

**Doporučení: V revizi**

**Cílová cena: V revizi**

Ocenění rakouské bankovní skupiny Erste Group dáváme do revize a stahujeme tak naše předchozí investiční doporučení a cílovou cenu 682 Kč. K tomuto kroku jsme se rozhodli přistoupit po výrazně revidovaném výhledu managementu Erste pro tento rok a rovněž slabším očekáváním na provozní úrovni společnosti pro rok 2015. V důsledku výrazně vyšších nákladů rizik v souvislosti s vývojem svých aktiv v Maďarsku a Rumunsku očekává Erste Group za rok 2014 ztrátu ve výši 1,4 – 1,6 mld. EUR. Rovněž provozní výsledky Erste Group pro rok 2014 budou slabší oproti původnímu výhledu, který počítal se stagnací na úrovni provozního zisku. Přestože s vyššími náklady rizika v souvislosti s řešením cizoměnových úvěrů v Maďarsku jsme pro tento rok počítali, jejich rozsah a zejména vyšší náklady rizika v Rumunsku v kombinaci s nižším očekáváním společnosti na provozní úrovni jsou pro nás zklamáním.

Ve svém revidovaném výhledu očekává Erste Group náklady rizika na úrovni 2,4 mld. EUR jako výsledek vyšší tvorby rezerv a opravných položek v Maďarsku a Rumunsku. Vyšší tvorba rezerv a opravných položek v Maďarsku je výsledkem série legislativních kroků tamější vlády, jejichž cílem je přenést náklady plynoucí z oslabení forintu vůči zahraničním měnám u úvěrů poskytnutých v cizích měnách z bank na dlužníky. Zvýšení rezerv a opravných položek v Rumunsku souvisí dle prohlášení Erste se snahou tamní centrální banky o omezení nebonitních úvěrů v rumunském bankovním systému. V důsledku vyšší tvorby rezerv a opravných položek v Rumunsku bude Erste provádět test na snížení hodnoty nehmotného majetku souvisejícího s rumunskou divizí (goodwill, značka, vztahy se zákazníky), jehož výsledkem může dle Erste být plný odpis těchto nehmotných aktiv v celkové výši 800 mil. EUR. Erste také připustila, že s ohledem na slabší provozní výsledky Rumunska a Maďarska očekává mírně horší provozní výsledky hospodaření oproti dříve zveřejněnému výhledu. Výsledkem výše uvedených okolností je prognózovaná rekordní ztráta rakouské bankovní skupiny na úrovni 1,4 - 1,6 mld. EUR. Erste by měla ke konci roku dosáhnout ukazatele kapitálové přiměřenosti CET1 ve výši 10 %. Rakouská banka deklarovala, že očekávaná kapitálová pozice banky se obejde bez nutnosti emitovat nové akcie.

**Doporučení: V revizi**  
**Cílová cena: V revizi**

### AKCIE ERSTE BANK

<b>Nové doporučení:</b>	<b>Držet</b>
Předešlé doporučení:	Držet
<b>Cílová cena:</b>	<b>682 Kč</b>
Minulá cílová cena:	633 Kč
<b>Datum vydání:</b>	<b>30. 6. 2014</b>

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Erste Bank	-1,69	-8,4	+13,39
Index PX	+1,17	+2,13	+15,59
STOXX Eur. 600 Banks	-1,38	-0,1	+19,30

### ZÁKLADNÍ INFORMACE

<b>Odvětví:</b>	univerzální bankovníctví
<b>Ticker:</b>	BAAERSTE (BCPP)
<b>Počet vydaných akcií:</b>	429 800 000 ks.
<b>Free float:</b>	67,2 %
<b>Tržní kapitalizace:</b>	10 212 mil. EUR
<b>Dividenda (12 M)</b>	0,2 EUR
<b>Uzavírací cena k 27. 6. 2014</b>	<b>647 Kč</b>
<b>Roční maximum:</b>	<b>821 Kč</b>
<b>Roční minimum:</b>	<b>487 Kč</b>

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



V předkládané analýze akciového titulu společnosti Erste Group (dále jen „Erste“) aktualizujeme náš pohled na rakouskou bankovní skupinu. Ve srovnání s poslední zveřejněnou analýzou akcií Erste jsme přistoupili ke zvýšení naší cílové ceny akciového titulu pro roční investiční horizont z 633 Kč na 682 Kč, přičemž investiční doporučení vzhledem k současné obchodované ceně akciového titulu zůstává na stupni „držet“.

