

Investiční výzkum

Erste Group

Doporučení: **AKUMULOVAT**
Cílová cena: **742 Kč**

Erste Group (BAAERBAG)	
Souhrn doporučení	
Aktuální doporučení:	AKUMULOVAT
Předchozí doporučení (19. 3. 2020)	V revizi
Cílová cena:	742 Kč
Minulá cílová cena (19. 3. 2020)	V revizi
Datum vydání:	9. 6. 2020

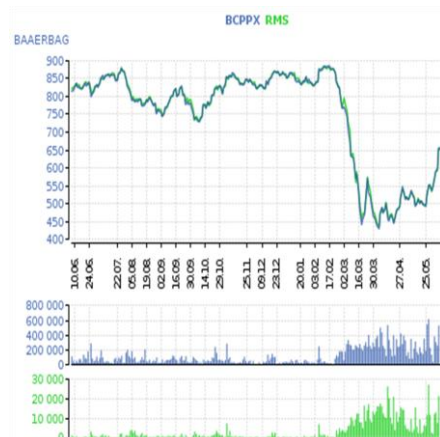
Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Erste Group	(7,5)	(20,8)	(21,1)
Index PX	(3,3)	(11,7)	(9,0)
STOXX EUR. 600 Banks	(11,4)	(23,4)	(21,7)

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:	235,2 mld. Kč
Dividenda (2019e)	1 EUR
Závěrečná cena (8. 6. 20, 16:25)	664,8 Kč
Max. 12M (12. 2. 2020, čas 16:25)	885 Kč
Min. 12M (3. 4. 2020, čas 16:25)	430 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“) obnovujeme 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 1 026 Kč na 742 Kč. Vzhledem k aktuálnímu tržnímu kurzu akciového titulu obnovujeme v souladu s naší interní metodikou investiční doporučení na stupni „akumulovat“. Naše aktuální cílová cena pro akcie Erste Group představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců potenciální kapitálový výnos 12 %.
- Ke snížení naší cílové ceny v porovnání s poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili v návaznosti na nižší očekávanou ziskovost Banky na horizontu naší projekce (2020-23) vlivem utlumené ekonomické aktivity v důsledku šíření epidemie koronaviru a následných preventivních vládních opatření. Pokles ekonomické aktivity se na hospodářských číslech Erste s vysokou pravděpodobností negativně promítne I) nižším růstem úvěrů, II) poklesem čisté úrokové marže mj. v návaznosti na snížení tržních úrokových sazeb (ČR, Rumunsko), III) nižší transakční aktivitou klientů a IV) významným růstem rizikových nákladů. V porovnání s poslední publikovanou analýzou jsou naše odhady čistého zisku Erste v letech 2020-21 nižší o 38-50 %. Vůči tržním odhadům dle agentury Bloomberg při EPS (2020) 1,7 EUR a EPS (2021) 2,2 EUR jsou naše aktualizované odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2020 – 2021 při 1,8 EUR a 2,5 EUR optimističtější.
- Akcie Erste se aktuálně obchodují při 0,7x P/BV (2020) a 14,1x P/E (2020) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E20 13,7x, P/BV20 0,8x) se akcie Erste obchodují s mírným diskontem, který odráží podprůměrnou profitabilitu Banky ve srovnání s referenční skupinou bank regionu CEE. Při střednědobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni ≥ 10 % nicméně považujeme současné tržní ocenění Erste nadále za relativně atraktivní.

Tabulka 1: Souhrn finanční výkonnosti

Projekce hospodaření (mil. EUR)	2019	2020e	2021e	2022e
Provozní výnosy	7 256	7 029	7 247	7 508
Provozní zisk	2 985	2 799	2 964	3 161
Čistý zisk	1 470	752	1 053	1 318
Dividenda (DPS)	1 EUR	1,1 EUR	1,4 EUR	1,6 EUR
Valuace	2019	2020e	2021e	2022e
P/BV	0,97 x	0,72x	0,69x	0,65x
P/E	10,4 x	14,1 x	10,1 x	8,1 x
Dividendový výnos	4,0 %	4,4 %	5,6 %	6,5 %
Vybrané parametry	2019	2020e	2021e	2022e
CET1	13,7 %	13,9 %	14,0 %	14,2 %
Provozní náklady / výnosy	60,5 %	60,2 %	59,1 %	57,9 %

Zdroj: Erste Group, Fio banka, Dividenda za 2019 odhad Fio banky

HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP ZA Q1/2020

Erste Group se za Q1/2020 prezentovala z našeho pohledu slušnou sadou čísel. Jádrovými výnosy Banka překonala tržní odhady a jen slabý výsledek z finančních operací (po přecenění finančních aktiv) mírně kazí celkový pohled na výnosovou stranu. Erste se za Q1/2020 prezentovala rovněž mírně lepší nákladovou disciplínou v porovnání s očekáváním trhu. Náklady na riziko dosáhly za Q1/2020 rovněž nižší úrovně (15 bazických bodů) v porovnání s naším i tržním očekáváním. Čistá tvorba rezerv a opravných položek nicméně dle vyjádření managementu jen minoritně reflektuje opatření okolo Covid-19 a výrazné zhoršení makroekonomického výhledu v návaznosti na tato opatření. Celoroční výhled pro rizikové náklady při 50-80 bazických bodech průměrného úvěrového portfolia již naznačuje významně vyšší tvorbu rezerv a opravných položek v následujících čtvrtletích.

Celkové výnosy zaznamenaly meziroční pokles o 6 % na 1,66 mld. EUR. Čistý úrokový výnos vzrostl meziročně o 5,9 % na 1,23 mld. EUR. K meziročnímu růstu čistého úrokového výnosu bankovní skupiny přispěl zejména český trh díky přetrvávajícímu příznivému prostředí tržních úrokových sazeb ze začátku roku a domácí rakouský trh vlivem solidního růstu úvěrového portfolia. Čistá úroková marže (2,18 %) setrvala na meziročně stabilních hodnotách. Poměr úvěrů vůči depozitům dosáhl ke konci prvního čtvrtletí úrovně 88,4 %.

Výnosy z poplatků a provizí zaznamenaly za Q1/2020 meziroční nárůst o 3,3 % na 504 mil. EUR zejména vlivem vyšších výnosů ze služeb asset managementu. **Zisk z finančních operací** dosáhl za Q1/2020 záporného výsledku ve výši 157,4 mil. EUR vlivem přecenění finančních aktiv v návaznosti na výraznou tržní volatilitu. Celkové výnosy tak zaznamenaly meziroční propad o 6 % na 1,66 mld. EUR a vlivem nízkého výsledku z obchodování zaostaly za tržními odhady.

Provozní náklady za Q1/2020 vykázala banka meziročně nižší o 0,5 % ve výši 1,11 mld. EUR. Meziroční růst osobních nákladů (+1,3 % y/y) dokázala Erste vykompenzovat nižšími administrativními náklady (-3,8 % y/y). Poměr provozních nákladů k výnosům (C/I) dosáhl za Q1/2020 podprůměrné úrovně 66,8 %. **Náklady na riziko** dosáhly za Q1/2020 nižší úrovně (15 bazických bodů) v porovnání s naším i tržním očekáváním. Čistá tvorba rezerv a opravných položek ve výši 62 mil. EUR nicméně dle vyjádření managementu jen minoritně reflektuje opatření okolo Covid-19 a výrazné zhoršení makroekonomického výhledu v návaznosti na tato opatření. Celoroční výhled pro rizikové náklady (50–80 b.b) naznačuje významně vyšší tvorbu rezerv a opravných položek v následujících čtvrtletích. Poměr rizikových úvěrů (NPL) setrval ve Q1/2020 prozatím na velmi příznivých úrovních při 2,4 %.

Ostatní výsledek hospodaření v záporné výši 127,6 mil. EUR byl ovlivněn růstem pravidelných regulatorních odvodů do rezolučního fondu (84 mil. EUR za Českou republiku a Slovensko) i růstem bankovních daní (zejména na Slovensku z 8 mil. EUR na 16,9 mil. EUR). **Čistý zisk** dosáhl vlivem výše uvedených faktorů úrovně 235 mil. EUR v souladu s konsensuálními tržními odhady. Kapitálový poměr CET1 dosáhl na konci prvního čtvrtletí 13,1 %. Celková kapitálová přiměřenost pak dosáhla 17,7 %. Konání valné hromady a rozhodnutí o vyplacení dividendy za rok 2019 zůstává odloženo na Q4/2020, kdy bude vedení Banky schopno učinit informovanější rozhodnutí.

Tabulka 2: Hospodaření Erste Group

mil. EUR	Q1 19	Q1 20	Změna	2018	2019	Změna
Čisté úrokové výnosy	1 161	1 229	+5,9 %	4 582	4 746	+5,3 %
Výnosy z poplatků a provizí	488	504	+3,3 %	1 908	2 000	+3,1 %
Ostatní výnosy	(120)	(120)	-/+ %	425	510	-8,4 %
Provozní výnosy	1 772	1 663	-6,1 %	6 916	7 256	+3,7 %
Provozní náklady	(1 116)	(1 111)	-0,5 %	(4 181)	(4 283)	+0,6 %
Hrubý provozní zisk	656	552	-15,9 %	2 735	2 973	+8,9 %
Tvorba rezerv a opravných položek	36	(62)	-29,1 %	59,3	(39,2)	+/-
Čistý zisk před zdaněním	561,8	361,3	-35,7 %	2 495	2 330	+17,4 %
Daň z příjmu	95,5	103,0	+ 8,5 %	(702)	(860)	-18,9 %
Čistý zisk připadající akcionářům banky	377	235	-38 %	1 316,2	1 470	+36,3 %

Zdroj: Erste Group

Výhled hospodaření nelze dle managementu banky v současné chvíli blíže kvantifikovat. Vedení se omezilo pouze na slovní popis očekávaných trendů. Čistý úrokový výnos v letošním roce pravděpodobně poklesne vlivem snížení tržních úrokových sazeb (Česká republika a Rumunsko) i negativním FX efektem. Poplatkové výnosy by měly utrpět vlivem nižší ekonomické aktivity. Celkové výnosy v letošním roce pravděpodobně poklesnou. Provozní náklady budou v letošním roce pravděpodobně nižší vlivem nižších cestovních nákladů i realizovaných úsporných opatření. Vedení banky očekává v letošním roce významný růst rizikových nákladů, které by se měly pohybovat v intervalu 50–80 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP (2020–2023)

Naše aktualizovaná prognóza čistého zisku Erste v letošním roce je cca o 50 % nižší v porovnání s poslední publikovanou analýzou. Utlumená ekonomická aktivita na cílových trzích Erste v důsledku šíření epidemie koronaviru a následných preventivních vládních opatření se na hospodářských číslech Erste negativně promítne I) nižším růstem úvěrů, II) poklesem čisté úrokové marže mj. v návaznosti na snížení tržních úrokových sazeb (ČR, Rumunsko), III) nižší transakční aktivitou klientů a zejména IV) významným růstem rizikových nákladů. Návrat k normalizovaným úrovním nákladů na riziko ve výši 30–40 bazických bodů úvěrového portfolia předpokládáme od roku 2022. Růst obchodních objemů Banky a postupná normalizace nákladů na riziko by měly na horizontu naší střednědobé projekce postupně kompenzovat pokračující tlak na čistou úrokovou marži a přispět od roku 2021 k obnovenému růstu čistého zisku Banky.

Tabulka 3 Projekce hospodaření za období 2020 – 2023

Mil. EUR	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Čistý úrokový výnos	4 746	4 649	4 778	4 926	5 116
Výnosy z poplatků a provizí	2 000	1 980	2 049	2 131	2 217
Ostatní výnosy	510	400	420	450	500
Celkové provozní výnosy	7 256	7 029	7 247	7 508	7 832
Provozní náklady	(4 271)	(4 230)	(4 283)	(4 347)	(4 415)
Provozní zisk	2 985	2 799	2 964	3 161	3 417
Tvorba rezerv a opravných položek	628	(1 150)	(862)	(688)	(723)
Zisk před zdaněním	2 330	1 250	1 701	2 073	2 295
Daň z příjmů	(454)	(237)	(349)	(425)	(470)
Čistý zisk na úrovni akcionářů	1 470	752	1 053	1 318	1 494
Zisk na akcii (EUR)	3,42	1,75	2,45	3,07	3,48

Zdroj: Fio banka, Erste Group

Celkové provozní výnosy Banky dosáhnou v letošním roce dle našeho odhadu úrovně 7,03 mld. EUR, což by představovalo jejich meziroční pokles o 3 %. Meziročně slabší hodnoty předpokládáme napříč všemi hlavními výnosovými kategoriemi Banky. V rámci **čistého úrokového výnosu** nebude předpokládán meziroční růst objemu úvěrů v řádu nižších jednotek procent v letošním roce dostatečný, aby vykompenzoval negativní dopad nižších tržních úrokových sazeb (Česká republika, Rumunsko) na čistou úrokovou marži. Základní úroková sazba ČNB klesla od března 2020 o 200 bazických bodů na 0,25 %, přičemž negativní dopad na čistý úrokový výnos Erste z titulu poklesu tržních úrokových sazeb v České republice o 25 bazických bodů představuje cca 20 mil. EUR. V Rumunsku klesla základní úroková sazba tamější centrální banky od poloviny března 2020 o 75 bazických bodů na současnou úroveň 1,75 %. Rovněž úvěrová moratoria zavedená napříč cílovými trhy Erste budou oslabovat v letošním roce schopnost Banky generovat meziročně vyšší úrokové výnosy.

Výnosy z poplatků a provizí zaznamenají dle naší prognózy v letošním roce mírný meziroční pokles navzdory jejich vykázanému meziročnímu růstu v prvním čtvrtletí. V meziročním srovnání slabší poplatkové výnosy očekáváme zejména vlivem nižších transakčních poplatků v návaznosti na nižší ekonomickou aktivitu v důsledku vládních opatření proti šíření koronaviru i vlivem regulace poplatků za přeshraniční platby v eurech v zemích EU. Střednědobý růst poplatkových výnosů na horizontu naší prognózy by naopak nadále měly táhnout zejména poplatkové výnosy z asset managementu i prodeje investičních produktů. Vyšším výnosům Erste z investičních i pojistných produktů nahrává ve střednědobém horizontu dle našeho názoru postupné bohatnutí obyvatelstva na cílových zahraničních trzích Erste.

Provozní náklady v letošním roce prognózuje na meziročně stabilních hodnotách. Provozní efektivitou vyjádřenou ukazatelem provozních nákladů k výnosům (C/I) s hodnotami okolo 60 % se Erste řadí ve středoevropském bankovním měřítku k podprůměru. Cílem vedení Erste pro střednědobý horizont zůstává dosáhnout ukazatele provozních nákladů vůči výnosům (C/I) pod úrovní 55 %. Předpokládáme, že tlak na ziskovost Banky ze strany nižších výnosů a rostoucích nákladů na riziko v letošním roce povede k realizaci úsporných opatření a udržení nákladové disciplíny, kterou naznačily reportované výsledky za Q1/2020. Probíhající proces digitalizace Banky s úspěšným přijetím digitální platformy George mezi klienty rakouské bankovní skupiny má z našeho pohledu významný potenciál přispět na horizontu naší střednědobé projekce k realizaci úsporných opatření zejména v oblasti všeobecných administrativních a osobních nákladů.

Návrat k normalizovaným úrovním nákladů na riziko při 30-40 bazických bodech předpokládáme od roku 2022.

Management Erste deklaroval záměr vyplatit dividendu za rok 2019.

Tabulka 4 Provozní náklady / výnosy

	2019	2020e	2021e	2022e
Provozní výnosy	7 256	7 029	7 247	7 508
Provozní náklady	4 271	4 230	4 283	4347
Provozní náklady / provozní výnosy	60,5 %	60,2 %	59,1 %	57,9 %

Zdroj: Fio banka

Náklady na riziko v letošním roce odhadujeme v souladu s výhledem managementu Erste (50–80 bazických bodů) na úrovni 75 bazických bodů úvěrového portfolia. Normalizovaná úroveň nákladů na riziko napříč hospodářským cyklem dosahuje v případě Erste úroveň 30–40 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia, přičemž návrat k normalizovaným úrovním rizikových nákladů předpokládáme od roku 2022. Případně rychlejší zotavení středoevropských ekonomik by mohlo od roku 2022 vést k postupnému rozpouštění vytvořených rezerv a opravných položek v letech 2020-21 a rychlejšímu návratu nákladů na riziko k normalizovaným úrovním.

Čistý zisk Erste za rok 2020 odhadujeme dle naší aktualizované projekce meziročně nižší o cca 50 % na úrovni 0,75 mld. EUR. Naše aktualizovaná projekce čistého zisku Erste v letech 2020-21 (EPS 1,75 EUR/2020, EPS 2,45 EUR/2021) je vůči předchozí projekci nižší o 39-53 % zejména vlivem negativního dopadu předpokládaných vyšších nákladů na riziko do hospodaření Erste. V porovnání s konsensuálními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2020) 1,7 EUR a EPS (2021) 2,2 EUR je naše prognóza čistého zisku mírně optimističtější.

Rozhodnutí o **finálním návrhu dividendy** ze zisku roku 2019 bylo managementem Erste společně s valnou hromadou odloženo do Q4/2020, kdy bude vedení Banky schopno učinit informovanější rozhodnutí založené na větší znalosti předpokládaných dopadů šíření pandemie koronaviru. Ke zdržení se výplaty dividend i zpětných odkupů akcií po dobu minimálně 6 měsíců byly v březnu letošního roku rakouské banky vyzvány národním regulátorem i ECB. Management Erste v rámci kvartálních výsledků za Q1/20 oproti našemu očekávání deklaroval **záměr dividendu za rok 2019 vyplatit** a v rámci kapitálu Banky zůstává vyčleněno 645 mil. EUR (54 b.b. CET1) dle původního komunikovaného návrhu z konce roku 2019 při návrhu dividendy 1,5 EUR na akcii. Finální návrh dividendy za rok 2019 nicméně bude vycházet z ekonomické reality a výhledu Banky v závěru roku 2020 a od původního komunikovaného záměru se může lišit.

Kapitálový poměr CET1 dosáhl na konci prvního čtvrtletí 13,1 % (bez zahrnutí čistého zisku za Q1/2020), přičemž střednědobým cílem Erste zůstává úroveň 13,5 %. Celková kapitálová přiměřenost při 17,7 % zůstává s rezervou nad minimálními kapitálovými požadavky. V závislosti na dalším vývoji relevantních veličin v průběhu roku by se finální návrh dividendy za rok 2019 měl pohybovat v intervalu 0,5–1,5 EUR na akcii, přičemž v našem základním scénáři počítáme se střední hodnotou intervalu při 1 EUR na akcii. V rámci střednědobého výhledu pro dividendovou politiku Banky předpokládáme od roku 2021 návrat k výplatnímu poměru pro dividendu při 40–50 % čistého zisku.

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie Erste Group se obchodují s lehkým 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 0,7x P/BV (2020) a 14,2x P/E (2020) ovšem považujeme vzhledem k očekávané dlouhodobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni $\geq 10\%$ za relativně atraktivní.

Tabulka 5 Valuační násobky referenční skupiny

	P/E 19	P/E 20	P/BV 19	P/BV 20
Komerční banka	10,5	13,4	1,48	1,00
Moneta Money Bank	10,8	14,4	1,78	1,14
OTP Bank	9,7	13,0	1,89	1,26
Raiffeisen Bank	6,3	8,9	0,62	0,50
PKO Bank	10,7	11,1	1,04	0,67
Bank Pekao	12,2	12,5	1,13	0,62
Bank Handlowy	14,1	17,3	0,96	0,74
Santander Bank Polska	14,7	15,3	1,23	0,71
Alior Bank	14,8	-	0,55	0,34
mBank	16,3	17,8	1,02	0,62
Erste Group	10,4	14,2	0,97	0,72
Průměr odvětví	11,5	13,7	1,09	0,76
Medián odvětví	12,0	13,4	1,17	0,71

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 0,76násobku P/BV (2020) a 13,7násobku očekávaného čistého zisku za rok 2020. Akcie Erste Group se aktuálně obchodují při 0,72x P/BV (2020) a 14,2x P/E (2020) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Optikou historických průměrných valuačních násobků akcií Erste Group jde spíše 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, Komerční banka). Historicky nižší relativní ocenění akcií Erste Group vůči referenční skupině reflektuje dle našeho názoru dlouhodobě nižší rentabilitu rakouské banky. Současné ocenění ovšem považujeme vzhledem k očekávané dlouhodobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni $\geq 10\%$ nadále za relativně atraktivní.

Tabulka 6 Vybrané ukazatele finanční výkonnosti

	CET1 (%)	Náklady / výnosy (%)	ROE (%)	ROA (%)
Komerční banka	19,14	45,8	14,5	1,39
Moneta Money Bank	16,40	47,7	16,5	1,90
Erste Group	13,70	59,0	10,1	0,61
Raiffeisen Bank	15,40	56,5	11,0	0,84
PKO Bank	17,2	41,9	10,0	1,20
Bank Pekao	15,0	41,3	10,1	1,10
Bank Handlowy	17,2	55,0	7,3	0,9
Santander Bank Polska	15,2	47,3	9,7	1,0
Alior Bank	13,5	43,0	3,8	0,34
OTP Bank	13,9	52,7	20,3	2,4
Průměr odvětví	15,7	49,0	11,33	1,17
Medián odvětví	15,3	47,5	10,10	1,05

Zdroj: Bloomberg, Výroční zprávy společností

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 (2020–2023) 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 (2023).

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

Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili vážený průměr dlouhodobých výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí působnosti Erste.

Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 1,2 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 7 Stanovení diskontní míry

	2020e	2021e	2022e	2023e	TH
Bezriziková výnosová míra	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
BETA	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Riziková prémie	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
Náklady vlastního kapitálu	10,8 %	10,9 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %

Zdroj: Fio banka

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru na úrovni 2 %. V dlouhodobém investičním horizontu považujeme v případě společnosti za udržitelnou návratnost vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni 10 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 10,8 % 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 8 Projekce vyplácených dividend v rámci 1. fáze plánu

	2020e	2021e	2022e	2023e
Čistý zisk	752	1 053	1 318	1 494
Výplatní poměr	45 %	45 %	45 %	45 %
Dividenda na akcii (EUR)	1,6	1,7	1,8	1,9
Výplata dividend	338	474	593	672
Diskontní faktor	1,0	1,11	1,23	1,36
Diskontovaný tok dividend	338	427	483	494

Zdroj: Fio banka

Tabulka 9 Rekapitulace ocenění

Vstupní parametry modelu	
ROTE	10 %
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	10,8 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2 %
Implikovaná hodnota P/BV	0,9x
TBV (2023e)	15 620 mil. EUR
Terminální hodnota	14 200 mil. EUR
Současná hodnota TH	10 439 mil. EUR
Současná hodnota vyplácených dividend (2020 – 2023e)	1 743 mil. EUR
Ocenění společnosti	12 183 mil. EUR
Počet emitovaných akcií	429,8 mil. ks
Cílová cena akcie (12M)	28 EUR

Zdroj: Fio banka

Při potenciálním kapitálovém výnosu ve výši 12 % stanovujeme cílovou cenu pro akcie Erste Group na investičním horizontu dvanácti měsíců ve výši 742 Kč.

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Erste Group ve výši 742 Kč**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií společnosti obnovujeme **pro akcie Erste Group naše investiční doporučení na stupni „akumulovat“**.

Udržitelná návratnost vlastního kapitálu při 10 % 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 (ROTE).

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 10 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

CoE	ROTE				
	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %
9,8 %	652	743	834	924	1015
10,3 %	619	705	790	875	961
10,8 %	590	671	742	832	912
11,3 %	564	640	717	793	869
11,8 %	541	613	685	758	830

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
- Konvergenční potenciál středoevropských ekonomik
- Nákladová restrukturalizace na rakouském trhu
- Velké množství klientských dat
- Prodej investičních produktů

Hrozby

- Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokové marže
- Pomalé zotavení cílových trhů Erste z opatření okolo COVID-19
- Konkurence Fin-tech sektoru
- Nové regulační požadavky (MREL, SEPA)
- Potenciální hrozba bankovní daně v České republice

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

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

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

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

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenesе odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo 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 zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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