

Investiční výzkum

Erste Group



4. 5. 2018

Doporučení: Akumulovat

Cílová cena (12měsíční): 1070 Kč

Předchozí doporučení (26. 3. 2018): Držet

Předchozí cílová cena (26. 3. 2018): 1070 Kč

Tržní cena k 4. 5. 2018: 971,6 Kč

Dnešní výsledkový report za 1Q/18 ani následný konferenční hovor nepřinesl z našeho pohledu žádné významně nové informace, které by nás vedly k přehodnocení naší střednědobé projekce hospodaření Erste. **Naší cílovou cenu ve výši 1 070 Kč potvrzujeme.** Bezprostřední propad akcií Erste o 5 % v reakci na dnešní výsledkový report považujeme za neadekvátní. Ve vztahu k aktuální tržní ceně akcií Erste skýtá naše cílová cena potenciální kapitálový výnos 10 %. V souladu s naší metodikou proto **přistupujeme ke zvýšení našeho investičního doporučení pro akcie Erste Group ze stupně „držet“ na „akumulovat“.**

Erste Group

Doporučení: **DRŽET**
Cílová cena: **1 070 Kč**

Erste Group Bank (BAAERBAG)

Souhrn doporučení

Aktuální doporučení	DRŽET
Předchozí doporučení (5. 10. 2017)	Držet
Cílová cena (12M):	1 070 Kč
Minulá cílová cena (5. 10. 2017)	980 Kč
Datum vydání:	26. 3. 2018

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Erste Group Bank	+9,0	+6,9	+25,5
Index PX	+2,6	+6,0	+13,1
STOXX EUR. 600 Banks	-7,4	-7,5	-3,3

Erste Group Bank (BAAERBAG)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Ticker:	BAAERBAG (BCPP)
Počet vydaných akcií:	429,8 mil. ks.
Free float:	64 %
Tržní kapitalizace:	419 00 mil. Kč
Dividenda (2017)	1,2 EUR
Uzavírací cena 23. 3. 2018	1 023 Kč
Roční maximum:	1 093,00 Kč
Roční minimum:	783,00 Kč

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



▪ V reakci na reportované výsledky Erste Group (dále také „Erste“ nebo „Banka“) za 4Q/2017 a představenou detailnější strukturu výhledu hospodaření pro rok 2018 aktualizujeme naši cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie společnosti. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke **zvýšení cílové ceny pro akcie Erste z 980 Kč na 1070 Kč**, přičemž vzhledem k aktuální tržní ceně akciového titulu **potvrzujeme naše doporučení na stupni „držet“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Erste představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců cca 5% kapitálový výnos.

▪ Ke zvýšení naší cílové ceny jsme přistoupili v návaznosti na vyšší očekávanou ziskovost Banky. Ziskovost Erste ve střednědobém horizontu (2018-21) by měly podpořit a) přetrvávající příznivé makroekonomické podmínky středoevropského regionu s pozitivním dopadem na obchodní objemy banky (5-6% růst úvěrů CAGR v letech 2018-21) a nízké rizikové náklady, b) pomalu rostoucí čistá úroková marže v návaznosti na obrat úrokového cyklu, c) iniciativy Erste v oblasti nákladových úspor v rámci probíhajících investic do digitalizace. V porovnání s tržní projekcí dle dat agentury Bloomberg při EPS (2018) 3,26 EUR a EPS (2019) 3,54 EUR jsou naše odhady zisku na akcii v letech 2018 – 2019 při 3,34 a 3,8 EUR optimističtější.

