

Erste Bank

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 820 Kč

ERSTE BANK GROUP (BAAERBAG)

Souhrn doporučení

Aktuální doporučení	KOUPIT
Předchozí doporučení:	Akumulovat
Cílová cena (12M):	820 Kč
Minulá cílová cena (26.3.2015)	715 Kč
Datum vydání:	4. 2. 2016

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Erste Bank	(4,2)	(9,2)	21,1
Index PX	(8,6)	(13,6)	(8,6)
STOXX EUR. 600 Banks	(25)	(34)	(25)

ERSTE BANK GROUP (BAAERBAG)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Ticker:	BAAERBAG (BCPP)
Počet vydaných akcií:	429 mil. ks.
Free float:	64 %
Tržní kapitalizace:	293 543 mil. Kč
Dividenda (12M e)	0,50 EUR
Uzavírací cena k 3. 2. 2016	668 Kč
Roční maximum:	802,60 Kč
Roční minimum:	529,00 Kč

Graf. č. 1: Vývoj kurzu akcií Erste Group za 12 M



V předkládané analýze akciového titulu společnosti Erste Bank (dále jen „Erste“ nebo „Společnost“) aktualizujeme náš pohled na akcie Společnosti. **V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke zvýšení naší cílové ceny pro akcie Erste Bank ze 715 Kč na 820 Kč**, přičemž vzhledem k aktuální tržní ceně akciového titulu (668 Kč) **zvyšujeme naše investiční doporučení ze stupně „akumulovat“ na „koupit“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Erste představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců cca 23% výnos. Se započtením předpokládané dividendy za rok 2015 ve výši 0,5 EUR na akcii (13,5 Kč) pak potenciální celkový výnos představuje 24 %.

Dobrá výkonnost akcií Erste Bank v minulém roce (+46% r/r) odráží výrazné oživení ziskovosti rakouské banky (RoTE 11 %) a na jeho pozadí i posílení její kapitálové pozice (CET1 11,5 %). Zatímco provozní výkonnost Erste se v minulém roce vyvíjela v podstatě v souladu s našimi odhady, na úrovni čistého zisku se naše odhady pro rok 2015 ukázaly jako příliš konzervativní. Nic by na tom neměly změnit ani očekávané výsledky za 4Q 15, které Erste představí 26. 2. 16. Očekávaným stěžejním činitelem revitalizace ziskovosti Erste v minulém roce byly nižší náklady rizika, jejichž pokles byl výraznější v porovnání s našimi předpoklady.

Příznivější vývoj nákladů rizika a lepší realizovanou ziskovost rakouské banky v minulém roce jsme reflektovali úpravou naší projekce pro letošní rok i následující léta hospodaření Společnosti. V rámci naší projekce **předpokládáme v letošním roce meziroční stagnaci provozního zisku banky při 2 961 mil. EUR.** Naše odhady čistého zisku na akcii (EPS) ve výši 2,2 EUR (2015) a 2,5 EUR (2016) jsou téměř v souladu s konsenzuálním očekáváním trhu při 2,2 EUR na akcii, respektive 2,6 EUR na akcii.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Erste Bank

Projekce hospodaření (mil. EUR)	2014	2015e	2016e	2017e
Provozní výnosy	6 878	6 782	6 850	7 223
Provozní zisk	3 091	2 950	2 961	3 142
Čistý zisk	(1 382)	948	1 080	1 217
Dividenda (DPS)	0	0,5 EUR	0,75 EUR	1 EUR
Ocenění akcií	2014	2015e	2016e	2017e
P/BV	0,8x	0,98x	0,91x	0,86x
P/E	n.a.	11,3x	9,9x	9,0x
Dividendový výnos	0 %	1,9 %	2,8 %	3,8 %
Vybrané parametry	2014	2015e	2016e	2017e
CET1	10,6 %	11,6 %	11,9 %	12,1 %
Provozní náklady / výnosy	56,5 %	56,7 %	55,4 %	54,5 %

Zdroj: Erste Bank, Fio banka

Investiční teze

Akcie rakouské bankovní skupiny posílily v uplynulém roce o 46 % a staly se druhým nejvýkonnějším titulem pražského burzovního indexu PX. Dobrá výkonnost akciového titulu Erste odráží výrazné oživení ziskovosti rakouské banky v uplynulém roce a na jeho pozadí i posílení její kapitálové pozice. Celková korekce na akciových trzích v úvodu roku vyústila v 14% propad akcií Erste Bank od začátku roku. Zastáváme názor, že propad akcií Erste od začátku roku jde především na vrub negativního sentimentu na trzích v úvodu roku a fundamentální parametry Společnosti se nijak nezhoršily. Aktuální úroveň považujeme z pohledu dlouhodobého investora za atraktivní.

Aktuální relativní ocenění akcií Erste na úrovni 0,91x P/BV 2016e a 9,9x P/E 2016e vyznívá pro akcie Společnosti příznivě v porovnání s průměrnými hodnotami středoevropských bankovních akcií při 13,6x P/E 16 a 1,18x P/BV 16. Předpokládáme, že akcie Erste bank budou ve střednědobém investičním horizontu těžit jak z růstu relativního ocenění ((x)P/E, (x)P/BV) tak z dlouhodobého realizovaného růstu ziskovosti.