Navzdory slabší provozní výkonosti banky v uplynulém roce se akcie Erste řadily k nejnějnějším titulům pražské burzy. Během uplynulého roku posílily o 15,6 % a jen nepatrně zaostaly za vývojem evropského bankovního indexu STOXX Europe 600 Banks, který zhodnotil o 18,65 %.

V nadcházejících měsících může být na titulu zvýšená volatilita v souvislosti s probíhající prověrkou kvality aktiv (AQR) i nadcházejícími zátěžovými testy ze strany ECB a možným únikem informací na trh. Od samotného výsledku testů kvality aktiv ani zátěžových testů, které budou zveřejněny pravděpodobně v listopadu, výrazný impuls k růstu ceny akcií neočekáváme.

Přetrvávající prostředí nízkých tržních úrokových sazeb i utlumená poptávka po úvěrech zejména ze strany korporátního segmentu bude mít pro tento rok nadále dle našeho pohledu nepříznivý dopad na provozní výsledky Erste, potažmo její ziskovost. Pro letošní rok očekáváme 2% pokles úrokových výnosů banky a v lepším případě stagnující provozní zisk na úrovni 2 870 mil. eur.

Stěžejním zdrojem předpokládaného růstu ziskovosti rakouské bankovní skupiny tak budou v nejbližších dvou letech dle našeho názoru zejména klesající náklady rizika.

Zlepšení fundamentu u Erste se dočkáme až v následujícím roce. Silné postavení banky na retailovém trhu v regionu CEE, který je charakteristický nižší úvěrovou penetrací vůči HDP a lepšími makroekonomickými vyhlídkami vůči zbytku Evropy představuje příznivou konstelaci pro budoucí hospodářské výsledky Erste.

Tabulka 1 Hospodářské výsledky Erste (mil. eur)

Erste Group	2013	2014e
Čisté úrokové výnosy	4 674	4 581
Čisté poplatky a provize	1 859	1 878
Provozní výnosy	6 750	6 718
Provozní náklady	3 896	3 838
Provozní zisk	2 854	2 881
Rezervy a opravné položky	1 773	1 803
Čistý zisk	61	336

Zdroj: Erste Group, odhady Fio banka

**Provozní výnosy banky klesly o 3,7 %****Propad čistých úrokových výnosů o 7,2 %****Návrat k normálu v případě nákladů rizik****Čistý zisk na úrovni 61 mil. eur****Nepříliš optimistický výhled**

## PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI

Erste Group je nejstarší rakouskou univerzální bankou založenou v roce 1819. V roce 1997 Erste Bank představila strategii zahraniční expanze v rámci retailového segmentu na trzích střední a východní Evropy (CEE). V současnosti je Erste Group jedním z největších poskytovatelů finančních služeb v rámci regionu střední a východní Evropy měřeno počtem zákazníků či celkovým objemem spravovaných aktiv. Klientská báze rakouské bankovní skupiny čítá 16 000 000 zákazníků. Více než 99 % klientů Erste jsou občané Evropské unie. Erste Group aktivně působí na sedmi trzích EU. Vedle domácího rakouského trhu představují pro Erste Group nejvýznamnější trhy Česká republika a Slovensko. Trhem s největším růstovým potenciálem pro Erste Group je Rumunsko. Silnou retailovou pozici má rakouská bankovní skupina rovněž na maďarském trhu. Mezi další země působnosti Erste patří Srbsko a Chorvatsko. Region CEE přispívá k celkovým ziskům Erste Group zhruba 80 %. Na čtyřech trzích CEE patří Erste Group dosahovaným tržním podílem mezi lídry trhu.

## OHLÉDNUTÍ ZA ROKEM 2013

Ekonomické prostředí na trzích střední a východní Evropy (CEE) provozním výsledkům Erste Bank v uplynulém roce nenahrávalo. Přetrvávající hospodářská agónie odrážející se v utlumené poptávce po úvěrech v kombinaci s nízkými úrokovými sazbami znamenaly v konečné řeči čísel meziroční propad provozních výnosů banky o 3,7 %.

