

# Commerzbank

Торговая идея: **октябрь 2016 года**

Инструмент: **Commerzbank**

Тикер: **CBKG**

Текущее значение: **5,69 евро**

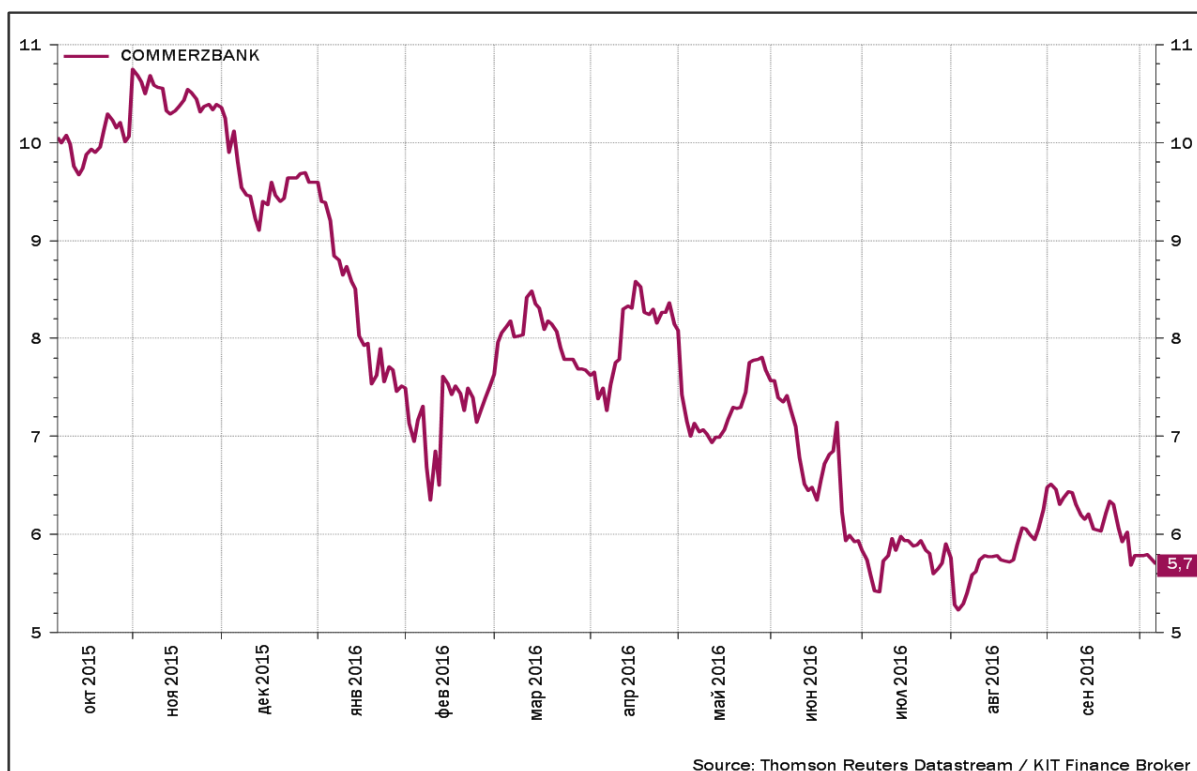
Торговая площадка: **XETRA**

Валюта: **EUR**

- Commerzbank – второй по величине активов частный банк в Германии, ориентированный на классические банковские услуги, а не на инвестбанкинг и/или трейдинг. Это прибыльный и устойчивый банк, что имеет первостепенное значение на фоне нарастания рисков в европейском банковском секторе.
- Стратегия Commerzbank на 2017-2019 гг. сверхконсервативна: предполагаются дальнейшее сокращение высокорисковых операций и оптимизация издержек.
- Котировки Commerzbank с начала года снизились на 40%. Основная причина – рыночный риск, а не изменение финансовых показателей. Мы считаем, что по мере исчерпания панических распродаж акций немецких банков, бумаги Commerzbank будут наиболее надежной ставкой на их коррекционное восстановление.