Věříme, že další přehodnocení relativního ocenění trhem nad současnou úroveň 1,18x P/TBV je možné vzhledem k **1) více konzistentní ziskovosti Erste Group, 2) posilující kapitálové pozici banky, 3) znovuoobnovení dividendové politiky, 4) zlepšujícím se vývoji kvality úvěrového portfolia banky.**

Posledních pět let bylo z pohledu Erste restrukturalizačních. Nyní by měli investoři začít sklízet ovoce. Naznačují to podle nás alespoň výsledky Erste v minulém roce. Náklady rizika při 44 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia banky ve 3Q 15 jsou hodnoty, které Erste Bank reportovala naposledy před více než 9 lety. Návratnost vlastního kapitálu očistěného o nehmotný majetek (ROTE) dosáhla za 1 – 9M 2015 úroveň 11 %, což jsou hodnoty, ze kterých se mohli akcionáři Erste Bank těšit naposledy před více než sedmi lety a kvalita úvěrového portfolia banky při 7% podílu rizikových úvěrů (NPL) na celkové úvěrové expozici banky je pro změnu nejlepší za posledních 5 let.

Očekáváme, že Erste dosáhne v letošním roce kladného zisku na všech svých klíčových trzích. **Banka by měla těžit ze svého silného tržního postavení v retailovém bankovním segmentu na trzích CEE, jejichž konvergenční potenciál k západoevropským trhům z hlediska úvěrové penetrace se zdaleka nevyčerpá.** Problémové trhy Rumunska a Maďarska, které byly v uplynulých letech největším zdrojem ztrát banky, zároveň patří z pohledu úvěrové penetrace mezi nejvíce poddimenzované ekonomiky v Evropě. Ekonomiky regionu CEE patřily k nejrychleji rostoucím v Evropě a přes jejich pravděpodobné zpomalení jsou jejich makroekonomické vyhlídky nadále příznivější v porovnání s většinou evropských zemí. Akcie Erste Bank tak zároveň představují jakousi proxy sázku na pokračující oživení ekonomik střední a východní Evropy (CEE).

Prostor pro růst ziskovosti Erste vidíme z titulu nákladových úspor na domácím rakouském trhu. Zatím se navzdory veřejným proklamacím managementu banky o úsporných opatření na rakouském trhu jako jedné z nejvyšších priorit vedení mnoho neudálo. V tomto směru jsou dva hlavní konkurenti na tamějším trhu Raiffeisen Bank a Bank Austria dále. Jsme přesvědčeni, že konkurenční tlak přinutí rovněž Erste zaměřit svou pozornost na provozní (ne)efektivnost na domácím trhu.

Jako jeden z možných krátkodobých katalyzátorů pro akcie Erste vidíme **možnost snížení bankovních daní v Rakousku**, které by mělo rakouským bankám kompenzovat příspěvky do Fondu pojištění vkladů.

Akcie Erste by měli těžit z růstu relativního ocenění i z dlouhodobého růstu ziskovosti

Po slabých letech hospodaření banky přišel čas sklízet ovoce

Erste má vzhledem ke svému silnému tržnímu postavení v regionu CEE dobrou výchozí pozici při příznivých makroekonomických vyhlídkách regionu

Provozní (ne)efektivnost Erste v Rakousku představuje dlouhodobý problém

Hospodaření Erste Bank za 1-9 M 2015

Hospodaření Erste Bank se v prvních třech čtvrtletích minulého roku vyvíjelo v souladu s výhledem managementu Erste z úvodu roku. Na provozní úrovni zaznamenala banka při stagnujících výnosech meziroční propad provozního zisku v řádu středních jednotek procent. Výrazné oživení ziskovosti při rentabilitě vlastního kapitálu (ROTE) 11 % zaznamenala rakouská banka zejména vlivem nižších nákladů rizika (- 68 % r/r).

Jakkoliv **výkonnost Erste Bank na provozní úrovni není nijak oslnivá** a Erste Group za prvních devět měsíců loňského roku zaznamenala pokles provozního zisku o 4 %, **na úrovni čistého zisku dosáhla Erste Bank v uplynulém roce výrazného zlepšení**. Čistý zisk Erste Group dosáhl za prvních devět měsíců loňského roku 764,2 mil. EUR, čímž se banka notně přiblížila k překonání vlastního ziskového výhledu hospodaření. Návratnost vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek dosáhla za 1 – 9M 2015 úrovně 11,5 %. To představuje hodnoty, ze kterých se mohli akcionáři Erste Bank těšit naposledy před více než sedmi lety. **Erste Group tak za loňský rok velmi pravděpodobně překoná horní hranici vlastního ziskového výhledu z úvodu roku při 670 – 840 mil. EUR.**

Provozní výnosy Erste za prvních devět měsíců 2015 stagnovaly (1-9M 15 -0,5 % r/r). Čisté úrokové výnosy zaznamenaly meziroční pokles o 1,4 % zejména v důsledku prodeje části úvěrového portfolia v Rumunsku a Maďarsku a přetrvávajícímu prostředí nízkých úrokových sazeb na trhu. **Pozitivní překvapení představuje odolnost čisté úrokové marže Erste Bank.** Ve třetím čtvrtletí 2015 dosáhla úrovně 2,57 % (1-9M 14 2,64 %). Výnosy z poplatků a provizí za 1-9 M 2015 meziročně stagnovaly při 1 373 mil. EUR. Bankovní skupina v letošním roce těží v rámci poplatkových výnosů z meziročně vyšších poplatků ze správy aktiv, naopak poplatky z úvěrů byly nižší. Výnosy z obchodních operací v průběhu prvních třech čtvrtletí loňského roku meziročně vzrostly o 16 %.

