

Erste Group

Doporučení: **DRŽET**
Cílová cena: **980 Kč**

Erste Group Bank (BAAERBAG)

Souhrn doporučení

Aktuální doporučení	DRŽET
Předchozí doporučení (4. 2. 2016)	Koupit
Cílová cena (12M):	980 Kč
Minulá cílová cena (4. 2. 2016)	820 Kč
Datum vydání:	5. 10. 2017

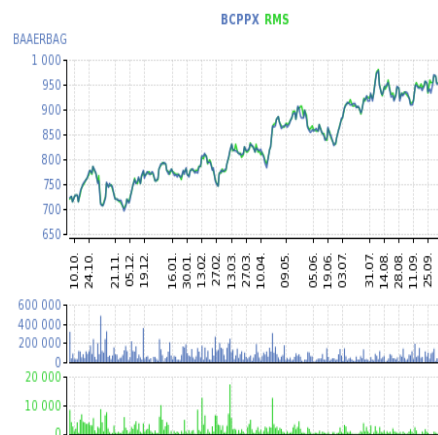
Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Erste Group Bank	+8,4	+15,7	+36,4
Index PX	+7,2	+7,1	+21,7
STOXX EUR. 600 Banks	+3,4	+5,3	+34,5

Erste Group Bank (BAAERBAG)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Ticker:	BAAERBAG (BCPP)
Počet vydaných akcií:	429,8 mil. ks.
Free float:	64 %
Tržní kapitalizace:	389 795 mil. Kč
Dividenda (2017e)	1,2 EUR
Uzavírací cena 4. 10. 2017	953 Kč
Roční maximum:	983,00 Kč
Roční minimum:	655,60 Kč

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



Zdroj: Fio banka

▪ V předkládané analýze akciového titulu společnosti Erste Group (dále také „Erste“ nebo „Společnost“) aktualizujeme naši cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie Společnosti. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke **zvýšení naší cílové ceny pro akcie Erste z 820 Kč na 980 Kč**, přičemž vzhledem k aktuální tržní ceně akciového titulu **snižujeme naše investiční doporučení ze stupně „koupit“ na „držet“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Erste Group představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců cca 3% kapitálový výnos. Se započtením předpokládané dividendy za rok 2017 ve výši 1,2 EUR pak potenciální celkový výnos představuje cca 6%.

▪ Ke **zvýšení naší cílové ceny** jsme přistoupili v návaznosti na vyšší očekávanou ziskovost rakouské banky v porovnání s naší předchozí projekcí. Stěžejním činitelem vyšší ziskovosti rakouské banky zůstávají nízké rizikové náklady na pozadí nízkých úrokových sazeb a dobrých makroekonomických podmínek středoevropského regionu. V porovnání s tržní projekcí dle dat agentury Bloomberg při EPS (2017) 2,9 EUR a EPS (2018) 3,0 EUR jsou naše odhady ziskovosti (EPS/17 2,9 EUR a EPS/18 3,1 EUR) mírně optimističtější.

▪ **Valuace Společnosti** při 1,17x P/BV (2017) a 12,7x P/E (2017) reflektuje dle našeho názoru dostatečně ziskové perspektivy rakouské bankovní skupiny. Relativně komfortní kapitálová pozice umožní Erste zvýšit výplatní poměr pro dividendu za rok 2017 a pokračovat v progresivní dividendové politice. Navzdory meziročně stagnujícímu reportovanému zisku by Erste měla dle našeho odhadu vyplatit za rok 2017 při 40% výplatním poměru 1,2 EUR na akcii, což ve vztahu k aktuálnímu tržnímu kurzu akcií Erste odpovídá dividendovému výnosu 3,3%.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Erste Group

Projekce hospodaření (mil. EUR)	2016	2017e	2018e	2019e
Provozní výnosy	6 691	6 625	6 983	7 309
Provozní zisk	2 663	2 528	2 832	3 249
Čistý zisk	1 265	1 244	1 309	1 456
Dividenda (DPS)	1 EUR	1,2 EUR	1,3 EUR	1,5 EUR
Valuace	2016	2017e	2018e	2019e
P/BV	0,95x	1,17x	1,10x	1,04x
P/E	9,50x	12,71x	12,08x	10,86x
Dividendový výnos	3,6 %	3,3 %	3,6 %	4,1 %
Vybrané parametry	2016	2017e	2018e	2019e
CET1	12,8 %	13,1 %	13,1 %	13,4 %
Provozní náklady / výnosy	60,2 %	61,8 %	59,4 %	55,5 %

Zdroj: Erste Group, Fio banka

INVESTIČNÍ TEZE

Růst evropských bankovních titulů byl z velké míry tažen expanzí valuačních násobků.