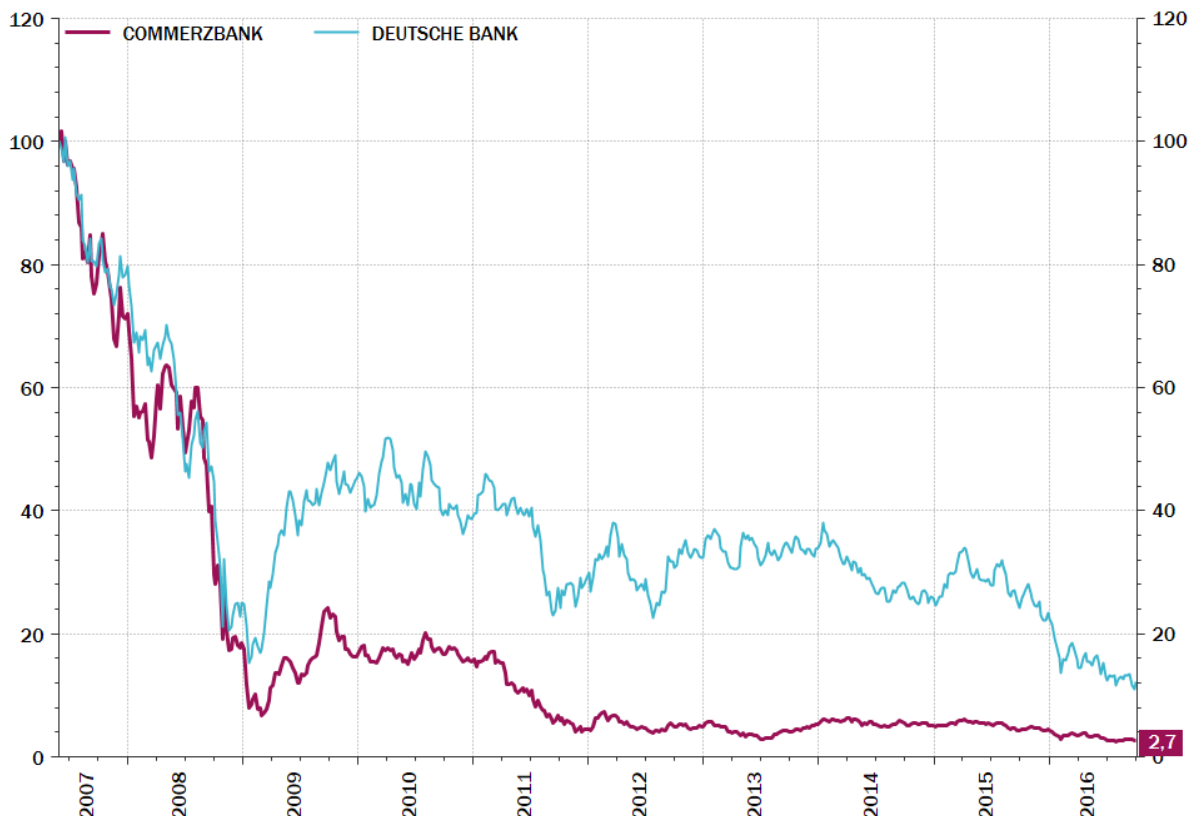
**Рекомендация:** Считаю целесообразным отыгрывать коррекцию избыточного снижения капитализации немецких банков через покупку акций Commerzbank. Целевая цена – **8,45 евро** за акцию, потенциал роста – **48%**.