Tabulka č. 2 Hospodaření Erste Group za 1 - 9 2015

mil. EUR	Q3 14	Q2 2015	Q3 2015	1-9 2014	1-9 2015	% změna
Čisté úrokové výnosy	1 126	1 113,4	1 112,3	3 369,6	3 324,3	-1,4 %
Výnosy z poplatků a provizí	465,8	456,3	455,2	1 372,7	1 372,6	0,0 %
Ostatní výnosy	104	140,6	124,1	375,2	394,0	4,8 %
Celkové provozní výnosy	1 695,8	1 710,3	1 691,6	5 117,5	5 090,9	-0,5 %
Provozní náklady	(887,3)	(948,7)	(955,6)	(2 783,7)	(2 852,4)	2,4 %
Provozní zisk	808,5	761,6	735,9	2 333,8	2 238,5	-4,3 %
Tvorba rezerv a opravných položek	(878,8)	(190,8)	(144,4)	(1 599,4)	(518,4)	-68,0 %
Provozní zisk po nákladech rizik	(70,3)	570,8	591,5	734,4	1 720,1	+57,3 %
Ostatní provozní výsledek	(356,8)	(47,1)	(176,8)	(1 628,6)	(377,4)	-331 %
Zisk před zdaněním	(414,0)	548,8	437,4	(879,9)	1 401,5	n.a.
Daň z příjmu	(98,3)	(154,8)	(88,9)	(446,0)	(362,3)	-23,1 %
Čistý zisk připadající akcionářům	(554,2)	261,4	276,9	(1 424,6)	764,2	n.a.

Zdroj: Erste Group

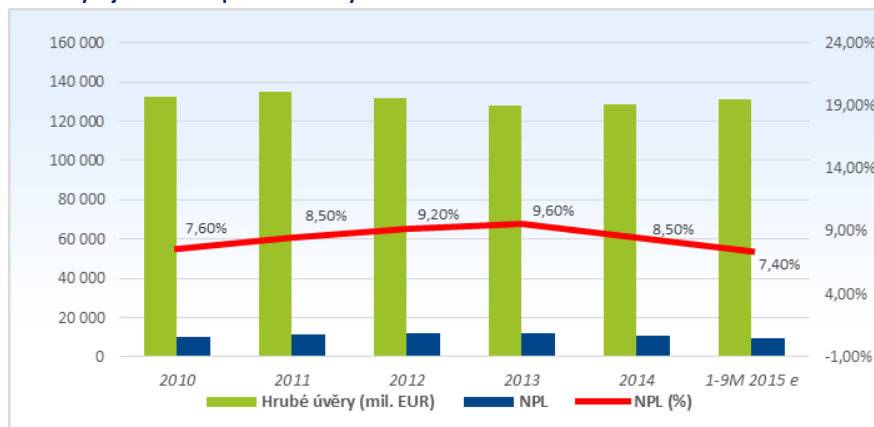
Zklamáním jsou z našeho pohledu reportované hodnoty provozních nákladů banky při 2 852,4 mil. EUR (+2,4 %). Achillovou patou Erste Bank zůstává nadále **provozní (ne)efektivnost na domácím rakouském trhu** s výrazně vyšším poměrem provozních nákladů vůči provozním výnosům ve srovnání se zahraničními dcerami Erste Group. Ukazatel provozní efektivnosti (cost-to-income) dosáhl za 1-9 M 2015 nadprůměrné hodnoty 56 %. **Provozní zisk tak meziročně poklesl o 4,3 % v souladu s celoročním výhledem managementu banky.**

Stěžejním driverem ziskovosti Erste Group byly v uplynulém roce meziročně výrazně nižší náklady rizika (1-9 M 2015 -70 % r/r). Reportované hodnoty nákladů rizika při 45 – 60 bazických bodech průměrného úvěrového portfolia konvergují k úrovním pozorovatelným u bank středoevropského regionu. Ve třetím kvartále dosáhly náklady rizika 44 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia, což jsou hodnoty, které Erste Bank reportovala naposledy před více než 9 lety. Podíl rizikových úvěrů (NPL) na celkovém úvěrovém portfoliu banky dosáhl ve 3Q 2015 úrovně 7,4 % (8,9 % 9M 2014), což jsou v případě Erste Bank pro změnu nejnižší hodnoty za posledních 5 let. Krytí rizikových úvěrů opravnými položkami mírně vzrostlo k úrovni 69,2 %.

Kvalita úvěrového portfolia banky se kontinuálně zlepšuje

Kvalita úvěrového portfolia banky se v uplynulém roce zlepšila v návaznosti na prodej rizikových úvěrů na rumunském, maďarském i chorvatském trhu (4Q 15). Zlepšená kvalita úvěrového portfolia banky odráží i dobrou makroekonomickou kondici regionu CEE a prostředí bezprecedentně nízkých úrokových sazeb. **Čisté úvěry rostly za prvních devět měsíců loňského roku o 3,1 %**. Z hlediska struktury úvěrového portfolia se na růstu úvěrů podílely zejména hypoteční úvěry a korporátní úvěry.

