

Doporučení: koupit
Cílová cena: 8,7 USD

3.12.2012

First Niagara Financial Group, Inc.

doporučení - koupit
cílová cena – 8,7- USD



Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

First Niagara Financial Group

726 Exchange Street

Suite 618

Buffalo, NY 14210

<http://www.fnfg.com>

ISIN: US33582V1089

Free float: 82,6 %

Odvětví: komerční bankovníctví

Počet vydaných akcií – 352,6 mil. ks. akcií

Tržní kapitalizace - 2,658 mld. USD

Uzavírací cena k 30.11.2012 – 7,54 USD

Roční maximum – 19.3.2012

10,26 USD

Roční minimum - 15.11.2012

7,18 USD

Graf. č. 2 roční vývoj kurzu společnosti



First Niagara Financial Group, Inc je holdingová společnost, která částečně vlastní a řídí First Niagara Bank, N.A. First Niagara Bank, N.A. je komerční banka operující v USA s 430 pobočkami a skoro 35 mld. USD aktiv. Společnost operuje ve státech: Upstate New York, Pennsylvania, Connecticut and Western Massachusetts a zaměstnává zhruba 6000 lidí. Úvěrová aktivita společnosti se zaměřuje zejména na podnikatelské realitní, investiční a provozní úvěry a hypotéky.

Akcie oceňované společnosti First Niagara doporučujeme koupit zejména z důvodu očekávaného růstu cen realit a to jak komerčních, tak i rezidenčních, z čehož by měla společnost profitovat. Navíc ve srovnání s konkurencí si oceňovaná společnost vede dobře z pohledu očekávaného P/E a P/BV a disponuje nadprůměrným dividendovým výnosem. Podle analýzy First Niagara bude růst disponibilního příjmu domácností do roku 2016 nejvyšší právě ve státech ve kterých společnost působí ve srovnání s konkurenčními bankami.

Zhruba 83 % vydaných akcií společnosti jsou veřejně obchodované na NASDAQu, přičemž mezi největší akcionáře se řadí fondy v podobě společností Blackrock a Vanguard. First Niagara byla v minulosti velmi činná na poli akvizic, přičemž v roce 2011 koupila pobočky HSBC v USA, ovšem některých poboček se oceňovaná společnost v roce 2012 zbavovala, což je patrné z tabulky č. 1. Historický růst společnosti byl z důvodu dynamické akviziční politiky rychlý, přičemž v roce 2012 se společnost vydala na cestu konsolidace. Vývoj depozit zaznamenal poslední kvartály růst téměř ve všech státech, kde společnost podniká, což lze sledovat z grafu č. 1.

Graf. č. 1: Vývoj průměrného objemu jádrových depozit ve státech východního pobřeží USA (New York, West Virginia, Pennsylvania, New England)

Average Core Deposits per Branch FTE (\$ millions)



Zdroj: First Niagara

Tabulka. č. 1: Vývoj akvizic společnosti First Niagara

Announce Date	Target Name	Acquirer Name	Seller Name
1) 09/10/2012	Three branches/NY	Community Bank System Inc	First Niagara Financial Group I
2) 01/20/2012	27 First Niagara & HSBC Bank U	Multiple acquirers	First Niagara Financial Group I
3) 01/12/2012	37 HSBC Locations & Assets	KeyCorp	First Niagara Financial Group I
4) 07/31/2011	195 Upstate New York and Con	First Niagara Financial Group I	HSBC Holdings PLC
5) 04/14/2011	Pierson & Smith Inc	First Niagara Financial Group I	
6) 11/01/2010	Summit Insurance Group Inc	First Niagara Financial Group I	
7) 08/19/2010	NewAlliance Bancshares Inc	First Niagara Financial Group I	
8) 08/02/2010	Multiple Targets	First Niagara Financial Group I	
9) 07/27/2009	Harleysville National Corp	First Niagara Financial Group I	
10) 04/07/2009	57 Western Pennsylvania bank	First Niagara Financial Group I	PNC Financial Services Group I
11) 09/10/2007	Great Lakes Bancorp Inc	First Niagara Financial Group I	
12) 11/14/2006	Gernold Agency Inc	First Niagara Financial Group I	
13) 09/12/2005	Burke Group Inc	First Niagara Financial Group I	Financial Institutions Inc
14) 06/28/2005	Hatch Leonard Naples Inc	First Niagara Financial Group I	
15) 02/01/2005	LA Lama Insurance Agency	First Niagara Financial Group I	
16) 09/07/2004	Leasing business	First Niagara Financial Group I	Adirondack Leasing Associate
17) 04/06/2004	Branch/Pittsford location	First Niagara Financial Group I	Savannah Bank NA/Savannah N

