-kal alacsonyabb, mint a szektor hazai átlaga. A menedzsment várakozása szerint hasonlóan kielégítő szinten stabilizálódhat. **A költség és mérlegfőösszeg aránya jelenleg 1,1%-ot tesz ki, amely fele a hazai szektor átlagának.**
- A fenti, az iparágat jellemző hatékonyságnál jobb eredmények (ROE, ROA, NPL, költségarány) jelentős mértékben a működésből adódnak. Azaz a neobank-i forma, más néven digitális vagy online bank, a kezdeti befektetések után (pl. IT) együtt járhat a hatékonyabb és magasabb jövedelmezőségű működéssel. A megfelelő stratégia kialakítása és végrehajtása azonban, mint minden vállalat esetében, itt is kulcsfontosságú.

A Gránit Bank NPL aránya



A Gránit Bank költség/bevétel aránya



Forrás: Gránit Bank

Makrogazdasági kitekintő

- A makrogazdasági kitekintő az MBH Bank Elemzési Centrumának legfrissebb (2024.11.15) nyilvános elemzésén alapul.
- A vártnál sokkal gyengébb harmadik negyedévi adatok miatt **idén érdemben 1% alatt maradhat a GDP növekedési üteme. Jövőre a gazdaság érezhetően fellendülhet**, köszönhetően a fogyasztás élénkülésének és a beruházások stabilizálódásának, amit segíthet a várhatóan mérsékelt javuló európai konjunktúra is. A kormány gazdaságösztönző intézkedései is hozzájárulhatnak a reál GDP növekedéséhez, ami **2025-ben elérheti a 3%-ot, 2024-re pedig 4%-ra gyorsulhat.**
- **A szeptember vége óta sokat gyengülő forint** – amelyhez a jelentősen erősödő amerikai dollár és a tengerentúli kamatcsökkentések mértékére vonatkozó, megemelkedő piaci várakozások is hozzájárultak – **egy ideig várhatóan nem engedi meg, hogy az MNB tovább folytassa a kamatcsökkentéseket.** Az erősebb dollár, a bizonytalanabb piaci helyzet, a továbbra is relatíve magasan várható jövő évi infláció miatt (gondoljunk csak a gyenge forint és a jelentős minimálbér-emelések inflációnövelő hatására, illetve a továbbra is magasan lévő lakossági inflációs várakozásokra) az óvatosság indokolt. Ugyanakkor a vártnál gyengébb GDP adatok miatt az vélelmezhető, hogy a gazdaság ciklikus pozíciója még erőteljesebben dezinflációs hatásúvá válhatott. Így véleményünk szerint **az infláció 2025 túlnyomó részében a toleranciasávban maradhat**, amely teret enged a jövő évi kamatcsökkentéseknek. Ezt támogatja az is, hogy a Fed várhatóan tovább fogja csökkenteni jövőre a kamatokat. Így 2025 második negyedétől óvatosan újra indulhat a kamatok mérséklése idehaza: jövő év végére 5,75%-os alapkamatot várunk, 2026-ban pedig 5%-ot.
- **A megváltozott piaci környezetben nem várható, hogy tartósan 400 alá csökkenjen az EURHUF árfolyam**, ugyanakkor a folyó fizetési mérleg többlete és az MNB óvatos politikája miatt további forintgyengülésre alapesetben nem számítunk. **2025-ben 405 körüli átlagos forintárfolyamot prognosztizálunk, míg 2026-ra 410 forintot.**

