

Investiční výzkum

Erste Group

Doporučení: **Koupit**
Cílová cena: **934 Kč**

Erste Group (BAAERBAG)

Souhrn doporučení

Aktuální	Koupit
Předchozí doporučení (13.1.2021)	Akumulovat
Cílová cena (12M)	934 Kč
Předchozí cílová cena (13.1.2021)	742 Kč
Datum vydání	22. 7. 2021

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Erste Group	9	16	35
Index PX	9	12	25
STOXX EUR. 600 Banks	4	15	30

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Erste Group (BAAERBAG)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Ticker:	BAAERBAG (BCPP)
Počet vydaných akcií:	429,8 mil. ks.
Free float:	68,83%
Tržní kapitalizace:	13,5 mld. EUR
Závěrečná cena (22.7.2021, 16:25)	801,60 Kč
Max. 12M (25.5.2021)	888 Kč
Min. 12M (29.10.2020)	458 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 Bank AG (dále také „Erste“, „Erste Group“, nebo „Banka“) aktualizujeme naši cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie Banky. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke **zvýšení naší cílové ceny pro akcie Erste ze 742 Kč na 934 Kč**. Vzhledem k aktuálnímu tržnímu kurzu akciového titulu **zvyšujeme naše investiční doporučení na stupeň „koupit“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Erste představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců potenciální kapitálový výnos 17 %.

▪ Naše zvýšení cílové ceny odráží jednak celosvětový postup v boji s pandemií COVID-19 a s ním související zvyšující se pravděpodobnost růstu úrokových sazeb a jednak prozatím uspokojivé výsledky Erste v dosavadním průběhu pandemie. Vývoj provozních výnosů a nákladová hospodárnost v uplynulém roce předčily naše očekávání. Poslední údaje ohledně kvality úvěrového portfolia z prvních třech měsíců stávajícího roku nám dávají další důvod k optimismu pro výsledky v nadcházejících kvartálech.

▪ Erste během uplynulých kvartálů naakumulovala značný objem přebytečného kapitálu, který by měl pozitivně ovlivnit možnosti výplaty dividend po odeznění současných restrikcí ECB. Pro investora pohybujícího se na české burze, hledajícího dividendový výnos a zároveň kvalitní korporátní správu jsou akcie Erste vhodnou volbou.

▪ V porovnání s ryze českými obchodovanými bankami (KB a MMB) dosahuje Erste nižší rentability vlastního kapitálu (ROE). Tento fakt je již ale zohledněn v aktuálním tržním ocenění. Expozice vůči rychleji rostoucím trhům střední a východní Evropy a růst měnověpolitických sazeb v těchto zemích v příštích kvartálech by měl Erste umožnit návrat k vyšším hladinám ROE, ze kterého by investoři měli benefitovat.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Erste Group

	2020	2021e	2022e	2023e
Zisk na akcii *	40 Kč	77 Kč	78 Kč	97 Kč
Dividenda na akcii *	n/a	34 Kč	34 Kč	41 Kč
Valuace	2020	2021e	2022e	2023e
P/BV	0,77x	0,74x	0,71x	0,68x
P/E	15,9x	9,5x	9,4x	7,7x

Zdroj: Fio banka, Erste Group

* Zisky na akcii a budoucí dividendy jsou přepočteny z EUR do CZK za použití měnového kurzu 25,5 CZK/EUR. Zmíněné dividendy nezahrnují očekávanou dividendu 1 EUR na akcii ke konci roku 2021, plánovanou managementem Banky (viz konferenční hovor k hospodářským výsledkům za Q1 2021).

INVESTIČNÍ TEZE

Erste z našeho pohledu představuje zajímavý kompromis mezi čistě českými bankovními akciovými tituly (KB a MMB) a akciemi velkých evropských bankovních skupin. Koupí akcií získává investor stabilitu rakouské korporátní správy a zároveň expozici vůči trhům střední a východní Evropy. Právě tyto trhy se přitom vyznačují nižší proúvěrovaností ekonomiky, díky které slibují i do budoucna relativně vysoká tempa růstu úvěrového trhu, podobně jako trh český. Poměr úvěrů soukromého sektoru vůči HDP činil na konci roku 2020 v ČR 54 %, v SR 68 %, v Rumunsku 26 %, v Maďarsku 38 % a v Chorvatsku 61 % (zdroj: MMF). Růst těchto ekonomik a s ním související úvěrová expanze by měly Erste v příštích letech poskytnout dostatečný prostor k růstu. Svým objemem aktiv a geografickým zaměřením se Erste dá zařadit po bok bankovních skupin jako je Raiffeisen Bank International, KBC a UniCredit. Na rozdíl od Raiffeisenbank, svého nejbližšího vídeňského konkurenta, však Erste nemá expozici vůči polskému úvěrovému trhu, který je již několikátým rokem sužován táhnoucím se soudním sporem týkajícím se cizoměnových hypoték a s ním souvisejícími finančními ztrátami.