Zdroj: Bloomberg

First Niagara se zaměřuje zejména na realitní úvěry a to jak na komerční, tak spotřebitelské, přičemž zhruba polovina úvěrového portfolia tvoří realitní úvěry. Objem komerčních úvěrů se mezikvartálně zvyšoval, což je patrné z grafu č. 3, přičemž růst zaznamenaly jak komerční realitní úvěry (na levém grafu žlutá pole), tak i investiční úvěry. Na druhé straně objem hypoték (v pravém grafu modré pole ukazuje výši rezidenčního úvěru a žluté pole představuje výši vlastního kapitálu v hypotékách) zůstal od 4Q 2011 zhruba stabilní.

Graf. č. 3: Vývoj průměrného objemu komerčních a spotřebitelských úvěrů



Zdroj: First Niagara

First Niagara Bank dosahuje v současné době nízkého P/E (cena akcie/zisk na akcii) a zároveň i P/B (cena akcie/účetní hodnota na akcii), což svědčí o možném podhodnocení ceny akcie oceňované společnosti. Meziroční růst aktiv překonal 50 % díky výši zmíněné akvizici. Čistá úroková marže je vykázána na hodnotě 3,4 % ke konci roku 2011, ovšem od té doby mírně klesá zřejmě z důvodu poklesu tržních úrokových sazeb. Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je nízká, což na druhou stranu odráží vyšší velikost vlastního kapitálu.

Tabulka. č. 2: Přehled poměrových ukazatelů společnosti First Niagara

Fiscal Year End 12/2011			
* Last Quarter End 09/12 Q3			
~ Current/T12M (USD)			
Issue Data		Per Share Data	
~ Last Px	USD/7.31		
~ P/E	8.9	~ EPS T12M	0.82
~ Dvd Ind Yld	4.4%	~ DPS	0.64
* P/B	0.52	* Blk Val Per Sh	14.03
~ P/S	1.6	Rev/Bas Sh	4.83
P/CF	22.4	CPS	1.22
~ Mkt Cap	2,577.7M	* Curr Shares Out	352.6M
Curr P/FCF	149.0	FCF/Basic Sh	0.96
Growth Potential		Profitability	
Dil EPS Frm Cont Op 1Y G	12.6%	NIM	3.4%
Assets - 1 Year Growth	55.6%	Effic Ratio	57.9%
BVS - 1 Yr Growth	2.5%	Ovrhd Effic Rt	46.5%
Tot Ln 1Y Gr	57.1%	Pretax Mrgn	23.3%
Tot Dep 1Y Gr	47.6%	Eff Tx Rate	33.7%
NII 1Y Gr	47.4%	ROA	0.5%
Earn Ast 1Y Gr	52.2%	ROE	3.3%
Retention Ratio	N.A.	NI / Profit - 1 Yr Gr	23.9%

Zdroj: Bloomberg

Kvalita úvěrového portfolia společnosti se mezikvartálně zlepšila, jak je patrné z tabulky č. 3 zejména díky stabilizaci na trhu nemovitostí a postupnému růstu cen. Opravné položky ke ztrátám z úvěrů (provision for loan losses) se mezikvartálně snížily a skutečné odpisy úvěrů k průměrnému objemu úvěrů poklesly na 0,3 %.

