

Investiční výzkum

ERSTE Group



Doporučení: Držet
Cílová cena: 2 156 Kč

Erste Group Bank AG

Souhrn doporučení

Doporučení:	Držet
Cílová cena (12M):	2 156 Kč
Aktuální cena: (29. 09. 2025 16:25)	2 064 Kč
Potenciální výnos:	4,5 %
Datum vydání:	30. 09. 2025
Předchozí doporučení: (13. 09. 2024)	1 363 Kč (Akumulovat)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Počet akcií:	409 mil. ks
Free float:	79 %
Tržní kapitalizace:	844 mld. Kč
Roční minimum: (02.10.2024 16:25)	1 225 Kč
Roční maximum: (19.08.2025 16:25)	2 143 Kč
Informace pro investory:	erstegroup.com/ en/investors

Roční vývoj akcie

Erste Group Bank AG
vývoj akcie v Kč



Akcie Erste Group Bank AG považujeme za atraktivní z následujících důvodů:

- Silné postavení v regionu střední a východní Evropy, které se ještě více posílí akvizicí Santander Bank Polska
- Geograficky dobře diverzifikované portfolio s expozicí na stabilní trhy, ale také na dlouhodobě růstovější trhy
- Velmi zkušený a pro akcionářsky orientovaný management
- Silná kapitálová pozice

Hospodaření: V letech 2019 až 2024 rostlo úvěrové portfolio Erste v průměru o 6,4 % ročně. V naší projekci na následující roky předpokládáme, že tempo růstu v období 2024-2029 se díky akvizici Santander Bank Polska zvýší na 8,5 % ročně. Celkové výnosy za rok 2026 by se měly meziročně zvýšit o téměř třetinu a překonat hranici 15 mld. EUR. Mírný pokles čisté úrokové marže by měl být kompenzován vyšším objemem úvěrů a dluhopisů. Projektujeme, že v roce 2026 dosáhne čistý zisk Erste 4 mld. EUR (meziročně +28 %). Po integraci polské akvizice očekáváme silnou kapitálovou pozici a návrat ke standardní dividendové politice.

Valuace: Na základě dvoufázového dividendového diskontního valuačního modelu oceňujeme **k 1. 1. 2026** Erste Group na 36,3 mld. EUR, 88,7 EUR/2 156 Kč na akcii (1,6x P/BV, respektive 11,6x P/E za rok 2025), a vydáváme investiční doporučení na stupni „Držet“.

Rizika: Geopolitická rizika, zhoršení makroekonomické situace a pokles poptávky po produktech Erste Group, zpřísnění regulačních požadavků a zavedení speciálních daní na banky, problémy s integrací polské akvizice.

Katalyzátory: Výrazně lepší než očekávané čtvrtletní výsledky (31. října 2025) a roční výsledky (únor 2026).

v mil. EUR		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Klíčové ukazatele	Čistá úroková marže	2,30%	2,18%	2,08%	2,05%	2,21%	2,50%	2,46%	2,42%	2,40%	2,37%	2,35%	2,32%
	Poměr provozních nákladů k výnosům	60,5%	59,0%	59,0%	55,6%	53,4%	47,6%	47,2%	48,1%	46,0%	45,2%	44,5%	44,0%
	Poměr úvěrů k vkladům	91,8%	92,2%	86,9%	85,6%	90,2%	89,3%	90,2%	86,9%	87,5%	87,9%	88,0%	87,6%
	Rentabilita hmotného vlastního kapitálu	14,5%	11,2%	5,1%	12,8%	13,7%	17,2%	16,2%	16,2%	19,6%	17,8%	17,3%	16,5%
	Rentabilita vlastního kapitálu	13,4%	10,4%	5,4%	12,2%	12,7%	15,6%	15,3%	14,1%	15,5%	14,9%	14,6%	14,1%
	Rentabilita aktiv	0,8%	0,6%	0,3%	0,6%	0,7%	0,9%	0,9%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%
	Celková kapitálová přiměřenost	18,1%	18,5%	19,7%	19,1%	18,2%	19,9%	19,5%	17,4%	18,3%	18,6%	19,0%	19,3%
	Zisk na akcii (EUR)	4,02	3,23	1,57	4,17	4,83	6,80	7,17	7,38	9,55	10,00	10,69	11,23
	Účetní hodnota na akcii (EUR)	31,4	33,1	34,3	37,0	40,1	45,2	49,0	54,3	63,4	69,1	75,3	81,7
	Dividenda na akcii (EUR)	1,2	1,4	-	1,5	1,6	1,9	2,7	3,0	0,5	4,3	4,5	4,8

Zdroj: Erste Group, zpracování a projekce budoucích let Fio banka

Shrnutí

Akvizice Santander Bank Polska upevní pozici Erste jako lídra v regionu střední a východní Evropy.

Erste za první polovinu letošního roku dodala silné výsledky.

Očekáváme, že dividenda příští rok bude 0,5 EUR, v následujících letech přes 4 EUR.

Cílová cena 2 156 Kč implikuje P/E 11,6 a P/BV 1,6 za rok 2025.

Za dobu své existence si Erste vydobyla pozici lídra v regionu střední a východní Evropy. Její působení se aktuálně rozkládá mezi 7 trhů (Rakousko, Česká republika, Slovensko, Rumunsko, Maďarsko, Chorvatsko, Srbsko) na kterých má buď vedoucí postavení či patří mezi významné hráče daného trhu. [Akvizicí](#) Santander Bank Polska Erste ještě více zpevní své postavení v region CEE. Nákup 49% podílu ve třetí největší polské bance bude Erste financovat z vlastních zdrojů. Akvizice nám dává ze strategického pohledu smysl. Management se již delší dobu rozhlížel po polském trhu a netajil se zájmem do Polska vstoupit. Erste získává silného hráče, který v porovnání s konkurenty v posledních letech vykazoval rychlejší růst úvěrového portfolia, nižší poměr nákladů k výnosům a nadprůměrnou návratnost hmotného kapitálu. Na druhou stranu je akvizice spojena s právním rizikem v souvislosti s hypotékami ve švýcarských francích. Nicméně toto riziko je díky garanci ze strany prodávající španělské Banco Santander omezeno.

Erste Group v [prvním pololetí roku 2025](#) pokračovala ve velmi dobrých výsledcích, když nadále těžila z vyšších úrokových sazeb a také rostoucího úvěrového portfolia. Čisté úrokové výnosy vykázaly v obou čtvrtletích tohoto roku meziroční růst. Výnosy z poplatků a provizí za první polovinu roku meziročně vzrostly o více než 8 % a to především díky růstu v oblastí správy majetku. Erste se podařilo za první polovinu roku dosáhnout čistého zisku přes 1,6 mld. EUR a mírně tak překonala první polovinu minulého roku.

V naší [projekci](#) očekáváme, že ke konsolidaci Santander Bank Polska dojde na konci letošního roku, tzn. v rozvaze za rok 2025 jsou již zahrnuta aktiva a pasiva Santander Bank Polska. Předpokládáme, že do výsledovky Erste začne akvizice přispívat od začátku příštího roku. Z čistého zisku připadne akcionářům Erste 49 % a 51 % nekontrolnímu podílu.

V naší projekci předpokládáme, že tempo růstu úvěrového portfolia (včetně akvizice) bude mezi lety 2024-2029 průměrně 8,5 % ročně. Celkové výnosy za rok 2026 by se měly díky Santander Bank Polska meziročně zvýšit o téměř třetinu a překonat hranici 15 mld. EUR. Provozní náklady by se měly příští rok po zahrnutí akvizice zvednout o zhruba čtvrtinu. Nejvýznamnější položkou zůstanou nadále mzdové náklady. Čistý zisk Erste by měl s přispěním polské akvizice v roce 2026 překonat hranici 4 mld. EUR.

Dlouhodobou dividendovou politikou Erste je vyplácet z čistého zisku 40-50 %. Z důvodu financování polské akvizice management snížil výplatní poměr na příští rok na maximálně 10 %. V dalších letech by se měl navrátit ke standardnímu výplatnímu poměru. Očekáváme, že dividenda příští rok bude 0,5 EUR a v roce 2027 4,3 EUR.

Investiční teze

Erste v poslední dekádě ukázala, že dokáže dosahovat dlouhodobě velmi atraktivní návratnosti vlastního kapitálu, která přesahuje náklady vlastního kapitálu. Polská akvizice by ji měla pomoci v následujících letech dosahovat ještě vyšší rentability kapitálu než v minulosti. To by mělo být reflektováno v jejím tržním ocenění. Naše cílová cena 88,7 EUR (2 156 Kč) implikuje [ocenění](#) na úrovni 1,6násobku naší projektované účetní hodnoty na konci letošního roku a 11,6násobku našeho odhadovaného čistého zisku na akcii za rok 2025. Vzhledem k projektované rostoucí účetní hodnotě a čistému zisku na akcii pak implikuje násobek 1,1 (P/BV) a 7,7 (P/E) pro náš finální sledovaný rok 2029.

Obsah

Shrnutí	2
SWOT analýza	4
Vývoj v roce 2025	5
Akvizice Santander Bank Polska	6
Projekce hospodaření v letech 2025-2029	8
Vývoj úvěrového portfolia	8
Čistá úroková marže	8
Náklady na riziko	9
Aktiva	9
Pasiva	10
Výnosy	10
Náklady	11
Čistý zisk	11
Rentabilita hmotného kapitálu	12
Kapitálová přiměřenost	12
Dividenda	12
Sektorové srovnání	13
Ocenění společnosti a investiční doporučení	15
Příloha	17

SWOT analýza

Expozice na trhy s rychlejším růstem HDP, kde se dá očekávat konvergence k vyšší zaúvěrovanosti

Silné stránky

Velmi silné postavení v regionu CEE

Financování prostřednictvím vkladů, které není závislé na externím dluhu

Dobrá kapitálová vybavenost

Velmi zkušený management

Slabé stránky

Pomalejší růst na klíčovém rakouském trhu

Příležitosti

Získání nových klientů a zvyšování podílu na trhu retailového a komerčního bankovníctví díky atraktivní digitální platformě

Růst výnosů z poplatků (asset management, penzijní fondy, pojištění)

Potenciální neorganický růst prostřednictvím dalších akvizic

Hrozby

Případné problémy s integrací Santander Bank Polska

Zpřísnění regulatorních požadavků

Geopolitická rizika

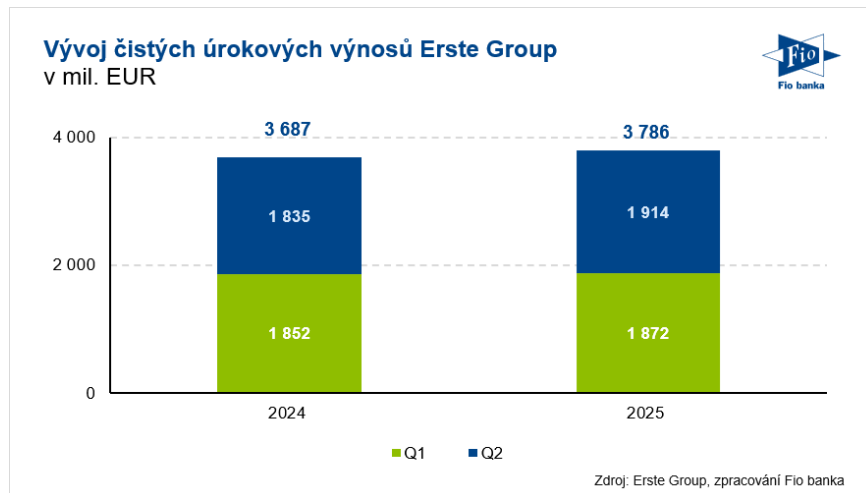
Zhoršení makroekonomické situace a pokles poptávky po bankovních produktech

Zavedení speciálních daní na banky

Vývoj v roce 2025

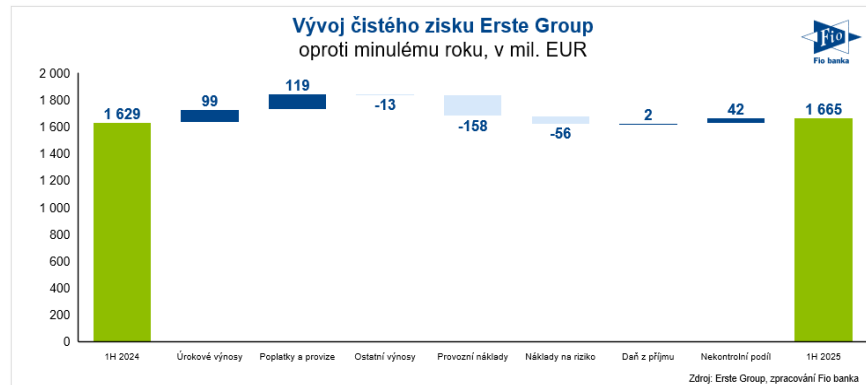
Hospodaření za první polovinu roku

Erste Group v prvním pololetí roku 2025 pokračovala ve velmi dobrých výsledcích, když nadále těžila z vyšších úrokových sazeb a také rostoucího úvěrového portfolia. Klíčová položka výsledovky, čisté úrokové výnosy, tak vykázala v obou čtvrtletích letošního roku meziroční růst.



Výnosy z poplatků a provizí meziročně také vzrostly, a to především díky růstu v oblasti správy majetku. Celkové provozní náklady se meziročně zvýšily o 6 % z důvodu vyšších mzdových a administrativních nákladů. Erste se podařilo za první polovinu roku dosáhnout čistého zisku přes 1,6 mld. EUR a mírně tak překonala první polovinu loňského roku.

V prvním pololetí roku 2025 Erste dosáhla čistého zisku přes 1,6 mld. EUR.



Komentář generálního ředitele Petera Boseka k výsledkům: „Erste Group vykázala za prvních šest měsíců roku 2025 solidní čistý zisk ve výši 1 665 milionů EUR. Provozní zisk se zlepšil o 2,7 % díky vyšším čistým úrokovým výnosům a silným čistým výnosům z poplatků a provizí. Přestože všechny produktové kategorie přispěly k 8,3% nárůstu čistých výnosů z poplatků a provizí, chci zdůraznit, že pozitivní dynamika v oblasti cenných papírů a v pojištění pokračuje. To jsou právě ty obchodní oblasti, u kterých vidíme silný dlouhodobý růstový potenciál.“

Celoroční výhled

Management upravil výhled na rok 2025. Nově očekává růst úvěrového portfolia o více než 5 % a čisté úrokové výnosy by měly oproti roku 2024 vzrůst. Náklady na riziko by se měly pohybovat kolem 20 bazických bodů. Návratnost hmotného kapitálu (ROTE) by měla převýšit 15 %. Management příští rok vyplatí akcionářům maximálně 10 % z letošního čistého zisku, aby navýšil kapitál v souvislosti s akvizicí.

Akvizice Santander Bank Polska

Na začátku května management Erste oznámil, že koupí 49% podíl v Santander Bank Polska za 584 polských zlotých za akcii. Za téměř polovinu třetí největší banky v Polsku tak Erste zaplatí přibližně 6,8 mld. EUR. Spolu s touto transakcí Erste oznámila koupi 50% podílu ve společnosti pro správu aktiv Santander TFI za přibližně 0,2 mld. EUR.

Management se již delší dobu rozhlížel po polském trhu a netajil se zájmem na tento trh vstoupit. Touto akvizicí Erste získává silného hráče na polském trhu. Generální ředitel Peter Bosek akvizici komentoval: „Zapojením se do jednoho z nejdynamičtějších a nejziskovějších bankovních trhů v Evropě plníme dlouhodobý strategický cíl, posilujeme naši pozici přední finanční instituce ve střední a východní Evropě. Zároveň udržitelně zvyšujeme náš růstový potenciál a dlouhodobě zlepšujeme naši ziskovost, a tím i naši schopnost vyplácet dividendy, což by v konečném důsledku mělo vést k ještě atraktivnějším výnosům pro naše akcionáře.“

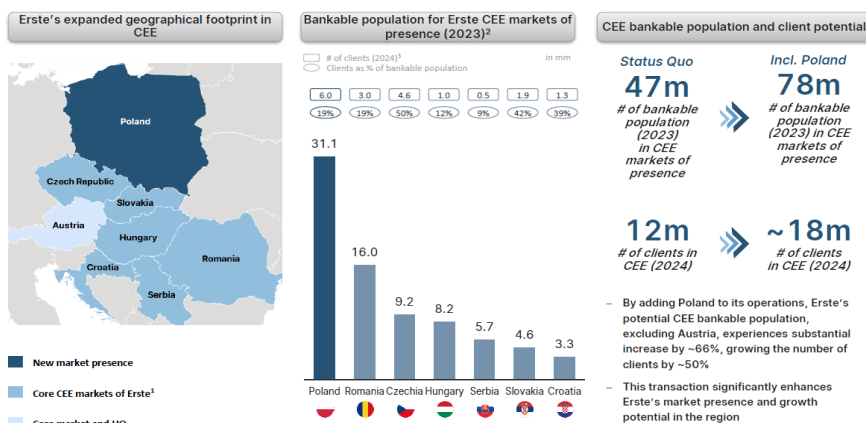
**Erste za 49% podíl v třetí největší polské bance
Santander Bank zaplatí
6,8 mld. EUR.**

Akvizice je nicméně spojena s významným rizikem plynoucím z portfolia hypoték ve švýcarských francích. Ty byly v minulosti (především před globální finanční krizí v roce 2008) velmi populární díky nízkým úrokovým sazbám ve Švýcarsku a stabilnímu kurzu švýcarského franku. Kvůli prudkému posílení kurzu CHF vůči PLN však klienti začali čelit výraznému nárůstu měsíčních splátek. To nakonec v Polsku vyvolalo desítky tisíc soudních sporů a nutnost pro banky vytvářet obrovské rezervy na toto právní riziko, Santander Bank Polska nevyjímaje. Součástí transakčních podmínek je nicméně garance ze strany prodávající španělské Banco Santander uhradit většinu případných dodatečných rezerv nad rámec částky, se kterou se již počítá v byznysovém plánu transakce. Prakticky to znamená, že pokud by se finanční náklady na řešení těchto sporů dále zvyšovaly, Erste nebude nést jejich plnou tíhu, ale většinu zátěže ponese Banco Santander. Tato úprava tak výrazně snižuje riziko pro Erste, zvyšuje atraktivitu akvizice a zároveň chrání její kapitál a budoucí ziskovost před nepředvídanými náklady spojenými s těmito hypotékami.

Díky silné kapitálové pozici je Erste schopna financovat tuto akvizici výhradně z interních zdrojů. To si však vyžádalo zrušení plánovaného odkupu vlastních akcií v hodnotě 700 mil. EUR a dočasné snížení dividendového výplatního poměru na maximálně 10 % z čistého zisku za rok 2025.

Ze strategického pohledu nám akvizice Santander Bank Polska dává smysl. Posiluje pozici Erste Bank a doplňuje růstový profil ve střední a východní Evropě. Počet klientů Erste v CEE regionu by se měl zvýšit o zhruba 50 % na 18 milionů.

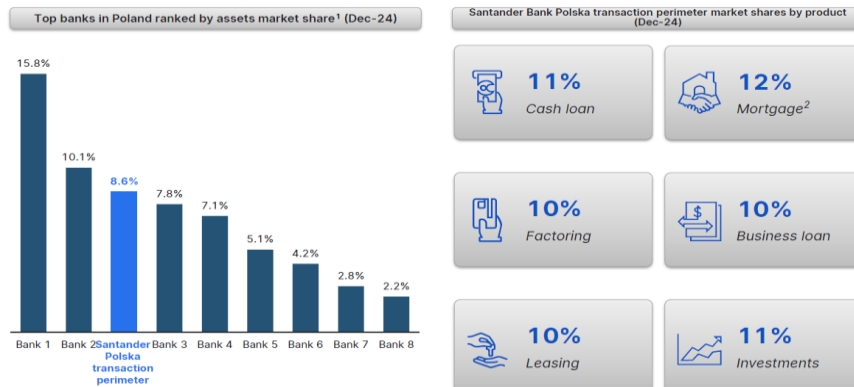
Santander Bank Polska enhances Erste's scale, completes CEE growth profile



Zdroj: Erste Group

Z pohledu celkových aktiv drží Santander Bank Polska třetí příčku na polském trhu s podílem necelých 9 %. Dále má mimo jiné 12% podíl na polském hypotečním trhu či 10% podíl na komerčních úvěrech.

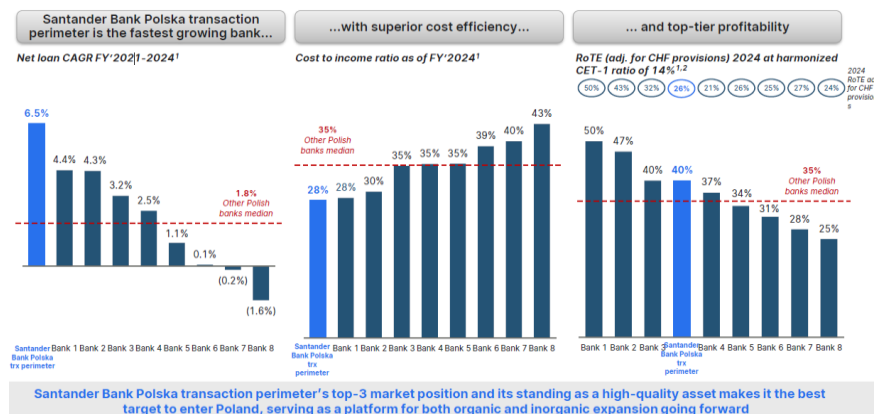
2 SPL transaction perimeter is No. 3 bank in Poland; critical mass on entry



Zdroj: Erste Group

V porovnání s konkurenty v posledních letech vykazuje nejrychlejší růst úvěrového portfolia, nejnižší poměr nákladů k výnosům a nadprůměrnou návratnost hmotného kapitálu.

2 SPL: high-quality asset with best-in-class financial performance

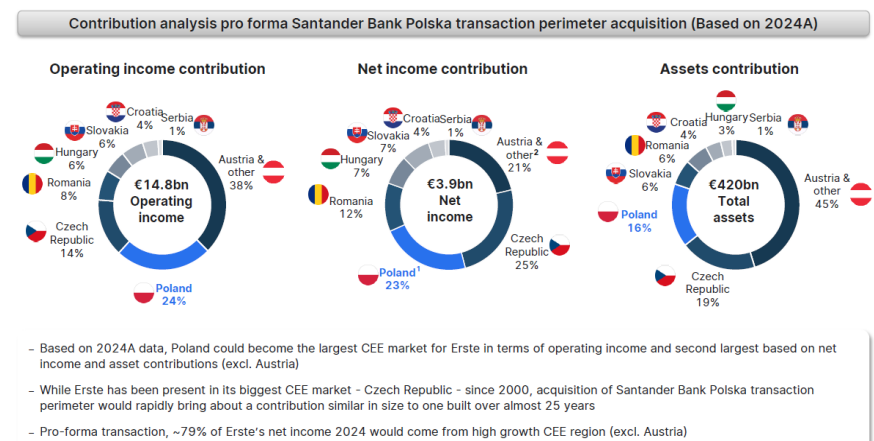


Zdroj: Erste Group

Akvizice by měla mít výrazný pozitivní dopad do hospodaření Erste.

Akvizice by měla mít výrazný pozitivní dopad do hospodaření Erste. Polsko by se mělo stát s Rakouskem a Českou republikou největším přispěvatelem do celkového čistého zisku skupiny. Management Erste očekává, že se čistý zisk na akcii v roce 2026 díky akvizici zvýší o více než 20 %.

2 Poland will become the largest CEE market of Erste



Zdroj: Erste Group

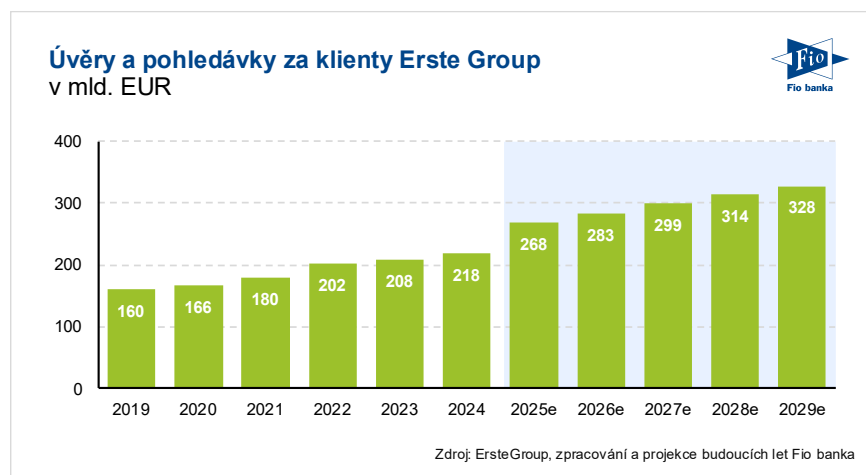
Projekce hospodaření v letech 2025-2029

V naší projekci očekáváme, že ke konsolidaci Santander Bank Polska dojde na konci letošního roku, tzn. v rozvaze za rok 2025 jsou již zahrnuta aktiva a pasiva Santander Bank Polska. Do výsledovky Erste pak Santander Bank Polska začne přispívat od začátku příštího roku. 49 % čistého zisku připadne akcionářům Erste a 51 % nekontrolnímu podílu.

Vývoj úvěrového portfolia

V letech mezi 2019 až 2024 rostlo úvěrové portfolio Erste v průměru o 6,4 % ročně. V naší projekci na následující roky pak předpokládáme, že tempo růstu mezi lety 2024-2029 bude průměrně 8,5 %. Rychlejší tempo růstu je způsobeno především skokovým nárůstem v letošním roce, kdy očekáváme, že se klientské úvěrové portfolio jen vlivem polské akvizice zvýší o zhruba 40 mld. EUR. Klíčovým trhem pro Erste zůstává rakouský trh. Nicméně projektujeme, že poroste nejpomaleji. Naopak mezi nejrychleji rostoucí by měly patřit balkánské země a nově Polsko. Podíl úvěrového portfolia v Rakousku na celkovém úvěrovém portfoliu Erste by měl v roce 2029 představovat zhruba 45 %, tedy výrazný pokles ze současných zhruba 57 %.

Klientské úvěry se meziročně vlivem akvizice výrazně zvýší.



Čistá úroková marže

Erste v posledních letech těží z vyšších úrokových sazeb, kdy se jejich růst projevil nejprve na výnosové straně a na nákladové straně se začal projevovat se zpožděním. Z tohoto důvodu v roce 2023 (po zvýšení sazeb ECB) čistá úroková marže meziročně výrazně vzrostla. Z důvodu zkrácení inflace již dochází ke snižování sazeb, očekáváme však, že zůstanou dlouhodobě vyšší, než tomu bylo před covidovými lety. Projektujeme, že se v následujících letech čistá úroková marže stabilizuje okolo hranice 2,3 %.

Čistá úroková marže by měla v následujících letech mírně klesat k hranici 2,3 %.

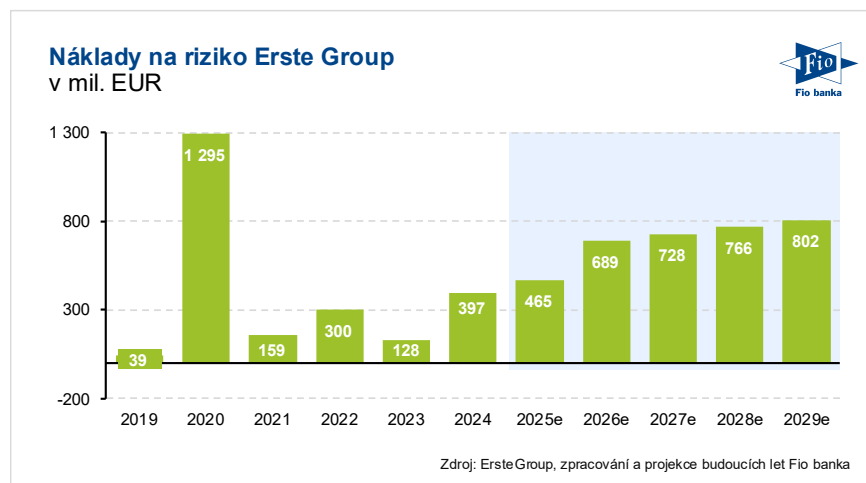
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Čistá úroková marže	2,2%	2,08%	2,05%	2,21%	2,50%	2,46%	2,42%	2,40%	2,37%	2,35%	2,32%

Zdroj: Erste Group, projekce: Fio banka

Náklady na riziko

Náklady na riziko byly v posledních letech volatilní, a to především kvůli výraznému nárůstu v roce 2020 kvůli obavám z dopadu pandemie COVID. V letošním roce počítáme s náklady na riziko ve výši 20 bazických bodů a v následujících letech kalkulujeme s normalizací nákladů na úrovni 25 bazických bodů. V nominálním vyjádření je výrazný meziroční skok v roce 2026 způsoben kromě normalizace nákladů také přírůstkem nákladů na riziko v souvislosti s úvěrovým portfoliem akvizice.

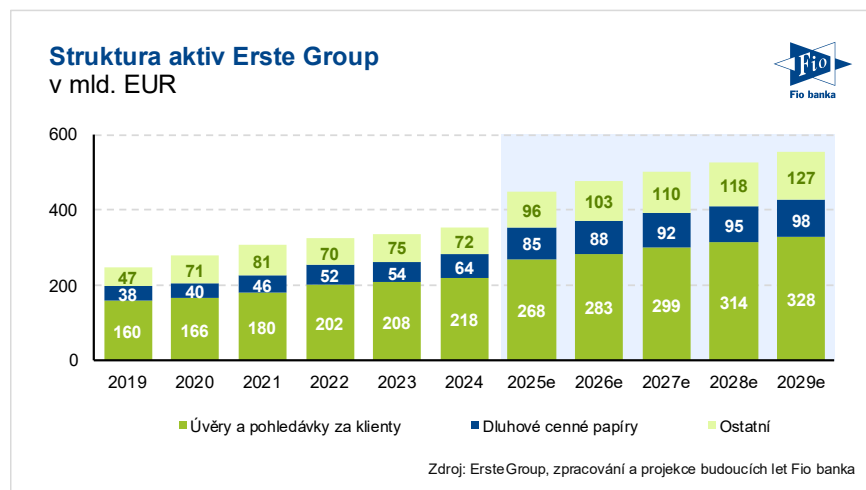
Projektujeme normalizaci nákladů na riziko na úrovni 25 bazických bodů.



Aktiva

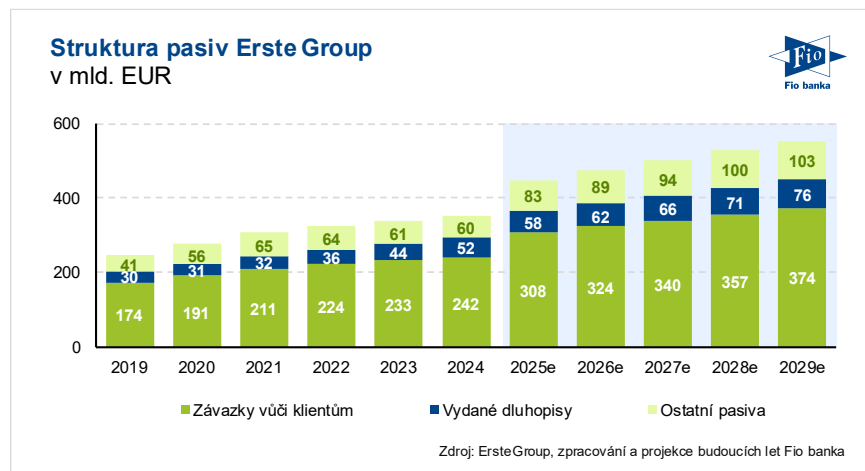
Bilanční suma by měla tento rok meziročně vzrůst o více než čtvrtinu díky konsolidaci Santander Bank Polska. Odhadujeme, že v následujících letech pak poroste v průměru o 5,4 %. V roce 2028 by tak měla překonat hranici 500 mld. EUR. Úvěry a pohledávky by měly nadále zůstat klíčovou položkou celkových aktiv, když budou i nadále představovat zhruba 60 % celkové bilanční sumy.

Bilanční suma Erste by díky Santander Bank Polska měla vzrůst o více než čtvrtinu.



Pasiva

Závazky vůči klientům (depozita) by se měly v tomto roce meziročně zvýšit o 28 %. V následujících letech pak projektujeme jejich průměrný růst o 5 % ročně.



Santander Bank Polska má výrazně nižší poměr úvěrů k vkladům (přes 70 %) a díky tomu by se měl poměr pro celou Erste v následujících letech snížit pod 90 %.

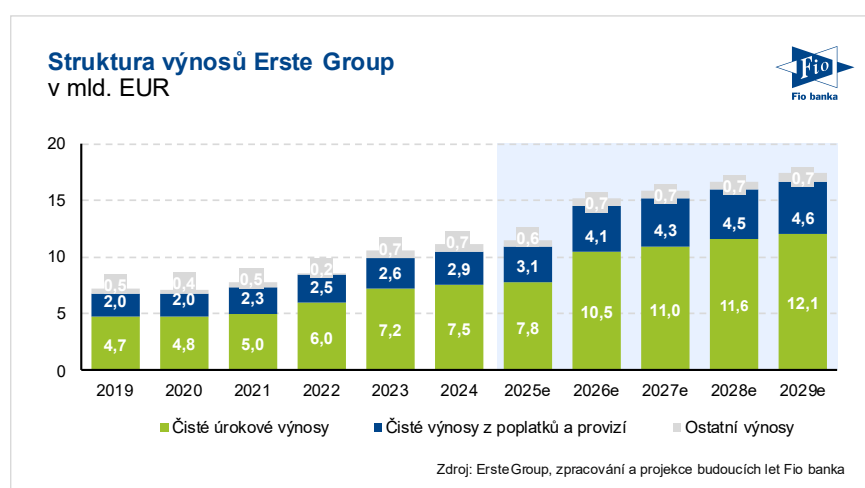
Poměr úvěrů k vkladům	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
	92,2%	86,9%	85,6%	90,2%	89,3%	90,2%	86,9%	87,5%	87,9%	88,0%	87,6%

Zdroj: Erste Group, projekce: Fio banka

Výnosy

Celkové výnosy za rok 2026 by se měly díky akvizici meziročně zvýšit o téměř třetinu a překonat hranici 15 mld. EUR. Odhadujeme, že čisté úrokové výnosy v příštím roce dosáhnou výše 10,5 mld. EUR. Výnosy z poplatků a provizí by měly nadále pokračovat v solidním organickém růstu z posledních let, když by měly být taženy především poplatky za správu aktiv, platebními službami a pojištěním. Spolu s příspěvkem od Santander Bank Polska a Santander TFI by tak celkové výnosy z poplatků a provizí měly překročit hranici 4 mld. EUR.

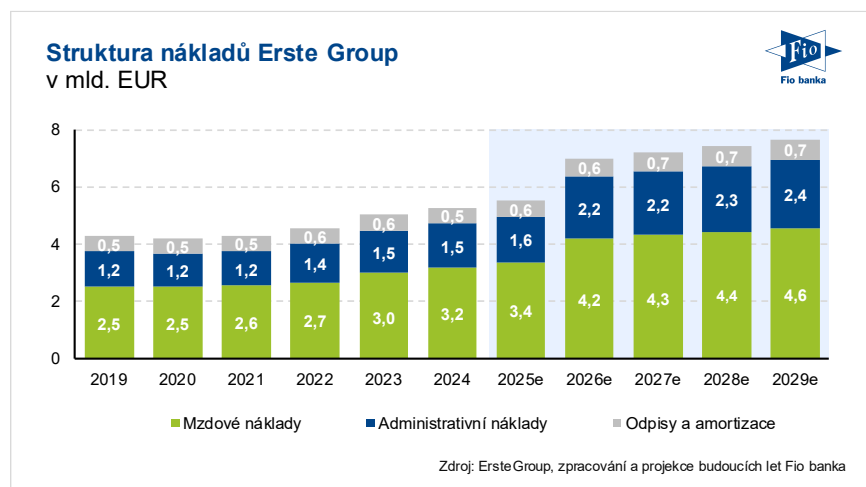
V příštím roce by celkové výnosy měly překonat hranici 15 mld. EUR.



Náklady

Provozní náklady by se měly příští rok po zahrnutí akvizice zvednout o zhruba čtvrtinu. Projektujeme, že celkové provozní náklady na konci našeho sledovaného období dosáhnou téměř 8 mld. EUR, když nejvýznamnější položkou by měly zůstat mzdové náklady.

Poměr provozních nákladů k výnosům by měl postupně klesat až k hranici 44 %.



Poměr provozních nákladů k výnosům

Jelikož je poměr provozních nákladů k výnosům Santander Bank Polska výrazně nižší, tak celkový ukazatel za celou Erste skupinu by měl v následujících letech klesat až k hranici 44 %.

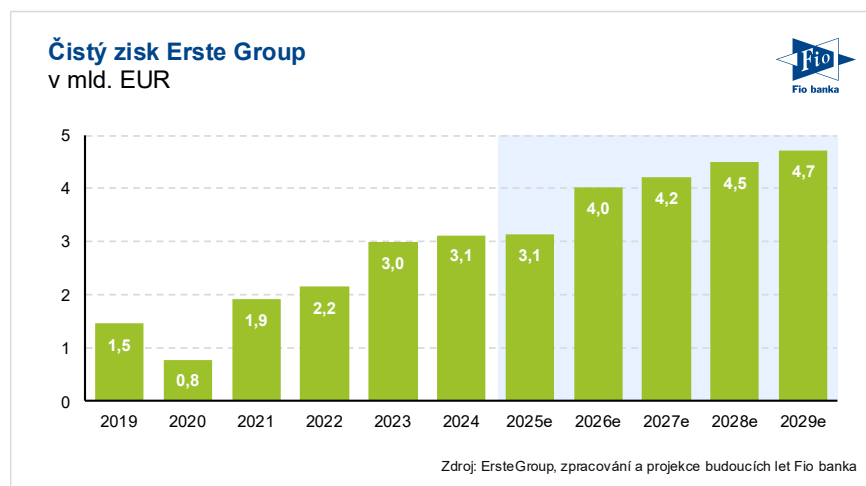
Poměr provozních nákladů k výnosům	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
	59,0%	59,0%	55,6%	53,4%	47,6%	47,2%	48,1%	46,0%	45,2%	44,5%	44,0%

Zdroj: Erste Group, projekce: Fio banka

Čistý zisk

Čistý zisk Erste by měl s přispěním polské akvizice v roce 2026 překonat hranici 4 mld. EUR a být tedy meziročně o více než čtvrtinu vyšší. V následujících letech pak projektujeme jeho stabilní růst až na 4,7 mld. EUR v posledním roce projektovaného období.

Odhadujeme, že čistý zisk Erste v roce 2026 mírně překoná hranici 4 mld. EUR.



Rentabilita hmotného kapitálu

Erste v posledních letech (až na covidový rok 2020) dosahovala dvouciferné návratnosti hmotného kapitálu. Díky akvizici by se mělo ROTE za rok 2026 výrazně zvednout, když očekáváme, že meziroční růst čistého zisku bude výraznější než meziroční pohyb vlastního kapitálu. Projektujeme, že se v následujících letech rentabilita stabilizuje na úrovni 16 až 17 %. Díky polské akvizici by tak měla Erste v následujících letech v průměru vykazovat vyšší návratnost hmotného kapitálu, než tomu bylo v minulosti.

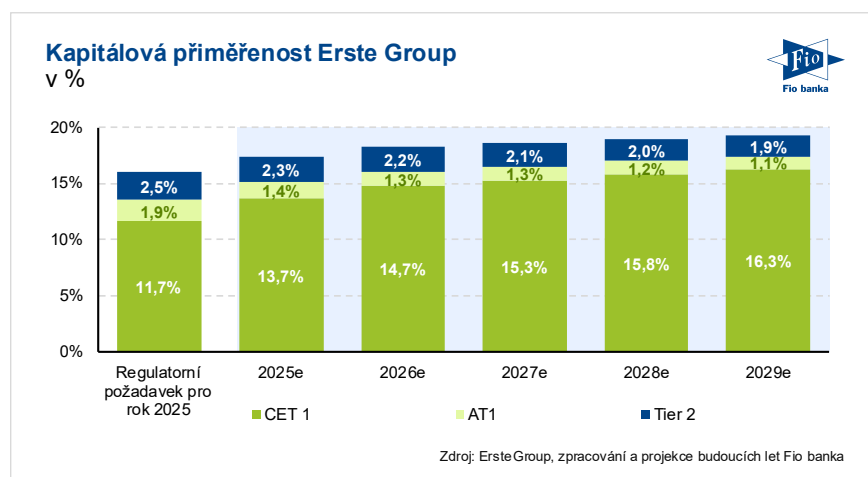
Návratnost hmotného kapitálu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
	11,2%	5,1%	12,8%	13,7%	17,2%	16,2%	16,2%	19,6%	17,8%	17,3%	16,5%

Zdroj: Erste Group, projekce: Fio banka

Kapitálová přiměřenost

Projektujeme, že CET 1 kapitál, tedy regulační kapitál té nejvyšší kvality, bude na konci letošního roku po konsolidaci polské akvizice dosahovat výše 13,7 % (rizikově vážených aktiv). Společně s AT1 a Tier 2 kapitálem by tak celková kapitálová přiměřenost měla přesáhnout 17 %. V následujících letech projektujeme její postupný růst přes 19 %, tedy výrazně nad aktuálním regulačním požadavkem.

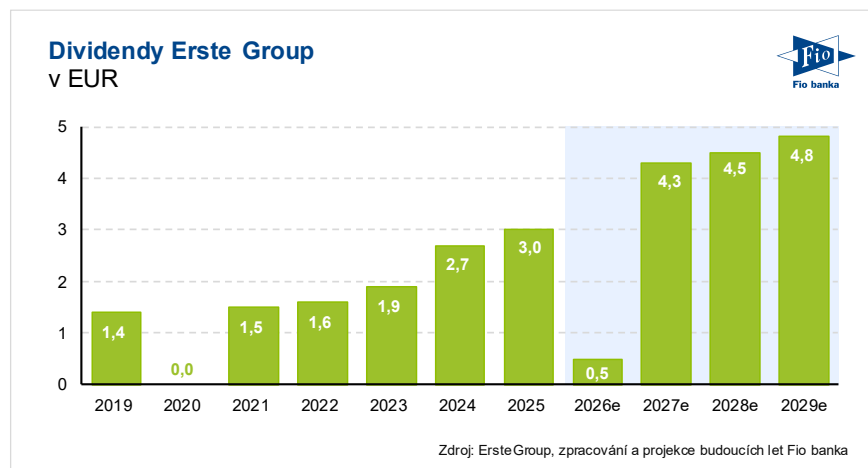
Celková kapitálová přiměřenost by měla v následujících letech výrazně překročit regulační požadavek.



Dividenda

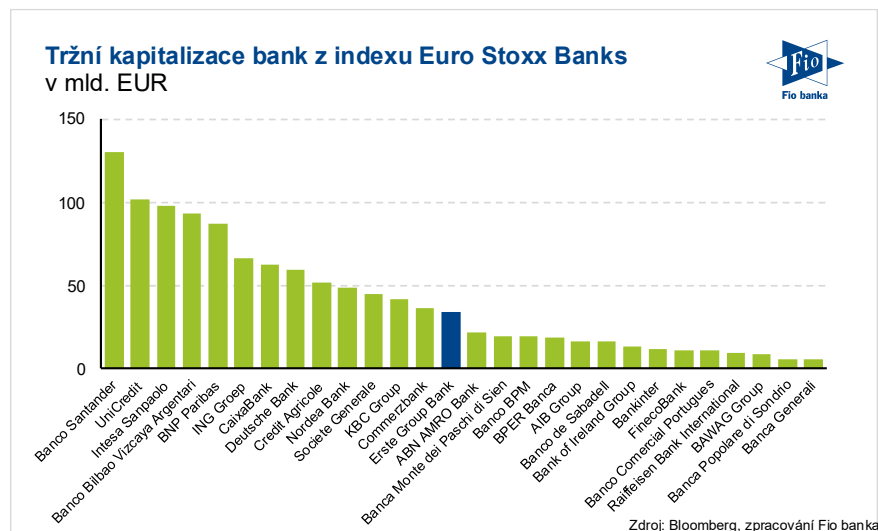
V souvislosti s interním financováním polské akvizice management odhaduje, že v příštím roce vyplatí maximálně 10 % z letošního čistého zisku. V následujících letech už se chce vrátit ke standardní výplatní politice (40-50 %). Očekáváme, že dividenda vyplacená v příštím roce bude 0,5 EUR. V následujících letech pak počítáme s výplatním poměrem 45 % a dividendami přes 4 EUR.

Dividenda by se na konci našeho sledovaného období měla přibližovat k hranici 5 EUR na akcii.



Sektorové srovnání

Při oceňování Erste Group jsme vycházeli také z aktuálního ocenění evropských bank. Erste Group jsme porovnali s bankami v rámci indexu Euro Stoxx Banks (ticker SX7E). Z pohledu tržní kapitalizace patří Erste s 34 mld. EUR spíše k menším bankám. Největší bankou v tomto indexu je španělská Banco Santander, na druhém konci je italská Banca Generali.



Průměrná návratnost vlastního kapitálu bank v tomto indexu v posledních dvou letech oproti předcházejícím rokům výrazně vzrostla a dosahovala 14,4 %. Erste v posledních letech průměr těchto bank překonávala.

Erste dosahuje nadprůměrné návratnosti vlastního kapitálu ve srovnání s bankami v eurozóně.

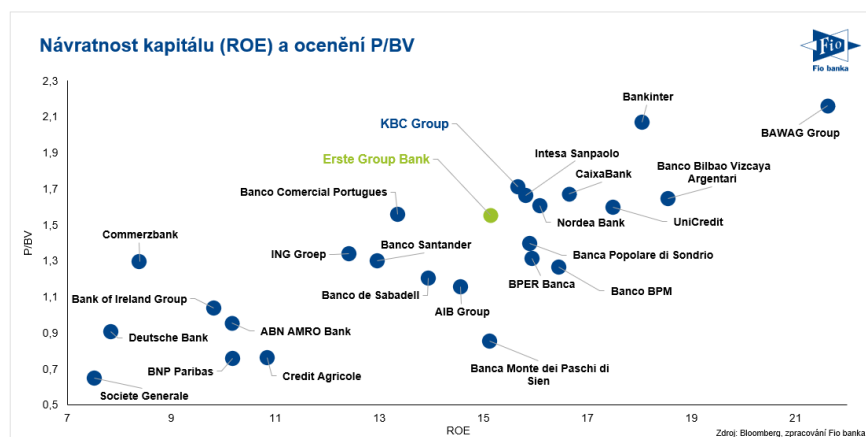
ROE (v %)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Erste Group Bank	10,9	10,1	13,1	10,0	4,7	11,7	12,6	15,9	15,1	15,1
BNP Paribas	8,3	8,2	7,8	8,1	6,6	8,6	8,5	9,4	10,3	10,2
Banco Santander	6,9	6,7	8,2	6,0	n/a	9,0	10,3	11,5	12,3	13,0
Banco Bilbao Vizcaya Argentari	7,3	7,5	11,6	7,3	1,9	9,7	13,3	15,6	18,0	18,5
Intesa Sanpaolo	6,6	14,9	8,0	8,3	6,0	7,3	7,9	14,0	15,3	15,8
ING Groep	9,5	9,8	9,3	9,1	4,6	8,8	7,1	14,4	12,6	12,4
UniCredit	n/a	11,9	7,7	6,3	n/a	3,9	11,3	16,0	16,2	17,5
Credit Agricole	5,9	6,0	7,4	7,6	4,0	9,0	7,9	9,5	10,1	10,9
Nordea Bank	11,9	9,4	9,5	4,8	7,0	11,6	11,3	16,2	16,2	16,1
CaixaBank	4,3	6,9	7,8	6,9	5,5	17,2	9,1	13,8	15,8	16,6
Deutsche Bank	n/a	n/a	n/a	n/a	0,3	3,4	8,4	6,7	4,1	7,8
KBC Group	15,6	15,1	14,4	13,5	7,2	12,3	12,9	15,8	15,0	15,7
Societe Generale	5,6	3,9	5,7	4,1	n/a	8,0	1,9	2,6	5,1	7,5
Commerzbank	1,0	0,5	3,1	2,1	n/a	1,1	4,7	7,3	8,4	8,4
AIB Group	10,4	8,0	7,7	2,4	n/a	4,3	5,4	14,6	14,9	14,6
ABN AMRO Bank	10,2	14,6	11,5	10,5	n/a	6,3	9,1	12,5	10,7	10,2
Bank of Ireland Group	7,8	7,0	6,9	4,1	n/a	10,1	7,5	13,3	12,0	9,8
Banco BPM	n/a	26,9	n/a	7,2	0,2	4,5	5,2	9,3	13,4	16,5
FinecoBank Banca Fineco	32,2	30,3	28,3	23,3	19,8	21,1	22,5	28,5	27,3	28,1
Banco de Sabadell	5,5	6,1	2,6	6,2	0,0	4,2	6,8	9,9	12,7	13,9
Bankinter	12,4	11,7	11,9	11,9	6,5	27,2	11,5	16,5	17,0	18,1
BPER Banca	0,3	3,5	8,5	8,1	4,3	8,3	20,2	17,9	14,4	15,9
BAWAG Group	15,9	13,4	11,8	12,3	7,3	11,7	7,9	18,9	19,8	21,6
Banca Monte dei Paschi di Siena	n/a	n/a	2,9	n/a	n/a	5,2	n/a	23,0	18,0	15,1
Banco Comercial Portugues	0,5	3,6	5,1	5,1	3,0	2,2	3,5	14,9	13,5	13,4
Raiffeisen Bank International	5,6	11,8	11,8	10,4	6,2	10,4	24,5	13,8	6,1	n/a
Banca Popolare di Sondrio	3,8	6,0	4,2	5,0	3,7	8,6	7,5	12,8	14,4	15,9
Banca Generali	24,3	29,5	24,5	34,0	27,5	29,5	20,5	29,9	34,2	32,5

Zdroj: Bloomberg, zpracování Fio banka

Erste v porovnání se sledovanou skupinou bank efektivněji nakládá se svým kapitálem. Z tohoto důvodu se domníváme, že si také zaslouží nadprůměrné ocenění.

Aktuálně se Erste obchoduje na úrovni průměru sledovaných bank, tedy 1,5násobku čisté účetní hodnoty (P/BV).

Erste je aktuálně oceněna na průměru sledovaných bank, 1,5 P/BV.



Dle našeho názoru se nejvíce Erste ze sledovaných bank svou tržní kapitalizací, geografickou působností a celkovým hospodařením podobá belgická KBC Group. Tato banka je aktuálně oceněna na úrovni 1,7násobku odhadované čisté účetní hodnoty za rok 2025. V porovnání s Erste však KBC dosahuje mírně vyšší návratnosti kapitálu.

	Celková kapitálová průměrnost 2024	Poměr nákladů k výnosům 2024	P/BV		P/E	
			2024	2025e	2024	2025e
Erste Group Bank	19,5%	49,2%	1,7	1,5	11,6	11,4
BNP Paribas	17,1%	55,9%	0,7	0,8	7,5	7,5
Banco Santander	17,4%	47,4%	1,3	1,3	11,1	10,0
Banco Bilbao Vizcaya Argentari	16,9%	35,5%	1,7	1,6	9,7	9,2
Intesa Sanpaolo	19,7%	47,4%	1,7	1,7	11,4	10,2
ING Groep	18,9%	50,5%	1,4	1,3	11,1	11,2
UniCredit	20,4%	44,9%	1,7	1,6	11,1	9,9
Credit Agricole	17,4%	45,6%	0,8	0,8	7,7	7,9
Nordea Bank	21,0%	41,0%	1,6	1,6	9,8	10,3
CaixaBank	16,6%	40,5%	1,7	1,7	11,0	11,4
Deutsche Bank	19,2%	69,8%	0,9	0,9	22,5	10,5
KBC Group	17,6%	61,7%	1,8	1,7	12,1	12,0
Societe Generale	18,9%	58,9%	0,6	0,6	13,0	9,3
Commerzbank	20,9%	54,7%	1,3	1,3	15,7	13,2
AIB Group	19,8%	42,2%	1,2	1,2	8,4	10,0
ABN AMRO Bank	20,2%	58,4%	1,0	1,0	9,3	10,5
Bank of Ireland Group	19,6%	53,9%	1,1	1,0	9,4	10,4
Banco BPM	20,3%	56,2%	1,3	1,3	10,1	10,6
FincoBank Banca Fineco	35,8%	28,6%	4,7	5,0	17,3	18,9
Banco de Sabadell	17,6%	47,9%	1,2	1,2	9,7	9,8
Bankinter	16,3%	37,2%	2,0	2,1	12,3	11,2
BPER Banca	20,8%	57,3%	1,3	1,3	9,6	9,7
BAWAG Group	21,3%	32,1%	2,2	2,2	11,4	10,6
Banca Monte dei Paschi di Siena	20,6%	52,9%	0,8	0,9	5,0	7,6
Banco Comercial Portugues	20,6%	38,8%	1,6	1,6	12,9	11,5
Raiffeisen Bank International	21,5%	38,9%	0,6	0,5	9,2	7,0
Banca Popolare di Sondrio	18,2%	42,7%	1,5	1,4	10,5	10,4
Banca Generali	24,4%	33,5%	4,0	4,3	12,5	14,3

Zdroj: Bloomberg, zpracování Fio banka

Na základě relativního porovnání se domníváme, že férové ocenění Erste je na úrovni mezi průměrem tohoto bankovního indexu (P/BV 1,5) a ocenění KBC (P/BV 1,7). Relativní ocenění je tak v souladu s naší kalkulací vnitřní hodnoty popsané v další kapitole.

Ocenění společnosti a investiční doporučení

Pro kalkulaci vnitřní hodnoty akcií Erste Group jsme použili dvoufázový dividendový diskontní model. První fáze pokrývá 4letý horizont diskontovaných dividend v letech 2026-2029, které vychází z vlastní projekce hospodaření.

Druhá fáze modelu kalkuluje terminální hodnotu společnosti, která vychází z implikované hodnoty P/BV dle vzorců

$$P = BV \times P/BV \text{ a } P/BV = (ROE - g)/(k - g),$$

kde P je cena (price), BV hodnota vlastního kapitálu (book value), ROE rentabilita vlastního kapitálu (return on equity), k náklady vlastního kapitálu (cost of equity) a g tempo růstu (growth).

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 kalkulovali na základě modelu CAPM, který vychází z výnosů bezrizikové investice a rizikové prémie, zohledňující akciovou rizikovou přírážku USA a jednotlivých zemí. Riziková prémie je upravena koeficientem beta, měřítkem volatility a systematického rizika.

Při stanovení bezrizikové výnosové míry jsme vycházeli z výnosů 10letých státních dluhopisů Rakouska a ostatních zemí, kde Erste působí. Finální bezrizikový výnos tak reflektuje podíly jednotlivých zemí na hospodaření celé skupiny Erste. Obdobně pak byla kalkulovaná riziková přírážka země, kde zdrojem pro rizikové přírážky jednotlivých zemí byly data valuačního experta, profesora Aswatha Damodarana. Výslednou diskontní mírou tak je 9,71 %.

Pro výpočet terminální hodnoty jsme použili rentabilitu kapitálu ve výši 12,5 %, nižší než námi kalkulovaná návratnost ve sledovaných letech 2025-2029. Aplikujeme tak zde konzervativnější výhled do budoucnosti po roce 2029. Pro dlouhodobou míru růstů jsme použili 2,5 %. Výslednou implikovanou hodnotou P/BV tak je hodnota 1,4.

Na základě výše popsaného kalkuluje vnitřní hodnotu akcií Erste Group k datu **1. 1. 2026** na **88,7 EUR/2 156 Kč** na akcii při kurzu 24,3 Kč za 1 EUR. Vzhledem k aktuální tržní ceně vydáváme investiční doporučení na stupni **Držet**.

Naše cílová cena 88,7 EUR (2 156 Kč) implikuje ocenění na úrovni 1,6násobku naší projektované účetní hodnoty na konci letošního roku a 11,6násobku našeho odhadovaného čistého zisku na akcii za rok 2025. Vzhledem k projektované rostoucí účetní hodnotě a čistému zisku na akcii pak implikuje násobek 1,1 (P/BV) a 7,7 (P/E) pro náš finální sledovaný rok 2029.

Ocenění	2026e	2027e	2028e	2029e
Bezriziková úroková míra	4,27%	4,17%	4,12%	4,07%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10
Akciová riziková prémie (Damodaran)	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%
Riziková prémie (Damodaran)	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%
Diskontní míra (náklady vlastního kapitálu)	9,91%	9,81%	9,76%	9,71%
Diskontní faktor	0,91	0,83	0,75	0,69
Očekávané dividendy (MEUR)	196	1 758	1 840	1 967
Diskontované očekávané dividendy (MEUR)	179	1 456	1 389	1 354
Součet diskontovaných dividend (MEUR)				4 378

Kalkulace terminální hodnoty	
ROE (rentabilita vlastního kapitálu)	12,50%
Náklady vlastního kapitálu	9,71%
Očekávaná dlouhodobá míra růstu	2,50%
Hodnota vlastního kapitálu (na konci projekce) (MEUR)	33 418
Implikovaná hodnota P/BV	1,4
Kalkulovaná terminální hodnota (MEUR)	46 365

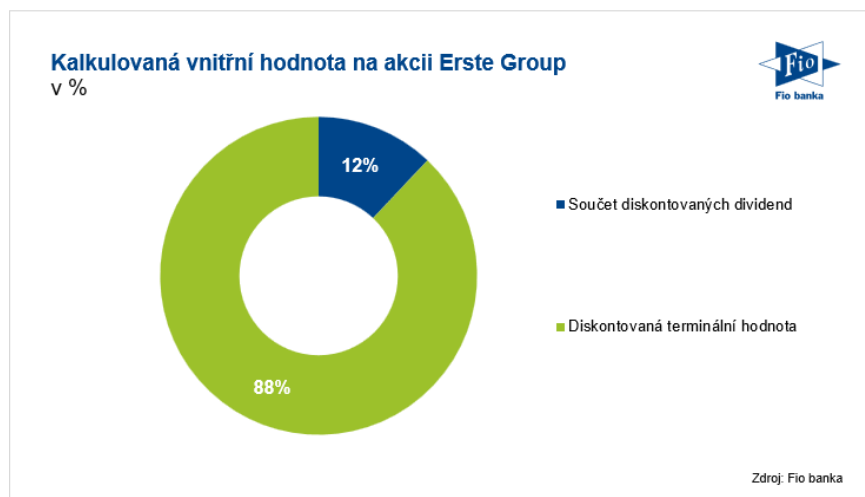
Diskontovaná terminální hodnota (MEUR) 31 905

Ocenění společnosti k 1. 1. 2026 (MEUR)	36 283 EUR
Počet akcií v oběhu (M)	409
Cena na akcii	88,7 EUR
kurz EUR/CZK (dle ČNB, 29. 9. 2025)	24,3
Cena na akcii (CZK)	2 156 Kč

Analýza citlivosti ocenění

Kalkulace vnitřní hodnoty akcie Erste Group je velmi citlivá na vstupní předpoklady. Z kalkulované vnitřní hodnoty je 88 % odvozeno z druhé fáze modelu, kde změna klíčových vstupních parametrů ROE (rentabilita vlastního kapitálu), k (náklady vlastního kapitálu) a g (tempo růstu) má výrazný dopad na kalkulovanou vnitřní hodnotu.

Cílová cena 2 156 Kč na akcii představuje potenciální výnos 4,5 % vůči aktuální tržní ceně.



Citlivostní analýza

		Rentabilita kapitálu				
		11,50%	12,00%	12,50%	13,00%	13,50%
Náklady kapitálu	8,71%	2 241	2 351	2 461	2 571	2 681
	9,21%	2 094	2 195	2 297	2 399	2 501
	9,71%	1 966	2 061	2 156	2 251	2 345
	10,21%	1 856	1 944	2 033	2 122	2 210
	10,71%	1 758	1 842	1 925	2 008	2 091

		Tempo dlouhodobého růstu				
		1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
Náklady kapitálu	8,7%	2 345	2 399	2 461	2 534	2 622
	9,2%	2 210	2 251	2 297	2 351	2 415
	9,7%	2 091	2 122	2 156	2 195	2 241
	10,2%	1 986	2 008	2 033	2 061	2 094
	10,7%	1 893	1 908	1 925	1 944	1 966

Příloha

Hlavní položky rozvahy a výsledovky

	v mil. EUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Výkaz zisků a ztrát	Čisté úrokové výnosy	4 582	4 747	4 775	4 976	5 951	7 228	7 528	7 758	10 469	10 971	11 551	12 055
	Čisté výnosy z poplatků a provizí	1 908	2 000	1 977	2 304	2 452	2 640	2 938	3 131	4 069	4 272	4 450	4 606
	Ostatní výnosy	425	509	403	463	168	684	713	600	650	675	700	725
	Celkové provozní výnosy	6 916	7 256	7 155	7 742	8 571	10 552	11 178	11 489	15 189	15 918	16 702	17 386
	Mzdové náklady	2 474	2 537	2 521	2 578	2 668	2 991	3 202	3 363	4 185	4 311	4 440	4 573
	Administrativní náklady	1 235	1 205	1 159	1 180	1 356	1 468	1 529	1 606	2 168	2 233	2 300	2 370
	Odpisy a amortizace	472	541	541	548	551	560	547	562	633	657	685	714
	Celkové provozní náklady	4 181	4 283	4 220	4 307	4 575	5 020	5 279	5 530	6 986	7 201	7 425	7 656
	Provozní zisk	2 735	2 973	2 935	3 436	3 996	5 532	5 900	5 959	8 203	8 717	9 276	9 730
	Náklady na riziko	(59)	39	1 295	159	300	128	397	465	551	728	766	802
	Zisk po nákladech na riziko	2 794	2 933	1 640	3 277	3 696	5 404	5 503	5 494	7 651	7 989	8 510	8 928
	Ostatní provozní výsledek	(299)	(604)	(272)	(343)	(474)	(609)	(505)	(500)	(550)	(575)	(600)	(625)
	Čistý zisk (připadající akcionářům)	1 793	1 470	783	1 923	2 165	2 998	3 125	3 139	4 026	4 210	4 491	4 711
Rozvaha	Pokladní hotovost a vklady u centrální banky	17 549	10 693	35 839	45 495	35 685	36 685	25 129	31 758	36 952	41 874	48 830	58 171
	Úvěry a pohledávky za bankami	19 103	23 055	21 466	21 001	18 435	21 432	26 972	28 568	29 282	30 014	30 764	31 533
	Úvěry a pohledávky za klienty	149 321	160 270	166 050	180 268	202 109	207 828	218 067	267 972	283 374	298 896	313 919	327 819
	Dluhové cenné papíry	37 734	37 935	40 016	46 274	51 621	54 392	63 745	84 580	88 386	91 922	95 139	98 469
	Ostatní aktiva	13 085	13 741	14 022	14 389	16 015	16 817	19 824	36 123	36 920	37 758	38 636	39 535
	Celková aktiva	236 792	245 693	277 394	307 428	323 865	337 155	353 736	449 000	474 915	500 463	527 288	555 526
	Závazky vůči bankám	17 658	13 141	24 771	31 886	28 821	22 911	21 261	22 724	23 405	24 107	24 831	25 576
	Závazky vůči klientům	162 638	173 846	191 070	210 523	223 973	232 815	241 651	308 252	323 760	339 915	356 716	374 403
	Vydané dluhopisy	29 738	30 371	30 676	32 130	35 904	43 759	51 889	57 935	61 991	66 330	70 973	75 941
	Ostatní závazky	7 889	7 858	8 466	9 376	9 863	9 168	8 168	19 639	20 032	20 433	20 841	21 258
	Celkový kapitál	18 869	20 477	22 410	23 513	25 305	28 502	30 767	40 451	45 727	49 678	53 928	58 348

Karel Nedvěď

Fio banka, a.s.

Analytik

karel.nedved@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 Primoco.

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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) 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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. 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.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přijme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

Koupit – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

Akumulovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5% až -5%

Redukovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %.

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.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti Erste Group naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/55790-erste-group-bank-ag>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílů jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

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