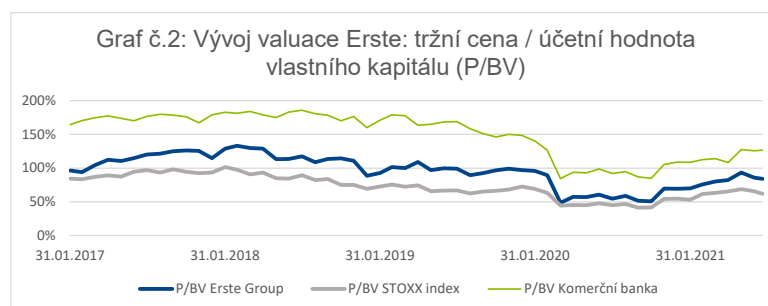
Vyšší obchodní objemy, nákladová hospodárnost a nakonec i pozvolný návrat úrokových sazeb na vyšší úroveň by měly vést k růstu provozního zisku v dalších letech.

Podobně jako ostatní finanční instituce, i Erste by v příštích kvartálech měla těžit z návratu měnové politiky k normálu. Eurové úrokové sazby zůstanou stlačeny k nule zřejmě i v příštích kvartálech. Centrální banky v ČR a Maďarsku ale již započaly se zvyšováním sazeb, z čehož by podle nás měly dcery Erste operující v těchto zemích benefitovat prostřednictvím rostoucí úrokové marže. Pozitivní vliv rostoucích sazeb by měl být ještě umocněn vysokými obchodními objemy (objem rozvahy vzrostl od začátku pandemie o více než 20 %). Rizikem jsou těžko odhadnutelné náklady na riziko. První měsíce letošního roku ale napověděly, že kvalita úvěrového portfolia by se celkově vlivem pandemie nemusela zhoršit tak, jak se čekalo ještě loni touto dobou.

Pozitivní výhled máme i na budoucí dividendy. Erste během uplynulých kvartálů naakumulovala historicky nadprůměrný objem přebytečného kapitálu, který se nyní snaží vrátit akcionářům (dividenda 50 centů v květnu 2021 a 1 EUR plánována na konec roku 2021). Kromě výplaty dividend management nevyloučil ani variantu využití přebytečného kapitálu k akvizičním příležitostem (viz konferenční hovor k hospodářským výsledkům za Q1 2021).

Ohledně kvality úvěrového portfolia jsme opatrně optimističtí.

Zajímavostí je také současná tržní valuace Erste. V porovnání s účetní hodnotou vlastního kapitálu se akcie aktuálně obchodují s diskontem 15 % ("price to book" poměr 0,85). Toto relativně levné ocenění lze přičíst na vrub nízké rentabilitě vlastního kapitálu (ROE) v porovnání s rentabilitou požadovanou investory. Průměrné ROE za posledních 5 let se pohybuje kolem úrovně 10 %. V období pandemie pak ROE pokleslo až k 5 %. Z porovnání s výkonností akciových trhů (včetně evropských) z posledních let je zřejmé, že tato výkonnost Banky investorům nestačí a výsledkem je zmíněný diskont. Podobné nižší ocenění se dá pozorovat i u dalších evropských bankovních akcií, jako je zmíněná Raiffeisenbank, ale i Deutsche bank či Commerzbank. České bankovní akcie (vyznačující se relativně vyšším ROE) se naopak obchodují za cenu převyšující účetní hodnotu kapitálu, tzn. z tohoto pohledu relativně draž, než Erste.



Zdroj: Bloomberg, Fio banka

HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP ZA FY 2020

Čistý zisk Erste za rok 2020 činil 783 mil. EUR a meziročně tak klesl o 47 %. Vývoj hospodaření byl ovlivněn pandemií COVID-19, která se promítla v kvalitě kreditního portfolia a vyvolala silný nárůst tvorby opravných položek. Na provozní úrovni byl rok 2020 pro Banku rokem stagnace. Banka operovala v prostředí nízkých úrokových sazeb napříč všemi svými regiony a čistý úrokový výnos zůstal téměř beze změn i přes téměř 13% nárůst bilanční sumy Banky.

Provozní výnosy meziročně stagnovaly. Čisté úrokové výnosy dosáhly úrovně 4 775 mil. EUR (2019: 4 747 mil. EUR). Pozitivní vliv růstu úvěrového portfolia byl téměř zcela eliminován nižší dosahovanou úrokovou marží. Krátkodobé tržní úrokové sazby na nejvýznamnějších trzích Banky (Rakousko, Česká republika) klesly na jaře 2020 s první vlnou COVID-19 k nule. Čistá úroková marže klesla z roku na rok o 10 bazických bodů na 2,08 %. Čisté výnosy z poplatků a provizí (1 977 mil. EUR) meziročně poklesly o 1 %, především vinou nižší ekonomické aktivity klientů, která se negativně promítla do poplatků z platebního styku. Naopak vzruhou pro provozní výnosy byly poplatky z asset managementu a administrace cenných papírů, kde Banka těžila z volatilního a nakonec i růstového vývoje akciových trhů a přebytku likvidity v rukou klientů. Čisté výnosy z asset managementu a administrace cenných papírů meziročně vzrostly o 10 %. Ostatní provozní výnosy, obvykle více volatilní, meziročně poklesly o 21 %, především vinou horšího výsledku z obchodování s finančními aktivy, do kterého se negativně promítlo přecenění derivátových pozic odrážející vývoj úrokových sazeb a měnových kurzů.

V reakci na stagnující provozní výnosy se Banka zaměřila na hospodárnost. **Provozní náklady** oproti předchozímu roku poklesly o 1 % na úroveň 4 220 mil. EUR. Nejdůležitější nákladová položka, osobní náklady, poklesly o 0,6 %. Počet zaměstnanců Skupiny klesl z 47 284 ke konci roku 2019 na 45 690 ke konci 2020. Největší relativní pokles zaznamenaly náklady na marketing (- 23 %). Naopak růst zaznamenaly náklady na IT (9 %) a fond pojištění vkladů (26 %).

Provozní zisk dosáhl 2 935 mil. EUR (2019: 2 973 mil. EUR).

Čistá **tvorba opravných položek** činila za celý rok 1 295 mil. EUR. Zvýšené oprávkování úvěrů reflektuje zhoršenou kvalitu úvěrového portfolia, které bylo poznamenáno dopadem pandemie COVID-19 na klienty Banky. V relativním vyjádření dosáhly rizikové náklady úrovně 78 b.b. (2019: 2 b.b.).

Zisk před zdaněním dosáhl 1 368 mil. EUR (2019: 2 330 mil. EUR). **Čistý zisk** připadající akcionářům Erste činil 783 mil. EUR (2019: 1 470 mil. EUR), což představuje 1,84 EUR na akcii.

Tabulka č. 2 Souhrn finanční výkonnosti Erste Group za FY 2020

mil. EUR	FY 2020	FY 2019	Změna
Čisté úrokové výnosy	4 775	4 747	1%
Čisté výnosy z poplatků a provizí	1 977	2 000	-1%
Ostatní provozní výnosy	403	509	-21%
Čisté provozní výnosy	7 155	7 256	-1%
Provozní náklady celkem	-4 220	-4 283	-1%
Provozní zisk	2 935	2 973	-1%
Náklady na riziko	-1 295	-39	n/a
Zisk za účetní období	783	1 470	-47%

Zdroj: Fio banka, Erste Group

Úvěrové portfolio v roce 2020 vzrostlo o 3,6 % a dosáhlo objemu 166 mld. EUR. Do tohoto růstu se pozitivně promítla podpora veřejného sektoru ve formě státních garancí a úvěrových moratorií. Podíl nevýkonných úvěrů na celkovém portfoliu dosáhl ke konci roku 2020 úrovně 2,7 % (2019: 2,5 %). Ukazatel krytí nevýkonných úvěrů opravnými položkami („coverage ratio“) dosáhl ke konci roku hodnoty 88,6 % (2019: 77,1 %). Podobně jako konkurenční bankovní skupiny, i Erste zaznamenala během roku výrazný příliv likvidity ve formě klientských vkladů, které ke konci roku činily 191 mld. EUR (meziročně + 9,9 %, nejsilnější nárůst od roku 2007).

Poměr kmenového kapitálu Tier 1 (CET1) dosáhl 14,2 % (2019: 13,7 %). Od roku 2020 čelí Banka, podobně jako konkurenční bankovní skupiny, restrikcím ECB na výplatu dividend.

HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP ZA Q1 2021

Čisté úrokové výnosy během prvního kvartálu pod tíhou nízkých úrokových sazeb nadále klesaly a dosáhly 1 172 mil. EUR (-4,6 %). Silnou výkonnost Erste naopak potvrdila u výnosů z poplatků. **Čisté výnosy z poplatků a provizí** mezitím vzrostly o 7 % a dosáhly výše 540 mil. EUR. Za pozitivním vývojem stál především silný segment asset managementu a administrace cenných papírů, rostoucí dvouciferným tempem růstu. Pozitivním překvapením prvního kvartálu byly nižší **náklady na riziko**. Čistá tvorba opravných položek činila za Q1 v relativním vyjádření 8 b.b. (p.a.), což je výrazně pod hodnotou vykázanou za celý rok 2020 (79 b.b.). **Čistý zisk** za Q1 2021 činil 355 mil. EUR (2019: 235 mil. EUR).

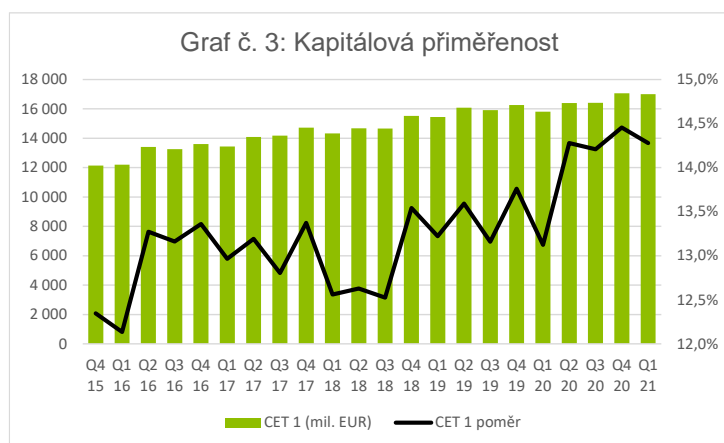
Tabulka č. 3 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Erste Group za Q1 2021

mil. EUR	Q1 2021	Q1 2020	Změna
Čisté úrokové výnosy	1 172	1 229	-5%
Čisté výnosy z poplatků a provizí	540	504	7%
Ostatní provozní výnosy	116	-70	n/a
Čisté provozní výnosy	1 829	1 663	10%
Provozní náklady celkem	-1 103	-1 111	-1%
Provozní zisk	725	552	31%
Náklady na riziko	-36	-62	-42%
Zisk za účetní období	355	235	51%

Zdroj: Erste Group

Úvěry zákazníkům dosáhly k 31. březnu hodnoty 167,8 mld. EUR (+4,2 % r-r). Banka nadále čelila výraznému přílivu klientských **depozit**, která ke konci kvartálu činila 205 mld. EUR (+13 % r-r).

Výplata **dividend** je aktuálně omezena ze strany ECB. V červnu 2021 Erste vyplatila v souladu s opatřením ECB dividendu 50 centů na akcii. Ve své rozvaze dále Erste počítá s výplatou dividendy 1 EUR na akcii po ukončení restrikcí ECB, které se očekává v září 2021. Následkem omezených dividendových výplat Erste disponuje značným objemem vlastního kapitálu (CET1: 17 mld. EUR). Kapitálová přiměřenost (poměr kmenového kapitálu Tier 1 a rizikově vážených aktiv) dosáhla k 31. březnu 2021 hladiny 14,3 % a nachází se tak nad historickým průměrem. Kapitálový požadavek ke stejnému datu byl 10,2 %. Dlouhodobým cílem Erste je CET 1 na úrovni 13,5 %. Uvedené úrovně implikují **přebytečný kapitál** přibližně 700 mil. EUR (se zohledněním již uskutečněné červnové výplaty 50 centů / akcie a plánované podzimní 1 EUR / akcie).



Zdroj: Fio banka, Erste Group

Na konferenčním hovoru k výsledkům za Q1 2021 management Banky poskytl aktualizovaný **výhled hospodaření** pro rok 2021. Management očekává stagnující čistou úrokovou marži a růst čistých výnosů z poplatků a provizí na úrovni středních jednotek procent. Celkové čisté provozní výnosy by měly růst rychlejším tempem než celkové provozní náklady. I přes výrazně lepší reportované náklady na riziko za Q1 se management rozhodl ponechat svůj výhled pro tuto nákladovou položku beze změny, a to na úrovni 65 b.b. Uvedený výhled předpokládá růst reálného HDP na trzích, kde Erste operuje, v rozmezí 2,8 – 4,5 %.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP (2021 – 2025)

Naše projekce hospodaření let 2021 – 2025 stojí na čtyřech hlavních předpokladech. Prvním předpokladem jsou relativně rychle rostoucí čisté úrokové výnosy. Ty by měly růst navzdory déle trvajícím prostředí nízkých úrokových sazeb, taženy zejména rostoucími obchodními objemy. Rostoucí objemy bankovní rozvahy budou podpořeny monetární politikou, která bude dle našeho předpokladu napříč regionem nadále uvolněná a podporující vyšší tempa inflace. Druhým předpokladem je úspěšnost Erste při monetizaci svých klientů, pomocí doplňkových služeb jako je asset management a investiční poradenství. Třetím předpokladem je dynamika návratu nákladů na riziko na úroveň dosahované před pandemií COVID-19. Domníváme se, že uvolněná monetární i fiskální politika umožní rychlé zlepšení kredibility klientů v letech 2021 a 2022. S ústupem fiskální podpory nicméně uzdravování kreditního portfolia postupně ubere na rychlosti a náklady na riziko tak po celé námi predikované období pěti let zůstanou na hodnotách převyšujících předpandemické úrovně. Posledním předpokladem je důraz Erste na hospodárnost, realizovanou především skrze digitalizaci a klesající poměr provozních nákladů vůči provozním výnosům.

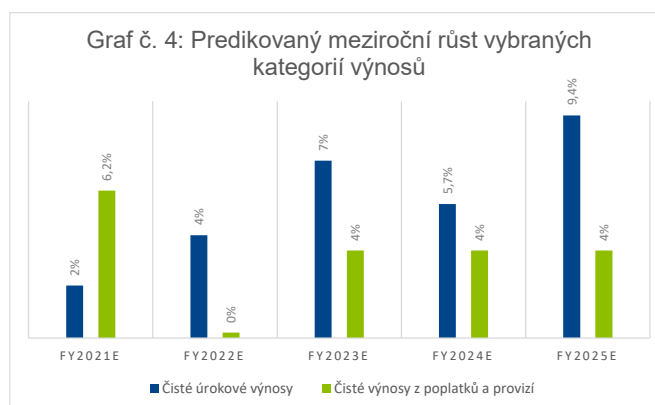
Zvýšená aktivita klientů doprovázející postpandemické oživení a rostoucí obchodní objemy povedou k růstu provozních výnosů.

Tabulka č. 4 Projekce hospodaření 2021 – 2025						
mil. EUR	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Čisté úrokové výnosy	4 775	4 881	5 093	5 474	5 784	6 328
Čisté výnosy z poplatků a provizí	1 977	2 100	2 105	2 183	2 264	2 347
Ostatní provozní výnosy	403	468	458	479	490	527
Čisté provozní výnosy	7 155	7 449	7 656	8 136	8 538	9 203
Provozní náklady celkem	-4 220	-4 316	-4 468	-4 626	-4 791	-4 961
Provozní zisk	2 935	3 134	3 187	3 510	3 747	4 242
Náklady na riziko	-1 295	-638	-586	-448	-355	-237
Zisk za účetní období	783	1 402	1 419	1 733	1 934	2 351
Zisk na akcii (EUR)	1,57 €	3,01 €	3,05 €	3,78 €	4,25 €	5,23 €
Zisk na akcii (Kč) *	40 Kč	77 Kč	78 Kč	97 Kč	108 Kč	133 Kč

Zdroj: Fio banka

* Zisk na akcii převeden z EUR do Kč za použití kurzu 25,50 CZK/EUR

Provozní výnosy porostou podle našeho odhadu v příštích pěti letech průměrným tempem převyšujícím 5 % ročně. Růst provozních výnosů bude na začátku predikovaného období tažen především silnými výnosy z poplatků a provizí, které by v roce 2021 měly meziročně narůst o 6 %. Za oživením by měl stát nejen návrat ekonomické aktivity klientů k normálu po otevření ekonomik, ale také silný segment asset managementu, kterému prospívá pozitivní sentiment na finančních trzích. Od roku 2022 by měl růst výnosů stát na zotavující se úrokové marži, která, po aplikaci na značně rostoucí objem aktiv, povede k růstu čistých úrokových výnosů tempem vyšších jednotek procent ročně.

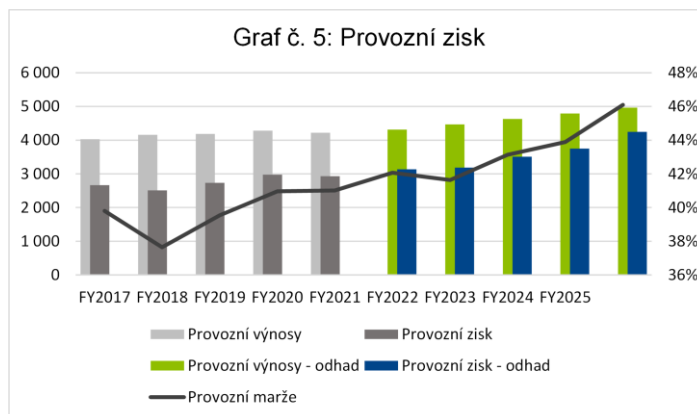


Zdroj: Fio banka

Pozitivní vývoj provozního zisku tažen rostoucími obchodními objemy a nákladovou hospodárností.

Provozní náklady porostou po celé prognózované období pomaleji než provozní výnosy. V poměru k nim klesnou z úrovně 59 % (FY 2020) na úroveň 52 % (FY 2025). Relativně nejrychleji poroste nákladová kategorie odpisů hmotných a nehmotných aktiv, což bude odpovídat zvýšeným investicím zaměřeným mimo jiné na digitalizaci. Co do absolutní výše budou ale nadále nejvýznamnější osobní náklady. Erste by zde měla těžit z optimalizace své pobočkové sítě a digitalizace. Pro osobní náklady odhadujeme meziroční růst 1,2 % v roce 2021 a 2 % počínaje rokem 2022. Ostatní administrativní náklady budou podle našeho odhadu růst průměrným tempem 3,4 % ročně.

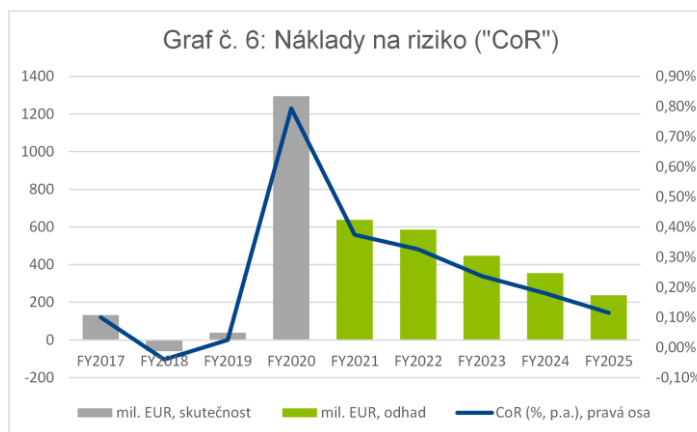
Provozní zisk dle našich předpokladů v roce 2021 překoná své dosavadní maximum z roku 2019 a dosáhne 3,1 mld. EUR. Od této úrovně bude dále růst průměrným tempem téměř 9 % ročně a v roce 2025 překoná úroveň 4 mld. EUR.



Zdroj: Fio banka, Erste Group

Pozitivní vývoj bankovních aktivit a z nich plynoucího provozního zisku na celkovou ziskovost Erste bude nicméně v příštích letech nadále tlumen zvýšenými **náklady na riziko**. Čistá tvorba opravných položek dle našeho názoru dosáhla maxima v roce 2020. Pro rok 2021 očekáváme čistou tvorbu opravných položek ve výši 638 mil. EUR. Pro období celých pěti let předpokládáme rizikové náklady nad dlouhodobým historickým průměrem. V roce 2021 dosáhne čistá tvorba opravných položek v relativním vyjádření vůči úvěrovému portfoliu hodnoty 37 b.b.

Náklady na riziko již dosáhly svého vrcholu a od roku 2021 by měly klesat. I v dalších letech ale zůstanou nadprůměrně vysoké.



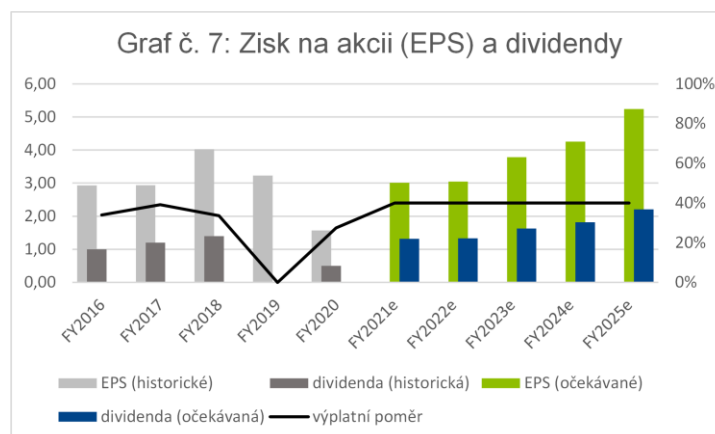
Zdroj: Fio banka, Erste Group

Čistý zisk pro rok 2022 očekáváme ve výši 1,4 mld. EUR. V dalších letech by měl zisk růst průměrným tempem 15 % ročně a v roce 2025 se přiblíží metě 2,5 mld. EUR. Čistý zisk na akcii podle našeho modelu poroste z 3,3 EUR v roce 2021 až na 5,5 EUR v roce 2025.

Zisk na akcii a dividendy

Vzhledem k současným restrikcím na výplatu dividend a zadržným ziskům, které z těchto omezení plynou, odhadujeme aktuální přebytečný kapitál na nadprůměrné úrovni přibližně 700 mil. EUR (viz výše). Pohodlná kapitálová pozice by měla Bance umožnit zvýšené dividendové výplaty v nejbližším období. V našem modelu pracujeme s výplatním poměrem 40 %. V následujícím grafu je vidět prognózovaný vývoj zisku na akcii („EPS“) a dividend. V grafu není zahrnuta potenciální výplata dividendy 1 EUR, s jejíž výplatou management Banky opatrně počítá ke konci roku 2021. Tabulka č. 5 shrnuje dividendový potenciál Erste během následujících pěti let.

Naakumulovaný přebytečný kapitál a rostoucí čistý zisk povedou k vyšším dividendám.



Zdroj: Fio banka, Erste Group

Tabulka č. 5 Dividendový potenciál Erste					
	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Zisk připadající vlastníkům mateř.spol. (mil. EUR)	1 402	1 419	1 733	1 934	2 351
Dividendový výplatní poměr	n/a	40%	40%	40%	40%
Očekávaný objem dividend za účetní rok (mil. EUR)	561	568	693	773	940
Zisk na akcii (EUR)	3,01 €	3,05 €	3,78 €	4,25 €	5,23 €
Dividenda na akcii (EUR)	1,32 €	1,33 €	1,63 €	1,81 €	2,21 €
Dividenda na akcii (Kč) *	34 Kč	34 Kč	41 Kč	46 Kč	56 Kč

Zdroj: Fio banka, Erste Group

* Dividenda na akcii převedena z EUR do Kč za použití kurzu 25,50 CZK/EUR

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie Erste se obchodují s valuačními násobky P/E 10,9 (2021e) a P/BV 0,9 (vzhledem k aktuální výši vlastního kapitálu). Toto ocenění představuje prémii vůči nejbližšímu evropskému konkurentovi Raiffeisen Bank International, která se obchoduje s násobky P/E 8,8 (2021e) a P/BV 0,5. Naopak některé regionální banky ze střední a východní Evropy se obchodují draž než Erste. České bankovní domy KB (P/E 15,1; P/BV 1,3) a MMB (P/E 14,9; BV 1,6) jsou oceněny draž než Erste zejména z hlediska poměru P/BV.

Tabulka č. 6 Valuační násobky referenční skupiny za 2020 a 2021e

	P/E 2021e	P/E 2020	P/BV 2021e	P/BV *
Alior Bank	11,5	N/A	0,7	0,7
Bank Handlowy	8,9	26,6	0,8	0,8
Bank Pekao	13,6	14,5	0,9	1,0
Commerzbank	29,5	N/A	0,3	0,3
Deutsche Bank	11,5	127,8	0,4	0,4
Erste Group	10,9	15,9	0,9	0,9
Komerční banka	15,1	15,3	1,2	1,3
mBank	12,4	73,1	0,8	0,8
Moneta Money Bank	14,9	13,4	1,5	1,6
OTP Bank	10,1	13,6	1,5	1,7
PKO Bank	9,9	N/A	1,0	1,2
Raiffeisen Bank International	8,8	7,5	0,5	0,5
Santander Bank Polska	21,9	18,3	0,9	0,9
UniCredit	9,9	N/A	0,4	0,4
průměr	13,5	32,6	0,8	0,87
medián	11,5	15,6	0,8	0,82

Zdroj: Bloomberg

* poměr P/BV podle účetní hodnoty kapitálu ke konci Q1 2021

Oproti konkurenčním bankovním ústavům operuje Erste s nižším ROE a ROA (rentabilita aktiv). Nižší rentabilita je na druhou stranu kompenzována menší rizikovostí aktiv, což se prozatím ukazuje i během období pandemie, kdy podíl nevykonných úvěrů (NPL) prozatím dosáhl relativně nízké úrovně 2,7 % (ke konci roku 2020). Poměr kmenového kapitálu Tier 1 a rizikově vážených aktiv ke konci 2020 činil 14,2 %, oproti 10,2 % požadovaným regulátorem.

Tabulka č. 7 Vybrané ukazatele referenční skupiny za rok 2020

	CET1 *	provozní marže	ROE	ROA
Alior Bank	13,6%	0,3%	-4,1%	-0,4%
Bank Handlowy	22,5%	20,0%	7,3%	0,9%
Bank Pekao	16,7%	20,5%	4,7%	0,5%
Commerzbank	13,2%	-30,1%	-9,0%	-0,5%
Deutsche Bank	13,6%	3,4%	1,9%	0,1%
Erste Group	14,2%	18,0%	5,8%	0,3%
Komerční banka	21,7%	34,0%	6,7%	0,6%
mBank	17,0%	16,9%	2,0%	0,2%
Moneta Money Bank	15,2%	24,1%	9,3%	0,9%
OTP Bank	15,4%	21,2%	14,4%	1,5%
PKO Bank	19,0%	-11,0%	-4,5%	-0,5%
Raiffeisen Bank International	13,6%	26,5%	6,5%	0,5%
Santander Bank Polska	18,0%	26,2%	3,8%	0,4%
UniCredit	16,5%	-4,5%	-5,1%	-0,3%
průměr	16,4%	11,8%	2,8%	0,3%
medián	16,0%	19,0%	4,3%	0,4%

Zdroj: Bloomberg

* kapitálový poměr „common equity tier 1“

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

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

První fáze pokrývá 5 let 2021 - 2025 a 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 (2025).

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 a koeficientu beta dané společnosti.

Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili průměr výnosů českých a rakouských státních dluhopisů. Pro jednotlivé roky jsme použili výnosy dluhopisů do splatnosti podle výnosové křivky aktuální k datu ocenění.

Koeficient beta při hodnotě 1,22 vychází z porovnání vývoje akcií Erste s vývojem indexu rakouské burzy (ASX). Prémii za tržní riziko jsme odvodili z průměru rizikových přírůstků pro Českou republiku a Rakousko, hlavních trhů, na kterých skupina Erste působí. Zdrojem dat byla veřejně dostupná databáze A. Damodarana.

Náš model uvažuje diskontní míru 10 % a ROE na dlouhodobé úrovni 9,4 %.

Tabulka č. 8 Stanovení diskontní míry						
	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TH
Bezriziková výnosová míra	0,2%	0,7%	0,7%	0,9%	1,1%	1,1%
BETA	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22
Riziková prémie	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Náklady vlastního kapitálu	9,0%	9,6%	9,6%	9,8%	10,0%	10,0%

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 (ROE) na úrovni 9,4 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 10 % při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 1,1 % a rizikové prémie 7,3 %. Výsledné ocenění akcií skupiny Erste metodou dvoufázového dividendového diskontního modelu dokumentují tabulky č. 9., 10. a 11. na následující straně.

Tabulka č. 9 Dividendový potenciál Erste

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Zisk připadající vlastníkům mateř.spol. (mil. EUR)	1 402	1 419	1 733	1 934	2 351
Dividendový výplatní poměr	n/a	40%	40%	40%	40%
Očekávaný objem dividend za účetní rok (mil. EUR)	561	568	693	773	940
Zisk na akcii (EUR)	3,01 €	3,05 €	3,78 €	4,25 €	5,23 €
Dividenda na akcii (EUR)	1,32 €	1,33 €	1,63 €	1,81 €	2,21 €
Dividenda na akcii (Kč) *	34 Kč	34 Kč	41 Kč	46 Kč	56 Kč

Zdroj: Fio banka

* *Budoucí dividendy jsou přepočteny z EUR do CZK za použití měnového kurzu 25,5 CZK/EUR.*

V tabulce č. 9 je vidět vývoj dividendového potenciálu Erste během následujících pěti let. Samotný objem dividend, vyplácený vždy na jaře následujícího roku a vstupující do našeho valuačního modelu, představuje tabulka č. 10. (např. předpokládaný objem dividendy uvedený v tabulce č. 9, schválený ze zisku roku 2021, se rovná objemu dividend vyplacenému v roce 2022, uvedenému v tabulce č. 10). V roce 2021 byla vyplacena dividend 50 centů na akcii, která v našem ocenění již není zahrnuta. Naopak plánovaná dividend 1 EUR, očekávaná na konci letošního roku, níže v tabulce zahrnuta je.