Tabulka. č. 3: Vývoj kvality úvěrového portfolia společnosti First Niagara

\$ in millions	3Q12	2Q12
Provision for loan losses	\$21.4	\$25.4
Net Charge-offs	\$9.1	\$15.1
NCOs/ Average Loans	0.30%	0.55%
Nonperforming Originated Loans	\$114.2	\$109.7
NPLs / Loans – Originated	0.93%	0.96%
Total Originated Loans	\$12,233	\$11,392
Allowance – Originated	\$147.2	\$135.2
Allowance / Loans – Originated	1.20%	1.19%
Criticized	\$525.8	\$546.5
Classified	\$349.0	\$398.0

Zdroj: First Niagara

Porovnání oceňované společnosti s konkurencí

Aktuální poměrový ukazatel P/E (cena akcie/zisk na akcii) společnosti First Niagara je pod 10, což je nejnižší hodnota ze všech sledovaných společností z daného odvětví, což je patrné z tabulky č. 4. I v případě očekávané hodnoty P/E pro rok 2012 disponuje oceňovaná společnost jednou z nejnižších hodnot. Podobně i poměrový ukazatel P/B (cena akcie/účetní hodnota na akcii) je pod hodnotou 1, což ukazuje, že je společnost podhodnocená. Naopak růst výnosů byl v případě First Niagary jedním z nejvyšších z důvodu učiněných akvizic. Provozní marže oceňované společnosti je vyšší než median odvětví a ROE (rentabilita vlastního kapitálu) je nižší, což je způsobeno relativně vysokou hodnotou vlastního kapitálu. Dividendový výnos společnosti je nadprůměrný, ovšem v roce 2012 zřejmě poklesne. V porovnání s konkurencí si First Niagara vede dobře.

Tabulka. č. 4: Porovnání oceňované společnosti s konkurencí

	<i>P/E</i>	<i>Očekávané P/E 2012</i>	<i>P/B</i>	<i>Růst výnosů za rok 2012</i>	<i>Provozní marže</i>	<i>ROE</i>	<i>Dividendový výnos</i>
Median	14,64	13,70	1,11	-1,55	26,93	6,14	2,25
FIRST NIAGARA FINANCIAL GRP	9,56	11,76	0,61	40,59	35,76	4,60	3,85
CITY NATIONAL CORP	15,85	14,28	1,24	-0,60	20,72	8,27	1,90
COMERICA INC	11,73	11,72	0,87	-1,55	25,44	6,14	1,90
SYNOVUS FINANCIAL CORP	31,13	27,70	1,03	-8,94	-2,25	-6,02	1,61
ASSOCIATED BANC-CORP	14,70	13,67	0,81	-11,30	20,57	4,22	1,50
BOK FINANCIAL CORPORATION	11,65	11,82	1,46	0,54	36,65	10,84	2,61
COMMERCE BANCSHARES INC	13,34	13,18	1,61	-2,96	38,19	12,24	2,25
CULLEN/FROST BANKERS INC	15,66	15,37	1,51	1,52	32,83	10,01	3,30
M & T BANK CORP	16,41	13,70	1,38	11,37	31,25	10,05	2,94
FIRST HORIZON NATIONAL CORP		6228,68	1,11	-10,73	10,08	5,50	0,41
HUNTINGTON BANCSHARES INC	11,06	10,59	1,14	-7,58	26,93	10,61	2,30
HANCOCK HOLDING CO	14,58	14,50	1,15	63,13	24,96	4,76	2,95
PEOPLE'S UNITED FINANCIAL	16,66	16,38	0,80	23,74	27,49	3,81	5,26
KEYCORP	10,02	10,53	0,85	-12,40	33,01	9,04	2,24
ZIONS BANCORPORATION	18,77	16,79	0,82	-4,40	24,25	3,33	0,19

Zdroj: Bloomberg

Výhled hospodářství USA

Hospodářství USA by dle odhadu FEDu mělo vzrůst v roce 2013 o 2,75 % a v následujícím roce o 3,4 %, přičemž podle odhadů analytiků přispívajících na terminál Bloomberg by měl růst dosahovat 2 % a 2,8 % respektive (Bloomberg). Přestože odhady neukazují na velmi rychlý růst HDP USA, přesto lze výši odhadů považovat ve srovnání s eurozónou a Japonskem jako solidní. Před koncem roku 2012 hrozí v USA určité nebezpečí plynoucí z nedosažení politického kompromisu ohledně fiskálních úspor, což by mohlo způsobit fiskální utažení pro rok 2013 v podobě 2 % HDP s čímž naše odhady nepočítají.