Graf 2 Vývoj úvěrového portfolia banky



Kapitálová pozice banky rovněž zaznamenává zlepšení

V kontextu pokračující normalizace zisků za 1-9 M 15 a nepatrného poklesu objemu rizikově vážených aktiv (RWA) **posílila kapitálová pozice banky**. Ukazatel kapitálové přiměřenosti Tier 1 dle standardů Basel III dosáhl ve 3Q 15 úrovně 11,5 %. I vzhledem k mírnějšímu návrhu kapitálových požadavků ze strany národního regulátora (z titulu zavedení kapitálových rezerv pro krytí systémového rizika) je obnovení výplaty dividendy za loňský rok velmi pravděpodobné. **Předpokládáme ze strany managementu návrh dividendy 0,5 EUR na akcii.**

V porovnání s předchozími lety výrazně nižší jednorázové nákladové položky

K výraznému **oživení ziskovosti rakouské banky pomohla vedle nižších nákladů rizika absence jednorázových nákladových položek z předchozích let**. Jediným jednorázovým negativním efektem pro Erste v prvních devíti měsících minulého roku byly náklady z titulu konverze úvěrů ve švýcarském franku v Chorvatsku v celkové výši 144,9 mil. EUR. Ten byl částečně eliminován nižšími podíly připadajícími pro minority (Erste Group drží v Erste Bank Croatia 59% obchodní podíl) i jednorázovým výnosem 38,3 mil. EUR z prodeje minoritního podílu v Casinos Austria.

Bankovní odvody by v roce 2015 měly dosáhnout 320 mil. EUR. V této částce jsou zahrnuty paralelní příspěvky národním a evropským fondům pro pojištění vkladů a příspěvky do Fondu pro řešení krize.

Čistý zisk Erste v roce 2016 dle indikativního výhledu managementu nad 1 mld. EUR

Management rakouské bankovní skupiny upřesnil svůj výhled pro rok 2015. Erste očekává za rok 2015 rentabilitu vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (ROTE) při 10 % (dříve 8 -10 %). Vzhledem k nízkým úrovním nákladů rizika za 1-9M 2015 Erste poměrně očekávaně snížila výhled nákladů rizika pro letošní rok. Ten nyní počítá s hodnotami 750 – 950 mil. EUR. Erste Bank rovněž nastínila výhled hospodaření pro rok 2016. **Rakouská bankovní skupina očekává v letošním roce návratnost vlastního kapitálu při 10 – 11 %.**

Projekce hospodaření Erste Group (2015 – 2019)

V reakci na výraznější pokles nákladů rizika za první tři čtvrtletí 2015 a vyšší ziskovost Erste jsme upravili naši projekci hospodaření ERSTE pro rok 2015 i zbývající léta v rámci projektovaného období. Největších změn v projekci hospodaření Erste v porovnání s původní analýzou doznal předpokládaný vývoj nákladů rizika.

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření Erste Group za období 2015 - 2019

Mil. EUR	2014	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Čisté úrokové výnosy	4 495	4 425	4 475	4 654	4 817	4 985
Výnosy z poplatků a provizí	1 870	1 827	1 810	1 828	1 846	1 865
Ostatní výnosy	513	530	565	570	560	560
Celkové provozní výnosy	6 878	6 782	6 850	7 052	7 223	7 410
Provozní náklady	3 787	3 832	3 889	3 910	3 938	3 977
Provozní zisk	3 091	2 950	2 961	3 142	3 285	3 433
Tvorba rezerv a opravných položek	(2 083)	(759)	(711)	(790)	(830)	(850)
Ostatní výsledek hospodaření	(1 753)	(420)	(360)	(340)	(340)	(340)
Zisk před zdaněním	(745)	1 772	1 890	2 012	2 115	2 243
Daň z příjmů	(521)	(478)	(489)	(503)	(529)	(561)
Čistý zisk připadající akcionářům	(1 382)	948	1 080	1 217	1 294	1 352

Zdroj: Fio banka, a.s.

Management Erste Bank v rámci výhledu pro letošní rok indikativně uvedl, že očekává **rentabilitu vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (ROTE) při 10 – 11 %**. Výhled managementu Erste vychází z předpokládaných průměrných hodnot vlastního kapitálu banky v závěru letošního roku. **Čistý zisk rakouské bankovní skupiny by tedy v letošním roce měl dosáhnout hodnot vyšších 1 mld. EUR**. Domníváme se, že na provozní úrovni Erste Group v letošním roce výrazné zlepšení v porovnání s předchozím rokem nezaznamená. V rámci naší projekce **předpokládáme meziroční stagnaci provozního zisku banky**. **Očekávaný meziroční nárůst čistého zisku Erste (+14 %) by se tak měl rekrutovat především z nižších položek výsledovky** (nižší náklady rizika, pokles bankovních daní, nižší efektivní daňová sazba).

Úrokové výnosy banky budou v letošním roce dle našeho odhadu meziročně vyšší o 1 - 2 %. Vzhledem k expanzivní monetární politice ECB oživení úrokových sazeb na trhu v letošním roce a pravděpodobně ani v první polovině příštího roku nic nenasvědčuje. Na všech klíčových trzích Erste Group bude pravděpodobně v letošním roce docházet ke stagnaci případně pokračujícímu poklesu úrokových sazeb (Rumunsko, Maďarsko). Přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb s negativním dopadem na čistou úrokovou marži banky by měly převážet vyšší klientské obchodní objemy banky. Příznivé hospodářské podmínky na klíčových trzích střední a východní Evropy by měly podpořit růst úvěrů. **Meziroční růst objemu úvěrů předpokládáme v letošním roce při 4 - 5 %**. Úvěrové obchody generují přibližně 73 % úrokových výnosů banky. Čistá úroková marže zaznamenaná dle naší projekce jen mírný pokles. Pozitivně by na její výši měl působit rostoucí podíl úvěrů banky mimo domácí rakouský trh, kde Erste dosahuje téměř poloviční úrokové marže v porovnání se zahraničními dceřinými společnostmi.

