

# ERSTE GROUP BANK

29. února 2012

## Flash analýza výsledků hospodaření za 4Q/FY 2011

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

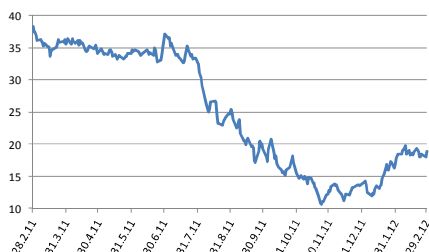
(mil. EUR)	4Q2011	4Q2011e CYRRUS	Tržní konsensus*	4Q2010	y/y	FY2011	FY2011e CYRRUS	FY2010	y/y
Čistý úrokový příjem	1 435	1 415	1 400	1 343	6,8%	5 569	5 549	5 439	2,4%
Poplatky a provize	435	458	455	473	-7,9%	1 787	1 810	1 843	-3,0%
Čisté provozní výnosy	1 955	1 909	1 889	1 847	5,8%	7 479	7 433	7 604	-1,6%
Provozní náklady	-959	-964	-970	-945	1,5%	-3 851	-3 856	-3 817	0,9%
Náklady rizika	-408	-474	-482	-433	-5,8%	-2 267	-2 333	-2 021	12,2%
Zisk před zdaněním	453	340	335	300	51,0%	-322	-435	1 324	NM
Čistý zisk pro akcionáře	254	235	220	245	3,8%	-719	-738	879	NM

\* tržní konsensus dle průzkumu Erste

Zdroj: Erste, CYRRUS

**Platné investiční doporučení: KOUPIT**  
**Cílová cena: 27,5 EUR**

Vývoj akcií Erste Group



### Základní informace o akciích Erste Group

Data ke dni:	29.2.2012
Cena akcie:	18,8 EUR
Počet vydaných akcií:	387 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	184 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	7,4 mld.
52-week max:	38,7 EUR
52-week min:	10,4 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

- Erste se „vybabrala“ z děsivého třetího kvartálu, v němž vykázala kvůli mnoha jednorázovým položkám obří ztrátu 1,5 mld. EUR a ve 4Q2011 se vrátila k tomu, co lze považovat za relativně „běžné“ kvartální výsledky. Čistým ziskem 254 mil. EUR překonala jak očekávání trhu (220 mil. EUR), tak i naši optimističtější predikci (235 mil. EUR). Celoroční ztráta tak byla redukována do spodní poloviny indikovaného pásma 700-800 mil. EUR (719 mil. EUR).
- Čistý úrokový příjem (NII) byl povzbuzen převodem celoročních úrokových výnosů plynoucích z aktiv v obchodní knize do NII v objemu 83,9 mil. EUR. Bez této položky by NII byl dle našeho odhadu někde kolem 1,38 mld. EUR, tedy pod naší projekci. Nutno na druhou stranu připomenout negativní vliv slabé CZK v 4Q na NII plynoucí z ČS (přechodný jev) a negativní dopad prodeje aktiv s cílem snížit rizikově vážená aktiva (trvalý efekt). Slabší byly výnosy z poplatků, naopak lepší než očekávané byly výnosy z obchodování, když převedení úrokových výnosů do NII bylo kompenzováno mj. ziskem z přecenění CDS ve výši cca 22 mil. EUR.
- Podporou pro čistý zisk byly nečekaně nízké opravné položky na špatné úvěry (408 mil. EUR vs. náš odhad 474 mil. EUR). Ačkoliv ve vývoji NPL vidíme i několik pozitivních signálů, došlo také ke snížení krytí NPL opravnými položkami a v průběhu letošního roku lze očekávat, že kvartální tvorba OP bude vyšší, než byla zaúčtována v 4Q (očekáváme průměrné hodnoty kolem 430-440 mil. EUR).
- Čísla za 4Q tak na základě výše uvedeného nejsou o tolik lepší, než se jeví na první pohled. Přesto si myslíme, že pozitivní reakce trhu na dnešní výsledky má logiku a je správná. Ne kvůli samotným výsledkům, ale spíše kvůli pokroku, který Erste učinila v úkolu dostat kapitálovou přiměřenost dle EBA na požadovanou úroveň 9%. Ke konci roku 2011 se dostala na 8,9% díky redukcí rizikově vážených aktiv (RWA) o 5,8 mld. EUR (což je více, než jsme očekávali) a dosaženému čistému zisku.
- Vzhledem k tomu, že v první polovině letošního roku očekáváme, že Erste vykáže další zisk, dále sníží RWA o cca 3 mld. EUR a bude profitovat z nedávno oznámeného odkupu hybridních aktiv, považujeme 9% hranici již za téměř jistě dosažitelnou. Vzhledem k tomu, že právě riziková prémie související s rizikem ředění akciového kapitálu byla v posledních měsících hlavním negativním faktorem pro akcie Erste, považujeme pozitivní reakci trhu za adekvátní.