## Динамика котировок акций Commerzbank:



## Почему Commerzbank?

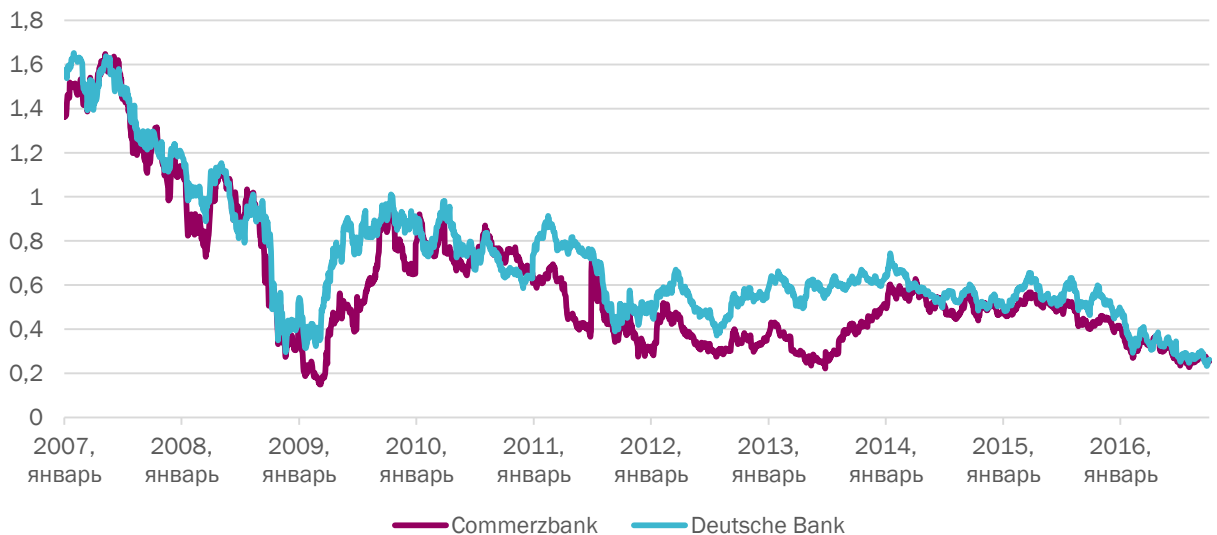
- Новым очагом европейского банковского кризиса в 2016 г. стала Германия. Вслед за немецкими банками отраслевой индекс Euro Stoxx Banks за первые три квартала текущего года потерял **28%**.
- Самая известная история – крупнейший немецкий банк - Deutsche Bank. Акции DB подешевели за 9 месяцев 2016 г. на **46%**, что провоцирует желание купить дешевые акции банка с мировым именем. Спешить не стоит: мы не ставим под сомнение то, что DB останется на плаву. Мы сомневаемся в быстром восстановлении цены акций и сохранении высокомаржинальной бизнес-модели: Deutsche Bank очевидно потребует докапитализация, что будет означать размытие акционерного капитала, а также очистка баланса от рискованных активов.
- Сделать ставку на восстановление цен акций немецких банков целесообразно через других по покупке конкурентов. Лучшая альтернатива - Commerzbank – второй по величине активов частный банк в Германии. Основан в 1870 г., штаб-квартира расположена в Франкфурте-на-Майне. Активы Commerzbank по состоянию на 30.06.2016 г. составляют **532,6 млрд. евро**.
- За 9 месяцев 2016 г. акции Commerzbank подешевели более чем на **40%**, то есть немного меньше, чем Deutsche Bank. Однако относительно исторических максимумов, достигнутых котировками DB и Commerzbank на рубеже весны-лета 2007 г., падение акций Commerzbank более глубокое: бумаги подешевели на **97,3%**, т.е. котировки так и не сумели восстановиться после кризиса.