Očekáváme, že **na straně úrokových nákladů se Erste Bank podaří vzhledem k nízkým úrokovým sazbám na trhu snížit náklady financování z vlastních emitovaných dluhopisů**. Erste Bank v letošním roce čeká splacení jistiny emitovaných dluhopisů v souhrnné výši cca 4 mld. EUR, což představuje cca 14 % celkového emitovaného dluhu bankou. V následujících pěti letech pak Erste bude maturovat téměř polovina emitovaného dluhu.

Poplatkové výnosy banky budou v letošním roce pod tlakem regulace mezibankovních poplatků z karetních transakcí. Celoroční negativní dopad do hospodaření Erste v letošním roce z titulu regulace mezibankovních poplatků by měl činit cca 40 mil. EUR (cca 2 % poplatkových výnosů banky v roce 2015). Pro letošní rok proto očekáváme stagnující až mírně klesající poplatkové výnosy banky. Ve střednědobém výhledu rovněž nepočítáme s výraznou růstovou dynamikou poplatkových výnosů Erste Bank. Téměř 50 % poplatkových výnosů banky generují transakční poplatky. Navzdory růstu počtu i objemu transakcí, příjmy z nich tomu adekvátně nerostou. Zřetelným trendem je přesun klientů banky k levnějším formám elektronického bankovníctví. Pozorovatelným trendem je rovněž vzhledem k rostoucímu konkurenčnímu tlaku zavádění nejrůznějších věrnostních programů a snižování cen základních finančních služeb.

***Snížení provozních nákladů v Rakousku
nebude otázkou letošního roku***

Vzhledem k horší provozní efektivnosti rakouské banky vidíme nadále **prostor pro úsporná opatření banky zejména na domácím rakouském trhu**. Ty ale velmi pravděpodobně nebudou záležitostí letošního roku. Management Erste již v rámci konferenčního hovoru za 3Q 15 předeslal v rámci výhledu pro letošní rok, že očekává nárůst provozních nákladů z titulu implementace regulačních pravidel i stěhování banky do nového ústředí na domácím rakouském trhu.

Podíl provozních nákladů k celkovým provozním výnosům (Cost to income) dosáhne v letošním roce dle našeho odhadu 56,7 %, což představuje téměř totožné hodnoty, jež očekáváme za minulý rok.

Tabulka č. 6 Výhled dividendové politiky Erste Bank

	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní výnosy	6 782	6 850	7 052	7 223	7 410
Provozní náklady	3 832	3 889	3 910	3 938	3 977
Cost to income	56,5 %	56,7 %	55,4 %	54,5 %	53,6 %

Zdroj: Fio banka, a.s.

***Nižší náklady rizika budou představovat
podpůrný faktor ziskovosti Erste i
v letošním roce***

Náklady rizika byly stěžejním driverem oživení ziskovosti Erste z minulého roku a předpokládáme, že i v letošním roce budou při 50 – 60 b.b úvěrového portfolia představovat podpůrný faktor vyšší ziskovosti Erste. Vzhledem k výraznějšímu poklesu nákladů rizika v porovnání s naším očekáváním z úvodu minulého roku jsme přistoupili k výrazné revizi našeho výhledu pro vývoj nákladů rizika. Ve střednědobém horizontu napříč celým úvěrovým cyklem považujeme za udržitelné **náklady rizika Erste při 60 – 70 b.b. průměrného úvěrového portfolia**.

V letošním roce lze očekávat pozitivní dopad do hospodaření Erste z titulu nižších bankovních daní v Maďarsku i na Slovensku. Zatím nenaplněným přáním managementu Erste zůstává snížení bankovních daní v Rakousku, které by mělo kompenzovat rakouským bankám příspěvky do Fondu pojištění vkladů. Na základě rétoriky rakouských vládních představitelů vidíme jaké poměrně reálné, že k určitému snížení bankovních daní v Rakousku tamní vláda přistoupí.

Vítaným jednorázovým příjmem pro Erste bude v letošním roce představovat podíl na výnosu z prodeje karet asociace Visa Europe americkému vydavateli platebních karet Visa Inc. Management Erste indikativně uvedl, že příjem banky (pravděpodobně ve 3Q 2016) by se měl pohybovat v řádu nižších desítek mil. EUR.

Naši projekci čistého zisku pro rok 2015 i 2016 jsme zejména vzhledem k nižší očekávané tvorbě opravných položek a rezerv zvýšili o 30 %, respektive 20 %. Naše odhady čistého zisku na akcii (EPS) ve výši 2,2 EUR (2015) a 2,5 EUR (2016) jsou téměř v souladu s konsenzuálním očekáváním trhu při 2,2 EUR na akcii, respektive 2,6 EUR na akcii.