## Provozní výnosy zůstávají pod tlakem, náklady pod kontrolou

- Jak již bylo uvedeno v úvodu, v provozních výnosech došlo ke změně účtování, když úrokové výnosy z aktiv náležících do obchodní knihy byly přeúčtovány z výnosů z obchodování do čistého úrokového příjmu (NII). Do 4Q2011 byly zaúčtovány výnosy náležící do celého roku 2011 ve výši 83,9 mil. EUR. Díky tomu se NII dostal nad naši projekci, po očištění byl nižší. Jeden z vlivů, nižší příspěvek ČS kvůli značnému oslabení CZK vůči EUR v 4Q, lze považovat za dočasný. Další vliv nicméně bude trvalé povahy: snaha Erste o snížení RWA bude mít negativní dopad na NII i v následujících kvartálech. I proto a vzhledem k tomu, že úvěrové portfolio Erste letos poroste zřejmě jen nepatrně (očekáváme +3,5% y/y) a plochý vývoj předpokládáme také u čisté úrokové marže, Erste předpokládá meziroční pokles NII.
- Výnosy z poplatků a provizí zaostaly za naším očekáváním, především kvůli nepříznivému vývoji poplatků z obchodování s cennými papíry. Letošní rok by nicméně měl být u této kategorie o něco lepší a po loňském 3% y/y poklesu očekáváme velmi mírný růst této kategorie v průběhu roku 2012. Výnosy z obchodování sice utrpěly odúčtováním úrokových výnosů z trading assets, ale pozitivní vliv mělo naopak přecenění CDS ve výši cca 22 mil. EUR. Celkové provozní výnosy tak ve 4Q dosáhly 1,96 mld. EUR vs. naše očekávání 1,91 mld. EUR.

## Náklady pod kontrolou, náklady rizika nižší než očekávané

- Provozní náklady se ve 4Q i nadále držely pod kontrolou (meziročně +1,5%) a byly reportovány mírně pod naši predikci. Pro letošní rok Erste očekává jejich další pokles (cíluje celoroční OPEX na úrovni 3,8 mld. EUR vs. 3,85 mld. EUR v roce 2011). Provozní zisk ve 4Q tak dosáhl téměř 1 mld. EUR vs. 0,9 mld. EUR ve stejném období loňského roku.
- Náklady rizika byly nižší než jsme očekávali, přestože se objem NPL nevyvíjel optimálně, zvláště v Maďarsku. Pro valuaci Erste je podstatný výhled tvorby opravných položek k úvěrům v letošním roce. Erste indikuje, že celoroční tvorba by měla zůstat pod úrovní 1,8 mld. EUR, což je v souladu s naší projekcí (1,74 mld. EUR). Kvartálně to v průměru znamená čistou tvorbu OP ve výši 430-440 mil. EUR.

## Kapitálový test EBA bude zřejmě bez potíží splněn

- Jak jsme již zmínili na úvodní straně, klíčovým poselstvím pro trhy je to, že Erste dokázala během 4Q2011 velmi úspěšně snížit RWA o téměř 6 mld. EUR, díky čemuž (a pochopitelně také díky vytvořenému zisku ve 4Q) dokázala přiblížit kýžené 9% hranici jádrového kapitálu dle definice EBA o 0,5 pb. Nyní je na úrovni 8,9% a kapitálový nedostatek tak byl snížen z 743 mil. EUR na již relativně zanedbatelných 166 mil. EUR. V první polovině roku očekáváme, že Erste vytvoří čistý zisk ve výši cca 0,5 mld. EUR a dále sníží RWA o indikovaných cca 3 mld. EUR. Díky tomu se dostane s kapitálovou přiměřeností EBA na úroveň přes 9,5%.
- Bude tak moci bez potíží vyplatit dividendu ze státního participačního kapitálu, i přesto, že v roce 2011 vykázala účetní ztrátu. Tendenci vyplatit dividendu z participačního kapitálu oznámil management Erste na konferenčním hovoru a i když výplatu bude muset ještě schválit valná hromada, očekáváme pozitivní rozhodnutí. Vzhledem k nejasnostem ohledně budoucího nastavení kapitálové regulace v Evropě Erste také potvrdila, že splacení participačního kapitálu bude časováno optimálně na rok 2014, od kdy se začne zvyšovat dividendy. Dle našeho modelu by v té době kapitálová přiměřenost Erste po očištění o participační kapitál měla přesahovat 9% hranici a splacení tohoto kapitálu v roce 2014 proto považujeme za reálné.

**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
Ondřej Moravanský	Brno	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jiří Šimara	Brno	<a href="mailto:simara@cyrrus.cz">simara@cyrrus.cz</a>	Ocelářský a automobilový průmysl
Tomáš Menčík	Brno	<a href="mailto:mencik@cyrrus.cz">mencik@cyrrus.cz</a>	Farmaceutický a chemický 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:**

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:behala@cyrrus.cz">behala@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 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