

# ERSTE Group Bank

## Flash analýza výsledků hospodaření za 2Q2011

Marek Hatlapatka  
Analytik  
hatlapatka@cyrrus.cz  
+420 538 705 743

(mil. EUR)	2Q2011	2Q2011e CYRRUS	Tržní konsensus*	2Q2010	y/y	1H2011	1H2011e CYRRUS	Tržní konsensus*	1H2010	y/y
Čistý úrokový příjem	1 394	1 335	1 350	1 361	2,4%	2 690	2 631	2 645	2 685	0,2%
Poplatky a provize	474	495	490	494	-4,0%	955	976	974	965	-1,0%
Čisté provozní výnosy	1 977	1 938	1 918	1 954	1,2%	3 893	3 854	3 865	3 890	0,1%
Provozní náklady	963	968	965	945	1,9%	1 926	1 931	1 932	1 898	1,5%
Náklady rizika	480	458	465	553	-13,2%	940	918	916	1 084	-13,3%
Zisk před zdaněním	369	389	378	363	1,8%	763	783	794	765	-0,2%
Čistý zisk pro akcionáře	236	255	266	217	8,8%	496	516	521	472	5,2%

\*tržní konsensus Reuters

Zdroj: Erste, Reuters, CYRRUS

**Platné investiční doporučení: DRŽET**  
Cílová cena: 38,1 EUR

Vývoj akcií Erste



### Základní informace o akciích Erste

Data ke dni:	29.7.2011
Cena akcie:	33,0 EUR
Počet vydaných akcií:	378,5 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	303 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	12,5 mld.
52-week max:	39,6 EUR
52-week min:	27,9 EUR
Průměrný denní objem:	30 mil. EUR

### Sídlo firmy:

Graben 21  
A-1010 Vienna  
Austria

Web: [www.erstegroup.com](http://www.erstegroup.com)

ISIN: AT0000652011  
WKN: 909943  
Bloomberg: EBS AV, RBAG CP  
Reuters: ERST.VI

- Výsledky Erste za 2Q2011 vypadají na první pohled jako zklamání kvůli o dost nižšímu než očekávanému čistému zisku. Podle našeho názoru však zveřejněná čísla obsahují i pozitivní informace, především na úrovni úrokového výnosu (NII). Jeho výše (1,39 mld. EUR vs. očekávání 1,34 mld. EUR) je příjemným překvapením v podmínkách vysokého tlaku na úrokové marže a nulového růstu úvěrového trhu. Příznivý obrázek výnosů mírně kazí nižší výnos z poplatků a provizí (NFC), kde pokračuje slabý výkon především u výnosů z poplatků z obchodování s cennými papíry. Negativní překvapení na čistém zisku je nicméně důsledkem vyšších než očekávaných nákladů rizika (zvláště zhoršení situace v Maďarsku, viz dále) a především vyšší ztráty z přecenění či prodeje cenných papírů.
- Management Erste se na konferenci pro analytiky (a následné TK) vyjadřoval také k dalším tématům. Ke kapitálu opět zopakoval, že banka je připravena splatit státní porci participačního kapitálu (zatím k tomu od rakouské centrální banky nedostala povolení) a se současnou výší jádrového kapitálu je spokojená. Jako uspokojivou dlouhodobou úroveň jádrového tier 1 dle Basel III. uvedl A. Treichl hodnotu kolem 8,5%. Zároveň prohlásil, že názory trhu a samotné banky na kapitálovou vybavenost Erste se v poslední době výrazně sblížily a tlak na navýšení kapitálu ze strany trhu ztlačil.
- Treichl také řekl, že necítí tlak na floating části rumunské dcery BCR na burzu, podle něj by to snížilo hodnotu celé Erste. Cílem je naopak navýšit svůj podíl v BCR, ideálně na 100%. K případnému vstupu na polský trh zopakoval, že tento trh je pro Erste velmi zajímavý, nicméně v současné době nepřipravuje Erste žádnou velkou akvizici ani v Polsku, ani na jiném trhu. Zároveň poznamenal, že vydání nových akcií Erste by připadalo v úvahu jen právě v případě nutnosti financování významnější akvizice.
- Erste cíluje celoroční provozní zisk na úrovni 4 mld. EUR, což je mírně nad naší aktuální projekcí (3,96 mld. EUR) a potvrzuje také očekávání poklesu nákladů rizika o 10-20% mimo Rumunsko a Maďarsko. Tyto cíle vidíme jako reálné, celoroční čistý zisk nicméně bude zřejmě pod aktuálním očekáváním trhu, mimo jiné kvůli ztrátám na úrovni finančního výsledku. Pro druhé pololetí tak vidíme silný provozní výsledek a naopak relativně slabý čistý zisk.