***V letošním roce lze očekávat nižší
bankovní daně v Maďarsku i na Slovensku***

Sektorové srovnání

Akcie Erste Bank se obchodují s diskontem vůči průměrným hodnotám referenční skupiny bank působících v regionu CEE. Z komparativní analýzy bank středoevropského regionu, kterou dokumentuje tabulka níže, je patrné, že banky v regionu CEE jsou nyní oceněny v průměru při 1,2 násobku P/BV 2016 a 12,5 násobku očekávaného čistého zisku za rok 2016. Nižší obchodované násobky Erste Group reflektují nižší rentabilitu rakouské finanční skupiny v porovnání s bankami v regionu CEE i její vyšší rizikový profil (vyšší finanční páka).

Tabulka č. 4 Obchodované násobky Peer Group za 2015 a 2016

	P/E 15	P/E 16	P/BV 15	P/BV 16
Komerční banka	15,23	15,11	1,90	1,88
Raiffeisen Bank	21,68	10,19	0,43	0,42
PKO Bank	11,07	11,15	1,03	0,98
Bank Pekao	15,2	16,66	1,53	1,53
mBank	10,89	12,54	1,09	1,03
BZ Zachodni	13,59	11,97	1,30	1,23
Alior Bank	13,06	11,45	1,24	1,12
Bank Handlowy	15,26	16,53	1,41	1,41
OTP Bank	19,77	10,02	1,30	1,20
Banca Transilvania	4,97	10,97	1,19	1,17
ERSTE BANK	11,32	9,94	0,98	0,91
Průměr odvětví	13,89	12,49	1,22	1,18
Medián odvětví	13,59	11,5	1,24	1,17

Zdroj: Bloomberg

Aktuální relativní ocenění akcií Erste na úrovni 0,9x P/BV 2016e a 9,9x P/E 2016e vyznívá pro akcie Společnosti příznivě v porovnání s průměrnými hodnotami středoevropských bankovních akcií při 12,5x P/E 16 a 1,18x P/BV 16. Je patrné, že trh oceňuje více (>1,5x P/BV) akcie silně kapitalizovaných bank s nadprůměrnou rentabilitou a vyššími dividendovými výnosy (Komerční banka, Bank Pekao, Bank Handlowy). V tomto světle je diskont akcií Erste opodstatněný. Přesto si myslíme, že akcie Erste Bank mají **prostor pro růst relativního ocenění zejména vzhledem k vyššímu růstovému potenciálu Společnosti na trzích CEE** v porovnání s ostatními bankami srovnávací skupiny. Věříme, že pokud Erste bude v následujících čtvrtletích vykazovat konzistentní provozní výkonnost, dále upevňovat svou kapitálovou přiměřenost a své akcionáře pravidelně odměňovat výplatou dividendy při výplatním poměru vyšším 30 % čistého zisku, mohou obchodované násobky Erste dále expandovat nad své aktuální (a současně pětileté historické průměry) při 1,2x P/TBV.

Tabulka č. 5 Vybrané finanční ukazatele Peer Group 1 – 9M 2015

	CET 1	Dvd. výnos 16	Cost to income	NPL (%)	ROE	ROA
Komerční banka	16,4 %	6,2 %	44,3 %	3,2 %	12,8 %	1,4 %
Raiffeisen Bank	10,8 %	0,0 %	57,4 %	12,1 %	6,3 %	n.a.
PKO Bank	13,2 %	3,5 %	52,2 %	6,9 %	10,2 %	1,1 %
Bank Pekao	17,7 %	6,2 %	45,8 %	6,3 %	10,4 %	1,5 %
mBank	14,1 %	3,7 %	47,4 %	5,9 %	12,1 %	1,0 %
BZ Zachodni	13,5 %	4,3 %	46,3 %	8,1 %	14,1 %	1,9 %
Alior Bank	10,3 %	0,0 %	49,1 %	8,6 %	11,3 %	1,1 %
Bank Handlowy	16,2 %	8,0 %	65 %	4,7 %	14,0 %	1,4 %
OTP Bank	13,5 %	2,7 %	49,6 %	18,4 %	11,1 %	1,3 %
Banca Transilvania	14,9 %	0,0 %	49,4 %	9,5 %	11,2 %	1,3 %
Erste Bank	11,5 %	1,9 %	56,0 %	7,4 %	9,9 %	0,5 %
Průměr odvětví	13,8 %	3,3 %	51,1 %	8,3 %	11,2 %	1,2 %
Medián odvětví	13,5 %	3,5 %	49,4 %	7,4 %	11,2 %	1,2 %

Zdroj: Bloomberg

Akcie Erste nejsou dividendovým titulem

Rentabilita Erste je v rámci regionu CEE podprůměrná

Prostor pro růst ziskovosti z hlediska úsporných opatření

Předpokládáme pokračující pozitivní vývoj v kvalitě úvěrového portfolia banky

Kapitálová přiměřenost Erste zůstává navzdory meziročnímu zlepšení v rámci středoevropského bankovního sektoru **spíše podprůměrná**. V kontextu pokračující normalizace zisků za 1-9 M 15 a nepatrného poklesu objemu rizikově vážených aktiv (RWA) posílila kapitálová pozice banky Tier 1 dle standardů Basel III k úrovni 11,5 %, což je stále zřetelně níže v porovnání s průměrnými hodnotami bank regionu CEE (14%).

