

# Analýzy a doporučení

Aktualizace cílové ceny a doporučení

Erste Group Bank AG

**Doporučení: Akumulovat**  
**Cílová cena: 582 Kč**

## AKCIE ERSTE BANK

<b>Nové doporučení:</b>	<b>Akumulovat</b>
Předešlé doporučení:	Držet
<b>Cílová cena:</b>	<b>582 Kč</b>
Minulá cílová cena:	682 Kč
<b>Datum vydání:</b>	<b>11. 8. 2014</b>

<b>Výkonnost (%)</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Erste Bank	-17,8	-31	-19,9
Index PX	-5,6	-5,1	-2,2
STOXX Eur. 600 Banks	-6,4	-6,5	+3,9

## 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 8. 8. 2014</b>	<b>532 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 předkládaném reportu aktualizujeme po červencovém profit warningu ze strany Erste Bank náš pohled na bankovní titul. Od poslední zveřejněné analýzy došlo po zohlednění faktorů, které vedly k oznámení očekávané letošní ztráty na úrovni 1,4 – 1,6 mld. EUR ke snížení cílové ceny k 582 Kč z předcházející hodnoty 682 Kč. V porovnání s poslední zveřejněnou analýzou akcií Erste jsme přistoupili vzhledem k současné tržní ceně bankovního titulu ke zvýšení investičního doporučení ze stupně „držet“ na stupeň „akumulovat“.

V reakci na vydaný profit warning i kvartální výsledky za 2Q jsme aktualizovali naši projekci hospodaření Erste Bank, která reflektuje ohlášené změny i trendy v hospodaření rakouské banky z první poloviny letošního roku. Vzhledem k redukcí úvěrového portfolia v Rumunsku i Maďarsku a přetrvávající slabší poptávce po úvěrech jsme přistoupili ke snížení námi očekávaného úrokového výnosu banky v letošním roce i v následujících letech. I přes výrazné navýšení nákladů rizik v letošním roce nadále očekáváme, že jejich pokles v následujících letech bude hlavním generátorem vyšší ziskovosti rakouské bankovní skupiny.

Erste červencovým úklidem rozvahy značně omezila prostor pro ohlašování dalších překvapivých „jednorázových“ nákladových položek, což je patrně jediné pozitivum červencového profit warningu. Na základě naší cílové ceny považujeme současné úrovně kurzu Erste z dlouhodobého pohledu za relativně atraktivní a doporučujeme využívat potenciálních krátkodobých cenových korekcí na akciovém titulu Erste k posilování pozic.

Hlavní rizika v krátkodobém horizontu vidíme v chystaném zveřejnění výsledků testů kvality aktiv (AQR) ze strany ECB, které mohou poukázat na nedostatečné krytí nebonitních úvěrů a tedy potřebu navýšení dodatečného kapitálu u některých jihoevropských a východoevropských bank. Potřeba navýšení kapitálu u bank v širším měřítku pak může krátkodobě znamenat prodejní tlak pro celý evropský bankovní sektor.

Druhým rizikem, které může vychýlit vývoj akciového kurzu Erste od naší cílové ceny je pak připravovaný zákon maďarské vlády týkající se konverze úvěrů v cizích měnách do forintů za nižší, než tržní kurz. Výsledkem připravovaného zákona, jehož podoba není v tuto chvíli známa, může být prohloubení avizované ztráty Erste pro letošní rok.

## 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.

### CO SE ZMĚNILO OD POSLEDNÍ ZVEŘEJNĚNÉ ANALÝZY?

#### 1. PROFIT WARNING SPOLEČNOSTI

Počátkem července zveřejnila Erste Group ve svém tiskovém prohlášení značně revidovaný výhled pro letošní rok, v jehož důsledku oslabily akcie Erste Bank během jednoho obchodního dne o cca 15 %.

Ve svém revidovaném výhledu pro rok 2014 očekává Erste náklady rizika na úrovni 2,4 mld. EUR jako výsledek vyšší tvorby rezerv a opravných položek v Maďarsku (+ 300 mil. EUR) a Rumunsku (+ 400 mil. EUR). To představuje nárůst o 40 % oproti původnímu odhadu ve výši 1,7 mld. EUR. S vyšší tvorbou rezerv v Rumunsku souvisí i odpis celého nehmotného majetku spojeného s rumunskou divizí (goodwill, značka, vztahy se zákazníky) v souhrnné výši cca 800 mil. EUR a odpis odložené daňové pohledávky ve výši 200 mil. EUR. Dodatečně management banky oznámil odpis dalšího nehmotného majetku (goodwill (Chorvatsko) a software) v celkové výši 200 mil. EUR. Vyjma goodwillu spojeného s Českou republikou a Slovenskem odepsala Erste již veškerý goodwill.

Dřívější výhled Erste Group pro výkonnost banky na provozní úrovni byl rovněž mírně revidován. Erste ve svém původním výhledu pro letošní rok očekávala stabilní provozní zisk na úrovni roku 2013. Nyní připustila, že s ohledem na slabší provozní výsledky Rumunska a Maďarska očekává mírný pokles provozního zisku. 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 %. Erste očekává v nadcházejícím roce dosažení ROTE na úrovni 8 – 10 %, přičemž limitujícím faktorem vyšší rentability banky budou přetrvávající utlumená poptávka po úvěrech a nižší úroková marže. Rakouská banka deklarovala, že očekávaná kapitálová pozice banky se obejde bez nutnosti emitovat nové akcie.