▪ Akcie Erste se aktuálně obchodují při 1,23x P/BV (2018) a 12,45x P/E (2018) dle konsensuálních dat agentury Bloomberg. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E18 13,5x) se Erste obchoduje s mírným diskontem, což reflektuje nižší profitabilitu rakouské banky (ROE ~ 10%, ROTE ~ 11 %). Současné ocenění akcií dle našeho názoru dostatečně odráží ziskové perspektivy Banky.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Erste Group

Projekce hospodaření (mil. EUR)	2017	2018e	2019e	2020e
Provozní výnosy	6 669	6 990	7 376	7 751
Provozní zisk	2 511	2 921	3 318	3 713
Čistý zisk	1 316	1 469	1 607	1 711
Dividenda (DPS)	1,2 EUR	1,4 EUR	1,5 EUR	1,8 EUR
Valuace	2017	2018e	2019e	2020e
P/BV	1,12x	1,05x	0,95x	0,85x
P/E	11,80x	11,8x	10,8x	10,1x
Dividendový výnos	3,6 %	3,5 %	3,7 %	4,5 %
Vybrané parametry	2017	2018e	2019e	2020e
CET1	13,4 %	13,1 %	13,1 %	13,1 %
Provozní náklady / výnosy	62,4 %	58,2 %	55,0 %	52,1 %

Zdroj: Erste Group, Fio banka

HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP ZA FY 2017

Príznivé makroekonomické podmínky regionu CEE se v hospodářských číslech Erste Group promítly akcelerujícím růstem úvěrového portfolia banky (+7 % r/r) i velmi nízkými reportovanými náklady na riziko (9 b.b.). Ziskovost Erste v minulém roce podpořily rovněž nižší bankovní daně na domácím trhu a stabilizace provozních výnosů na pozadí mírně vyšších poplatkových výnosů. Návratnost vlastního kapitálu (ROTE) Banky za rok 2017 ve výši 11,5 % při reportovaném čistém zisku 1,32 mld. EUR s rezervou předčila cíl managementu banky z úvodu roku při minimální úrovni 10 %. V souladu s naší projekcí navrhl management Banky výplatu dividendy za rok 2017 ve výši 1,2 EUR na akcii, což ve vztahu k současnému tržnímu kurzu akcií představuje hrubý dividendový výnos cca 2,9 %.

Provozní výnosy Erste dosáhly v roce 2017 výše 6,67 mld. EUR (-0,7 % r/r), což představuje téměř totožnou úroveň jako o rok dříve. Ke stabilizaci provozních výnosů Erste v roce 2017 přispěly zejména vyšší příjmy z poplatků ve výši 1,85 mld. EUR (+3,9 % r/r). Banka v rámci poplatkových výnosů těžila v minulém roce zejména ze silicích poplatků v oblasti asset managementu. **Čistý úrokový výnos** dosáhl v roce 2017 úrovně 4,35 mld. EUR při mírném meziročním poklesu o 0,5 %. K meziročnímu zlepšení čistého úrokového výnosu Banky ve 2H/17 přispěla akcelerující úvěrová aktivita banky (+7 % r/r) i rostoucí úrokové sazby v České republice. Silnou úvěrovou dynamikou se prezentovala Erste zejména v retailovém segmentu na trzích České republiky a Slovenska. Čistá úroková marže Banky zaznamenala v minulém roce meziroční pokles z 2,5 % na 2,4 %. Postupnou stabilizací čisté úrokové marže naznačuje její mírný mezikvartální růst z 2,39 % (3Q/17) na 2,41 % (4Q/17).

Provozní náklady Erste ve výši 4,16 mld. EUR (+3,2 % r/r) zaznamenaly v uplynulém roce vyšší nárůst v porovnání s očekáváním Banky z úvodu minulého roku (1–2 % r/r). K vyššímu růstu provozních nákladů přispěly některé jednorázové regulační náklady a výdaje na IT projekty zejména ve 4Q/17, který vedení Erste označuje za „nákladový strop“. Poměr provozních nákladů k výnosům v roce 2017 dosáhl 62,4 %, přičemž cílem managementu Banky ve střednědobém horizontu pro tento ukazatel je hranice 55 %. Rizikové náklady v relativním vyjádření při 9 bazických bodech průměrného úvěrového portfolia za rok 2017 dosáhly podstatně nižších hodnot oproti původnímu výhledu vedení Banky (30 b.b.). Vedle nižších bankovních daní na domácím rakouském trhu představovaly nízké rizikové náklady jeden z hlavních generátorů meziročně vyššího čistého zisku Erste. Nízké rizikové náklady odráží zlepšující se kvalitu úvěrového portfolia Erste, když podíl úvěrů v selhání (NPL) dosáhl na konci roku 4 % (4,9 % ve 4Q/16). **Návratnost vlastního kapitálu (ROTE) banky za rok 2017 ve výši 11,5 % při reportovaném čistém zisku 1,32 mld. EUR (+4 % r/r)** s rezervou předčila cíl managementu banky z úvodu roku při minimální úrovni 10 %. V souladu s naší projekcí navrhl management Banky výplatu dividendy za rok 2017 ve výši 1,2 EUR na akcii.

