

Nové doporučení: koupit

Cílová cena: 26 EUR 667 Kč



18.11.2011

Nové ocenění Erste Group Bank AG

Nové doporučení - koupit

Původní doporučení – koupit

Nová cílová cena – 26 EUR 667 Kč

Původní cílová cena – 40,2 EUR 980,- 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 16.11.2011 – 348,5 Kč

Roční maximum – 16.2.2011

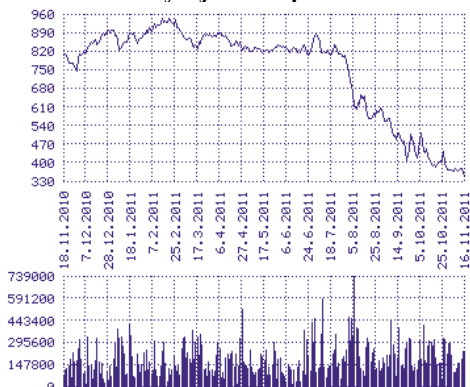
946 Kč

Roční minimum - 18.11.2011

340,8 Kč

Podíl v PX: 13,5 %

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: BCPP

Přistupujeme ke změně cílové ceny společnosti Erste Group, neboť společnost zveřejnila před svými hospodářskými výsledky za 3Q 2011 odpisy vztahující se k CDS portfoliu, goodwillu a nucené měnové konverzi v Maďarsku se kterými jsme v předešlém ocenění nepočítali. Konkrétně management společnosti Erste Group oznámil profit warning vztahující se jednak k odpisům goodwillu v Maďarsku a jednorázovým nákladům z FOREXU a jednorázovým rezervám a dále odpisu goodwillu v Rumunsku, odpisům CDS a úpravě efektivní úrokové sazby. Erste Group snížila expozici vůči dluhopisům zemí PIIGS z 1,9 mld. EUR na 0,6 mld. EUR. Celkový dopad do výkazu zisků a ztrát pro 3Q 2011 byl ve výši 1,579 mld. EUR. Ve srovnání s posledním oceněním snížila Erste Group dluhovou expozici vůči zemím PIIGS (Portugalsko, Irsko, Itálie, Řecko, Španělsko) z 5,1 mld. EUR na konci roku 2010 na 4,37 mld. EUR (včetně rakouských spořitelén). Erste Group z velké části prodala státní dluhopisy PIIGS ve 3Q 2011 a ponechala si jen malou část zmíněných dluhopisů ve výši 648 mld. EUR, přičemž z toho největší objem připadá na italské státní dluhopisy 542 mld. EUR. Vlastní kapitál Erste Group se ve 3Q 2011 oproti konci roku 2010 snížil na 15,4 mld. EUR, přičemž poměr jádrového kapitálu (Core tier 1) se propadnul na 8,8 % kvůli zmíněným odpisům. European Banking Authority (EBA) zveřejnila, že banky musí splnit 9 % hranici pro poměr jádrového kapitálu (Core tier 1) do konce června 2012, navíc Erste Group nemůže počítat s participačním kapitálem ve výši 540 mil. EUR. Lze předpokládat, že část finančních prostředků pro navýšení kapitálu získá banka zadržením zisku v příštím roce a z části bude muset zřejmě navýšit kapitál z externích zdrojů. Management společnosti má za cíl snížit objem vypsaného CDS portfolia do konce roku 2011, což lze na jedné straně vidět pozitivně, neboť se tím sníží riziková expozice, na druhou stranu lze předpokládat, že s prodejem vypsaných CDS budou pravděpodobně spojeny další odpisy.

Kromě výše uvedeného přistupujeme ke snížení cílové ceny Erste Group kvůli mírnému poklesu budoucího hospodářského oživení, které souvisí i se zhoršením výhledu managementu Erste Group pro maďarskou pobočku a negativní komentáře k rumunské pobočce BCR. Dále jsme v našem novém ocenění zvýšili předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku a kapitálové požadavky, na druhé straně jsme snížili diskontní sazbu. V neposlední řadě jsme zdokonalili způsob oceňování, neboť nově předikujeme retailový segment dle jednotlivých zemí.

Dle managementu společnosti Erste Group bude poptávka po úvěrech ve 4Q 2011 a v roce 2012 nižší než původně očekávali, což bude zřejmě způsobeno mírným útlumem hospodářského oživení v EU viz tabulka č. 1. Pro společnost Erste Group je Rakousko nejdůležitější trh z pohledu čistých úrokových výnosů, ovšem z pohledu provozního či čistého zisku je nejdůležitější český trh.

