



Belgická společnost Fortis patří k předním finančním institucím v Evropě. Zaměřuje se na bankovní služby a pojištění jak pro drobnou klientelu, tak pro podnikovou sféru a institucionální klientelu. Své produkty nabízí prostřednictvím vlastních distribučních kanálů i ve spolupráci se svými partnerskými společnostmi. Fortis působí celosvětově a má aktivity ve více jak 50 státech. V Beneluxu, který patří k nejbohatším částem Evropy, je leaderem v oblasti retailového bankovníctví. V Belgii je rovněž největší pojišťovací společností, v Nizozemí patří do první trojky. Celkově patří do první dvacítky největších finančních institucí v Evropě. Kořeny finanční skupiny sahají hluboko do 19. století, základ současně podoby je však výrazně mladší. V roce 1990 došlo k postupnému spojení holandské pojišťovací společnosti AMEV a banky VSB s belgickou pojišťovací skupinou AG Group. Jejich společné aktivity začaly následně na finančním trhu vystupovat pod značkou Fortis.

Základní údaje

Ticker: FORB (Euronext Brusel), FO4 (Xetra Německo)

Sektor: Bankovníctví

Tržní kapitalizace: 34,2 miliardy EUR

Uzavírací cena dne 19.9.2007: 26,50 EUR

Roční rozsah: minimum 25,16 EUR, maximum 35,33 EUR

Akcie společnosti jsou v bázi hlavního belgického indexu BEL20 s váhou 12,9%

Koeficient Beta: 1,05 oproti indexu BEL20

Obrázek 1 Graf vývoje kurzu akcií Fortis (zdroj: Bloomberg)



Finanční skupina Fortis má své aktivity rozděleny do tří základních pilířů. Jedná se o retailové bankovníctví, privátní bankovníctví spojené s obchodní činností a pojišťovnictví. V sekci retailového bankovníctví je zaměstnáno přes 17.000 pracovníků a na čistém zisku za rok 2006 se tento segment podílel 25%. Více jak 6 milionů klientů je obsluhováno prostřednictvím 1600 poboček, 2500 samoobslužných terminálů a bankomatů, prostřednictvím internetového bankovníctví, mobilního bankovníctví a několika call center. Hlavním trhem jsou pro Fortis státy Beneluxu, kde poskytuje komplexní nabídku bankovních služeb. Dalším důležitým trhem je Turecko, kde je komplexní nabídka bankovních služeb uzpůsobena místním poměrům. V Polsku se skupina zaměřuje na bohatší vrstvy a menší podniky, v Německu převážně na vydávání kreditních karet a poskytování půjček ve speciálních „credit shops“. Na rozvoji aktivit v Irsku pracuje skupina společně s tamní An Post. V roce 2006 se podařilo čistý zisk v tomto segmentu zvýšit z 862 mil EUR z roku 2005 na 1,09 mld EUR. Jedná se o nárůst o 26%. Za růstem stál především vyšší příjem z poplatků a nárůst úrokových výnosů. Divize privátního a obchodního bankovníctví je zaměřena na poskytování rozličných finančních služeb velkým mezinárodním společnostem a institucionálním klientům, rovněž však i pro střední podniky a nejbohatší klientelu z řad fyzických osob. Tato divize nabízí řešení v oblasti finančního poradenství, financování obchodních aktivit, risk management, private equity či asset management. Čistý zisk divize dosáhl v roce 2006 hodnoty 2,02 mld EUR. V roce 2005 činila hodnota zisku 1,47 mld EUR a došlo tudíž k nárůstu o 37%. Hlavním tahounem růstu byl nárůst v oblasti úvěrů. Objem poskytnutých úvěrů se zvýšil o 24%. Pojišťovací divize je regionálně rozdělena na tři segmenty – Belgie, Nizozemí a mezinárodní segment. Ve všech regionech se Fortis zaměřuje jak na životní tak neživotní pojištění. Životní pojištění se na celkovém zisku pojišťovací divize podílí zhruba ze 2/3. V Belgii se v tuto chvíli zaměřují na zesílení celkově vedoucího postavení a vylepšení pozice v oblasti neživotních pojistek. V Holandsku chtějí postupně zvyšovat svůj tržní podíl a v ostatních regionech se soustředí na úspěšnou integraci na tamních trzích. Jedná se především o trhy v Německu, Rusku, Ukrajině, Turecku, Číně a Indii. Celá divize dosáhla zisku 1,42 mld EUR, což je v porovnání se ziskem v roce předešlém 1,23 mld EUR nárůst o 16%. Růst byl tažený hlavně dobrým výsledkem v oblasti životního pojištění, když zisk v této oblasti se zvýšil o 24%.