Nejvýraznější byl meziroční propad v rámci čistých úrokových výnosů (-7,2%), které jsou s podílem 70 % na celkových provozních výnosech banky dominantním zdrojem výnosů Erste. Slabou náplastí byl meziroční nárůst čistých výnosů z poplatků a provizí o 5,2 %, když banka profitovala ze zlepšujících se podmínek na trhu s cennými papíry.

Pozitivní vliv na provozní výsledek hospodaření měly o 2,75 % meziročně nižší provozní náklady v souvislosti s nákladovou restrukturalizací napříč celou bankovní skupinou. Návrat k „normálu“ signalizoval meziroční dvouciferný pokles nákladů rizik (10,94 %).

Pokud provozní výsledky banky mnoho důvodů k radosti investorům nepřinesly, pohled na výkaz zisku a ztrát o pár řádků níže byl ještě méně radostný. Erste vykázala za celý rok 2013 čistý zisk na úrovni 61 mil. eur, což oproti předchozímu roku (483 mil. eur) představovalo výrazný propad o 88 %. Ten byl realizován při managementem avizované ztrátě za čtvrtý kvartál 2013 (-369 mil. eur) vlivem odpisu goodwillu v souvislosti rumunskou a chorvatskou dceřinou společností.

Zklamáním byl pro investory zejména nepříliš optimistický výhled pro letošní rok. Erste očekává v roce 2014 dosažení stabilního provozního zisku (+2%). Výše čistého objemu klientských úvěrů by rovněž měla zůstat na stabilní úrovni 120 mil. eur. Ve svém výhledu neočekává Erste růst tržních úrokových sazeb. Erste předpokládá, že v roce 2014 nedojde v rakouské daňové skupině k aktivaci odložených daní, což povede k výraznému zvýšení daňové sazby na přibližně 40 %.

**Tabulka 2 Česká spořitelna**

Česká spořitelna	2013
Čisté úrokové výnosy	986,3 mil. EUR
Celkové provozní výnosy	1 437,8 mil. EUR
Čistý zisk	493,6 mil. EUR
NPL (%)	4,60%
Čistá úroková marže	3,60%
ROE:	16,20%
ROA:	1,60%
Provozní náklady/provozní výnosy	42,00%

*Zdroj: Erste, Výroční zpráva společnosti*
**Tabulka 3 Slovenská spořitelna**

Slovenská spořitelna	2013
Čisté úrokové výnosy:	429,5 mil. EUR
Celkové provozní výnosy:	540,8 mil. EUR
Čistý zisk	173,8 mil. EUR
NPL (%)	5,50%
Čistá úroková marže	4,20%
ROE:	15,10%
ROA:	1,60%
Provozní náklady/provozní výnosy	42,80%

*Zdroj: Erste, Výroční zpráva společnosti*
**Tabulka 4 Banca Comercială Română**

Banca Comercială Română	2013
Čisté úrokové výnosy	574,4 mil. EUR
Celkové provozní výnosy	774,7 mil. EUR
Čistý zisk	127,9 mil. EUR
NPL (%)	29,20%
Provozní náklady/provozní výnosy	37,60%

*Zdroj: Erste, Výroční zpráva společnosti*
**Tabulka 5 Erste Bank Hungary**

Erste Bank Hungary Zrt.	2013
Čisté úrokové výnosy	256,5 mil. EUR
Celkové provozní výnosy	395,2 mil. EUR
Čistý zisk	(26 760) mil. EUR
NPL (%)	26,60%
Provozní náklady/provozní výnosy	39,60%

*Zdroj: Erste, Výroční zpráva společnosti*

## KVARTÁLNÍ VÝSLEDKY 1Q 2014

Se slabší provozní výkonností vstoupila Erste i do letošního roku. V důsledku trvale nízkého prostředí úrokových sazeb a zdrženlivé poptávky po úvěrech reportovala banka za první kvartál 2014 čisté úrokové výnosy na úrovni 1 123,9 mil. eur, což představuje meziroční pokles o 5,6%. Naopak čisté výnosy z poplatků a provizí vykázaly na meziroční bázi nárůst o cca 1 %. K meziročnímu zlepšení došlo rovněž u výnosů z obchodních operací a výnosů z finančních aktiv v reálné hodnotě na 50,4 mil. eur. Provozní výnosy Erste dosáhly při meziročním oslabení o cca 4 % 1 690,6 mil. eur.