Expanze valuačních násobků odráží lepší ziskové perspektivy evropských bank.

Zahraníční cílové trhy Erste patří svou makroekonomickou výkonností k premiantům.

Hlavní generátory ziskovosti Erste by z příznivých makroekonomických podmínek měly těžit.

Ve střednědobém období vidíme jako udržitelnou návratnost vlastního kapitálu (RoTE) na úrovni 11 %.

Kapitálová vybavenost umožní Erste vyplatit vyšší dividendu.

Současné tržní ocenění Erste nepovažujeme za investičně atraktivní.

- Akcie Erste Group zpevnily za posledních 12 měsíců o 37,9 % a svou výkonností předčily evropský bankovní index STOXX EUR. 600 Banks (+34,7 % r/r). Zisky bank zahrnutých v evropském bankovním indexu zaznamenaly za období 1H/16 – 1H/17 v průměru nižší dynamiku růstu než činila výkonnost indexu. Růst kurzu akcií evropského bankovního sektoru za uplynulých 12 měsíců byl podstatnou měrou tažen **expanzí valuačních násobků** (P/E(1H/16) 13,6x -> P/E (1H/17) 15,8x a P/BV (1H/16) 0,73x -> P/BV (1H/17) 0,96x).
- Expanze valuačních násobků evropských finančních titulů v průběhu posledních 12 měsíců odráží **příznivější ziskové perspektivy evropských bank v návaznosti na růst inflačních očekávání** na starém kontinentu a blížící se zahájení utahování monetární politiky ze strany ECB. V České republice, která představuje klíčový zahraniční trh pro Erste, zahájila ČNB zvyšování své základní úrokové sazby jako první centrální banka v EU již v srpnu a v listopadu s vysokou pravděpodobností zvýší základní úrokovou sazbu o dalších 25 bazických bodů.
- Postupné utahování monetární politiky umožňují evropským centrálním bankéřům zlepšující se makroekonomické podmínky v Evropě, přičemž zahraniční cílové trhy Erste patří optikou makroekonomické výkonnosti mezi premianty (Česká republika, Rumunsko). Růst HDP v regionu CEE je tažen zejména spotřebou domácností na pozadí nízké nezaměstnanosti a akcelerujícího růstu mezd. V hospodářských číslech Erste, která zaujímá silné tržní postavení v retailovém segmentu, se dobrá makroekonomická kondice regionu CEE odráží v nízkých rizikových nákladech (15 bp. za 1H/17) i vyšší dynamice růstu úvěrového portfolia (+3,4 % za 1H/17).
- Prognóza pro **hlavní generátory ziskovosti** Erste je příznivější v porovnání s obdobím před 12 měsíci. Obrát ve vývoji **čisté úrokové marže** očekáváme od roku 2018 v návaznosti na postupný růst úrokových sazeb. Slabší úvěrová penetrace v regionu CEE společně se slibnou prognózou pro růst tamějších ekonomik v letech 2017-18 podpoří **růst úvěrového portfolia** Erste. Na pozadí příznivých makroekonomických podmínek očekáváme nadále zlepšující se kvalitu úvěrového portfolia Banky a její rizikové náklady v letech 2017-18 předpokládáme pod normalizovanou úrovní 50 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia.
- Naše **prognóza čistého zisku na akcii** počítá s hodnotami **2,9 EUR (2017) a 3,1 EUR (2018)**. Předpokládáme, že Erste je schopna generovat ve střednědobém horizontu normalizovanou návratnost vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (RoTE) na úrovni $\geq 11\%$, tedy nad odhadovanými náklady vlastního kapitálu (CoE) ve výši 10 %. Naše střednědobá projekce předpokládá dosažení vlastního cíle Banky pro poměr nákladů k výnosům na úrovni 55 % a normalizované rizikové náklady ve výši 50 bazických bodů úvěrového portfolia.
- Aktuální relativní ocenění akcií Erste na úrovni 1,2x P/BV 2017 a 12,7x P/E 2017 vyznívá pro akcie Erste příznivě v komparaci s referenční skupinou bank regionu CEE, nicméně dlouhodobě přetrvávající diskont v ocenění akcií Erste vnímáme jako opodstatněný vzhledem k nižší ziskovosti Erste i vyššímu rizikovému profilu.
- Kapitálová vybavenost Banky (CET1 13,2 %) je v porovnání s bankami regionu CEE podprůměrná, nicméně ve vztahu k regulatorním požadavkům dostačující. Očekáváme, že přes meziročně stagnující zisk bude Erste v **letošním roce pokračovat při vyšším výplatním poměru v progresivní dividendové politice**. Výplatní poměr pro naši odhadovanou dividendu 1,2 EUR na akcii (3,3% výnos) odpovídá cca 40 % projektovaného čistého zisku za rok 2017.
- Ve vztahu k naší nové cílové ceně ve výši 980 Kč na akcii představuje potenciální kapitálový výnos $< 5\%$. Domníváme se, že v aktuálním tržním kurzu jsou dostatečně promítnuty ziskové perspektivy Banky. Současné tržní ocenění akcií Erste nepovažujeme za investičně atraktivní a v souladu s naší interní metodikou stanovujeme pro akcie Erste **investiční doporučení „držet“**.

HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP ZA 1H 2017

Čistý zisk Erste Group dosáhl za 1H/17 výše 625 mil. EUR, což reprezentuje návratnost vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek na úrovni 11,2 %. Rentabilita Banky za první pololetí tak s rezervou převyšuje dolní hranici cíle pro rok 2017 ve výši 10 %. Výsledky za první pololetí ukazují, že Banka je schopna dobře prosperovat i v prostředí nízkých úrokových sazeb. Pozitivní překvapení pololetních výsledků pro nás představuje obrat v klesajícím trendu poplatkových výnosů Banky z posledních let. Erste rovněž těží z dobrých makroekonomických podmínek regionu CEE, což odráží akcelerující růst úvěrového portfolia na zahraničních trzích CEE i nízké rizikové náklady Banky.

Za první pololetí dosáhly provozní výnosy Erste ve výši 3,29 mld. EUR (-0,7 % r/r) téměř totožných hodnot jako v 1H/16. Stabilizace provozních výnosů dosáhla Erste v 1H/17 díky vyšším příjmům z poplatků (+3 % r/r).

Čistý úrokový výnos, který představuje klíčový zdroj příjmů Banky (65 % provozních výnosů) dosáhl v 1. pololetí 2,14 mld. EUR při meziročním poklesu o 2,3 %. Prostředí nízkých úrokových sazeb na trhu se negativně promítlo na reinvestičních výnosech z depozit a negativní dopad na čisté úrokové výnosy Banky měla i silná konkurence na úvěrovém trhu, která nadále stlačovala úvěrové marže. Růst obchodních objemů Banky nedokázal v 1. pololetí vykompenzovat meziroční pokles čisté úrokové marže. Úvěrové portfolio Erste se od začátku roku zvýšilo o 3,4 % na 135,1 mil. EUR zejména díky retailovému segmentu v České republice a na Slovensku. K meziročně stabilním čistým úrokovým výnosům potřebuje Erste dosáhnout alespoň 5% tempa růstu úvěrového portfolia, který by vykompenzoval pokles čisté úrokové marže. Růst vkladů o 5,5 % znovu svou dynamikou předčil úvěrovou aktivitu Banky. Čistá úroková marže Banky zaznamenala za první pololetí meziroční propad z 2,54 % (1H/16) na 2,40 % (1H/17). Stabilizaci čisté úrokové marže naznačuje její mezikvartální růst z 2,33 % (1Q/17) na 2,44 % (2Q/17).

Neúrokové výnosy se na celkových výnosech Banky podílely v prvním pololetí z 35 %. Pozitivním překvapením pololetních výsledků Erste pro nás je vývoj poplatkových výnosů Banky, které po několika kvartálech meziročních poklesů zaznamenaly v prvních dvou čtvrtletích meziroční nárůst v řádu nižších jednotek procent. **Čisté poplatkové výnosy** meziročně vzrostly o 2,9 % na 911 mil. EUR. Transakční poplatky, které reprezentují téměř polovinu poplatkových výnosů Banky, zůstaly v meziročním srovnání na přibližně totožných hodnotách (428 mil. EUR) jako v 1H/16. Snaha Erste o vyšší konverzi klientských depozit do investičních produktů s atraktivnějšími poplatkovými výnosy pro Banku (podílové fondy, penzijní fondy) přináší ovoce. Zatímco poplatkové výnosy Erste z úvěrových obchodů v prvním pololetí meziročně klesly (-21 % r/r), významný nárůst zaznamenala Erste u poplatkových výnosů z investičních produktů. Ostatní výnosy Banky se navzdory slabším výnosům z obchodování (-14 % r/r) v porovnání se stejným obdobím o rok dříve téměř nezměnily a v prvním pololetí dosáhly 239 mil. EUR.

