

Erste Bank Group

Akumulovat 715 Kč

ERSTE BANK GROUP

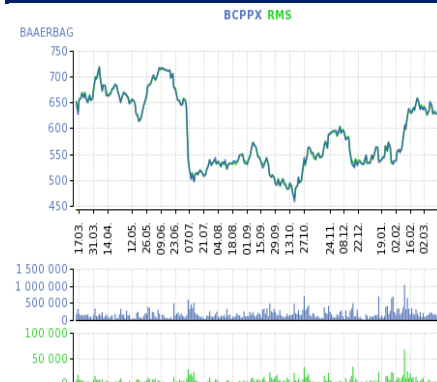
Nové doporučení:	Akumulovat
Předchozí doporučení:	Akumulovat
Cílová cena (12M):	715 Kč
Minulá cílová cena:	582 Kč
Datum vydání:	27. 3. 2015

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Erste Group Bank	12,9	17,3	(2,3)
Index PX	9,6	4,6	9,1
STOXX Eur. 600 Banks	17,4	(0,5)	2,1

ZÁKLADNÍ INFORMACE

Odvětví:	univerzální bankovníctví
Ticker:	BAAERBAG (BCPP)
Počet vydaných akcií:	429,8 mil. ks.
Free float:	64 %
Tržní kapitalizace:	260 431 mil. Kč
Dividenda (12 M) 14	0 Kč
Uzavírací cena k 26. 3. 2015	624 Kč
Roční maximum:	722 Kč
Roční minimum:	451 Kč

Graf č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: BCPP

V předkládané analýze akciového titulu Erste Bank Group (dále také „Erste“) aktualizujeme náš pohled na společnost. **Oproti poslední publikované analýze bankovního titulu jsme přistoupili ke zvýšení cílové ceny pro investiční horizont 12 měsíců z hodnoty 582 Kč na 715 Kč, přičemž investiční doporučení vzhledem k aktuální ceně akcií Erste potvrzujeme na stupni „akumulovat“.** Naše aktuální cílová cena představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců cca 14% výnos.

Rakouská finanční skupina své akcionáře v uplynulém roce nepotěšila, když po slabším celoročním výhledu na začátku roku, ziskovém varování uprostřed roku a nejistotě ohledně kapitálové pozice banky před zátěžovými testy ECB poklesly její akcie za uplynulý rok o cca 25 %. Za posledních pět let se pak akcie Erste „pyšní“ záporným výnosem (18%).

Slabá výkonnost titulu v dlouhodobém měřítku odráží špatné hospodářské výsledky rakouské finanční skupiny. **Zastáváme názor, že tristní hospodářské výsledky Erste v posledních letech nereflktují její ziskový potenciál daný zejména dominantním postavením společnosti v retailovém bankovníctví regionu CEE a dobrými makroekonomickými vyhlídkami regionu působnosti Erste.**

O „ziskovém potenciálu“, či „ziskových vyhlídkách“ Erste toho investorská veřejnost v posledních letech slyšela mnoho. Bohužel reálně vykazovaná ziskovost Erste byla o poznání slabší, případně vůbec žádná. O co tedy opíráme naši projekci oživení rentability Erste v následujících letech?

Společnost v minulém roce rozsáhlým úklidem své rozvahy z našeho pohledu značně eliminovala rizika plynoucí zejména z maďarské a rumunské divize, které byly v minulých letech zdrojem největších ztrát skupiny. Erste by v následujících letech měla těžit z výrazného zlepšení profitability **rumunské divize i příznivějšího podnikatelského klimatu v Maďarsku.** Rovněž **vyšší nákladová efektivnost na domácím rakouském trhu** by měla přispět k oživení výdělečné schopnosti banky.

Pro ziskovost Erste Group bude v následujícím období rozhodující zejména vývoj nákladů rizika, které by měly dosáhnout výrazně nižších hodnot. **Naše odhady pro vývoj čistého zisku Erste (2015 EPS 1,68 EUR a 2016 EPS 2,10 EUR) jsou konzervativnější v porovnání s konsenzuálním tržním očekáváním pro EPS 2015 ve výši 1,9 EUR a EPS 2016 2,42 EUR.** Předpokládáme však, že společnost v letošním roce splní svůj celoroční výhled pro ROTE 8 - 10 % při dolní hranici indikovaného čistého zisku 670 – 840 mil. EUR.

Naplnění letošního celoročního výhledu společnosti a absence negativních překvapení v průběhu roku představují z našeho pohledu jedinou možnou alternativu, jak může management Erste nabýt zpět ztracenou kredibilitu. Ta po opakovaných ziskových varováních z posledních let utrpěla značné šrámy.

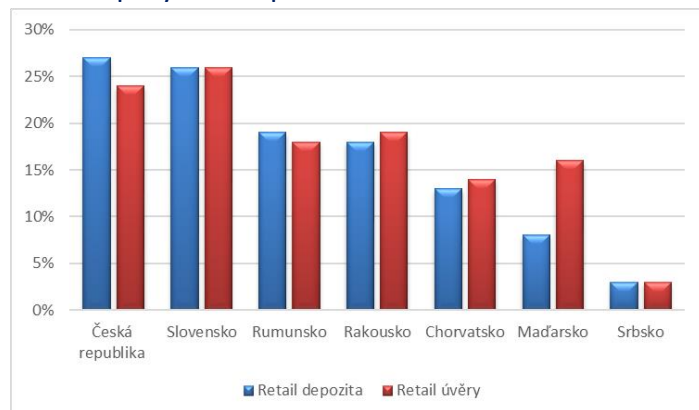
Na provozní úrovni společnosti očekáváme od roku 2015 mírné zhoršení při 5% meziročním propadu provozního zisku před tvorbou rezerv a opravných položek. Hlavní drivery, které negativně ovlivňovaly finanční výkonnost banky v minulém roce, budou přetrvávat i v roce letošním. Úrokové výnosy budou nadále pod tlakem nízkých úrokových sazeb a bezprecedentně nízkých výnosů státních dluhopisů. **Meziroční tempo růstu objemu poskytnutých úvěrů očekáváme při 3 %.** Úroková marže banky bude nadále dle naší projekce vykazovat klesající trajektorii k úrovním 2,3 %.

Hlavní rizika vidíme v následujících oblastech: 1) V horizontu následujících 12 měsíců se mohou akcie Erste Group dostat pod tlak v případě **představení vyšších kapitálových požadavků pro rakouské banky ze strany rakouského národního regulátora**. Na základě rétoriky Rakouské centrální banky usuzujeme, že zavedení kapitálového polštáře pro krytí systémových rizik minimálně o 1 % (pravděpodobně ale více) nad rámec běžných kapitálových požadavků je reálné. 2) **Eskalace geopolitického napětí na Krymu** může ohrozit příznivé makroekonomické vyhlídky regionu CEE. 3) **Případný odchod Řecka z eurozóny** by pravděpodobně vyústil ve zvýšenou volatilitu na měnovém i dluhopisovém trhu s negativním dopadem na hospodaření Erste.

