

KOMERČNÍ BANKA

SÍLA KAPITÁLU A DIVIDENDY

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

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: KOUPIŤ
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 4 150 CZK

Datum vydání analýzy: 13. října 2011
Současná tržní cena: 3 477 CZK
Potenciál k cílové ceně: 19,4%

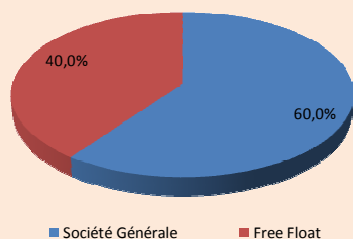
Předchozí doporučení: Koupit
Předchozí cílová cena: 4 503 CZK
Datum vydání předchozí analýzy: 26. srpna 2010

		2010	2011e	2012e	2013e
Čisté výnosy	(mil. CZK)	32 387	32 704	33 261	35 125
Zisk před zdaněním	(mil. CZK)	16 075	12 971	16 140	17 424
Čistý zisk	(mil. CZK)	13 330	10 647	13 115	14 073
Čistý zisk na akcii	(CZK)	351	280	345	370
P/E	(x)	9,9	12,4	10,1	9,4
P/B	(x)	1,8	1,8	1,6	1,5
Dividendový výnos	(%)	7,8%	6,0%	6,9%	7,5%

Vývoj akcií Komerční banky



Struktura akcionářů KB



Základní informace o akciích KB

Data ke dni: 13.10.2011
Cena akcie: 3 477 CZK
Počet vydaných akcií: 38,0 mil.
Tržní kapitalizace CZK: 132 mld.
Tržní kapitalizace EUR: 5,3 mld.
52-week max: 4 600 CZK
52-week min: 2 711 CZK
Průměrný denní objem: 320 mil. CZK

Sídlo firmy:

Na Příkopě 33
114 07 Praha 1
Česká republika

Web: www.kb.cz

ISIN: CZ0008019106
WKN: 888040
Bloomberg: KOMB CP
Reuters: BKOMsp.PR

- Akcie Komerční banky se v posledních měsících nevyhnuly poklesům, které postihly celý finanční sektor v Evropě. Tématem číslo jedna je přitom „řecká krize“ a s ní spojené odpisy řeckých dluhopisů. Komerční banka má největší expozici vůči řeckým vládním bondům v rámci bank v ČR a již ve výsledcích za 2Q2011 přistoupila k odpisu přibližně čtvrtiny účetní hodnoty těchto dluhopisů. Aktuální situace na trhu indikuje, že do konce roku zřejmě přijdou další odpisy v závislosti na jednáních o řízeném defaultu Řecka.
- My jsme již do modelu započítali další odpis řeckých dluhopisů z portfolia KB a to v celkové výši 50%. To by znamenalo, že KB ve výsledcích (pravděpodobně za 4Q2011) odepíše další téměř 2 mld. CZK. Čistý zisk za rok 2011 se tak zřejmě propadne o více než 2,5 mld. CZK pod hranici 11 mld. CZK. Důležité je, že pro hospodaření KB je sice tato ztráta z řeckých dluhopisů nepříjemná, ale neznamená žádná rizika pro kapitálovou nebo likvidní stabilitu banky. S jádrovým kapitálem tier 1 ve výši 14% Komerční bance nehrozí nutnost navýšit kapitál, s poměrem úvěrů k depozitům pod 75% je bezproblémová i likvidita banky.
- Důsledkem odpisu řeckých dluhopisů bude nicméně zřejmě nižší dividendy ze zisku 2011. Letos vyplacená mimořádně vysoká dividendy 270 CZK se zřejmě nebude opakovat, i když KB by teoreticky na výplatu další mimořádně vysoké dividendy bez problémů měla. Přesto konzervativně předpokládáme, že výplatní poměr bude někde kolem 75%, což by při očekávaném zisku na akcii 280 CZK znamenalo dividendu ve výši 210 CZK (dividendový výnos 6%).
- V dalších letech očekáváme, že Komerční banka zvýší oficiální rozpětí výplatního poměru k hranici 70% nebo dokonce 80% v závislosti na dalším vývoji pravidel Basel III. K tomu je třeba ještě dodat, že Komerční banka v posledních týdnech začala odkupovat vlastní akcie na trhu (buyback), i když zatím v malé míře a efekt zpětného odkupu jsme tak zatím konzervativně do modelu nezapočítali.
- Akcie Komerční banky se nyní obchodují za 9,4x P/E 2013e resp. 1,5x P/B 2013e. Tyto hodnoty považujeme vzhledem ke kapitálové a dividendové síle KB za relativně nízké. Náš dividendový diskontní model ukazuje **12-měsíční cílovou cenu Komerční banky ve výši 4 150 CZK**. Tato cena převyšuje tržní cenu akcií KB o téměř 20% a proto **ponecháváme naše investiční doporučení na stupni „koupit“**.

ERSTE GROUP BANK

PODZIMNÍ GENERÁLNÍ ÚKLID ŠANCÍ NA OBRAT?

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

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: **KOUPIT**
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: **27,5 EUR**

Datum vydání analýzy: 13. října 2011
Současná tržní cena: 18,2 EUR
Potenciál k cílové ceně: 51,5%

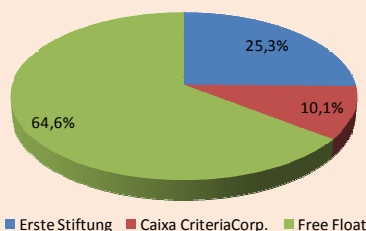
Předchozí doporučení: Držet
Předchozí cílová cena: 38,1 EUR
Datum vydání předchozí analýzy: 25. února 2011

		2010	2011e	2012e	2013e
Čisté výnosy	(mil. EUR)	7 805	7 770	7 821	8 146
Zisk před zdaněním	(mil. EUR)	1 515	-339	1 575	2 073
Čistý zisk	(mil. EUR)	1 015	-719	1 014	1 334
Čistý zisk na akcii	(EUR)	2,7	-1,9	2,7	3,5
P/E	(x)	7,9	NM	7,9	5,8
P/B	(x)	0,5	0,5	0,5	0,5
Dividendový výnos	(%)	3,9%	0,0%	3,7%	5,2%

Vývoj akcií Erste



Struktura akcionářů Erste



Základní informace o akciích Erste

Data ke dni: 13.10.2011
Cena akcie: 18,15 EUR
Počet vydaných akcií: 378,5 mil.
Tržní kapitalizace CZK: 170 mld.
Tržní kapitalizace EUR: 6,9 mld.
52-week max: 39,6 EUR
52-week min: 15,5 EUR
Průměrný denní objem: 30 mil. EUR

Sídlo firmy:

Graben 21
A-1010 Vienna
Austria

Web: www.erstegroup.com

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

- Erste Group Bank přichystala na začátku tohoto týdne investorům překvapení v podobě „velkého podzimního úklidu“ své rozvahy. Jednorázové oznámení několika různých opatření a změn způsobilo poměrně prudký pád akcií Erste, který tak ještě prohloubil letošní ztráty akcií této banky. Erste mimo jiné oznámila odpis goodwillu v Rumunsku a Maďarsku, vytvoření dodatečných opravných položek k úvěrům v Maďarsku nebo odpis hodnoty emitovaných CDS. Důsledkem je vysoká ztráta, která bude znamenat celoroční letošní ztrátu ve výši více než 700 mil. EUR.
- Erste je nyní ještě více než v minulosti titulem s vysokým potenciálem růstu a zároveň nadprůměrným rizikem. Největším rizikem je podle nás otázka kapitálové přiměřenosti, konkrétně možnosti vynuceného navýšení kapitálu v rámci plánu na rekapitalizaci evropských bank. Erste sice oznámila, že odložila záměr splatit státní participační kapitál, ani to ji však nemusí uchránit od případného navýšení kapitálu v rámci očekávaného plánu pro evropské banky. Nařazení kapitálu jsme do modelu nezapočetali, nicméně předpoklady modelu jsme stanovili velmi konzervativně (náklady kapitálu 12,5%), abychom dobře reflektovali zvýšená rizika, kterým nyní Erste čelí.
- Ačkoliv tento týden oznámená opatření povedou ke ztrátě za rok 2011, pozitivním dopadem může být lepší průhlednost bilance Erste, díky čemuž by se investoři mohli v blízké budoucnosti opět více zaměřit na růstový potenciál banky na CEE trzích. Podmínkou ovšem je, aby se Erste podařilo vyřešit problémy, které má nyní v Maďarsku a aby se evropské ekonomiky nedostaly do nové, hlubší ekonomické recese. S výrazným zpomalením ekonomického růstu v zemích CEE v našem oceňovacím modelu počítáme, snížili jsme mj. předpoklad růstu úvěrů a posunuli vrchol podílu nevykonných úvěrů v některých zemích (Rumunsko, Maďarsko).
- Jsme přesvědčeni, že výše popsaná rizika, kterým Erste čelí, jsou v současné tržní ceně již velmi dobře reflektována. Akcie Erste se obchodují na úrovni 0,5x P/B 2012e, 7,9x P/E 2012e resp. 5,8x P/E 2013e. Tyto hodnoty podle nás znamenají, že trh již minimálně částečně diskontuje možnost navýšení kapitálu Erste. To by mělo limitovat případnou negativní reakci trhu, pokud k tomuto kroku skutečně dojde, na straně druhé to znamená možnost silného růstu akcií Erste v případě, že banka k navýšení kapitálu nebude donucena. Náš dividendový diskontní model ukazuje **12-měsíční cílovou cenu akcií Erste ve výši 27,5 EUR**. Tato cena je o více než 50% nad aktuální tržní cenou, proto **zvýšujeme naše investiční doporučení z „držet“ na „koupit“**.