A DCF modell

- A Gránit Bank Zrt. értékelésének alapját a vállalat jelentései, az egyedi jelentések, iparági beszámolók, elemzések és a menedzsmenti interjúk szolgáltatják. Ezek célja, hogy a modell minden összetevője rendelkezésünkre álljon és pontosabb képet kapjunk a vállalat várható fair értékéről.
 - Az alábbi felsorolásban a modell feltevései ismerhetők meg:
 - A pénzügyi vállalatok értékelése többféleképpen is megvalósítható, a **jelenlegi elemzésünkben egy többlethozamon alapuló modellt alkalmazunk.** A Gránit Bank Zrt. így helyes értékét a társaság saját tőkéjének aktuális értéke és a jövőben várhatóan elérhető többlethozamok jelenértékének összege alapján számolható ki.
 - **A többlethozamon alapuló modell 5 évet ölel fel, 2025 és 2029 között.** Az elkövetkezendő öt év trendjeinél részben támaszkodtunk a menedzsmenti, valamint független, iparági beszámolókra.
 - **A 2023-as konszolidált pénzügyi beszámolóban a társaság 79,4 milliárd forint értékű saját tőkét publikált, erre az adatra építettük fel az elemzésünket.** A Gránit Bank 2024 őszén tőkét emelt 30 milliárd forint értékben, amely teljes egészben a saját tőke értékét növeli. Az elsődleges részvénykibocsátás során a társaság további tőkeemelést szeretne megvalósítani minimum 10, maximum 30 milliárd forint nagyságrendben. **A modellünkben 20 milliárd forintos tőkeemeléssel számolunk**, de megvizsgáljuk az is, hogy 10 milliárd, illetve 30 milliárd forintos tőkeemelés esetén hogyan alakulna a vállalat értéke.
 - A nettó profit a 2022-es és a 2023-as évben is látványosan megugrott a korábbi évekhez képest. **A modellben használt 2025-2029 közötti előrejelzési horizont első évében mérsékelt eredménycsökkenést várunk, majd 2026 és 2029 között dinamikus növekedést építettünk be** a modellünkbe. A saját tőke jelentős növekedése lehetőséget teremt a bank számára, hogy hosszabb távon is dinamikusan bővüljön az eredménye.
 - **A modellünkben az feltételezzük, hogy a társaság 2025-2027 között nem fizet osztalékot**, ezért a nettó eredmény ezekben az években teljes egészében a saját tőke értékét növeli. **Ezt követően 20 százalékos osztalékfizetési rátával számolunk**, a nyereség ekkora hányadát kifizeti a társaság a tulajdonosoknak, nettó profit fennmaradó része pedig a saját tőke értékét növeli. A modellünkben a 2029-es évtől már 30 százalékos osztalékfizetési rátával számolunk.

Az nyugat-európai bankok jellemzően 30-50 százalék közötti osztalékot fizetnek az adózott nyereségükből, így a 20-30 százalék közötti osztalékfizetési hányad nem kimagasló a nyugat-európai bankok átlagához képest. A menedzsmentnek nincsen publikus előrejelzése arra vonatkozóan, hogy mikortól és milyen nagyságrendű osztalékot terveznek kifizetni a tulajdonosoknak. A modellbe a saját számításainkat építettük be, a 20-30 százalék közötti osztalékfizetési ráta a várható stabil növekedés mellett hosszútávon is tartható, mert közben a társaság saját tőke arányos megtérülése (ROE) a 2027-es várt 17,85 százalékról 24,49 százalékra emelkedhet 2030-ra.

- Amennyiben az előrejelzési periódus alatt a Gránit Bank Zrt. nem fizetne osztalékot, akkor a gyorsabban növekvő saját-tőke miatt romlana a vállalat megtérülése (ROE). A magasabb tőkeköltség miatt ugyanis a saját tőkén elérhető többlethozam alacsonyabb lenne ez pedig alacsonyabb cégértéket eredményezne (változatlan profitnövekedés mellett számolva).
- Tőkeköltség számításához a saját tőke költségét vesszük figyelembe (diszkontfaktor), amely az iparág bétája, a hazai kockázatmentes hozam és a hazai részvénykockázati prémium („equity risk premium”) alapján kerül számításra. Értéke 13,12%. A kockázatmentes hozamnak a 10 éves állampapírpiazi hozamot vettük figyelembe.
- A saját tőke évről-évre emelkedik a nyereség osztalékként ki nem fizetett részével. A saját tőkén elért többlethozam az adott évi nettó eredmény és a saját tőke költségének a különbsége. A saját tőkén elért többlethozamokat ezt követően diszkontáljuk, illetve kiszámoljuk a többlethozamból származó maradványértéket is.
- A budapesti tőzsde alacsony likviditása miatt 10%-os likviditási diszkontot alkalmazunk a célár meghatározása során.
- Elemzésünk szerint az Gránit Bank egy éves célára 17 063 forint.