Tabulka č. 2 Hospodaření Erste Group za 1H 2017

mil. EUR	1H 2017	1H 2016	Změna	FY 2016	FY 2015	% změna
Čisté úrokové výnosy	2 143	2 194	-2,3 %	4 374,5	4 444,7	(10,8 %)
Výnosy z poplatků a provizí	910,9	884,9	+2,9 %	1 783,0	1 861,8	(16,1 %)
Ostatní výnosy	238,9	237,7	+0,5 %	533,7	465,3	+ 74 %
Celkové provozní výnosy	3 292,8	3 316,6	-0,7 %	6 691,2	6 771,8	(8,6 %)
Provozní náklady	(2 003,5)	(1 980,3)	1,2 %	(4 028,2)	(3 868,9)	(8,1 %)
Provozní zisk	1 289,3	1 336,3	-3,5 %	2 663,0	2 902,9	(9,1 %)
Tvorba rezerv a opravných položek	(104,3)	(25,8)	>100 %	(195,7)	(729,1)	+9,2 %
Čistý zisk před zdaněním	1 300	1 354	(4,0 %)	1 950,4	1 639,1	(11,8 %)
Daň z příjmu	(260)	(275)	(5,5 %)	(413,6)	(363,9)	(18,2 %)
Čistý zisk připadající akcionářům banky	624,7	841,7	-25,8 %	1 264,7	968,2	(15,0 %)

Zdroj: Erste Group

Provozní náklady za první pololetí 2017 vzrostly na 2,0 mld. EUR (meziročně +1,2 %) zejména vlivem investic do informačních technologií. Ukazatel provozní efektivity (náklady/výnosy) zůstává nadále na slabších hodnotách (60,8 %) ve srovnání s referenční skupinou bank středoevropského regionu. Slabou stránkou Erste zůstává provozní efektivita Banky na domácím rakouském trhu. Na velmi fragmentovaném bankovním trhu (5 největších bank spravuje cca 36 % bankovních aktiv) s tradičně velkou rolí regionálních spořitelů dosahuje podíl provozních nákladů banky na celkových výnosech více než 60 %. Průměrná hodnota ukazatele pro banky středoevropského regionu přitom dosahuje cca 50 %. Mimo domácí trh (v rámci regionu CEE) dosahuje Erste Group příznivějších hodnot při 49 %. Vyšší poměr nákladů k výnosům rakouských bank se stal předmětem kritiky i rakouské centrální banky.

Příznivé makroekonomické podmínky v regionu CEE odráží nízké rizikové náklady Erste.

Náklady na riziko dosáhly za 1H/17 nízkých hodnot při 104 mil. EUR (-69 % r/r), což v relativním vyjádření představuje 15 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia. Rizikové náklady Banky tak setrvávají pod dlouhodobými průměrnými hodnotami Erste i původním cílem managementu pro rok 2017 při 30 bp. průměrného klientského portfolia. Příznivé makroekonomické podmínky regionu CEE a nízké úrokové sazby na trhu přispěly v posledních letech ke stabilnímu snížení objemu úvěrů se selháním dlužníka. Podíl úvěrů v selhání (NPL) na celkovém úvěrovém portfoliu Banky dosáhl v prvním pololetí hodnoty 4,7 %, přičemž ještě v roce 2013 tento poměr činil 9,6 %.

Tabulka č. 3 Vybrané finanční ukazatele Erste Group (2013 – 1H 2017)

	2013	2014	2015	2016	1H 2017
Vykázaná rentabilita (ROE)	12,1 %	11,9 %	13,0 %	15,3 %	9,9 %
ROA	0,03 %	-0,70 %	0,49 %	0,62 %	0,50 %
Čistá úroková marže	2,69 %	2,65 %	2,59 %	2,51 %	2,40 %
Provozní náklady / Výnosy	55,7 %	55,1 %	57,1 %	60,2 %	60,8 %
NPL poměr	9,6 %	8,5 %	7,1 %	4,9 %	4,7 %
Klientské úvěry / depozita	104,3 %	98,6 %	98,4 %	94,7 %	92,8 %
Kapitálová přiměřenost (CET1)	11,4 %	10,6 %	12,0 %	12,8 %	13,2 %

Zdroj: Erste Group Bank, Bloomberg

Ziskovost Erste podpořil v letošním roce nižší bankovní daně v Rakousku.

Ziskovost Erste v prvním pololetí podpořily **nižší bankovní daně** na domácím rakouském trhu i v Maďarsku. V rámci ostatního výsledku hospodaření připadlo za první pololetí na bankovní daně 59,4 mil. EUR (107,6 mil. EUR ve 1H/16). Ostatní provozní výsledek hospodaření v záporné výši 210 mil. EUR zahrnuje vedle bankovních daní rovněž příspěvek do rezolučního fondu v souhrnné výši 65,4 mil. EUR.

Kombinací výše uvedených faktorů dosáhl **čistý zisk** za první pololetí 625 mil. EUR při **návratnosti hmotného vlastního kapitálu 11,2 %**. Za první pololetí 2017 poklesl čistý zisk Banky meziročně o 26 % vlivem vyšší srovnávací základny v prvním pololetí 2016 (jednorázový zisk z prodeje podílu ve společnosti VISA Europe 139 mil. EUR).

Ve vztahu k požadavkům regulátora je kapitálová vybavenost Erste relativně komfortní.

V kontextu pokračující normalizace ziskovosti **posiluje kapitálová pozice Banky**. Kapitálová přiměřenost (CET1) se zahrnutím pololetního čistého zisku za 1H/17 dosáhla úrovně 13,2 %. Kapitálová přiměřenost Erste dosahuje relativně komfortní úrovně vůči minimálním kapitálovým požadavkům ze strany regulátora (11,5 %). Erste rovněž nyní splňuje požadavky na kapitálovou přiměřenost dle pravidel Basel III účinných od roku 2019.

Přes silné první pololetí zůstal výhled hospodaření nezměněn.

Přestože management banky ponechal navzdory silnému prvnímu pololetí (ROTE 11,2 %) **výhled hospodaření** pro letošní rok beze změny (ROTE >10 %), z konferenčního hovoru vyplynulo, že vedení Erste Group předpokládá hladké překonání dolní hranice hospodářského výhledu. Hospodářský výhled Banky je založen na předpokladu 1) meziročně stabilních výnosů v nejlepší možné případě (při 5% růstu úvěrového portfolia), 2) meziročního růstu provozních nákladů Banky o 1 - 2 % zejména vlivem investic do informačních technologií. Nízké rizikové náklady by měly podpořit ziskovost Erste i ve druhé polovině roku, když vedení rakouské banky předpokládá přibližně stejné hodnoty jako v prvním pololetí.

Ve střednědobém období je cílovým stavem banky pro poměr provozních nákladů k výnosům úroveň 55 % (1H/17 60,8 %). Podíl rizikových úvěrů (NPL) na celkovém úvěrovém portfoliu banky by se ve střednědobém období měl přiblížit 3 % (1H/17 4,7 %). Dividenda Erste Group za letošní rok by se měla dle indikací managementu pohybovat v rozmezí 1 – 1,2 EUR na akcii.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP (2017 – 2020)

V letošním roce projektujeme meziroční stagnaci čistého zisku Erste při 1,24 mld. EUR, přičemž v roce 2018 předpokládáme nárůst čistého zisku Banky o 5 % na 1,31 mld. EUR. Pozitivní dopad na ziskovost Společnosti v následujících dvou letech by měl mít zejména růst čistých úrokových výnosů v návaznosti na akcelerující růst úvěrového portfolia Erste a obnovení růstu čisté úrokové marže. K jejímu oživení by měla přispět postupná normalizace měnové politiky ECB, pokračující růst sazeb v České republice i rostoucí zastoupení úvěrů na zahraničních trzích Erste.

Tabulka č. 4 Projekce hospodaření Erste Group 2017 – 2020 (mil. EUR)

Mil. EUR	2016	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Čistý úrokový výnos	4 375	4 300	4 508	4 779	5 098
Výnosy z poplatků a provizí	1 783	1 820	1 875	1 931	1 998
Ostatní výnosy	534	505	600	600	600
Celkové provozní výnosy	6 691	6 625	6 983	7 309	7 697
Provozní náklady	(4 028)	(4 097)	(4 151)	(4 060)	(3 983)
Provozní zisk	2 663	2 528	2 832	3 249	3 713
Tvorba rezerv a opravných položek	(196)	(276)	(436)	(617)	(761)
Zisk před zdaněním	1 950	1 993	2 106	2 342	2 653
Daň z příjmů	(414)	(418)	(442)	(492)	(557)
Čistý zisk připadající akcionářům	1 265	1 244	1 309	1 456	1 649

Zdroj: Fio banka

Vyhlíženého oživení na provozní úrovni hospodaření Erste Group se investoři pravděpodobně v letošním roce **nedočkají**. Celkové provozní výnosy Banky by měly být dle výhledu managementu Erste v nejlepším možném případě meziročně stabilní. Stabilní čisté úrokové výnosy podmiňuje management rakouské banky alespoň 5% tempem růstu úvěrového portfolia. Z našeho pohledu je dosažení 5% tempa růstu úvěrů v případě Erste v letošním roce pravděpodobně vzhledem k 3,8% růstu úvěrového portfolia za první pololetí 2017. Celkové provozní výnosy Erste by tak v letošním roce měly dle naší projekce zaznamenat jen nepatrný meziroční pokles o 1 % na 6,63 mld. EUR. Oživení růstu celkových provozních výnosů Erste očekáváme od roku 2018 v kontextu předpokládaného růstu čistých úrokových výnosů.

Námi odhadovaný průměrný **růst úvěrového portfolia Banky o 5,3 % (CAGR)** v horizontu naší projekce (2017 – 2020) v kombinaci s obnovením růstu čisté úrokové marže by měl vést k obnovení růstu čistých úrokových výnosů od příštího roku 2018. Předpokládáme, že nedávný růst reinvestičních výnosů na cílových trzích Erste v reakci na očekávané blížící se utahování monetární politiky v eurozóně a pokračující růst úrokových sazeb v České republice ztlumí tlak na čistou úrokovou marži Banky. Citlivost čistých úrokových výnosů Erste Group na pohyb tržních úrokových sazeb v České republice představuje jejich růst o cca 20 mil. EUR (cca 0,5 % NII) při zvýšení sazby PRIBOR o 20 bazických bodů.

Růst čisté úrokové marže na horizontu naší projekce podpoří dle našeho názoru rovněž **vyšší zastoupení úvěrů na zahraničních trzích na úkor domácího rakouského trhu**, kde Erste dosahuje téměř poloviční úrokové marže v porovnání se zahraničními dceřinými společnostmi. Mimo domácí rakouský trh (na trzích CEE) generuje Erste nyní přibližně 52 % provozních výnosů, přičemž domácí rakouský trh se na úvěrovém portfoliu Banky podílí z více než 50 %. Bankovní sektor v rámci regionu CEE vzhledem k nižší úvěrové penetraci ve srovnání se západoevropskými ekonomikami i lepším makroekonomickým vyhlídkám nevyčerpal svůj konvergenční potenciál. Společně se silným tržním postavením Erste v retailovém segmentu to vytváří dle našeho názoru předpoklad pro nadprůměrnou dynamiku růstu úvěrového portfolia Banky na trzích CEE v letech 2017 – 2020.

Letošní rok by měl přinést **obrat ve vývoji poplatkových výnosů** Banky. Poplatkové výnosy banky dosáhnou v letošním roce dle našeho odhadu 1,82 mld. EUR, což by znamenalo jejich 2% meziroční nárůst. Předpokládaný růst poplatkových výnosů v letošním roce podpoří vyšší výnosy z investičních produktů, které by měly vykompenzovat výpadek servisních poplatků z úvěrových produktů. Na horizontu naší prognózy (2017 – 2020) očekáváme průměrný růst čistých poplatkových výnosů banky o 2,5 %.

Pozitivní vliv na hospodaření Erste Group budou mít v rámci ostatního výsledku hospodaření nižší bankovní daně v Rakousku o více než 100 mil. EUR (dosud cca 130 mil. EUR ročně).

Interní cíl Erste pro poměr nákladů k výnosům ve střednědobém horizontu na úrovni 55 % je dosažitelný.

Rizikové náklady by měly v letošním roce setrvat při nižších úrovních v porovnání s původním výhledem Banky při 50 bp.

Ve střednědobém období vidíme jako udržitelnou návratnost vlastního kapitálu (RoTE) na úrovni 11 %.

Kapitálová vybavenost Erste umožní managementu Banky pokračovat v progresivní dividendové politice.

V souladu s výhledem managementu Banky pro letošní rok předpokládáme nárůst provozních nákladů na 4,1 mld. EUR při meziročním růstu o 1,7 % zejména z titulu investic do IT a růstu mzdových nákladů. Přibližně stejnou dynamiku provozních nákladů Banky předpokládáme i v příštím roce. Vzhledem k horší provozní efektivitě rakouské banky vidíme nadále prostor pro úsporná opatření Banky zejména na domácím rakouském trhu. Současné investice Erste do digitalizace by dle výhledu managementu Banky měly přispět k provozním úsporám nejdříve v letech 2019 – 2020. Ve střednědobém období je **cílem Banky pro poměr provozních nákladů k výnosům úroveň 55 % (1H/17 60,8 %)**. Domníváme se, že v návaznosti na předpokládané oživení provozních výnosů v horizontu naší projekce i pozitivní dopad současných investic do digitalizace na straně provozních nákladů je cíl Banky dosažitelný.

Tabulka č. 5 Předpokládaný vývoj provozních nákladů 2017 -2019 (mil. EUR)

	2016	2017e	2018e	2019e
Provozní výnosy	6 691	6 625	6 983	7 309
Provozní náklady	4 028	4 097	4 151	4 060
Provozní náklady / provozní výnosy	60,2 %	61,8 %	59,4 %	55,5 %

Zdroj: Fio banka

Příznivá prognóza pro růst ekonomik regionu CEE i přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb by měly umožnit i v letošním roce zachování velmi nízkých hodnot nákladů na riziko. Mimořádně nízké hodnoty rizikových nákladů z minulého roku však Erste nezopakuje. Na základě reportovaných hodnot rizikových nákladů za 1. pololetí předpokládáme v letošním roce jejich nižší hodnoty v porovnání s původním cílem managementu Banky při 30 bazických bodech průměrného klientského portfolia. Pro letošní rok projektujeme tvorbu opravných položek a rezerv ve výši 276 mil. EUR. Ve střednědobém horizontu naší projekce předpokládáme, že rizikové náklady Banky v relativním vyjádření **se normalizují na úrovni 50 bazických bodů** průměrného úvěrového portfolia. V nejbližších dvou letech by však měly dle naší projekce setrvat při příznivějších úrovních 30 – 40 bp. Podíl rizikových úvěrů (NPL) na celkovém úvěrovém portfoliu banky by se měl dle managementu Banky ve střednědobém období přiblížit 3 % (1H/17 4,7 %).

Vzhledem ke skutečnosti, že Erste Group zaúčtovala v první polovině roku již většinu regulatorních odvodů, návratnost vlastního kapitálu banky (ROTE) by měla za celý rok 2017 dosáhnout dle našeho odhadu hodnoty > 11 % při reportovaném čistém zisku > 1,2 mld. EUR. V letošním roce projektujeme meziroční stagnaci čistého zisku Erste na úrovni 1,24 mld. EUR. V roce 2018 by měl nárůst čistého zisku Erste dosáhnout dle našeho odhadu 5 % na 1,31 mld. EUR. Naše **prognóza čistého zisku na akcii (EPS) ve výši 2,9 EUR (2017) a 3,1 EUR (2018)** je téměř v souladu s konsenzuálními odhady trhu při 2,9 EUR na akcii (2017), respektive 3,0 EUR na akcii (2018) dle agentury Bloomberg. Návratnost vlastního kapitálu Banky očištěného o nehmotný majetek by se ve střednědobém horizontu naší projekce měla pohybovat na udržitelné úrovni 11 %.

Dividendovou politiku pro následující období odmítl management banky blíže specifikovat. Domníváme se ovšem, že **Banka bude navzdory stagnující ziskovosti v letošním roce pokračovat při vyšším výplatním poměru v progresivní dividendové politice**. Výplatní poměr pro námi odhadovanou dividendu 1,2 EUR na akcii odpovídá cca 40 % projektovaného čistého zisku za rok 2017, přičemž kapitálová přiměřenost banky (CET1 13,2 %) dosahuje relativně komfortní úrovně vůči minimální požadované kapitálové přiměřenosti ze strany regulátora (11,5 %). Výplatní poměr pro dividendu by měl ve střednědobém období dosahovat dle našeho názoru min. 50 % čistého zisku Banky.

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie Erste Group se obchodují s diskontem vůči středním hodnotám referenční skupiny bank působících v regionu střední a východní Evropy (CEE). Dlouhodobý diskont v relativním ocenění akcií Erste je z našeho pohledu opodstatněný a odráží podprůměrnou kapitálovou pozici i slabší rentabilitu Erste Group v porovnání s bankami v regionu CEE.

Tabulka č. 6 Valuační násobky Peer Group za 2017 a 2018

	P/E 17	P/E 18	P/BV 17	P/BV 18
Erste Group	12,59	11,96	1,17	1,10
Komerční banka	13,84	14,09	1,74	1,67
Raiffeisen Bank	10,69	10,23	0,92	0,86
Bank Pekao	15,25	14,19	1,96	1,45
mBank	16,75	13,99	1,30	1,19
BZ Zachodni	16,50	14,44	1,68	1,55
Alior Bank	16,79	11,43	1,30	1,18
Bank Handlowy	17,98	15,03	1,37	1,34
OTP Bank	11,96	11,70	1,77	1,60
PKO Bank	15,76	13,87	1,29	1,19
Moneta Money Bank	10,92	11,62	1,49	1,54
Průměr odvětví	14,46	12,96	1,45	1,33
Medián odvětví	15,25	13,87	1,37	1,34

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 1,4 násobku P/BV (2017) a 15 násobku očekávaného čistého zisku za rok 2017. Z komparativní analýzy bank středoevropského regionu je patrné, že vyššímu relativnímu ocenění trhem se těší banky se silnou kapitálovou pozicí, nadprůměrnou rentabilitou a vyšším dividendovým výplatním poměrem (Komerční banka, Bank Pekao, Bank Handlowy, Moneta). Aktuální relativní ocenění akcií Erste na úrovni 1,2x P/BV 2017 a 12,6x P/E 2017 vyznívá pro akcie Erste příznivě, nicméně dlouhodobě přetrvávající diskont v ocenění akcií Erste vnímáme jako opodstatněný. Historicky nižší relativní ocenění akcií Erste Group vůči referenční skupině odpovídá dle našeho názoru nižší rentabilitě rakouské banky (zejména při srovnání návratnosti celkových aktiv) a vyššímu rizikovému profilu Erste vzhledem k relativně slabší kapitálové vybavenosti Banky a teritoriálnímu zastoupení Erste Group. Pětileté historické průměry obchodovaných násobků Erste Group dosahují 1,2 P/TBV, což jsou srovnatelné hodnoty v porovnání s aktuálními valuačními násobky rakouské bankovní skupiny.

Tabulka č. 7 Vybrané finanční ukazatele Peer Group za 1H/2017

	CET 1	Cost to income	NPL (%)	ROE	ROA
Raiffeisenbank	12,90	64,71	7,33	9,47	0,67
Erste Group	13,20	66,71	4,65	8,51	0,50
Komerční banka	16,50	41,84	2,20	15,08	1,48
Bank Pekao	17,95	59,53	5,88	8,66	1,13
BZ Zachodni	16,08	44,28	4,99	11,00	1,50
Alior Bank	11,29	41,56	9,77	12,73	1,22
Bank Handlowy	17,40	56,57	3,57	8,82	1,27
OTP Bank	13,50	59,89	14,61	15,27	1,84
Banca Transilvania	n.a.	43,93	11,59	20,57	2,56
PKO Bank	16,00	57,27	4,23	8,32	0,98
Moneta Money Bank	18,40	43,28	5,01	16,1	2,61
Průměr odvětví	15,32	52,69	6,71	12,23	1,43
Medián odvětví	16,00	56,57	5,01	11,00	1,27

Zdroj: Bloomberg

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

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

První fáze pokrývající čtyři roky finančního plánu (2017 – 2020) 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 (2021).

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 společností 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. 8 Stanovení diskontní míry

	2017e	2018e	2019e	2020e	TH
Bezriziková výnosová míra	1 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
BETA	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Riziková prémie	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Náklady vlastního kapitálu	8,8 %	9,3 %	9,8 %	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 metodou dvoufázového dividendového diskontního modelu dokumentují tabulky č. 9 a 10 na následující straně.

Ocenění společnosti na základě dvoufázového dividendového diskontního modelu

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

Tabulka č. 9 Ocenění společnosti Erste Group (mil. EUR)

	2017e	2018e	2019e	2020e
Čistý zisk	1 244	1 309	1 456	1 649
Výplatní poměr	40 %	40 %	45 %	45 %
Dividenda na akcii	1,2	1,2	1,5	1,9
Výplata dividend	497	524	655	825
Diskontní faktor	1,0	1,09	1,21	1,32
Diskontovaný tok dividend	497	479	544	623

Zdroj: Fio banka
Tabulka č 10 Rekapitulace ocenění akcií Erste Group
Vstupní parametry modelu

RoTE	11 %
Náklady vlastního kapitálu	9,8 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,5 %
Implikovaná hodnota P/TBV	1,16
TBV (2021e)	17 493 mil. EUR
Terminální hodnota	20 368 mil. EUR
Hodnota TV (12/2017)	14 013 mil. EUR
Současná hodnota vyplacených dividend (2017 – 2020e)	2 143 mil. EUR
Ocenění společnosti	16 156 mil. EUR
Počet emitovaných akcií	429,8 mil. ks.

Cílová cena (12M)
38 EUR
Zdroj: Fio banka

Při potenciálním výnosu 3 % stanovujeme naši cílovou cenu pro akcie Erste pro investiční horizontu 12 měsíců na úrovni 980 Kč.

Na základě výše uvedených předpokladů odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Erste Group ve výši 980 Kč. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Banky snižujeme pro akcie Erste Group naše investiční doporučení z původního koupit na držet.

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

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

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

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 86 % odhadované hodnoty Společnosti. Ocenění Společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentuje tabulka č. 11.

Tabulka č. 11 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

Náklady vlastního kapitálu	ROTE				
	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
8,8 %	780	880	1 114	1230	1346
9,3 %	883	999	1 041	1146	1251
9,8 %	780	880	980	1 080	1 180
10,3 %	738	832	925	1019	1 112
10,8 %	701	789	877	965	1 053

Zdroj: Fio banka

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 silná značka dceřiných společností na trzích působnosti
- Hustá síť bankovních poboček

Slabé stránky

- Relativně vyšší podíl úvěrů v selhání na úvěrovém portfoliu
- Vyšší podíl provozních nákladů k provozním výnosům v Rakousku
- Podprůměrná ziskovost Banky v porovnání s referenční skupinou

Příležitosti

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

Hrozby

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

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 vydány, 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 nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. 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 spoluvědučím 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 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

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Přehled všech investičních doporučení včetně jejich historie a kvartálního souhrnu podílu jednotlivých typů doporučení je dostupný na internetových stránkách: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>

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