PROFIL SPOLEČNOSTI

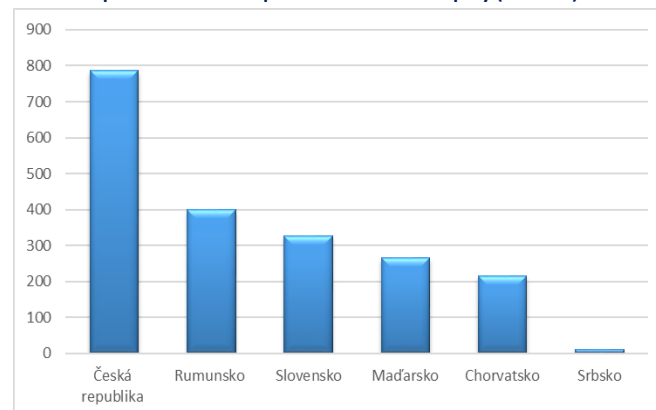
Erste Group je nejstarší rakouskou univerzální bankou založenou v roce 1819. V současnosti je Erste Group jedním z největších poskytovatelů finančních služeb v rámci regionu střední a východní Evropy měřeno počtem zákazníků či celkovým objemem spravovaných aktiv. Klientská báze rakouské bankovní skupiny čítá 16 000 000 zákazníků. Vedle domácího rakouského trhu představují pro Erste Group nejvýznamnější trhy Česká republika a Slovensko. Trhem s největším růstovým potenciálem pro Erste Group je Rumunsko. Silnou retailovou pozici má rakouská bankovní rovněž na maďarském trhu. Mezi další země působnosti Erste patří Srbsko a Chorvatsko. Region CEE přispívá k celkovým provozním ziskům Erste Group zhruba 70 %. Na pěti trzích regionu CEE patří Erste dosahovaným tržním podílem mezi lídry trhu.

Graf 1 Tržní podíly Erste Group



Zdroj: Finanční reporty společnosti

Graf 2 Příspěvek divizí CEE k provoznímu zisku skupiny (mil EUR)



Zdroj: Finanční reporty společnosti

Tabulka 1 Hospodaření Erste Bank za 2014

ERSTE GROUP	2013	2014	Y/Y (%)
Úrokové výnosy	4 685,0	4 495,2	-4,1 %
Výnosy z poplatků	1 806,5	1 869,8	+3,5 %
Ostatní výnosy	2 087	1 808	-13,4 %
Provozní výnosy	6 995,1	6 877,9	-1,7 %
Provozní náklady	(3 896,1)	(3 787,3)	-2,8 %
Provozní zisk	3 099,0	3 090,7	-0,3 %
Náklady rizika	(1 774)	(2 159)	+21,7 %
Hrubý zisk	378,4	(803,2)	n.a.
Daň z příjmu	(178,5)	(509,4)	n.a.
Čistý zisk	60,3	(1 442,0)	n.a.

Zdroj: Erste Group Bank

Čistá úrokové výnosy banky byly pod tlakem nízkých úrokových sazeb.

Poplatkové výnosy banky si zachovaly slušnou růstovou dynamiku.

Ke stabilnímu provoznímu zisku banky přispěl zejména 3% meziroční pokles provozních nákladů.

Výrazný negativní dopad na ziskovost banky měly náklady rizika na úrovni 170 b.b. průměrného úvěrového portfolia.

HOSPODAŘENÍ ERSTE BANK V ROCE 2014

Erste Group vykázala za fiskální rok 2014 rekordní čistou účetní ztrátu ve výši 1,44 mld. EUR při dolní hranici avizovaného intervalu 1,4–1,6 mld. EUR. Hospodářský výsledek za rok 2014 byl ovlivněn řadou mimořádných nákladových položek zejména z titulu výrazných odpisů nehmotného majetku v Rumunsku (cca 800 mil. EUR) a vyšších nákladů rizika v návaznosti na redukci rizikových úvěrů v Rumunsku a maďarskou legislativu týkající se úvěrů v cizích měnách. Přes nepříznivé tržní prostředí při nízkých úrokových sazbách a utlumené poptávce po úvěrech vykázala společnost za přispění striktní nákladové disciplíny (y/y -3 %) meziročně stabilní provozní zisk při 3,1 mld. EUR.

Celkové provozní výnosy Erste Bank klesly za rok 2014 o 1,7 % k úrovni 6 878 mil. EUR. Mezi hlavní drivers nižších výnosů banky patřily prostředí nízkých úrokových sazeb, utlumená poptávka po úvěrech i prodej části úvěrového portfolia zejména v Rumunsku.

I přes prostředí nízkých úrokových zůstala čistá úrokové marže Erste Bank stabilní, když dosáhla ke konci 4Q 2014 2,65 %. Erste zaznamenala za rok 2014 meziroční pokles čistých úrokových výnosů o 4 % k úrovni 4 495,2 mil. EUR. Meziročně nižší čisté úrokové výnosy banky byly negativně ovlivněny rovněž utlumenou poptávkou po úvěrech na všech trzích působnosti Erste, odprodejem části úvěrového portfolia zejména v Rumunsku i měnovými efekty (Česká republika).

Nížší úrokové výnosy banky byly částečně kompenzovány 3,5% meziročním nárůstem výnosů z poplatků a provizí. Poplatkové výnosy Erste byly taženy zejména transakčními poplatky (y/y +6%), které reprezentují téměř 50 % poplatkových výnosů banky. Banka rovněž těžila z meziročně lepších výnosů z operací s cennými papíry a správy majetku, když klienti banky v prostředí nízkých úrokových sazeb hledali alternativy k depozitním produktům. Podíl neúrokových výnosů na celkových provozních výnosech banky dosáhl v závěru roku 2014 cca 35 %.

Nákladová disciplína Erste vedla k cca 3% meziročnímu poklesu provozních nákladů na 3 790 mil. EUR. Osobní náklady zaznamenaly meziroční pokles o 1,1 % k úrovni 2 184 mil. EUR v důsledku nižšího průměrného počtu zaměstnanců. Osobní náklady představují v případě Erste téměř 60 % celkových provozních nákladů. Poměr provozních nákladů k provozním výnosům přesto dosáhl relativně (v komparaci s jinými bankami regionu CEE) horší úrovně 57 %. Pozitivním prvkem v hospodaření Erste za rok 2014 byl dle našeho názoru vývoj konsolidovaného provozního zisku před tvorbou opravných položek a rezerv. Provozní zisk banky zůstal navzdory obtížnému tržnímu prostředí meziročně stabilní při 3 090 mil. EUR.