Pozitivní trend klesajících provozních nákladů banky byl patrný i v prvním čtvrtletí 2014. Erste reportovala meziroční pokles všeobecných administrativních nákladů o 2,7 % na 963,3 mil. eur. Provozní zisk dosáhl úrovně 727,3 mil. eur. Přes důsledné řízení nákladů zůstává poměr provozních nákladů k výnosům ve srovnání s jinými bankami středoevropského regionu poměrně vysoký (57 %).

Příjemným překvapením pro trh byly reportované náklady rizika. Opravné položky k finančním aktivům nevykázaných v reálné hodnotě klesly o 2,2 % na 364,2 mil. eur, resp. 114 bazických bodů průměrného klientského portfolia. Nicméně management banky v rámci konferenčního hovoru uvedl, že nižší náklady rizika nelze brát jako měřítko pro celý rok. Poměr nebonitních úvěrů (NPL) k celkovému úvěrovému portfoliu banky zůstal při nezměněném objemu klientských úvěrů stabilní při 9,6 %. Ukazatel krytí nebonitních úvěrů mírně klesl na 62,6 %.

Ostatní provozní výsledek hospodaření dosáhl ztráty -119,8 mil. eur zejména vlivem zaúčtování maďarské bankovní daně za celý rok 2014. Celkem připadlo na bankovní odvody 99,8 mil. eur, z toho 30,4 mil. eur v Rakousku, 10,3 mil. eur na Slovensku a 59,1, mil. eur v Maďarsku. Čistý zisk přiřazený vlastníkům mateřské společnosti reportovala banka na úrovni 103,3 mil. eur. Negativní vliv na čistý zisk měla vysoká daňová sazba ve výši 41,6 %, když v rámci rakouské daňové skupiny nebyla aktivována odložená daňová pohledávka. Ukazatel kapitálové přiměřenosti tier 1 činil 11,1 %. Erste tak již nyní splňuje nová pravidla regulace Basel III.

Rakouská bankovní skupina potvrdila svůj výhled pro celý rok 2014 při stabilním provozním zisku a očekávaném poklesu nákladů rizik do 5 %.

## KOMPARATIVNÍ ANALÝZA BANK V REGIONU CEE

Akcie Erste Bank se obchodují za výrazně nižší násobek účetní hodnoty vlastního kapitálu ve srovnání s vybranou skupinou bank působících v regionu střední a východní Evropy. Z komparativní analýzy bank středoevropského regionu, kterou dokumentuje tabulka níže, je patrné, že banky v regionu CEE jsou nyní oceněny v průměru na úrovni 1,6 x P/B 2014 při průměrné 15 % rentabilitě vlastního kapitálu. Rovněž druhá z uvedených rakouských bank, která působí v regionu CEE, Raiffeisen se obchoduje při nižších násobcích účetní hodnoty vlastního kapitálu. Nižší očekávané násobky P/BV pro Erste i Raiffeisen Bank nejsou dle našeho pohledu výsledkem výrazného podhodnocení zmíněných akciových titulů. Domníváme se, že spíše adekvátně reflektují nižší profitabilitu rakouských bankovních skupin i jejich vyšší rizikový profil vzhledem k teritoriálnímu zastoupení jejich podnikatelské činnosti.

Tabulka 6 Srovnání bank v CEE

Tržní srovnání	P/BV 14e	P/E 14e	P/TB	ROE
OTP Bank	0,76	10,26	0,87	4,26
Komerční banka	1,79	14,0	1,93	13,09
Raiffeisen Bank	0,65	12,62	0,68	3,57
PKO BP	1,72	13,43	2,13	11,95
Bank Pekao	1,89	15,37	2,13	11,95
mBank	1,95	15,83	2,44	12,17
Bank Handlowy	2,13	17,51	2,65	13,24
BZ Zachodni	2,18	16,18	3,28	17,42
Alior bank	1,98	16,76	2,97	10,97
ERSTE BANK	0,88	18,59	1,08	0,41
Medián	<b>1,84</b>	<b>15,6</b>	<b>2,13</b>	<b>11,95</b>
Průměr	<b>1,59</b>	<b>15,05</b>	<b>2,12</b>	<b>10,96</b>

