CYRRUS

ERSTE

Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

LEPŠÍ VÝSLEDKY V TRŽNÍ CENĚ JIŽ ZAPOČTENY

5.8.2009

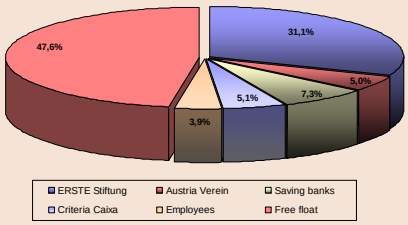
ERSTE GROUP
Retailové bankovnictví

Nové doporučení: DRŽET (HOLD)
Předchozí doporučení: KOUPIT (BUY)

Cílová cena: 25,0 EUR (651 CZK)
Předchozí cílová cena: 24,2 EUR (630 CZK)

Vývoj akcií Erste

Struktura akcionářů Erste



Základní informace o akciích Erste

Data ke dni:	4.8.2009
Cena akcie:	656 CZK
Počet vydaných akcií:	317,013 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	207,5 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	8,1 mld.
52-week max:	1 074 CZK
52-week min:	195 CZK
Průměrný denní objem:	55 mil. EUR
Sídlo firmy:	Graben 21 1010 Vienna Austria
Web:	www.erstebank.com
ISIN:	AT0000652011
WKN:	909943
Bloomberg:	EBS AV
Reuters:	ERST.VI

(v mil. EUR)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Čisté provozní výnosy	6 191	6 999	7 370	7 296	7 687
Zisk před zdaněním	1 928	576	1 291	1 098	1 383
Čistý zisk	1 175	860	695	576	762
Zisk na akcii (EPS, EUR)	3,7	2,7	2,2	1,8	2,4
Dividenda na akcii (DPS)	0,75	0,65	0,44	0,36	0,48
Dividendový výnos	3,0%	2,6%	1,7%	1,4%	1,9%
ROaE	14,3%	10,4%	8,4%	6,6%	8,3%
ROaA	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Cost-Income-Ratio	58,8%	57,2%	53,2%	54,6%	54,9%
P/BV (x)	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
P/E (x)	6,8	9,3	11,6	13,9	10,5

Zdroj: Erste, CYRRUS, a.s.

- Od vydání posledního reportu k Erste (leden 2009) se ve střední Evropě naplno rozšířila hospodářská recese. Ta se projevuje ve všech státech, v nichž Erste působí, i když s rozdílnou silou a výhledy. Ve většině regionů Erste zatím poměrně úspěšně bojuje s krizí v oblasti výnosů, více a více však postupně začínají výsledky ovlivňovat rostoucí náklady rizika spojené se zvyšující se mírou nesplácení úvěrů. S výjimkou ukrajinské dcery Erste se nicméně všechny ostatní dceřiné společnosti drží poměrně bezpečně v zisku.
- Očekáváme, že druhá polovina roku 2009 a minimálně začátek roku 2010 bude pro Erste ve znamení dalšího zhoršování finanční situace, navíc je třeba počítat s odlivem hotovosti pro držitele participačního kapitálu, což poměrně významně sníží zisk připadající akcionářům Erste. Pro rok 2010 počítáme s poklesem čistého zisku ve srovnání s rokem 2009, především kvůli rostoucím nákladům rizika (očekáváme jejich kulminaci ke konci roku 2010) a stagnujícím výnosům. Obrat ve vývoji čistého zisku očekáváme od roku 2011, kdy se bude postupně obnovovat růst výnosů a měla by být stále poznat úsporná opatření Erste, na nichž nyní management banky pracuje a představí je zřejmě ke konci letošního roku.
- Předpoklad oživení růstu je nicméně stále zatížen mnohými riziky. K nejpodstatnějším z nich patří vývoj na mezibankovním trhu, protože Erste se svým poměrem úvěrů ke vkladům překračujícím 100% bude muset při expanzi bilance částečně spoléhat na vnější financování. Případné další zamrznutí velkoobchodního trhu (resp. zvýšení rizikových přirážek) by tedy oživení nutně zbrzdilo. Dalším rizikem je například případné oslabení CEE měn, které by negativně ovlivnilo výsledky celé skupiny.
- Pro ocenění akcií Erste jsme použili tradiční dividendový diskontní model (DDM). V něm jsme kromě aktualizované projekce účetních výkazů zvýšili požadovanou míru výnosnosti na 12,7% a prodloužili první fázi modelu do roku 2014. **Model indikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu akcií Erste 25 EUR resp. 651 CZK.** Tato cílová cena je přibližně na úrovni aktuální tržní ceny (25,3 EUR, závěrečná cena ke dni 4.8.2009), proto **snižujeme naše investiční doporučení pro akcie Erste ze stupně „Koupit“ na stupeň „Držet“**.

HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ERSTE ZA 1H2009

Čistý zisk 260 mil. EUR za druhé čtvrtletí poměrně výrazně překonal očekávání trhu (dle odhadů Bloombergu se očekával čistý zisk 170 mil. EUR) i naši predikci 208 mil. EUR. Stačí však jediný pohled na výsledovku a velká část pozitivního překvapení je vysvětlena jedinou výnosovou kategorií – výnosy z obchodování. Naopak se ukázalo, že nižší tvorba opravných položek v 1Q2009 byla velmi rychle kompenzována ve druhém čtvrtletí, kdy naopak poměrně výrazně překonala naše očekávání. A právě rostoucí náklady rizika by měly být v centru pozornosti investorů při vyhodnocování zveřejněných výsledků.

Hospodářské výsledky Erste za první pololetí 2009

		1H2009e				2Q2009e		
(mil. EUR)	**1H2009**	**CYRRUS**	**1H2008**	**y/y**	**2Q2009**	**CYRRUS**	**2Q2008**	**y/y**
Čistý úrokový příjem	2 505	2 452	2 306	*8,6%*	1 279	1 279	1 155	*10,8%*
Poplatky a provize	888	891	1 002	*-11,4%*	444	444	510	*-13,1%*
Čisté provozní výnosy	3 737	3 614	3 493	*7,0%*	1 922	1 922	1 767	*8,8%*
Provozní náklady	1 960	1 959	2 002	*-2,1%*	984	984	1 037	*-5,1%*
Náklady rizika	892	790	384	*132,3%*	522	522	221	*136,2%*
Zisk před zdaněním	765	691	936	*-18,2%*	392	317	454	*-13,7%*
Čistý zisk*	492	440	637	*-22,7%*	260	208	321	*-19,0%*

* po odečtení minoritních podílů

ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

Obr. 1: Hospodářské výsledky Erste za 1H2009

Hlavní kategorie tržeb, čistý úrokový výnos, dopadla lépe než jsme očekávali, když v 2Q2009 meziročně přidala 10,8% na 1,28 mld. EUR (očekávali jsme 1,23 mld. EUR). Růst úvěrového portfolia se téměř zastavil (+1,4% q/q, +1,5% YTD), což odráží zhoršující se ekonomickou situaci, ale také kurzové vlivy (oslabení CEE měn především v 1Q2009). Paradoxně tak úvěrové portfolio rostlo rychleji v Rakousku než v zemích střední a východní Evropy. Hlavním driverem růstu čistého úrokového výnosu tak byla především čistá úroková marže, která v souladu s naším očekáváním i ve 2Q2009 mírně vzrostla a za celé první pololetí dosáhla 2,92% ve srovnání s 2,73% ve stejném období loňského roku.

Výnosy z poplatků a provizí ve druhém letošním čtvrtletí dosáhly 444 mil. EUR, což je v souladu s naším projekcí 447 mil. EUR. Zde se ekonomická recese projevuje zatím nejvýrazněji ze všech výnosových položek, což dokumentuje meziroční 13,1% pokles ve 2Q2009 resp. 11,4% meziroční pokles v celém 1H2009. Opět, stejně jako v 1Q2009, byl hlavní problém v poklesu poplatků spojených s cennými papíry, naopak k určitému zlepšení došlo u poplatků z transakcí a úvěrů (ve srovnání s minulým kvartálem).

Výnosy z obchodování opět překvapily a nesou hlavní zodpovědnost za pozitivní odchylku celkových provozních výnosů od našich odhadů. Po silných výnosech z obchodování v 1Q2009 (+75% y/y) dosáhla tato kategorie výnosů dalšího rekordu a ve 2Q2009 dosáhla 199 mil. EUR (+95% y/y). Za nárůstem stojí především obchodování s dluhopisy a instrumenty peněžního trhu. Celkově tak dosáhly provozní výnosy ve druhém čtvrtletí 1,92 mld. EUR ve srovnání s naším očekáváním 1,8 mld. Kč, meziročně to znamená 8,8% nárůst.

Provozní náklady nepřipravily žádné překvapení, za druhý kvartál dosáhly 984 mil. EUR, což je prakticky přesně na úrovni naší predikce 983 mil. EUR. Meziročně se jedná o 5,1% pokles, který je způsobený napříč hlavními nákladovými kategoriemi. Personální náklady meziročně poklesly o 5,6%, všeobecné administrativní náklady o 4,6%, nižší jsou také odpisy.

Vzhledem k tomu, že provozní výnosy byly vyšší než námi predikované, je jasné, že poměr nákladů k výnosům CIR byl v 2Q2009 nižší než jsme očekávali. Konkrétně dosáhl pouhých 51,2% ve srovnání s 58,7% před rokem. Za celé první pololetí potom CIR dosáhl 52,5% vs. naše očekávání 54,2%.

Zatímco vytvořené opravné položky jsme v prvním čtvrtletí kritizovali jako nepřiměřeně nízké, ve druhém čtvrtletí se Erste „probudila" a tvorbu rezerv na úvěry akcelerovala. Po zkušenosti z minulého kvartálu jsme tentokrát predikci opravných položek učinili (zřejmě až příliš) konzervativně, skutečnost proto překonala naše očekávání 420 mil. EUR o cca 100 mil. EUR. Náklady rizika dosáhly 141 bazických bodů, především kvůli zemím střední a východní Evropy. Není překvapením, že nejvíce rostly náklady rizika na Ukrajině (v relativním vyjádření) resp. v Rumunsku (největší dopad v absolutní částce opravných položek).

Zhoršení kvality úvěrového portfolia bylo nicméně pozorováno ve všech zemích, v nichž Erste působí, podíl úvěrů v selhání (NPL) na celkových úvěrech dosáhl 3,6% ve srovnání s 2,9% na konci roku 2008 a 3,3% v 1Q2009). I přes vyšší tvorbu opravných položek se krytí NPL těmito opravnými položkami dále snížilo z 58,3% v 1Q2009 na 55,5%, což indikuje, že v následujících kvartálech při předpokladu dalšího zhoršování kvality úvěrového portfolia se budou náklady rizika i nadále zvyšovat a mít tedy negativní dopad na hospodářské výsledky.

Vývoj nesplácených úvěrů a jejich krytí opravnými položkami

	Úvěry se selháním				Krytí opravnými položkami	
	FY2007	1H2008	FY2008	1H2009	FY2008	1H2009
Rakousko	3 361	3 552	5 665	7 118	53,3%	50,0%
Česká republika	198	401	539	654	59,8%	64,6%
Rumunsko	309	332	502	928	106,0%	57,8%
Slovensko	201	266	275	346	82,3%	77,4%
Maďarsko	158	183	248	474	50,1%	37,8%
Chorvatsko	153	171	186	230	94,7%	90,3%
Srbsko	32	33	29	35	135,7%	119,0%
Ukrajina	5	3	12	72	263,8%	83,1%
Erste Group celkem	**4 763**	**5 346**	**6 345**	**8 121**	**61,6%**	**55,5%**

ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

Obr. 2: Vývoj nesplácených úvěrů a jejich krytí úvěrovými položkami

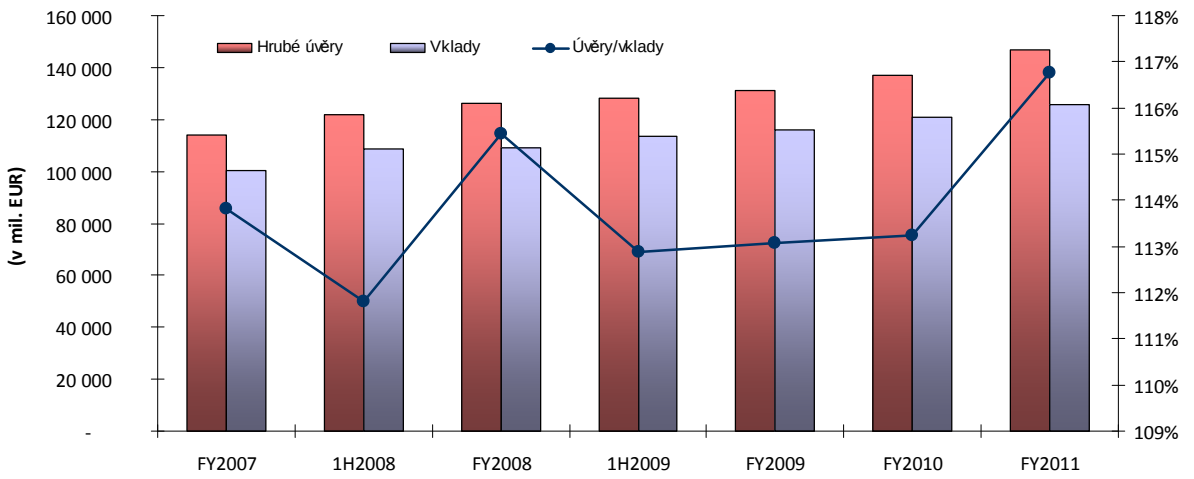
Na úrovni finančního výsledku se žádné významnější překvapení nekonalo, takže zisk před zdaněním překonal naše očekávání o cca 75 mil. EUR (což je přesně částka, o nichž překonal výnos z obchodování naše odhady) a dosáhl 392 mil. EUR (-13,7% y/y). Efektivní sazba daně dosáhla vysoké úrovně 27,4%, což vyústilo v čistý zisk 284,4 mil. EUR. Po odečtení 24,4 mil. EUR připadajících minoritním podílům dosáhl čistý zisk pro akcionáře Erste 260 mil. EUR, což znamená 19% meziroční pokles. Za celé první pololetí 2009 potom čistý zisk po minoritních podílech dosáhl 492 mil. EUR (-22,7% y/y).

AKTAULIZOVANÁ FINANČNÍ PROJEKCE

Na základě zveřejněných výsledků za první polovinu letošního roku jsme aktualizovali naše projekce provozních výnosů, nákladů a čistého zisku. U provozních výnosů jsme ve srovnání s lednovým reportem mírně zvýšili projekci u čistého úrokového výnosu, naopak lehce snížili projekci výnosů z poplatků a především upravili kategorii ostatních výnosů díky silným reportovaným číslům o vývoji výnosů z obchodování v 1H2009.

U čistého úrokového výnosu předpokládáme, že hlavním driverem zůstane především relativně vysoká úroveň čisté úrokové marže, která by měla vydržet minimálně po zbytek letošního roku (očekáváme průměrnou čistou úrokovou marži 2009 ve výši 2,9%). Naopak dynamika růstu úvěrů se již dostala hluboko do jednociferného pole (+5,2% y/y, +1,5% YTD) a předpokládáme, že jen velmi nízký růst úvěrového portfolia vydrží ještě několik čtvrtletí. Na konci roku počítáme s hrubými úvěry ve výši 131,4 mld. EUR, což by znamenalo 4,1% meziroční nárůst resp. 2,5% nárůst ve srovnání s hodnotou reportovanou za 1H2009 (128,1 mld. EUR). Výraznější oživení dynamiky růstu úvěrů očekáváme až v roce 2011.

Projekce vývoje úvěrů a vkladů Erste Group



ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

Obr. 3: Projekce vývoje úvěrů a vkladů Erste Group

Výnosy z poplatků a provizí jsou zatím nejvíce postiženy současnou ekonomickou recesí v Evropě. Předpokládáme, že zůstanou na nízké úrovni i po zbytek letošního roku, což by mělo vyústit v celoroční bilanci čistých výnosů z poplatků ve výši 1,77 mld. EUR (meziročně -10%). Pod tlakem zůstanou zřejmě i nadále poplatky z obchodování s cennými papíry, které jsou poměrně významnou položkou (tvoří cca 22% celkových výnosů z poplatků Erste Group), stejně jako poplatky spojené s úvěry. U největší kategorie poplatků – poplatků z platebních transakcí – je situace stabilnější (v 1H2009 -6,3% y/y), i zde ovšem počítáme s celoročním poklesem a pouze nepatrným oživením v roce 2010.

Nejvýraznější korekce našich projekcí jsme po zveřejnění pololetních výsledků provedli u výnosů z obchodování, které byly v 1H2009 velmi silné a jejich očekávanou výši za celý rok jsme ve srovnání s předchozí projekcí cca zdvojnásobili (při konzervativním předpokladu, že výnosy z obchodování v druhém pololetí dosáhnou 215 mil. EUR ve srovnání s 343 mil. EUR v pololetí prvním). Pro následující roky počítáme s nižšími výnosy z obchodování (letošní rok tedy považujeme za extrémní), i když i zde jsme naše odhady zvýšili.

Celkově tak očekáváme, že letošní čisté výnosy dosáhnou 7,37 mld. EUR, což by představovalo 5,3% meziroční nárůst. Ten bude z velké části, jak již bylo řečeno výše, ovlivněn vysokými výnosy z obchodování. A právě ty by měly naopak stát za meziročním poklesem čistých tržeb v roce 2010 (viz tabulka níže).

Projekce vývoje výnosů Erste Group

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Čistý úrokový výnos	3 946	4 913	5 037	5 113	5 445	5 745
Čisté poplatky a provize	1 858	1 971	1 774	1 788	1 838	1 903
Výnosy z obchodování	351	115	558	395	403	415
Čisté výnosy celkem	6 191	6 999	7 370	7 296	7 687	8 062

ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

Obr. 4: Projekce vývoje výnosů Erste Group

Předpokládáme, že Erste bude schopna v letošním i příštím roce držet na uzdě provozní náklady. Ty v prvním pololetí poklesly meziročně o 2,1%, za celý letošní rok by měl pokles podle naší projekce činit 1,9%. Díky tomu by si Erste měla udržet solidní míru ziskovosti (měřenou poměr provozních nákladů k výnosům, CIR), konkrétně na konci roku počítáme s hodnotou 53,2% ve srovnání s 57,2% na konci roku 2008. V následujících letech předpokládáme mírný růst na 55% v roce 2012, především kvůli nižším výnosům z obchodování než v roce 2009 (viz výše).

Jak ukazuje tabulka níže, celoroční čistý zisk pro akcionáře Erste Group by letos podle našich odhadů měl dosáhnout 695 mil. EUR, což by znamenalo cca 19% meziroční pokles. Zde je třeba poznamenat, že celoroční zisk připadající akcionářům bude ovlivněn dividendou pro držitele participačního kapitálu, který Erste vydala kvůli posílení kapitálu (blíže viz http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/INFORMACE_K_UPISU_UCASTNICKEHO_KAPITALU_ERSTE_GROUP.pdf). Tato dividenda by v letošním roce měla činit cca 120 mil. EUR, o které se sníží zisk k rozdělení akcionářům Erste, v následujících letech první fáze našeho oceňovacího modelu (do roku 2014) by měla činit cca 140 mil. EUR ročně.

Očekávaný vývoj čistého zisku Erste Group

(v mil. EUR)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Provozní marže	2 549	2 997	3 445	3 313	3 465	3 629
Opravné položky na úvěry	(455)	(1 071)	(1 940)	(2 086)	(1 981)	(1 486)
Finanční výsledek	(4)	(1 350)	(214)	(130)	(100)	(100)
Daň z příjmu	(378)	(177)	(314)	(214)	(270)	(398)
Minoritní podíly	(375)	(179)	(162)	(168)	(212)	(313)
Participační kapitál	0	0	(120)	(140)	(140)	(140)
Čistý zisk pro akcionáře	**1 175**	**860**	**695**	**576**	**762**	**1 192**

ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

Obr. 5: Očekávaný vývoj čistého zisku Erste Group

OCENĚNÍ AKCIÍ ERSTE

K valuaci akcií Erste jsme stejně jako v předchozích analýzách použili dvoustupňový dividendový diskontní model (DDM). Ve srovnání s lednovou analýzou jsme prodloužili první fázi modelu (tedy explicitní projekci účetních výkazů a cash-flow) na 6 let (z původních 5 let) do roku 2014. Druhá fáze, pokračující hodnota (continuing value, CV), je následně odvozena od očekávaného dlouhodobého nominálního růstu a dlouhodobé rovnovážné hodnoty rentability vlastního kapitálu (ROE). Vzhledem k současné turbulentní situaci na trhu doplňujeme ocenění akcií Erste porovnáním multiplikátoru P/BV a rentability ROE s ostatními bankami v regionu.

Vstupní parametry diskontního modelu pro stanovení požadované míry výnosnosti (tj. nákladů kapitálu - Cost of Equity) jsou uvedeny v následující tabulce. Požadovaná míra výnosnosti vzrostla především kvůli vyšší volatilitě akcií Erste vůči indexu ATX (beta) a také jsme zvýšili rizikovou prémii pro akcie Erste s ohledem na tržní vývoj.

Parametry diskontní sazby

	Actual	Previous
Risk-free rate	4,0%	4,2%
Equity premium	6,0%	4,9%
Beta	1,43	1,28
Cost of Equity	**12,7%**	10,4%

ZDROJ: Erste, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Obr. 6: Parametry diskontního modelu

Samotné ocenění akcií Erste jsme tradičně provedli pomocí modelu diskontovaných dividend. První fáze modelu byla prodloužena do roku 2014, tedy na šest let. Během tohoto období očekáváme, že se dividendový výplatní poměr bude u Erste držet na hodnotě 20%. Vidíme sice stále určitou pravděpodobnost, že by Erste dividendu z letošního zisku nevyplatila, i slova šéfa Erste při prezentaci hospodářských výsledků za první pololetí 2009 však indikují, že banka bude chtít zachovat výplatu dividendy, což jí umožní mimo jiné i nedávné posílení kapitálu vydáním participačních akcií (původní podmínka rakouské vlády o stanovení stropu pro výplatní poměr při přijetí kapitálové injekce byla nakonec zrušena).

Projekce výplaty dividend Erste Group

		2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Čistý zisk	*(mil. EUR)*	695	576	762	1 192	1 519	1 743
Výplatní poměr	*%*	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vyplacená dividenda	*(mil. EUR)*	139	115	152	238	304	349
Dividenda na akcii	*(EUR)*	0,44	0,36	0,48	0,75	0,96	1,10
Dividendový výnos	*%*	1,7%	1,4%	1,9%	3,0%	3,8%	4,3%

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 7: Očekávaný vývoj dividend Erste Group

Jak vyplývá z následující tabulky, současná hodnota dividend v rámci první fáze (2009-2014E) činí 615 mil. EUR, v přepočtu na jednu akcii potom 1,96 EUR. Druhá fáze modelu, pokračující hodnota (continuing value, CV) je založena na předpokladu 2,5% dlouhodobého růstu a 13,5% dlouhodobě udržitelné (stabilní) výše rentability vlastního kapitálu (ROE). Tato výše ROE vychází z očekávané výše ROE v roce 2015 (viz tabulka níže). Uvedené předpoklady implikují pokračující P/BV na úrovni 1,07x.

Pokračující hodnota druhé fáze po diskontování diskontní sazbou 12,7% (výpočet viz výše) vychází ve výši 13,9 mld. EUR, neboli 21,6 EUR na akcii. Spolu se současnou hodnotou první fáze se dostáváme na férovou hodnotu (fair value) akcií Erste ve výši 23,6 EUR na akcii, neboli při kurzu 26 CZK/EUR 612 CZK. **Roční cílová cena akcií z modelu DDM následně vychází ve výši 25 EUR resp. 651 CZK**.

Dividendový diskontní model

	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Shareholder´s Equity	8 435	8 896	9 505	10 459	11 674	13 069	14 556
Net Income	695	576	762	1 192	1 519	1 743	1 859
ROE	8,4%	6,6%	8,3%	11,9%	13,7%	14,1%	13,5%
Dividends	139	115	152	238	304	349	372
DPS	0,44	0,36	0,48	0,75	0,96	1,10	1,17
DPS net	0,33	0,27	0,36	0,56	0,72	0,82	0,88
Discount rate	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Discounted dividends	0,29	0,21	0,25	0,35	0,40	0,45	0,48
LT Growth rate	2,5%						
ROE	13,5%						
Discount rate	12,7%						
Implied P/BV	1,07						
BVPS	41,23						
Continuing Value per share	44,26						
Present value of CV per share	21,60						
Present Value of DPS	1,96						
CZK/EUR	26,00						
TOTAL PRESENT VALUE (EUR)	23,6						
TOTAL PRESENT VALUE (CZK)	612						
TARGET PRICE (EUR)	**25,0**						
TARGET PRICE (CZK)	**651**						

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 8: Model diskontovaných dividend (DDM)

V následující tabulce doplňujeme závěry modelu diskontovaných dividend analýzou citlivosti modelu na změny vstupních parametrů. Vzhledem k relativně vysokému podílu druhé fáze na výsledné cílové ceně jsme citlivostní analýzu založili na různých úrovních dlouhodobé rentability vlastního kapitálu (Terminal ROE) a různých nákladech vlastního kapitálu (Cost of Equity).

Analýza citlivosti modelu DDM na změny vstupních parametrů

		ROE to infinity				
		9,5%	11,5%	13,5%	15,5%	17,5%
Cost of equity	11,7%	498	624	751	877	1 003
	12,2%	464	581	698	815	932
	12,7%	434	543	651	760	869
	13,2%	407	508	609	710	811
	13,7%	383	477	571	665	760

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 9: Analýza citlivosti modelu DDM na změny vstupních parametrů

Zcela na závěr ocenění ještě doplňujeme stručnou analýzu tržního ocenění Erste ve srovnání s ostatními bankami v regionu. V následující tabulce je uvedeno dvanáct bank působících v regionu střední a východní Evropy (CEE). Pro účely srovnání je použita známá a v bankovním sektoru ověřená závislost tržního ocenění akcie (měřené poměrem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu P/BV) na dosahované rentabilitě vlastního kapitálu ROE.

Srovnání tržního ocenění Erste a peer group

Bank	Country	BVPS 2008	BVPS 2009E	ROE 2008	ROE 2009E	Price	P/BV 2008	P/BV 2009E
Komerční banka	Czech rep.	1 627	1 601	23,6%	16,1%	3 150	1,94	1,97
Raiffeisen Int.	Austria	36,4	36,1	17,2%	1,9%	33,3	0,91	0,92
OTP	Hungary	3 198	4 450	24,7%	10,7%	4 097	1,28	0,92
Pekao	Poland	55,9	66,7	24,5%	12,2%	144,0	2,57	2,16
PKO BP	Poland	11,9	15,7	26,4%	13,4%	33,3	2,79	2,12
BRE bank	Poland	131	136	23,8%	4,0%	199	1,52	1,46
Handlowy	Poland	43,1	45,6	10,7%	7,0%	59,3	1,38	1,30
BZ WBK	Poland	67,9	73,6	18,4%	8,7%	129,0	1,90	1,75
Rosbank	Russia	56,7	71,9	17,9%	-2,7%	97,9	1,73	1,36
Komercijalna Banka	Serbia	30 134	31 870	11,8%	4,0%	28 000	0,93	0,88
Banca Transilvania	Romania	1,55	1,51	15,0%	4,1%	1,47	0,95	0,97
Yapi Kredi Bankasi	Turkey	1,57	1,85	21,9%	16,9%	3,22	2,05	1,74
Median				**20,2%**	**7,9%**		**1,62**	**1,41**
Erste	Austria	25,5	26,6	10,4%	8,4%	25,3	0,99	0,95

ZDROJ: Bloomberg, banky, CYRRUS, a.s.

Obr. 10: Srovnání tržního ocenění Erste a peer group (ceny jsou závěrečné kurzy akcií k 3.8.2009)

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že zatímco dle údajů o rentabilitě vlastního kapitálu a P/BV za rok 2008 se Erste jeví jako nadhodnocená (nejnižší ROE z peer group), dle očekávané ROE a P/BV 2009e se situace otočila. Erste s předpokládanou rentabilitou ROE 2009e ve výši 8,4% překonává medián peer group 7,9%, i když její ocenění dle P/BV 2009e je výrazně pod mediánem peer group (0,95x vs. 1,44x). To by tedy indikovalo spíše podhodnocení akcií Erste. Zde je však třeba vidět poměrně značné rozdíly v dalších růstových a rizikových faktorech mezi jednotlivými bankami. například rizikové prémie pro Polsko či Česko jsou nižší než riziková prémie pro celkové portfolio Erste, což souvisí především z vysokým podílem zemí jako je Rumunsko, Maďarsko a Ukrajina na celkových bankovních aktivech skupiny Erste. Erste má také poměrně vyšší poměr úvěrů ke vkladům, čímž se blíží spíše západoevropským bankám, jejichž ocenění je obecně nižší (dle P/BV) než je tomu u bank ze zemí střední a východní Evropy. Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem proto považujeme tržní srovnání Erste a peer group za málo vypovídající a do celkového ocenění jej nezahrnujeme.

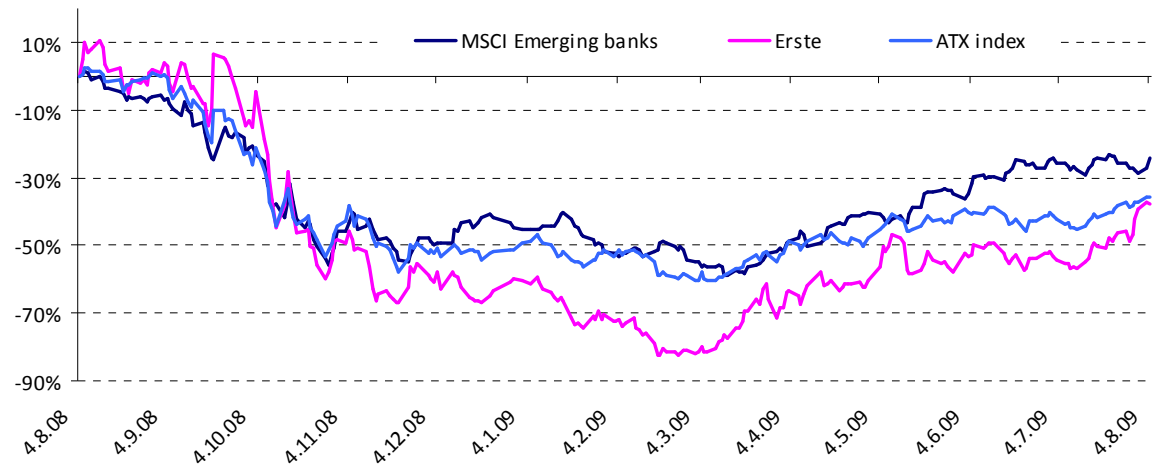
SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

Od vydání posledního reportu k Erste (leden 2009) se ve střední Evropě naplno rozšířila hospodářská recese. Ta se projevuje ve všech státech, v nichž Erste působí, i když s rozdílnou silou a výhledy. Ve většině regionů Erste zatím poměrně úspěšně bojuje s krizí v oblasti výnosů, více a více však postupně začínají výsledky ovlivňovat rostoucí náklady rizika spojené se zvyšující se mírou nesplácení úvěrů. S výjimkou ukrajinské dcery Erste se všechny ostatní dceřiné společnosti drží poměrně bezpečně v zisku.

Očekáváme, že druhá polovina roku 2009 a minimálně začátek roku 2010 bude pro Erste ve znamení dalšího zhoršování finanční situace, navíc je třeba počítat s odlivem hotovosti pro držitele participačního kapitálu, což poměrně významně sníží zisk připadající akcionářům Erste. Pro rok 2010 počítáme s poklesem čistého zisku ve srovnání s rokem 2009, především kvůli rostoucím nákladům rizika (očekáváme jejich kulminaci ke konci roku 2010) a stagnujícím výnosům. Obrat ve vývoji čistého zisku očekáváme od roku 2011, kdy se bude postupně obnovovat růst výnosů a měla by být stále poznat úsporná opatření Erste, na nichž nyní management banky pracuje a představí je zřejmě ke konci letošního roku.

Z grafu níže je vidět poměrně těsná korelace vývoje akcií Erste jak s indexem rakouské burzy ATX, tak i s indexem bank působících na rozvíjejících se trzích MSCI Emerging banks. Akcie Erste se po výrazném propadu ve druhé polovině roku 2008 a na počátku roku 2009 umazaly značnou část ztrát, stále jsou však o 38% níže než před rokem (roční pokles indexu MSCI Emerging banks činí 16%, indexu ATX 36%).

Srovnání vývoje akcií Erste, indexu MSCI Emerging banks a indexu rakouské burzy ATX



ZDROJ: Bloomberg

Obr. 11: Roční vývoj akcií Erste ve srovnání s indexem MSCI emerging markets banks a ATX

Pro ocenění akcií Erste jsme použili tradiční dividendový diskontní model (DDM). V něm jsme kromě aktualizované projekce účetních výkazů zvýšili požadovanou míru výnosnosti na 12,9% a prodloužili první fázi modelu do roku 2014. **Model indikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu akcií Erste 25 EUR resp. 651 CZK.** Tato cílová cena je přibližně na úrovni aktuální tržní ceny (25,3 EUR, závěrečná cena ke dni 4.8.2009), proto **snižujeme naše investiční doporučení pro akcie Erste ze stupně „Koupit“ na stupeň „Držet“**.

ZKRÁCENÉ PRO-FORMA VÝKAZY A UKAZATELE

Zkrácené pro-forma výkazy a finanční ukazatele

INCOME STATEMENT	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
(mil. EUR)						
Net interest Income	3 946	4 913	5 037	5 113	5 445	5 745
Fees & Commissions	1 858	1 971	1 774	1 788	1 838	1 903
Other net op. Income	351	115	558	395	403	415
Total net revenues	**6 191**	**6 999**	**7 370**	**7 296**	**7 687**	**8 062**
Operating Costs	3 642	4 002	3 924	3 983	4 222	4 433
Costs of risk	455	1 071	1 940	2 086	1 981	1 486
Pre-tax profit	**1 928**	**576**	**1 291**	**1 098**	**1 383**	**2 043**
Tax	378	177	314	214	270	398
Net Income	1 550	1 039	978	884	1 113	1 645
Minority interests	375	179	162	168	212	313
Participation capital dividends	0	0	120	140	140	140
Net Income to shareholders	**1 175**	**860**	**695**	**576**	**762**	**1 192**

BALANCE SHEET	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
(mil. EUR)						
Net Loans	110 660	122 402	126 074	130 487	139 751	150 792
Provisions	3 296	3 783	5 296	6 620	7 282	8 302
Loans to banks	14 937	14 334	14 047	14 286	14 529	14 776
Fair Value assets	4 534	4 058	4 058	4 058	4 058	4 058
AVS assets	16 200	16 033	17 636	17 724	17 813	17 902
HTM assets	16 843	14 145	14 145	14 145	14 145	14 145
Total Assets	200 519	201 441	207 484	214 746	229 993	248 163
Shareholder´s equity	8 452	8 079	8 435	8 896	9 505	10 459
Deposits	100 116	109 305	116 191	121 071	125 914	131 580
Bank deposits	35 165	34 672	32 938	33 597	34 269	34 954
Bonds	31 078	30 483	30 483	30 483	30 483	30 483
Fair Value liabilities	1 756	2 519	2 645	2 777	2 916	3 062

RATIOS & MULTIPLES		2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
Earnings per share	(CZK)	3,71	2,71	2,19	1,82	2,40	3,76
Payout ratio	(x)	0,20	0,24	0,20	0,20	0,20	0,20
Dividend per share	(CZK)	0,75	0,65	0,44	0,36	0,48	0,75
Dividend yield	(%)	3,0%	2,6%	1,7%	1,4%	1,9%	3,0%
ROaE	(%)	14,3%	10,4%	8,4%	6,6%	8,3%	11,9%
ROaA	(%)	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,5%
Loans/Deposits	(%)	111%	112%	109%	108%	111%	115%
Cost-income-ratio	(%)	58,8%	57,2%	53,2%	54,6%	54,9%	55,0%
Cost of risk	(bp)	44	89	151	155	139	97
NPL/gross loans	(%)	4,3%	5,2%	7,2%	8,1%	8,2%	7,9%
NPL coverage	(%)	69,2%	59,1%	58,6%	62,9%	63,9%	69,9%
Effective tax rate	(%)	20,2%	24,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
P/E	(x)	6,8	9,3	11,6	13,9	10,5	6,7
P/BV	(x)	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8

ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Analytik	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Analytik	potmesil@cyrrus.cz	Farmacie, development
Ondřej Moravanský	Analytik	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Peter Dömény	Brno	domeny@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaraučena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure): Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na http://www.cyrrus.cz.

BRNO
Veveří 111 (Platinium)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
Radlická 14, Anděl Park
150 00 Praha 5, Smíchov
Tel.: +420 221 592 361