Rozbor odvětví

Z grafu č. 4 lze sledovat, že regionální bankovní index v USA (oranžová křivka) se vyvíjel v souladu s indexem S&P 500 (žlutá křivka), ovšem s vyšší volatilitou, kdežto akcie oceňované společnosti First Niagara (bílá křivka) poklesly více než sledované indexy.

Graf. č. 4: Normalizované časové řady indexu S&P 500 (žlutá křivka), regionální bankovní index (oranžová křivka), First Niagara (bílá křivka)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj cen indexu komerčních nemovitostí v USA je zobrazen v grafu č. 5 i s následnou predikcí provedenou FEDem s pomocí finančních časových řad.

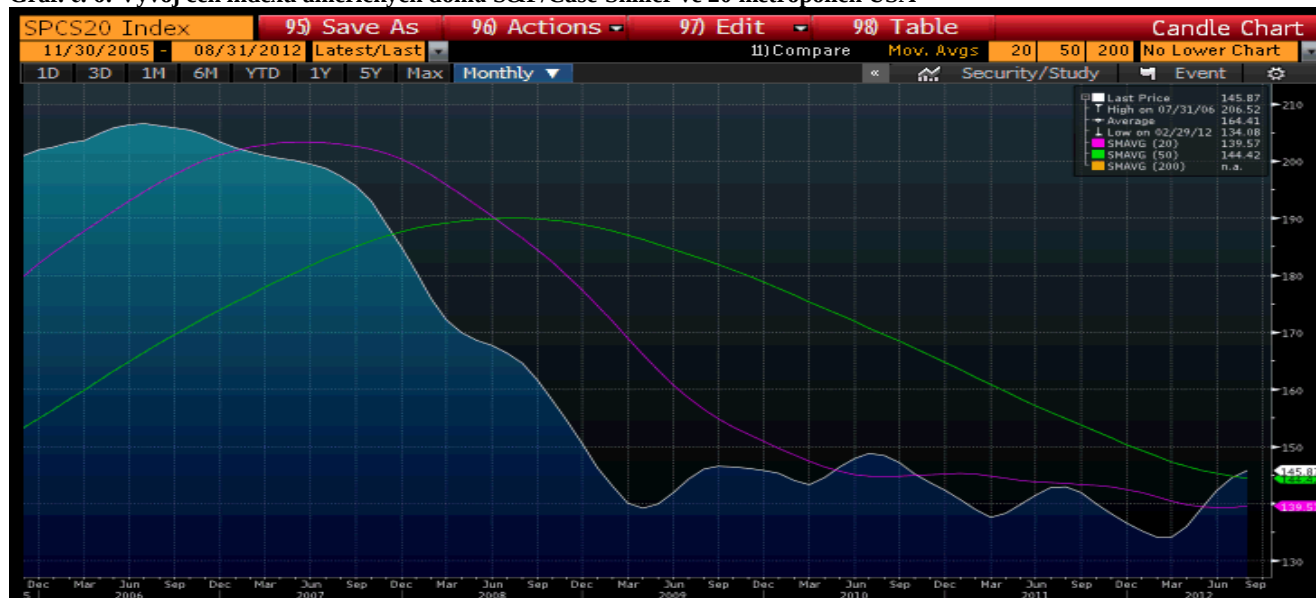
Graf. č. 5: Vývoj cen indexu komerčních nemovitostí v USA s následnou predikcí provedenou FEDem s pomocí finančních časových řad