Zdroj: Bloomberg

Ze srovnání doplňkových fundamentálně důležitých charakteristik pro banky vychází Erste podprůměrně. Erste Bank dosahuje i přes provedenou nákladovou restrukturalizaci v minulém roce výrazně vyššího poměru provozních nákladů k výnosům. Podíl nebonitních úvěrů (NPL) na celkovém úvěrovém portfoliu banky patří v rámci srovnávací skupiny k těm vyšším. Čistá úroková marže banky se řadí ve srovnání s průměrnými hodnotami bank v regionu CEE k nižším. Vyšší úrokové marže polských bank odrážejí nadprůměrné tržní úrokové sazby na polském trhu a téměř výlučnou expozici polských bank na domácím trhu.

Tabulka 7 Srovnání středoevropských bank (2013)

Tržní srovnání	NPL (%)	Úvěry/depozita	Náklady/ Výnosy	Krytí NPL	Úroková marže
OTP Bank	19,70%	108%	48,50%	85%	6,42%
Komerční banka	4,20%	70,70%	41,30%	80,20%	2,60%
Raiffeisen Bank	10,60%	105,20%	56,10%	65,20%	3,35%
PKO BP	8,10%	106%	43,10%	52,50%	3,70%
Bank Pekao	7,10%	99,50%	47,90%	66,70%	3,30%
mBank	6,10%	111,50%	45%	54,70%	2,30%
Bank Handlowy	5,80%	73%	51%	81,90%	3%
BZ Zachodni	7,50%	87,70%	45,80%	56,10%	3,60%
Alior bank	8,10%	95,70%	51,50%	52,30%	4,50%
ERSTE BANK	<b>9,60%</b>	<b>100,30%</b>	<b>57,0%</b>	<b>62,60%</b>	<b>2,62%</b>
Medián	<b>8,1 %</b>	<b>99,50%</b>	<b>48 %</b>	<b>65 %</b>	<b>3,35%</b>
Průměr	<b>8,58%</b>	<b>95,26%</b>	<b>47,80%</b>	<b>66,07%</b>	<b>3,64%</b>

Zdroj: Výroční zprávy společnosti



## VÝHLED HOSPODAŘENÍ 2014 – 2018

**Přetrvávající prostředí nízkých tržních úrokových sazeb i utlumená poptávka po úvěrech zejména ze strany korporátního segmentu bude mít pro tento rok nadále dle našeho pohledu nepříznivý dopad na provozní výsledky Erste, potažmo její ziskovost. Ve světle signalizovaného oživení na trzích CEE očekáváme mírný návrat k růstu provozních výnosů banky v následujícím roce. Stěžejním generátorem předpokládaného růstu zisků rakouské bankovní skupiny tak budou v nejbližších dvou letech dle našeho názoru zejména klesající náklady rizika.**

V souladu s nevýrazným výhledem managementu banky neočekáváme pro letošní rok změnu v trendu klesajících provozních výnosů banky, který byl charakteristický pro poslední dva hospodářské roky. Čisté úrokové výnosy banky jsou nadále pod tlakem stagnujícího úvěrového trhu a nízké úrokové marže, což potvrdil pomalejší start Erste do nového roku. Čisté úrokové výnosy za první kvartál dosáhly meziročního propadu o 5,6 %. V tomto směru výraznější obrat k lepšímu pro zbytek roku neočekáváme a na celoroční bázi v základním scénáři naší prognózy odhadujeme propad čistých úrokových výnosů o cca 2 %.

Očekávané oživení na trzích CEE, které signalizují reportovaná kvartální makrodata, se do účetních výkazů Erste promítne se zpožděním. Mírné oživení na úvěrovém trhu predikujeme již ve druhé polovině tohoto roku (+1%/2014) zejména v oblasti hypoték. S resuscitací růstové dynamiky úvěrového trhu pak počítáme v rámci naší projekce úrokových výnosů pro následující roky (+3%/15, +4%/16). Pro celkové provozní výnosy banky v letech 2015 – 2018 očekáváme v rámci naší projekce jejich průměrnou roční míru růstu o 3 %.