Tabulka č. 10 Projekce dividendových výplat Erste

mil. EUR	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Očekávaná objem vyplacených dividend	561	568	693	773	940
Diskontní faktor	0,92	0,83	0,76	0,69	0,62
Diskontovaný tok dividend	514	473	527	532	584
Mimořádná dividend 1 EUR v roce 2021	426				
Součet diskontovaných dividend (5 let)	3 056				

Zdroj: Fio banka

Pro převod hodnot z EUR do Kč používáme v tabulkách č. 9 a 11 kurz 25,50,- CZK/EUR. Náš model předpokládá výplatu dividendy 25,50 Kč na akcii v druhé polovině roku 2021 (plánovaná managementem – není zahrnuta v tabulce č. 9) a dále dividendu 34 Kč na jaře 2022 (výplata ze zisku roku 2021). Dividendy vyplácené od roku 2022 dále by měly odrážet výplatní poměr 40 % ze zisků dosažených v předchozím roce.

Cílovou cenu stanovujeme na 934 Kč za akcii. Tato cena implikuje 18% zhodnocení proti aktuální tržní ceně.

Tabulka č. 11 Rekapitulace ocenění akcií Erste Group

Vstupní parametry modelu	
ROE	9,4%
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	10,0%
Dlouhodobá růstová míra (g)	2%
Implikovaná hodnota P/BV	0,93
BV (2025e; mil. EUR)	21 791
Terminální hodnota (mil. EUR)	20 208
Současná hodnota TH (mil. EUR)	12 559
Současná hodnota vyplacených dividend (2021e – 2025e; mil. EUR)	3 056
Ocenění společnosti (mil. EUR)	15 616
Počet emitovaných akcií	426 mil. ks.
použitý kurz CZK/EUR	25,50
Cílová cena akcie (12M)	934 Kč

Zdroj: Fio banka

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Erste ve výši 934 Kč**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií společnosti **zvyšujeme investiční doporučení na stupeň „koupit“**.

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

Níže uvedená tabulka demonstruje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie Erste 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.

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 83 % odhadované hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentuje tabulka č. 12.

Tabulka č. 12 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

		ROE						
		7,90%	8,40%	8,90%	9,40%	9,90%	10,40%	10,90%
CoE	11,5%	652 Kč	692 Kč	732 Kč	772 Kč	812 Kč	851 Kč	891 Kč
	11,0%	690 Kč	733 Kč	776 Kč	819 Kč	863 Kč	906 Kč	949 Kč
	10,5%	733 Kč	780 Kč	827 Kč	873 Kč	920 Kč	967 Kč	1 013 Kč
	10,0%	782 Kč	833 Kč	883 Kč	934 Kč	985 Kč	1 036 Kč	1 086 Kč
	9,5%	837 Kč	893 Kč	948 Kč	1 004 Kč	1 059 Kč	1 115 Kč	1 170 Kč
	9,0%	901 Kč	962 Kč	1 023 Kč	1 084 Kč	1 144 Kč	1 205 Kč	1 266 Kč
	8,5%	975 Kč	1 042 Kč	1 109 Kč	1 176 Kč	1 243 Kč	1 310 Kč	1 377 Kč
			g					
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
CoE	11,5%	794 Kč	787 Kč	780 Kč	772 Kč	762 Kč	752 Kč	740 Kč
	11,0%	839 Kč	833 Kč	827 Kč	819 Kč	811 Kč	802 Kč	792 Kč
	10,5%	888 Kč	884 Kč	879 Kč	873 Kč	867 Kč	860 Kč	852 Kč
	10,0%	944 Kč	941 Kč	938 Kč	934 Kč	930 Kč	926 Kč	921 Kč
	9,5%	1 005 Kč	1 005 Kč	1 004 Kč	1 004 Kč	1 003 Kč	1 002 Kč	1 001 Kč
	9,0%	1 075 Kč	1 077 Kč	1 080 Kč	1 084 Kč	1 088 Kč	1 092 Kč	1 098 Kč
	8,5%	1 153 Kč	1 160 Kč	1 168 Kč	1 176 Kč	1 187 Kč	1 199 Kč	1 213 Kč

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

- Silná důvěryhodná značka
- Diverzifikace napříč regionem střední a jihovýchodní Evropy
- Kapitálová vybavenost a související dividendový potenciál
- Univerzální bankovní obchodní model – kompletní nabídka služeb

Slabé stránky

- Věková struktura klientů na nejvýznamnějších trzích
- Podprůměrný růst úvěrového portfolia
- Relativní nepružnost organizace (v porovnání s nově se konsolidující, regionální konkurencí)

Příležitosti

- Monetizace klientů pomocí doplňkových služeb
- Růst na trzích jihovýchodní Evropy
- Zvýšení rentability pomocí nákladových úspor
- M&A

Hrozby

- Přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb napříč regionem
- Zhoršení kvality úvěrového portfolia po odeznění fiskálních podpor
- Ztráta tržního podílu
- Konkurence fin-techu

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

Tomáš Hrabánek
Fio banka, a.s.
Analytik
tomas.hrabanek@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 nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

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