



Fio banka, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Erste Group Bank AG

Nové doporučení: koupit
Cílová cena: 40,2 EUR 980 Kč



13.1.2011

Fundamentální ocenění Erste Group Bank AG

Nové doporučení - koupit

Původní doporučení – koupit

Nová cílová cena – 40,2 EUR 980,- Kč

Původní cílová cena – 41 EUR 1026,- Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

Graben 21

1010 Vienna

Austria

<http://www.erstegroup.com/>

Ticker: BAAERSTE (BCPP)

Odvětví: univerzální bankovníctví

Počet vydaných akcií – 378 176 721

Tržní kapitalizace - 12850,44 mil. EUR

Uzavírací cena k 12.1.2011 – 849,6 Kč

Roční maximum – 14.4.2010

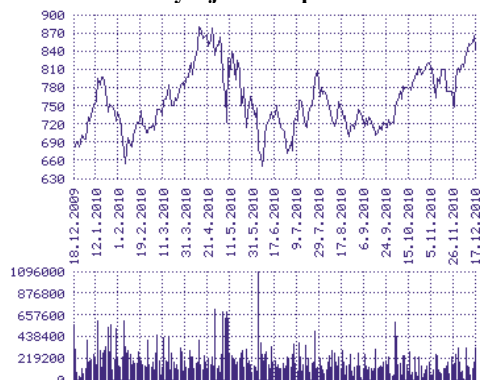
879,9 Kč

Roční minimum - 8.6.2010

652,- Kč

Podíl v PX: 25,26 %

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: BCPP

Přistupujeme ke změně cílové ceny společnosti Erste Group, neboť jsme v předešlém ocenění počítali s maďarskou bankovní daň do roku 2012, přičemž dle posledních zpráv hodlá maďarská vláda tuto daň ponechat do roku 2013. Naše ocenění společnosti Erste Bank nám v důsledku této změny poklesne o necelé 1 EUR na cílovou cenu 40,2 EUR z původních 41 EUR. Naše doporučení zůstává na stupni koupit. Pro rok 2011 očekává management oceňované společnosti, že by náklady na maďarskou bankovní daň mohly dosáhnout 36 mil. EUR. Očekáváme, že maďarská bankovní daň bude pro Erste Group znamenat dodatečný náklad ve roce 2013 ve výši 38,16 mil. EUR.

Výše popsaná změna je patrná ve výkazu zisků a ztrát pro celou skupinu Erste Group viz tabulky č. 1 a č. 2.

Předešlé celé ocenění Erste Group je ke stažení na webových stránkách Fio: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/analyzy/87611-nova-fundamentalni-analyza-erste-group-s-cilovou-cenou-1026-a-doporucenim-koupit>

Tabulka č. 1: Původní zkrácený výkaz zisků a ztrát pro celou skupinu Erste Group

in EUR million	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Čistý úrokový výnos	4 913,1	5 220,9	5 473,9	5 802,3	6 150,5	6 519,5
Čistý úrokový výnos Y/Y	0,25	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	(1 071,4)	(2 056,6)	(2 057,9)	(1 680,3)	(1 558,5)	(1 416,0)
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika Y/Y	1,36	0,92	0,00	-0,2	-0,25	-0,4
Čisté poplatky a provize	1 971,1	1 772,8	1 909,7	2 043,3	2 186,4	2 339,4
Čisté poplatky a provize Y/Y	0,06	-0,10	0,08	0,07	0,07	0,07
Čistý zisk z finančních operací	114,7	585,1	539,9	553,4	567,2	584,2
Čistý zisk z finančních operací Y/Y	0,06	4,10	-0,08	0,025	0,025	0,03
Provozní náklady	(4 001,9)	(3 807,4)	(3 864,8)	(4 096,6)	(4 342,4)	(4 603,0)
Provozní náklady Y/Y	0,10	-0,05	0,02	0,06	0,06	0,06
Ostatní provozní náklady	(778,8)	(355,8)	(141,0)	(262,9)	(184,8)	(166,3)
Ostatní provozní náklady Y/Y	3,60	-0,54	-0,60	-0,05	0,03	0,03
Zisk před daní z příjmu z pokračujících činností	576,2	1 261,3	1 638,2	2 218,5	2 846,5	3 287,4
Daň z příjmu	(177,3)	(284,7)	(376,8)	(510,3)	(654,7)	(756,1)
Zisk po daní z příjmu z pokračujících činností	398,9	976,6	1 261,4	1 708,2	2 191,8	2 531,3
Zisk po daní z příjmu z nepokračujících činností	639,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý zisk	1 038,6	976,6	1 261,4	1 708,2	2 191,8	2 531,3
Menšinový zisk	179,0	73,2	224,9	304,6	390,8	451,4
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	859,6	903,4	1 036,5	1 403,6	1 800,9	2 079,9
Dividenda na akcii	0,65	0,65	0,65	0,75	0,84	0,95

Zdroj: Erste Group Bank AG, Fio banka, a.s.

Tabulka č. 2: Nový zkrácený výkaz zisků a ztrát pro celou skupinu Erste Group

in EUR million	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Čistý úrokový výnos	4 913,1	5 220,9	5 473,9	5 802,3	6 150,5	6 519,5
Čistý úrokový výnos Y/Y	0,25	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	(1 071,4)	(2 056,6)	(2 057,9)	(1 680,3)	(1 558,5)	(1 416,0)
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika Y/Y	1,36	0,92	0,00	-0,2	-0,25	-0,4
Čisté poplatky a provize	1 971,1	1 772,8	1 909,7	2 043,3	2 186,4	2 339,4
Čisté poplatky a provize Y/Y	0,06	-0,10	0,08	0,07	0,07	0,07
Čistý zisk z finančních operací	114,7	585,1	539,9	553,4	567,2	584,2
Čistý zisk z finančních operací Y/Y	0,06	4,10	-0,08	0,025	0,025	0,03
Provozní náklady	(4 001,9)	(3 807,4)	(3 864,8)	(4 096,6)	(4 342,4)	(4 603,0)
Provozní náklady Y/Y	0,10	-0,05	0,02	0,06	0,06	0,06
Ostatní provozní náklady	(778,8)	(355,8)	(141,0)	(262,9)	(184,8)	(204,5)
Ostatní provozní náklady Y/Y	3,60	-0,54	-0,60	-0,05	0,03	0,03
Zisk před daní z příjmu z pokračujících činností	576,2	1 261,3	1 638,2	2 218,5	2 846,5	3 249,2
Daň z příjmu	(177,3)	(284,7)	(376,8)	(510,3)	(654,7)	(747,3)
Zisk po daní z příjmu z pokračujících činností	398,9	976,6	1 261,4	1 708,2	2 191,8	2 501,9
Zisk po daní z příjmu z nepokračujících činností	639,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý zisk	1 038,6	976,6	1 261,4	1 708,2	2 191,8	2 501,9
Menšinový zisk	179,0	73,2	224,9	304,6	390,8	446,1
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	859,6	903,4	1 036,5	1 403,6	1 800,9	2 055,8
Dividenda na akcii	0,65	0,65	0,65	0,75	0,84	0,95

Zdroj: Erste Group Bank AG, Fio banka, a.s.

Tabulka č. 3: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Výnos desetiletých státních dluhopisů (Rakouska, Česka, Maďarska, Rumunská)*	4,340
Beta**	1,323
Tržní úroková míra Rakouska, Česka, Maďarska, Rumunská***	11,549
Diskontní sazba	13,875

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosů desetiletých státních dluhopisů

**Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou

***Tržní úroková míra představuje výnosnost indexů

Zdroj: Fio banka, a.s.

Diskontní míra byla stanovena na hodnotu 13,88 %

Stanovení vnitřní hodnoty (cílové ceny) akcie společnosti Erste Group

Ocenění společnosti Erste Group provedeme výnosovou metodou, který je speciálně navržen pro potřeby oceňování bankovních institucí. Výsledná vnitřní hodnota akcií společnosti Erste Group bude určena s časovým horizontem 12 měsíců.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.3. Bezriziková úroková sazba byla vypočtena z výnosů desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí, ve kterých Erste Group podniká. Beta je počítána regresní metodou z desetiletých časových řad s měsíční frekvencí a tržní úroková míra představuje výnosnost akciových indexů ve vybraných zemích.

Vnitřní hodnota akcie společnosti Erste Group je stanovena pomocí výnosového modelu s časovým horizontem 12 měsíců na 40,2 EUR, což představuje 980,- Kč.

Tabulka č. 4: Výpočet cílové ceny Erste Group pomocí výnosového modelu

v mil. EUR	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Provozní výnosy	7 125	7 561	7 995	8 747	9 268	9 862	10 465	10 829
Všeobecné správní náklady včetně nákladů na zaměstnance	-3 807	-3 865	-4 097	-4 342	-4 603	-4 879	-5 172	-5 353
Ztráty ze znehodnocení	-2 057	-2 058	-1 680	-1 559	-1 416	-1 501	-1 591	-1 647
Daň z příjmu	-285	-377	-510	-655	-747	-801	-852	-881
Čistý peněžní příjem	977	1 261	1 708	2 192	2 502	2 681	2 851	2 948
Kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti	-313	-328	-348	-369	-391	-414	-439	-455
Předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku	-345	-362	-384	-407	-431	-457	-485	-502
Disponibilní peněžní příjem pro akcionáře	319	571	977	1 416	1 680	1 810	1 927	1 992
Pokračující hodnota společnosti								19 204
Diskontovaný disponibilní peněžní příjem pro akcionáře			858	1 092	1 138	1 076	1 006	10 028
Součet Diskontovaného FCFE			15 198					
Diskontované FCFE na akcii			40,2					
Diskontované FCFE na akcii v CZK			980					

Zdroj: Hrdý, M.: *Oceňování finančních institucí*. 1. vydání, Praha, Grada Publishing, 2005.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Pokud srovnáme aktuální cenu akcie společnosti Erste Group ze dne 13.1.2011 ve výši 34,8 EUR s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 40,2 EUR, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem ve výši 15 %. Akcie společnosti Erste Group jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu očekáváme jejich budoucí růst. Doporučujeme akcie společnosti Erste Group koupit.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci
- Silné zázemí v retailovém segmentu v regionu Střední a východní Evropy

SLABÉ STRÁNKY

- Zaměření se na spotřebitelský segment, který je více rizikový
- Vysoká zapákovanosť společnosti

PŘÍLEŽITOSTI

- Růst úvěrů v zemích Střední a východní Evropy
- Možné další akvizice ve východní Evropě

HROZBY

- Možný státní bankrot či restrukturalizace dluhopisů, které jsou v portfoliu skupiny Erste Group
- Druhý hospodářský pokles některé ze zemí Střední a východní Evropy, který by vedl k nárůstu špatných úvěrů
- Zintenzivnění konkurenčních tlaků, což by mohlo vést k propadu úrokových výnosů a poplatků a provizí

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

Ing. Robin Koklar, MBA
Finanční analytik
www.fio.cz
robin.koklar@fio.cz

Dozor nad Fio banka, 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 u 13 emisí zařazených v segmentu SPAD. Fio není tvůrcem trhu emise akcií Kit Digital, Inc.

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 jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako netřípné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese 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. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluledoucím 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.

K dnešnímu datu 13.1.2011 Fio banka, a.s. má platných 14 investičních doporučení. Z toho je 9 doporučení k nákupu, 2 doporučení akumulovat, 3 doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.