Erste oznámila „podzimní generální úklid“

V pondělí 10. října oznámila nečekaně Erste sérii opatření, která můžeme souhrnně nazvat „velkým podzimním úklidem bilance“. Některá opatření jsme očekávali později, jiná jsou překvapením, celkově mají negativní dopad na férovou hodnotu Erste. Pozitivním faktorem může být, že jednorázová „šoková“ terapie, kterou se Erste rozhodla provést, může přinést větší transparentnost a lepší visibilitu do budoucího vývoje hospodaření Erste.

a) Odpis goodwillu v Maďarsku a Rumunsku

Odpis goodwillu v Rumunsku jsme očekávali, i když až tradičně v důsledku testování goodwillu ke konci 4Q/roku. Erste měla v účetních knihách stále ještě vysoký, 1,8 mld. EUR goodwill související s nákupem BCR v roce 2006. Vzhledem k aktuální situaci v rumunské ekonomice a také k ceně, kterou Erste zaplatila za odkup minoritních podílů od rumunských regionálních investičních fondů (viz dále), jsme s odpisem goodwillu počítali ve výsledcích za 4Q2011. Erste ponížila goodwill již ve 3Q a to ve výši **700 mil. EUR před zdaněním, resp. 627 mld. EUR po zdanění**. V knihách tak zůstává goodwill spojený s BCR ve výši 1,1 mld. EUR, o němž sice management Erste říká, že je již více než dobře podložený fundamentem a navýšením podílu v BCR, podle nás však stále existuje reálné riziko dalšího odpisu v průběhu roku 2012.

Odpis v Maďarsku je nižší, konkrétně se jedná o úplný **odpis goodwillu spojeného s nákupem Postabank v roce 2003 a to ve výši 312 mil. EUR** (před zdaněním i po zdanění). Celkově tak Erste k 3Q2011 odepsala 1 012 mil. EUR goodwillu (resp. 939 mil. EUR po zdanění), což je pochopitelně adekvátně projev ve výsledovce (P&L). Zde je nicméně nutné poznamenat, že goodwill se tradičně odečítá od regulatorního kapitálu a odpis tedy nebude mít na regulatorní kapitál vliv.

b) Navýšení opravných položek k úvěrům v Maďarsku

Dalším oznámeným krokem je navýšení opravných položek v Maďarsku. Část navýšení rezerv jsme očekávali a souvisí s nedávno přijatým opatřením maďarské vlády v oblasti možnosti předčasného splacení hypoték denominovaných v CHF a EUR. Značné posilování CHF v letošním roce (+21% do začátku srpna, kdy SNB intervenovala a srazila CHF, který se nyní vůči HUF pohybuje již „jen“ o 8% výše než na začátku roku 2011) přivedlo maďarskou vládu k návrhu, podle něhož mohou ti, kteří mají hypotéku či jiný úvěr na bydlení denominovaný v CHF, jednorázově splatit celý úvěr při fixním kurzu 180 HUF/CHF (platí i pro úvěry v EUR, kde byl stanoven kurz 250 HUF/EUR, úvěrů v EUR je nicméně v Maďarsku výrazně méně). Možnost platí jen pro ty, kteří uzavírali smlouvu o úvěru při kurzu pod 180 HUF/EUR, což efektivně znamená vyloučení většiny úvěrů uzavřených po roce 2008 (v roce 2009 se objevily jen krátké epizody, kdy byl kurz pod 180 HUF/EUR). Termín pro případné předčasné splacení je stanoven do konce roku 2011.

Klíčovým důsledkem je, že ztráta způsobenou rozdílem hodnoty úvěrů denominovaných v CHF resp. EUR při tržním kurzu a zafixovaném kurzu jde na vrub bank, které tyto úvěry poskytly. Podle dat agentury Fitch je přitom v CHF denominováno 67% úvěrů na bydlení pro maďarské domácnosti a ztráty, které půjdou za bankami, sníží kapitálovou přiměřenost celého sektoru o cca 1,5 pb (při 25% akceptaci).

Erste vytvořila vůči těmto hypotékám opravnou položku ve výši 200 mil. EUR, přičemž tvora OP je založena na předpokladu 20% míry akceptace nabídky. My jsme v níže uvedené tabulce vypočítali očekávaný dopad (ztrátu) pro Erste při různých mírách akceptace. Pokud vezmeme v úvahu jako základní scénář 20% akceptaci, potom nám vychází o něco nižší ztráta než 200 mil. EUR, nicméně nemáme k dispozici přesná čísla o úvěrech a jejich kolaterálu, takže se jedná pouze o orientační čísla. Důležité je nicméně především vidět rozdíly ve ztrátě pro Erste při různých úrovních akceptace vzhledem k tomu, že míra akceptace se odhaduje jen velmi těžko.

Potenciální ztráta Erste z předčasného splacení úvěrů na bydlení v Maďarsku

		Míra participace						
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
Objem úvěrů Erste v Maďarsku v HUF	(mld. HUF)	880	880	880	880	880	880	880
Objem úvěrů Erste v Maďarsku v EUR	(mld. HUF)	150	150	150	150	150	150	150
Objem úvěrů v CHF+EUR celkem	(mld. HUF)	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030
Aktuální kurz HUF/CHF	(x)	240	240	240	240	240	240	240
Aktuální kurz HUF/EUR	(x)	293	293	293	293	293	293	293
Fixovaný kurz HUF/CHF	(x)	180	180	180	180	180	180	180
Fixovaný kurz HUF/EUR	(x)	250	250	250	250	250	250	250
Objem úvěrů Erste v Maďarsku v CHF	(mld. CHF)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Hodnota úvěrů Erste při fixovaném kurzu	(mld. HUF)	660	660	660	660	660	660	660
Objem úvěrů Erste v Maďarsku v EUR	(mld. EUR)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Hodnota úvěrů Erste při fixovaném kurzu	(mld. HUF)	128	128	128	128	128	128	128
Celková hodnota úvěrů v EUR+CHF při fixním kurzu	(mld. HUF)	788	788	788	788	788	788	788
Potenciální ztráta pro Erste	(mil. EUR)	41	83	124	165	206	248	289
Potenciální ztráta na akcii Erste	(EUR)	0,11	0,22	0,33	0,44	0,55	0,65	0,76
Ztráta jako procento zisku Erste 2010	(%)	5%	9%	14%	19%	24%	28%	33%

Zdroj: Erste, Bloomberg, Fitch, CYRRUS, a.s.

Kromě 200 mil. EUR rezervy k výše uvedeným hypotékám Erste vytváří další **dodatečné OP k úvěrům v Maďarsku ve výši 250 mil. EUR**. Toto navýšení je zdůvodněno změnou ekonomické situace v Maďarsku a následnou změnou adekvátní výše NPL krytí na cílových 62%. Celkově tak Erste navýší rezervy o 450 mil. EUR a zároveň navýší kapitál maďarské Erste o 600 mil. EUR. Vyšší tvorba OP na rozdíl od goodwillu má negativní dopad nejen do P&L, ale také do regulatorního kapitálu. Náklady rizika se díky tomu zvýší místo 1,9 mld. EUR očekávaných námi (resp. 1,8 mld. EUR avizovanými Erste) na 2,3 mld. EUR.

c) Reklasifikace CDS

Položka, s níž jsme nepočítali, se týká reklasifikace vydaných credit-default swapů (CDS), které firma emitovala do roku 2008. Tyto CDS dosud držela mimorozvahově jako finanční záruky se záměrem držet je do splatnosti. Poté, co IASB vydala v létě stanovisko, z něhož bylo zřejmé, že tyto CDS nesplňují podmínky pro zařazení jako finanční záruky, musela je Erste přesunout do rozvahy a začít je účtovat jako finanční deriváty. Tato akce má dvě klíčové konsekvence: zaprvé, CDS budou nyní místo ocenění v historických cenách oceňovány v tržních cenách (mark-to-market). To si samozřejmě vzhledem k aktuální situaci na trhu vyžádá jejich zpětné **přecenění ve výši 280 mil. EUR proti kapitálu (resp. 149 mil. EUR proti kapitálu před rokem 2010 a 132 mil. EUR do P&L loňského roku) a 180 mil. EUR do P&L v 3Q2011**. Druhým důsledkem je pravděpodobné zvýšení volatility výsledků Erste, což bude chtít management Erste eliminovat co nejrychlejším prodejem CDS, samozřejmě s přihlédnutím k podmínkám na trhu.

d) Přejít na model efektivní úrokové míry (EIR)

Erste se v rámci skupiny připravuje na povinné zavedení modelů efektivní úrokové míry (EIR), na něž musí banky dle IFRS 9 přejít nejpozději na začátku roku 2015. V důsledku toho Erste oznámila, že proti kapitálu zaúčtuje 210 mil. EUR ztrátu za roky 2005-2010. Dopad do výsledků za 9M2011 (do P&L) bude relativně nízký, cca 10 mil. EUR.

Shrnutí dopadů opatření oznámených 10.10.2011 obsahuje následující tabulka. Ta ukazuje, že souhrnný dopad oznámených opatření Erste činí 1,6 mld. EUR do výkazu zisků a ztrát v letošním roce resp. 2,1 mld. EUR do kapitálu (z toho však jen 0,76 mld. EUR do regulatorního kapitálu, což představuje jen cca 6% kapitálu tier 1 neboli 0,56 bazických bodů tier 1. Dopad do regulatorního kapitálu se přibližně rovná očekávanému čistému zisku pro akcionáře v letošním roce bez efektu výše uvedených opatření. Jinými slovy, Erste spotřebovala vygenerovaný letošní zisk právě na zmíněná opatření.

Přehled dopadů oznámených opatření Erste na výkaz zisků a ztrát a bilanci banky

(mil. EUR)	P&L (před zdaněním)	P&L (po zdanění)	Vlastní kapitál	Regulační kapitál
Odpis goodwillu Rumunsko	700	627	627	0
Odpis goodwillu Maďarsko	312	312	312	0
Opravná položka proti FX ztrátám Maďarsko	200	200	200	200
Dodatečné opravné položky Maďarsko	250	250	250	250
Reklasifikace CDS	180	180	460	310
Efektivní úroková míra	10	10	220	0
Celkový dopad	1 652	1 579	2 069	760
<i>Dopad na akcii (EUR)</i>	<i>4,4</i>	<i>4,2</i>	<i>5,5</i>	<i>2,0</i>
<i>Dopad jako % čistého zisku 2010 (P&L) resp. tier 1 2Q2011 (kapitál)</i>	<i>163%</i>	<i>156%</i>	<i>16%</i>	<i>6%</i>
<i>Negativní vliv na tier 1 v bazických bodech</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>1,57%</i>	<i>0,58%</i>

Zdroj: Erste, CYRRUS, a.s.

