

ERSTE

ÚSPĚŠNÁ EMISE NOVÝCH AKCIÍ PODPOŘÍ ZISKY

24.11.2009

ERSTE GROUP

Retailové bankovníctví

Nové doporučení: Akumulovat

Předchozí doporučení: Držet

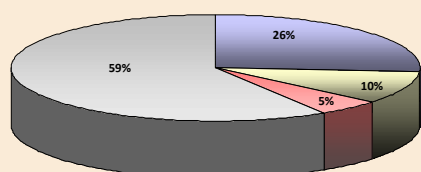
Cílová cena: 31,5 EUR (815 CZK)

Předchozí cílová cena: 25,0 EUR (660 CZK)

Vývoj akcií Erste



Struktura akcionářů Erste



Erste Stiftung 59% Caixa CriteriaCorp 26% Austria Verein 10% Ostatní & Free float 5%

Základní informace o akciích Erste

Data ke dni:	23.11.2009
Cena akcie:	756 CZK
Počet vydaných akcií:	377 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	285 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	11 mld.
52-week max:	800 CZK
52-week min:	195 CZK
Průměrný denní objem:	45 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	7 494	7 421	7 859
Zisk před zdaněním	1 928	576	1 377	1 489	2 210
Čistý zisk	1 175	860	802	879	1 372
Zisk na akcii (EPS, EUR)	3,7	2,7	2,1	2,3	3,6
Dividenda na akcii (DPS)	0,75	0,65	0,43	0,47	0,73
Dividendový výnos	2,6%	2,2%	1,5%	1,6%	2,5%
ROaE	14,3%	10,4%	7,9%	7,0%	10,2%
ROaA	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%
Cost-Income-Ratio	58,8%	57,2%	50,8%	52,1%	51,2%
P/BV (x)	1,1	1,1	0,9	0,8	0,8
P/E (x)	7,8	10,7	13,6	12,4	8,0

Zdroj: Erste, CYRRUS, a.s.

- Erste reportovala lepší než očekávané výsledky hospodaření za 9M2009 a v tomto období dosáhla rekordního provozního zisku ve výši 2,78 mld. EUR. Bance se prozatím daří udržovat výnosy v růstu, především díky vyšším úrokovým maržím a nadprůměrně vysokým výnosům z obchodování s cennými papíry. Při dobré kontrole nákladů je tak provozní úroveň hospodaření velmi silná. Čistý zisk je pochopitelně stále pod tlakem rostoucích nákladů rizika, i když dynamika tohoto růstu se zvolňuje, což nás vedlo k revizi očekávaných nákladů rizika pro roky 2010 a 2011 směrem dolů.
- Ekonomické i bankovní prostředí v CEE se v posledních měsících značně stabilizovalo, což se mírně pozitivně promítlo do našich projekcí výnosů Erste. Stále však platí, že ekonomická situace zůstává křehká a stále převládají rizika na spodní straně u odhadů HDP a dalších makroekonomických veličin. Oživení ekonomik CEE bude v roce 2010 jen mírné a budou přetrvávat negativní trendy na trhu práce (růst nezaměstnanosti) i v bankovním sektoru (kulminace nesplácených úvěrů NPL).
- Erste nicméně tyto stále složité podmínky na trhu lépe překoná i díky vyššímu kapitálovému polštáři. Banka využila zlepšeného tržního sentimentu a v listopadu upsala 60 mil. kmenových nových akcií (cca 19% stávajícího množství vydaných akcií). Tyto akcie upsala za cenu 29 EUR/akcii, což vyústilo v hrubý výnos 1,74 mld. EUR a zvýšení jádrové kapitálové přiměřenosti tier 1 z hodnoty 6,5% na 7,9%. Tím můžeme Erste opět zařadit mezi dobře kapitálově vybavené banky a tato skutečnost se pozitivně promítne do budoucího růstového potenciálu banky. To následně eliminuje negativní efekt naředení počtu kmenových akcií novou emisí.
- Pro ocenění akcií Erste jsme použili tradiční dvoufázový dividendový diskontní model (DDM). V modelu jsme posunuli první fázi projekce na roky 2010-2015, pro druhou fázi počítáme s dlouhodobě udržitelnou výší ROE 12,3% a růstem 2,5% při diskontní míře 12,9%. **Model indukuje dvanáctiměsíční cílovou cenu akcií Erste 31,5 EUR resp. 815 CZK.** Tato cílová cena převyšuje aktuální tržní cenu akcií Erste (29,4 EUR, závěrečný kurz k 23.11.2009) o 7,3%, proto zvyšujeme naše investiční doporučení na „Akumulovat“ z předchozího „Držet“.

HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ZA 9M2009

Historicky rekordní provozní zisk Erste za 9M2009

Erste v pátek 31.10.2009 oznámila výsledky hospodaření za 9M2009. Banka za prvních 9 měsíců letošního roku dosáhla historicky nejvyššího provozního zisku (2,78 mld. EUR), což je výslednicí velmi silných výnosů a nákladových úspor. Čisté výnosy v samotném třetím kvartále pozitivně překvapily, když dosáhly 1,92 mld. EUR ve srovnání s naším očekáváním 1,83 mld. EUR.

Hospodářské výsledky Erste Group za 9M2009 a 3Q2009

(mil. EUR)	3Q2009	3Q2009e CYRRUS	Tržní konsensus	3Q2008	y/y	Skutečnost / konsensus
Čistý úrokový příjem	1 336	1 260	1 279	1 267	5,4%	4,4%
Poplatky a provize	425	440	440	487	-12,7%	-3,4%
Čisté provozní výnosy	1 921	1 829	1 849	1 755	9,5%	3,9%
Provozní náklady	-920	-980	n.a.	-1 052	-12,5%	n.m.
Náklady rizika	-557	-515	-525	-218	155,3%	6,1%
Zisk před zdaněním	313	295	248	386	-19,0%	26,1%
Čistý zisk pro akcionáře	228	191	183	826	-72,4%	24,6%

(mil. EUR)	9M2009	9M2009e CYRRUS	Tržní konsensus	9M2008	y/y	Skutečnost / konsensus
Čistý úrokový příjem	3 841	3 765	3 784	3 573	7,5%	1,5%
Poplatky a provize	1 313	1 328	1 328	1 489	-11,8%	-1,1%
Čisté provozní výnosy	5 657	5 566	5 586	5 247	7,8%	1,3%
Provozní náklady	-2 880	-2 940	n.a.	-3 054	-5,7%	n.m.
Náklady rizika	-1 449	-1 407	-1 417	-602	140,6%	2,3%
Zisk před zdaněním	1 078	1 060	1 013	1 322	-18,5%	6,4%
Čistý zisk pro akcionáře	720	683	675	1 463	-50,8%	6,7%

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

Obr. 1: Hospodářské výsledky Erste za 9M2009

Výnosy i přes krizi rostou, i když z části díky mimořádně vysokým výnosům z obchodování s CP

Hlavním zdrojem překvapení je čistý úrokový výnos. Ten se meziročně zvýšil o 5,4%, zatímco my jsme očekávali jeho stagnaci. Erste jednak stále těží z předkrizového silného růstu úvěrů, jednak z relativně vysokých úrokových marží (čistá úroková marže vzrostla za 9M2009 z 2,77% na 2,98%). Tato výnosová kategorie je pro nás každopádně největším překvapením zveřejněných výsledků (pro srovnání, čistý úrokový výnos 3Q2009 je o 4,4% vyšší než v 2Q2009). O něco lépe dopadly také výnosy z obchodování (159 mil. EUR vs. 129 mil. EUR našeho očekávání). Pozitivně se zde projevil především výsledek obchodování s deriváty. U výnosů z poplatků jsme očekávali meziroční propad o téměř 10%, skutečnost byla ještě o něco horší (-12,7%), tlak je stále především u poplatků souvisejících s novými úvěry a platebních transakcí.

Podle našeho názoru právě tato výnosová kategorie, která tedy jako jediná dopadla hůře než bylo očekáváno, nejvíce odráží skutečnou ekonomickou situaci. Každopádně, obě předchozí výnosové kategorie tento negativní výsledek u poplatků překonaly a přispěly tak k vyšším než očekávaným čistým výnosům Erste.

K rekordnímu provoznímu zisku přispěly i nákladové úspory

Druhé velké pozitivní překvapení nás čekalo u provozních nákladů. Ty meziročně ve 3Q propadly o 12,5% (očekávali jsme -7%), za celých 9M2009 o 5,7%. Zde je nutné upozornit na vliv kurzových změn, které výrazně pomohly v nákladových úsporách vyčíslených v EUR (většina CEE měn meziročně vůči EUR oslabila), bez jejich vlivu provozní náklady klesly místo 5,7% o pouhých 1,6%. I tak zůstaly provozní náklady pod naším očekáváním, zvláště u administrativních nákladů, kde je vidět silná nákladová kontrola (v 3Q -11,9% y/y). Poměr provozních nákladů k výnosům tak klesl pod 50% hranici (47,9%).

Náklady rizika nicméně stále rostou, i když dynamika růstu se snižuje

Lepší provozní úroveň mírně „pokazily“ opravné položky k úvěrům. Kvalita úvěrového portfolia se i nadále zhoršuje, i když menším tempem ten v první části roku (podíl úvěrů se selháním vzrostl z 5,2% v 1Q resp. z 5,9% v 2Q na 6,3% v 3Q, na konci roku 2008 činil 4,7%). Zatímco u retailu je vývoj i nadále spíše negativní, ke zlepšení ve srovnání s předchozími kvartály došlo u korporátních úvěrů (stabilizace ekonomické situace). Erste navíc mírně zvýšila pokrytí NPL opravnými položkami z nízkých 55,2% na 56,7%, což také přispělo k tomu, že v 3Q vykázala čistou tvorbu OP ve výši 557 mil. EUR (meziročně +155%).