Saját tőke többlethozamán alapuló modell (millió HUF)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
Nettó profit	17 190	23 057	33 080	43 004	55 905	69 881
- Tőkeköltség	19 035	21 291	24 317	27 790	32 304	37 440
Saját tőkén elért többlethozam	-1 845	1 766	8 763	15 214	23 601	32 442
Többlethozamból származó maradványérték						457 037
Diszkontfaktor	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54	0,48
Jelenérték	-1 631	1 380	6 054	9 292	12 742	218 130

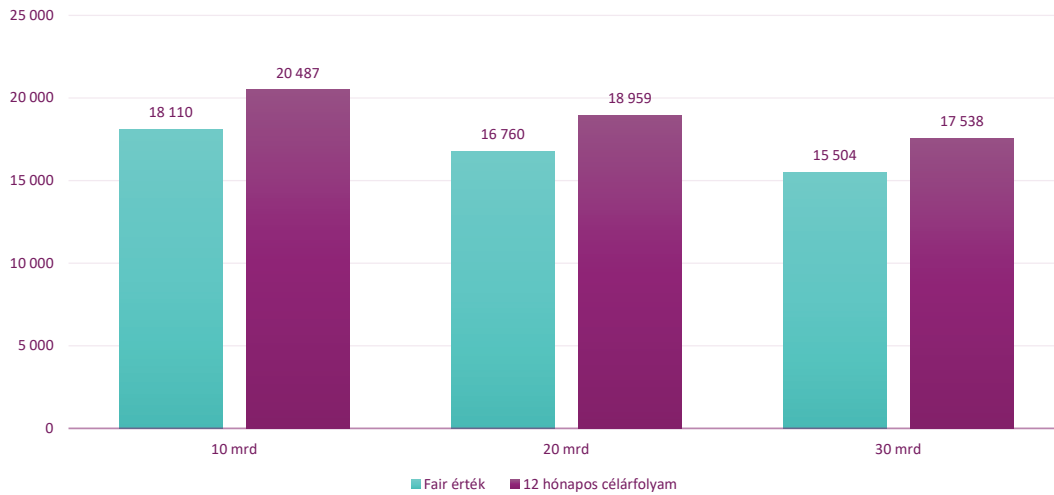
Saját tőke kezdeti könyv szerinti értéke	145 055	162 245	185 303	211 767	246 170	285 303
Saját tőke költsége	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%
Tőkeköltség	19 035	21 291	24 317	27 790	32 304	37 440
Saját tőke arányos megtérülés (ROE)	11,85%	14,21%	17,85%	20,31%	22,71%	24,49%
Nettó profit	17 190	23 057	33 080	43 004	55 905	69 881
Osztalékfizetési hányad	-	-	20%	20%	30%	30%
Kifizetett osztalék	-	-	6 616	8 601	16 772	20 964
Újrabefektetett nyereség	17 190	23 057	26 464	34 403	39 134	48 917

Fair érték számítás						
Saját tőke értéke (2023 végén)	79 439					
A saját tőke következő öt éves többlethozamának jelenértéke	27 837					
Többlethozamból származó maradványérték jelenértéke	218 130					
Saját tőke értéke	325 405					
Részvények száma (millió db)	19,416					
Fair érték	16 760		Fair érték 10 %-os diszkonttal			15 084
12 hónapos célárfolyam	18 959		Célárfolyam 10 %-os diszkonttal			17 063