Dopady do hospodaření Erste

Negativní dopady oznámených opatření na hospodářské výsledky Erste jsou nevyhnutelné. Na druhou stranu se domníváme, že velká část těchto rizik je již velmi dobře započítána v současném tržním ocenění akcií Erste a v příštích měsících se může u akcií Erste objevit pozitivní vliv výše analyzovaných opatření v tom smyslu, že ze „skříně Erste již vypadli další kostlivci“ a potenciál pro budoucí nová negativní překvapení se v tomto směru snížil, i když ještě zřejmě ne zcela vyčerpán.

Erste zveřejnila indikativní čísla provozního i čistého zisku pro 3Q i 4Q2011 a tím i celý rok 2011. V 3Q2011 bude logicky situace nejhorší a Erste odhaduje, že dosáhne čisté ztráty ve výši 1,45 mld. EUR, ve 4Q potom činí její guidance 150-250 mil. EUR zisk při 850-950 mil. EUR provozního zisku. Obě čísla pro 4Q vnímáme jako poměrně konzervativní, sám šéf Erste Treichl připouští, že výsledek může být spíše na horní nebo i nad horní hranici avizovaného rozpětí. Ve 3Q2011 negativně ovlivní výsledek kromě výše analyzovaných opatření také nepříznivý vývoj výnosů z obchodování, kde podle managementu Erste velmi nepříznivý srpen (CDS) sníží výnos z obchodování výrazně pod „běžné úrovně“.

My na základě těchto slov očekáváme výnos u této kategorie ve 3Q na úrovni 23 mil. EUR, ve srovnání se 140 mil. EUR v 1Q a 109 mil. EUR ve 2Q letošního roku. Pro 4Q počítáme s provozním ziskem kolem 1 mld. EUR a čistým ziskem u horní hranice indikovaného rozpětí 150-250 mil. EUR. Celoročně by tak Erste měla dosáhnout provozního zisku 3,89 mld. EUR a čistá ztráta by měla činit mírně přes 700 mil. EUR, tedy na spodní hranici indikovaného rozpětí (700-800 mil. EUR).

Očekávané hospodářské výsledky Erste ve zbytku roku 2011

(mil. EUR)	1Q2011	2Q2011	3Q2011e	4Q2011e	9M2011e	FY2011e
Net interest Income	1 296	1 394	1 382	1 409	4 071	5 481
Fees & Commissions	481	474	473	504	1 428	1 932
Other net op. Income	140	109	23	84	272	356
Total net revenues	1 917	1 977	1 878	1 997	5 772	7 768
Operating Costs	-963	-963	-970	-986	-2 897	-3 883
Operating profit	954	1 014	908	1 011	2 875	3 886
Costs of risk	-460	-480	-931	-468	-1 871	-2 339
Financial result	-100	-164	-1 432	-191	-1 696	-1 887
Pre-tax profit	394	369	-1 456	352	-693	-340
Tax	87	81	-15	77	153	230
Net Income	307	288	-1 441	275	-845	-571
Minority interests	47	53	10	41	109	150
Net Income after minorities	261	236	-1 451	234	-954	-721
EPS (EUR)	0,69	0,62	-3,83	0,62	-2,52	-1,90

Zdroj: Erste, CYRRUS, a.s.

Výhled hospodaření Komerční banky

Komerční banka dosáhla za 1H2011 čistého zisku ve výši 5,48 mld. CZK, což představovalo 15,5% y/y pokles. Tento pokles byl způsoben především výše analyzovaným odpisem části hodnoty řeckých vládních dluhopisů z AFS portfolia KB. Po očištění o tento faktor byl pololetní zisk KB byl na přibližně stejné úrovni jako ve stejném období loňského roku.

Provozní výnosy stagnují. Úvěrový trh v ČR zůstává zatím bez oživení s výjimkou úvěrů na bydlení, které naopak v letošním roce dynamicky rostou (objem hypotečních úvěrů +11% y/y za 1H2011, úvěry ze stavebního spoření +6%). Ve 2Q2011 přesto došlo k určitému nadějněmu vývoji také u korporátních úvěrů a i díky tomu činil celkový objem poskytnutých úvěrů k 30.6.2011 421,9 mld. CZK, což je o více než 9% více než před rokem. Část tohoto nárůstu je ovšem důsledkem akvizice SGEF. Management Komerční banky hovoří o celkovém nárůstu úvěrů letos o 6-8%, my v modelu počítáme s růstem o 7,8%, tedy na horní hranici indikovaného rozpětí, čemuž nasvědčují jak pololetní data, tak i další dostupná čísla z českého úvěrového trhu. Pod tlakem konkurence a trhu jsou výnosy z poplatků, kde letos očekáváme y/y pokles NFC, stejně jako u výnosů z obchodování.

Předpoklady modelu a vybrané očekávané hodnoty KB

		2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Růst objemu úvěrů brutto	(%)	3%	8%	6%	10%	12%	8%
Čistá úroková marže (NIM)	(%)	3,04%	3,02%	2,97%	3,00%	3,06%	3,07%
Čistý úrokový výnos	(mil. CZK)	21 431	22 173	22 478	24 000	25 737	27 369
Výnos z poplatků a provizí	(mil. CZK)	7 726	7 687	7 798	8 035	8 256	8 445
Celkové provozní výnosy	(mil. CZK)	32 387	32 704	33 261	35 125	37 190	39 124
Růst provozních výnosů	(y/y)		1,0%	1,7%	5,6%	5,9%	5,2%
Provozní náklady	(mil. CZK)	12 667	13 509	13 908	14 551	15 163	15 742
Růst provozních nákladů	(y/y)		6,6%	3,0%	4,6%	4,2%	3,8%
Poměr nákladů k výnosům (CIR)	(%)	39,1%	41,3%	41,8%	41,4%	40,8%	40,2%
Náklady rizika (CoR)	(bp)	79	136	61	55	52	50
Opravné položky k úvěrům a CP	(mil. CZK)	3 100	5 664	2 714	2 650	2 782	2 940
Zisk před zdaněním	(mil. CZK)	16 075	12 971	16 140	17 424	18 745	19 942
Efektivní daňová sazba	(%)	17%	17%	18%	18%	18%	18%
Čistý zisk po minoritních podílech	(mil. CZK)	13 330	10 647	13 115	14 073	15 140	16 107
RWA	(mil. CZK)	343 238	370 409	386 592	424 210	471 154	506 274
Celková aktiva	(mil. CZK)	698 014	740 818	773 184	831 785	906 066	964 331

Zdroj: KB, CYRRUS, a.s.

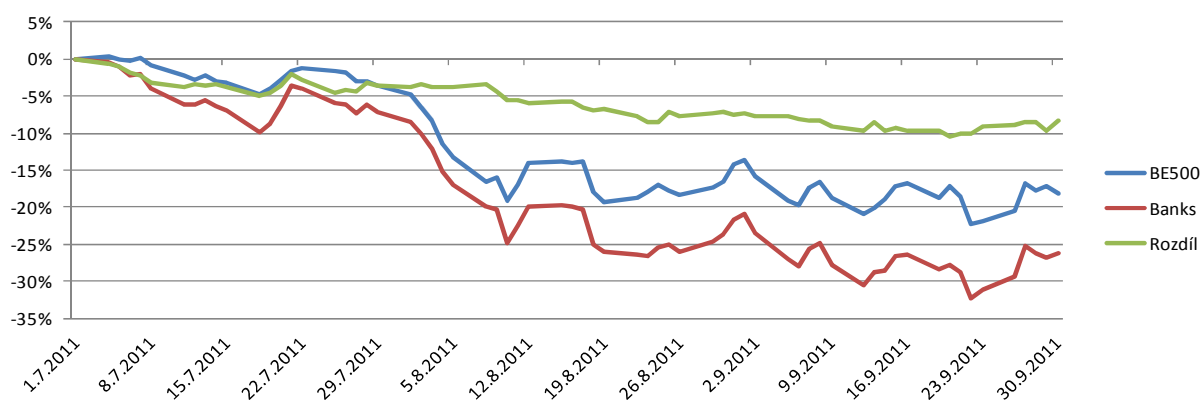
Aktuální makroekonomická situace znamená, že rizika jsou vychýlena směrem k horšímu vývoji (tj. nižšímu ekonomickému růstu), což se z hlediska hospodaření KB v příštím roce odrazí především v pravděpodobném odložení oživení úvěrového trhu a také v posunu začátku snižování podílu NPL na úvěrech dále do budoucnosti. CFO Komerční banky Pavel Čejka v nedávném rozhovoru pro Reuters mimo jiné řekl, že v roce 2012 očekává růst úvěrů v rozmezí 5-7% a náklady rizika by se měly pohybovat kolem 50-60 bp. Čejka dále řekl, že náklady v roce 2012 porostou pravděpodobně rychleji nebo stejně rychle jako výnosy a snižování CIR se tak odkládá pravděpodobně až na rok 2013. Toto je jednoznačný signál zhoršení ekonomických očekávání, protože KB ještě v létě po výsledcích za 2Q hovořila o tom, že již v roce 2012 by provozní výnosy měly růst rychleji než náklady.

Na aktuální ekonomický vývoj a výhledy jsme reagovali v našem modelu snížením očekávaného růstu úvěrů v roce 2012 na 6%, přičemž výraznější oživení (+10% y/y) očekáváme nyní až v roce 2013, kdy by se k již dnes dobře rostoucímu hypotečnímu segmentu měly přidat i korporátní a spotřebitelské úvěry. Stejně tak v souladu s guidance managementu KB očekáváme v příštím roce rychlejší růst nákladů (+3% y/y) než výnosů (+1,7%) a obrat tohoto poměru v roce 2013 (viz tabulka výše). Mírně jsme také zvýšili naši projekci nákladů rizika pro rok 2012 (61 bp vs. 56 bp dříve), přesto očekáváme v příštím roce o cca 2,5 mld. CZK vyšší čistý zisk kvůli absenci odpisů vládních dluhopisů země PIIGS.

BANKY POD TLAKEM OBAV Z RECESE A DLUHOVÉ SITUACE

Léto 2011 přineslo na akciové trhy výprodeje, které byly vyprovokovány obavami investorů z oslabení globálního ekonomického růstu či dokonce z příchodu druhé vlny hospodářské recese a neutěšenou dluhovou situací zemí eurozóny i USA. Jak ilustruje obrázek níže, bankovní sektor byl výprodeji postižen velmi citelně, což koresponduje s fundamentálními faktory, které poklesy zapříčinily.