Zisk před zdaněním dosáhl 313 mil. EUR (očekávali jsme 295 mil. EUR), čistý zisk pro akcionáře Erste potom 228 mil. EUR. Pokud čísla za 3Q2008 očistíme o mimořádný výnos z prodeje pojišťovacích aktiv ve výši 600 mil. EUR po zdanění, potom čistý zisk 3Q2009 meziročně mírně (o cca 1%) vzrostl.

EMISE KMENOVÝCH AKCIÍ

Erste se rozhodla vydat nové akcie a posílit tak svůj kmenový kapitál...

Erste u příležitosti zveřejnění kvartálních hospodářských výsledků oznámila, že hodlá upsat až 60 mil. ks nových akcií k posílení kapitálu banky a jako náhradu za dříve plánovanou emisi státního hybridního kapitálu. Emise nových akcií se všeobecně očekávala díky příznivým tržním podmínkám a úspěšným emisím akcií jiných evropských bank. Emise představuje cca 18,9% stávajícího množství akcií, po upsání všech 60 mil. ks akcií vzrostl celkový počet akcií z 317 mil. na 377 mil. ks.

Erste po upsání 1,76 mld. EUR participačního kapitálu na jaře letošního roku (viz http://www.cyrus.cz/uploads/PDF/INFORMACE_K_UPISU_UCASTNICKEHO_KAPITALU_ERSTE_GROUP.pdf) hodlala posílit svoji kapitálovou přiměřenost další emisí hybridního kapitálu pro rakouskou vládu. Vzhledem k tomu, že na finančních trzích došlo ke stabilizaci a mnohé západoevropské banky toho využily k emisím kmenových akcií na trhu (ať už kvůli posílení kapitálu, nebo splacení státní injekce), i Erste se rozhodla, že půjde stejnou cestou a místo dalšího zvýšení závislosti na státních penězích posílí svůj kapitál klasickou cestou přes investorskou veřejnost.

Základní informace o kombinované nabídce kmenových akcií Erste

Počet akcií v emisi	60 mil.	Cena úpisu	29 EUR/akcii
Podíl na celkovém počtu akcií	18,9%	Maximální cena úpisu	32 EUR/akcii
Upisovací období pro přednostní nabídku	2.11. až 16.11.2009	Hrubý výnos z emise	1,74 mld. EUR
Rozhodný den pro přednostní nabídku	30.10.2009	Tier-1 před úpisem	7,4%
ISIN práv na přednostní úpis	AT0000A0FNR6	Tier-1 po úpise	8,9%
Emisní poměr (nové akcie / stávající akcie)	3:16	Core Tier-1 před úpisem	6,5%
Upisovací období pro veřejnou nabídku	2.11. až 16.11.2009	Core Tier-1 po úpise	7,9%
Lock-up období	180 dní	Nárok na dividendu	již ze zisku roku 2009
První den obchodování	19.11.2009	Manažeři emise	Goldman Sachs, JP Morgan

ZDROJ: Erste

Obr. 2: Základní informace o emisí nových akcií Erste

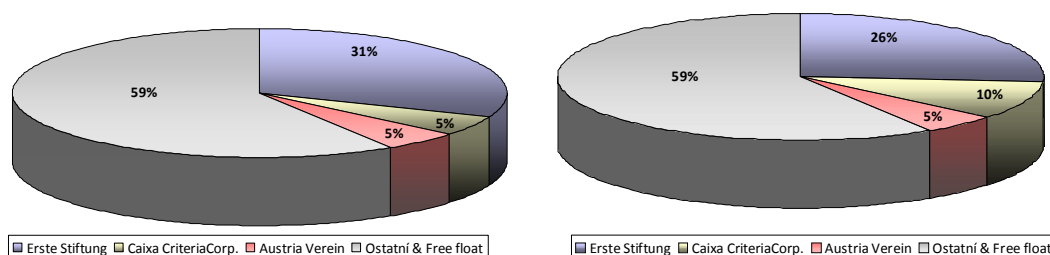
...banka úpisem 60 mil. akcií při upisovací ceně 29 EUR/akcii získala hrubý výnos 1,74 mld. EUR

Erste se trochu překvapivě rozhodla pro kombinovaný úpis bez stanovení konkrétní upisovací ceny akcií (na rozdíl od ostatních bank vydávajících nové kmenové akcie). Podle slov CEO banky Andrease Treichla byla cena akcií Erste (27,5 EUR v době zveřejnění podmínek úpisu) již „diskontována“ – jinými slovy banka spoléhá na to, že tato forma úpisu přinese vyšší cenu a tedy i vyšší výnos z úpisu, než by tomu bylo v případě explicitního stanovení ceny před začátkem úpisu. Jednalo se o kombinovanou nabídku akcií, tzn. proběhl zároveň přednostní úpis pro stávající akcionáře (rozhodný den 30.10.2009) a veřejná nabídka akcií pro ostatní potenciální investory.