Tabulka č. 1: Odhad zkráceného výkazu zisků a ztrát pro rakouskou Erste Group zahrnující rakouské spořitelny a Erste Bank Oesterreich

Rakousko								
in EUR million	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Čistý úrokový výnos	1586	1656	1672	1706	1749	1801	1855	1911
Čistý úrokový výnos Y/Y	-0,01	0,04	0,01	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	(451,6)	(365,2)	(383,5)	(395,0)	(402,9)	(410,9)	(419,1)	(427,5)
Čisté poplatky a provize	767	778	770	781	793	805	817	829
Čistý zisk z finančních operací	39	29	30	31	32	33	34	35
Provozní náklady	(1 537,7)	(1 542,4)	(1 557,8)	(1 588,9)	(1 636,6)	(1 685,7)	(1 736,3)	(1 788,4)
Ostatní provozní náklady	(50,1)	(30,6)	(20,6)	(20,6)	(20,6)	(20,6)	(20,6)	(20,6)
Zisk před daní z příjmu z pokračujících činností	352	524	510	514	513	521	530	538
Čistý zisk	271	417	408	411	411	417	424	431
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	162	209	153	156	156	162	169	176

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

Česká spořitelna je z hlediska provozního i čistého zisku pro Erste Group nejdůležitějším trhem . V případě České spořitelny očekáváme od roku 2012 zpomalení růstu čistých úrokových výnosů z důvodu vyšší srovnávací základny z roku 2011, která po stabilizaci z roku 2010 dle naší prognózy vzroste o téměř 12 %.

Tabulka č. 2: : Odhad zkráceného výkazu zisků a ztrát pro retailový a SME segment České spořitelny

Česká republika								
in EUR million	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Čistý úrokový výnos	1 087,2	1 216,8	1 265,5	1 303,5	1 342,6	1 382,9	1 424,3	1 467,1
Čistý úrokový výnos Y/Y	0,004	0,119	0,040	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	(365,8)	(237,0)	(232,2)	(239,2)	(234,4)	(227,4)	(220,6)	(214,0)
Čisté poplatky a provize	476,8	501,8	496,8	504,2	511,8	519,5	527,3	535,2
Čistý zisk z finančních operací	62,5	(14,2)	(14,9)	(15,4)	(15,8)	(16,3)	(16,8)	(17,3)
Provozní náklady	(709,8)	(725,0)	(732,2)	(746,9)	(769,3)	(792,4)	(816,1)	(840,6)
Ostatní provozní náklady	(83,3)	(129,3)	(106,6)	(106,6)	(50,0)	(50,0)	(50,0)	(50,0)
Zisk před daní z příjmu z pokračujících činností	467,4	613,2	676,3	699,6	784,8	816,3	848,1	880,4
Čistý zisk	384,7	510,7	541,0	559,7	627,9	653,0	678,5	704,3
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	378,9	509,8	536,0	554,7	622,9	648,0	673,5	699,3

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

V České republice odhadujeme růst úvěrového portfolia i růst depozit a to jak ve 4Q 2011, tak i v roce 2012 a dále.

I v případě Slovenska předpokládáme růst úvěrového portfolia i růst depozit a to jak ve 4Q 2011, tak i v roce 2012 a dále, což je patrné z tabulky č. 3. V případě České republiky i Slovenska nepředpokládáme žádné větší negativní překvapení způsobené většími odpisy ať už z cenných papírů či úvěrového portfolia.

Tabulka č. 3: : Odhad zkráceného výkazu zisků a ztrát pro retailový a SME segment Slovenské sporitel'ni

Slovensko								
in EUR million	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Čistý úrokový výnos	426,8	449,8	463,3	486,4	510,8	536,3	563,1	580,0
Čistý úrokový výnos Y/Y	0,106	0,054	0,030	0,050	0,050	0,050	0,050	0,030
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	(123,2)	(72,5)	(76,2)	(80,0)	(84,0)	(88,2)	(92,6)	(95,3)
Čisté poplatky a provize	106,6	110,6	107,2	110,5	116,0	121,8	127,9	131,7
Čistý zisk z finančních operací	4,0	(3,8)	(4,0)	(4,1)	(4,2)	(4,4)	(4,5)	(4,6)
Provozní náklady	(222,2)	(225,2)	(229,7)	(234,3)	(241,3)	(248,5)	(256,0)	(263,7)
Ostatní provozní náklady	(20,5)	(36,7)	(36,7)	(36,7)	(36,7)	(36,7)	(36,7)	(36,7)
Zisk před daní z příjmu z pokračujících činností	171,6	222,1	224,0	241,8	260,5	280,3	301,2	311,3
Čistý zisk	136,7	181,2	179,2	193,5	208,4	224,2	241,0	249,1
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	136,5	181,1	178,8	193,1	208,0	223,8	240,6	248,7