Forgatókönyvek tőkeemelésre

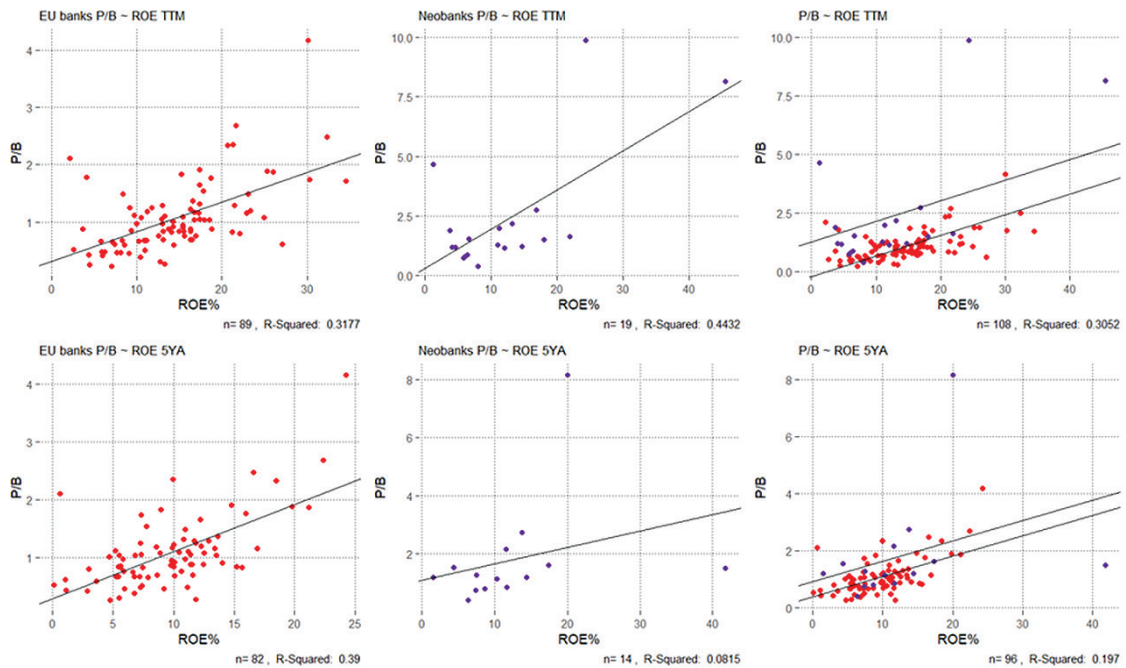
- Az alábbi ábrán látható, hogy a különböző méretű részvénykibocsátás hogyan változtatná meg a bank fair értékét és célárnyamat. Az ábrán szereplő árfolyamok nem tartalmazzák a 10 százalékos likviditási diszkontot.

