

Doporučení: koupit
Cílová cena: 1026 Kč



3.1.2011

Fundamentální ocenění Erste Group Bank AG

Doporučení – koupit
Cílová cena – 1026,- Kč (41,- EUR)

Základní informace o společnosti

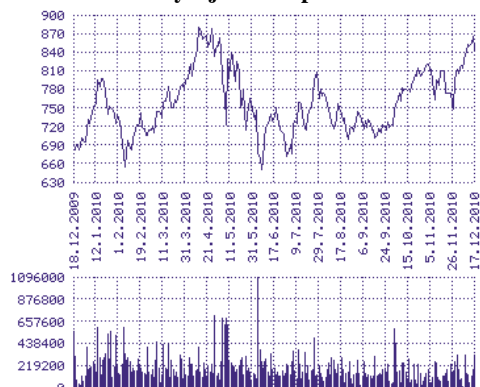
Adresa společnosti:
 Graben 21
 1010 Vienna
 Austria

<http://www.erstegroup.com/>

Ticker: BAAERSTE (BCPP)

Odvětví: univerzální bankovníctví
 Počet vydaných akcií – 378 176 721
 Tržní kapitalizace - 12850,44 mil. EUR
 Uzavírací cena k 4.1.2011 – 902,- Kč
 Roční maximum – 14.4.2010
 879,9 Kč
 Roční minimum - 8.6.2010
 652,- Kč
 Podíl v PX: 28,48 %

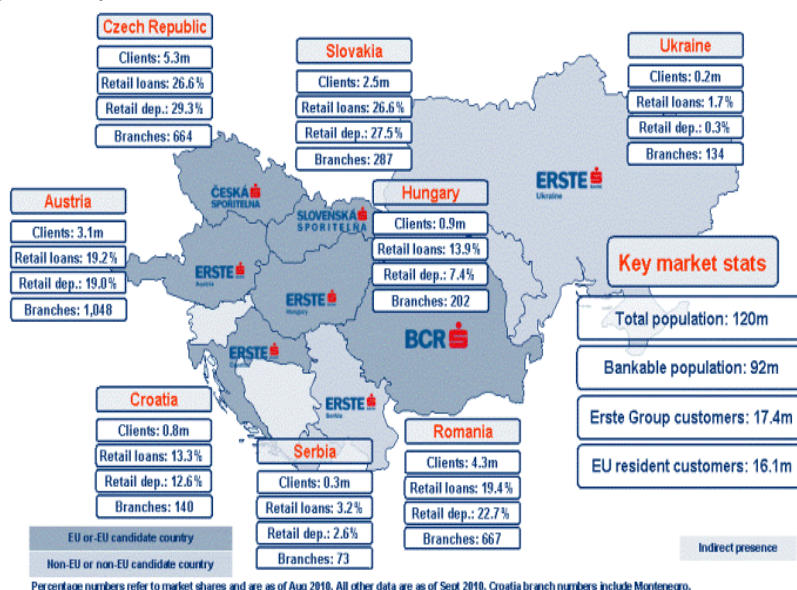
Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: BCPP

Rakouská bankovní skupina Erste Group Bank AG (Erste Group) je univerzální bankou se zaměřením na retailovou klientelu působící v regionu střední a východní Evropy a po italském UniCredit je druhou největší bankou působící v daném regionu. Erste Group působí v osmi zemích a zaměstnává více než 50 tisíc pracovníků ve více než 3000 pobočkách. Nejdůležitějším trhem z hlediska objemu poskytnutých úvěrů je Rakousko, jehož podíl činí dle posledních údajů necelých 50 % následován Českou republikou s podílem necelých 16 % a Rumunskem s necelými 10 %. Erste Group dosahuje nejvyššího tržního podílu (dle úvěrů retailové klientely) v České republice a na Slovensku 26,6 % dále v Rumunsku 19,4 % a Rakousku 19,2 % viz obrázek č. 1.

Obrázek č. 1: Geografické působení Erste Group s tržním podílem na jednotlivých trzích



Zdroj: Erste Group Bank AG

Strategické cíle Erste Group:

- Zaměření se na retailové a SME (Malé a střední podniky) bankovníctví
- Geografické zaměření na Střední a východní Evropu
- Efektivnost – nová organizační struktura je orientovaná na jednotlivé skupiny zákazníků, neboť retailový a SME zákazníci jsou obsluhováni lokálně, kdežto korporátní klientela a investiční bankovníctví je provozováno centrálně

Na hospodaření Erste Group se tvrdě podepsala finanční krize, která se později rozšířila do hospodářské recese, což se projevilo ve vyšší tvorbě opravných položek na ztráty z úvěrového portfolia a v odpisech z CDO/ABS derivátů (cenné papíry vázané na podkladové aktivum např. hypotéky).

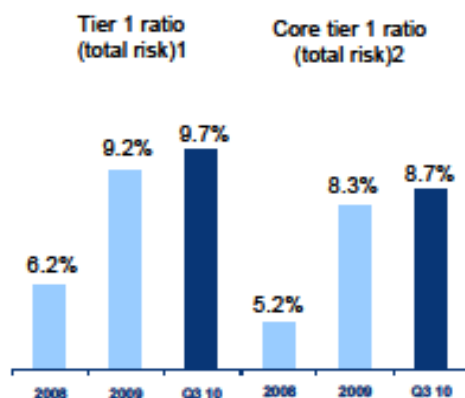
Tabulka č. 1: Hlavní ukazatele hospodaření Erste Group

	2009	2008	2007	2006	2005
Celková aktiva	EUR 201,710 m	EUR 201,441 m	EUR 200,519 m	EUR 181,703 m	EUR 152,681 m
Čistý zisk náležící akcionářům banky	EUR 903.4 m	EUR 859.6 m	EUR 1,174.7 m	EUR 932.2 m	EUR 716.7 m
ROE	9.7%	10.1%	14.6%	13.8%	19.5%
Nákladovost výnosů (Náklady/výnosy)	50.2%	57.2%	59.2%	59.9%	62.2%
Počet zaměstnanců	50 488	52 648	52 442	50 164	36 15
Počet poboček	3 205	3 159	2 908	2 721	2 283

Zdroj: Erste Group Bank AG

Z tabulky č. 1 je patrné, že finanční a hospodářská krize způsobila v roce 2008 výrazný propad čistého zisku, ovšem od té doby se hospodaření oceňované společnosti zlepšuje. Z důvodu částečného schválení nové bankovní regulace BASEL III zvýšila Erste Group vlastní kapitál, tak aby byla schopna vyhovět tvrdším podmínkám nových pravidel. Ukazatel jádrového kapitálu stupně 1 je dostatečně vysoký, neboť přesahuje 9,5 %, což je nejvyšší možná výše nové regulace BASEL III, který teprve vejde v platnost.

Graf č.2: Ukazatel jádrového kapitálu stupně 1



Zdroj: Erste Group Bank AG

Ratingy:

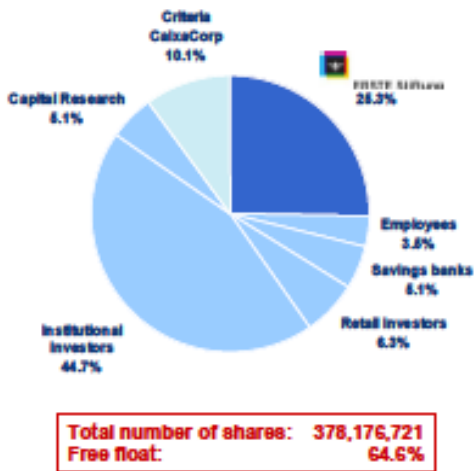
Moody's: Long-term: Aa3, Short-term: P-1, Outlook: Negative

S&P: Long-term: A, Short-term: A-1, Outlook: Stable

Fitch: Long-term: A, Short-term: F1, Outlook: Stable

Akcie Erste Group jsou od roku 1997 kótovány na Vídeňské burze a od roku 2002 na Burze cenných papírů Praha a od února 2008 je možné nakoupit akcie oceňované společnosti na Bukurešťské burze.

Graf č. 3: Akcionářská struktura



Zdroj: Erste Group Bank AG

Organizační struktura

Z grafu č. 3 je patrné, že volně obchodovatelných akcií Erste Group je 64,6 % a většina z nich je v držení institucionálních investorů.

REGULACE BASEL III

Nová bankovní regulace od Bank of International Settlements (BIS) již byla částečně schválena a hlavním motivem přísnější regulace je větší odolnost bankovního sektoru. Návrh regulace spočívá v následujících bodech, přičemž některé z nich již byly schváleny:

- Tvrdsí definice co spadá pod vlastní kapitál,
- Jádrový kapitál stupně 1 musí být min. na úrovni 4,5 %, dále může být navýšen o 2,5 % konzervačního polštáře a dále může být zvýšen o dalších 2,5 % proticyklického polštáře
- Zavedení poměrových ukazatelů zadluženosti
- Omezení úvěrového rizika protistrany
- Uvedení krátkodobých a střednědobých poměrových ukazatelů likvidity

V současné situaci nebude mít Erste Group problém splnit navrhované či již schválené pravidla, ovšem přísnější kapitálové, likviditní požadavky se promítnou do mírně nižší ziskovosti.

Obrázek č. 2: Organizační struktura Erste Group



Zdroj: Erste Group Bank AG

MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA

Rakousko

Analytici očekávají, že rakouské hospodářství dosáhne v roce 2011 mírně vyššího růstu HDP díky vyšší exportní a investiční aktivitě, přičemž MMF odhaduje růst reálného HDP na 1,6 %. I v Rakousku panují obavy o fiskální zdraví této země, což se projevuje fiskálními úsporami, které mají snížit deficit vládního rozpočtu. Reálné rakouského HDP rostlo ve 3Q 2010 2,4 % tempem, což značí, že MMF odhaduje pokles tempa růstu, přesto lze očekávat, že tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů dosáhla již svého vrcholu a bude postupně klesat.

Česká republika

Nižší hospodářský růst eurozóny či zpomalení ekonomického růstu Německa by se negativně odrazily v hospodářství České republiky, která patří mezi malé a otevřené ekonomiky. České hospodářství by mělo v roce 2011 růst mírně nižším tempem tj. 2 % reálného HDP, přičemž inflace se pravděpodobně přehoupne přes 2 % a míra nezaměstnanosti se sníží a česká koruna vůči euru posílí. Mírně nižší očekávaný hospodářský růst v ČR by neměl mít výrazný dopad na Erste Bank, neboť bude záležet zejména na vývoji tvorby opravných položek ke ztrátám z úvěrů, které by měly v roce 2011 klesat.

Maďarsko

Maďarská ekonomika se ocitla na pokraji státního bankrotu, přičemž podporu získala od EU a MMF a nyní přistupuje k reformám a schvaluje fiskální úsporné balíčky. Maďarská vláda rozhodla přesunout úspory obyvatel v soukromých penzijních fondech pod kontrolu státu, čímž defacto rozhodla o zestátnění soukromých penzí. Navíc vláda schválila bankovní daň, která se negativně projeví v hospodaření Erste Bank. Hospodářská situace Maďarska by se měla v roce 2011 mírně zlepšit, přičemž analytici odhadují růst HDP okolo 1 % a míra nezaměstnanosti by měla klesnout pod 10 %. Pokud oprostíme od bankovní daně v Maďarsku, lze konstatovat, že hospodaření Erste Bank by se mohlo v této zemi vyvíjet lépe z důvodu klesající míry nezaměstnanosti a mírně rychlejšího růstu HDP, což by mohlo mít pozitivní dopad na nižší tvorbu opravných položek ke ztrátám z úvěrů.

Rumunsko

Rumunské hospodářství prošlo v roce 2009 silnou krizí a v roce 2011 již analytici očekávají slabý hospodářský růst nad 1 % HDP s mírně vyšší inflací nad 3 %. Rizika v této zemi představují zejména politická nestabilita a fiskální konsolidace, které mohou zeslabit odhadovaný hospodářský růst. Jelikož analytici odhadují vyšší tempo růstu HDP v roce 2011, lze očekávat mírně lepší výsledky Erste Bank z důvodu růstu úvěrového portfolia a poklesu tvorby opravných položek ke ztrátám z úvěrů.

Ukrajina

Ukrajina také získala úvěr od MMF, což způsobilo bolestivou fiskální konsolidaci, přičemž vyhlídky tamní ekonomiky počítají s vyšším meziročním tempem růstu pro rok 2011 a stále vysokou inflací, která by mohla dosáhnout úrovně nad 8 %.

ANALÝZA ODVĚTVÍ

Porovnání evropského bankovního sektoru s celým evropským trhem

Index evropského bankovního sektoru (BEUBANK) a bankovní index SX7P, který je součástí širšího evropského indexu DJ STOXX 600 vykazují vyšší volatilitu oproti širšímu indexu DJ STOXX 600, navíc se nezúčastnily akciové rally od začátku září 2010, což je patrné z grafu č. 4.

Graf č. 4: Vývoj indexu evropského bankovního sektoru (BEUBANK červená barva) a evropské širšího indexu DJ STOXX 600 (modrá barva) a bankovního indexu z DJ STOXX 600 (zelená barva)



Zdroj: Bloomberg

Údaje v tabulce č 2. se mohou lišit od jiných zdrojů, neboť agentura Bloomberg počítá a odhaduje jednotlivé položky z jednotlivých indexů daných odvětví. Bankovní sektor patřil v letošním roce mezi nejméně výkonné sektory, což bylo způsobeno dluhovou krizí v Evropě, která by při nejhorším scénáři mohla vést k bankrotu fiskálně slabších evropských zemí. Očekávaný poměrový ukazatel P/E pro rok 2011 vychází pro finanční sektor dobře, což dokazuje druhá nejnižší hodnota ukazatele. Navíc očekávaný dlouhodobý růst EPS (zisk na akcii) je v bankovním sektoru téměř nejvyšší, neboť tento sektor patří mezi nejcykličtější. Na druhé straně ukazatel EV/EBITDA pro rok 2011 je u bankovních společností nejvyšší, což může být způsobeno vysokým podílem cizího kapitálu bankovního sektoru. Z analýzy odvětví vyplývá, že finanční sektor je podle ukazatele EV/EBITDA 2011 nadhodnocený, ovšem dle ukazatelů dlouhodobého růstu EPS a očekávaného P/E 2011 vychází podhodnocený. Pokud v naší analýze přihlídneme k vysokému podílu cizího kapitálu bankovních institucí, což je pro bankovní sektor typické a potlačíme tedy vypovídací schopnost ukazatele EV/EBITDA 2011, můžeme konstatovat, že bankovní sektor patří mezi podhodnocené sektory.

Tabulka č. 2: Vybrané ukazatele jednotlivých sektorů evropského širšího index DJ STOXX 600

	EV/EBITDA 2011	Aktuální P/E	P/E 2011	Dlouhodobý růst EPS	ROE
Těžební	4,37	20,14	9,16	10,20	16,80
Telekomunikace	5,75	9,42	9,83	7,49	16,79
Volný čas	6,10	21,05	12,16	7,10	29,21
Základní materiály	6,21	19,80	9,95	27,31	20,12
Média	6,50	22,50	11,77	8,85	27,54
Utility	6,83	9,97	11,12	2,87	16,18
Maloobchod	6,99	16,11	12,43	13,61	24,34
Chemický	7,16	19,97	13,25	13,91	17,64
Automobilový	7,27	13,87	9,78	26,03	12,65
Technologie	7,41	23,74	13,76	17,08	18,91
Stavebnictví	7,60	16,61	13,10	9,12	12,70
Průmysl	7,66	23,18	13,60	14,49	22,03
Zdravotnictví	7,73	13,73	10,52	6,53	38,99
Zboží do domácnosti	9,34	18,60	14,53	18,27	32,94
Potraviny	10,31	19,39	14,69	11,03	22,50
Finanční služby	11,35	8,20	12,52		18,28
Pojišťovnictví	11,40	9,56	7,76	15,73	12,14
Reality	19,06	6,96	17,29		8,37
Banky	29,91	17,16	8,40	21,52	9,86

Zdroj: Bloomberg

Při srovnání bankovních institucí v regionu Střední a východní Evropy vyplynulo, že Erste Group má jeden z největších podílů dluhu vůči vlastnímu kapitálu a patří tedy mezi nejrizikovější investici. Ukazatel P/BV srovnává cenu akcie a účetní hodnotu společnosti přepočtenou na jednu akcii. Z pohledu P/BV se Erste Group zdá být druhá nejpodhodnocenější za předpokladu, že jsou aktiva všech srovnávaných bankovních institucí oceňovány podobně.

Tabulka č. 3: Vybrané ukazatele jednotlivých bankovních společností v našem regionu

	P/B	ROE	Celkové závazky/Vlastní kapitál	Hrubý dividendový výnos	Aktuální P/E	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBIT 2012	EV/EBIT 2011
ERSTE GROUP	1,02	8,69	488,28	1,79	16,00	15,44	10,90	17,23	18,83
KOMERCNI BANKA	2,20	17,02	81,72	3,81	13,46	13,39	12,26	4,57	4,95
OTP BANK	1,08	13,56	220,37	0,00	14,04	11,24	8,50	8,44	8,85
PKO BANK POLSKI	2,38	13,41	34,53	4,37	18,50	17,16	13,03	9,01	10,26
BANK PEKAO	2,44	14,09	60,29	1,60	19,19	18,43	15,25	9,89	11,12
UNICREDIT	0,47	2,97	575,74	1,89	20,42	17,14	8,69	7,34	10,29
RAIFFEISEN BANK	1,05	2,77	464,72	0,46	18,40	11,59	9,20	12,97	16,95

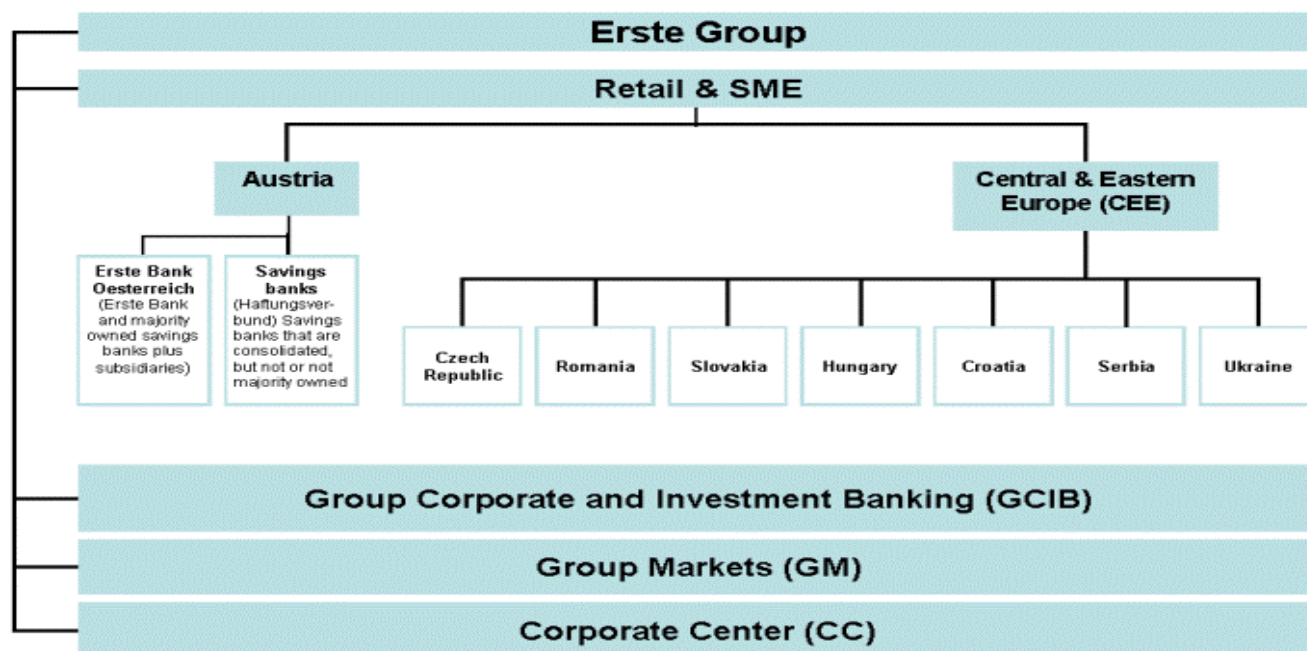
Zdroj: Bloomberg

Ukazatel ROE (rentabilita vlastního kapitálu) je u Erste Group třetí nejnižší, což může být způsobeno nedávnými novými úpisy akcií, které pomohly společnosti zvýšit požadovaný kapitál Tier 1. Hrubý dividendový výnos je u Erste Group zhruba průměrný a očekávaný ukazatel P/E (cena akcie/zisk na akcii) pro rok 2011 je průměrný a očekávaný ukazatel P/E pro rok 2012 je taktéž průměrný. Naopak ukazatele EV/EBIT (hodnota společnosti/zisk před úroky a daněmi) jsou pro Erste Group nadhodnocené, což může být do určité míry způsobeno vysokými závazky společnosti. Ze srovnání bankovních institucí v našem regionu vychází Erste Group průměrně, neboť na úrovni P/BV si vede lépe než průměr konkurence, ovšem ukazatele EV/EBIT a vysoká zapákovanosť (Celkové závazky/Vlastní kapitál) je oproti konkurenci horší.

ANALÝZA SPOLEČNOSTI

Erste group operuje ve čtyřech segmentech a to konkrétně v retailovém, korporátním, finanční správy (group markets) a korporátního centra viz obrázek č. 3.

Obrázek č. 3: Organizační struktura Erste Group dle segmentů



Zdroj: Erste Group Bank AG

Retailový sektor se zaměřuje na obsluhu jednotlivců a malých a středních podniků (SME) na lokální úrovni. Rakouský retailový segment je pro kvalitnější obsluhu klientů rozdělen na dva podsegmenty a to na retailovou banku a stavební spořitelnu. Všechny retailové pobočky vykazují své hospodářské výsledky separátně.

Retailový segment je nejdůležitějším segmentem pro Erste Group jak z hlediska objemu poskytnutých úvěrů, tak i výnosů, přičemž z tabulky č. 4 lze vysledovat rostoucí trend čistých úrokových výnosů v roce 2010 s následnou prognózou. Pro rok 2011 je management společnosti optimistický a očekává nárůst úvěrového portfolia o 5 – 10 %, což se pozitivně projeví ve výnosech oceňované společnosti. Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrového portfolia dosáhla svého vrcholu pravděpodobně ve třetím kvartále 2010 a od té doby lze očekávat mírný pokles. Čisté poplatky a provize dle našeho odhadu poklesnou v posledním kvartále 2010 a v prvním kvartále roku 2011 již zaznamenají růst. Čistý zisk z obchodování byl měl pokračovat v rostoucím trendu z důvodu odhadované vyšší aktivity na kapitálovém trhu. Provozní náklady by dle naší prognózy měly růst zhruba v souladu s růstem úvěrového portfolia. Odhadujeme, že čistý zisk se v posledním kvartále 2010 mezikvartálně zvýší, což bude hlavně zásluhou nižších opravných položek ke špatným úvěrům.

Tabulka č. 4: Zkrácená verze výkazu zisků a ztrát retailového segmentu včetně odhadu

	Retail & SME				
in EUR million	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10E	Q1 11E
Čistý úrokový výnos	1 129,1	1 161,3	1 169,4	1 172,9	1 190,5
Čistý úrokový výnos Q/Q		0,03	0,01	0,00	0,02
Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů	(451,6)	(451,0)	(487,6)	(453,6)	(421,8)
Čisté poplatky a provize	397,9	427,9	408,9	400,7	404,7
Čistý zisk z obchodování	30,9	51,0	59,8	65,8	66,1
Provozní náklady	(819,5)	(809,3)	(829,7)	(846,3)	(854,7)
Ostatní náklady	(16,3)	(43,9)	(108,4)	(56,2)	(56,2)
Zisk před zdaněním	270,6	336,1	212,3	283,3	328,5
Daň z příjmu	(59,0)	(78,4)	(55,7)	(65,2)	(85,4)
Čistý zisk	211,6	257,7	156,6	218,2	243,1
Čistý zisk připadající akcionářům	165,7	197,8	117,4	163,6	182,3

Zdroj: Erste Group Bank AG, Fio banka, a.s.

Korporátní segment zahrnuje i podsegment investičního bankovníctví, přičemž hlavní náplní daného segmentu je kvalitní péče o korporátní klientelu. Korporátní klientelu člení Erste Group dle váženého HDP jednotlivých zemí, přičemž obrat musí činit minimálně EUR 175 mil. Z tabulky č. 5 lze vyčíst, že výnosy popisovaného segmentu jsou zhruba desetinné ve srovnání s retailovým segmentem, ovšem velikost čistého zisku byla ve třetím čtvrtletí 2010 necelých 100 mil. EUR, což je jen o necelých dvacet procent méně než u retailu. Za vysokým čistým ziskem ve třetím kvartále 2010 stojí dramatický pokles tvorby opravných položek ke ztrátám z úvěrů, přičemž pro následující kvartály odhadujeme mírný pokles této položky, ovšem do hry mohou vstoupit možné odpisy z developerských projektů, které by mohly buď tuto položku vychýlit směrem nahoru, anebo by se zvýšila tatáž položka v retailovém segmentu. Předpokládáme, že úvěrové portfolio v korporátním segmentu poroste pomaleji než v retailovém a to z důvodu umírněnější poptávky z tohoto segmentu.

Tabulka č. 5: Zkrácená verze výkazu zisků a ztrát korporátního segmentu včetně odhadu

	GCIB Group Corporate Investment Banking				
in EUR million	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10E	Q1 11E
Čistý úrokový výnos	147,6	145,4	152,5	153,2	154,8
Čistý úrokový výnos Q/Q		-0,02	0,05	0,01	0,01
Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů	-79,6	-102,0	-16,6	-16,1	-15,6
Čisté poplatky a provize	37,6	41,9	44,8	47,0	48,4
Čistý zisk z obchodování	3,7	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4
Provozní náklady	-43,5	-46,7	-45,1	-44,2	-44,7
Ostatní náklady	3,6	-2,6	-9,2	-2,7	-2,7
Zisk před zdaněním	69,4	35,3	125,9	136,9	139,8
Daň z příjmu	-15,7	-9,3	-25,7	-31,5	-32,2
Čistý zisk	53,7	26,1	100,1	105,4	107,7
Čistý zisk připadající akcionářům	48,2	22,9	93,3	94,9	96,9

Zdroj: Erste Group Bank AG, Fio banka, a.s.

Segment finanční správy (group markets) zahrnuje obchodování na kapitálových trzích. Jedná se o obchodování s dluhopisy, akciemi, deriváty, FOREX.

Tabulka č. 6: Zkrácená verze výkazu zisků a ztrát segmentu finanční správy včetně odhadu

	Group Markets				
in EUR million	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11 E
Čistý úrokový výnos	31,4	25,4	29,8	31,3	31,9
Čistý úrokový výnos Q/Q	-0,79	-0,19	0,18	0,05	0,02
Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čisté poplatky a provize	43,0	40,5	33,4	30,4	30,7
Čistý zisk z obchodování	97,1	50,2	78,1	85,9	86,7
Provozní náklady	-56,5	-52,9	-60,5	-66,6	-67,9
Ostatní náklady	5,5	-2,4	4,4	2,5	2,5
Zisk před zdaněním	120,5	60,7	85,2	83,5	84,0
Daň z příjmu	-25,2	-14,4	-18,3	-19,2	-19,3
Čistý zisk	95,4	46,3	66,9	64,3	64,7
Čistý zisk připadající akcionářům	89,1	43,9	65,0	62,4	62,7

Zdroj: Erste Group Bank AG, Fio banka, a.s.

Nejdůležitějším segmentem z hlediska vkladů je maloobchodní segment, který zahrnuje i malé a střední podniky, přičemž z tabulky č. 7 je patrné, že retailový segment je rozdělen na Rakousko a Střední a východní Evropu (CEE). Korporátní segment je z pohledu vkladů téměř zanedbatelný stejně jako segment finanční správy. Od posledního kvartálu 2009 lze vypořadovat rostoucí trend vkladů pramenící zejména z retailového segmentu ve Střední a východní Evropě.

Tabulka č. 7: Analýza vkladů podle segmentů

in EUR million	Vklady podle segmentů						
	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010E
Retail & SME Rakousko	58,8	58,2	59,3	59,2	60,4	60,4	61,6
Retail & SME Rakousko Q/Q		-0,01	0,02	0,00	0,02	0,0	0,0
Retail & SME - CEE	44,7	45,8	45,3	47,8	47,4	48,3	48,8
Retail & SME - CEE Q/Q		0,02	-0,01	0,06	-0,01	0,0	0,0
Korporátní segment GCIB	6,4	6,3	6,1	6,9	5,8	6,1	6,1
Korporátní segment GCIB Q/Q		-0,02	-0,03	0,13	-0,16	0,1	0,0
Finanční správa (Group Markets)	3,6	3,0	1,3	1,7	3,0	3,0	3,0
Total group	113,5	113,3	112,0	115,6	116,6	117,8	119,5
Total group Q/Q		0,00	-0,01	0,03	0,01	0,01	0,01

Zdroj: Erste Group Bank AG, Fio banka, a.s.

Vývoj celkových úvěrů zaznamenal do roku 2008 dramatický nárůst, ovšem poté co vypukla finanční a posléze hospodářská krize došlo k nízkému stabilnímu růstu, přičemž pro rok 2011 a dále očekáváme rychlejší tempo růstu úvěrového portfolia. Tvorba opravných položek na ztráty z úvěrového portfolia v roce 2009 prudce vzrostla a v roce 2010 došlo u této položky ke stabilizaci, přičemž pro následující roky odhadujeme u této položky pokles.

Tabulka č. 8: Vývoj celkových úvěrů a tvorba opravných položek na ztráty z úvěrového portfolia

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Celkové úvěry	97107	113956	126185	129134	132101	140027	148429
Celkové úvěry Y/Y		0,17	0,11	0,02	0,02	0,06	0,06
- Tvorba opravných položek na ztráty z úvěrového portfolia	-439	-455	-1071	-2057	-2058	-1680	-1559
- Tvorba opravných položek na ztráty z úvěrového portfolia Y/Y		0,04	1,36	0,92	0,00	-0,18	-0,07

Zdroj: Erste Group Bank AG, Fio banka, a.s.

Makroekonomická analýza jednotlivých zemí, ve kterých Erste Bank operuje, odkryla, že ve většině případů by se měla hospodářská situace zlepšovat, což by se mělo pozitivně projevit na nižší tvorbě opravných položek na ztráty z úvěrového portfolia tedy na nákladové straně a zároveň by se měla zlepšit i výnosová strana. Management společnosti očekává pro rok 2011 dynamický nárůst úvěrového portfolia mezi 5 – 10 %, což by se mělo pozitivně projevit v nárůstu čistých úrokových výnosů a i čistých poplatků a provizí. U položky čistého zisku z finančních operací odhadujeme mírný nárůst z důvodu vyšší aktivity zajišťování měnového rizika a vyšší obchodní aktivity ve vztahu k cenným papírům. Očekáváme, že provozní náklady porostou v následujících letech zhruba v souladu s růstem úvěrového portfolia, přičemž není vyloučeno, že dojde k nižšímu růstu provozních nákladů z důvodu možné restrukturalizace v České spořitelně, kde má dojít k výměně generálního ředitele. Čistý zisk by měl v roce 2011 dosáhnout dynamického nárůstu zejména z důvodu silného poklesu tvorby rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů a růstu výnosů, což je patrné z tabulky č. 9.

Tabulka č. 9: Zkrácený výkaz zisků a ztrát pro celou skupinu Erste Group

in EUR million	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Čistý úrokový výnos	4 913,1	5 220,9	5 473,9	5 802,3	6 150,5	6 519,5
Čistý úrokový výnos Y/Y	0,25	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	(1 071,4)	(2 056,6)	(2 057,9)	(1 680,3)	(1 558,5)	(1 416,0)
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika Y/Y	1,36	0,92	0,00	-0,2	-0,25	-0,4
Čisté poplatky a provize	1 971,1	1 772,8	1 909,7	2 043,3	2 186,4	2 339,4
Čisté poplatky a provize Y/Y	0,06	-0,10	0,08	0,07	0,07	0,07
Čistý zisk z finančních operací	114,7	585,1	539,9	553,4	567,2	584,2
Čistý zisk z finančních operací Y/Y	0,06	4,10	-0,08	0,025	0,025	0,03
Provozní náklady	(4 001,9)	(3 807,4)	(3 864,8)	(4 096,6)	(4 342,4)	(4 603,0)
Provozní náklady Y/Y	0,10	-0,05	0,02	0,06	0,06	0,06
Ostatní provozní náklady	(778,8)	(355,8)	(141,0)	(262,9)	(184,8)	(166,3)
Ostatní provozní náklady Y/Y	3,60	-0,54	-0,60	-0,05	0,03	0,03
Zisk před daní z příjmu z pokračujících činností	576,2	1 261,3	1 638,2	2 218,5	2 846,5	3 287,4
Daň z příjmu	(177,3)	(284,7)	(376,8)	(510,3)	(654,7)	(756,1)
Zisk po daní z příjmu z pokračujících činností	398,9	976,6	1 261,4	1 708,2	2 191,8	2 531,3
Zisk po daní z příjmu z nepokračujících činností	639,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý zisk	1 038,6	976,6	1 261,4	1 708,2	2 191,8	2 531,3
Menšinový zisk	179,0	73,2	224,9	304,6	390,8	451,4
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	859,6	903,4	1 036,5	1 403,6	1 800,9	2 079,9
Dividenda na akcii	0,65	0,65	0,65	0,75	0,84	0,95

Zdroj: Erste Group Bank AG, Fio banka, a.s.

Dividendová politika Erste Group počítala před finanční a hospodářskou krizí s ročním nárůstem dividendy o 10 %, což nebylo možné splnit v období hospodářské krize, ale v roce 2011 již odhadujeme nárůst dividendy na akcii zhruba s 10 % růstem.

Tabulka č. 10: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Výnos desetiletých státních dluhopisů (Rakouska, Česka, Maďarska, Rumunská)*	4,340
Beta**	1,323
Tržní úroková míra Rakouska, Česka, Maďarska, Rumunská***	11,549
Diskontní sazba	13,875

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosů desetiletých státních dluhopisů

**Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou

***Tržní úroková míra představuje výnosnost indexů

Zdroj: Fio banka, a.s.

Diskontní míra byla stanovena na hodnotu 13,88 %

Stanovení vnitřní hodnoty (cílové ceny) akcie společnosti Erste Group

Ocenění společnosti Erste Group provedeme výnosovou metodou, který je speciálně navržen pro potřeby oceňování bankovních institucí. Výsledná vnitřní hodnota akcií společnosti Erste Group bude určena s časovým horizontem 12 měsíců.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.10. Bezriziková úroková sazba byla vypočtena z výnosů desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí, ve kterých Erste Group podniká. Beta je počítána regresní metodou z desetiletých časových řad s měsíční frekvencí a tržní úroková míra představuje výnosnost akciových indexů ve vybraných zemích.

Vnitřní hodnota akcie společnosti Erste Group je stanovena pomocí výnosového modelu s časovým horizontem 12 měsíců na 41 EUR, což představuje 1026,- Kč.

Tabulka č. 11: Výpočet cílové ceny Erste Group pomocí výnosového modelu

v mil. EUR	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Provozní výnosy	7 125	7 561	7 995	8 747	9 306	9 896	10 501	10 865
Všeobecné správní náklady včetně nákladů na zaměstnance	-3 807	-3 865	-4 097	-4 342	-4 603	-4 879	-5 172	-5 353
Ztráty ze znehodnocení	-2 057	-2 058	-1 680	-1 559	-1 416	-1 501	-1 591	-1 647
Daň z příjmu	-285	-377	-510	-655	-756	-809	-860	-889
Čistý peněžní příjem	977	1 261	1 708	2 192	2 531	2 707	2 878	2 977
Kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti	-313	-328	-348	-369	-391	-414	-439	-455
Předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku	-345	-362	-384	-407	-431	-457	-485	-502
Disponibilní peněžní příjem pro akcionáře	319	571	977	1 416	1 709	1 836	1 954	2 020
Pokračující hodnota společnosti								19 474
Diskontovaný disponibilní peněžní příjem pro akcionáře			858	1 092	1 157	1 092	1 021	10 170
Součet Diskontovaného FCFE			15 389					
Diskontované FCFE na akcii			41					
Diskontované FCFE na akcii v CZK			1025,5					

Zdroj: Hrdý, M.: *Oceňování finančních institucí*. 1. vydání, Praha, Grada Publishing, 2005.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Pokud srovnáme aktuální cenu akcie společnosti Erste Group ze dne 4.1.2011 ve výši 886,- Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 1026,- Kč, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem ve výši 15 %. Akcie společnosti Erste Group jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu očekáváme jejich budoucí růst. Doporučujeme akcie společnosti Erste Group koupit.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci
- Silné zázemí v retailovém segmentu v regionu Střední a východní Evropy

SLABÉ STRÁNKY

- Zaměření se na spotřebitelský segment, který je více rizikový
- Vysoká zapákovanosť společnosti

PŘÍLEŽITOSTI

- Růst úvěrů v zemích Střední a východní Evropy
- Možné další akvizice ve východní Evropě

HROZBY

- Možný státní bankrot či restrukturalizace dluhopisů, které jsou v portfoliu skupiny Erste Group
- Druhý hospodářský pokles některé ze zemí Střední a východní Evropy, který by vedl k nárůstu špatných úvěrů
- Zintenzivnění konkurenčních tlaků, což by mohlo vést k propadu úrokových výnosů a poplatků a provizí

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosech a celkové ziskovosti společnosti může být naše kalkulovaná vnitřní hodnota společnosti nadhodnocená.

Ing. Robin Koklar, MBA
Finanční analytik
www.fio.cz
robin.koklar@fio.cz

Dozor nad Fio banka, 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 u 13 emisí zařazených v segmentu SPAD. Fio není tvůrcem trhu emise akcií Kit Digital, Inc.

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 jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spolovedoucím 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.

K dnešnímu datu 5.1.2011 Fio banka, a.s. má platných 13 investičních doporučení. Z toho je 7 doporučení k nákupu, 3 doporučení akumulovat, 2 doporučení držet a 1 doporučení je v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povětvé prezentaci investičních doporučení §7.