Srovnání vývoje bankovního indexu Bloomberg Banks a panevropského Bloomberg 500 v 3Q2011



Zdroj: Bloomberg

Tématem léta pro evropské banky je nepochybně „evropská dluhová krize“. Na začátku prázdnin se vyhrotila situace okolo Řecka a výrazně zhoršilo vnímání italského dluhu (a samozřejmě také dalších zemí PIIGS). Situace vyústila v mimořádný summit EU, na němž bylo mimo jiné dohodnuto, že banky přistoupí na restrukturalizaci řeckého dluhu tak, že výsledkem by mělo být v průměru 21% snížení hodnoty řeckých státních dluhopisů (haircut) v bilancích dotčených bank. Tato dohoda je z pohledu mezinárodních účetních standardů (IFRS) považována za událost, která vyžaduje adekvátní odpis hodnoty řeckých dluhopisů držících v bankovních knihách bank (ať už v aktivech držících do splatnosti – HtM – nebo v aktivech realizovatelných – AfS).

K odpisu části hodnoty řeckých vládních dluhopisů přistoupila Komerční banka ve výsledcích za 2Q, u Erste tento krok očekáváme ve výsledcích za 3Q. Komerční banka vlastnila k 30.6.2011 řecké dluhopisy v účetní hodnotě 7 mld. CZK (184 CZK/akcii), po červencovém summitu EU se rozhodla odepsat hodnotu 1,7 mld. CZK (44 CZK/akcii), což odpovídá 21% haircutu plus hodnotě neamortizované prémie (celkem cca 24% účetní hodnoty dluhopisů). Zbývající účetní hodnota (v AfS portfoliu) je tedy 5,3 mld. CZK.

Aktuální situace indikuje, že odsouhlasený 21% haircut zřejmě nebude konečným, navíc regulátoři tlačí banky k tomu, aby hodnotu PIIGS dluhopisů ve svých bankovních knihách odepsali v souladu s tržními cenami, které v případě Řecka implikují minimálně 50% haircut. Očekáváme tak, že KB bude zřejmě muset přistoupit k dalšímu haircutu v závislosti na vývoji jednání mezi Řeckem na jedné straně a EU/MMF a IIF na straně druhé. Při navýšení haircutu na 50% by tak KB odepsala další cca 2 mld. CZK, neboli 53 CZK/akcii před zdaněním.

Potenciální výše odpisů zahraničních státních dluhopisů z portfolií KB

	Účetní hodnota dluhopisů (mld. CZK)					Haircut (CZK/akcii)									
	HtM	AfS	FV	Celkem	Na akcii*	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Řecko**	0,0	5,3	0,0	5,3	184	18	37	55	74	92	111	129	148	166	184
Itálie	0,0	8,2	0,0	8,2	216	22	43	65	86	108	129	151	173	194	216
Polsko	0,0	7,0	0,0	7,0	184	18	37	55	74	92	111	129	147	166	184
Slovensko	0,0	5,2	2,0	7,2	137	14	27	41	55	68	82	96	109	123	137
Portugalsko	0,3	0,0	0,0	0,3	7	1	1	2	3	3	4	5	5	6	7
Celkem	0,3	25,7	2,0	28,0	736	74	147	221	294	368	441	515	588	662	736

* Pouze HtM a AfS portfolia. Zdroj: KB, CYRRUS, a.s. ** Haircut na akcii je počítán z původní částky před odpisem ve 2Q, tj. z 7 mld. CZK

Tabulka výše ukazuje, že KB má ve svém portfoliu zahraniční vládní dluhopisy ve výši cca 28 mld. CZK, tj. 736 CZK na akcii. Přibližně polovina této expozice je spojena s podle nás velmi bezpečnými dluhopisy Polska a Slovenska, v zemích PIIGS je expozice celkem 13,8 mld. CZK (362 CZK/akcii), z toho největší porce, 8,2 mld. CZK, v italských státních dluhopisech. My v současné době, i přes nepříznivé události kolem italského dluhu během léta považujeme pravděpodobnost defaultu Itálie za velmi nízkou a z tohoto titulu neočekáváme žádné odpisy italských dluhopisů, které KB drží.

Erste měla k 30.6.2011 expozici (bez spořitelny) 1,38 mld. EUR (3,65 EUR/akcii), z toho vůči Řecku 405 mil. EUR (1,07 EUR/akcii). Podle komentářů managementu Erste navíc během července dále snížila expozici vůči Řecku až na 207 mil. EUR (0,55 EUR/akcii) a podle předběžných čísel ke konci 3Q činila její expozice vůči řeckému suverénnímu dluhu jen 13 mil. EUR (plus 119 mil. EUR bankovní expozice). Celková expozice Erste vůči suverénnímu dluhu PIIGS pak klesla na 0,65 mld. EUR, tedy cca na polovinu hodnoty z předchozího kvartálu.

Erste na rozdíl od většiny jiných bank ve výsledcích za 2Q2011 nepřistoupila k 21% haircutu – ten lze tedy očekávat ve výsledcích za 3Q2011, nicméně při aktuální expozici vůči Řecku se bude jednat o již naprosto zanedbatelnou částku a to i pokud by aplikovaný haircut byl vyšší než 21%.

Potenciální výše odpisů vládních dluhopisů zemí PIIGS v portfoliích Erste

	Účetní hodnota dluhopisů (mil. EUR)					Haircut (EUR/akcii)										
	HtM	AfS	FV	Celkem	Na akcii*	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	
Řecko	5	0	8	13	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Itálie	2	30	510	542	0,09	0,01	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09	0,09
Španělsko	12	30	-24	18	0,11	0,01	0,02	0,03	0,04	0,06	0,07	0,08	0,09	0,10	0,11	0,11
Irsko	15	0	59	74	0,04	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04
Portugalsko	0	0	-4	-4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Celkem	35	60	550	644	0,25	0,02	0,05	0,07	0,10	0,12	0,15	0,17	0,20	0,22	0,25	0,25

* Pouze HtM a AfS portfolia. Zdroj: Erste (data k 30.6.2011), CYRRUS, a.s.

Analýzu expozice vůči PIIGS vládním dluhopisům obou bank doplňujeme na závěr potenciálními odpisy při různých scénářích dalšího vývoje evropské dluhové krize. Z tabulky níže je vidět, že pro KB představuje největší riziko odpis řeckých a italských dluhopisů, při extrémním scénáři by odpis dosáhl necelých 300 CZK/akcii, tedy méně než 10% aktuální ceny akcií KB na trhu. U Erste jsou odpisy naprosto zanedbatelné i při extrémním scénáři.

Potenciální odpisy vládních dluhopisů KB a Erste při různých scénářích dalšího vývoje evropské dluhové krize

		Řecko	Itálie	Portugalsko	Španělsko	Irsko	
Aktuální situace	(%)	21%	0%	0%	0%	0%	
Haircut - základní scénář	(%)	50%	0%	20%	0%	20%	
Haircut - negativní scénář A	(%)	50%	10%	30%	20%	30%	
Haircut - negativní scénář B	(%)	70%	20%	50%	50%	50%	
Haircut - extrémní scénář	(%)	100%	50%	100%	100%	100%	

Komerční banka		Řecko	Itálie	Portugalsko	Španělsko	Irsko	Suma
Aktuální situace	(CZK/akcii)	44	0	0	0	0	44
Haircut - základní scénář	(CZK/akcii)	92	0	1	0	0	94
Haircut - negativní scénář A	(CZK/akcii)	92	22	2	0	0	116
Haircut - negativní scénář B	(CZK/akcii)	129	43	3	0	0	176
Haircut - extrémní scénář	(CZK/akcii)	184	108	7	0	0	299

Erste Group Bank		Řecko	Itálie	Portugalsko	Španělsko	Irsko	Suma
Aktuální situace	(EUR/akcii)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Haircut - základní scénář	(EUR/akcii)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Haircut - negativní scénář A	(EUR/akcii)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Haircut - negativní scénář B	(EUR/akcii)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Haircut - extrémní scénář	(EUR/akcii)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2

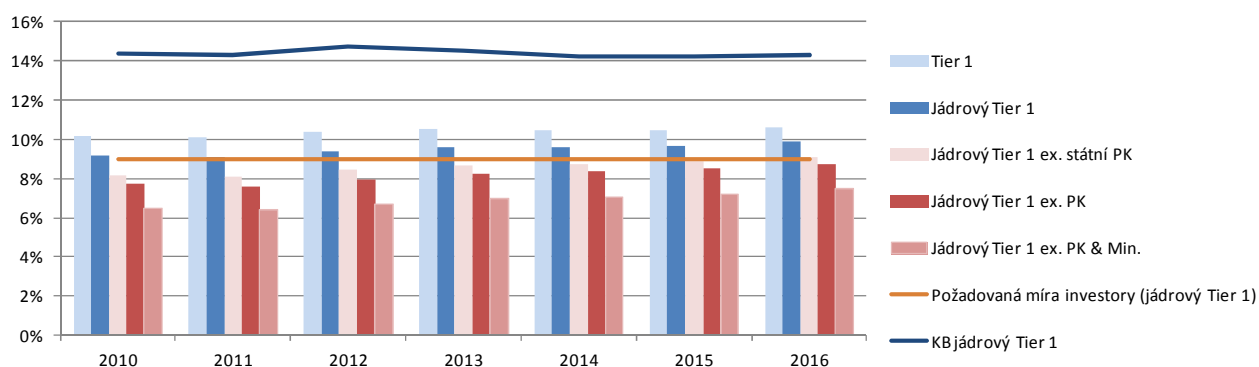
Zdroj: Erste, KB, CYRRUS, a.s.

KAPITÁL V HLAVNÍ ROLI U ERSTE

Z výše uvedeného je patrné, že odpis řeckých a případně ani dalších PIIGS dluhopisů by neměl devastující účinky na zisk KB ani Erste. Pokud se na problematiku odpisů podíváme optikou kapitálové vybavenosti obou bank, potom by odpis KB ve výši 4,4 mld. CZK (tj. realizace negativního scénáře A viz výše) představoval cca 8% tier 1 kapitálu Komerční banky. Ačkoliv dopad do kapitálu by byl mnohem vyšší u KB, její výrazně silnější kapitálový polštář znamená, že odpis by pro KB byl ve skutečnosti relativně nevýznamným tématem.