### Provozní výnosy

- Celkové provozní výnosy díky silnému NII meziročně vzrostly o 1,2% a za celé první pololetí umazaly ztrátu na výsledky stejného období předchozího roku, vytvořenou v 1Q2011. Největším pozitivním překvapením výsledků jsou jednoznačně vysoké čisté úrokové výnosy (+59 mil. EUR vs. naše projekce). V prostředí rostoucího tlaku na úrokové marže, nulového růstu úvěrového trhu (objem poskytnutých úvěrů Erste vzrostl q/q o 1%, nicméně více než polovina z toho je pouze FX efekt) a úrovní NII v minulých kvartálech se jedná o překvapivě dobrý výkon. Erste uvádí jako hlavní příčiny vyšší marže na klientských vkladech a pozitivní výsledek operací na peněžním trhu (vyšší euro sazby).
- Pozitivní výsledek NII je do určité míry negován horšími výnosy z poplatků a provizí, kde vidíme neustále nepříznivé podmínky především u poplatků spojených s obchodováním s cennými papíry, výnosy z obchodování a ostatní výnosy dopadly přibližně v souladu s naší projekcí.

### Provozní náklady a provozní zisk

- Relativně příznivě se v 2Q2011 vyvíjely provozní náklady (OPEX), jejich růst o 1,9% y/y a mezikvartální stagnaci považujeme za adekvátní a poměr provozních nákladů k výnosům (CIR) díky tomu ve 2Q zůstal pod hranicí 49%. Erste, podobně jako jiné banky, již mírně „přitlačila na pilu“ v oblasti marketingu, q/q rostly také náklady na IT, právní a konzultační služby. To bylo kompenzováno nižšími personálními náklady (-1,7% q/q) – v této oblasti je Erste v posledních kvartálech velmi důsledná.
- Andreas Treichl řekl, že jasným cílem banky je letos dosáhnout provozního zisku ve výši 4 mld. EUR, tedy přibližně na úrovni loňského roku (3,99 mld. EUR). To je podle nás reálný cíl, v našem oceňovacím modelu jsme před výsledky za 2Q měli započítán provozní zisk 3,96 mld. EUR, díky lepšímu NII se proto hranice 4 mld. EUR jeví jako splnitelná, zvláště pokud dojde alespoň k mírnému oživení úvěrového trhu a růstu úrokových sazeb ze strany některých centrálních bank během 2H2011.

### Náklady rizika

- Co rozhodně Erste nyní trápí nejvíce, je vývoj v Rumunsku a v Maďarsku. Především díky těmto zemím se podíl nevykonných úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu stále ještě zhoršuje místo dříve očekávané stabilizace a postupného snižování během letošního roku. Zatímco nepříznivá situace v Rumunsku se opakuje již několik kvartálů, zhoršení vidíme v Maďarsku. Hlavní roli zde hraje nebezpečně posilující švýcarský frank – v této měně má velká část Maďarů denominované úvěry a silnější frank tak prodražuje jejich splátky. Šéf Erste Andreas Treichl dokonce hrozbu silnému franku označil za „největší akutní hrozbu“ pro hospodaření Erste.
- Banka nicméně stále cíluje pokles nákladů rizika o 10-20% vs. 2010 s výjimkou Rumunska a Maďarska. Náš odhad letošních nákladů rizika 1,77 mld. EUR se po 1H jeví jako výzva, nicméně je stále reálný (CoR v 1H2011 tvořily 53% námi projektované celoroční úrovně).

### Finanční výsledek a expozice vůči Řecku

- K horšímu čistému zisku kromě vyšších nákladů rizika přispěla také vyšší ztráta z přecenění cenných papírů. Erste přitom zatím nepřistoupila k odpisu hodnoty řeckých státních dluhopisů v souvislosti se závěry nedávného summitu EU (očekávaný cca 21% haircut) a nyní se rozhoduje, zda se připojí k plánu jiných bank. Erste také uvedla, že čistá hodnota řeckých státních bondů klesla z 405 mil. EUR ke konci června na současných 207 mil. EUR. Červencové prodeje řeckých bondů znamenají na jedné straně nižší potenciální odpis hodnoty stávajících dluhopisů v portfoliu Erste, na straně druhé lze očekávat ztrátu z prodeje v číslech za 3Q.
- Celkově hodnotíme výsledky Erste jako lepší na provozní úrovni a horší na úrovni čistého zisku, mírný pokles akcií Erste v reakci na výsledky považujeme za adekvátní.

#### Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, těžba uhlí, 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:moravanský@cyrrus.cz">moravanský@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jan Roh	Brno	<a href="mailto:roh@cyrrus.cz">roh@cyrrus.cz</a>	Automobilový průmysl

#### Trading & Sales:

Pavel Píkna	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:

Tomáš Machalický	Brno	<a href="mailto:machalicky@cyrrus.cz">machalicky@cyrrus.cz</a>
Jindřich Rovný	Praha	<a href="mailto:rovny@cyrrus.cz">rovny@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 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 nenesे 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