Výrazný negativní dopad na ziskovost Erste měly náklady rizika. Opravné položky k finančním aktivům vzrostly meziročně na 2 159 mil. EUR, resp. 169 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia. To představuje výrazně vyšší hodnoty v porovnání s dlouhodobým cílem banky při normalizovaných nákladech rizika ve výši 70 – 90 bazických bodů. Výrazný meziroční nárůst nákladů rizika vykázala Erste zejména v návaznosti na zrychlené snižování nebonitních úvěrů v rumunské ekonomice. Dodatečné rizikové náklady z tohoto titulu dosáhly 400 mil. EUR.

Podíl rizikových úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu dosahuje nadprůměrných 8,5 %.

Výrazný odpis nehmotného majetku přispěl k rekordní ztrátě ve výši 1,44 mld. EUR.

Kapitálová pozice banky patří na trhu k slabším.

Celoroční výhled Erste počítá s výrazným oživením rentability banky v letošním roce.

Podíl nevýkonných úvěrů (NPL) na celkovém úvěrovém portfoliu banky dosáhl úrovně 8,5 %, což představuje hodnoty nad průměrem bankovního sektoru v regionu CEE. Pozitivní trend ve vývoji podílu rizikových úvěrů byl navíc tažen zejména prodejem nebonitních úvěrů v Rumunsku. Krytí nevýkonných úvěrů opravnými položkami dosáhlo meziročního zlepšení k úrovni 68,9 % (2013 63,1%). Objem poskytnutých úvěrů vykázal meziroční nárůst o 3 %, přičemž dynamické tempo vykázaly zejména hypoteční úvěry (+9,8 % y/y), které těžily z rekordně nízkých úrovní úrokových sazeb.

Ostatní provozní výnosy v záporné výši -1 753 mil. EUR přispěly vedle meziročně vyšších nákladů rizika k rekordní reportované účetní ztrátě ve výši 1,44 mld. EUR. V rámci ostatního provozního výsledku hospodaření Erste za rok 2014 zaúčtovala odpis goodwillu ve výši 475 mil. EUR i odpisy klientské základny a brandu v Rumunsku v souhrnné výši 490 mil. EUR. Tyto účetní operace neměly, na rozdíl od tvorby opravných položek k úvěrům, negativní dopad na velikost regulačního kapitálu banky. Ostatní provozní výnosy byly negativně ovlivněny rovněž bankovními daněmi ve výši cca 260 mil. EUR (Rakousko 130,5 mil. EUR, Slovensko 31,5 mil. EUR a 94,2 mil. EUR v Maďarsku) a rezervami ve výši 336,8 mil. EUR, které banka vytvořila v návaznosti na maďarskou legislativu týkající se klientských úvěrů v cizích měnách.

Erste Bank dosáhla na konci 4Q podprůměrné likvidní i kapitálové pozice. Poměr úvěrů vůči vkladům v případě Erste Group vykazoval na konci 4Q hodnotu 98,6 %. Ukazatel kapitálové přiměřenosti (CET1) dosáhl v závěru roku podprůměrné úrovně 10,6 %. Slabší kapitálová pozice Erste Group neumožní bance v nadcházejícím roce dle našeho názoru uskutečnit žádnou významnou akvizici. V letošním roce rovněž nelze očekávat vzhledem k hospodaření banky za rok 2014 žádnou výplatu dividendy.

Management Erste potvrdil výhled hospodaření bankovní skupiny pro letošní rok při návratnosti vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (ROTE) na 8 – 10 %. Při velikosti vlastního kapitálu banky očištěného o nehmotná aktiva na konci roku 2014 (8,4 mld. EUR) to indikuje čistý zisk banky v intervalu 670 – 840 mil. EUR. Provozní zisk Erste Bank by v letošním roce měl dosáhnout v návaznosti na slabší provozní výkonnost maďarské a rumunské divize meziročního poklesu o 4 – 6 %. Bankovní daně a poplatky, zahrnující rovněž příspěvky do fondu na záchranu bank a pojištění vkladů (cca 100 mil. EUR) by měly dosáhnout 360 mil. EUR.

V rámci telekonferenčního hovoru s analytiky uvedl management banky, že Erste neplánuje v letech 2015 – 2016 žádnou velkou akvizici. Deklarovaný zájem Erste o vstup na polský trh tak není otázkou nejbližších dvou let.

Dividendovou politiku banky pro následující roky odmítl management banky obšírněji komentovat s poukazem na nejistotu ohledně budoucí podoby regulačního rámce ze strany ECB. Z pohledu managementu je však v budoucích letech představitelná dividendová politika při výplatním poměru 30 - 35 %.

Management banky rovněž předpokládá, že Erste do dvou let bude zisková na všech svých trzích působnosti. Rumunská divize by měla dosáhnout zisku již v letošním roce. V Maďarsku by pak Erste měla vykázat kladný zisk v roce následujícím.

KOMPARATIVNÍ ANALÝZA ERSTE S BANKAMI V CEE REGIONU

Akcie Erste Bank se obchodují za výrazně nižší násobek účetní hodnoty vlastního kapitálu v porovnání se srovnávací skupinou bank působících v regionu CEE. Z komparativní analýzy bank středoevropského regionu, kterou dokumentuje tabulka níže, je patrné, že banky v regionu CEE jsou nyní oceněny v průměru na úrovni 1,5 x P/BV 2015 při průměrné 12% rentabilitě vlastního kapitálu. Nižší očekávané násobky P/BV v případě Erste reflektují nižší rentabilitu rakouské finanční skupiny v porovnání s bankami regionu CEE i její vyšší rizikový profil vzhledem k teritoriálnímu zastoupení její podnikatelské činnosti.

Tabulka 2 Komparativní analýza bank v regionu CEE

Tržní srovnání	cost / income	Divid. výnos (%)	NPL (%)	P/BV 2015e	P/E 2015e	ROE	ROA
KOMERČNÍ BANKA	42,5 %	5,6 %	3,9 %	2,03	16,37	12,98	1,43
ERSTE BANK	57 %	0 %	8,5 %	0,94	12,16	-13,13	-0,73
RAIFFEISEN BANK	55,5 %	n.a.	11,1 %	0,38	8,76	n.a.	-0,39
PKO BP	43,5 %	2,19 %	6,7 %	1,45	13,58	11,8 %	1,4 %
BANK PEKAO	47,8 %	5,33 %	6,8 %	2,07	18,69	11,45	1,66
mBANK	44,9 %	3,88 %	6,4 %	1,60	13,81	12,10	1,16
BZ ZACHODNI	44,5 %	3,26 %	7,7 %	1,81	14,59	14,7	1,59
ALIOR BANK	49,4 %	n.a.	8,9 %	1,67	15,35	12,4	1,2
OTP BANK	48,3 %	3,12 %	21,8 %	0,91	11,26	-7,38	-3,7
BANCA TRANSILVANIA	41,9 %	n.a.	12,4 %	1,33	10,32	n.a.	n.a.
BANK HANDLOWY	53 %	6,9 %	4,9 %	1,93	16,16	14,6	2 %
MEDIÁN	47,8 %	3,6 %	7,25 %	1,60	13,81	12,1	0,59
PRŮMĚR	48,3 %	3,8 %	7,73 %	1,47	13,73	n.a.	n.a.

Zdroj: Bloomberg, Finanční reporty společnosti

Provozní efektivnost Erste Group vyjádřená poměrem provozních nákladů k provozním výnosům banky patří v komparaci s průměrnými dosahovanými hodnotami v regionu CEE (48 %) k podprůměrným. Rovněž kvalita úvěrového portfolia z hlediska podílu rizikových úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu banky (8,5%) patří v porovnání se srovnávací skupinou bank regionu CEE k těm horším.

Dividendový výnos Erste historicky nedosahuje průměrných hodnot při 3,8 % v rámci srovnávací skupiny a Erste není investory vnímána primárně jako dividendový titul. Vzhledem k výrazné účetní ztrátě Erste Group za rok 2014 nemohou akcionáři v letošním roce očekávat žádnou výplatu dividendu. Přestože management Erste Bank oficiálně nespecifikoval svou budoucí dividendovou politiku pro následující období, domníváme se, že akcionáři Erste Bank mohou očekávat v následujících letech skromnější dividendové výnosy okolo 2 %. V následujících dvou letech neočekáváme významný nárůst objemu majetkových účastí Erste ani hmotného majetku. Erste Group bude pravděpodobně vzhledem ke své podprůměrné kapitálové pozici budovat z budoucích zadržovaných zisků kapitálové polštáře pro posílení svých ukazatelů kapitálové přiměřenosti. Předpokládáme však, že výplatní dividendový poměr při 30 - 35% dosaženého zisku v letech 2015 – 2018 je udržitelný při pokrytí rostoucího objemu rizikově vážených aktiv a současném posilování kapitálové přiměřenosti banky (CET1) během následujících dvou let k úrovním nad 11%.

Tabulka 3 Výhled dividendové politiky ERSTE GROUP

Dividendová politika	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Odhad čistého zisku	721 mil. EUR	901 mil. EUR	1 115 mil. EUR	1 229 mil. EUR	1 260 mil. EUR
Zisk na akcii	1,68 EUR	2,10 EUR	2,59 EUR	2,86 EUR	2,93
Předpokládaný výplatní poměr	30 %	35 %	35 %	35 %	35 %
Odhad dividendy	0,5 EUR	0,7 EUR	0,9 EUR	1 EUR	1 EUR

Zdroj: Fio banka

Návrat k dividendové politice banky očekáváme i vzhledem ke skutečnosti, že pro nejvýznamnějšího akcionáře Erste, nadaci Erste Stiftung představují výnosy z dividend hlavní zdroj financování jejích aktivit. Limitující faktor pro potenciální výplaty dividendy Erste Group mohou představovat vyšší kapitálové požadavky ze strany Rakouské centrální banky.

Zastáváme názor, že tristní hospodářské výsledky Erste Group v posledních letech neodráží ziskový potenciál banky daný zejména její silnou tržní pozicí v retailovém segmentu na trzích střední a východní Evropy. Očekáváme, že letošní rok přinese výraznější oživení rentability Erste v porovnání s předchozími lety. Ta bude řízena zejména nižšími náklady rizika. **Návratnost vlastního jmění očištěného o nehmotná aktiva dosáhne dle naší projekce v letošním roce úrovně cca 8 %.**

POTENCIÁLNÍ KATALYZÁTORY RŮSTU CENY AKCIÍ

Identifikovali jsme čtyři oblasti, které z našeho pohledu mohou představovat pozitivní impulsy pro výkonnost bankovního titulu v letošním roce. 1) Nižší násobky účetní hodnoty vlastního kapitálu i očekávaného zisku Erste Group, za které se akcie Erste obchodují, odráží částečně i nedůvěru investorů v bankovní titul, respektive v management společnosti po častých ziskových varováních v posledních letech. Postupný proces obnovování důvěry trhu může představovat pozitivní katalyzátor pro akcie Erste. 2) Hospodaření Erste by v letošním roce mělo těžit z výrazného zlepšení rentability rumunské divize po rozsáhlém úklidu rozvahy v minulém roce. 3) Příznivější podnikatelské klima pro bankovní sektor v Maďarsku představuje ryze pozitivní zprávu pro Erste a eliminuje rizika do budoucna. 4) Vyšší nákladová efektivnost Erste na domácím rakouském trhu by měla představovat pozitivní impuls pro profitabilitu rakouské finanční skupiny.

(1) Obnovení ztracené kredibility

Naplnění letošního celoročního výhledu společnosti a absence negativních překvapení v průběhu roku představují z našeho pohledu jedinou možnou alternativu, jak může management Erste nabýt zpět ztracenou kredibilitu. Ta po opakovaných ziskových varováních z posledních let a nesplněných celoročních výhledech utrpěla značné šrámy. Obnovení ztracené důvěry trhu nebude patrně otázkou jednoho roku, respektive jednoho splněného výhledu, ale během na dlouhou trať.

Prvním střípkem pro po vyšší důvěru investorů v bankovní titul mohou být výsledky zátěžových testů a testů kvality aktiv z října minulého roku. Erste prošla testy kvality aktiv (AQR) i zátěžovými testy poměrně komfortně. V rámci základního scénáře zátěžových testů musely banky dodržet minimální koeficient jádrového kapitálu Tier 1 (Common Equity Tier 1 - CET 1) na úrovni 8 % (stejně jako v rámci AQR), přičemž Erste dosáhla poměru kapitálové vybavenosti CET1 10%. V nepříznivém scénáři zátěžových testů pak Erste dosáhla ukazatele kapitálové přiměřenosti CET1 při hodnotě 7,6 %, přičemž práh pro splnění byl nastaven na úrovni 5,5%. Výsledky testů kvality aktiv ze strany ECB nevedly k potřebě dodatečné tvorby rezerv ke krytí špatných úvěrů nad rámec toho, co již společnost představila v rámci profit warningu v polovině minulého roku. **Výsledky AQR by tak měly z našeho pohledu posílit důvěru investorů v kvalitu bankovních aktiv Erste.**

(2) Profitabilita rumunské divize po rozsáhlém úklidu rozvahy

Rumunsko představuje důležitý trh pro Erste Group. S počtem zákazníků ve výši 3 mil. a příspěvkem provozního zisku před tvorbou rezerv a opravných položek na úrovni 400 mil. EUR do konsolidovaného provozního zisku skupiny Erste reprezentuje rumunská divize třetí největší trh pro rakouskou finanční skupinu. Velmi nízká úvěrová penetrace rumunského trhu s 20 mil. obyvateli a nejpriznivější makroekonomický výhled z jednotlivých trhů Erste představuje příznivou konstelaci pro budoucí růst banky na trhu.

Rumunská divize Erste s nadprůměrným podílem rizikových úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu (NPL 23%) však v posledních letech představovala zdroj největších ztrát pro Erste Group z titulu vyšší tvorby opravných položek ke špatným úvěrům i pravidelných odpisů goodwillu.

Úklid rumunské rozvahy v minulém roce z našeho pohledu značně eliminoval rizika budoucích negativních překvapení. Razantní řez napříč rozvahou rumunské dcery Erste, který vyústil v dodatečné náklady rizika ve výši 400 mil. EUR a odpis celého nehmotného majetku (cca 800 mil. EUR) vnímáme jako bolestnou, ale lepší variantu řešení, než každoročně se opakující odpisy hodnoty goodwillu v řádu nižších stovek mil. EUR, které v posledních letech přicházely v závěru roku s železnou pravidelností.

V důsledku redukce portfolia rizikových úvěrů z minulého roku bude výkonnost rumunské divize na provozní úrovni meziročně slabší. Náklady rizika v Rumunsku by však měly v letošním roce dosáhnout výrazně nižších hodnot při 100 – 150 bazických bodech průměrného klientského portfolia. **Vzhledem k očekávané nižší tvorbě opravných položek a rezerv ke špatným úvěrům očekáváme v souladu s výhledem managementu banky podstatné zlepšení její profitability v Rumunsku.**

**Kapitálové partnerství Erste
s maďarskou vládou představuje
situaci win-win.**

**Zefektivnění nákladových procesů na
domácím trhu může přispět k oživení
rentability banky.**

(3) Maďarský „sňatek z rozumu“

Erste Group iniciovala začátkem roku nabídku pro kapitálový vstup maďarské vlády a Evropské banky pro obnovu a rozvoj do její maďarské divize. Dle zveřejněných dohod by maďarská vláda i EBRD měly získat 15% podíl v Erste Group Hungary prostřednictvím navýšení kapitálu. Na základě dohod se maďarská vláda zavázala snižovat od roku 2016 bankovní daně a zajistit stabilnější podnikatelské prostředí pro bankovní domy. Jen v roce 2016 by mělo dojít k redukci bankovních daní o 60 mld. HUF. V roce 2015 by měl výnos z bankovních daní za celý maďarský bankovní sektor dosáhnout 144 mld. HUF.

Z našeho pohledu pragmatický krok ze strany Erste vnímáme pozitivně vzhledem k budoucím vyhlídkám banky na maďarském trhu. Kapitálové partnerství Erste s maďarskou vládou představuje dle našeho názoru určitou míru záruky, že podnikatelské klima v zemi se pro bankovní sektor obrací k lepšímu. Z partnerství těží obě strany. Erste se na oplátku v Maďarsku zavázala k tříletému úvěrovému programu ve výši cca 550 mil. EUR, přičemž maďarská vláda bude vyšší úvěrovou aktivitu ze strany tamějších bank potřebovat k udržení růstu maďarské ekonomiky.

Prvním signálem toho, že maďarská vláda mění přístup vůči zahraničním bankám, představoval již v závěru loňského roku legislativní návrh počítající s konverzí FX úvěrů za tehdejší tržní kurz. Tržní konsensus spíše počítal, že konverze FX úvěrů proběhne při nižším než tržním měnovém kurzu HUF/EUR a banky tak ponese značnou část nákladů konverze.

Management Erste uvedl, že maďarská divize by měla být zisková v roce 2016. Nepovažujeme ovšem za úplně nereálné, že Erste dosáhne v Maďarsku mírného zisku již v letošním roce.

(4) Nákladová restrukturalizace v Rakousku

Provozní efektivnost skupiny Erste Group vyjádřená poměrem provozních nákladů k provozním výnosům banky na úrovni 57 % patří v porovnání s mediánovými hodnotami bank regionu CEE (48 %) k výrazně k vyšším. Pohled na individualizovaném základě jednotlivých společností skupiny Erste (viz tabulka č. 4) ukazuje, že zahraniční dceřiné společnosti Erste vykazují příznivé hodnoty provozní efektivnosti. S výrazně horší nákladovou efektivností se potýká Erste na domácím rakouském trhu, který je charakteristický nadprůměrnou hustotou pobočkové sítě. Poměr provozních nákladů k výnosům banky dosáhl v Rakousku v závěru roku 2014 úroveň 62 %.

Tabulka 4 Srovnání provozních nákladů k provozním výnosům v rámci skupiny ERSTE

	ČR	Rakousko	Slovensko	Rumunsko	Maďarsko
Provozní náklady	662 mil. EUR	630,7 mil. EUR	266 mil. EUR	331,9 mil. EUR	175,8 mil. EUR
Cost to income	45,7 %	61,8 %	44,9 %	45,3	39,7 %

Zdroj: Fio banka

Management banky v rámci telekonferenčního hovoru s analytiky zmínil zefektivnění nákladových procesů v Rakousku jako jednu ze svých priorit pro následující období. Zefektivnění tamějších nákladových procesů vidíme jako jeden z možných pilířů oživení rentability bankovní skupiny v následujících letech.

HLAVNÍ POTENCIÁLNÍ RIZIKA

Erste svými kroky v uplynulém roku eliminovala značnou část rizik spojených s jejím podnikáním. Rizika, které mohou ve střednědobém horizontu vychýlit vývoj akciového kurzu Erste od naší cílové ceny, vidíme nadále v následujících oblastech.

(1) Vyšší kapitálové požadavky ze strany národního regulátora

Rakouská centrální banka dlouhodobě deklaruje nespokojenost s kapitálovou vybaveností rakouských bank i vzhledem k jejich velké úvěrové angažovanosti ve východní Evropě. Jako reálnou vidíme možnost, že Rakouská centrální banka sáhne k zavedení kapitálové rezervy ke krytí systémového rizika. Případné zavedení kapitálového polštáře ke krytí systémového rizika ve výši minimálně 1 % (pravděpodobně ale více) by vzhledem k nižší kapitálové vybavenosti banky a tlaku na její rentabilitu pramenící z tohoto kroku představoval negativní impuls pro kurz akcií Erste. Vyšší požadavek na kapitál by představoval rovněž faktor omezující potenciální dividendu.

(2) Eskalace geopolitického napětí (Rusko, Ukrajina)

Eskalace geopolitických rizik na Krymu s negativním dopadem na současné příznivé makroekonomické vyhlídky regionu CEE a pravděpodobně i schopnost dlužníků splácet své závazky mohou představovat riziko pro naši projekci cílové ceny. Samotná úvěrová angažovanost Erste vůči Ukrajině a Rusku je relativně malá. Ke konci roku 2014 dosáhla 301 mil. EUR.

(3) Možný odchod Řecka z eurozóny

Případný odchod Řecka z eurozóny by představoval zejména v prvotní fázi ekonomickou nejistotu, která by velmi pravděpodobně vyústila ve výraznější tržní volatilitu na měnovém trhu i na trhu s evropskými státními dluhopisy.

(4) Úvěrová expozice Erste ve švýcarském franku

Silnější švýcarský frank v návaznosti na lednový krok Švýcarské centrální banky, která uvolnila kurz franku vůči euru, pravděpodobně zatíží hospodaření Erste v řádu nižších desítek mil. EUR (10 – 30 mil. EUR). Největší úvěrová expozice Erste ve švýcarském franku připadá na domácí rakouský trh. Poskytnuté CHF úvěry v Rakousku dosáhly ke konci roku 2014 cca 6,3 mld. EUR, přičemž 3,9 mld. EUR připadá na rakouské spořitelny, ve kterých drží Erste minoritní podíl. V Maďarsku představuje CHF úvěrová expozice Erste cca 2 mld. EUR.

Na maďarské úvěrové portfolio by silnější frank neměl mít žádný dopad vzhledem k tomu, že na základě legislativy ze závěru loňského roku byla smluvna konverze maďarských FX úvěrů do forintů za listopadový tržní kurz. V Chorvatsku činí úvěrová expozice Erste ve švýcarském franku 0,55 mld. EUR. Přes relativně malou expozici bude Chorvatsko pravděpodobně zdrojem největších ztrát z CHF hypoték vzhledem ke snahám chorvatské vlády konvertovat CHF úvěry do EUR za nižší než tržní kurz. Ztráty pro Erste se budou dle našeho odhadu počítat v nízkých desítkách milionů EUR. Již v prvním kvartále zaúčtuje Erste v rámci rezerv a opravných položek cca 10 mil. EUR ke krytí ztrát z chorvatských hypoték.

Rakouský premiér se vyjádřil ve smyslu, že rakouská vláda se nevydá cestou maďarské vlády a nebude vyvíjet žádné aktivity na podporu dlužníků držících hypotéky v cizích měnách. I vzhledem k předpokládané vyšší bonitě tamějších rezidentů by tak rakouské úvěry v cizích měnách neměly pro hospodaření Erste představovat výraznější zátěž.

Hlavní riziko pro akcie Erste vidíme v možném zavedení vyšších kapitálových požadavků ze strany národního regulátora.

Hypotéky ve švýcarském franku by neměly představovat pro hospodaření Erste výraznou zátěž.

VÝHLED HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP 2015 - 2018

Přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb na trhu v letech 2015 – 2016 neumožní oživení čisté úrokové marže banky, která by měla dle naší projekce dosáhnout v následujících letech 2,3 %. Čistý úrokový výnos Erste zaznamenaná navzdory 3% meziročnímu růstu úvěrů meziroční pokles o cca 3 %. Výzvou pro Erste bude od roku 2016 nahrazení výpadku výnosů banky z mezibankovních poplatků v návaznosti na schválenou regulaci EU. Předpokládáme, že pro rentabilitu Erste Group bude v následujícím období rozhodující zejména saldo tvorby a rozpouštění rezerv a opravných položek. Naše odhady pro vývoj čistého zisku Erste (2015 EPS 1,68 EUR a 2016 EPS 2,10 EUR) předpokládají naplnění celoročního cíle Erste při dolní hranici ROTE 8 - 10 %. V porovnání s konsenzuálními tržními odhady (EPS 2015 1,9 EUR, EPS 2016 2,42 EUR) jsou naše odhady pro vývoj čistého zisku banky konzervativnější.

Tabulka 5 Klíčové ukazatele ERSTE GROUP BANK za 2013 – 2015 (mil. EUR)

Klíčové ukazatele ERSTE GROUP BANK	2015E	2014	2013
Rentabilita průměrného kapitálu (%)	7,1 %	-13,63	-0,20
Rentabilita průměrných aktiv (%)	0,36 %	-0,73	0
Čistá úroková marže	2,3 %	2,66 %	2,73 %
Cost/Income (%)	56,5 %	56,1 %	55,7 %
Kapitálová přiměřenost	10,8 %	10,6 %	11,4 %
Celkové provozní výnosy	6 728,1	6 877,9	6 995
Čisté úrokové výnosy	4 369	4 495	4 685
Čisté poplatky a provize	1 888	1 870	1 806
Provozní náklady celkem	3 806	3 787	3 896
Čistý zisk	721	(1 442)	60,3
Čistý zisk na akcii	1,68	n.a.	0,14

Zdroj: Bloomberg, Projekce Fio Banky

Management Erste představil v rámci prezentace hospodářských výsledků za 4Q vlastní výhled hospodaření bankovní skupiny pro letošní rok při návratnosti vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (ROTE) na 8 – 10 %. Při velikosti vlastního kapitálu banky očištěného o nehmotná aktiva na konci roku 2014 ve výši 8,4 mld. EUR to indikuje čistý zisk banky v intervalu 670 – 840 mil. EUR. Provozní zisk Erste Bank by v letošním roce měl dosáhnout v návaznosti na slabší provozní výkonnost maďarské a rumunské divize meziročního poklesu o 4 – 6 %. Bankovní daně a poplatky, zahrnující rovněž příspěvky do fondu na záchranu bank a pojištění vkladů (cca 100 mil. EUR) by měly dosáhnout 360 mil. EUR.

Tabulka 6 Projekce hospodaření ERSTE GROUP BANK v letech 2015 – 2018 (mil. EUR)

Projekce hospodaření ERSTE GROUP	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Čistý úrokový výnos	4 685,0	4 495,2	4 369	4 478	4 613	4 751
Čisté příjmy z poplatků a provizí	1 806,5	1 869,8	1 888	1 870	1 878	1 916
Ostatní provozní výnosy	2 611	242,3	470	480	520	550
Celkové provozní výnosy	6 995,1	6 877,9	6 728	6 829	7 011	7 217
Celkové provozní náklady	(3 896,1)	(3 787,3)	(3 806)	(3 825)	(3 864)	(3 941)
Provozní zisk	3 099,0	3 090,7	2 921	3 003	3 148	3 276
Náklady rizika	(1 774,4)	(2 159,2)	(1 320)	(1 122)	(965)	(900)
Ostatní provozní náklady	(1 008,6)	(1 752,9)	(400)	(380)	(300)	(300)
Zisk před zdaněním	378,4	(803,2)	1 201	1 502	1 883	2 076
Čistý zisk přiřazený vlastníkům mateřské spol.	60,3	(1 442,0)	721	901	1 115	1 229
Zisk na akcii	n.a.	n.a.	1,68	2,10	2,59	2,86

Zdroj: Fio banka

Prostředí nízkých úrokových sazeb bude dál vytvářet tlak na čistou úrokovou marži banky.

Oživení úrokových sazeb na trhu v letech 2015 – 2016 nic nenasvědčuje.

Ve střednědobém horizontu by Erste měla těžit z příznivých makroekonomických podmínek.

Celkové provozní výnosy Erste Group zaznamenají v letošním roce dle našeho odhadu meziroční propad o 2 % k úrovni 6 730 mil. EUR zejména v důsledku propadu čistého úrokového výnosu banky.

Čistý úrokový výnos s podílem 65 % na celkových provozních výnosech Erste dosáhne dle naší projekce hospodaření 4 370 mil. EUR. To představuje meziroční propad o 3 %. Oživení čistého úrokového výnosu banky bude brzdit přetrvávající prostřední nízkých úrokových sazeb. **Meziroční tempo růstu objemu poskytnutých úvěrů očekáváme při 3 %.** Naše aktuální prognóza čistého úrokového výnosu banky nezahrnuje pravděpodobnou možnost nabytí menších retailových portfolií na českém (retailové portfolio tuzemské Citibank) a maďarském trhu (retailová větev Citibank a Raiffeisenbank).

Pozitivní dopad rostoucího objemu poskytnutých úvěrů na **čistý úrokový výnos banky bude limitován mírně klesajícím vývojem čisté úrokové marže banky.** Pro následující roky 2015 a 2016 očekáváme pokračování trendu mírného **poklesu čisté úrokové marže banky k hranicím 2,3 %.**

Tři nejdůležitější úrokové sazby, z pohledu úrokových výnosů Erste, EURIBOR, PRIBOR a ROBOR, nečeká pravděpodobně v letošním roce oživení. V návaznosti na uvolněnou měnovou politiku Evropské centrální banky bude v eurozóně přetrvávat prostředí nízkých úrokových sazeb. Předpokládáme, že k obrátu úrokového cyklu dojde nejdříve na začátku roku 2017, kdy Evropská centrální banka začne postupně zvyšovat své základní sazby. V rámci eurozóny realizuje Erste cca 50 % svých čistých úrokových výnosů.

Pokles tržních úrokových sazeb bude pravděpodobně pokračovat v letošním roce také v Rumunsku. V České republice očekáváme obrát úrokového cyklu nejdříve v druhé polovině roku 2016. Růst tržních úrokových sazeb ve střednědobém horizontu by měl částečně vést k růstu úrokových spreadů dosahovaných Erste Group. Ty však budou ve značné míře limitovány rostoucí konkurencí na trzích působnosti Erste.

Dosahovaná úroková marže dceřiných společností Erste patří na jednotlivých trzích působnosti skupiny k nejvyšším (v porovnání s konkurencí). To odráží strukturu úvěrového portfolia dceřiných společností Erste s relativně velkým zastoupením spotřebitelských úvěrů i úvěrů malým a středním podnikům, ale také relativní cenotvornou silu banky vzhledem k její silné pozici v rámci retailového bankovníctví.

Ve střednědobém výhledu očekáváme, že skupina Erste bude těžit ze své dominantní pozice v retailovém bankovním segmentu regionu CEE. Bankovní sektor v rámci regionu CEE vzhledem k nižší úvěrové penetraci ve srovnání se západoevropskými ekonomikami i lepším makroekonomickým vyhlídkám nevyčerpal svůj konvergenční potenciál. To vytváří předpoklad pro nadprůměrné tempo růstu bankovních úvěrů v letech 2016 – 2018.

Struktura výnosů Erste je rovnoměrněji rozložená mezi úrokové a neúrokové výnosy banky ve srovnání s jinými bankami regionu. Podíl poplatkových výnosů Erste představuje cca 27 % celkových provozních výnosů banky. Téměř 50 % poplatkových výnosů banky tvoří výnosy z platebních transakcí.

Poplatkové výnosy banky budou pod tlakem regulace mezibankovních poplatků ze strany EU.

Jeden z pilířů vyšší profitability banky by měla představovat lepší provozní efektivnost.

Provozní zisk Erste by měl dosáhnout meziročního poklesu o 5 %.

Klíčovým faktorem ovlivňujícím ziskovost Erste v následujících letech bude vývoj nákladů rizika.

Poplatkové výnosy z platebních transakcí budou pod tlakem regulace mezibankovních poplatků ze strany Evropské komise. Evropská komise v rámci schválené regulace zastupuje poplatky za platbu kartou, které hradí obchodník bance, u debetních karet na 0,2 % a u kreditních karet na 0,3 %. Regulace mezibankovních poplatků by měla vejít v účinnost na podzim letošního roku.

Výše mezibankovních poplatků se liší mezi jednotlivými členskými státy. Největší dopad na poplatkové výnosy Erste by mělo mít opatření EK v České republice, kde patří současné sazby mezibankovních poplatků k nejvyšším v Evropě (v průměru 1,2 %) a Česká republika zároveň patří počtem transakcí na jednu vystavenou kartu k evropským premiantům. Naopak v Maďarsku nepředpokládáme téměř žádný dopad. Podíl mezibankovních poplatků na celkových poplatkových výnosech Erste Group dosahuje podle našich odhadů 7 - 8 %. Je pravděpodobné, že banky se budou snažit nahradit výpadek příjmů z mezibankovních poplatků zavedením vyšších poplatků například za vedení karty. Tyto snahy však budou dle našeho názoru částečně limitovány konkurenčními tlaky. Regulační opatření ze strany EK by se mělo v plné míře projevit na hospodářských výsledcích bank až v následujícím roce. Pro následující rok 2016 očekáváme mírný propad poplatkových výnosů Erste o cca 1 - 2 %.

Při horší provozní efektivnosti banky vyjádřené poměrem provozních nákladů k provozním výnosům na úrovni 55 % vidíme prostor pro pokračující nákladovou restrukturalizaci zejména v rakouské divizi. Tempo růstu provozních nákladů banky by mělo v letošním roce dosáhnout 0,5 %.

Pro následující období (2016 – 2018) očekáváme výrazně pomalejší tempo růstu provozních nákladů Erste v porovnání s celkovými provozními výnosy a ukazatel provozních nákladů k provozním výnosům u hranice 50 %.

Provozní zisk před tvorbou rezerv a opravných položek by měl v letošním roce dosáhnout meziročního poklesu o 5 % v návaznosti na slabší provozní úroveň rumunské a maďarské divize. Pro následující období předpokládáme, že stabilní příznivý vývoj provozního zisku před opravkami bude tažen růstem objemu poskytnutých úvěrů.

Celkový vývoj salda rozpuštěných a vytvořených opravných položek bude v následujících letech určujícím faktorem pro vývoj čistého zisku Erste Group. Pro letošní rok očekáváme vytvoření kladného salda rezerv a opravných položek v objemu 1 320 mil. EUR. Návrat k normalizovaným úrovním 70 – 90 bazických bodů průměrného klientského portfolia tak nebude otázkou letošního roku.

Dobré makroekonomické vyhlídky trhů působnosti Erste (vyjma Chorvatska) a stabilní ekonomické prostředí by měly podpořit očekávaný pokles nákladů rizika v letošním roce. Rizikový faktor pro vývoj nákladů rizika může naopak představovat uvolňování úvěrových standardů ze strany bank v reakci na případnou přetrvávající slabší poptávku po úvěrech.

Vedle nižších nákladů rizika by pozitivní dopad na reportovaný čistý zisk Erste Group měla mít v letošním roce rovněž nižší efektivní daňová sazba při 25 – 27 %. Čistý zisk Erste Group dosáhne dle naší projekce v roce 2015 úrovně 721 mil. EUR při zisku na akcii 1,68 EUR. To představuje rentabilitu vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek na úrovni cca 8 %.

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

Pro ocenění společnosti jsme použili dvoufázový dividendový diskontní model.

Pro určení vnitřní hodnoty akcií Erste Group jsme zvolili dvoufázový dividendový diskontní model. Hlavní hodnotu oceňované společnosti tedy spatřujeme v jejím budoucím výnosovém potenciálu. První fáze pokrývající následujících 5 let finančního plánu (2015–2019) je založena na diskontovaných projektovaných dividendách. Druhá fáze modelu pokrývající terminální hodnotu společnosti vychází z implikované hodnoty P/BV a projektované účetní hodnoty vlastního kapitálu banky ke konci roku 2019.

Diskontní míru jsme stanovili na úrovni nákladů vlastního kapitálu, které dle našeho názoru nejlépe vyjadřují riziko spojené s předmětem ocenění. Náklady na vlastní kapitál jsme odhadli na základě modelu CAPM, který vychází z výnosů bezrizikové investice, prémie za tržní riziko, koeficientu beta dané společnosti a dalších případných rizikových přírážek.

Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili vážený průměr výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí působnosti Erste, přičemž bezprecedentně nízké výnosy státních dluhopisů vyžadují dle našeho názoru individuální přístup pro jednotlivé roky první fáze finančního plánu. Vzhledem k tomu, že současné nízké výnosy státních dluhopisů považujeme v horizontu následujících pěti let za neudržitelné, přistoupili jsme k jejich individuální projekci pro jednotlivé roky první fáze modelu, jak dokumentuje tabulka níže.

Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 1,42 jsme převzali z databáze Bloomberg. Prémii za tržní riziko jsme odvodili jako vážený průměr jednotlivých rizikových přírážek zemí působnosti Erste, které vychází z modelu A. Damodarana. Rizikové přírážky jsou váženy dle podílu jednotlivých zemí na celkových úrokových výnosech skupiny Erste.

Tabulka 7 Stanovení diskontní míry pro ocenění Erste Group

Parametry diskontní míry	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Bezriziková výnosová míra	0,6 %	0,6 %	1,0 %	1,5 %	2 %
Beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Riziková premie	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Diskontní sazba	9,1 %	9,1 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %

Zdroj: Fio banka

*Vstupní parametry modelu: g 2,5 %,
RoE 11%, CoE 10,5 %*

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili **dlouhodobou růstovou míru na úrovni 2,5 %** s předpokládanou udržitelnou **návratností vlastního kapitálu** Erste Group na úrovni **11 %** a uvažovaným podílem zadržovaného zisku ve výši 65 %. **Diskontní míra** pro terminální hodnotu na úrovni **10,5 %** při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 2 %. Výsledné ocenění akcií Erste Group metodou dvoufázového diskontovaného dividendového modelu znázorňuje tabulka na následující straně.

Tabulka 8 Ocenění společnosti Erste Group (mil. EUR)

Vstupní parametry modelu	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Čistý zisk	721	901	1 115	1 229	1 260
Výplatní poměr	30 %	35 %	35 %	35 %	35 %
Dividenda na akcii	0,5	0,7	0,9	1	1
Výplata dividend	216	315	390	430	441
Diskontní faktor	1	1,09	1,2	1,33	1,5
Diskontovaný tok dividend	216	289	325	323	296
ROE	11 %				
Diskontní míra	10,5 %				
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,5 %				
Implikovaná hodnota P/BV	1,1				
Účetní hodnota vlastního kapitálu (2019)	13 874				
Terminální hodnota	14 741				
Současná hodnota TV	9 880				
Současná hodnota dividend	1 449				
Ocenění společnosti	11 329				
Počet emitovaných akcií	429,8 mil.				
Cílová cena pro 12M (EUR)	26 EUR				
Cílová cena pro 12M (CZK)	715 Kč				

Zdroj: Fio banka

Při potenciálním výnosu 14 % stanovujeme naši cílovou cenu pro investiční horizont 12 měsíců na úrovni 715 Kč a potvrzujeme naše investiční doporučení „akumulovat“.

Na základě našeho modelu a výše uvedených předpokladů odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Erste Group ve výši 715 Kč. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu 12 měsíců. Vzhledem k současné tržní ceně akcií Erste Group a velikosti potenciálního výnosu potvrzujeme pro akcie Erste **investiční doporučení „akumulovat“**. Doporučujeme tedy využívat potenciálních krátkodobých cenových korekcí na titulu k posilování pozic.

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

Terminální hodnota v rámci našeho ocenění reprezentuje 87% hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní parametry pokračující hodnoty. Níže uvedená tabulka demonstruje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie na vybrané vstupní parametry oceňovacího modelu. V našem případě se jedná o diskontní míru v rámci pokračující hodnoty a rentabilitu vlastního kapitálu.

Naše odhady pro dlouhodobě udržitelnou návratnost vlastního kapitálu Erste při 11 % jsou jeden procentní bod pod dlouhodobým cílem Erste a představují z našeho pohledu nejpravděpodobnější základní scénář vývoje relevantních veličin. Uvažovaný scénář, kdy Erste bude schopna v dlouhodobém horizontu dosahovat návratnosti vlastního jmění při 12 % a nákladech vlastního kapitálu 10,5 % by tak představoval optimistický scénář ocenění s cílovou cenou 800 Kč na akcii.

Tabulka 9 Citlivostní analýza modelu

CoE	ROE				
	9,00%	10 %	11,00 %	11,5 %	12 %
9 %	687	779	870	916	962
10 %	608	687	767	806	846
10,5 %	576	650	715	762	799
11 %	547	617	687	722	757
12 %	500	562	625	656	687

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 postavení banky v retailovém segmentu v regionu CEE
- Silný brand skupiny i dceřiných společností na trzích působnosti

SLABÉ STRÁNKY:

- Vyšší podíl nebonitních úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu
- Vyšší poměr provozních nákladů k provozním výnosům

PŘÍLEŽITOSTI:

- Nižší úvěrová penetrace vůči HDP v regionu CEE
- Růstový potenciál rumunského trhu
- Příznivé makroekonomické podmínky regionu CEE
- Potenciální expanze na polský trh

HROZBY:

- Eskalace geopolitického napětí
- Vyšší kapitálové požadavky ze strany Rakouské centrální banky
- Tlak na ceny základních bankovních služeb a úrokovou marži
- Přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb
- Reálná možnost zavedení sektorové bankovní daně v ČR

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

Ing. Michal Křikava
Fio banka, a.s.
Analytik
michal.krikava@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných. Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 27.3.2015 má Fio banka, a.s. 5 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 1 doporučení koupit, 2 doporučení akumulovat, 2 doporučení držet a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povinné prezentaci investičních doporučení §7.

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