I vzhledem k mírnějšímu návrhu kapitálových požadavků ze strany národního regulátora (z titulu zavedení kapitálových rezerv pro krytí systémového rizika) je **obnovení výplaty dividendy za loňský rok velmi pravděpodobné**. Předpokládáme, že management Erste bude v následujících letech preferovat postupné budování kapitálového polštáře před vyšším výplatním poměrem pro dividendu. Ten dle našeho odhadu zůstane na udržitelných (z hlediska organického růstu Společnosti) úrovních 30 – 35 % generovaného zisku. **Očekávaný dividendový výnos akcií Erste na úrovni 1,9 % tak patří k nižším**, nicméně akcie Erste nejsou investory primárně vnímány jako dividendový titul.

Tabulka č. 6 Výhled dividendové politiky Erste Bank

	2015	2016	2017	2018	2019
Čistý zisk	948	1 078	1 217	1 294	1 352
Výplatní poměr	25 %	30 %	35 %	35 %	35 %
Očekávaná dividend na akcii	0,5	0,75	1	1,1	1,1
Výplata dividend	238	323	426	453	473

Zdroj: Fio banka

Dosahovaná rentabilita vlastního kapitálu Erste očištěná o inflaci nedosahuje mediánových hodnot středoevropského bankovního sektoru. Nicméně v minulém roce dosáhla nejvyšších hodnot za posledních sedm let a převyšuje reportované hodnoty většiny západoevropských bank, jejichž návratnost vlastního kapitálu nepokrývá náklady na kapitál. Vypovídací schopnost komparace omezuje **nižší podíl vlastního kapitálu Erste k celkovým aktivům** i odlišné ekonomické prostředí jednotlivých zemí. Podíl vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek vůči celkovým aktivům dosahuje v případě peer group hodnot vyšších 10 %, u Erste je to necelých 5 %. Ukazatel rentability celkových aktiv (ROA) tak představuje vhodnější měřítko profitability bank a ziskovost Erste ukazuje v horším světle. Výnosnost celkových aktiv Erste je cca poloviční vůči průměrným hodnotám referenční skupiny.

Očekávaných vyšších zisků lze obtížně dosáhnout bez nákladových úspor na domácím rakouském trhu. **Provozní efektivnost Erste Group** vyjádřená poměrem provozních nákladů k provozním výnosům banky (Cost to income) patří v komparaci s průměrnými dosahovanými hodnotami v regionu CEE (51 %) k podprůměrným zejména vzhledem k vyšším provozním nákladům banky na domácím trhu. Případný pokles OPEX Erste by se však promítl více na ziskovosti Společnosti v porovnání s bankami vyznačujícími se vyšší provozní efektivností.

Úvěrové portfolio bankovní skupiny dosahuje z hlediska podílu rizikových úvěrů (NPL) na celkové úvěrové expozici banky (7,5%) **průměrné kvality**. Za posledních pět let však vykázala Erste v uplynulém roce nejnižší hodnoty nesplácených úvěrů. Kvalita úvěrového portfolia banky se v předešlém roce zlepšila zejména v návaznosti prodeje rizikových úvěrů na rumunském, maďarském i chorvatském trhu. Předpokládáme, že v letošním roce bude dále docházet k poklesu podílu nesplácených úvěrů vzhledem k relativně dobré makroekonomické kondici regionu CEE i nízkým úrokovým sazbám na trhu.

Ocenění Společnosti

Pro určení vnitřní hodnoty akcií Erste Group jsme zvolili dvoufázový dividendový diskontní model. Hlavní hodnotu Společnosti spatřujeme v jejím budoucím výnosovém potenciálu.

První fáze pokrývající pět let finančního plánu (2015 – 2019) je založena na diskontovaných projektovaných dividendách. Druhá fáze modelu pokrývající terminální hodnotu Společnosti vychází z **implikované hodnoty P/TBV dle vzorce $P/BV(x) = (ROE-g) / (CoE-g)$** a projektované účetní hodnoty vlastního kapitálu banky očištěného o nehmotný majetek ke konci první fáze projektovaného období (2019).

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, přičemž bezprecedentně nízké výnosy státních dluhopisů vyžadují dle našeho názoru individuální přístup pro jednotlivé roky první fáze ocenění, jak dokumentuje tabulka níže.

Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 1,3 jsme převzali z databáze Bloomberg. Prémii za tržní riziko jsme odvodili jako vážený průměr jednotlivých rizikových přírážek zemí působnosti Erste Group, které vychází z modelu A. Damodarana. Rizikové přírážky jsou váženy dle podílu jednotlivých zemí na celkových úrokových výnosech skupiny Erste.

Tabulka č. 7 Stanovení diskontní míry

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Bezriziková výnosová míra	1%	1%	1,5%	2%	2%
BETA	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Riziková prémie	6%	6%	6%	6%	6%
Náklady vlastního kapitálu	8,8 %	8,8 %	9,3 %	9,8 %	9,8 %

Zdroj: Fio banka

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru (g) na úrovni 2,5%. V dlouhodobém investičním horizontu považujeme v případě Společnosti za udržitelnou návratnost vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (RoTE) na úrovni 11 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 9,8 % při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 2 %.

Výsledné ocenění akcií Erste Group metodou dvoufázového diskontního modelu dokumentuje tabulka na následující straně.