Az árfolyam változása a kibocsátás nagyságának függvényében



Forrás: MBH Befektetési Bank

Versenyitárs elemzés, iparági példák



Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

- A fenti ábrákon két adatsorra végeztünk el regressziós elemzést. Az első oszlopban az Európai Unió tőzsdén jelen lévő bankjainak sajáttőke arányos megtérülését és a P/B rátáját ábráztuk, a második oszlopban online bankok adatait jelenítettük meg a világ különböző tájairól, míg a harmadik oszlopban a két adatsor együtt szerepel. Az első sorban a jelenlegi ROE-t vettük alapul, míg a másodikban az öt éves átlagot. Az azonos adatsorokhoz kapcsolódó, de eltérő időtávokra elkészített regressziók eltérő megfigyelésszámmal rendelkeznek. Ennek oka, hogy a negatív sajáttőkearányos megtérüléssel rendelkező cégek kiszűrésre kerültek. **Mivel így a digitális bankok esetében nagyon alacsonyra csökkent az elemszám, ezért a harmadik oszlopban összevontuk a két mintát, és egy úgynevezett fixed-effect modellt építettünk rá. Ebből az látszik, hogy a neobankok részvényei általában magasabb értékeltség mellett forognak, mint a „hagyományos” társaiké.** Fontos észrevétel továbbá, hogy az öt éves átlagos mintán a modell magyarázóereje csökkent a digitális bankok, és nőtt a tradicionális bankok esetében. Ez arra utal, hogy a neobankok körében nagyobb a szórás, jelentős részük csupán csak az elmúlt években vált nyereséggé, ami torzítja az eredményt. A fent említett problémák miatt a jobb felső sarokban látható, összevont adatsorokra épített fixed-effect modellt vettük alapul a számításunkhoz. **Figyelembe véve, hogy az IPO után a saját tőke értéke tovább nőhet, míg a nettó eredmény idén visszaeshet, a ROE szintjét 11,9%-ban határoztuk meg. Ezt behelyettesítve a modellünkbe azt kapjuk, hogy a Gránit Bank esetében 2,3-as P/B ráta tűnik megalapozottnak, azaz a cég értéke a versenytársak értékeltségének tükrében 334 milliárd forint körül lehet.**
- A következőkben kiemeltünk pár európai versenytársat, akiknek több részvénytranzakciója (tőkeemelés, részvények eladása) is volt az elmúlt években, így jól nyomon követhető az árazásuk változása.
- A mezőnyből kiemelkedik a **Revolut**. A társaság 2015-ben robbant be a köztudatba, mára pedig Európa egyik legnagyobb FinTech cégévé nőtte ki magát, több, mint 45 milliós ügyfélbázissal. A bevétel 2023-ban már meghaladta a 2,2 milliárd dollárt, míg az adózás előtti eredmény nem csak pozitívba fordult a tavalyi évben, de meghaladta az 540 millió dollárt is. Az alapítás óta eltelt egy évtizedben többször is folyamodtak tőkebevonáshoz, így jól nyomon követhető az értékeltség alakulása. A Revolut részvények 800 millió dolláros E sorozatával 33 milliárd dolláros értékelést ért el 2021. júliusában. A tőkeemeléssel a saját tőke a 2020. végi 442,19 millió angol fontról (596,96 milliárd dollár) 1,08 milliárd fontra 1,46 milliárd dollár (2020 végi árfolyamon) emelkedett, azaz közel 22,6-os Price to Book-os (P/B) értéken árazták a céget. Idén augusztusban pedig 45 milliárd dolláros értékeltség mellett cseréltek gazdát a társaság részvényei. **2023. végén a saját tőke értéke 1,46 milliárd font (1,85 milliárd dollár) volt, azaz 24,3 P/B hányadon keltek el a papírok.**
- Nem mindenki tudott azonban ilyen ütemben növekedni az „öreg kontinensen”. A német **N26** értékeltsége nagy csapást szenvedett el az elmúlt másfél évben. A társaság még 2021-ben érte el a 9 milliárd eurós értékeltséget egy tőkebevonást követően, aminek a hatására a társaság saját tőkéje 1041 millió euróra emelkedett, azaz körülbelül 8,6-os P/B ráta mellett voltak be új tőkét. Ebben az időben a neobank már 25 országban volt jelen és mintegy 7 millió ügyfelet tudhatott magáénak. Tavaly áprilisban viszont az Allianz értékesíteni kívánta a vállalatban lévő részesedésének egy részét 3 milliárdos értékeltség mellett, azaz két év alatt harmadára esett vissza a bank értékeltsége. A társaság továbbra is veszteséges, az eredménytartalék csökkenése miatt a saját tőke értéke 610 millió euróra esett vissza 2022 végére. **Ebből tehát az következik, hogy az Allianz 4,9-es P/B rátára árazta be a céget.**
- Vannak azonban olyan szereplők is az európai piacon, akik nem tudták növelni az értékeltségüket az elmúlt években, igaz, nem is rontottak rajta. Ilyen szereplő a holland **Bunq**. A vállalat még 2023-ban, két körben vont be 100 millió eurót, 1,65 milliárd eurós értékeltség mellett. Ez az árazás megegyezik a 2021-es forrásbevonásnál alkalmazottal. A saját tőke értéke azonban különbözött a két időszakban. 2021-ben a tőkebevonást követően 171 millió euróra emelkedett a saját tőke könyv szerinti értéke, míg a 2023-as forrásbevonásokat követően 289 millió volt ez az érték. **Vagyis míg 2021-ben 9,6-os P/B rátán történhetett a forrásbevonás, addig ez 5,7-re csökkenhetett 2023-ra.**
- Visszatérve az Egyesült Királyságra, a Revolut mellett több másik kihívó bank is a szigetországból indult. Közülük érdemes kiemelni a **Monzo-t**. A társaság 2021 decemberében 450 millió font tőkét gyűjtött be a befektetőktől, így a saját tőkéje 681 millió fontra nőtt a tranzakciót követően. A forrásbevonásra ekkor 3,5 milliárd fontos értékeltség mellett került sor, ami 5,1-es P/B-t jelent. Az idei évben felgyorsultak az események, és kétszer is forrásbevonásra került sor. Első körben – még márciusban – 340 millió fontot vontak be 4 milliárd fontos cégérték mellett (P/B = 4,6), majd májusban újabb körben 150 millió fontot vontak be 4,1 milliárdos értékeltség mellett (P/B = 4,1). A legutolsó fejlemény az árazás tekintetében novemberben történt. **Ekkor azonban nem újabb forrásbevonás történt, hanem a másodlagos piacon cseréltek gazdát a digitális bank részvényei. A tranzakció 4,5 milliárd fontos vállalatérték mellett ment végbe (P/B = 4,5).**