Kapitálová přiměřenost KB na úrovni tier 1 činila k 30.6.2011 14,9%, stejný ukazatel u Erste byl 10,5%. Ve druhém případě je nutné nicméně brát v potaz to, že část kapitálu je tvořena participačním kapitálem (PK). Erste zatím nedostala povolení k vrácení státní části tohoto participačního kapitálu (1,22 mld. EUR) a podle posledních informací se splacení státního PK odkládá minimálně o rok, tzn. zřejmě nejdříve do druhé poloviny příštího roku. Bez státního PK činil tier 1 k 30.6.2011 u Erste 9,5% resp. 9,0% bez celkového PK, jádrový kapitál dle Basel III. potom 8,5% resp. 8,0%.

Srovnání kapitálové přiměřenosti KB a Erste



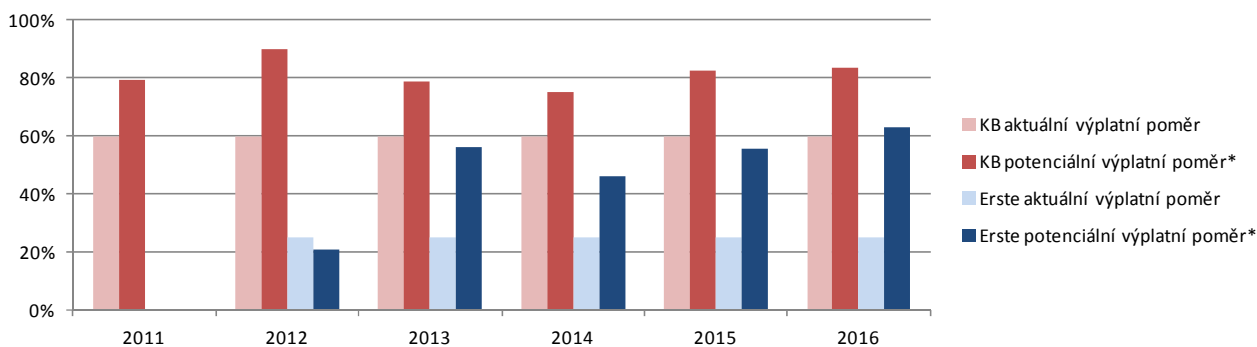
Zdroj: Erste, KB, CYRRUS, a.s.

Druhým klíčovým rizikem pro Erste je zavádění pravidel Basel III., kde stále není jasné, zda banka obdrží výjimku z hlediska kvalifikace minoritních podílů v regionálních spořitelnách. Připomeňme, že Erste má od roku 2002 uzavřenu se spořitelny smlouvu o vzájemném ručení a ovládá rozhodovací orgány spořitelny. Ačkoliv v nich nemá majoritu, tyto spořitelny tedy konsoliduje, přičemž podle nových pravidel Basel III. by velkou část těchto minoritních podílů (cca 2/3, neboli 1,5 mld. EUR) nemohla počítat do jádrového kapitálu. V číslech kapitálové přiměřenosti to znamená velmi významný podíl cca 1,3 pb. Jinými slovy, jádrový kapitál dle Basel III. by nyní měla Erste místo 9,5% 8,2%, po odečtení státního PK pak pouze 7,2%. A to již je hodnota, která by zřejmě trh vyprovokovala k tlaku na navýšení kapitálu ze strany Erste. Plán Erste nicméně počítá s tím, že pokud by Erste nedostala výjimku, učinila by neprodleně kroky, které by ochránily její kapitál, tzn. zřejmě dekonsolidaci spořitelny.

DIVIDEDNOVÝ POTENCIÁL

Z pohledu potenciálu k výplatě dividend jsou na tom obě banky již tradičně velmi odlišně: zatímco KB si bez potíží udržuje vysoký payout (50-60%), výplatní poměr u Erste je nižší než jedna třetina zisku, přičemž i otazníků do budoucnosti je více. Komerční banka je již investory dlouhodobě považována za stabilní dividendový titul a náš model ukazuje, že by se na tom nemělo nic změnit ani v dohledné budoucnosti. Následující graf ukazuje, že Komerční banka si může dovolit vyplácet v průměru kolem 80% očekávaného čistého zisku, aby si udržela současnou výši kapitálové přiměřenosti. Skutečný potenciál k výplatě dividend je pochopitelně ještě vyšší vzhledem k tomu, že kapitálová přiměřenost KB je výrazně nad regulačními požadavky.

Dividendový potenciál KB a Erste

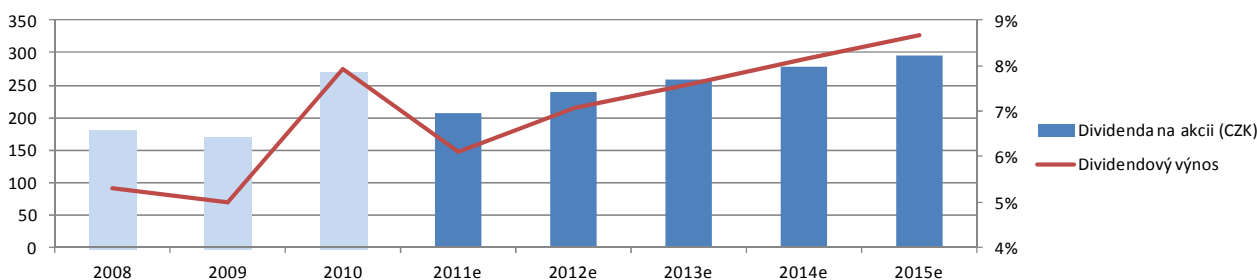


* potenciální výplatní poměr pro udržení současné kapitálové přiměřenosti, u Erste žádná dividendy ze zisku 2011. Zdroj: KB, Erste, CYRRUS, a.s.

Komerční banka v letošním roce vyplatila mimořádně vysokou dividendu 270 CZK/akcii, což představovalo 77% výplatní poměr. Management KB nicméně takto vysoký payout označil za mimořádný a zatím se zdráhá indikovat, zda vedení banky přistoupí k oficiální změně payout rozpětí (nyní na 50-60%). Podle nás je nicméně tento krok pravděpodobný s posunem alespoň na další „level“ (tj. 60-70%) a vyloučena podle nás není ani varianta 60-80% nebo 70-80%.

Čistý zisk v roce 2011 bude negativně ovlivněn řeckým odpisem (viz dále), což by při dodržení 50-60% payout znamenalo poměrně výrazný pokles výše dividendy vyplacené ze zisku 2011 (tj. na jaře 2012). Konkrétně by to znamenalo dividendu v maximální výši 170 CZK/akcii (vs. 270 CZK na akcii letos). Vzhledem k tomu, že nižší zisk 2011 by měl být do značné míry jednorázovou záležitostí, je podle nás pravděpodobné, že management KB se rozhodne i v příštím roce mimořádně zvýšit výplatní poměr tak, aby y/y propad dividendy nebyl tak dramatický. Náš základní scénář počítá s tím, že dividendy ze zisku 2011 by měla klesnout na 210 CZK/akcii (tj. o 22%), což by znamenalo aktuální dividendový výnos 6,0%. Pro následující roky potom počítáme s dividendovým výplatním poměrem 70%, který by měl zajistit, že dividendy ze zisku 2012 by mohla vzrůst na 240 CZK.

Očekávaná výše dividend KB a dividendový výnos

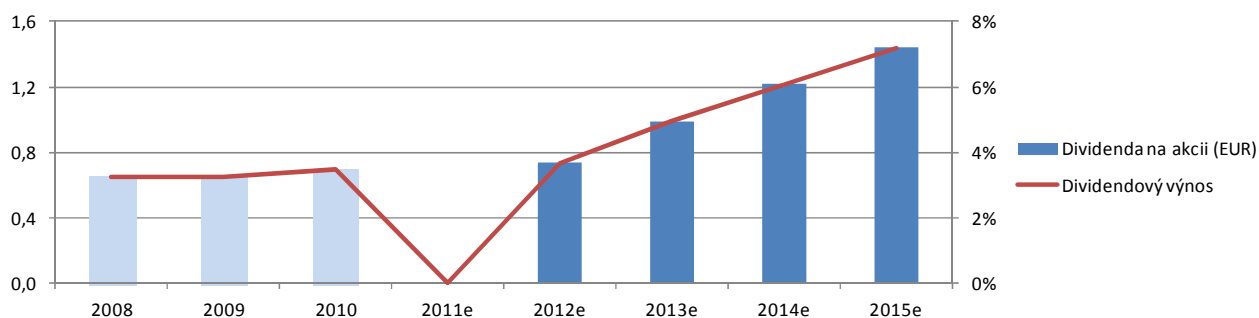


Zdroj: KB, CYRRUS, a.s.

VH Komerční banky na jaře letošního roku schválila možnost zpětného odkupu vlastních akcií (buyback). Management má oprávnění během 18 měsíců odkoupit až 3,8 mil. ks akcií (tj. 10%) v cenovém rozpětí 500-6000 CZK/akcii. Zpětný odkup skutečně již začal, i když zatím jej lze považovat za spíše „testovací“. Do konce září KB odkoupila celkem 121,9 tis. ks akcií KB (tj. 0,32% celkového počtu vydaných akcií) za průměrnou cenu 3111 CZK/akcii. V průměru KB denně odkupuje akcie za 30-40 mil. CZK, což představuje necelých 10% denního objemu. Předpokládáme, že buyback bude pokračovat podobně jako během září, tedy za relativně malých objemů a s větší aktivitou při cenách blíže 3000 CZK, zatímco při nárůstu ceny k 3500 CZK a výše bude zřejmě management nákupy přerušovat. Vysoká úroveň kapitálové přiměřenosti podle našeho názoru znamená, že odkup akcií neovlivní negativně payout dividendy (zvláště pokud vezmeme v úvahu, že nová kapitálová pravidla Basel III. „nepřeji“ držení překapitalizovaných dceřiných společností a majoritní vlastníci KB, francouzská SG, má tedy podněty ke snížení nadbytečného kapitálu KB).

U Erste je situace z hlediska budoucích dividend o něco komplikovanější. Jak již bylo oznámeno, Erste nevyplatí dividendu za rok 2011, v němž dosáhne čisté ztráty. Nejisté je také zatím načasování splacení státního participačního kapitálu, což komplikuje odhad výše dividend i dividendového potenciálu Erste. V posledních letech Erste udržovala payout na úrovni 20-25% čistého zisku. My v základním scénáři počítáme s tím, že k payout 25% se Erste vrátí v roce 2012 (EPS před odečtením dividendy pro PK), v dalších letech se bude pohybovat kolem 30% (při předpokladu již splaceného PK). Teoretický payout potenciál se sice v letech po roce 2013 zvýší na úroveň kolem 40-60%, ovšem my počítáme s tím, že Erste bude postupně budovat ze zisku vyšší kapitálový polštář a reálný payout tak zřejmě v dohledné zůstane na úrovních do 30-35%.