V nákladové oblasti dokázala Erste v rámci restrukturalizace napříč celou bankovní skupinou uspořit na meziroční bázi cca 3 % provozních nákladů. Nicméně ukazatele provozní efektivnosti dávají ve srovnání s ostatními bankami středoevropského regionu tušit, že rezervy k dalšímu snižování provozních nákladů banka má. V letošním roce počítáme rovněž s pokračujícím poklesem provozních nákladů cca o 1,5 %, což bude na úrovni provozního zisku částečně kompenzovat pokles provozních výnosů. Pro další období 1. fáze finančního plánu očekáváme mírný meziroční růst OPEX na úrovni cca 2 %.

Generální ředitel skupiny Erste Treichl na květnové valné hromadě uvedl, že banka potřebuje dosahovat alespoň 1,1 mld. eur čistého zisku ročně, aby pokryla náklady vlastního kapitálu ve výši 10 %. V dlouhodobém horizontu je pak cílem Erste vytvářet svým akcionářům hodnotu alespoň 2 % nad požadovanou výnosnost. To představuje cíl společnosti pro rentabilitu vlastního kapitálu na úrovni 12 %. V letošním roce Erste dle naší projekce rentability vlastního kapitálu na úrovni 10 % nedosáhne. To ostatně připustil sám generální ředitel Erste. Uváděná tabulka níže rovněž dokumentuje, že zůstáváme skeptičtí vůči naplnění tohoto cíle i pro následující rok.

Tabulka 8 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Výkaz zisku a ztrát	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Čistý úrokový výnos	4 674	4 581	4 718	4 883	5 078	5 231
Rezervy a opravné položky	(1 774)	(1 803)	(1 442)	(1 154)	(923)	(831)
Čisté příjmy z poplatků a provizí	1 859	1 878	1 906	1 944	1 983	2 042
Čistý zisk z obchodních operací	217	260	300	300	300	300
Všeobecné administrativní náklady	(3 896)	(3 838)	(3 876)	(3 934)	(4 013)	(4 093)
Ostatní provozní výnosy	(1 009)	(350)	(350)	(350)	(250)	(250)
Výnosy z finančních aktiv	2	0	0	0	0	0
Zisk před zdaněním	374	728	1 255	1 689	2 175	2 399
Daň z příjmu	(179)	(291)	(377)	(422)	(566)	(624)
Čistý zisk za účetní období	196	437	879	1 267	1 610	1 775
Přiřazený nerozhodujícím podílům	135	101	185	266	338	373
Přiřazený vlastníkům mateřské společnosti	61	336	694	1 001	1 272	1 403

Zdroj: Fio banka

***Klíčem k ziskovosti budou náklady rizika***

Pro střednědobý (2–5 let) ziskový potenciál Erste bude při našem předpokladu přetrvávajícího prostředí nízkých úrokových sazeb klíčový vývoj nákladů rizik. Pro tvorbu opravných položek a rezerv vydal management pro rok 2014 skromný výhled při jejich poklesu do 5 % s ohledem na prověrku kvality aktiv (AQR).

***Riziko leží v maďarských hypotékách***

Je pravděpodobné, že na základě posledních událostí při vládním řešení cizoměnových úvěrů v Maďarsku dojde k dodatečnému zvýšení nákladů rizik ještě v tomto roce. V návaznosti na rozhodnutí maďarského nejvyššího soudu, který definoval podmínky, za jakých lze považovat chování bank při zvyšování úrokových sazeb u poskytnutých úvěrů za neoprávněné, chystá maďarská vláda sérii zákonů, které umožní přenést většinu nákladů plynoucích z oslabení forintu vůči zahraničním měnám z beder dlužníků na banky.

***Očekávaný návrat k normalizovaným hodnotám v případě nákladů rizik***

Potenciální ztráty plynoucí pro Erste z přijetí těchto zákonů je nyní obtížně kvantifikovat, když vše bude záviset na podobě schválené legislativy. Nicméně v našem základním scénáři počítáme v tuto chvíli s dodatečnou tvorbou opravných položek a rezerv o 150 mil. eur, kterou jsme zahrnuli do našeho oceňovacího modelu a o příslušnou částku jsme navýšili očekávanou tvorbu rezerv a opravných položek v letošním roce.