## Почему Commerzbank?

- Причина в низких показателях прибыльности: величина средней прибыли на акцию (EPS) с 2008 г. у Commerzbank **на 27% ниже** чем у DB и составляет всего **4%** от средней EPS по сектору. Прибыль Commerzbank – одна из самых низких среди европейских банков. Поэтому и акции Commerzbank в стабильные периоды торгуются с дисконтом к акциям других европейских банков. Например, по коэффициенту P/Book Value средний дисконт акций Commerzbank к DB составляет **17,0%**:

Динамика мультипликатора P/BV



Источник: Bloomberg, КИТ Финанс Брокер

- Низкая прибыльность Commerzbank не является проблемой, это целиком укладывается в бизнес-модель банка. Более того, в современных условиях это важное преимущество Commerzbank. В отличие от DB – это классический банк, а не инвестбанк. В общей структуре доходов CB наиболее маржинальные услуги, связанные с инвестбанкингом и рынками капитала, составляют всего 32% (против 93% у DB по состоянию на 30.06.2016 г.). Основной доход приносит классический банкинг - обслуживание физических лиц, малого и среднего бизнеса – 33% и 25% соответственно.
- Низкая доля высокомаржинальных операций на финансовых рынках в структуре доходов обуславливает более низкую прибыль, нежели у инвестбанков. Взамен Commerzbank избегает избыточных рисков, которые аккумулированы на балансе многих европейских банков, в том числе DB.
- В сентябре 2016 г. опубликована стратегия развития Commerzbank до 2020 г., предполагающая концентрацию на двух сегментах деятельности. В структуре останется два подразделения: Private Customers и Mittelstandbank, т.е. только классический банкинг. В результате к 2020 г. доходы Commerzbank будут представлены исключительно относительно низкорентабельными, но в то же время низкорисковыми направлениями деятельности. Это позволит банку контролировать возможные убытки на фоне европейского банковского кризиса и оставаться прибыльным, несмотря на отрицательные процентные ставки в еврозоне.

## Почему Commerzbank?

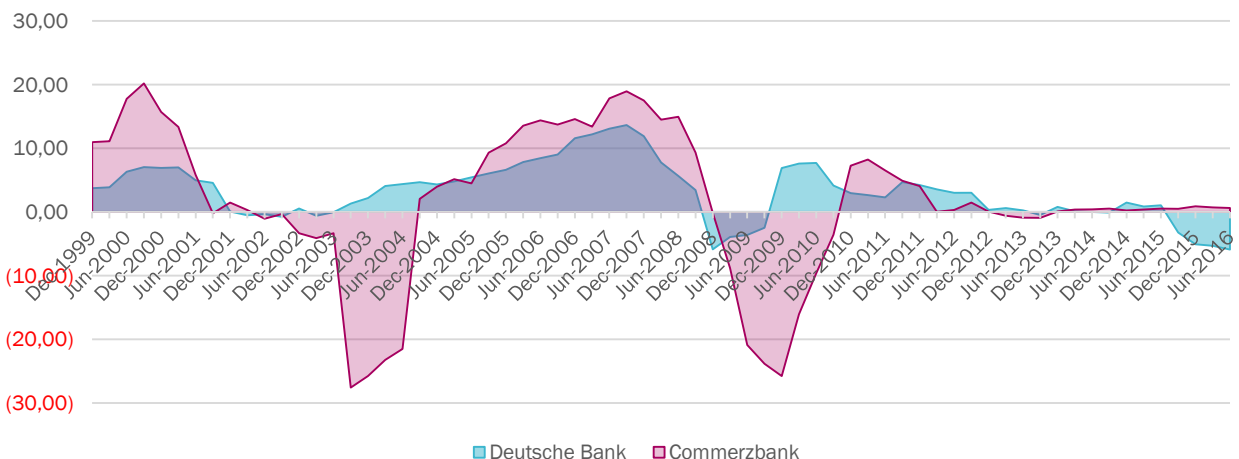
- Финансовая позиция Commerzbank устойчива: основные показатели с запасом превышают требования европейских банковских регуляторов,. Уровень просроченной задолженности минимален в выборке крупнейших европейских финорганизаций:

	Commerzbank	Deutsche Bank	Royal Bank of Scotland	Lloyds Banking Group	Banco Santander	BNP Paribas	Unicredit SpA
Капитал 1 уровня	13,2	14,0	17,7	16,4	12,3	12,4	11,3
Общий коэффициент достаточности капитала	16,4	15,7	23,0	21,8	14,4	14,0	14,0
Просроченная задолженность	1,4	3,5	3,9	2,1	2,8	2,1	9,3
Leverage ratio	4,4	3,4	6,0	4,7	4,7	4,0	4,5
Чистая процентная маржа	1,1	1,5	1,8	1,6	3,1	1,6	1,5
EPS среднее 2008-2015 гг.	0,06	4,39	-0,43	-0,01	0,76	4,91	0,44

Источник: Bloomberg, финансовая отчетность банков

- Следует обратить внимание еще и на то, что на графике P/BV дисконт Commerzbank относительно Deutsche Bank сократился в 2016 г. до 7,0%. Акции CB дешевеют, но не так быстро как DB, поскольку Commerzbank остается прибыльным, тогда как Deutsche Bank терпит сильнейшие с 2008 г. убытки. Если сравнить EPS CB и DB, временные отрезки, в течение которых прибыль одного банка превосходит прибыль другого с 1999 г. примерно одинаковы (53% против 47% в пользу DB). Убытки в 2002-2003 и 2008-2009-х гг. у Commerzbank были значительно сильнее, что искажает оценку средней EPS этого банка. Однако на графике видно, что в 2016 г. ситуация изменилась: Commerzbank остается прибыльным на фоне европейского банковского кризиса и несмотря на отрицательные процентные ставки в еврозоне.

### Прибыль на акцию



Источник: Reuters, КИТ Финанс Брокер

## Европейские банки: что будет дальше?

- Кризис европейских банков еще не завершен. Впереди будут потрясения. Ярким примером может стать Royal Bank of Scotland, остающийся убыточным с 2008 г. Рано или поздно процесс реорганизации RBS и выделения проблемных активов завершится. Заплатят за это, вероятнее всего, кредиторы. Акционеры RBS уже заплатили, приняв на себя 97%-ное снижение цены акций банка относительно максимумов 2007 г.
- Произошедшее с RBS может стать будущим сценарием и для Deutsche Bank. Ведь на самом деле основной риск для акционеров DB – не штраф американских регуляторов и не судебные издержки, увеличившие убытки в 2015 г. Основной риск – размывающая капитал докапитализация, без которой едва ли DB сможет расчистить баланс от проблемных активов. Докапитализация будет означать то, что акции DB уже никогда не восстановятся до уровней 3-4 – летней давности.
- Ситуация в Commerzbank принципиально иная. Здесь уже проведена докапитализация: уставный капитал увеличен дважды - в 2011 и 2013 гг. Новая докапитализация Commerzbank скорее всего не понадобится: у банка нет большого объема проблемных активов на балансе.
- Опубликованная стратегия Commerzbank, речь о которой уже шла выше, дает понимание финпоказателей банка в ближайшие годы: Commerzbank останется низко прибыльным. Это было бы негативом на фоне роста рынка. Но в условиях перманентного банковского кризиса, завершения которого пока ждать преждевременно, важно другое: финансовая стабильность и безубыточность. Это Commerzbank сможет обеспечить.
- Стратегия предполагает сокращение штата на 15% и отказ от дивидендов в 2017-2019-х гг. Расходы на реорганизацию составят около 0,7 млрд. евро, что позволит экономить в районе 0,5 млрд. евро начиная с 2020 г. Следующие несколько кварталов для Commerzbank могут быть убыточными, однако, в среднем, в 2017-2019-х гг. банк останется прибыльным. Прибыль при этом будет минимальной, т.е. сопоставимой с результатами 2012-2016-х гг.
- Таким образом, Commerzbank останется консервативным банком, с низкими показателями прибыльности, но высокой устойчивостью, что имеет первостепенное значение на фоне нарастания рисков в европейском банковском секторе.