Očekávaná výše dividend Erste a dividendový výnos



Zdroj: Erste, CYRRUS, a.s.

I když výplatní poměr i dividendový výnos jsou u Erste výrazně nižší než u KB, potenciál růstu dividendy v příštích letech je u Erste podle nás velmi solidní a větší než u KB. I za konzervativních podmínek uvedených výše očekáváme, že dividendy na akcii by se měla během následujících 4-5 let zdvojnásobit (viz obrázek výše). Příčinou je především to, že zisky Erste jsou v současné době daleko více postiženy ekonomickou krizí a jejími důsledky (problémové země jako Rumunsko a Maďarsko) než u KB. Výhodou navíc je, že investoři Erste nepovažují za dividendový titul a budoucí nárůst dividendového výnosu by tak mohl být jedním z budoucích významných katalyzátorů akcií Erste.

Odkup podílu v rumunské BCR od rumunských SIF's: hrozba odpisu goodwillu?

V září Erste oznámila dohodu se 4 z 5 regionálních investičních fondů (SIF's) v Rumunsku, které vlastní podíly v BCR, majoritně ovládané Erste Group Bank. V rámci této dohody zmíněné fondy prodají svůj celkový 24,1% podíl v BCR Erste, která by tak po úspěšném dovršení navýšila svůj podíl nad 93%. Transakce může probíhat až do roku 2013 (SIF's obdrží na akcie neprodané letos opce za stejných podmínek), přičemž část kupní ceny bude zaplacená v hotovosti (106 mil. EUR), část v akciích Erste (16,1 mil. ks akcií, tj. 4,3% vydaných akcií). Při aplikaci současné tržní ceny akcií Erste (18 EUR), by Erste navýšila kapitál o necelých 300 mil. EUR.

Dopad odkupu části minoritních podílů v BCR do kapitálu a zisku Erste

		Cena emise nových akcií						
		€10	€15	€20	€25	€30	€35	€40
Snížení zadržovaných zisků (cash porce kupní ceny)	(mil. EUR)	106	106	106	106	106	106	106
Snížení minoritních podílů	(mil. EUR)	395	395	395	395	395	395	395
Počet vydaných nových akcií	(mil. ks)	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Navýšení kapitálu vydáním nových akcií	(mil. EUR)	161	242	322	403	483	564	644
Celkový dopad do kapitálu	(mil. EUR)	-340	-260	-179	-98	-18	63	143
Dopad do kapitálové přiměřenosti tier 1	(pb)	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
		2011e	2012e	2013e				
Čistý zisk před vydáním nových akcií	(EUR/akcii)	2,39	3,34	4,14				
Čistý zisk po vydání nových akcií	(EUR/akcii)	2,29	3,20	3,97				
Negativní dopad do zisku	(EUR/akcii)	0,10	0,14	0,17				
Snížení zisku připadajícího na nekontrolní podíly	(EUR/akcii)	0,04	0,07	0,08				
Celkový dopad na čistý zisk na akcii	(EUR/akcii)	-0,05	-0,07	-0,08				
Celkový dopad jako % čistého zisku	(%)	-2,3%	-2,0%	-2,0%				

Zdroj: Erste, CYRRUS, a.s.

Tabulka výše ilustruje, že dopad celé operace na kapitálovou přiměřenost je velmi omezený (nulový při ceně emisní ceně €30/akcii), dopad do zisku je mírně negativní (cca 2%, pozitivní efekt ředění kapitálu převyší pozitivní efekt nižšího podílu zisku připadajícího na minoritní akcionáře).

VALUACE KOMERČNÍ BANKY

K ocenění akcií bank tradičně používáme dvoufázový dividendový diskontní model (DDM). První fáze s explicitně predikovanými finančními výkazy Komerční banky zahrnuje období osmi let (2011-2018), následná pokračující hodnota je založena na dlouhodobě udržitelné implikované úrovni P/B. Předpoklady výpočtu diskontní sazby a výpočet diskontovaných dividend, stejně jako pokračující hodnoty, obsahuje níže uvedená tabulka:

Ocenění Komerční banky modelem DDM

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Risk-free rate	3,3%	3,4%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
US premium	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Default spread	1,3%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Stock/bond factor	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Equity risk premium	6,4%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
DISCOUNT RATE	10,3%	10,0%	10,0%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Net income	10 647	13 115	14 073	15 140	16 107	17 012	17 853	18 325	
Payout ratio	74%	70%	70%	70%	70%	75%	75%	75%	
Dividends paid	7 897	9 181	9 851	10 598	11 275	12 759	13 390	13 744	
Tax	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
Net dividends paid	6 712	7 804	8 374	9 008	9 584	10 845	11 381	11 682	
Discount factor	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,57	0,51	0,47	
Discounted dividends	6 085	6 449	6 285	6 123	5 914	6 132	5 852	5 462	
LT Growth rate	3%								
ROE	15,0%								
Discount rate	10,0%								
Implied P/BV	1,7								
Book value	117 638								
Continuing value	202 533								
Present value of CV	94 690								
PV of dividends	48 301								
TOTAL PRESENT VALUE	142 991								
Shares outstanding (mil.)	38,0								
Present value per share	3 762								
Target Price (CZK)	4 150								

Zdroj: CYRRUS

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že **12-měsíční cílová cena akcií Komerční banky vychází na úrovni 4 150 CZK**. Je nutno podotknout, že nastavení modelu DDM je podle našeho názoru poměrně konzervativní. Diskontní sazba cca 10% patří spíše k vyšším na trhu, pro pokračující hodnotu jsme zvolili dlouhodobě udržitelnou úroveň rentability vlastního kapitálu (ROE) na úrovni 15%, což je pod hodnotou vycházející v našem modelu pro rok 2018 (17%) a výrazně pod hodnotami ROE, kterých KB dosahovala před finanční krizí (20%+). V modelu také zatím nekalkulujeme vliv zpětného odkupu akcií KB, který se nyní rozjíždí. Následující tabulka obsahuje analýzu citlivosti modelu na změny vstupních parametrů, konkrétně změny ROE a nákladů kapitálu (diskontní míry, CoE).

Analýza citlivosti modelu na změny vstupních parametrů (cílové ceny KB v CZK/akcii)

		ROE							Growth rate						
		12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Cost of Equity	8,5%	4 333	4 659	4 984	5 310	5 636	5 962	6 287	4 852	4 981	5 132	5 310	5 524	5 786	6 114
	9,0%	3 991	4 278	4 566	4 853	5 141	5 429	5 716	4 505	4 605	4 719	4 853	5 012	5 202	5 435
	9,5%	3 705	3 960	4 216	4 472	4 728	4 984	5 240	4 206	4 283	4 371	4 472	4 591	4 731	4 899
	10,0%	3 463	3 692	3 921	4 150	4 379	4 608	4 837	3 946	4 005	4 073	4 150	4 239	4 343	4 466
	10,5%	3 256	3 462	3 669	3 875	4 081	4 287	4 493	3 718	3 764	3 816	3 875	3 942	4 019	4 109
	11,0%	3 078	3 265	3 451	3 637	3 823	4 010	4 196	3 518	3 554	3 593	3 637	3 687	3 745	3 811
	11,5%	2 924	3 093	3 262	3 431	3 600	3 769	3 938	3 341	3 368	3 398	3 431	3 468	3 511	3 559

Zdroj: CYRRUS

Vzhledem k tomu, že klíčovým prvkem bankovního podnikání v Evropě je nyní nastavení regulatorního prostředí, především v oblasti kapitálových požadavků, doplňujeme náš DDM model oceněním na základě kapitálové přiměřenosti. Vytvořili jsme dva modely, první založený na předpokladu volných peněžních toků pro výplatu dividendy při udržení současné kapitálové přiměřenosti (jádrový tier 1), druhý založený na vytvořeném volném peněžním toku nad rámec investory požadované kapitálové přiměřenosti.

Ocenění Komerční banky alternativními modely založenými na kapitálové přiměřenosti

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Net Income	10 647	13 115	14 073	15 140	16 107	17 012	17 853	18 325
Need of capital	2 174	1 295	3 009	3 756	2 810	2 765	2 961	2 404
Potential Dividend payout	80%	90%	79%	75%	83%	84%	83%	87%
FCFE pre dividend tax	8 473	11 821	11 064	11 385	13 297	14 248	14 893	15 921
Dividend tax	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
FCFE	7 202	10 048	9 404	9 677	11 303	12 110	12 659	13 533
Discount factor	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,57	0,51	0,47
Discounted FCFE	6 529	8 304	7 059	6 577	6 975	6 847	6 508	6 327
Present value of 1st stage	55 126							
Present value of CV	94 690							
Total Present value	149 816							
Shares outstanding (mil.)	38,0							
Present value per share	3 941							
Target Price (CZK)	4 348							

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
RWA	370 409	386 592	424 210	471 154	506 274	540 833	577 842	607 890
Tier 1	51 268	56 609	61 687	67 080	72 699	78 553	83 736	88 752
Minimal Tier 1 required	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Minimal Tier 1	37 041	38 659	42 421	47 115	50 627	54 083	57 784	60 789
Excess capital	14 227	17 950	19 266	19 965	22 072	24 470	25 952	27 963
Excess capital after tax	12 093	15 257	16 376	16 970	18 761	20 799	22 059	23 769
PV of excess capital	10 962	12 609	12 292	11 534	11 578	11 760	11 342	11 112
Present value of 1st stage	93 189							
Present value of CV	94 690							
Total Present value	187 879							
Shares outstanding (mil.)	38,0							
Present value per share	4 943							
Target Price (CZK)	5 005							

Zdroj: CYRRUS

První model nám de facto říká, jaký je teoretický maximální dividendový payout KB v případě, že bude chtít udržet současnou kapitálovou přiměřenost. Z tabulky je vidět, že potenciální výplatní poměr leží někde mezi 80-90% čistého zisku, tedy o něco výše, než s čím počítáme v našem DDM. Tomu odpovídá i vyšší férová a **12-měsíční cílová cena, která dosahuje hodnoty 4 348 CZK/akcii.**