- Az **Atom Bank** 2016-ban indult útnak, ezzel az elsők között volt a brit app-alapú bankok sorában. A társaság már az IPO-ra készült 2023-ban, amikor a kedvezőtlen piaci körülmények miatt elhalasztották azt. A cég értékeltsége ez után nagyobb ütést kapott, egy 100 millió fontos tőkeemelést követően 362 millió fontra árazták az Atomot 2023 végén, miközben 2022 elején még 435 millió fontos árcédulát tettek mellé. **A tavaly novemberi forrásbevonás után a saját tőke könyv szerinti értéke 390 millió fontra emelkedett, azaz a P/B hányados 0,9 volt.**
- Megállapítható, hogy **nagy szórás van az értékeltségben** (Revolut 24-es P/B vs. Atom 0,9-es P/B). Másik észrevétel, hogy a Revolut kivételével a többi négy cég **árazása csökkenő P/B-t mutatott az elmúlt években, de még így is jelentősen magasabb, mint az általunk kalkulált Gránit Bank értékeltsége.** Ebben egyrészt közrejátszik a kedvezőtlen piaci környezet, és az így visszaeső Venture Capital, illetve Private Equity befektetések száma és értéke. Másrészt ott van az a tény is, hogy **ezen cégek nagy része továbbra is veszteséges, vagy kimondottan alacsony megtérülési mutató mellett működik** (kivéve Revolut), azaz a korábbi magas elvárások egyelőre nem igazolódtak be az esetükben, azonban a várakozások továbbra magasak.
- A neobankok viszont rendkívül sokszínűek, mind méretük, mind profiluk, vagy földrajzi működésük tekintetében, így az összehasonlításuk is nehézkes. Az olyan bankok, mint például a Revolut vagy a N26 a maguk 45, illetve 8 millió ügyfelével, és széles földrajzi lefedettségükkel más ligában játszanak. Az ügyfélszám tekintetében az Atom Bank áll a legközelebb a Gránit Bankhoz, igaz, így is körülbelül kétszer akkora (Atom 229 ezer, Gránit 112 ezer), ráadásul míg a **Gránit egy magyar bank, addig a legközelebbi versenytársai nyugat-európai gyökerekkel rendelkeznek. Ez pedig annak ellenére is rányomhatja a bélyegét az értékeltségre, hogy a Gránit Bank már tíz éve nyereségesen üzemel, hiszen a magyar részvények historikusan alacsonyabb értékeltségek mellett forognak, mint a nyugati társaik.**

	Piaci kapitalizáció (millió HUF)	P/B	P/B 5 éves átlag	ROE (%)	ROE (%) 5 éves átlag
OTP BANK PLC	5 628 000	1,16	1,05	26,38	24,67
SANTANDER BANK POLSKA SA	4 569 378	1,51	1,55	16,62	16,17
ING BANK SLASKI SA	3 112 517	2,03	2,20	30,89	31,95
MBANK SA	2 341 612	1,62	1,74	4,94	4,18
BANK HANDLOWY W WARSZAWIE SA	1 122 120	1,29	1,33	26,24	24,87
BRD-GROUPE SOCIETE GENERALE	1 089 493	1,44	1,53	19,93	19,39
MONETA MONEY BANK AS	982 710	1,91	1,59	16,07	16,90
ALIOR BANK SA	1 180 354	1,16	1,13	24,05	26,06
ERSTE GROUP BANK AG	9 168 820	1,04	0,84	15,36	16,19
BANK PEKAO SA	3 841 918	1,33	1,32	23,33	23,67
RAIFFEISEN BANK INTERNATIONA	2 524 035	0,34	0,32	12,50	14,08
BANCA TRANSILVANIA SA	2 187 811	1,87	1,51	27,89	26,62
KOMERCNI BANKA AS	2 530 760	1,28	1,18	12,69	12,59
PKO BANK POLSKI SA	7 028 571	1,48	1,39	14,95	15,63
Átlag	3 379 150	1,39	1,33	19,42	19,50
Medián	2 527 398	1,39	1,36	18,27	18,14

Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

- A fenti táblázatban láthatók azok a régiós „hagyományos” bankok, amelyekkel a Gránit Banknak versenyeznie kell. Az adatokból kiolvasható, hogy ezek a pénzüzetek jelenleg mind a P/B, mind pedig a ROE esetében az öt éves átlaguk közelében vannak. Ezen bankok saját tőke arányos megtérülése jelentősen meghaladja a digitális bankokét, az értékeltségük azonban jóval alattuk marad. A Gránit Bank 2023-ban 28,8%-os ROE-t jelentett, amivel magasan az átlag felett lenne, azonban a tőkeemelések és a kedvezőtlen piaci folyamatok hatására az átlagos szint alá csökkenhet a saját tőke arányos megtérülés.

Fontosabb kockázatok

- Az alábbiakban a fontosabb kockázatokat tekintjük át, amelyek mind a gazdaság alakulására, a Gránit Bank működésére, és így a fair értéket meghatározó modellezésre hatással vannak. Szem előtt kell tartani, hogy számos helyről érkezhetsz olyan esemény, amely pozitív és negatív hatással is lehet az értékeltségre.
- A pénzügy egy erősen ciklikus iparág, a gazdaság alakulásával együtt a hitelezés, a befektetések, a biztosítások értékesítése is együtt változik. Bár az elmúlt években a világ jegybankjai jól menedzselték az ilyen jellegű ciklusokat, azaz a bankok többsége kellő likviditással rendelkezik és még egy gazdasági visszaesésben sem mutatták annak jelét, hogy jelentősen csökkenjen a profitabilitás. Ugyanakkor nehéz megjósolni, hogy ez egy átmeneti állapot, vagy a jövőben is bízhat a szektor az ilyen jellegű jegybanki „támogatásra”.
- A pénzügyi szektor erősen kitett a fiskális és monetáris folyamatoknak, döntéseknek és szabályoknak. Ezek akár negatívan is érinthetik a bank működését.
- Fontos kiemelni a bankadót, az extraprofit-adót és kamatplafont, amelyek csökkentik a bankok eredményét, bár ezek nem csak a hazai piacon ismert gazdaságpolitikai eszközök. Ezen adónemek gyorsan változhatnak és nehéz előre látni mikor, melyikben és milyen mértékű változás következik be. Más elvonást is ismerhetünk, például a tranzakciós illetéket, de az ilyen jellegű költségeket a bankok általában áthárítják ügyfeleikre.
- A Gránit Bank nem teljesítő hiteleinek aránya az iparághoz viszonyítva alacsony, azonban bankként mindenképpen olyan kockázatról van szó, amely alakulását mindenkor figyelembe kell venni.
- A Gránit Bank ma még alapvetően a belföldi piacon aktív, azonban a forint változása a külföldi devizákkal szemben egyrészt befolyásolhatja a befektetői, és ügyfél-hangulatot, továbbá egy esetleges később külföldi terjeszkedés esetén mélyebb hatással lehet a bank működésére és eredményére.
- A Gránit Bank alapvetően „neobank”, azaz olyan bank, amely inkább a digitális térben aktív, szolgáltatásainak jelentős részét leginkább online nyújtja. Így kellő figyelmet kell fordítani egyrészt a kiberbiztonságra (nem csak csalások, hanem a Bank rendszereit érintő támadások), valamint az IT fejlesztésekre is. Az a szereplő, aki nem tud gyorsan és hatékonyan fejleszteni, könnyen lemaradhat. A fent említett folyamatok (kiberbiztonság és fejlesztések) azonban nem olcsóak, így ez jelentős költségterhelést is jelenthet.
- A geopolitikai kockázatok felerősödtek az utóbbi években: az orosz-ukrán háború, a Közel-Keleti események (Izrael, Irán fegyveres konfliktusa), vagy akár a jövőben várható folyamatok (USA-Kína konfliktusa, Tajvan-Kína konfliktusa) mind hatással lehet a globális gazdasági folyamatokra és így a Bank működésére.
- Az új ügyfelek akvizíciója és a meglévők megtartása, azaz a piacrész megtartását és növelését mindig kiemelt figyelem kíséri. Végül soron ez is hozzájárul a sikerességhez, így az ilyen jellegű trendek monitorozása kiemelt fontosságú.
- Napjainkat egyre inkább meghódítják az alternatív pénzügyi lehetőségek: kriptovaluták, a vállalatok nem bankokon keresztül történő „hitelezése”, forrással ellátása, a mesterséges intelligencia előretörése. A menedzsmentnek kellően felkészültnek kell lennie a fentiek tekintetében és megfelelő döntést kell hoznia arra vonatkozóan, hogy mindez hogyan integrálható, vagy egyáltalán kell-e integrálni a vállalat működésébe.
- A fiatal generáció pénzügyekkel való kapcsolata merőben más, mint egy-két évtizeddel ezelőtt. A fogyasztói trendekre gyorsan kell reagálni és ez szinte minden ágazatban igaz.
- Az ESG tényezővége a vállalatoknak felkészültnek kell lennie a környezetvédelem, a társadalom és vállalatirányítás kérdéskörében, a fenttartható növekedésben és működésben. Ma már mindez sok esetben egy-egy befektetés megvalósításának egyik kritériuma.

- Modellezési szempontból (a bank fair értékének megállapítása során) figyelembe kell venni, hogy az elemzés lezártáig ismert nyilvános adatokkal és információkkal számoltunk. Minden, a bank működésében, a menedzsmenti előrejelzésben, a gazdasági helyzetben bekövetkezett változás a modell frissítését igényli.

Elemzés lezárva: 2024.11.13. 12:00

Debreczeni Csaba
vezető részvényelemző

Befektetéselemzés

MBH Befektetési Bank Zrt.
H-1056 Budapest, Váci utca 38.
mbhbefektetesibank.hu



Jogi nyilatkozat

1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok körútja 9.G.sz.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz.: III/41.086/2022., EN-III/M-608/2009.; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina körút. 55. sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen dokumentumban közölt megállapítások, mint befektetési elemzés a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alapján objektív és 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, veszteségekért.

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 múltbéli 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, hirdetőanyagokat, 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 www.mbhbefektetesibank.hu honlapon, továbbá az MBH Bank Nyrt. fiókjában, valamint az www.mbhbank.hu honlapon. Az MBH Bank Nyrt. az MBH Befektetési Bank Zrt. közvetítőjeként jár el.

6. 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.

7. **Célfolyam:** Célfolyam meghatározása 12 havi alapon történik, osztalék nélkül, hacsak másként nem jelezzük.

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 piacképzés 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 értékpapírtitoknak 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 biztosítóként nem jár el. Az MBH Befektetési Bank Zrt. társforgalmazó (lesz) a Gránit Bank Zrt. részvénykibocsátásában. Az MBH Bank Nyrt., mint az MBH Befektetési Bank Zrt. alforgalmazója, szintén részt vesz a kibocsátásban. 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: 2024. november 13. (12:00)

A kiadvány készítője: MBH Befektetési Bank Zrt., 1056, Budapest, Váci utca 38.

14. A Gránit Bank elemzésének kezdete: 2024. november 13. Az egy éves célár 17063 forint. Az elemzések az alábbi honlapon, linken érhetők el:

[Részvények \(mbhbefektetesibank.hu\)](https://mbhbefektetesibank.hu)

15. 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 egyedi tételek jelentősen befolyásolhatnak.

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 készpénzegyenértékesek 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 részvényre jutó adózott nyeresége hányadosaként értelmezhető. Jelentése leegyszerűsítve az, hogy hány év alatt termeli meg az adott cég az árának megfelelő nyereséget a társaság.

ROE (SAJÁTTŐKE-ARÁNYOS NYERESÉG)

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

Technikai elemzés

A technikai elemzés egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikon alapján 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 japángyertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

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 ötéves 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 tőke költsége (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 független változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az iparág-specifikus tőkeáttételes (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati prémium (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).

A saját utunkat járjuk.



mbhbefektetesibank.hu



06 80 350 350