*Ocenění společnosti na základě
dvoufázového dividendového diskontního
modelu*

*Vstupní parametry modelu: g: 2,5 %, ROTE
11 %, CoE 9,8 %*

Tabulka č. 8 Ocenění společnosti Erste Group (mil. EUR)

	2015	2016	2017	2018	2019
Čistý zisk	948	1 080	1 217	1 294	1 352
Výplatní poměr	25 %	30 %	35 %	35 %	35 %
Dividenda na akcii	0,5	0,75	1	1,1	1,1
Výplata dividend	238	323	426	453	473
Diskontní faktor	0,92	1,00	1,09	1,21	1,32
Diskontovaný tok dividend	259	323	390	376	358

Zdroj: Fio banka
Tabulka č. 9 Rekapitulace ocenění Erste Group

Vstupní parametry modelu	
RoTE	11 %
Náklady vlastního kapitálu	9,8 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,5 %
Implikovaná hodnota P/TBV	1,16x
Účetní hodnota VK (2019e)	13 001
Terminální hodnota	15 138
Současná hodnota TV	11 436
Současná hodnota dividend	1 706
Ocenění společnosti	13 141
Počet emitovaných akcií	429,8 mil.
Cílová cena (12M)	30,6 EUR
Kurz CZK/EUR k 2. 2. 2016	27,03 Kč/EUR
Cílová cena (12M)	820 Kč

Zdroj: Fio banka

Při potenciálním výnosu 23 % stanovujeme naši cílovou cenu pro akcie Erste při investičním horizontu 12 měsíců na úrovni 820 Kč.

Na základě výše uvedených předpokladů odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Erste Group ve výši 820 Kč. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Společnosti zvyšujeme pro akcie Erste Bank naše investiční doporučení z původního „akumulovat“ na „koupit“.

Cílová cena 820 Kč na akcii vychází z aktuálního kurzu vyhlášeného ČNB při 27 Kč/EUR. Investor by měl mít na paměti, že při ukončení kurzového závazku ČNB v závěru letošního roku případně v úvodu následujícího roku bude velmi pravděpodobně docházet k posilování kurzu české koruny vůči euru. Lze tedy předpokládat „technickou“ korekci na titulu Erste čistě z titulu měnového přepočtu kurzu akcií Erste z primárního trhu ve Vídni do českých korun.

Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka demonstruje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie na vybrané vstupní parametry oceňovacího modelu. V našem případě se jedná o diskontní sazbu v rámci pokračující hodnoty, dlouhodobou růstovou míru a předpokládanou udržitelnou návratnost vlastního kapitálu banky očištěného o nehmotný majetek.

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 87 % odhadované hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentují tabulka č. 10 a č.11.

Tabulka č. 10 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

Dlouhodobá míra růstu	Náklady vlastního kapitálu (2. fáze)				
	9 %	9,5 %	9,8 %	10,1 %	10,5 %
1,5 %	882	833	807	782	752
2 %	893	841	813	786	754
2,5 %	907	850	820	791	757
3 %	923	860	826	802	759
3,5 %	941	872	835	809	762

Zdroj: Fio banka

Naše odhady pro dlouhodobě udržitelnou návratnost vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (RoTe) při 11 % jsou jeden procentní bod pod střednědobým avizovaným cílem Erste a představují z našeho pohledu nejpravděpodobnější základní scénář vývoje relevantních veličin.

Uvažovaný scénář, kdy Erste bude schopna ve střednědobém horizontu dosahovat návratnosti vlastního jmění při 12 % a nákladech vlastního kapitálu 9,8 % by tak představoval optimistický scénář vývoje hospodaření společnosti s odhadovanou cílovou cenou 903 Kč na akcii.

Tabulka č. 11 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

Náklady vlastního kapitálu	ROTE				
	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
8,8 %	738	835	932	1 030	1 127
9,3 %	691	781	872	962	1 052
9,8 %	651	735	820	903	987
10,3 %	616	695	773	852	931
10,8 %	585	659	733	807	881

Zdroj: Fio banka

Udržitelná návratnost vlastního kapitálu při 11 % představuje z našeho pohledu nejpravděpodobnější scénář vývoje relevantních veličin.

SWOT analýza

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

Silné stránky

- ✓ Silné tržní postavení banky v retailovém segmentu v regionu CEE
- ✓ Tradiční a silný brand dceřiných společností na trzích působnosti
- ✓ Hustá síť bankovních poboček

Slabé stránky

- ✓ Vyšší podíl rizikových úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu
- ✓ Vyšší podíl provozních nákladů k provozním výnosům v Rakousku
- ✓ Podprůměrná kapitálová pozice banky
- ✓ Podprůměrná rentabilita (ROA)

Příležitosti

- ✓ Nízká úvěrová penetrace vůči HDP na trzích CEE
- ✓ Růstový potenciál rumunského trhu
- ✓ Příznivé makroekonomické prostředí v CEE
- ✓ Nákladová restrukturalizace na domácím rakouském trhu
- ✓ Snížení bankovních daní na domácím rakouském trhu
- ✓ Pokračující pokles nákladů rizika banky

Hrozby

- ✓ Rostoucí regulatorní požadavky zvyšující náklady podnikání
- ✓ Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokovou marži
- ✓ Dlouhodoběji přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb
- ✓ Iniciativa zavedení bankovních daní z finančních transakcí v EU
- ✓ Politické iniciativy na trzích Erste při ochraně spotřebitelů

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu.

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 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 (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 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 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 9.2.2016 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 3 doporučení koupit, 1 doporučení držet, 1 doporučení redukovat a 1 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