**Španělská Criteria Caixa
zvýšila díky úpisu svůj podíl
v Erste na 10,1%**

Dne 16.11.2009 Erste oznámila, že skončil přednostní úpis, v rámci něhož bylo upsáno 62% nabízených akcií. Zbýlých 38% následně upsali ostatní investoři. Španělská společnost Criteria Caixa oznámila, že využila všech svých nároků na nové akcie, což představovalo přibližně 36% nově vydávaných akcií, protože Criteria nabyla i práva na úpis od Erste Stiftung. Díky tomu podíl Criteria v Erste po úpise vzrostl na cca 10% (a podíl Erste Stiftung klesl na 26%).

Změna akcionářské struktury po úpisu nových akcií



ZDROJ: Erste, CYRRUS, a.s.

Obr. 3: Změna akcionářské struktury po úpisu nových akcií

**Jádrová tier 1 kapitálová
přiměřenost díky úpisu
vzrostla na solidních 7,9%**

Z hlediska ceny byla při zveřejnění podmínek úpisu stanovena pouze maximální možná cena úpisu a to 32 EUR za akcii. Při ceně 27,5 EUR (tj. závěrečná cena před vyhlášením emise) by byl výnos pro Erste cca 1,65 mld. EUR a po započtení čistého výnosu z emise by jádrová kapitálová přiměřenost „core tier-1“ vzrostla na 7,8% z 6,5%. Nakonec byla cena úpisu stanovena na úrovni 29 EUR /akcii, což znamená hrubý výnos 1,74 mld. EUR a pro-forma kapitálovou přiměřenost 7,9% (jádrový tier-1). Tuto úroveň již lze za současných tržních podmínek pokládat za dostatečný kapitálový polštář.

Navýšení počtu běžných akcií má pochopitelně ředící efekt. Ten je na druhou stranu eliminován lepší kapitálovou vybaveností Erste, která zvyšuje růstový prostor pro bilanci a bude mít tedy pozitivní vliv na budoucí zisky. Odhad ředícího efektu navýšení kapitálu vydáním 60 mil. ks běžných akcií obsahuje následující tabulka:

Dopad navýšení kapitálu na očekávaný zisk na akcii EPS

	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Čistý zisk bez navýšení	1 109	1 631	2 055	2 348	2 528	2 697	2 829
Čistý zisk po navýšení	1 198	1 779	2 286	2 627	2 861	3 087	3 264
Rozdíl	89	148	231	279	333	390	435
Rozdíl v %	8%	9%	11%	12%	13%	14%	15%
Nový vlastní kapitál	1 640	1 729	1 877	2 109	2 388	2 722	3 111
Návratnost nového kapitálu	5%	9%	12%	13%	14%	14%	14%
Počet akcií před navýšením (mil. ks)	317						
Počet akcií po navýšení (mil. ks)		377					
EPS bez navýšení	3,50	5,15	6,48	7,41	7,97	8,51	8,92
EPS s navýšením	3,18	4,72	6,06	6,97	7,59	8,19	8,66
Zředění EPS	-9,1%	-8,3%	-6,4%	-5,9%	-4,8%	-3,8%	-3,0%

ZDROJ: Odhady CYRRUS, a.s.

Obr. 4: Dopad navýšení kapitálu na očekávaný zisk EPS

Při předpokladu 5% ROE nového kapitálu v roce 2010, 9% ROE v roce 2011 a následného růstu ROE k hodnotám celkové ROE vlastního kapitálu banky je vidět, že ředící efekt navýšení kapitálu je významně nižší než samotné navýšení kapitálu (+18,9%).

ZLEPŠENÉ EKONOMICKÉ VYHLÍDKY

Vývoj CEE ekonomik se stabilizoval, složitá situace však přetrvává i do roku 2010