Tabulka č. 2 Hospodaření Erste Group za 2017

mil. EUR	Q4 16	Q4 17	Změna	FY 2016	FY 2017	Změna
Čisté úrokové výnosy	1 107,0	1 123,9	+1,5 %	4 374,5	4 353,2	-0,5 %
Výnosy z poplatků a provizí	463,2	489,7	+5,7 %	1 783,0	1 851,6	+3,9 %
Ostatní výnosy	161,3	118,5	-26,5 %	533,7	465,3	-12,8 %
Celkové provozní výnosy	1 731,5	1 732,1	0,0 %	6 691,2	6 669,0	-0,3 %
Provozní náklady	(1 065,1)	(1 144,7)	+7,5 %	(4 028,2)	(4 158,2)	3,2 %
Provozní zisk	666,4	587,5	-11,8 %	2 663,0	2 510,8	-5,7 %
Tvorba rezerv a opravných položek	(132,5)	32,9	-/+	(195,7)	(132,0)	-32,6 %
Čistý zisk před zdaněním	121,7	451,7	>100 %	1 950,4	2 077,8	6,5 %
Daň z příjmu	-9,7	-44,2	>100 %	(413,6)	(410,1)	-0,9 %
Čistý zisk připadající akcionářům banky	85,6	363,0	>100 %	1 264,7	1 316,2	4,1 %

Zdroj: Erste Group

Výhled hospodaření pro rok 2018 počítá s návratností vlastního kapitálu Banky (ROTE) na úrovni vyšší než 10 %. Růst úvěrového portfolia banky dosáhne v letošním roce dle výhledu managementu středních jednotek procent. Čistý úrokový výnos i poplatkové výnosy Banky by měly v letošním roce zaznamenat mírný meziroční nárůst. Ostatní výnosy předpokládá vedení Banky meziročně stabilní. V porovnání s hodnotami minulého roku budou provozní náklady Erste pravděpodobně mírně nižší vzhledem k absenci jednorázových regulačních nákladů a mimořádných výdajů na IT projekty z roku 2017. V návaznosti na výše uvedené předpoklady očekává vedení Erste v letošním roce meziroční nárůst provozního zisku, aniž by blíže kvantifikovalo vlastní očekávání. Náklady na riziko by měly nadále setrvat na nižších úrovních v porovnání s průměrnými hodnotami napříč hospodářským cyklem. Dle projekce Banky by rizikové náklady v roce 2018 měly v relativním vyjádření činit 20 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ ERSTE GROUP (2018 – 2021)

Ve světle reportovaných výsledků za 4Q/2017 i detailnější struktury výhledu hospodaření Banky pro letošní rok se naše předpoklady o vývoji hospodaření Erste ve střednědobém horizontu ukázaly jako spíše konzervativní. V porovnání s poslední publikovanou analýzou jsme zvýšili naše odhady čistého zisku na akcii (EPS) v letech 2018-19 o 10 – 11 % na 3,34 EUR, respektive 3,76 EUR. Ziskovost Erste Group ve střednědobém horizontu by měly podpořit a) přetrvávající příznivé makroekonomické podmínky středoevropského regionu s pozitivním dopadem na obchodní objemy banky (+5-6% CAGR růst úvěrů v letech 2018-21) a nízké rizikové náklady, b) pomalu rostoucí čistá úroková marže v návaznosti na obrat úrokového cyklu, c) iniciativy Banky v oblasti nákladových úspor v rámci probíhajících investic do digitalizace. Rentabilita vlastního jmění (ROTE) by i v letošním roce měla dle naší projekce dosáhnout hodnot > 11 %. Zatímco v předchozích letech představovaly hlavní generátor ziskovosti Banky zejména nízké náklady na riziko, v letech 2018-19 předpokládáme větší přínos z předpokládaného dvouciferného růstu provozního zisku.