*Náklady rizika na úrovni 2,4 mld. EUR*

*Odpis nehmotného majetku ve výši 1 mld. EUR*

*Očekávaná ztráta za rok 2014 až 1,6 mld. EUR*

## 2. VÝSLEDKY ERSTE GROUP ZA 1H 2014

Erste Group reportovala za 1H 2014 o cca 4 % meziročně nižší čisté úrokové výnosy v důsledku přetrvávající slabší poptávky po úvěrech a prostředí nízkých úrokových sazeb. Čistá úroková marže meziročně poklesla k úrovni 2,62 % z 2,66 % v první polovině roku 2013.

Čisté výnosy z poplatků a provizí dosáhly meziročně vyšších hodnot cca o 1,4 % při úrovni 907 mil. EUR. Čisté provozní výnosy banky dosáhly v první polovině letošního roku poklesu na meziroční bázi o 1,8 % při hodnotě 3 421,7 mil. EUR. Pozitivním překvapením reportovaných výsledků za 1H 2014 jsou údaje o provozních nákladech rakouské bankovní skupiny, které byly meziročně nižší o 3,3 % zejména v důsledku nižších mzdových nákladů. Provozní výsledek hospodaření na úrovni 1 525 mil. EUR na meziroční bázi stagnoval, což vnímáme pozitivně vzhledem k nepřiliš optimistickému výhledu banky pro provozní úroveň v letošním roce. Poměr provozních nákladů k výnosům dosáhl za první pololetí 2014 lepší hodnoty 55,4 % ve srovnání s 56,3 % z prvního pololetí roku 2013.

Meziročně mírně horší byla reportovaná data v rámci nákladů rizik, které dosáhly za první pololetí 2014 hodnoty 796,1 mil. EUR. Relativně nižší úroveň nákladů rizik v porovnání se zveřejněným celoročním výhledem rakouské banky je zkreslen skutečností, že Erste zaúčtovala ve 2Q 130 mil. EUR z celkových 300 mil. z titulu vyšších nákladů rizik spojených s vývojem aktiv v Maďarsku v rámci ostatních nákladů. V první polovině roku 2014 byla zaúčtována rovněž jen minoritní část (cca 80 mil. EUR) z dodatečně ohlášených 400 mil. EUR z titulu rezerv a opravných položek vztahujících se k rumunským aktivům. Ukazatel NPL vztažený na klientské úvěry dosáhl úrovně 9,4 %, což představuje zlepšení ve srovnání s první polovinou roku 2013 (9,6 %). Rovněž ukazatel krytí nebonitních úvěrů (NPL) dosáhl nepatrného meziročního zlepšení při úrovni 64 % oproti 63,1 % z 1H 2013.

Erste vykázala za 1H 2014 účetní ztrátu ve výši 1 033 mil. EUR. Ta byla způsobena zejména jednorázovým odpisem nehmotného majetku ve výši 956,4 mil. EUR spojeného především s rumunskou divizí (854 mil. EUR) a odpisem odložené daňové pohledávky (celkový efekt 164 mil. EUR).

Tabulka 1 Výsledky hospodaření Erste Group Bank za 1H 2013 a 1H 2014

Výkaz zisku a ztrát	1H 2013	1H 2014	Meziroční změna (%)
Čistý úrokový výnos	2 339,9	2 243,6	-4,1 %
Výnosy z poplatků a provizí	894,1	907	1,4 %
Celkové provozní výnosy	3 483,0	3 421,7	-1,8 %
Celkové provozní náklady	(1 960,2)	(1 896,4)	-3,3 %
Provozní zisk	1 522,7	1 525,3	0,2 %
Tvorba rezerv a opravných položek	(784,3)	(796,1)	1,5 %
Ostatní výnosy a náklady	(377,6)	(1 271,8)	>100 %
Zisk před zdaněním	378,4	(877,1)	n.a.
Čistý zisk připadající akcionářům mateřské společnosti	302,2	(929,7)	n.a.

Zdroj: Fio banka

Erste Group potvrdila svůj výhled pro rok 2014 a 2015 zveřejněný počátkem července. V roce 2014 tedy očekává čistou účetní ztrátu v intervalu 1,4 – 1,6 mld. EUR., náklady rizik ve výši 2,1 – 2,4 mld. EUR. Ukazatel kapitálové přiměřenosti CET 1 by měl ke konci roku dosáhnout úrovně 10 %, přičemž management banky v rámci konferenčního hovoru uvedl, že si je nyní jistější naplněním tohoto scénáře. Relativně slabší kapitálová pozice banky ke konci roku by se tak měla obejít bez nutnosti emitovat nový kapitál. Managementem banky očekávaná profitabilita společnosti byla pro nadcházející rok 2015 potvrzena při úrovni ROTE 8 – 10 %.