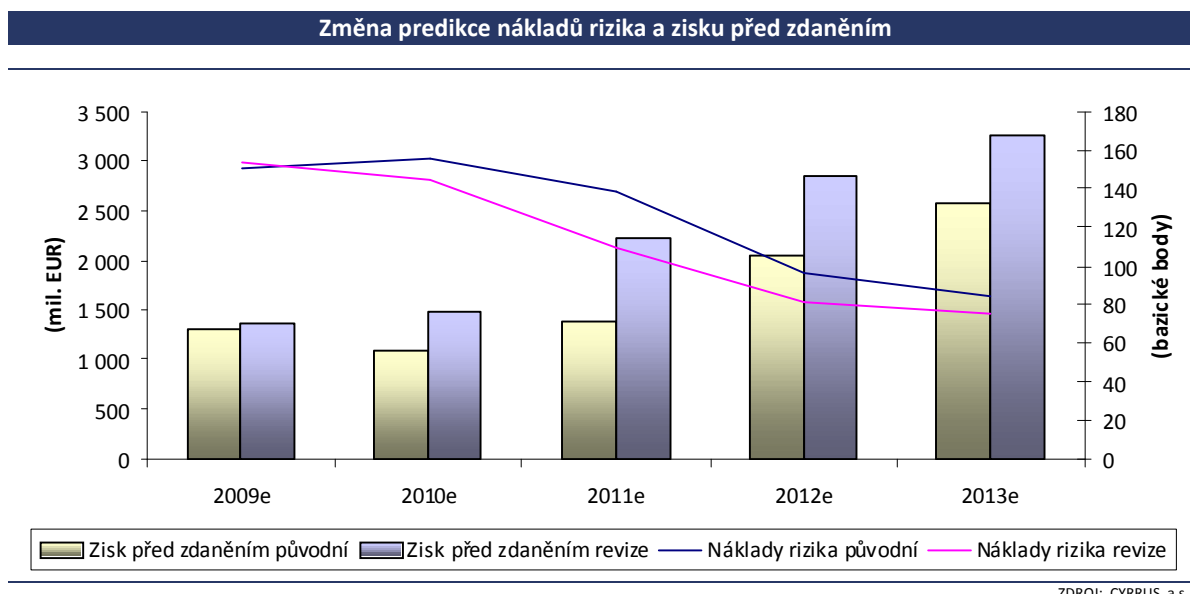
Ekonomické prostředí se od léta, kdy jsme vydávali poslední report k Erste, ještě více stabilizovalo a mnohá makroekonomická data ukázala náznaky oživení. Zároveň je však zřejmé, že obrázek ekonomiky ve střední Evropě je zkreslen mnoha podpůrnými opatřeními ze strany vlád a centrálních bank, jejichž účinek již pomalu vyprchá nebo začne brzy odeznívat. I proto jsme poměrně opatrní z hlediska výhledů růstu CEE ekonomik v příštím roce, což dokumentuje následující tabulka:

Odhad vývoje ekonomik ve vybraných zemích CEE						
GDP REAL	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Czech republic	6,8%	6,0%	2,7%	-4,6%	1,3%	2,5%
Austria	3,4%	3,1%	1,8%	-3,9%	0,6%	1,8%
Hungary	3,9%	1,2%	0,6%	-6,6%	-0,4%	1,0%
Poland	6,2%	6,8%	4,9%	1,1%	2,0%	2,7%
Romania	7,9%	6,2%	7,1%	-8,4%	0,9%	3,0%
Slovakia	8,5%	10,4%	6,4%	-5,4%	1,9%	2,7%

ZDROJ: ECB, OECD, CYRRUS

Obr. 5: Odhad vývoje ekonomik ve vybraných zemích CEE

Tento vývoj se doposud relativně pozitivně odráží také na hospodaření bank v CEE regionu, jednak nižším poklesem úrokových výnosů, jednak mírnějším než námi dříve očekávaným nárůstem nákladů rizika. To spolu s pokračujícími nákladovými úsporami vede k solidním hospodářským výsledkům za 9M2009 a přehodnocení našich výhledů směrem nahoru.



ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 6: Změna predikce nákladů rizika a zisku před zdaněním

Zvýšili jsme projekci zisku díky stabilnějším výnosům a snížené predikci nákladů rizika

Šéf Erste Andreas Treichl nedávno prohlásil, že podle jeho názoru již podíl nesplácených úvěrů na celkových úvěrech dosáhl svého vrcholu. Toto tvrzení je podle nás předčasné, každopádně jsme v našem modelu posunuli vrchol nákladů rizika z původního 4Q2010 na 2Q2010 a mírně snížili očekávané náklady rizika na následující roky. Z hlediska provozní úrovně bude pro Erste klíčové, zda udrží vysokou čistou úrokovou marži do doby, než se opět výrazněji aktivuje růst úvěrového trhu a s tím spojené úrokové výnosy.

OCENĚNÍ AKCIÍ ERSTE

K ocenění akcií Erste jsme jako obvykle použili dividendový diskontní model...

...který indikuje 12-ti měsíční cílovou cenu ve výši 31,5 EUR

Pro ocenění akcií Erste jsme tradičně použili dvoustupňový dividendový diskontní model (DDM). První fázi modelu jsme posunuli o jeden rok, tj. na roky 2010 až 2015. 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.