Celkový zisk společnosti Fortis za rok 2006 dosáhl hodnoty 4,35 mld EUR. Jedná se o růst o 10% proti zisku 3,94 mld EUR z roku 2005. Celkové příjmy v roce 2006 vzrostly o 8% na 73,6 mld EUR. Čistý úrokový výnos dosáhl hodnoty 8,46 mld EUR, což je nárůst o 12% v porovnání s loňskou hodnotou. Čistý úrokový výnos v posledních 5 letech rostl průměrným tempem 5,4%. K závěru roku 2006 dosahovaly aktiva společnosti 775,3 mld EUR, což je nárůst o 6,5% proti roku předešlému.

Tabulka 1 Čistý zisk a úrokový výnos (v mil EUR)

	2006	2005	2004	2003	2002
Čistý zisk	4351	3940,5	2353,5	2197,4	532
- bankovníctví	3149	2434	965	n/a	n/a
- pojišťovnictví	1420	1225	1272	n/a	n/a
Čistý úrokový výnos	8458	7535,8	7101,9	6959,3	6875,2

Společnost pravidelně vyplácí dividendy z dosaženého zisku. Dividenda je v posledních letech vyplácena ve dvou částech. První část jako záloha ve výši 50% dividendy z roku předešlého, zbytek po rozhodnutí valné hromady o celkové výši. Společnost se zaměřuje na tvorbu hodnoty pro akcionáře a v rámci dividendové politiky je záměr vyplácet vždy vyšší nebo minimálně stejnou hodnotu jako v roce minulém. V posledních 6 letech rostla dividenda

průměrným tempem 8,3%. Průměrný dividendový výnos z posledních let přesahuje 5%. Aktuální hodnota dividendového výnosu se pohybuje na hranic 5,6%. Průměrný výnos akcií zastoupených v indexu Bloomberg Europe Banks and Financial Services je 4,2%. Výplatní poměr se v průměru u společnosti Fortis pohybuje kolem 45%.

Tabulka 2 Dividenda, zisk na akcii a výplatní poměr (dividenda a zisk na akcii v EUR)

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Dividenda	1,4	1,16	1,04	0,92	0,88	0,88
Zisk na akcii	3,32	3,03	1,83	1,67	0,41	1,98
Výplatní poměr	42%	38%	57%	55%	214%	44%

Akvizice ABN Amro

Společnost Fortis je společně s Royal Bank of Scotland a španělskou Banco Santander součástí konsorcia, které chce koupit holandskou finanční skupinu ABN Amro. Konsorcium soupeří s britskou Barclays, která má o ABN Amro rovněž zájem. Jedná se o největší fúzi v bankovním světě vůbec. Konsorcium bank je ochotno zaplatit necelých 72 mld EUR. Z této částky by mělo být v hotovosti zaplacené přes 90%, zbývající cena by byla v akciích. Konkurenční nabídka od Barclays je o více jak 15% nižší a v hotovosti by bylo zaplacené pouze necelých 40%. Barclays však na rozdíl od konsorcia bank nevdává záměr ABN prodat svoji americkou dceru La Salle do rukou Bank of America. Akcionáři ABN by měli nabídky posoudit na valné hromadě konce září. Fortis by měl v případě dohody získat od holandské skupiny její retailové a komerční bankovníctví, převzít asset management i privátní bankovníctví. Díky transakci by Fortis zvýšil počet svých poboček v Holandsku na 720 z dosavadních 159 a získal by více jak 4 miliony nových klientů. Fortis by se měl na celkové zaplacené ceně podílet částkou 24 mld EUR. Finanční prostředky Fortis získává postupným prodejem nestrategických účastí ve vlastněných společnostech a chystaným úpisem nových vlastních akcií. Valná hromada společnosti již celkový záměr odsouhlasila.