Zdroj: Bloomberg

Z grafu č. 5 je patrné, že od konce roku 2011 ceny komerčních nemovitostí rostou, přičemž odhady FEDu předpokládají pokračující strmý růst až do konce roku 2014. Jelikož se oceňovaná společnost zaměřuje zejména na poskytování komerčních realitních úvěrů, je predikce FEDu pro společnost povzbudivá, neboť First Niagara může poskytovat větší objemy úvěrů, neboť z důvodu růstu ceny komerčních realit poroste i hodnota zástavy. Navíc First Niagara může následně těžit z nižší tvorby opravných položek ke ztrátám z komerčních nemovitostí z důvodu očekávaného růstu jejich cen. Dále First Niagara disponuje portfolií cenných papírů, jejichž podkladovými aktivy jsou komerční úvěry či hypotéky, což v případě růstu cen může zvýšit zisk z přecenění daných cenných papírů. Od března roku 2012 je na grafu č. 6 patrný růstový trend indexu amerických domů S&P/Case-Shiller ve 20 metropolích USA. I růst cen amerických nemovitostí je pro oceňovanou společnost pozitivní, navíc v případě dlouhodobějšího růstu cen nemovitostí zřejmě dojde k vyšší poptávce derivátů s podkladovým aktivem v podobě nemovitostí, neboť investoři budou opět chtít těžit z očekávaného růstu cen nemovitostí.

Graf. č. 6: Vývoj cen indexu amerických domů S&P/Case-Shiller ve 20 metropolích USA



Zdroj: Bloomberg

Z důvodu růstu objemu úvěrů, což je patrné z grafu č. 3 docházelo i k růstu úrokových výnosů z úvěrů, což lze spatřit v tabulce č. 5. Za růstem úvěrů se skrývá též dynamická akviziční politika společnosti a pokles tržních úrokových sazeb. Úrokové výnosy z investic vykazují od prvního kvartálu 2012 sestupný trend, což je způsobeno propadem tržních úrokových sazeb a to jak na kratším, tak i delším konci výnosové křivky. Úrokové výnosy se v od prvního kvartálu 2011 postupně zvyšují, což lze hodnotit pozitivně. Úrokové náklady z depozit v roce 2012 mírně rostly, na druhé straně úrokové náklady z výpůjček od prvního čtvrtletí silně poklesly, což jde ruku v ruce s poklesem mezibankovní roční sazby LIBOR. I díky poklesu úrokových nákladů z výpůjček vzrostla ve třetím kvartále 2012 čistá úroková marže. Pro poslední čtvrtletí 2012 odhadujeme pokračující růst objemu úvěrů a mírný pokles čisté úrokové marže. Opravné položky ke ztrátám z úvěrů vzrostly ve druhém kvartálu 2011, což ovšem bylo ovlivněno učiněnou akvizicí a od této doby je tato položka volatilní a vykazuje vzestupný trend až do druhého kvartálu 2012. Ve třetím čtvrtletí 2012 poklesly opravné položky ke ztrátám z úvěrů o 20 % mezikvartálně, což hodnotíme pozitivně.

Tabulka č. 5: Rozbor čistých úrokových výnosů po odečtení opravné položky ke ztrátám z úvěrů s predikcí pro 4Q 2012

V mil. USD	FQ1 2011	FQ2 2011	FQ3 2011	FQ4 2011	FQ1 2012	FQ2 2012	FQ3 2012	FQ4 2012E
Interest income								
Interest Income-Loans	132,1	184,3	192,8	195,4	189,4	200,7	211,8	220,2
Interest Income-Loans Q/Q		0,40	0,05	0,01	-0,03	0,06	0,06	0,04
Interest Income - Investments	76,8	93,0	94,4	96,5	101,4	99,1	90,1	88,3
Interest Income - Investments Q/Q		0,21	0,01	0,02	0,05	-0,02	-0,09	-0,02
Total Interest Income	208,9	277,4	287,1	291,9	290,8	299,8	301,9	308,5
Total Interest Income Q/Q	0,02	0,33	0,04	0,02	0,00	0,03	0,01	0,01
Interest expense								
Interest Expense- Deposits	15,6	21,3	24,8	21,5	15,0	16,4	18,4	21,1
Interest Expense- Deposits Q/Q		0,37	0,16	-0,13	-0,30	0,09	0,12	0,15
Interest Expense- Borrowings	20,4	25,6	26,9	27,9	33,4	24,4	13,9	12,5
Interest Expense- Borrowings Q/Q		0,26	0,05	0,03	0,20	-0,27	-0,43	-0,10
Total Interest Expense - Consolidated	36,0	46,9	51,7	49,4	48,4	40,8	32,3	33,6
Total Interest Expense - Consolidated Q/Q	-0,05	0,30	0,10	-0,04	-0,02	-0,16	-0,21	0,04
Net Interest Income	172,9	230,4	235,4	242,5	242,4	259,0	269,6	274,9
Net Interest Income Q/Q	0,03	0,33	0,02	0,03	0,00	0,07	0,04	0,02
Provision For Loan Loss	12,9	17,3	14,5	13,4	20,0	28,1	22,2	20,0
Provision For Loan Loss Q/Q		0,34	-0,16	-0,08	0,49	0,41	-0,21	-0,10
Net Int Income After Provision For Loan Losses	160,0	213,1	220,9	229,1	222,4	230,9	247,4	254,9
Net Int Income After Provision For Loan Losses Q/Q		0,33	0,04	0,04	-0,03	0,04	0,07	0,03
Net Interest Margin %	4,02	3,18	3,45	3,67	3,69	3,36	3,44	3,41
Total loans and leases	10711,2	16169,2	16365,4	16472,6	16790,9	18763,5	19106,5	19488,6
Total loans and leases Q/Q		0,51	0,01	0,01	0,02	0,12	0,02	0,02

Zdroj: First Niagara, Fio banka, a.s.

Jelikož First Niagara podniká v regionu, který by měl z pohledu disponibilního příjmu domácností růst rychleji než ostatní regiony, očekáváme 5 % růst úrokových výnosů v roce 2013 a následně mírný pokles, který se ustálí na hodnotě 3 % pro roky 2015 až 2018, což je patrné z tabulky č. 6. Spolu s růstem úrokových výnosů poroste i objem úvěrů. Na druhé straně úrokové příjmy z investic se dle našich odhadů budou v roce 2013 a 2014 snižovat díky velmi nízkým úrokovým sazbám, přičemž v následujících letech očekáváme jen mírný růst. Úrokové náklady z depozit budou dle našich odhadů v roce 2012 až 2014 klesat, neboť FED bude držet úrokové sazby po tuto dobu na nule, což zřejmě povede k postupnému mírnému poklesu úrokových sazeb na termínovaných či spořicích účtech. Podobný průběh očekáváme i u úrokových nákladů z výpůjček. Čisté úrokové výnosy dle našich odhadů porostou stabilním tempem. Nárůst opravné položky ke ztrátám z úvěrů v roce 2012 je částečně způsoben akvizicí poboček HSBC, přičemž ve stejném roce oceňovaná společnost zahájila konsolidaci a prodej poboček, které se ji nehodí do portfolia. Pro rok 2013 očekáváme pokles opravné položky ke ztrátám z úvěrů právě z důvodu probíhající restrukturalizace a pro následující roky odhadujeme mírný růst zhruba v souladu s růstem objemu úvěrů. Z důvodu probíhající restrukturalizace počítáme s mírným poklesem provozních nákladů v 2013 a 2014 a jejich růstem v roce 2015. Čistý zisk náležící akcionářům je upraven o dividendu z preferenčních akcií.

Tabulka č. 6: Upravený výkaz zisku a ztrát včetně odhadů pro následující roky

v mil. USD	FY 2011	FY 2012E	FY 2013E	FY 2014E	FY 2015E	FY 2016E	FY 2017E	FY 2018E
Interest Income-Loans	704,66	822,11	863,22	897,75	924,68	952,42	980,99	1010,42
Interest Income-Loans Q/Q	0,42	0,17	0,05	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03
Interest Income - Investments	360,64	378,91	363,75	356,48	356,48	360,04	363,64	370,92
Interest Income - Investments Q/Q	0,44	0,05	-0,04	-0,02	0,00	0,01	0,01	0,02
Total Interest Income	1065,31	1201,03	1226,97	1254,23	1281,16	1312,47	1344,64	1381,34
Total Interest Income Q/Q	0,43	0,13	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
Interest expense								
Interest Expense- Deposits	83,24	70,86	68,73	68,05	68,73	69,41	70,11	71,51
Interest Expense- Deposits Q/Q	0,17	-0,15	-0,03	-0,01	0,01	0,01	0,01	0,02
Interest Expense- Borrowings	100,82	84,27	82,58	81,76	82,57	83,40	84,23	85,92
Interest Expense- Borrowings Q/Q	0,31	-0,02	-0,02	-0,01	0,01	0,01	0,01	0,02
Total Interest Expense - Consolidated	184,06	155,13	151,32	149,80	151,30	152,81	154,34	157,43
Net Interest Income	881,25	1045,90	1075,66	1104,43	1129,86	1159,65	1190,30	1223,91
Net Interest Income Q/Q	0,47	0,19	0,03	0,03	0,02	0,03	0,03	0,03
Provision For Loan Loss	58,11	90,28	76,74	79,04	81,41	83,85	86,37	88,96
Provision For Loan Loss Q/Q	0,19	0,55	-0,15	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Net Int Income After Provision For Loan Losses	823,14	955,62	998,92	1025,39	1048,45	1075,80	1103,93	1134,95
Net Int Income After Provision For Loan Losses Q/Q	0,50	0,16	0,05	0,03	0,02	0,03	0,03	0,03
Total Non-Interest Income	245,31	302,19	336,79	349,61	359,75	370,18	380,93	388,54
Total revenue	1068,45	1257,81	1335,71	1375,00	1408,20	1445,98	1484,86	1523,50
Total Non-Interest Expenses	806,33	1075,55	993,62	953,37	995,59	1028,07	1061,65	1096,38
Income Before Income Taxes	262,12	244,08	342,09	421,63	412,61	417,92	423,21	427,12
Income Tax Expense (Benefit)	-88,21	-95,94	-119,73	-147,57	-144,41	-146,27	-148,12	-149,49
Net Income Available For Common Shareholders	173,91	120,31	194,53	246,23	240,37	243,82	247,25	249,80

Zdroj: First Niagara, Fio banka, a.s.

Společnost First Niagara vyplácí kvartální dividendu, přičemž dividendový výplatní poměr od roku 2008 poklesnul pod 30 %, přičemž pro následující roky očekáváme, že se daný poměr ustálí na hodnotě 30 %. Dividenda na akcii oceňované společnosti by měla mírně růst.

Tabulka č. 7: Upravený výkaz zisku a ztrát včetně odhadů pro následující roky

	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012E	FY 2013E	FY 2014E	FY 2015E	FY 2016E	FY 2017E	FY 2018E
Dividends Per Share	0,56	0,56	0,57	0,64	0,32	0,57	0,72	0,71	0,72	0,73	0,74
Dividends	57,07	57,07	58,08	65,22	32,61	58,36	73,87	72,11	73,14	74,18	74,94
Dividend payout ratio	0,65	0,85	0,41	0,38	0,27	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30

Zdroj: First Niagara, Fio banka, a.s.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Tabulka č. 8: Výpočet diskontní sazby

Desetiletý americký státní dluhopis*	1,6
Beta**	1,259
Očekávaná tržní úroková míra***	6
Přirážka za malou společnost	1
Diskontní sazba	8,1396

Zdroj: Fio banka, a.s., Bloomberg

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu indexu desetiletého amerického státního dluhopisu

**Beta je počítána z týdenních dat regresním modelem

***Tržní úroková míra představuje historickou výnosnost akciového indexu S&P 500 odhadnutou dle Damodarana

Zdroj: Fio banka, a.s., Damodaran, Bloomberg

Stanovení vnitřní hodnoty (cílové ceny) akcie společnosti First Niagara

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.8, přičemž diskontní sazba dosahuje míry 8,1 %.

Ocenění společnosti First Niagara provedeme výnosovou metodou, která je speciálně navržena pro potřeby oceňování bankovních institucí viz tabulka č. 9. Výsledná vnitřní hodnota akcií společnosti oceňované společnosti bude určena s časovým horizontem 12 měsíců.

Vnitřní hodnota akcie společnosti First Niagara je stanovena pomocí modelu s časovým horizontem 12 měsíců na 8,7 USD.

Diskontní sazba byla upravena o přirážku za malou společnost ve výši 1 %.

Pro růst volného peněžního toku pro akcionáře do nekonečna počítáme s mírou ve výši 2,8 %.

Tabulka č. 9: Výpočet cílové ceny akcie First Niagara

v mil. USD	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Provozní výnosy	736	1 068	1 258	1 336	1 375	1 408	1 446	1 485	1 523
Všeobecné správní náklady včetně nákladů na zaměstnance	549	847	1 129	1 043	1 001	1 045	1 079	1 115	1 151
Ztráty ze znehodnocení	49	58	90	77	79	81	84	86	89
Daň z příjmu	-72	-88	-96	-120	-148	-144	-146	-148	-149
Čistý peněžní příjem	66	75	-58	96	147	137	136	136	134
Kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti	15	21	25	27	27	28	29	30	30
Předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku	22	32	38	40	41	42	43	45	46
Disponibilní peněžní příjem pro akcionáře	29	22	-121	29	79	67	64	61	58
Pokračující hodnota společnosti									1080
Diskontovaný disponibilní peněžní příjem pro akcionáře			(9)	25	62	49	43	38	675
Součet Diskontovaného FCFE			884						
Diskontované FCFE na akcii v USD			8,7						

Zdroj: Fio banka,a.s.

Pokud srovnáme tržní cenu akcie společnosti First Niagara ze dne 29.11.2012 ve výši 7,5 USD s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 9,- USD, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem ve výši zhruba 20 %. Akcie společnosti First Niagara jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu je doporučujeme koupit.

Citlivostní analýza ukazuje vliv změny parametrů diskontní sazby a pokračujícího růstu na vnitřní hodnotu akcie oceňované společnosti. V případě poklesu diskontní sazby, roste vnitřní hodnota akcie a naopak v případě poklesu změny tempa pokračující hodnoty klesá vnitřní hodnota oceňované společnosti.

Tabulka č. 10: Citlivostní analýza diskontní sazby a pokračujícího růstu na vnitřní hodnotu akcie First Niagara

Diskontní sazba					
FCFE růst	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
1,8%	9,1	8,3	7,6	7,0	6,5
2,3%	9,9	8,9	8,1	7,4	6,9
2,8%	10,7	9,6	8,7	7,9	7,2
3,3%	11,9	10,5	9,4	8,5	7,7
3,8%	13,3	11,6	10,2	9,1	8,2

Zdroj: Fio banka,a.s.

Cílová cena akcie společnosti First Niagara je s horizontem 12 měsíců stanovena na hodnotě 8,7 USD.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Umístění poboček v lokalitách, kde by růst disponibilního příjmu domácností měl být nadprůměrný
- Nadprůměrný dividendový výnos
- Silná kapitálová pozice

SLABÉ STRÁNKY

- Vysoká expozice vůči cenným papírům vázaným na reality
- Nižší rentabilita vlastního kapitálu

PŘÍLEŽITOSTI

- Po restrukturalizaci je možné pokračovat v akviziční politice

HROZBY

- Propad cen komerčních či rezidenčních realit
- Nedosažení kompromisu ohledně fiskálních úspor v USA

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 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 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 3.12.2012 má Fio banka, a.s. 9 platných investičních doporučení, z toho 1 na základě technické analýzy. Z celkového počtu je 3 doporučení koupit, 1 doporučení nákup-long, 2 doporučení držet, 3 doporučení akumulovat. 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