Požadovaná míra výnosnosti ve srovnání s předchozí analýzou (srpen 2009) mírně vzrostla z 12,7% na 12,9%. Dividendový výplatní poměr očekáváme během první fáze modelu stále na úrovni 20% čistého zisku. Pro druhou fázi počítáme s nezměněnou 2,5% dlouhodobou mírou růstu, 12,3% udržitelnou rentabilitou vlastního kapitálu (ROE) a tedy implikovanou P/BV ve výši 0,94x.

Dividendový diskontní model							
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Shareholder's Equity	12 870	13 968	15 410	17 085	18 919	20 862	22 919
Net Income	879	1 372	1 804	2 093	2 292	2 429	2 570
ROE	7,2%	10,7%	12,9%	13,6%	13,4%	12,8%	12,3%
Dividends	176	274	361	419	458	486	514
DPS	0,47	0,73	0,96	1,11	1,22	1,29	1,36
DPS net	0,35	0,55	0,72	0,83	0,91	0,97	1,02
Discount rate	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
Discounted dividends	0,31	0,43	0,50	0,51	0,50	0,47	0,44
LT Growth rate	2,5%						
ROE	12,3%						
Discount rate	12,9%						
Implied P/BV	0,94						
BVPS	55,34						
Continuing Value per share	52,18						
Present value of CV per share	25,18						
Present Value of DPS	2,71						
CZK/EUR	25,88						
TOTAL PRESENT VALUE (EUR)	27,9						
TOTAL PRESENT VALUE (CZK)	722						
12M TARGET PRICE (EUR)	31,5						
12M TARGET PRICE (CZK)	815						

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 7: Dividendový diskontní model

Z výše uvedené tabulky vyplývá současná hodnota akcie Erste 27,9 EUR, což dává dvanáctiměsíční cílovou cenu **31,5 EUR** (815 CZK při kurzu 25,9 CZK/EUR). Tento závěr modelu DDM doplňujeme analýzou citlivosti na změnu vstupních parametrů modelu:

Analýza citlivosti modelu DDM na změny vstupních parametrů						
		ROE to infinity				
		8,3%	10,3%	12,3%	14,3%	16,3%
Cost of equity	11,9%	585	759	932	1 106	1 280
	12,4%	548	709	870	1 032	1 193
	12,9%	515	665	815	965	1 115
	13,4%	485	625	765	905	1 045
	13,9%	458	589	720	851	982

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 8: Citlivostní analýza

Srovnání s ostatními bankami působícími v regionu ukazuje oprávněný diskont ocenění Erste

Porovnání tržního ocenění akcií Erste s ostatními bankami je poměrně komplikované vzhledem k profilu banky. Erste je na jedné straně silně exponována vůči CEE trhu, na druhé straně má však svůj domovský trh v Rakousku, náležitým k rozvinutým zemím EU. Zjednodušeně řečeno se tak banka pohybuje někde mezi západními bankami, které jsou přítomny na CEE trzích (Société Générale, UniCredit, Santander, KBC) a čistě CEE bankami jako je Komerční banka, OTP nebo PKO BP. To se pochopitelně projevuje i na ocenění banky dle multiplikátorů jako je P/E nebo P/BV. Do vzorku peer group (srovnatelných bank) jsme proto pro účely této srovnávací analýzy zařadili banky z obou „táborů“ (11 bank CEE, 3 západní banky přítomné na CEE trzích a Raiffeisen bank, která jako jediná je skutečně srovnatelná s Erste).

Srovnání tržního ocenění Erste a peer group

Banka	Země	BVPS 2009E	BVPS 2010E	EPS 2009E	EPS 2010E	Cena akcie*	P/BV 2009E	P/BV 2010E	P/E 2009E	P/E 2010E
Komerční banka	Czech rep.	1 615	1 749	287	298	3 800	2,35	2,17	13,2	12,8
Raiffeisen Int.	Austria	36,0	36,9	0,7	1,5	43,5	1,21	1,18	60,8	28,2
OTP	Hungary	4 450	4 890	533	541	5 400	1,21	1,10	10,1	10,0
Pekao	Poland	69,0	73,1	8,6	9,6	177,0	2,57	2,42	20,6	18,4
PKO BP	Poland	16,0	16,8	2,1	2,2	37,0	2,31	2,20	17,7	17,0
BRE bank	Poland	138	155	7	15	237	1,71	1,53	35,3	15,6
Handlowy	Poland	46,6	48,7	3,4	4,8	66,5	1,43	1,37	19,4	13,9
BZWBK	Poland	77,1	86,5	9,8	11,0	174,0	2,26	2,01	17,8	15,9
Rosbank	Russia	71,9	74,0	n.m.	2,3	97,0	1,35	1,31	n.a.	42,5
Komercijalna Banka	Serbia	33 848	35 169	1 150	1 860	33 000	0,97	0,94	28,7	17,7
Banca Transilvania	Romania	1,51	1,62	0,05	0,11	2,12	1,40	1,31	42,4	20,0
Yapi Kredi Bankasi	Turkey	1,94	2,31	0,35	0,37	2,90	1,49	1,26	8,3	7,8
UniCredit	Italy	3,53	3,51	0,11	0,16	2,35	0,67	0,67	21,2	14,9
Santander	Spain	8,25	8,75	1,06	1,08	11,43	1,39	1,31	10,8	10,6
Société Générale	France	54,87	55,33	1,77	4,15	47,43	0,86	0,86	26,8	11,4
Median							1,40	1,31	20,0	15,6
Erste	Austria	32,3	34,1	2,1	2,3	29,0	0,90	0,85	13,6	12,4