***Bankovní daně se stávají trvalou součástí daňových systémů***

Přes možné navýšení nákladů rizik v tomto roce očekáváme, že jejich návrat k normalizovaným hodnotám (90 - 100 bp) v následujících letech bude jedním z klíčových prvků revitalizace ziskovosti Erste. S oživením trhu CEE předpokládáme nižší tvorbu opravných položek a rezerv k poskytnutým úvěrům pro zbylé roky 1. fáze finančního plánu. Výrazné zlepšení kvality úvěrového portfolia si do budoucna slibujeme zejména od problémového Rumunska (vysoký podíl nebonitních úvěrů), přestože první kvartál letošního roku prozatím naše předpoklady nenaplnuje.

Dalším výrazným prvkem ovlivňujícím ziskový potenciál Erste jsou sektorové bankovní daně v Rakousku, na Slovensku a v Maďarsku. Původně dočasná opatření zaváděná s cílem posílit státní pokladnu se stávají trvalým prvkem daňových systémů uvedených zemí a my nepředpokládáme při naší prognóze jejich zrušení v nejbližších letech. Pro tento rok očekáváme na základě informací od managementu, že Erste odvede na bankovních daní částku v souhrnné výši 270 mil. eur.

Na Slovensku mělo dojít ke zrušení bankovní daně z vkladu po vybrání 1 mld. eur. V roce 2012 však došlo naopak k jejímu zvýšení a z našeho pohledu nenasvědčuje nic tomu, že by měla být bankovní daň v nejbližších letech zrušena. Se zachováním bankovní daně minimálně pro dalších 5 let je rovněž nutné počítat v Rakousku. Také tam tamější koaliční vláda uvažuje v rámci navrhovaných opatření o zvýšení progresivní daně z celkových aktiv banky. Maďarsko pak představuje zemi s nejvyšším zdaněním finančního sektoru v Evropě. Vedle daně z finančních transakcí jsou tamější banky zatíženy rovněž progresivní daní z vkladu. Z trojlístku uvedených zemí je v případě Maďarska při současné vládní konstelaci nejméně pravděpodobné, že se bankovní daně vzdá.

**Tabulka 9 Stanovení nákladů vlastního kapitálu**

Diskontní míra	BM	RP	Váha
Česká republika	1,47%	6,05%	0,28
Rakousko	1,63%	5%	0,43
Slovensko	2,03%	6,26%	0,12
Rumunsko	2,86%	8,30%	0,16
Beta (Bloomberg)	1,45		
Diskontní míra	10,52%		

*Zdroj: Bloomberg, Damodaran*

**Konzervativní ocenění společnosti při 2% dlouhodobé růstové míře**

## OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

Na základě analýzy finančního zdraví společnosti a analýzy odvětví předpokládáme nekonečné trvání podniku (going concern). Hlavní hodnotu oceňované společnosti spatřujeme v jejím budoucím výnosovém potenciálu. Pro určení vnitřní hodnoty akcií společnosti Erste Bank jsme použili výnosový model dividendového potenciálu, který je zkonstruovaný zvláště pro ocenění finančních institucí.

Diskontní míru jsme stanovili na úrovni nákladů vlastního kapitálu, které dle našeho názoru nejlépe vyjadřují riziko spojené s předmětem ocenění. Náklady na vlastní kapitál jsme odhadli na základě modelu CAPM, který vychází z výnosů bezrizikové investice, prémie za tržní riziko, koeficientu beta dané společnosti a dalších případných rizikových přírážek. Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili vážený průměr výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí působnosti Erste Group. Nezadlužený koeficient beta jsme převzali z databáze Bloomberg. Prémii za tržní riziko odvozujeme jako vážený průměr rizikových přírážek jednotlivých zemí dle modelu prof. Damodarana. Rizikové přírážky jsou váženy dle podílu jednotlivých zemí na celkových úrokových výnosech celé bankovní skupiny. Stanovení nákladů vlastního kapitálu dokumentuje tabulka č. 9.