## PROJEKCE HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP BANK 2014 – 2018

V reakci na vydaný profit warning i kvartální výsledky za 2Q jsme aktualizovali naši projekci hospodaření Erste Bank, která reflektuje ohlášené změny i trendy v hospodaření rakouské banky z první poloviny letošního roku. V porovnání s červnovou projekcí, kterou jsme zveřejnili v rámci vydané analýzy, jsme vzhledem k redukci úvěrového portfolia v Rumunsku i Maďarsku a přetrvávající slabší poptávce po úvěrech přistoupili ke snížení námi očekávaného úrokového výnosu banky v letošním roce i v následujících letech. Na druhou stranu jsme v rámci naší projekce navýšili ostatní provozní výnosy, které byly v předchozí projekci při zohlednění jejich vývoje v 1H 2014 podhodnocené. I přes výrazné navýšení nákladů rizik v letošním roce nadále očekáváme, že jejich pokles v následujících letech bude hlavním generátorem vyšší ziskovosti rakouské bankovní skupiny.

Tabulka 2 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	4 492	4 564	4 700	4 889	5 035
Rezervy a opravné položky	(1 774)	(2 290)	(1 443)	(1 227)	(1 055)	(949)
Čisté příjmy z poplatků a provizí	1 859	1 868	1 898	1 936	1 975	2 034
Ostatní provozní výnosy	502	505	510	518	528	533
Všeobecné administrativní náklady	(3 896)	(3 849)	(3 868)	(3 899)	(3 958)	(4 037)
<b>Čistý zisk</b>	<b>61</b>	<b>- 1 395</b>	<b>725</b>	<b>994</b>	<b>1 244</b>	<b>1 383</b>

Zdroj: Fio banka

## 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.

Tabulka 3 Ocenění společnosti

Položky (v mil. EUR)	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	PH
Provozní výnosy	7 035	6 865	6 972	7 154	7 391	7 603	
Provozní náklady	(3 896)	(3 849)	(3 868)	(3 899)	(3 958)	(4 037)	
Tvorba rezerv a opravných položek	(1 774)	(2 290)	(1 443)	(1 227)	(1 055)	(949)	
Daň z příjmu	(179)	(210)	(393)	(420)	(553)	(615)	
Čistý peněžní příjem	1 187	516	1 267	1 609	1 825	2 001	
Kapitálové požadavky	(300)	(505)	(390)	(415)	(430)	(440)	
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)	86	(609)	277	544	745	961	
Pokračující hodnota společnosti							11 493
Diskontovaný disponibilní peněžní příjem			-609	251	445	552	644
Suma diskontovaného DPP	8 983						7 701
<b>DPP na akciích (EUR)</b>	<b>20,9</b>						
<b>Cílová cena - roční investiční horizont (Kč)</b>	<b>582</b>						

Zdroj: Fio banka

#### Cílová cena akcie na úrovni 582 Kč

Na základě našeho modelu a výše uvedených předpokladů odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Erste Group metodou dividendového potenciálu ve výši 582 Kč. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu 12 měsíců. Investiční doporučení zvyšujeme vzhledem k současné tržní ceně akcií na stupeň „akumulovat“ ze stupně „držet“. Doporučujeme tedy využívat potenciálních krátkodobých cenových korekcí na titulu k posilování pozic.

V krátkodobém horizontu může pro akcie Erste představovat riziko zveřejnění výsledků testů kvality aktiv (AQR). Již nyní sílí na trhu přesvědčení, že výsledky AQR upozorní na nedostatečné krytí nebonitních úvěrů a tedy potřebu navýšení dodatečného kapitálu u některých jihoevropských a východoevropských bank. Potřeba navýšení kapitálu u bank v širším měřítku může pak krátkodobě znamenat prodejní tlak pro celý evropský bankovní sektor.

Druhým rizikem, které může vychýlit vývoj akciového kurzu Erste od naší cílové ceny je pak připravovaný zákon maďarské vlády týkající se konverze úvěrů v cizích měnách do forintů za nižší, než tržní kurz. Výsledkem připravovaného zákona, jehož podoba není v tuto chvíli známa, může být prohloubení avizované ztráty Erste pro letošní rok.

Tabulka 4 Rekapitulace ocenění akcie Erste

Položka	2014
Diskontní míra	10,53 %
Současná hodnota DPP 2014 - 2018	1 282 mil. eur
Současná hodnota pokračující hodnoty	7 701 mil. eur
Ocenění společnosti	8 983 mil. eur
Kurz CZK/EUR k 11. 8. 2014	27,84
Počet emitovaných akcií	429 800 000
Vnitřní hodnota na akcii	20,9 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 5 Citlivostní analýza modelu

g	Diskontní míra				
	9,50%	10,00%	10,50%	11,00%	11,50%
1,00%	601	562	525	496	467
1,50%	636	592	552	520	489
2,00%	675	627	582	546	512
2,50%	720	666	618	576	539
3,00%	772	710	656	609	568

Zdroj: Fio Banka

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 spouvedoucím 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 14.8.2014 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 3 doporučení akumulovat, 2 doporučení redukovat a 1 doporučení držet. 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](http://www.fio.cz)