## Commerzbank: перспективы акций

- Дисконт акций Commerzbank к акциям европейских аналогов по мультипликаторам P/E и P/BV оценивается нами порядка **47%**.

	P/E 2017F	P/BV 2017F
Commerzbank	8,7	0,2
Deutsche Bank	7,8	0,3
Royal Bank of Scotland	10,8	0,5
Lloyds Banking Group	9,1	0,6
Banco Santander	4,7	0,2
BNP Paribas	8,7	0,9
Unicredit SpA	8,2	0,6

Источник: Bloomberg, КИТ Финанс Брокер

- Акции Commerzbank так и не восстановились после 2008 г., несмотря на то, что значение коэффициента P/E вернулось на положительную территорию:

Динамика P/E и цены акций Commerzbank



Источник: Reuters, КИТ Финанс Брокер

## Commerzbank: перспективы акций

- Совершенно иная картина в акциях DB: они дешевели вместе со снижением коэффициента P/E:

Динамика P/E и цены акций Deutsche Bank



Источник: Reuters, КИТ Финанс Брокер

- Мы считаем, что дальнейшая динамика акций и P/E Deutsche Bank будет сопоставима с графиком аналогичных показателей Commerzbank в 2011-2015-х гг.
- Прибыльность Commerzbank, выраженная через мультипликатор P/E, с середины 2012 г. относительно стабильна. Акции Commerzbank сегодня торгуются **на 43% дешевле** чем за обозначенный период. Дивиденд с 2012 г. Commerzbank выплатил лишь однажды – 0,2 евро на акцию за 2015 г. Поэтому отказ от дивидендных выплат в 2017-2019-х гг. не должен оказывать существенного воздействия на котировки акций банка в этот период.
- Таким образом, фундаментальных предпосылок для 40%-ного снижения стоимости акций Commerzbank нет. Это эффект влияния рыночного риска, т.е. акции CB снижаются вслед за рынком или вслед за акциями DB.
- Мы прогнозируем стабилизацию четырехквартальной прибыли на акцию Commerzbank на уровне не ниже 0,3 евро (по состоянию на 30 июня 2016 г. – 0,6 евро). Панические распродажи закончатся, после чего эффект рыночного риска потеряет силу. Акции Commerzbank начнут восстановление к средним ценовым уровням 2012-2015-х гг. **Долгосрочная цель – 8,45 евро за акцию, потенциал роста – 48%.**

## Контакты

**8 800 700 00 55**

**8 (812) 611 00 00**

**8 (495) 981 06 06**

**Санкт-Петербург, ул. Марата, 69-71**

**Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»**

**Москва, Последний пер., 11, стр.1**

**Бизнес-центр «ЯН-РОН»**

[retail-saleskf@brokerkf.ru](mailto:retail-saleskf@brokerkf.ru)

[www.brokerkf.ru](http://www.brokerkf.ru)

КИТ Финанс (ООО).

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг ФСФР России выданы на осуществление:

- дилерской деятельности № 078-06539-010000 от 14.10.2003,
- брокерской деятельности № 078-06525-100000 от 14.10.2003,
- деятельности по управлению ценными бумагами № 178-13670-001000 от 26.04.2012,
- депозитарной деятельности № 178-06467-000100 от 03.10.2003.

Без ограничения срока действия.

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях.

Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений.

Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (ООО) не дает никаких гарантий корректности, содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (ООО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (ООО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (ООО). КИТ Финанс (ООО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.

Компания не несет ответственности за результаты инвестиционных решений, принятых Клиентом на основе настоящего обзора, аналитических материалов, рекомендаций, программного обеспечения, каких-либо файлов и/или иной информации, полученной Клиентом от Компании. Решение о совершении соответствующей сделки принимает только Клиент. Размер инвестированного капитала Клиента может увеличиваться или уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем.