

Investiční výzkum

Erste Group

Doporučení: **KOUPIT**
Cílová cena: **1 026 Kč**

Erste Group (BAAERBAG)

Souhrn doporučení

Aktuální doporučení	KOUPIT
Předchozí doporučení (4. 5. 2018)	Akumulovat
Cílová cena (12M):	1 026 Kč
Předchozí cílová cena (26. 3. 2018)	1070 Kč
Datum vydání:	22. 3. 2019

Výkonnost (%)

	3M	6M	12M
Erste Group	14,5	(13,4)	(21,4)
Index PX	7,9	(2,9)	(4,4)
STOXX EUR. 600 Banks	9,9	(10,1)	(19,7)

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Erste Group (BAAERBAG)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Ticker:	BAAERBAG (BCPP)
Počet vydaných akcií:	429,8 mil. ks.
Free float:	64 %
Tržní kapitalizace:	342,4 mld. Kč
Dividenda (2018)	1,4 EUR
Závěrečná cena (22. 3. 2018, čas 16:25)	835 Kč
Max. 12M (13. 3. 2018, čas 16:25)	1081 Kč
Min. 12M (21. 12. 2018, čas 16:25)	710 Kč

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

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



Zdroj: Fio banka

▪ V předkládané analýze akciového titulu společnosti Erste Group (dále také „Erste“ nebo „Banka“) aktualizujeme naši cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie Erste. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke **snížení naší cílové ceny pro akcie Erste z 1 070 Kč na 1 026 Kč**. Vzhledem k aktuálnímu tržnímu kurzu akciového titulu zvyšujeme v souladu s naší interní metodikou **investiční doporučení na stupeň „koupit“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Erste Group představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců potenciální kapitálový výnos 23 %.

▪ Ke snížení naší cílové ceny jsme přistoupili v návaznosti na nižší očekávanou ziskovost Banky na horizontu naší projekce (2019-22). V porovnání s poslední analýzou jsme snížili naše odhady čistého zisku Erste v letech 2019-20 o 3 - 5 % zejména vlivem předpokládaného negativního efektu rumunské bankovní daně do hospodaření Erste. Je třeba zdůraznit, že ve světle posledních informací o možné finální struktuře bankovní daně v Rumunsku jsou naše předpoklady o možném negativním efektu do hospodaření Banky z tohoto titulu velmi konzervativní a skutečný dopad do hospodaření bude pro Banku pravděpodobně příznivější. V porovnání s tržními odhady dle Bloomberg při EPS (2019) 3,4 EUR a EPS (2020) 3,6 EUR jsou naše aktualizované odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2019 – 2020 při 3,6 EUR a 3,7 EUR optimističtější.

▪ Akcie Erste se aktuálně obchodují při 0,90x P/BV (2019) a 9,1x P/E (2019) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E19 11,6x, P/BV19 1,3x) se akcie Erste obchodují s diskontem, což dle nás ospravedlňuje podprůměrná profitabilita Banky ve srovnání s referenční skupinou bank regionu CEE. Při střednědobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni $\geq 11,0$ % a kumulativním dividendovým výnosu 20 % za časové období 2018 – 2021 ovšem považujeme současné tržní ocenění Erste za investičně atraktivní.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Erste Group

Projekce hospodaření (mil. EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
Provozní výnosy	6 916	7 317	7 680	8 054
Provozní zisk	2 735	3 046	3 397	3 765
Čistý zisk	1 793	1 547	1 601	1 722
Dividenda (DPS)	1,4 EUR	1,6 EUR	1,7 EUR	1,8 EUR
Valuace	2018	2019e	2020e	2021e
P/BV	0,93 x	0,95x	0,9x	0,85x
P/E	6,9 x	9,1 x	8,7 x	8,1 x
Dividendový výnos	4,8 %	4,9 %	5,3 %	5,6 %
Vybrané parametry	2018	2019e	2020e	2021e
CET1	13,5 %	14,3 %	14,6 %	15,0 %
Provozní náklady / výnosy	60,5 %	58,4 %	55,8 %	53,4 %

Zdroj: Erste Group, Fio banka

HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP V ROCE 2018

Reportovaným čistým ziskem ve výši 1,79 mld. EUR při návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) 15,2 % dosáhla Erste v roce 2018 rekordního výsledku hospodaření ve své historii. Přetrvávající příznivé makroekonomické podmínky regionu CEE se do hospodářských čísel Erste promítly rekordně nízkými rizikovými náklady i solidním růstem obchodních objemů Banky. Pozitivně vnímáme zejména skutečnost, že vyšší ziskovost Erste nebyla tažena výhradně nízkými rizikovými náklady a podprůměrnou efektivní daňovou sazbou, ale rovněž růstem provozního zisku (+9 % y/y). Erste v loňském roce zaznamenala první meziroční zlepšení na úrovni provozního zisku od roku 2010.

Provozní výnosy Erste vzrostly meziročně o 3,7 % na 6,92 mld. EUR zejména vlivem růstu čistého úrokového výnosu v České republice a Rumunsku. **Čistý úrokový výnos** dosáhl za rok 2018 výše 4,58 mld. EUR, což představuje jeho meziroční nárůst o 5,3 %. Růst čistého úrokového výnosu podpořily zejména rostoucí tržní úrokové sazby na trzích České republiky a Rumunska i solidní růst objemu úvěrů Banky (+7 % y/y). Čistá úroková marže zaznamenala meziroční pokles na 2,3 % (2,40 % ve 2017). Podíl neúrokových výnosů na celkových provozních výnosech Banky dosáhl v uplynulém roce 34 %. **Výnosy z poplatků a provizí** vzrostly meziročně o 3,1 % na 1,91 mld. EUR. Růst poplatkových výnosů Banky táhly zejména meziročně vyšší výnosy z transakčních poplatků i poplatkové výnosy v rámci služeb asset managementu.

Provozní náklady zůstaly meziročně stabilní ve výši 4,18 mld. EUR. Meziroční nárůst osobních nákladů o 3,6 % na 2,47 mld. EUR v podstatě vykompenzoval meziroční pokles všeobecných provozních nákladů o 5,7 % na 1,23 mld. EUR. Poměr provozních nákladů vůči výnosům však zůstává nadále na slabší úrovni 59,3 %. **Tvorba rezerv a opravných položek** dosáhla za uplynulý rok negativní výše 59 mil. EUR. Náklady na riziko v relativním vyjádření tak dosáhly mimořádně nízkých hodnot při mínus 14 bazických bodech průměrného úvěrového portfolia. Poměr rizikových úvěrů (NPL) dosáhl ke konci roku 3,2 % (4 % ve 4Q/17).

Čistý zisk Erste za 2018 dosáhl výše 1,79 mld. EUR, což v meziročním srovnání představuje výrazný nárůst o 36,3 %. Návratnost hmotného kapitálu (ROTE) ve výši 15,3 % tak byla znatelně výše oproti aktualizovanému výhledu vedení Banky při 12 %. Vedle nárůstu provozního zisku (+9 % y/y) a nízkých rizikových nákladů přispěla k významnému růstu ziskovosti Erste rovněž efektivní daňová sazba pod úrovní 15 %. Kapitálový poměr CET1 dosáhl ke konci roku 13,5 %, což je cílový stav vedení Erste od roku 2020. Ze zisku roku 2018 navrhuje vedení Erste v souladu s našimi odhady vyplátit dividendu ve výši 1,4 EUR na akcii.

Tabulka č. 2 Hospodaření Erste Group za 2018

mil. EUR	4Q/17	4Q/18	Změna	FY 2017	FY 2018	Změna
Čisté úrokové výnosy	1 123,9	1 210,0	+7,7 %	4 353,2	4 582,0	+5,3 %
Výnosy z poplatků a provizí	489,7	477,7	(2,5 %)	1 851,6	1 908,4	+3,1 %
Ostatní výnosy	118,5	131,8	+11,2 %	464,2	425,2	(8,4 %)
Provozní výnosy	1 732,1	1 819,5	5,0 %	6 669,0	6 915,6	+3,7 %
Provozní náklady	(1 144,7)	(1 078,8)	(5,8 %)	(4 158,2)	(4 181,1)	+0,6 %
Hrubý provozní zisk	587,5	740,6	+26,1 %	2 510,8	2 734,6	+8,9 %
Tvorba rezerv a opravných položek	(60,5)	(42,9)	(29,1 %)	(132)	59,3	+/-
Čistý zisk před zdaněním	526,9	697,7	+32,4 %	2 378,8	2 793,8	+17,4 %
Daň z příjmu	(44,2)	22,5	-/+	(410,1)	(332,4)	(18,9 %)
Čistý zisk připadající akcionářům banky	328,6	565,2	+72,0 %	1 316,2	1 793,4	+36,3 %

Zdroj: Erste Group

Výhled hospodaření Banky pro rok 2019 zůstává z našeho pohledu konzervativní. To ostatně připustil management Erste v rámci konferenčního hovoru s poukazem na nejistotu ohledně výsledné podoby bankovní daně v Rumunsku. Vedení Erste počítá s **návratností vlastního kapitálu (ROTE) nad úrovní 11 %**. Naše aktuální prognóza čistého zisku pro rok 2019 při 1,55 mld. EUR odpovídá návratnosti hmotného kapitálu cca 12 %. Růst objemu čistých úvěrů by měl dosáhnout středních jednotek procent. Vedle růstu úvěrového portfolia Banky by měl meziročně vyšší čistý úrokový výnos podpořit rovněž mírný růst tržních úrokových sazeb na trzích České republiky a Rumunska. Čistá úroková marže by měla v letošním roce zůstat meziročně stabilní. Mírný nárůst výnosů z poplatků a provizí předpokládá vedení Banky zejména z titulu meziročně vyšších transakčních poplatků a poplatkových výnosů v rámci služeb asset managementu. Provozní náklady by v letošním roce měly zaznamenat mírnější růst v porovnání s provozními výnosy zejména vlivem předpokládaného pokračujícího růstu osobních nákladů. Náklady na riziko očekává vedení Erste při 10 – 20 bazických bodech průměrného úvěrového portfolia. Rumunská bankovní daň negativně ovlivní ostatní výsledek hospodaření. Její dopad do hospodaření Banky však zatím zůstává nejasný. Efektivní daňová sazba by i v letošním roce by měla setrvat pod úrovní 20 %. Ze strany Brexitu nepředpokládá vedení Erste žádný významný materiální dopad do hospodaření vzhledem k limitované expozici Banky na Velkou Británii.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP (2019 – 2022)

Výhled hospodaření Banky pro letošní rok při návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) nad úrovní 11 % vnímáme jako záměrně konzervativní s cílem poskytnout managementu rezervu pro pokrytí nejistoty spojené s finální podobou rumunské bankovní daně. Naše aktualizovaná prognóza čistého zisku Banky v roce 2019 při 1,55 mld. EUR reprezentuje návratnost hmotného kapitálu blíže 12 %. Předpokládaný dvouciferný meziroční růst provozního zisku v roce 2019 by měly táhnout zejména meziročně vyšší čisté úrokové výnosy v návaznosti na růst úvěrového portfolia v řádu středních jednotek procent i pokračující růst tržních úrokových sazeb v České republice a Rumunsku. Očekávaný růst provozních výnosů a nákladová disciplína v oblasti administrativních nákladů by měla vést na horizontu naší projekce ke splnění střednědobého cíle pro poměr provozních nákladů k výnosům (C/I) < 55 %. Rizikové náklady očekáváme v letech 2019-20 na pozadí přetrvávajících příznivých makroekonomických podmínek regionu CEE pod normalizovanou úrovní 40 – 50 b.b. průměrného úvěrového portfolia.

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření 2019 – 2022

Mil. EUR	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Čistý úrokový výnos	4 582	4 825	5 098	5 370	5 639
Výnosy z poplatků a provizí	1 908	1 992	2 062	2 144	2 230
Ostatní výnosy	425	500	520	540	540
Celkové provozní výnosy	6 916	7 317	7 680	8 054	8 409
Provozní náklady	(4 181)	(4 271)	(4 283)	(4 290)	(4 301)
Provozní zisk	2 735	3 046	3 397	3 765	4 108
Tvorba rezerv a opravných položek	59	(300)	(474)	(664)	(871)
Zisk před zdaněním	2 544	2 357	2 533	2 711	2 847
Daň z příjmů	(382)	(460)	(532)	(569)	(598)
Čistý zisk na úrovni akcionářů	1 793	1 547	1 601	1 722	1 829
Zisk na akcii (EUR)	4,2	3,6	3,7	4,0	4,3

Zdroj: Fio banka, Erste Group

Celkové provozní výnosy Banky dosáhnou v letošním roce dle našeho odhadu úrovně 7,32 mld. EUR, což by představovalo jejich meziroční nárůst o 6 %. **Čistý úrokový výnos** bude v letošním roce tažen růstem objemu úvěrů v řádu středních jednotek procent i pokračujícím růstem tržních úrokových sazeb na vybraných zahraničních trzích Erste (Česká republika, Rumunsko). Při očekávané meziročně stabilní čisté úrokové marži (2,3 %) by se čistý úrokový výnos Banky měl v letošním roce vyznačovat přibližně stejnou růstovou dynamikou (+5,3 % y/y) jako růst úvěrového portfolia.

Zatímco pokračující růst reinvestičních výnosů na trzích České republiky a Rumunsku by měl i vzhledem k nižšímu poměru úvěrů vůči depozitům na obou trzích (cca 70 %) dále podpořit úrokové výnosy Erste, růst tržních úrokových sazeb v eurozóně je v rámci letošního roku málo pravděpodobný. Rétorika vrcholných představitelů ECB na dvou posledních zasedáních naznačuje změnu v pohledu Rady guvernérů ECB na budoucí ekonomický vývoj v eurozóně a na něj navázanou měnovou politiku. Zatímco ještě v lednu byl Draghi zdrženlivý a avizoval, že je třeba počkat na vyhodnocení charakteru zpomalení růstu v EMU, na posledním březnovém zasedání již ECB přistoupila ke snížení výhledu, a to jak na úrovni růstu reálného HDP, tak i míry inflace. Podle nové prognózy ECB očekává míru inflace v tomto roce 1,2 %, tedy u dolní hranice tolerančního pásma inflačního cíle. Letošní zvyšování úrokových sazeb ze strany ECB je tak velmi málo pravděpodobné. Kromě snížení výhledu ECB na posledním zasedání také oznámila nové kolo nových cílených dlouhodobých úvěrů bankám (TLTRO) ve snaze pomoci zvýšit objem úvěrů v EMU. Taktéž tento krok nenaznačuje, že by ekonomické podmínky v eurozóně měly ECB v tomto roce motivovat ke zvyšování sazeb.

Střednědobým cílem managementu Erste je generovat na **výnosech z poplatků a provizí** alespoň 2 mld. EUR ročně, což jsou dle našeho názoru hodnoty dosažitelné již v letošním roce. Růst poplatkových výnosů na horizontu naší prognózy by měly táhnout zejména transakční poplatky (cca 50 % poplatkových výnosů) a poplatkové výnosy z asset managementu. Vyšším výnosům Erste z investičních produktů nahrává ve střednědobém horizontu postupné bohatnutí obyvatelstva na cílových zahraničních trzích Erste.

Provozní náklady by v letošním roce měly růst pomalejším tempem v porovnání s růstem provozních výnosů. Nízká míra nezaměstnanosti na zahraničních trzích Erste bude i v letošním roce vytvářet tlak na růst osobních nákladů, které představují více než 50 % provozních nákladů Banky. Růst osobních nákladů budou částečně kompenzovat nižší náklady v oblasti všeobecných administrativních nákladů. K provozním úsporám by od letošního roku měly přispět realizované investice Erste do digitalizace. Cílem vedení Erste pro střednědobý horizontu zůstává dosáhnout ukazatele provozních nákladů vůči výnosům (C/I) pod úrovní 55 % V rámci naší střednědobé projekce (2019 – 2021) předpokládáme dosažení těchto cílových hodnot ukazatele provozní efektivity.

Tabulka č. 4 Provozní výnosy / provozní náklady (mil. EUR)

	2018	2019e	2020e	2021e
Provozní výnosy	6 916	7 317	7 680	8 054
Provozní náklady	4 181	4 271	4 283	4 290
Provozní náklady / provozní výnosy	60,5 %	58,4 %	55,8 %	53,3 %

Zdroj: Fio banka

Příznivé makroekonomické podmínky regionu CEE by měly přispět k zachování nízkých hodnot nákladů na riziko.

Náklady na riziko by nadále měly těžit z příznivých makroekonomických podmínek středoevropských ekonomik, které by navzdory pravděpodobnému zpomalení měly v letošním roce s odhadovaným růstem HDP okolo 3 % nadále patřit k nejrychleji rostoucím v rámci EU. Návrat k normalizovaným úrovním 40 – 50 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia proto nebude pravděpodobně otázkou letošního roku. V souladu s výhledem vedení Erste projektujeme náklady na riziko pro letošní rok v rozmezí 10 – 20bps. Ve střednědobém období vidíme nadále prostor pro zlepšení kvality úvěrového portfolia Banky při podílu rizikových úvěrů (NPL) < 3 %.

Negativní efekt do hospodaření Banky z titulu rumunské bankovní daně zůstává nejasný.

Ostatní výsledek hospodaření od letošního roku **negativně zasáhne rumunská daň z bankovních aktiv**. Bankovní daň má být navázána na vývoj rumunské mezibankovní sazby ROBOR (3M a 6M ROBOR), přičemž podle původního návrhu by měla graduálně růst až na úroveň 0,9 % z aktiv při ROBOR sazbě 3,01 až 3,5 %. Nicméně, jak jsme vyrozuměli z konferenčního hovoru Erste k výsledkům za 4Q/18, finální podoba bankovní daně není v tuto chvíli jasná a není ani zřejmé, zda se bude vztahovat na všechna bankovní aktiva, či budou vyňaty státní dluhopisy a jiná aktiva. Podle vedení Erste je nicméně pravděpodobné, že finální podoba bankovní daně nebude tak negativní, jak zněl původní návrh. Samotná Erste ve svém výhledu pro letošní rok očekává orientačně negativní dopad z titulu rumunské bankovní daně do výsledku hospodaření ve výši > 100 mil. EUR. Bilanční suma rumunské dcery Erste Group dosáhla ke konci 4Q/18 výše 15,4 mld. EUR. V případě naplnění nejčernějšího scénáře a uplatnění nejvyšší daňové sazby ve výši 0,9 % by negativní dopad do zisku před zdaněním rumunské divize Erste představoval cca 140 mil. EUR. To znamená více než 50 % zisku před zdaněním rumunské dcery Erste za rok 2018 a cca 6 % zisku před zdaněním Erste Group. Na horizontu naší aktuální střednědobé projekce počítáme velmi konzervativně s variantou nejhoršího scénáře a rumunskou bankovní daň kalkulujeme ve výši 140 mil. EUR ročně. Je třeba však zdůraznit, že ve světle posledních informací o možné finální struktuře bankovní daně v Rumunsku jsou naše předpoklady o možném negativním efektu do hospodaření Banky z tohoto titulu velmi konzervativní a skutečný dopad do hospodaření bude pro Banku pravděpodobně příznivější.

Představený výhled hospodaření pro rok 2019 je konzervativní a Erste by jej měla s rezervou splnit.

Čistý zisk Erste za rok 2019 odhadujeme dle naší aktualizované projekce ve výši 1,55 mld. EUR. Návratnost vlastního kapitálu (ROTE) by tak dle našeho odhadu měla v letošním roce dosáhnout vyšších hodnot (≥ 12 %) v porovnání s konzervativnějším výhledem vedení Banky (≥ 11 %). Naše aktualizovaná projekce čistého zisku Erste v letech 2019 - 20 (EPS 3,6 EUR/19, EPS 3,7 EUR/20) je vůči předchozí projekci nižší o 3 - 5 % zejména vlivem předpokládaného negativního efektu rumunské bankovní daně do hospodaření Erste. V porovnání s konsenzuálními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2019) 3,4 EUR a EPS (2020) 3,6 EUR je naše prognóza čistého zisku optimističtější.

Výplatní poměr pro dividendu konverguje ve střednědobém horizontu k úrovni 50 %.

Dividendová politika Banky nebyla vedením oficiálně představena. Záměrem managementu Erste nicméně zůstává navyšovat výplatu dividendy v každém roce. V podobném duchu se vyjádřil i CEO Erste v rámci konferenčního hovoru k výsledkům za 4Q/18, když prohlásil, že by pro něj bylo překvapením, pokud by dividendy za rok 2019 byla nižší než 1,4 EUR na akcii, kterou vedení Erste navrhuje vyplatit ze zisku minulého roku. Zvýšený interní cíl Erste pro kapitálový poměr CET1 o 50 bazických bodů od roku 2020 ve výši 13,5 % (doposud 13 %) vlivem růstu proticyklické kapitálové rezervy v České republice a na Slovensku by na zamýšlený záměr v oblasti dividendové politiky Banky neměl mít žádný dopad. Nicméně vzhledem k vyšším interním cílům pro kapitálový poměr i ambicím Banky pro organický růst nepředpokládáme, že výplatní poměr pro dividendu by měl ve střednědobém období přesáhnout 50 % čistého zisku Banky.

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie Erste Group se obchodují s diskontem (P/BV) vůči středním hodnotám referenční skupiny bank působících v regionu střední a východní Evropy (CEE). Dlouhodobý diskont v relativním ocenění akcií Erste je z našeho pohledu opodstatněný a odráží slabší rentabilitu Erste Group v porovnání s bankami v regionu CEE. Současné ocenění při 0,95x P/BV (2019) a 9,1x P/E (2019) ovšem považujeme vzhledem k očekávané dlouhodobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni $\geq 11\%$ za atraktivní.

Tabulka č. 5 Valuační násobky referenční skupiny za 2018 a 2019

	P/E 18	P/E 19	P/BV 18	P/BV 19
Komerční banka	10,77	12,41	1,60	1,71
Moneta Money Bank	8,82	11,2	1,47	1,54
OTP Bank	9,29	10,72	1,72	1,64
Raiffeisen Bank	6,03	6,01	0,69	0,58
PKO Bank	13,20	12,23	1,26	1,20
Bank Pekao	12,51	12,10	1,25	1,24
Bank Handlowy	14,13	13,75	1,28	1,25
Santander Bank Polska	15,10	15,65	1,46	1,56
Alior Bank	9,68	9,75	1,07	1,11
mBank	13,64	14,79	1,18	1,16
Erste Group	6,96	9,1	0,93	0,95
Průměr odvětví	10,9	11,6	1,26	1,26
Medián odvětví	10,8	12,1	1,26	1,24

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 1,3násobku P/BV (2019) a 11,6násobku očekávaného čistého zisku za rok 2019. Akcie Erste Group se aktuálně obchodují při 0,95x P/BV (2019) a 9,1x P/E (2019) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Optikou historických průměrných valuačních násobků akcií Erste Group jde o podprůměrné hodnoty. Z komparativní analýzy bank středoevropského regionu je patrné, že vyššímu relativnímu ocenění trhem se těší banky se silnou kapitálovou pozicí, nadprůměrnou rentabilitou a vyšším dividendovým výplatním poměrem (Moneta Money Bank, Bank Pekao, Bank Handlowy). Historicky nižší relativní ocenění akcií Erste Group vůči referenční skupině reflektuje dle našeho názoru dlouhodobě nižší rentabilitu rakouské banky. Současné ocenění při 0,95x P/BV (2019) a 9,1x P/E (2019) ovšem považujeme vzhledem k očekávané dlouhodobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni $\geq 11\%$ za atraktivní.

Tabulka č. 6 Vybrané ukazatele referenční skupiny za FY 2018

	CET1 (%)	Náklady / výnosy (%)	ROE (%)	ROA (%)
Komerční banka	17,90	45,13	15,11	1,44
Moneta Money Bank	16,40	48,03	16,47	2,07
Erste Group	13,50	59,3	13,66	0,78
Raiffeisen Bank	15,00	57,53	11,78	0,92
PKO Bank	17,54	52,77	9,93	1,21
Bank Pekao	15,80	55,77	9,93	1,20
Bank Handlowy	16,80	54,13	9,13	1,38
Santander Bank Polska	14,11	42,23	10,06	1,32
Alior Bank	12,81	43,17	10,83	1,00
OTP Bank	16,50	62,36	18,31	2,29
Průměr odvětví	15,6	52,0	12,5	1,36
Medián odvětví	16,1	53,5	11,3	1,26

Zdroj: Bloomberg

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

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

První fáze pokrývající čtyři roky finančního plánu (2019 – 2022) je založena na diskontovaných projektovaných dividendách. Druhá fáze modelu pokrývající terminální hodnotu společnosti vychází z **implikované hodnoty P/BV dle vzorce $P/BV(x) = (ROE-g) / (CoE-g)$** a projektované účetní hodnoty vlastního kapitálu Banky ke konci první fáze projektovaného období (2022).

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 dlouhodobých výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí působnosti Erste.

Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 1,15 jsme převzali z databáze Bloomberg. Prémii za tržní riziko jsme odvodili jako vážený průměr jednotlivých rizikových přírážek zemí působnosti Erste Group, které vychází z modelu A. Damodarana. Rizikové přírážky jsou váženy dle podílu jednotlivých zemí na celkových úrokových výnosech skupiny Erste.

Tabulka č. 7 Stanovení diskontní míry

	2019e	2020e	2021e	2022e	TH
Bezriziková výnosová míra	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
BETA	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
Riziková prémie	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Náklady vlastního kapitálu	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %

Zdroj: Fio banka

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru na úrovni 2,5 %. V dlouhodobém investičním horizontu považujeme v případě společnosti za udržitelnou návratnost vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni 11 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 9,9 % při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 3 %. Výsledné ocenění akcií Erste Group metodou dvoufázového dividendového diskontního modelu dokumentují tabulky č. 8 a 9 na následující straně.

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

	2019e	2020e	2021e	2022e
Čistý zisk	1 547	1 601	1 722	1 829
Výplatní poměr	45 %	45 %	50 %	50 %
Dividenda na akcii (EUR)	1,6	1,7	1,8	1,9
Výplata dividend	696	720	775	823
Diskontní faktor	1,0	1,10	1,21	1,33
Diskontovaný tok dividend	696	656	641	620

Zdroj: Fio banka

Tabulka č. 9 Rekapitulace ocenění akcií Erste
Vstupní parametry modelu

ROTE	11 %
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	9,9 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,5 %
Implikovaná hodnota P/BV	1,2x
BV (2022e)	16 859 mil. EUR
Terminální hodnota	19 365 mil. EUR
Současná hodnota TH	14 589 mil. EUR
Současná hodnota vyplacených dividend (2019 – 2022e)	2 613 mil. EUR
Ocenění společnosti	17 202 mil. EUR
Počet emitovaných akcií	429,8 mil. ks
Cílová cena akcie (12M)	40 EUR

Zdroj: Fio banka

Při potenciálním kapitálovém výnosu ve výši 23 % stanovujeme cílovou cenu pro akcie Erste Group na investičním horizontu dvanácti měsíců ve výši 1026 Kč.

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Erste Group ve výši 1026 Kč**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií společnosti **zvyšujeme pro akcie Erste Group naše investiční doporučení na „koupit“**.

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

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

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

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 84 % odhadované hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentuje tabulka č. 10.

Tabulka č. 10 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

CoE	ROTE				
	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
8,9 %	926	1044	1163	1281	1399
9,4 %	870	980	1090	1200	1309
9,9 %	822	924	1026	1129	1231
10,4 %	780	876	971	1067	1163
10,9 %	742	833	923	1013	1103

Zdroj: Fio banka

SWOT ANALÝZA

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

Silné stránky

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

Slabé stránky

- Slabší provozní efektivita Banky na rakouském trhu
- Slabší ziskovost v porovnání s referenční skupinou bank

Příležitosti

- Nízká úvěrová penetrace vůči HDP na trzích Erste
- Příznivé makroekonomické prostředí regionu CEE
- Nákladová restrukturalizace na rakouském trhu
- Velké množství klientských dat
- Prodej investičních produktů

Hrozby

- Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokové marže
- Zhoršení makroekonomického vývoje
- Konkurence Fin-tech sektoru
- Nové regulační požadavky (MREL, regulace cen u přeshraničních plateb)
- Potenciální hrozba bankovní daně v České republice

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

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

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

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

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukážou 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 reprodukování 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 spoluvědoucím 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 zájmů 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 <http://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 <http://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