* závěrečná hodnota 20/11/2009

ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Obr. 9: Srovnání tržního ocenění Erste a peer group

Erste se dnes obchoduje za 0,85x účetní hodnoty vlastního kapitálu 2010e (P/BV 2010e) resp. 12,4x P/E 2010e. To představuje 35% diskont vůči mediánu P/BV resp. 20% diskont vůči mediánu P/E 2010e. Určitý diskont ocenění lze přiřadit nižší ziskovosti, relativně vysokému goodwillu a specifickým rizikům Erste. Při hodnocení P/BV je u bank historicky pozorována poměrně těsná korelace tohoto ukazatele s rentabilitou vlastního kapitálu ROE. Zde Erste jednoznačně zaostává za peer group s očekávanou ROE 2010e ve výši 7,2% vs. medián ROE 10,5% (tj. cca 30% pod průměrem odvětví).

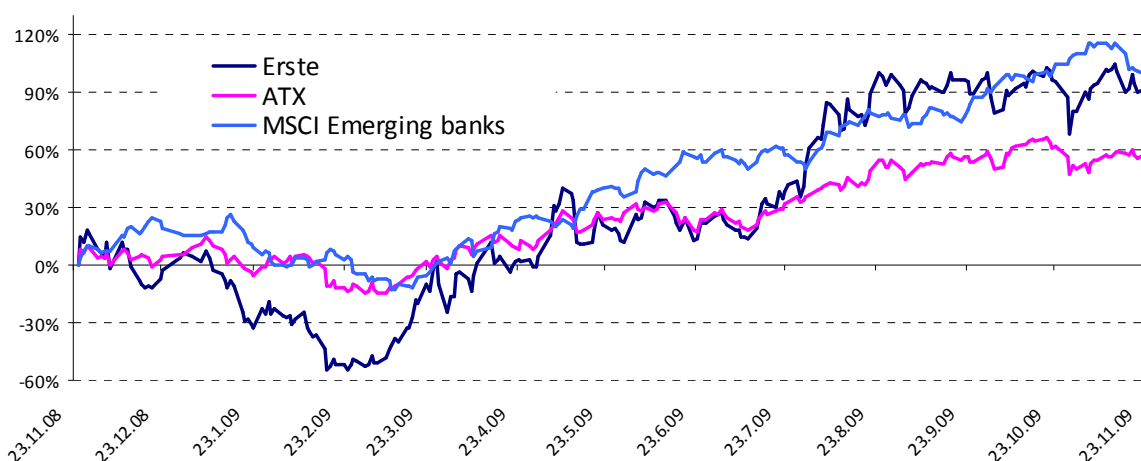
Srovnání ROE a P/BV potvrzuje závěry dividendového diskontního modelu

Ocenění Erste dle P/BV i P/E se jeví poměrně v souladu s oceněním západoevropských bank (UniCredit, Santander, SG, Raiffeisen). Jejich průměrné P/BV 1x při ROE 7,7% odpovídá u Erste při ROE 7,2% P/BV 0,94x, což by implikovalo férovou cenu **32 EUR/akcii**. Pokud bychom vzali v úvahu celou peer group, tak by ocenění dle P/BV 2010e implikovalo férovou cenu akcií Erste **30,8 EUR/akcii**. Znovu ovšem připomínáme, že takové srovnání je pouze orientační vzhledem k poměrně značným rozdílům v základních ekonomických parametrech jednotlivých bank (kapitálový polštář, likvidita, růstový potenciál, ROE).

SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

Akcie Erste po dosažení dna na extrémně nízkých úrovních v únoru 2009 (nejnižší cena 6,84 EUR) začala silně růst a svojí výkonností od jara překonala jak rakouský akciový index (jehož je součástí), tak i oborový index MSCI zahrnující bankovní tituly rozvíjejících se trhů (viz graf níže). Erste těžila z příznivého sentimentu na trzích, poklesu napětí na mezibankovních trzích, pozitivních dopadů fiskálních a měnových opatření a vyprchání přehnaně negativního sentimentu vůči rozvíjejícím se trhům.

Srovnání vývoje akcií Erste, rakouského indexu ATX a indexu CEE bank



ZDROJ: Bloomberg

Obr. 10: Srovnání vývoje akcií Erste s indexem ATX a MSCI Emerging banks

Hospodářské výsledky Erste za 9M2009 překonaly naše očekávání, především díky lepšímu vývoji provozního hospodaření (vyšší úrokové marže, mimořádně vysoké výnosy z obchodování, solidní kontrola nákladů) a umírněnějšímu růstu opravných položek proti nespláceným úvěrům než jsme očekávali dříve. Ačkoliv ekonomická situace v regionu působnosti Erste je stále křehká a rizika zhoršení stále přetrvávají, nepředpokládáme již příchod „černých“ scénářů, které byly ve hře ještě v první části letošního roku.

Podstatné je, že Erste se podařilo využít příznivého sentimentu na trzích a navýšit svůj kapitálový polštář na úroveň, které již trh považuje za dostatečné. To by mělo jednak otevřít prostor pro obnovení budoucího růstu pro fázi oživení CEE ekonomik (zřejmě od 2011), jednak snížit rizikové přírážky, které investoři vyžadovali právě kvůli nepříliš vysoké kapitálové přiměřenosti Erste. Tyto pozitivní efekty spolu s úpravami projekce provozního hospodaření dle posledních výsledků více než eliminovaly ředící efekt emise nových akcií.

To potvrdil i model DDM, na jehož základě jsme stanovili 12-měsíční cílovou cenu akcií Erste na 31,5 EUR z předchozích 25 EUR. Vzhledem k tomu, že tato cílová cena je o 7,3% vyšší než aktuální tržní cena (závěrečný kurz k 23.11.2009), **měníme tímto naše investiční doporučení pro akcie Erste z původního „Držet“ na „Akumulovat“.**

ZKRÁCENÉ PRO-FORMA VÝKAZY A FINANČNÍ UKAZATELE

Zkrácené pro-forma výkazy a finanční ukazatele							
INCOME STATEMENT		2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
<i>(mil. EUR)</i>							
Net interest Income		3 946	4 913	5 156	5 259	5 627	6 021
Fees & Commissions		1 858	1 971	1 735	1 761	1 823	1 905
Other net op. Income		351	115	603	401	409	429
Total net revenues		6 191	6 999	7 494	7 421	7 859	8 356
Operating Costs		3 642	4 002	3 811	3 868	4 023	4 224
Costs of risk		455	1 071	1 979	1 940	1 552	1 241
Pre-tax profit		1 928	576	1 377	1 489	2 210	2 840
Tax		378	177	344	290	431	554
Net Income		1 550	1 039	1 033	1 198	1 779	2 286
Minority interests		375	179	111	180	267	343
Participation capital dividends		0	0	120	140	140	140
Net Income to shareholders		1 175	860	802	879	1 372	1 804
BALANCE SHEET		2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
<i>(mil. EUR)</i>							
Net Loans		110 660	122 402	126 074	130 487	139 751	150 792
Provisions		3 296	3 783	5 031	6 289	6 918	7 887
Loans to banks		14 937	14 334	14 047	14 286	14 529	14 776
Fair Value assets		4 534	4 058	3 652	3 652	3 652	3 652
AVS assets		16 200	16 033	16 033	16 113	16 194	16 275
HTM assets		16 843	14 145	14 145	14 145	14 145	14 145
Total Assets		200 519	201 441	204 372	211 525	226 543	244 440
Shareholder's equity		8 452	8 079	12 167	12 870	13 968	15 410
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	2,13	2,33	3,64	4,78
Payout ratio	(x)	0,20	0,24	0,20	0,20	0,20	0,20
Dividend per share	(CZK)	0,75	0,65	0,43	0,47	0,73	0,96
Dividend yield	(%)	2,6%	2,2%	1,5%	1,6%	2,5%	3,3%
ROaE	(%)	14,3%	10,4%	7,9%	7,0%	10,2%	12,3%
ROaA	(%)	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%	0,8%
Loans/Deposits	(%)	111%	112%	109%	108%	111%	115%
Cost-income-ratio	(%)	58,8%	57,2%	50,8%	52,1%	51,2%	50,6%
Cost of risk	(bp)	40	85	154	145	109	81
NPL/gross loans	(%)	4,3%	5,2%	6,9%	7,0%	6,5%	6,1%
NPL coverage	(%)	69,2%	59,1%	56,5%	57,1%	58,5%	59,0%
Effective tax rate	(%)	20,2%	24,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
P/E	(x)	7,8	10,7	13,6	12,4	8,0	6,1
P/BV	(x)	1,1	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7

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 **24.11.2009**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	0	0,0
Akumulovat	2	20,0
Držet	6	60,0
Prodat	2	20,0

- 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:

Tituly ČR: 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:

Tituly ČR: 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

Tituly ČR: 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

Tituly ČR: 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.

Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databázi Bloomberg, příp. Reuters.

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 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. 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 zdů 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