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

Retailový segment Erste Group zahrnuje hospodaření pro retailový a SME segment zemí, kde společnost operuje, konkrétně se jedná o Rakousko, Českou republiku, Rumunsko, Slovensko, Maďarsko, Chotvatsko, Serbsko a Ukrajina.

Tabulka č. 4: : Odhad zkráceného výkazu zisků a ztrát pro celý retailový segment

RETAIL segment								
in EUR million	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Čistý úrokový výnos	4 593,8	4 740,6	4 870,6	5 030,4	5 217,1	5 417,5	5 626,1	5 794,9
Čistý úrokový výnos Y/Y	0,014	0,032	0,027	0,033	0,037	0,038	0,039	0,030
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	(1 844,6)	(2 090,4)	(1 892,7)	(1 880,5)	(1 636,7)	(1 644,0)	(1 653,3)	(1 654,6)
Čisté poplatky a provize	1 672,0	1 714,3	1 689,0	1 720,8	1 761,9	1 804,3	1 848,2	1 883,4
Čistý zisk z finančních operací	175,9	87,6	92,0	94,7	97,6	100,5	103,5	106,6
Provozní náklady	(3 264,8)	(3 308,6)	(3 345,7)	(3 413,5)	(3 515,9)	(3 621,4)	(3 730,0)	(3 841,9)
Ostatní provozní náklady	(278,1)	(337,2)	(271,0)	(249,0)	(162,3)	(112,3)	(112,3)	(112,3)
Zisk před daní z příjmu z pokračujících činností	1 054,2	806,6	1 142,2	1 303,1	1 761,6	1 944,6	2 082,2	2 176,1
Čistý zisk	816,8	550,7	913,8	1 042,5	1 409,3	1 555,7	1 665,7	1 740,9
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	663,7	329,9	624,8	775,5	1 142,3	1 288,7	1 398,7	1 473,9

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

Z tabulky č. 4 lze vysledovat, že předpokládáme růst čistých úrokových výnosů, neboť úvěrová aktivita se až na jednotlivé výjimky nezastavila, přičemž očekáváme mírné zpomalení v roce 2012 z důvodu mírného zpomalení hospodářského růstu zemí, kde oceňovaná společnost operuje. Naše ocenění předpokládá s postupným propadem tvorby rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů v retailovém segmentu, přičemž výjimku tvoří Rumunsko, kde v roce 2012 může dojít k dalšímu nárůstu nesplacených úvěrů.

V tabulce č. 5 jsou zobrazeny odhadované hospodářské výsledky za celou skupinu Erste Group, které zahrnují všechny segmenty. Kromě již popsaného retailového segmentu zahrnují výsledky za celou skupinu korporátní segment s investičním bankovníctvím (Group Corporate) a segment Treasury (Group markets), který zahrnuje řízení rizik, credit management, cash management, platební styk a segment korporátního centra (Corporate center), který zaštiťuje společnosti, které nejsou zařazeny v ostatních segmentech. Hospodářské výsledky za celou skupinu budou v roce 2011 negativně ovlivněny výše popsanými jednorázovými odpisy, přičemž management oceňované společnosti zveřejnil, že očekává ztrátu v letošním roce ve výši 700 – 800 mil. EUR. V roce 2012 lze odhadovat ztrátu v hospodaření v Maďarsku, Rumunsku a na Ukrajině.