**Tabulka 10 Ocenění společnosti**

Položky (v mil. EUR)	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	PH
Provozní výnosy	6 750	6 718	6 924	7 127	7 361	7 573	
Provozní náklady	-3 896	-3 838	-3 876	-3 934	-4 013	-4 093	
Tvorba rezerv a opravných položek	-1 980	-1 803	-1 442	-1 154	-923	-831	
Daň z příjmu	-179	-291	-377	-422	-566	-624	
Čistý peněžní příjem	696	787	1 229	1 617	1 860	2 025	
Kapitálové požadavky	-300	-320	-320	-330	-340	-350	
Investice k zajištění požadovaného růstu zisků	-500	-350	-350	-400	-400	-450	
Bankovní daně	-300	-270	-250	-250	-250	-150	
Disponibilní peněžní příjem pro akcionáře (DPP)	-405	-153	309	637	870	1 075	
Pokračující hodnota společnosti							12904
Diskontovaný disponibilní peněžní příjem		-153	279	521	644	721	8 649
Suma diskontovaného DPP	10 661						
DPP na akcii (EUR)	24,8						
Cílová cena - roční investiční horizont (Kč)	682						

*Zdroj: Fio banka*

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru na úrovni 2 % a to na základě předpokládaného udržitelného tempa růstu provozních výnosů společnosti, které vychází z předpokládané výše tempa růstu relevantních trhů v dlouhodobém horizontu.



**Cílová cena akcie na úrovni 682 Kč**

Na základě našeho modelu a výše uvedených předpokladů odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Erste Group metodou dividendového potenciálu ve výši 682 Kč. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu 12 měsíců. Investiční doporučení ponecháváme vzhledem k současné obchodované ceně akcií na stupni „držet“. Domníváme se tak, že akcie oceňované společnosti jsou v současnosti správně oceněny a současná tržní cena dobře reflektuje růstové příležitosti společnosti.

**Tabulka 11 Rekapitulace ocenění akcie Erste**

Položka	2013
Diskontní míra	10,52 %
Současná hodnota DPP 2014 - 2018	2 012 mil. eur
Současná hodnota pokračující hodnoty	8 649 mil. eur
Ocenění společnosti	10 661 mil. eur
Kurz CZK/EUR k 27. 6. 2014	27,5
Počet emitovaných akcií	429 800 000
Vnitřní hodnota na akcii	24,8 eur

Zdroj: Fio Banka

Níže uvedená tabulka demonstruje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie Erste na vybrané vstupní parametry oceňovacího modelu. V našem případě se jedná o diskontní míru v rámci první fáze finančního plánu a dlouhodobou růstovou míru.

**Tabulka 12 Citlivostní analýza modelu**

g	Diskontní míra				
	9,50%	10,00%	10,50%	11,00%	11,50%
1,00%	641	630	619	609	599
1,50%	650	639	649	625	607
2,00%	707	695	<b>682</b>	671	660
2,50%	746	733	720	708	696
3,00%	790	776	763	749	737

Zdroj: Fio Banka

## SWOT ANALÝZA

### Silné stránky

Následující analýza rekapituluje z našeho pohledu nejvýznamnější příležitosti a hrozby spojené s oceňovanou společností. Shrnuje rovněž silné a slabé stránky oceňované společnosti.

- Silné postavení banky v retailovém segmentu v regionu CEE
- Stabilní akcionářská struktura

### Slabé stránky

- Vyšší podíl nebonitních úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu
- Vyšší poměr provozních nákladů k provozním výnosům

### Příležitosti

- Růstový potenciál rumunského trhu
- Oživení středoevropských ekonomik
- Případná expanze na polský trh
- Nízká penetrace úvěrů v zemích CEE

### Hrozby

- Přetrvávající hospodářská agónie na trzích CEE
- Další odpis goodwillu v souvislosti s BCR
- Dodatečná tvorba rezerv a opravných položek v Maďarsku
- Zvýšení bankovních daní v Rakousku
- Negativní překvapení v rámci AQR či zátěžových testů

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosů a celkové ziskovosti společnosti může být naše kalkulovaná vnitřní hodnota společnosti nadhodnocená.

Ing. Michal Křikava  
Fio banka, a.s.  
Analytik  
michal.krikava@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných. Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

**Koupit** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

**Akumulovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

**Redukovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej – short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 9.7.2014 má Fio banka, a.s. 7 platných investičních doporučení. Z celkové počtu je 5 doporučení držet a 2 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)