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření Erste Group 2018 – 2021

Mil. EUR	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Čistý úrokový výnos	4 353	4 563	4 853	5 128	5 419
Výnosy z poplatků a provizí	1 852	1 907	1 973	2 042	2 114
Ostatní výnosy	465	520	550	580	580
Celkové provozní výnosy	6 669	6 990	7 376	7 751	8 113
Provozní náklady	(4 158)	(4 069)	(4 058)	(4 038)	(4 067)
Provozní zisk	2 511	2 921	3 318	3 713	4 046
Tvorba rezerv a opravných položek	(132)	(368)	(546)	(770)	(860)
Zisk před zdaněním	2 119	2 273	2 502	2 672	2 916
Daň z příjmů	(445)	(505)	(525)	(561)	(612)
Čistý zisk připadající akcionářům	1 316	1 439	1 617	1 711	1 904

Zdroj: Fio banka

Výhled hospodaření Erste pro letošní rok při návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni minimálně 10 % považujeme za konzervativní. Byť management v rámci konferenčního hovoru zdůraznil, že 10% úroveň návratnosti vlastního kapitálu je třeba chápat jako dolní hranici očekávání vedení Banky.

Předpokládáme, že v letošním roce dojde u Erste k obratu v rámci šestiletého klesajícího trendu čistého úrokového výnosu. Přetrvávající příznivé makroekonomické podmínky regionu CEE by měly podpořit průměrný růst objemu úvěrů o 5 – 6 % na horizontu naší střednědobé projekce. Mírné oživení zaznamená v letošním roce i čistá úroková marže v návaznosti na růst úrokových sazeb v České republice a Rumunsku. Pozitivní dopad na čistý úrokový výnos Erste z titulu růstu tržních úrokových sazeb v České republice o 25 bazických bodů představuje cca 20 mil. EUR. Mírný růst úrokové marže Erste Group si slibujeme rovněž z rostoucího podílu úvěrů Erste na zahraničních cílových trzích na úkor domácího rakouského trhu. Na rakouském trhu dosahuje Erste téměř poloviční marže v porovnání se zahraničními dceřinými společnostmi. Neúrokové výnosy Erste Group by i v letošním roce měly těžit zejména ze silící poptávky klientů po investičních produktech.

Provozní náklady Erste v letošním roce projektujeme meziročně nižší o 2 % na 4,07 mld. EUR. Růst osobních nákladů na zahraničních trzích působnosti Erste by měla Banka vykompenzovat nižšími náklady v oblasti administrativních nákladů. Cílem vedení Erste ve střednědobém horizontu zůstává dosáhnout ukazatele provozních nákladů vůči výnosům pod hranicí 55 % (2017 náklady/výnosy 62,4 %). Navzdory očekávanému meziročnímu růstu provozních výnosů i lepší nákladové disciplíně Erste to ale pravděpodobně nebude záležitostí letošního roku. Příznivá prognóza pro růst ekonomik regionu CEE i přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb by měly podpořit i v letošním roce zachování nízkých rizikových nákladů. Mimořádně nízké hodnoty nákladů na riziko (9 b.b.) z minulého roku se však Erste Group pravděpodobně nepodaří zopakovat. V souladu s výhledem vedení Erste projektujeme rizikové náklady v roce 2018 v relativním vyjádření při 20 - 25 b.b. průměrného úvěrového portfolia.

V rámci naší aktualizované projekce předpokládáme, že čistý zisk Erste v letošním roce dosáhne úrovně 1,44 mld. EUR. V porovnání s poslední publikovanou analýzou jsme zvýšili naše odhady čistého zisku na akcii (EPS) v letech 2018-19 o 10 – 11 % na 3,34 EUR, respektive 3,76 EUR. Průměrná hodnota vlastního kapitálu Banky očištěného o nehmotná aktiva za rok 2018 dosáhne dle naší projekce 11,9 – 12,1 mld. EUR. Návratnost vlastního kapitálu (ROTE) by tak v letošním roce měla dle naší projekce dosáhnout přibližně stejných hodnot (cca 11,6 %) jako v uplynulém roce.

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie Erste Group se obchodují s diskontem vůči středním hodnotám referenční skupiny bank působících v regionu 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.

Tabulka č. 4 Valuační násobky referenční skupiny za 2017 a 2018

	P/E 17	P/E 18	P/BV 17	P/BV 18
Erste Group	11,79	12,28	1,12	1,22
Komerční banka	11,57	13,20	1,79	1,74
Raiffeisen Bank	9,04	9,50	1,00	0,91
Bank Pekao	13,73	14,00	1,46	1,39
mBank	18,00	14,34	1,38	1,19
BZ Zachodni	17,78	15,20	1,80	1,58
Alior Bank	19,90	12,30	1,52	1,36
Bank Handlowy	19,98	16,05	1,54	1,48
OTP Bank	9,98	11,79	1,81	1,67
PKO Bank	17,9	14,5	1,50	1,30
Moneta Money Bank	10,73	12,64	1,63	1,78
Průměr odvětví	14,58	13,25	1,50	1,41
Medián odvětví	13,73	13,20	1,52	1,39

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 1,4násobku P/BV (2018) a 13násobku očekávaného čistého zisku za rok 2018. 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 (Komerční banka, Bank Pekao, Bank Handlowy, Moneta). Aktuální relativní ocenění akcií Erste na úrovni 1,22x P/BV 2018 a 12,3x P/E 2018 vyznívá pro akcie Erste příznivě. Nicméně dlouhodobě přetrvávající diskont v ocenění akcií Erste vnímáme jako opodstatněný. Historicky nižší relativní ocenění akcií Erste Group vůči referenční skupině reflektuje dle našeho názoru nižší rentabilitu rakouské banky. Pětileté historické průměry obchodovaných násobků Erste Group dosahují 1,2 P/BV, což jsou srovnatelné hodnoty v porovnání s aktuálními valuačními násobky Banky.

Tabulka č. 5 Vybrané finanční ukazatele referenční skupiny za FY 2017

	CET 1 (%)	Cost to income (%)	NPL (%)	ROE (%)	ROA [%]
Raiffeisenbank	12,7	59,4	5,7	12,0	0,9
Erste Group	13,4	62,4	4,0	10,1	0,61
Komerční banka	18,0	45,7	1,9	14,3	1,5
Bank Pekao	16,1	44,4	5,39	11,0	1,38
BZ Zachodni	15,3	43,4	5,77	11,00	1,50
Alior Bank	12,1	50,6	10,02	8,0	0,79
Bank Handlowy	17,9	56,9	3,23	7,80	1,21
OTP Bank	12,7	60,3	9,2	18,40	2,30
Banca Transilvania	n.a.	50,4	11,59	18,7	2,22
PKO Bank	16,5	55,2	5,5	9,02	1,07
MONETA Money Bank	17,4	47,9	4,1	14,8	2,2
Průměr odvětví	15,21	52,42	6,04	12,28	1,43
Medián odvětví	15,70	50,60	5,5	11,00	1,38

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 (2018 – 2021) je založena na diskontovaných projektovaných dividendách. Druhá fáze modelu pokrývající terminální hodnotu společnosti vychází z **implikované hodnoty P/TBV dle vzorce $P/BV(x) = (ROE-g) / (CoE-g)$** a projektované účetní hodnoty vlastního kapitálu banky očištěného o nehmotný majetek ke konci první fáze projektovaného období (2021).

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

Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili vážený průměr výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí působnosti Erste, přičemž současné nízké výnosy státních dluhopisů vyžadují dle našeho názoru individuální přístup pro jednotlivé roky první fáze ocenění, jak dokumentuje tabulka níže.

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 č. 6 Stanovení diskontní míry

	2018e	2019e	2020e	2021e	TH
Bezriziková výnosová míra	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
BETA	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Riziková prémie	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Náklady vlastního kapitálu	8,6 %	9,1 %	9,6 %	9,6 %	9,6 %

Zdroj: Fio banka

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru na úrovni 3 %. V dlouhodobém investičním horizontu považujeme v případě společnosti za udržitelnou návratnost vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (RoTE) na úrovni 11 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 9,6 % při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 3 %. Výsledné ocenění akcií Erste metodou dvoufázového dividendového diskontního modelu dokumentují tabulky č. 7 a 8 na následující straně.

Tabulka č. 7 Ocenění společnosti Erste Group (mil. EUR)

	2018e	2019e	2020e	2021e
Čistý zisk	1 469	1 607	1 711	1 904
Výplatní poměr	40 %	40 %	45 %	50 %
Dividenda na akcii (EUR)	1,2	1,4	1,5	1,8
Výplata dividend	516	575	728	856
Diskontní faktor	1,0	1,09	1,19	1,32
Diskontovaný tok dividend	516	527	611	650

Zdroj: Fio banka, Poznámka: Dividenda na akcii ze zisku předchozího roku

Tabulka č. 8 Rekapitulace ocenění akcií Erste Group
Vstupní parametry modelu

RoTE	11 %
Náklady vlastního kapitálu	9,6 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	3,0 %
Implikovaná hodnota P/TBV	1,2
TBV (2021e)	16 874 mil. EUR
Terminální hodnota	20 453 mil. EUR
Hodnota TV	15 536 mil. EUR
Současná hodnota vyplacených dividend (2018 – 2021e)	2 305 mil. EUR
Ocenění společnosti	17 841 mil. EUR
Počet emitovaných akcií	429,8
Cílová cena (12M)	42 EUR

Zdroj: Fio banka

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Erste Group ve výši 42 EUR**, což při současném měnovém kurzu 25,41 Kč/EUR vyhlášeném ČNB představuje v korunovém vyjádření 1070 Kč na akcii. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií společnosti **potvrzujeme pro akcie Erste Group investiční doporučení držet**.

Při potenciálním výnosu 5 % stanovujeme naši cílovou cenu pro akcie Erste pro investiční horizontu 12 měsíců na úrovni 1070 Kč.

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 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 87 % odhadované hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentuje tabulka č. 9.

Tabulka č. 9 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

CoE	RoTE				
	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %
8,6 %	950	1 086	1 221	1 357	1 493
9,1 %	884	1 008	1 132	1 257	1 381
9,6 %	827	942	1 070	1 172	1 287
10,1 %	778	885	992	1 099	1 206
10,6 %	736	836	936	1 036	1 136

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 silná značka dceřiných společností na trzích působnosti
- ✓ Hustá síť bankovních poboček

Slabé stránky

- ✓ Vyšší podíl provozních nákladů k provozním výnosům v Rakousku
- ✓ Podprůměrná ziskovost Banky v porovnání s referenční skupinou

Příležitosti

- ✓ Nízká úvěrová penetrace vůči HDP na trzích CEE
- ✓ Růstový potenciál rumunského trhu
- ✓ Příznivé makroekonomické prostředí regionu CEE
- ✓ Nákladová restrukturalizace na domácím rakouském trhu
- ✓ Pokračující pokles nákladů rizika banky

Hrozby

- ✓ Rostoucí regulatorní požadavky zvyšující náklady podnikání
- ✓ Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokovou marži
- ✓ Dlouhodoběji přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb
- ✓ Politické iniciativy na trzích Erste Group při ochraně spotřebitelů
- ✓ Iniciativa zavedení bankovních daní z finančních transakcí.

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 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 nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím 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.

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 vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Přehled všech investičních doporučení včetně jejich historie a kvartálního souhrnu podílu jednotlivých typů doporučení je dostupný na internetových stránkách: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>

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