Tabulka č. 5: : Odhad zkráceného výkazu zisků a ztrát pro celou skupinu

Výkaz zisků a ztrát pro celou skupinu								
in EUR million	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Čistý úrokový výnos	5 411,7	5 559,3	5 791,8	6 295,9	6 672,4	6 989,2	7 323,5	7 543,2
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	(2 021,0)	(2 324,8)	(2 080,2)	(2 073,6)	(1 839,5)	(1 856,9)	(1 876,8)	(1 884,9)
Čisté poplatky a provize	1 923,0	1 878,3	1 869,5	1 910,3	1 960,9	2 013,2	2 067,5	2 109,4
Čistý zisk z finančních operací	415,0	54,2	56,9	58,6	60,3	62,1	64,0	65,9
Provozní výnosy	7 749,7	7 491,8	7 718,2	8 264,8	8 693,6	9 064,5	9 455,1	9 718,6
Provozní náklady	(3 816,8)	(3 867,1)	(3 915,4)	(4 000,3)	(4 120,3)	(4 243,9)	(4 371,2)	(4 502,4)
Provozní zisk	3 932,9	3 624,7	3 802,8	4 264,5	4 573,3	4 820,6	5 083,9	5 216,2
Zisk před daní z příjmu z pokračujících činností	1 470,2	(374,5)	1 306,9	1 798,3	2 427,8	2 707,7	2 951,0	3 075,3
Čistý zisk	1 152,8	(561,9)	1 045,5	1 416,8	1 900,8	2 116,6	2 302,0	2 402,0
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	981,8	(789,0)	749,9	1 142,9	1 626,5	1 841,9	2 026,9	2 126,5

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

Tabulka č. 5 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Výnos desetiletých státních dluhopisů (Rakouska Česka)*	3,524
Beta**	1,56
Tržní úroková míra Rakouska, Česka***	7,87
Diskontní sazba	10,29

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosů desetiletých státních dluhopisů

**Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou

***Tržní úroková míra představuje v případě rakouského trhu výnosnost akciového indexu a pro předpověď rizika trhu PX byl použit model dynamicko stochastické simulace dle Broydena, který zahrnuje 3 rovnice, které jsou tvořeny endogenními a exogenními proměnnými, přičemž pro exogenní proměnné jsou použity odhady analytiků z agentury Bloomberg
Zdroj: Fio banka, a.s.

Diskontní míra byla stanovena na hodnotu 10,29 %

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.5 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.

Vnitřní hodnota akcie společnosti Erste Group je stanovena pomocí výnosového modelu s časovým horizontem 12 měsíců na 26EUR, což představuje 667 Kč.

Tabulka č. 6 Výpočet cílové ceny Erste Group pomocí výnosového modelu

Hodnota banky výnosovou metodou v mil. EUR	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Provozní výnosy	7750	7492	7718	8265	8694	9065	9455	9719
Všeobecné správní náklady včetně nákladů na zaměstnance	-3817	-3867	-3915	-4000	-4120	-4244	-4371	-4502
Ztráty ze znehodnocení	-2021	-4000	-2496	-2466	-2146	-2113	-2133	-2141
Daň z příjmu	-317	-187	-261	-360	-486	-542	-590	-615
Čistý peněžní příjem	1594	-562	1046	1439	1942	2166	2361	2460
Kapitálové požadavky	9587	10018	10321	11052	11625	12121	12643	12996
Kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti	324	-431	-303	-731	-573	-496	-522	-556
Předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku	-362	-372	-484	-575	-662	-715	-772	-795
Disponibilní peněžní příjem pro akcionáře	1556	-1365	259	132	707	955	1067	1109
Pokračující hodnota společnosti								16340
Diskontovaný disponibilní peněžní příjem pro akcionáře		-1237	213	99	478	586	593	9079
Součet Diskontovaného FCFE		9810						
Diskontované FCFE na akcii		26						
Diskontované FCFE na akcii v CZK		667						

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

Zdroj: Fio banka, a.s.

Akcie společnosti Erste Group se ve srovnání s naší vypočtenou vnitřní hodnotou společnosti obchodují s diskontem výrazně větším než 15 %, proto 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
- Nízká angažovanost ve státních dluhopisech zemí PIIGS

SLABÉ STRÁNKY

- Zaměření se na spotřebitelský segment, který je více rizikový
- Vysoká zapákovanosť společnosti
- Rizikové expozice vypsanych CDS byly sice zčásti za nevýhodných podmínek vyprodány, ovšem společnost si malou část ponechala

PŘÍLEŽITOSTI

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

HROZBY

- Možný státní bankrot či restrukturalizace dluhopisů, které zůstaly 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
Fio banka, a.s.
Analytik
www.fio.cz
robin.koklar@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 všech emisí zařazených ve SPAD.

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 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 spoluvědoucím 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 zájmů 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 18.11.2011 má Fio banka, a.s. 20 platných investičních doporučení, z toho 9 na základě technické analýzy. Z celkového počtu je 5 doporučení koupit, 8 doporučení nákup-long, 1 prodej-short, 2 doporučení držet, 3 doporučení akumulovat a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povinné prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz