

# ERSTE

## RŮST VÝNOSŮ NAFUKUJE KAPITÁLOVÝ POLŠTÁŘ

1.9.2010

**ERSTE GROUP**  
Bankovníctví

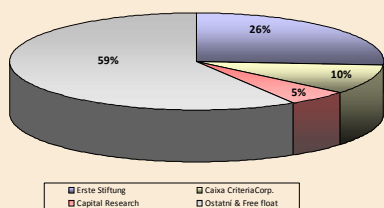
**Nové doporučení: KOUPIT (BUY)**  
**Cílová cena: 38,1 EUR (945 CZK)**

Předchozí doporučení: Akumulovat  
Předchozí cílová cena: 31,5 EUR (815 CZK)  
Datum vydání předchozí analýzy: 24.11.2009

### Vývoj akcií Erste



### Struktura akcionářů Erste



### Základní informace o akciích Erste

Data ke dni:	31.8.2010
Cena akcie:	712 CZK
Počet vydaných akcií:	378 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	270 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	10,9 mld.
52-week max:	890 CZK
52-week min:	642 CZK
Průměrný denní objem:	43 mil. EUR

**Sídlo firmy:** Graben 21  
1010 Vienna  
Austria

**Web:** [www.erstebank.com](http://www.erstebank.com)

ISIN: AT00000652011  
WKN: 909943  
Bloomberg: EBS AV  
Reuters: ERST.VI

(v mil. EUR)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Čisté provozní výnosy	6 999	7 579	7 801	8 063	8 645
Zisk před zdaněním	576	1 261	1 513	2 273	3 042
Čistý zisk	860	903	938	1 463	1 971
Zisk na akcii (EPS, EUR)	2,7	2,4	2,1	3,5	4,8
Dividenda na akcii (DPS)	0,65	0,64	0,63	0,87	1,21
Dividendový výnos	2,2%	2,2%	2,2%	3,0%	4,2%
ROaE	10,4%	8,7%	6,1%	9,6%	12,1%
ROaA	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%	0,8%
Cost-Income-Ratio	57,2%	50,2%	49,5%	49,6%	48,6%
P/BV (x)	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7
P/E (x)	10,7	12,1	13,8	8,3	6,0

Zdroj: Erste, CYRRUS, a.s.

- Ve srovnání s naší poslední analýzou akcií Erste z listopadu loňského roku (viz [http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/ERSTE\\_11\\_2009.pdf](http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/ERSTE_11_2009.pdf)) se hospodaření Erste v první části roku 2010 vyvíjelo lépe především v oblasti provozních výnosů. Vzhledem k tomu jsme zvýšili odhad růstu provozních výnosů i pro následující roky, což se bude postupně pozitivně projevovat ve vyšším generovaném čistém zisku (v prostředí očekávaného pokračujícího poklesu nákladů rizika).
- Erste v červenci 2010 úspěšně prošla zátěžovými testy prováděnými Komisí evropských bankovních regulátorů (CEBS). Právě výše kapitálové vybavenosti byla v minulých měsících jednou ze slabších stránek Erste, alespoň podle našeho názoru. Důvodem bylo především to, že velkou část kapitálu tier 1 u Erste tvoří nekontrolní podíly. Právě ty (kromě jiného) nicméně chtěl původně Basilejský výbor z jádrového kapitálu pro výpočet kapitálové přiměřenosti vyřadit, což by pro Erste mělo podstatné důsledky, včetně možné nutnosti dalšího navýšení běžného kapitálu (a tedy ředění stávajících akciových podílů). Poslední návrhy Basilejského výboru nicméně v některých bodech ustoupily značnému lobbyistickému tlaku bank a právě možnost ponechat alespoň část nekontrolních podílů v kapitálu tier 1 je jedním z těchto ústupků. Varianta dalšího navýšení běžného kapitálu tak podle nás v současné době výrazně poklesla.
- V naší projekci očekáváme pouze mírné oživení úvěrového trhu v zemích působnosti Erste během zbytku letošního roku a v roce 2011. S výraznějším oživením počítáme až od roku 2012. I přesto by však v letech 2011-2017 měly provozní výnosy růst rychlejším tempem (CAGR +5,7%) než provozní náklady (CAGR +4,5%). Poměr provozních nákladů k výnosům by tak měl postupně klesnout z dnešních cca 50% na 46% v roce 2017.
- K ocenění akcií Erste jsme použili tradiční dvoufázový dividendový diskontní model s první fází pro roky 2010-2016. Pro druhou fázi předpokládáme 3% tempo růstu, 13% udržitelnou ROE a implicitní P/BV 1,0x. Dle tohoto modelu stanovujeme **12-měsíční cílovou cenu pro akcie Erste ve výši 38,1 EUR resp. 945 CZK** (při kurzu 24,8 CZK/EUR). Tato cílová cena převyšuje aktuální cenu na trhu (28,76 EUR, závěrečná cena k 31.8.2010) o 32,5%, proto **zvýšujeme naše investiční doporučení ze stupně „Akumulovat“ na stupeň „Koupit“**.

## HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ZA 2Q2010

- Ačkoliv v nadpisech komentářů k výsledkům Erste za 2Q2010 se nejčastěji objevují hesla jako „horší než očekávaný zisk“, my výsledky banky hodnotíme jako velmi solidní. I ve srovnání s našimi odhady sice Erste dosáhla mírně nižšího čistého zisku, nicméně kvůli položkám, které by investory neměly příliš znervózňovat (vyšší podíl na zisku minoritních akcionářů, ztráty z ostatních finančních operací). Důležité je, že na provozní úrovni Erste buď očekáváním dostála (úrokový výnos, výnosy z obchodování) nebo překonala (výnos z poplatků, provozní náklady). Asi jedinou položkou, kterou bychom označili za určité negativum, jsou vyšší náklady rizika související s o něco horším vývojem kvality úvěrového portfolia, než jsme očekávali. Negativní tržní reakci akcií Erste vidíme spíše jako reakci na předchozí značné nárůsty ceny akcií Erste než jako odraz zklamání mezi investory.

### Hospodářské výsledky Erste za 2Q2010 resp. 1H2010

(mil. EUR)	2Q2010e			y/y	Skutečnost vs. CYRRUS odhad
	2Q2010	CYRRUS	2Q2009		
Čistý úrokový příjem	1 361	1 354	1 279	6,4%	0,5%
Poplatky a provize	494	455	444	11,2%	8,5%
Čisté provozní výnosy	1 954	1 904	1 922	1,6%	2,6%
Provozní náklady	945	965	984	-4,0%	-2,0%
Náklady rizika	553	496	522	6,0%	11,4%
Zisk před zdaněním	363	339	392	-7,4%	7,1%
Čistý zisk pro akcionáře	217	221	260	-16,7%	-1,7%

(mil. EUR)	1H2010e			y/y	Skutečnost vs. CYRRUS odhad
	1H2010	CYRRUS	1H2009		
Čistý úrokový příjem	2 685	2 678	2 505	7,2%	0,3%
Poplatky a provize	965	927	888	8,6%	4,2%
Čisté provozní výnosy	3 890	3 840	3 737	4,1%	1,3%
Provozní náklady	1 898	1 918	1 960	-3,2%	-1,0%
Náklady rizika	1 084	1 027	892	21,5%	5,5%
Zisk před zdaněním	765	741	765	0,0%	3,2%
Čistý zisk pro akcionáře	472	476	492	-4,1%	-0,8%

ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

### Provozní výnosy

- Erste ve druhém čtvrtletí potvrdila svoji velmi dobrou provozní výkonnost z prvního kvartálu a i tentokrát dokázala na úrovni provozních výnosů překonat naše očekávání, konkrétně o 50 mil. EUR. A stejně jako v 1Q za tímto lepším výsledkem stojí především výnosy z poplatků a provizí. Ty dosáhly ve 2Q úrovně 494 mil. EUR, což je nejvyšší úroveň od 2Q2008 a to téměř 40 mil. EUR více, než s čím jsme počítali v našem modelu. V tomto výsledku se pozitivně projevíly relativně vysoké výnosy z transakcí s cennými papíry a také solidní růst poplatků z platebních transakcí.
- Na čistý úrokový výnos stále tlačí jak stagnující úvěrový trh, tak i stagnující úrokové marže. Co se týká objemu úvěrů, ty vzrostly mezikvartálně o nepatrných 0,6% na 131 mld. EUR (očekávali jsme 131,3 mld. EUR), navíc především díky měnovým pohybům (především posílení CHF, v nichž je denominováno téměř 13% úvěrů Erste, z toho 70% v Rakousku a 30% v Maďarsku). Naopak dobře se daří Erste posilovat depozitní základnu, díky čemuž klesl podíl úvěrů ke vkladům ze 115% na 112%. Čistá úroková marže zůstala ve srovnání s 1Q2010 prakticky stabilní (3,03% v 1Q, 3,04% za celý 1H2010), což je lehce lepší výsledek než jsme očekávali my (velmi mírný pokles NIM). Hlavně díky tomu tak čistý úrokový výnos lehce překonal naše očekávání a dosáhl 1,36 mld. EUR, mezitím o 6,4% více.

- Výnosy z obchodování meziročně poklesly o 30% na 98,8 mil. EUR, což je velmi blízko naší projekce 95 mil. EUR. V souladu s očekáváním stál za poklesem výnosů z obchodování především útlum v oblasti cenných papírů, kde výnos spadl velmi výrazně (-70%).

#### Provozní náklady a ziskovost

- Erste se zatím velmi úspěšně daří kroutit provozní náklady a snižovat cost-income-ratio (CIR). V 2Q dosáhly provozní náklady 945 mil. EUR, tedy méně než v 1Q, my jsme naopak očekávali vs. 1Q mírný nárůst nákladů. Hlavní pozitivní překvapení vidíme v nižších administrativních nákladech v CEE a stagnujících personálních nákladech, kde jsme čekali mírný růst. CIR tak klesl na 48,4% z 51,2% ve stejném období loňského roku.

#### Náklady rizika a finanční výsledek

- Čistou tvorbu opravných položek k úvěrům jsme očekávali mírně nižší vzhledem k dřívějším prohlášením Erste o očekávání celoročních nákladů rizika ve výši 2 mld. EUR a reportovaným opravným položkám jiných evropských bank. Podíl nevykonných úvěrů vzrostl o něco více než jsme očekávali stejně jako krytí těchto úvěrů opravnými položkami (dosáhlo téměř 60%).
- Erste nicméně i nadále zůstává u svého celoročního výhledu vytvořených opravných položek ve výši kolem 2 mld. EUR. Vzhledem k tomu, že za 1H2010 již vytvořila 1,08 mld. EUR, mělo by ve druhém pololetí dojít k mírnému útlumu tvorby OP.
- V souladu s naším očekáváním výsledek za 2Q negativně ovlivnily položky ostatních finančních operací. Zde se kromě jiného projevilo vytvoření rezervy na očekávané finanční výdaje spojené se zavedením speciální bankovní daně v Maďarsku. Erste očekává, že náklady s touto daní související dosáhnou za letošní rok 48 mil. EUR před zdaněním resp. 37 mil. po zdanění. Ve 2Q Erste vytvořila rezervu ve výši 30 mil. EUR, zbylých cca 7 mil. EUR tak bude vytvořeno ve druhé části roku.

#### Čistý zisk

- Erste dosáhla za 2Q zisku před zdaněním 363 mil. EUR, po odečtení efektivní daně ve výši 83,4 mil. EUR (23%) dosáhl čistý zisk 279,3 mil. EUR. Dobré hospodaření rakouských spořitelů stálo za poměrně vysokým podílem zisku pro minoritní akcionáře. Tento podíl dosáhl 62,6 mil. EUR, tedy 22,4% čistého zisku. Čistý zisk připadající akcionářům Erste tak dosáhl 217 mil. EUR, meziročně o 16,7% méně. V přepočtu na jednu akcii se jedná o zisk 0,57 EUR, což v anualizovaném vyjádření znamená aktuální P/E 13,5x.

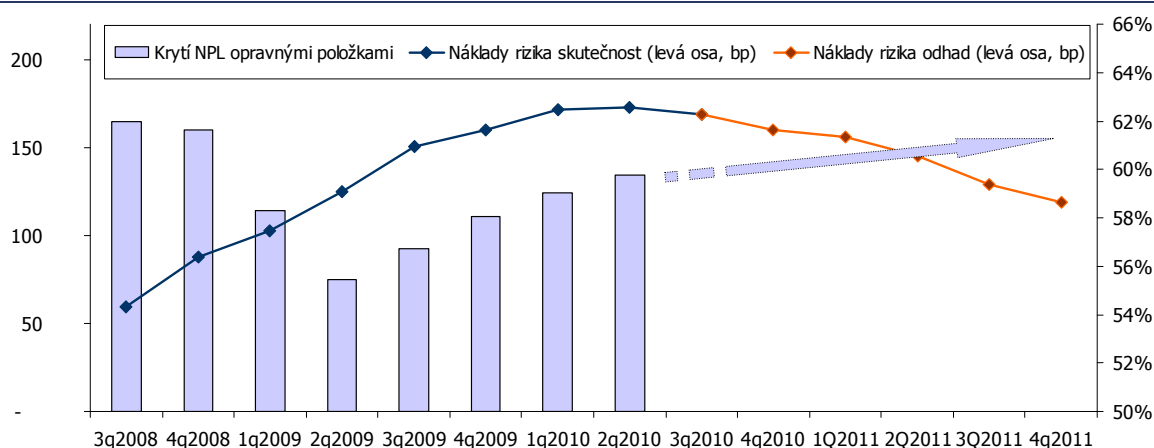
#### Shrnutí a zhodnocení

- Vzhledem k tomu, že akcie Erste v období před zveřejněním hospodářských výsledků za 2Q2010 poměrně výrazně posilovaly, není pro nás dnešní negativní reakce na zveřejněná čísla překvapením a vidíme ji spíše jako vybírání zisků po solidních výsledcích než jako odraz zklamání investorů, k němuž podle našeho názoru není důvod.

## NÁKLADY RIZIKA IN-LINE

- Na rozdíl od Komerční banky, kde jsme v novém reportu psali o lepším než očekávaném vývoji nákladů rizika (viz [http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/KB\\_08\\_2010.pdf](http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/KB_08_2010.pdf)), Erste bank nás v tomto směru v prvním pololetí nijak nepřekvapila a to ani ve srovnání s naší poslední, listopadovou analýzou. V ní jsme předpokládali, že Erste letos vykáže čistou tvorbu opravných položek k úvěrům ve výši 1,94 mld. EUR, současná situace vypadá tak, že celoroční náklady rizika by měly dosáhnout cca 2 mld. EUR, tedy velmi blízko naší minulé projekci.
- To, že Erste na úrovni nákladů rizika pozitivně nepřekvapuje, jako některé jiné banky v regionu (např. právě výše zmíněná KB), je dáno především teritoriálním zaměřením jejích aktiv – konkrétně stále nepříliš pozitivním vývojem v problémovějších zemích jako je Rumunsko nebo Maďarsko. Jak již bylo uvedeno v rozboru výsledků za první pololetí, náklady rizika v 1H2010 dosáhly 1,08 mld. EUR a k dosažení cíle nákladů rizika ve výši cca 2 mld. EUR bude muset ve druhé části roku dojít k mírnému útlumu tvorby OP.

### Vývoj nákladů rizika a krytí nevykonných úvěrů opravnými položkami



ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

- Jak je patrné z výše uvedeného grafu, právě okolo poloviny roku 2010 očekáváme kulminaci nákladů rizika na úrovních kolem 170 bazických bodů (bp). Následný pokles nákladů rizika by měl být jen pozvolný s tím, že na konci roku bychom se měli pohybovat kolem 160 bp a v průběhu 2011 by potom CoR měly klesat k 120 bp. Na úroveň roku 2008 (85 bp) by se Erste podle naší projekce mohla dostat mezi lety 2012-13.
- Z grafu je také patrné, že od poloviny loňského roku se postupně zvyšuje krytí NPL opravnými položkami (v současné době již na úrovni cca 60%) a předpokládáme, že tento trend bude (mírným tempem) pokračovat i nadále k úrovním 61-62% na konci roku 2011. Jak ukazuje níže uvedená tabulka, Erste i v době nejhlubší krize generovala dostatek zisku (zde zisk před zdaněním + tvorba OP) na pokrytí tvorby OP (max. podíl tvorby OP na zisku 77% v 4Q2009. Postupně očekáváme pokles tohoto podílu až na téměř předkrizových 25% v roce 2013.

### Tvorba rezerv k úvěrům vs. provozní zisk

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010
Zisk před opravnými položkami	744	914	870	791	933	916	889	894
Opravné položky	370	522	557	607	531	553	512	503
<b>OP/zisk před OP</b>	<b>50%</b>	<b>57%</b>	<b>64%</b>	<b>77%</b>	<b>57%</b>	<b>60%</b>	<b>58%</b>	<b>56%</b>
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Zisk před opravnými položkami	1 961	2 382	1 647	3 318	3 596	3 950	4 375	4 809
Opravné položky	439	455	1 071	2 057	2 098	1 615	1 325	1 219
<b>OP/zisk před OP</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>	<b>65%</b>	<b>62%</b>	<b>58%</b>	<b>41%</b>	<b>30%</b>	<b>25%</b>

ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

## KAPITÁL: STRESS TESTY OK, BASILEJSKÁ PRAVIDLA MÍRNĚJŠÍ?

- Erste byla spolu s dalšími 90 evropskými bankami zařazena do velkého zátěžového testu, jehož výsledky byly zveřejněny na konci července 2010. V rámci stress testu byly banky testovány na scénář počítající s 3% negativní odchylkou růstu HDP od středního (základního) scénáře. Nebudeme se na tomto místě zabývat metodikou a rozбором výsledků stress testů, poukážeme pouze na to, že Erste testem prošla, když ve špatném scénáři udržela v roce 2011 kapitálovou přiměřenost tier 1 ve výši 8%.
- Test nicméně nepovažujeme za zcela vypovídající z několika důvodů, k nimž mezi hlavní patří: a) podle našeho názoru přílišná „měkkost“ předpokladů negativního scénáře; b) nezařazení bankovních portfolií do testů (pouze obchodní portfolia testována); c) přítomnost státního kapitálu v tier 1 u Erste. Zastavíme se především u posledního bodu – je pravdou, že participační kapitál má Erste relativně jistý a jeho zařazení do kapitálu pro případ zhoršení situace v následujícím roce je správná. Současná situace je taková, že Erste chce participační kapitál splatit co nejdříve, na druhou stranu v případě zhoršení situace by s tímto krokem pochopitelně počkala na pozdější dobu.
- I přesto je dobré podívat se na kapitál Erste bez participačního kapitálu a to především v souvislosti s připravovanými novými pravidly kapitálové přiměřenosti (pracovně pojmenovanými Basel III.). V níže uvedené tabulce uvádíme odhad vývoje jádrového kapitálu tier 1 jednak bez participačního kapitálu, jednak ještě v případě, že by platila nejpřísnější varianta nových kapitálových pravidel, požadující od tier 1 odečíst nekontrolní podíly (i když tato varianta se nyní jeví jako velmi málo pravděpodobná).

Vývoj kapitálové přiměřenosti Erste

(mil. EUR)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Tier 1	7 448	11 450	11 933	12 944	14 312	15 887	17 456
<i>Tier 1 as % of Sh. Equity</i>	92%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Hybrid capital	1 256	1 174	1 203	1 203	1 203	1 203	1 203
Participation capital	0	1 764	1 764	1 764	1 764	1 764	1 764
Minority interests	3 083	3 330	3 381	3 596	3 976	4 413	4 849
<i>Minority interests as % of sh. equity</i>	38%	26%	26%	25%	25%	25%	25%
Core tier 1	6 192	8 512	8 966	9 978	11 345	12 920	14 490
Core tier 1 ex. minorities	3 109	5 182	5 585	6 382	7 370	8 507	9 641
RWA	103 663	106 383	106 382	111 998	119 185	128 534	136 854
<i>RWA as % of Total Assets</i>	51%	53%	51%	51%	50%	50%	50%
<b>TIER 1 TOTAL RWA RATIO</b>	<b>6,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,8%</b>
<b>CORE TIER 1 RATIO</b>	<b>5,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,6%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,1%</b>
<b>CORE TIER 1 RATIO ex. participation</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,6%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,0%</b>
<b>CORE TIER 1 RATIO ex. particip. &amp; minorities</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,0%</b>

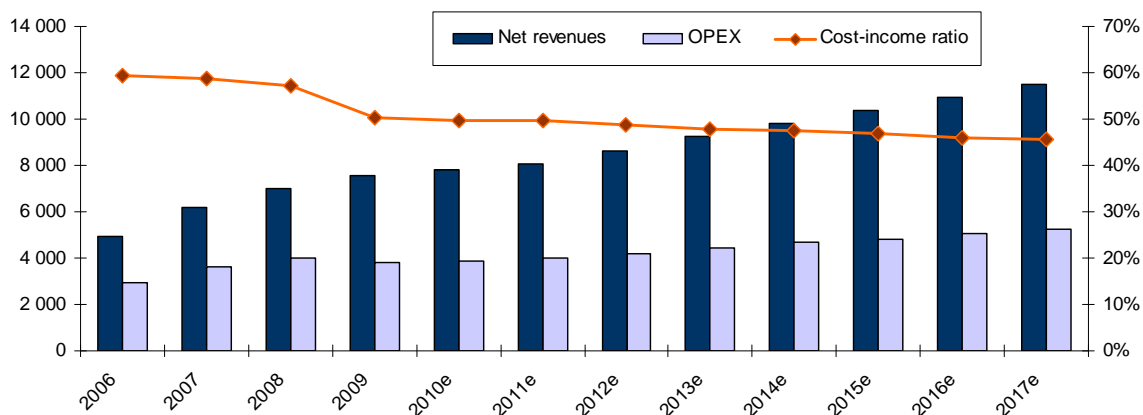
ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

- Jádrový kapitál tier 1, na který se nová kapitálová pravidla hodlají zaměřovat především, by měl letos u Erste dosáhnout 8,6% (v 1H2010 to bylo 8,5%). Pokud bych Erste za jinak stejných okolností splatila participační kapitál, zůstala by např. v roce 2011 i tak na solidní úrovni 7,6% jádrového tier 1. Pokud by nicméně musela ještě od roku 2013 odečíst nekontrolní podíly (které u Erste tvoří více než čtvrtinu vlastního kapitálu), dostala by se již na úroveň kolem 5-6%, což by již byla úroveň, která by zřejmě vyžadovala emisi běžných akcií.
- Na tomto příkladě je tedy dobře vidět, že rozhodnutí o případném splacení participačního kapitálu musí Erste činit s ohledem na další vývoj kapitálových pravidel. Zde by mělo být jasněji ke konci letošního roku (ale dost možná budou jednání protahována až do roku 2011), rozhodnutí o participačním kapitálu by tak zřejmě nemělo padnout dříve než v první části roku 2011. Z posledních návrhů Basilejského výboru nicméně vyplývá, že dojde ke zmírnění některých požadavků včetně toho na úplný odpočet minoritních podílů z kapitálu (což by bylo pro Erste jednoznačně pozitivní).

## ZVÝŠENÍ PROJEKCE PROVOZNÍCH VÝNOSŮ

- Hlavní úpravou ve srovnání s předchozí analýzou (listopad 2009) je zvýšení projekce provozních výnosů v souladu s vývojem v prvním pololetí 2010. Ve srovnání s minulou projekcí jsme zvýšili očekávání letošních čistých provozních výnosů o 5,1% na 7,8 mld. EUR (vs. 7,42 mld. EUR dříve) a to jak díky vyšším očekávaným čistým úrokovým příjmům (+2,5%), tak především vyšším příjmům z poplatků a provizí (+10%).
- V naší projekci čistého úrokového výnosu počítáme s prozatím jen velmi mírným oživováním úvěrového trhu. Objem poskytnutých úvěrů Erste v 1H2010 prakticky stagnoval (přesněji rostl o 1,4% vs. FY2009, nicméně z velké části pouze díky FX efektu). Sama Erste očekává ve 2H2010 jen lehké oživení, my v projekci počítáme s tím, že objem úvěrů vzroste ze 131 na 132,1 mld. EUR (+0,8%), za celý rok tak o 2,3% resp. 3 mld. EUR. Také čistá úroková marže zůstává relativně stabilní (těsně nad 3%), což zatím zamezuje výraznějšímu oživení čistého úrokového příjmu (očekáváme meziročně +3,2% vs. tempa růstu přes 20% y/y před krizí). Podobně mírné tempo oživení očekáváme i v roce 2011 (NII +3,8% y/y), až poté by se Erste měla začít dostávat k vyššímu růstu NII (v roce 2012 oček. +8,2% y/y).
- Erste v době krize prokázala, že dokáže najít poměrně značné úspory v nákladové oblasti a v roce 2009 dokázala snížit OPEX o cca 5%. Také v první části letošního roku se náklady zatím vyvíjejí velmi příznivě (-3,2% y/y). Očekáváme, že ve druhé polovině roku OPEX přece jen vzroste (o 2,2% vs. 1H2010), nicméně poměr provozních nákladů k výnosům (CIR) by se díky rostoucím výnosům měl udržet pod 50% (před krizí byl tento poměr blízko 60%, i když zčásti kvůli začleňování nových akvizicí, především rumunské BCR).

Vývoj provozních výnosů, nákladů a jejich poměru



ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

- Jak je patrné z výše uvedeného grafu, provozní výnosy Erste rostou bez přerušení i v průběhu finanční krize, i když s mnohem nižším tempem než před krizí. Očekáváme, že k výraznějšímu oživení dojde od roku 2012. Celkově v naší nové projekci počítáme s tím, že provozní výnosy v následujících 7 letech (2011-2017) porostou průměrným tempem 5,7%, zatímco provozní náklady CAGR 4,5%. Podíl CIR by tak měl postupně mírně klesat k 46% v roce 2017.
- Na úrovni finančního výsledku letos hospodaření Erste negativně ovlivní bankovní daň v Maďarsku. Ta podle očekávání Erste bude stát 48 mil. EUR před zdaněním (37 mil. EUR po zdanění). Erste již na tuto daň v 1H2010 vytvořila rezervu ve výši 30 mil. EUR, zbytek bude vytvořen ve druhé části roku.



## OCENĚNÍ AKCIÍ ERSTE

- Pro stanovení cílové ceny a investičního doporučení jsme u akcií Erste použili tradiční dividendový diskontní model (DDM) v jeho dvoufázové verzi. První fáze modelu, explicitní finanční predikce, byla stanovena na 7-leté období 2010-2016, druhá fáze (continuing value, CV) je odvozena od očekávaného dlouhodobého nominálního růstu a udržitelné rentabilitě vlastního kapitálu (ROE).
- Vstupní předpoklady modelu DDM se od naší poslední analýzy z listopadu 2009 v některých parametrech změnily. Pozitivní vliv měl pokles bezrizikové sazby, která je aproximována váženým průměrným 10-letým výnosem státních dluhopisů (váhy dle podílu RWA jednotlivých zemí na celkových RWA skupiny Erste). Tato sazba klesla z 4,1% na 3,8%. Naopak default spread (počítaný jako cena 5-letých státních CDS, opět podle vah dle RWA) vzrostl z 1,2% na 1,5% a způsobil tak celkový nárůst požadované míry výnosnosti (cost of equity) z 12,9% na 13,2%. Model je dále založen na předpokladu postupně rostoucího dividendového výplatního poměru k 35% v roce 2016. Pro druhou fázi modelu (CV) počítáme s 3% dlouhodobým růstem, 13% dlouhodobě udržitelnou ROE (zvýšeno z 12,3%) a tedy implikovanou P/BV 1,0x.

Dividendový diskontní model								
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Shareholder's Equity	13 262	14 345	15 844	17 568	19 305	21 186	23 064	25 098
Net Income	797	1 322	1 830	2 181	2 391	2 599	2 787	3 010
ROE	6,3%	10,0%	12,8%	13,8%	13,6%	13,5%	13,2%	13,0%
Dividends	244	239	331	457	654	717	910	975
DPS	0,63	0,87	1,21	1,73	1,90	2,41	2,58	2,79
DPS net	0,47	0,66	0,91	1,30	1,42	1,80	1,93	2,09
Discount rate	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Discounted dividends	0,42	0,58	0,71	0,89	0,87	0,97	0,92	0,99
LT Growth rate	3,0%							
ROE	13,0%							
Discount rate	13,2%							
Implied P/BV	0,98							
BVPS	66,37							
Continuing Value per share	65,16							
Present value of CV per share	27,30							
Present Value of DPS	6,34							
CZK/EUR	24,80							
TOTAL PRESENT VALUE (EUR)	33,6							
TOTAL PRESENT VALUE (CZK)	834							
<b>12M TARGET PRICE (EUR)</b>	<b>38,1</b>							
<b>12M TARGET PRICE (CZK)</b>	<b>945</b>							

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

- Z výše uvedené tabulky vyplývá, že dividendový diskontní model ukazuje na 12-měsíční cílovou cenu akcií Erste ve výši 38,1 EUR resp. 945 CZK (při kurzu 24,8 CZK/EUR). Závěr modelu DDM doplňujeme tradičně citlivostní analýzou modelu DDM na změny vstupních parametrů:

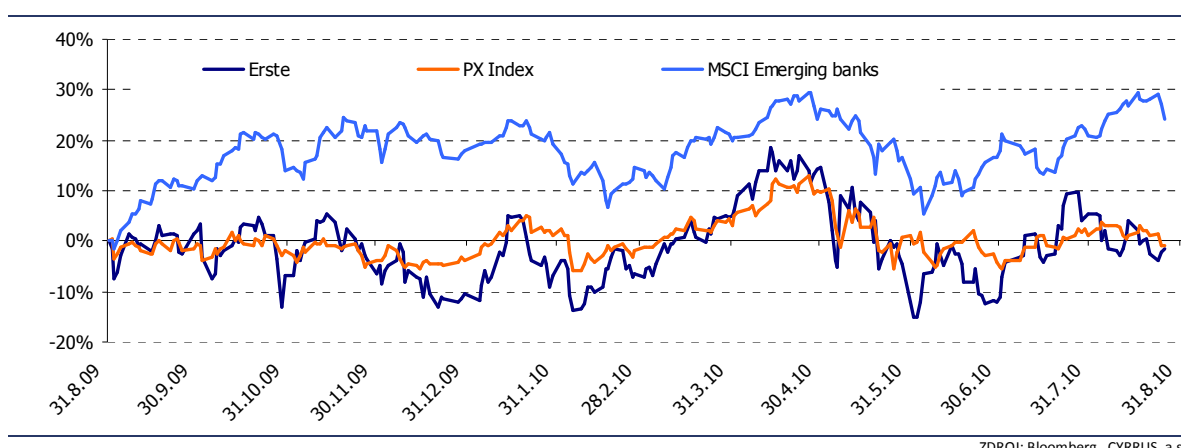
Analýza citlivosti modelu DDM na změnu vstupních parametrů						
		ROE to infinity				
		10,0%	11,5%	13,0%	14,5%	16,0%
Cost of equity	11,2%	931	1 090	1 249	1 409	1 568
	12,2%	811	945	1 080	1 214	1 349
	13,2%	715	830	<b>945</b>	1 060	1 175
	14,2%	638	737	836	936	1 035
	15,2%	573	660	747	833	920

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

## SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

- Akcie Erste se v posledním roce pohybovaly spíše do strany a jejich cena se za posledních 12 měsíců příliš nezměnila (-3% y/y, závěrečný kurz k 31.8.2010). Také od vydání našeho posledního reportu k akcím Erste (listopad 2009) se jejich kurz k 31.8.2010 prakticky nezměnil, nicméně během období vzrostl až k 35 EUR za akcii (duben 2010), tedy jejich kurz od vydání analýzy posílil o cca 32%. Z grafu níže je vidět, že akcie Erste jsou v poměrně těsné korelaci s vývojem celého českého trhu, aproximovaného vývojem indexu PX (v němž má Erste vysokou váhu téměř 25%).

Srovnání vývoje akcií Erste, indexu PX a MSCI emerging banks



ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

- Erste se od vydání naší poslední analýzy dařilo lépe než jsme předpokládali na úrovni čistých provozních výnosů, při stabilních provozních nákladech a in-line vývoji nákladů rizika jsme tak zvýšili projekci výnosů a zisků pro následující roky, což se pozitivně odráží také například na dividendovém potenciálu Erste a konformnějších úrovních kapitálu. Dividendový diskontní model ukazuje na **12-měsíční cílovou cenu pro akcie Erste ve výši 38,1 EUR resp. 945 CZK** (při kurzu 24,8 CZK/EUR, předchozí cílová cena 31,5 EUR). Tato cílová cena je o 33% vyšší než aktuální tržní cena (závěrečná cena ze dne 31.8.2010), proto **zvýšujeme naše investiční doporučení ze stupně „Akumulovat“ na stupeň „Koupit“**.



## ZKRÁCENÉ PRO-FORMA VÝKAZY A FINANČNÍ UKAZATELE

Pro-forma výkazy a finanční ukazatele								
INCOME STATEMENT		2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
<i>(mil. EUR)</i>								
Net interest Income		3 946	4 913	5 221	5 388	5 593	6 051	6 566
Fees & Commissions		1 858	1 971	1 773	1 938	1 986	2 085	2 169
Other net op. Income		351	115	585	475	485	509	529
<b>Total net revenues</b>		<b>6 191</b>	<b>6 999</b>	<b>7 579</b>	<b>7 801</b>	<b>8 063</b>	<b>8 645</b>	<b>9 264</b>
Operating Costs		3 642	4 002	3 807	3 865	4 000	4 204	4 435
Costs of risk		455	1 071	2 057	2 098	1 615	1 325	1 219
<b>Pre-tax profit</b>		<b>1 928</b>	<b>576</b>	<b>1 261</b>	<b>1 513</b>	<b>2 273</b>	<b>3 042</b>	<b>3 585</b>
Tax		378	177	285	341	489	639	753
<b>Net Income</b>		<b>1 550</b>	<b>1 039</b>	<b>977</b>	<b>1 173</b>	<b>1 785</b>	<b>2 403</b>	<b>2 832</b>
Minority interests		375	179	73	235	321	433	510
<b>Net income reported</b>		<b>1 175</b>	<b>860</b>	<b>903</b>	<b>938</b>	<b>1 463</b>	<b>1 971</b>	<b>2 322</b>
BALANCE SHEET		2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
<i>(mil. EUR)</i>								
Net Loans		110 660	122 402	124 180	125 912	132 558	142 475	153 650
Provisions		3 296	3 783	4 954	6 193	6 812	7 765	8 309
Loans to banks		14 937	14 334	13 140	16 425	16 704	16 988	17 277
Fair Value assets		4 534	4 058	2 997	3 297	3 297	3 297	3 297
AVS assets		16 200	16 033	16 390	18 849	18 943	19 037	19 133
HTM assets		16 843	14 145	14 899	14 899	14 899	14 899	14 899
Total Assets		200 519	201 441	201 710	210 658	221 778	238 370	257 067
Shareholder's equity		8 452	8 079	12 709	13 262	14 345	15 844	17 568
Deposits		100 116	109 305	112 042	117 644	123 526	130 320	136 836
Bank deposits		35 165	34 672	26 295	26 821	27 357	27 904	28 463
Bonds		31 078	30 483	29 612	29 612	29 612	29 612	29 612
Fair Value liabilities		1 756	2 519	3 157	3 315	3 481	3 655	3 837
RATIOS & MULTIPLES		2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Earnings per share	(CZK)	3,71	2,71	2,39	2,11	3,50	4,84	5,77
Payout ratio	(x)	0,20	0,24	0,27	0,30	0,25	0,25	0,30
Dividend per share	(CZK)	0,75	0,65	0,64	0,63	0,87	1,21	1,73
Dividend yield	(%)	2,6%	2,2%	2,2%	2,2%	3,0%	4,2%	6,0%
ROaE	(%)	14,3%	10,4%	8,7%	6,1%	9,6%	12,1%	13,1%
ROaA	(%)	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%	0,8%	0,9%
Loans/Deposits	(%)	111%	112%	111%	107%	107%	109%	112%
Cost-income-ratio	(%)	58,8%	57,2%	50,2%	49,5%	49,6%	48,6%	47,9%
Cost of risk	(bp)	40	85	161	161	119	91	78
NPL/gross loans	(%)	4,2%	5,1%	6,6%	7,7%	6,5%	6,1%	6,0%
NPL coverage	(%)	69,2%	59,1%	58,0%	59,7%	58,5%	59,0%	60,0%
Effective tax rate	(%)	20,2%	24,0%	27,0%	30,0%	25,0%	25,0%	30,0%
P/E	(x)	7,8	10,7	12,1	13,8	8,3	6,0	5,0
P/BV	(x)	1,1	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6

ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

## Informace CYRRUS, a.s. dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

### Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **1.9.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	6	46,2
Akumulovat	3	23,0
Držet	2	15,4
Prodat	2	15,4

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvlášť pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

### Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

**Koupit:**

Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

**Akumulovat:**

Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

**Držet**

Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +/-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

**Prodat**

Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

**Časové rozlišení:**

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Brno	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, textilní průmysl
Jan Roh	Brno	<a href="mailto:roh@cyrrus.cz">roh@cyrrus.cz</a>	Automobilový průmysl

**Trading & Sales:**

Pavel Pikna	Brno	<a href="mailto:pikna@cyrrus.cz">pikna@cyrrus.cz</a>
Kamil Kricner	Praha	<a href="mailto:kricner@cyrrus.cz">kricner@cyrrus.cz</a>

**Portfolio management:**

Jindřich Rovný	Praha	<a href="mailto:rovny@cyrrus.cz">rovny@cyrrus.cz</a>
Peter Dömeny	Brno	<a href="mailto:domeny@cyrrus.cz">domeny@cyrrus.cz</a>

**Corporate finance:**

Tomáš Kunčický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
Jiří Běhal	Brno	<a href="mailto:behal@cyrrus.cz">behal@cyrrus.cz</a>

**Výhrada (disclaimer):**

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Gieldy 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 zaručena. 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. 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 (Platinum)  
 616 00 Brno  
 Tel.: +420 538 705 711

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