Druhý model měří teoretický dividendový potenciál KB na základě stanovení minimální požadované úrovně kapitálu. Tuto úroveň jsme pro KB konzervativně stanovili na 10%, tedy výše než odpovídá současné regulaci i budoucím pravidlům Basel III. Vycházíme přitom z toho, že investoři vyžadují po bankách z CEE obecně vyšší kapitálovou přiměřenost a u samotné KB jsou zvyklí na úroveň vysoko nad 10% hranicí. Při výše uvedených předpokladech vychází **12-měsíční cílová cena akcií KB na úrovni 5 005 CZK/akcii.**



VALUACE ERSTE GROUP BANK

K ocenění akcií bank tradičně používáme dvoufázový dividendový diskontní model (DDM). První fáze s explicitně predikovanými finančními výkazy Erste Group Bank zahrnuje období osmi let (2011-2018), následná pokračující hodnota je založena na dlouhodobě udržitelné implikované úrovni P/B. Předpoklady výpočtu diskontní sazby a výpočet diskontovaných dividend, stejně jako pokračující hodnoty, obsahuje níže uvedená tabulka:

Ocenění Erste Group Bank modelem DDM

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Risk-free rate	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
US premium	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Default spread	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Stock/bond factor	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Equity risk premium	8,1%	7,8%	7,5%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Discount rate	13,7%	13,4%	13,0%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Net income	-719	1 014	1 334	1 613	1 780	1 975	2 158	2 261
Payout ratio	0%	25%	27%	30%	30%	30%	35%	35%
Dividends paid	0	253	360	484	534	592	755	791
Tax	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Net dividends paid	0	190	270	363	401	444	566	594
Discount factor	0,88	0,78	0,69	0,62	0,56	0,49	0,44	0,39
Discounted dividends	0	148	187	225	223	220	249	232
LT Growth rate	3%							
ROE	11,0%							
Discount rate	12,5%							
Implied P/BV	0,8							
Book value	23 335							
Continuing value	19 661							
Present value of CV	7 685							
PV of dividends	1 484							
TOTAL PRESENT VALUE	9 168							
Shares outstanding (mil.)	378,5							
Present value per share	24,2							
Target Price EUR	27,5							
FX CZK/EUR	24,5							
Target Price CZK	675							

Zdroj: CYRRUS

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že **12-měsíční cílová cena akcií Erste Group Bank vychází na úrovni 27,5 EUR** (675 CZK při kurzu CZK/EUR 24,5). Stejně jako v případě Komerční banky jsme nastavili DDM pokud možno konzervativně. Diskontní sazba cca 12,5% patří spíše k nejvyšším na trhu, pro pokračující hodnotu jsme zvolili dlouhodobě udržitelnou úroveň rentability vlastního kapitálu (ROE) na úrovni 11%, což je hodnota vycházející v našem modelu pro rok 2018 a implicitně tak oceňujeme pokračující hodnotu Erste pod hodnotou účetní (P/B 0,8x). Následující tabulka obsahuje analýzu citlivosti modelu na změny vstupních parametrů, konkrétně změny ROE a nákladů kapitálu (diskontní míry, CoE).

Analýza citlivosti modelu na změny vstupních parametrů (cílové ceny Erste v EUR/akcii)

	Cost of Equity	ROE								Growth rate						
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	
11,0%	29,2	31,1	33,0	34,9	36,9	38,8	40,7	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	
11,5%	26,9	28,6	30,4	32,1	33,9	35,6	37,3	32,4	32,4	32,3	32,2	32,1	32,0	31,8	31,8	
12,0%	24,9	26,5	28,1	29,7	31,2	32,8	34,4	30,2	30,0	29,9	29,7	29,5	29,3	29,1	29,1	
12,5%	23,1	24,6	26,0	27,5	28,9	30,4	31,8	28,1	28,0	27,8	27,5	27,3	27,0	26,7	26,7	
13,0%	21,6	22,9	24,2	25,6	26,9	28,2	29,6	26,3	26,1	25,9	25,6	25,3	25,0	24,7	24,7	
13,5%	20,2	21,4	22,6	23,9	25,1	26,3	27,5	24,7	24,4	24,2	23,9	23,6	23,3	22,9	22,9	
14,0%	19,0	20,1	21,2	22,3	23,5	24,6	25,7	23,2	22,9	22,7	22,4	22,1	21,7	21,3	21,3	

Zdroj: CYRRUS

Podobně jako u ocenění KB (výše) i u Erste jsme model DDM doplnili modely odrážejícími lépe kapitálovou přiměřenost banky a tedy její teoretický dividendový potenciál. Vzhledem k tomu, že Erste reálně hrozí, že se ocitne mezi bankami, kterou dostanou „příkazem“ navýšit kapitál, je pohled na hodnotu Erste skrze kapitál velmi důležitý. Erste se nyní se svojí kapitálovou přiměřeností pohybuje blízko hranice považované trhem za dostatečnou, proto nepřekvapuje, že oba modely níže ukazují relativně podobné férové hodnoty Erste.

Ocenění Erste alternativními modely založenými na kapitálové přiměřenosti

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Net Income	-719	1 014	1 334	1 613	1 780	1 975	2 158	2 261
Need of capital	1 148	859	590	878	862	761	714	753
Potential Dividend payout	0%	15%	56%	46%	52%	61%	67%	67%
FCFE pre dividend tax	-1 867	154	744	735	918	1 213	1 444	1 508
dividend tax	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
FCFE	-1 400	116	558	551	689	910	1 083	1 131
Discount factor	0,88	0,78	0,69	0,62	0,56	0,49	0,44	0,39
Discounted FCFE	-1 231	90	387	343	383	450	476	442
Present value of 1st stage	1 339							
Present value of CV	7 685							
Total Present value	9 023							
Shares outstanding (mil.)	378,5							
Present value per share	23,8							
Target Price EUR	27,1							
FX CZK/EUR	24,5							
Target Price CZK	664							

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
RWA	118 934	122 884	130 257	141 227	152 002	161 518	170 442	179 858
Tier 1	10 813	11 559	12 488	13 566	14 680	15 919	17 265	18 561
Participation capital repaid	0	0	1 764	1 764	1 764	1 764	1 764	1 764
Tier 1 ex PC	10 813	11 559	10 724	11 802	12 916	14 155	15 501	16 797
Tier 1 ratio	9,1%	9,4%	8,2%	8,4%	8,5%	8,8%	9,1%	9,3%
Minimal Tier 1 required	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Minimal Tier 1	10 704	11 060	11 723	12 710	13 680	14 537	15 340	16 187
Excess capital	109	499	-999	-909	-764	-381	161	609
Excess capital after tax	82	375	-749	-682	-573	-286	121	457
PV of excess capital	72	291	-519	-423	-318	-141	53	179
Present value of 1st stage	-807							
Present value of CV	7 685							
Total Present value	6 877							
Shares outstanding (mil.)	378,5							
Present value per share	18,2							
Target Price EUR	20,7							
FX CZK/EUR	24,5							
Target Price CZK	506							

Zdroj: CYRRUS

Model ukazující teoretický dividendový potenciál Erste na základě požadované kapitálové přiměřenosti (tj. spodní model) jsme nastavili na úroveň 9% jádrového Tier 1. Zároveň jsme od tohoto kapitálu odečetli participační kapitál (1,76 mld. EUR) od roku 2013 (tzn. předpoklad splacení v příštím roce). Hodnota 9% odpovídá spekulacím, které se nyní na trhu objevují v souvislosti s plánem na rekapitalizaci evropských bank. Zdůrazňujeme, že citlivost modelu na požadovanou úroveň kapitálu je značná vzhledem k tomu, že Erste se nyní pohybuje „na hraně“. Například pokud bychom snížili požadovanou úroveň kapitálu z 9% na 8,5%, cílová cena Erste vyjde místo 20,7 EUR 28,4 EUR.

Srovnání ocenění vybraných evropských bank

Na závěr ještě doplňujeme analýzu ocenění vybraných evropských bank. Z tabulky níže je patrné, že banky v CEE jsou nyní oceněny v průměru na úrovni 1,1x P/B 2012e při průměrné 14% rentabilitě vlastního kapitálu. Vybrané západoevropské banky, které jsou přítomny na emerging markets, se obchodují za výrazně nižší násobek účetní hodnoty vlastního kapitálu, konkrétně za 0,8x P/B 2012e při 11% očekávané ROE. Akcie Komerční banky patří tradičně v sektoru k nejrentabilnějším (z pohledu ROE): očekávaná ROE v roce 2012 ve výši 17% ospravedlňuje vyšší násobek P/B, za nějž je KB obchodována, zvláště pokud do srovnání zapojíme i další fundamentálně důležité charakteristiky KB jako je vysoký dividendový výnos, nadprůměrná likvidita (nízký poměr úvěrů k depozitům) a vysoká kapitálová přiměřenost. Erste je naopak oceněna výrazně pod průměrem, což nicméně opět odpovídá podprůměrné ROE a nižší kapitálové přiměřenosti banky.

Srovnání ocenění vybraných evropských bank

Banka	Země	Cena akcie*	ROE**			P/BV**		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
PKO BP	Polsko	34,35	15%	18%	18%	2,0	1,9	1,7
Pekao	Polsko	145	13%	14%	15%	1,9	1,8	1,7
Bank Handlowy	Polsko	68,9	12%	12%	13%	1,4	1,4	1,4
BRE Bank	Polsko	258	12%	14%	13%	1,6	1,4	1,3
ING Bank Śląski	Polsko	719	14%	15%	15%	1,7	1,5	1,3
Bank Millennium	Polsko	4,55	10%	11%	12%	1,4	1,2	1,2
OTP Bank	Maďarsko	3411	9%	10%	12%	0,7	0,7	0,6
Komercijalna Banka	Srbsko	1820	7%	7%	9%	0,6	0,4	0,4
Banca Transilvania	Rumunsko	0,95	5%	10%	10%	0,8	0,7	0,6
BRD Groupe SG	Rumunsko	11,4	19%	15%	16%	1,4	1,2	1,1
Yapi Kredi Bankasi	Turecko	3,96	23%	18%	17%	1,6	1,4	1,2
Akbank	Turecko	7,12	19%	15%	14%	1,6	1,5	1,4
Sberbank	Rusko	74,4	21%	27%	22%	1,6	1,3	1,1
VTB Bank	Rusko	0,038	10%	15%	16%	0,8	0,6	0,5
<i>Průměr CEE</i>			<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>14%</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>
<i>Medián CEE</i>			<i>12%</i>	<i>14%</i>	<i>14%</i>	<i>1,5</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>
Raiffeisen	Rakousko	54,3	14%	13%	13%	1,3	1,4	1,2
Société Générale	Francie	38,2	9%	8%	9%	0,6	0,7	0,6
KBC Group	Belgie	25	12%	15%	15%	0,8	0,7	0,7
UniCredit	Itálie	1,34	3%	4%	5%	0,4	0,4	0,4
Santander	Španělsko	7,56	12%	10%	11%	0,8	0,9	0,8
<i>Průměr WE</i>			<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>
<i>Medián WE</i>			<i>12%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>
<i>Průměr celkem</i>			<i>12%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>	<i>1,0</i>
<i>Medián celkem</i>			<i>12%</i>	<i>14%</i>	<i>13%</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>
Erste Group Bank	Rakousko	18,15	7%	NM	7%	0,5	0,5	0,5
Komerční banka	Česká rep.	3477	19%	14%	17%	1,8	1,8	1,6

*Závěrečné kurzy akcií ke dni 12.10.2011

**odhady ROE a P/BV dle konsensu agentury Bloomberg

Zdroj: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

Náš dividendový diskontní model ukazuje dvanáctiměsíční cílovou cenu akcií **Komerční banky ve výši 4 150 CZK**. Tato cena převyšuje poslední závěrečný kurz akcií KB (3 477 CZK, závěrečná hodnota ke dni 12.10.2011) o 19,4%, proto **ponecháváme naše investiční doporučení na stupni „koupit“**.

Ocenění akcií **Erste Group Bank** pomocí stejného modelu DDM dává **12-měsíční cílovou cenu akcií této banky 27,5 EUR**. Tato cena převyšuje poslední závěrečný kurz akcií Erste (18,15 EUR, závěrečná hodnota ke dni 12.10.2011) o 51,5%, proto **zvyšujeme naše investiční doporučení z předchozího „držet“ na „koupit“**.

SOUHRN FINANČNÍCH VÝKAZŮ A PROJEKČÍ

Pro-forma finanční výkazy a finanční ukazatele Komerční banky

INCOME STATEMENT		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<i>(mil. CZK)</i>									
Net interest Income		21 262	21 241	21 431	22 173	22 478	24 000	25 737	27 369
Fees & Commissions		8 050	7 762	7 726	7 687	7 798	8 035	8 256	8 445
Zisk z finančních operací		4 402	3 098	3 135	2 759	2 897	2 998	3 103	3 212
Total net revenues		33 714	32 101	32 387	32 704	33 261	35 125	37 190	39 124
Operating Costs		14 507	13 453	12 667	13 509	13 908	14 551	15 163	15 742
Costs of risk		2 970	5 083	3 100	5 664	2 714	2 650	2 782	2 940
Pre-tax profit		16 257	13 550	16 075	12 971	16 140	17 424	18 745	19 942
Tax		3 024	2 454	2 665	2 140	2 824	3 136	3 374	3 589
Net Income		13 233	11 096	13 410	10 831	13 315	14 287	15 371	16 352
Minorities		72	89	80	184	200	214	231	245
Net Income after m.		13 161	11 007	13 330	10 647	13 115	14 073	15 140	16 107
BALANCE SHEET		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2012E	2013E
<i>(mil. CZK)</i>									
Net Loans		364 040	372 303	384 593	414 934	442 823	487 610	546 688	590 423
Provisions		12 027	14 352	14 559	15 942	16 061	17 162	18 656	20 149
Gross loans		376 067	386 655	399 700	430 877	458 884	504 772	565 345	610 572
Loans to banks		146 098	131 271	112 179	115 544	119 011	123 771	128 722	133 871
Fair Value assets		37 250	24 442	34 003	35 023	36 074	37 517	39 017	40 578
AVS assets		88 350	114 067	116 445	119 938	117 540	121 066	124 698	128 439
HTM assets		1 300	6 785	6 712	6 913	7 155	7 406	7 665	7 933
Total Assets		699 044	695 076	698 014	740 818	773 184	831 785	906 066	964 331
Shareholder's equity		61 842	67 534	74 799	75 183	80 402	85 294	90 583	96 092
Deposits		554 570	551 808	538 051	556 883	590 296	634 568	672 642	713 001
Bank deposits		11 114	18 739	29 073	29 945	30 844	31 923	33 040	34 197
Bonds		24 128	18 172	17 431	17 780	18 135	18 498	18 868	19 245
Fair Value liabilities		20 154	12 273	13 673	14 083	14 506	14 941	15 389	15 851
RATIOS & MULTIPLES		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2012E	2013E
Earnings per share	(CZK)	346	290	351	280	345	370	398	424
Payout ratio	(x)	0,52	0,59	0,77	0,74	0,70	0,70	0,70	0,70
Dividend per share	(CZK)	180	170	270	208	242	259	279	297
Dividend yield	(%)	5,2%	4,9%	7,8%	6,0%	6,9%	7,5%	8,0%	8,5%
ROaE	(%)	23,6%	17,0%	18,7%	14,2%	16,9%	17,0%	17,2%	17,3%
ROaA	(%)	1,9%	1,6%	1,9%	1,5%	1,7%	1,8%	1,7%	1,7%
Cost-income-ratio	(%)	43,0%	41,9%	39,1%	41,3%	41,8%	41,4%	40,8%	40,2%
Net interest margin	(%)	3,1%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%
Cost of risk	(bp)	89	138	82	142	63	57	54	52
Loans/Deposits	(%)	65,6%	67,5%	71,5%	74,5%	75,0%	76,8%	81,3%	82,8%
Deposits/Loans	(%)	152,3%	148,2%	139,9%	134,2%	133,3%	130,1%	123,0%	120,8%
Effective tax rate	(%)	18,6%	18,1%	16,6%	16,5%	17,5%	18,0%	18,0%	18,0%
P/E	(x)	10,0	12,0	9,9	12,4	10,1	9,4	8,7	8,2
P/BV	(x)	2,1	2,0	1,8	1,8	1,6	1,5	1,5	1,4

Zdroj: Komerční banka, CYRRUS

Pro-forma finanční výkazy a finanční ukazatele Erste Group Bank

INCOME STATEMENT		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<i>(mil. EUR)</i>									
Net interest Income		4 913	5 221	5 413	5 483	5 499	5 719	6 114	6 511
Fees & Commissions		1 971	1 773	1 936	1 931	1 949	2 044	2 169	2 277
Other net op. Income		115	585	456	356	374	383	393	402
Total net revenues		6 999	7 579	7 805	7 770	7 821	8 146	8 675	9 191
Operating Costs		4 002	3 807	3 817	3 882	4 010	4 206	4 442	4 664
Costs of risk		1 071	2 057	2 031	2 340	1 732	1 448	1 349	1 353
Pre-tax profit		576	1 261	1 515	(339)	1 575	2 073	2 506	2 766
Tax		177	285	329	230	347	456	551	609
Net Income		1 039	977	1 186	(569)	1 229	1 617	1 955	2 158
Minority interests		179	73	171	150	215	283	342	378
Net income reported		860	903	1 015	(719)	1 014	1 334	1 613	1 780
BALANCE SHEET		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<i>(mil. EUR)</i>									
Net Loans		122 402	124 180	126 610	130 572	134 909	143 003	155 046	166 875
Provisions		3 783	4 954	6 119	6 670	7 137	7 565	8 019	8 420
Loans to banks		14 334	13 140	12 496	12 708	12 924	13 144	13 368	13 595
Fair Value assets		4 058	2 997	2 435	2 435	2 435	2 435	2 435	2 435
AVS assets		16 033	16 390	17 751	17 840	17 929	18 108	18 289	18 472
HTM assets		14 145	14 899	14 235	14 235	14 235	14 235	14 235	14 235
Total Assets		201 441	201 710	205 938	212 383	219 436	232 602	252 191	271 432
Shareholder's equity		8 079	12 709	13 585	12 601	13 615	14 696	15 948	17 245
Deposits		109 305	112 042	117 016	122 633	127 538	136 466	147 383	156 963
Bank deposits		34 672	26 295	20 154	22 169	22 613	23 065	23 526	23 997
Bonds		30 483	29 612	31 298	31 298	31 298	31 298	31 298	31 298
Fair Value liabilities		2 519	3 157	3 315	3 481	3 655	3 837	4 029	4 231
RATIOS & MULTIPLES		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Earnings per share	(CZK)	2,27	2,39	2,31	(2,27)	2,31	3,15	3,87	4,28
Payout ratio	(x)	0,24	0,27	0,30	0,00	0,29	0,30	0,33	0,33
Dividend per share	(CZK)	0,65	0,65	0,70	0,00	0,67	0,95	1,28	1,41
Dividend yield	(%)	3,6%	3,6%	3,9%	0,0%	3,7%	5,2%	7,0%	7,8%
ROaE	(%)	10,4%	8,7%	6,7%	-6,6%	6,7%	9,4%	10,5%	10,7%
ROaA	(%)	0,4%	0,4%	0,4%	-0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%
Loans/Deposits	(%)	112%	111%	108%	106%	106%	105%	105%	106%
Cost-income-ratio	(%)	57,2%	50,2%	48,9%	50,0%	51,3%	51,6%	51,2%	50,7%
Cost of risk	(bp)	85	161	155	173	124	99	86	80
NPL/gross loans	(%)	5,1%	6,6%	7,7%	6,5%	6,1%	6,0%	5,5%	5,3%
NPL coverage	(%)	59,1%	58,0%	60,9%	60,0%	60,7%	60,0%	63,6%	64,8%
Effective tax rate	(%)	24,0%	27,0%	30,3%	0,0%	29,0%	30,2%	33,1%	32,9%
P/E	(x)	8,0	7,6	7,9	(8,0)	7,9	5,8	4,7	4,2
P/BV	(x)	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4

Zdroj: Erste, CYRRUS



Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **13.10.2011**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	7	46,7
Akumulovat	4	26,7
Držet	1	6,7
Prodat	3	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.



Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procháčka	Praha	prochacka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

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
Vevří 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