Jak je zřejmé z hospodářských výsledků uplatňovaný bankovní model a strategie v rámci Beneluxu jsou úspěšné a širší pole působnosti by mělo pro Fortis po začlenění získaných aktiv do skupiny znamenat vyšší výnosy.

Hospodářské výsledky za první pololetí

V prvním pololetí dosáhla finanční skupina velmi dobrých výsledků. Celkový zisk za 1H 2,78 mld EUR je lepší o 2% v porovnání s první polovinou roku 2005. Na velmi dobrých výsledcích má zásluhu hlavně druhý kvartál. Zisk v tomto období byl 1,62 mld EUR. V porovnání s prvním čtvrtletím se jednalo o nárůst o 38%, se stejným obdobím loňského roku o 16%. Silné výsledky byly především v bankovní oblasti z obchodování a private equity. Solidní byl rovněž růst poplatků a čistého úrokového výnosu. Zisk ze dvou bankovních divizí dosáhl rekordní kvartální hodnoty 1,16 mld EUR. Výsledek výrazně překonal tržní očekávání na úrovni 1,02 mld EUR. Hodnota spravovaných aktiv v rámci bankovních divizí vzrostla mezitím o 10% na hodnotu 209 mld EUR. Zisk pojišťovací divize rovněž překonal očekávání trhu a dosáhl 413 mil EUR vs. 398 mil EUR.

Fortis k polovině roku spravoval na vlastní účet investiční portfolio v hodnotě 194 mld EUR. Podíl finančních prostředků pocházejících z aktivit bankovních divizí dosahoval 127 mil EUR, 67 mld EUR pochází z pojišťovací činnosti. Bankovní investiční portfolio je z 95%

(121 mil EUR) tvořeno dluhovými instrumenty, pojišťovací investiční portfolio má zastoupení dluhových instrumentů ve výši 76% (51 mld EUR). Celkový objem dluhových instrumentů v obou portfoliích dosahuje 171 mld EUR. 96% těchto instrumentů má rating typu minimálně A, 51% má nejvyšší hodnocení typu AAA.

Díky dobrému hospodaření firma v pololetí zvýšila své dlouhodobé cíle. Vedení aktuálně očekává, že dosáhne v letech 2004-2011 kumulativně růstu čistého zisku o 15%. Návratnost vlastního kapitálu by měla dosahovat minimálně 18,5%. Nejpozději do roku 2009 by mělo 30% čistého zisku pocházet z oblastí mimo Benelux.

Postavení v sektoru

Fortis dle tržní kapitalizace a aktiv společnosti patří do první dvacítky finančních společností v Evropě. V oblasti retailového bankovníctví a privátního bankovníctví je jedničkou na trhu v oblasti Beneluxu. V pojišťovací oblasti patří mezi deset největších hráčů na Evropském trhu. Je největší pojišťovací společností v Belgii a třetí největší v Nizozemí. Na čínském trhu patří mezi prvních šest pojišťovacích společností.

Obrázek 2 Základní fundamentální ukazatele společnosti (zdroj: Bloomberg)

ISSUE DATA		PER SHARE DATA		CASH FLOW ANALYSIS	
*Price	EUR 26.88	Basic EPS	3.38	NP asst/Tot asst	
*P/E	7.82	Trailing 12m EPS	3.44	NP asst/tot loan	
*Div Yld	5.65%	Dividends/share	1.40	Loan res/NP asst	
*Price/Book	1.68	Book value/share	15.98	Cap&res/NP assts	
*Price/Revenue	.38	Revenue/share	62.74	Loan res/loans	.79%
*Price/Cashflow	neg.	Cash Flow/Basic sh	-2.20	Loan prov/loans	.06%
*Market cap.	35078.14M	Shares out	1304.99	Chrges/Ave loans	.00%
*Price/FCF	neg.	Op inc/Earn asst	.80%	Loan loss cvrge	

GROWTH POTENTIAL		PROFITABILITY		STRUCTURE	
EPS Yr change	10.10%	Net int margin	1.29%	Tot loan/tot dep	111.37%
Asset Yr change	6.34%	Efficiency ratio	77.95%	Er asst/Int liab	125.61%
BVPS Yr change	8.34%	Ovrhd efficiency	65.43%	Com eqty/assets	2.66%
Loan growth	1.95%	Pretax margin	6.73%	Tier 1/core	7.10
Deposit growth	.07%	Eff tax rate	18.92%	Total cap ratio	11.10
Net int inc gr	12.24%	Return on assets	.58%		
Earn asst growth	4.61%	Return on equity	21.99%		
Retention rate	58.42%	Net inc growth	10.42%		

Currency: EURO

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg L.P.
 H241-716-3 03-Sep-07 17:03:14

V porovnání s evropským finančním sektorem (bráno dle Bloomberg Europe Banks and Financial Services Index) přináší Fortis nadprůměrný dividendový výnos 5,75%. Výnos je podstatně vyšší než u hlavního belgického indexu BEL20 (3,1%) a i než u celoevropského Dow Jones EURO Stoxx 50 (3,42%). Společnost si udržuje velmi dobré hodnoty návratnosti vlastního kapitálu. Hodnota v blízkosti 22% je opět nadprůměrná vůči sektoru. Společnost má jako dlouhodobý cíl udržet hodnoty nad 18,5%. Na současných úrovních jsou akcie dle

ukazatele P/E (7,85) poměrně levné. Očekávaná hodnota P/E dosahuje 8,22. Titul se obchoduje na relativně nízkých úrovních ve vztahu k účetní hodnotě.

Tabulka 3 Vybrané fundamentální ukazatele sektoru a vybraných společností

	P/E	ROE (v %)	Div. výnos (%)	P/BV
Evropský bankovní sektor	10,07	19,95	4,22	1,78
Fortis	7,62	21,99	5,75	1,69
HSBC	11,43	15,73	4,86	1,92
Societe General	9,55	20,04	4,41	1,78
Credit Agricole	8,43	14,96	4,14	1,19
KBC	8,94	20,92	3,55	1,90

Akcie finančních institucí byly v posledních měsících díky krizi na kreditních trzích pod tlakem. Bloomberg Europe Banks and Financial Services Index ztratil od začátku roku zhruba 7%, americký S&P500 Financials Index oslabil přibližně o 8%. Samotné akcie Fortisu oslabily od začátku roku o přibližně 16%. Na současných úrovních kolem 26 EUR považujeme titul za fundamentálně podhodnocený a doporučujeme ho kupovat. Předpokládáme, že Fortis vykáže na konci roku 2007 zisk 4,3 mld EUR, což bude pokles o 1% v porovnání se ziskem v roce 2005. Přes velmi dobré výsledky v 1H předpokládáme, že dopad kreditní krize se v ziskovosti firmy částečně projeví v druhé polovině roku a to bude hlavní příčinou mírného poklesu ziskovosti. V závislosti na své dividendové politice však předpokládáme, že dojde k růstu dividendy o 6% na 1,48 EUR. Na základě této očekávané míry růstu dividend stanovujeme na základě dividendového diskontního modelu cílovou cenu na 32,9 EUR. Doporučení je koncipováno s horizontem 12 měsíců. Výpočet diskontní míry je založen na součtu bezrizikové složky a prémie za riziko. Bezriziková složka byla odvozena z výnosnosti belgických státních dluhopisů. Prémie za riziko byla určena na základě výkonnosti celého trhu s ohledem na volatilitu daného titulu. Použitá diskontní míra v tomto modelu je 10,51%. V tomto modelu byly využity jak vlastní expertní odhady tak odhady uveřejňované agenturou Bloomberg.

Souhrn

Důvody k nákupu

- přední evropská finanční společnost s dominantním postavením v rámci Beneluxu
- velmi dobré hospodaření společnosti s růstovou tendencí
- nadprůměrný dividendový výnos
- potenciál značného růstu při akvizici ABN Amro
- postupná stabilizace finančního sektoru po krizi na kreditních trzích

Rizika

- problémy při případném slučování s ABN Amro
- znehodnocení investičního portfolia
- ochlazení globálního ekonomického růstu
- pokračování krize na kreditních trzích

V případě vzniku výše uváděných rizik je možné očekávat zhoršení hospodaření společnosti, snížení vyplácené dividendy pro následující rok a poklesu cílové ceny.

Ing. David Brzek
makléř
www.fio.cz
david.brzek@fio.cz

Dozor nad Fio, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

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

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.