

Ajánlás: vétel
Célár: 1026 CZK



3.1.2011

Az Erste Group Bank AG fundamentális értékelése

Ajánlás – vétel

Célár – 1026,- CZK (41,- EUR)

Alap információk a társaságról

A társaság székhelye:

Graben 21

1010 Vienna

Austria

<http://www.erstegroup.com/>

Ticker: BAAERSTE (BCPP)

Ágazat: univerzális bankszolgáltatás

Kibocsátott részvények száma – 378 176 721

Piaci tőkésítés - 12850,44 mil. EUR
 2011.01.04-ei záróárfolyam – 902,- CZK

Éves maximum – 14.4.2010

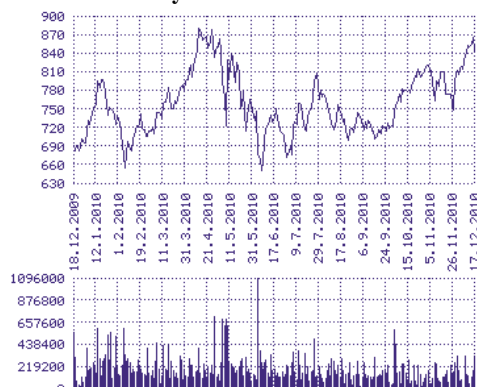
879,9 CZK

Éves minimum - 8.6.2010

652,- CZK

Részesedés a PX indexben: 28,48 %

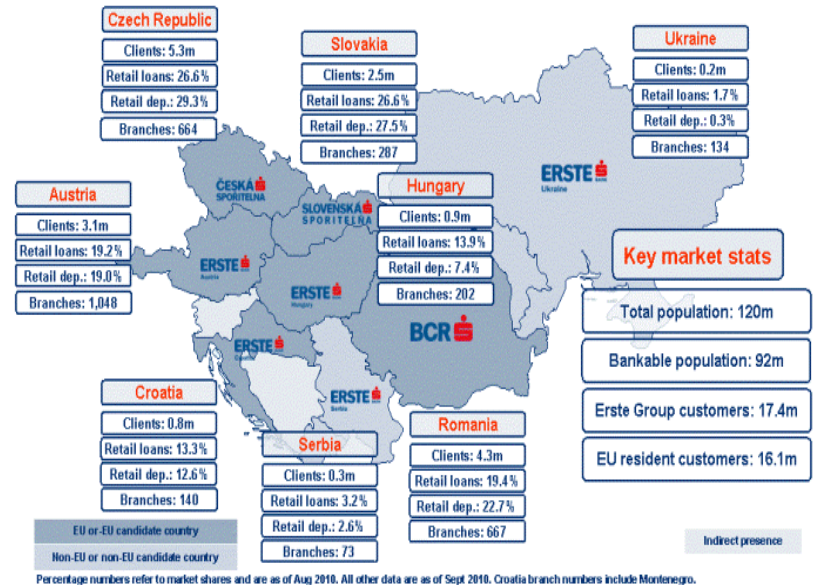
Chart 1: az árfolyam éves alakulása



Forrás: BCPP

Az osztrák Erste Group Bank AG csoport (Erste Group) egy univerzális bank, amely a lakossági ügyfelekre összpontosít a közép- és kelet-európai régióban és az olasz UniCredit után a második legnagyobb bank, amely az adott régióban folytatja tevékenységét. Az Erste Group 8 országban tevékenykedik és több mint 50 ezer alkalmazottja van több mint 3000 fióktelepén. A legfontosabb piac a szolgáltatott hitelek szempontjából Ausztria, amely részesedése az utolsó adatok szerint nem egész 50%, öt Csehország követi 16 és Románia nem egész 10%-kal. Az Erste Group a legnagyobb piaci részesedést (a lakossági ügyfelek hitelei alapján) Csehországban és Szlovákiában éri el (26,6%), továbbá Romániában 19,4%-os a részesedése és Ausztriában 19,2%, lásd: Ábra 1.

Ábra 1: Az Erste Group földrajzi eloszlása, az egyes országokban szerzett piaci részesedéssel



Forrás: Erste Group Bank AG

Az Erste Group stratégiai céljai:

- A lakossági és SME (kis és középvállalkozások) bankszolgáltatásokra való összpontosítás
- Közép- és Kelet-Európára való összpontosítás
- Hatékonyság – az új szervezeti felépítés az egyes ügyfélcsoportokra összpontosít, vagyis a lakossági és SME ügyfelek lokálisan vannak kiszolgálva, a vállalati ügyfelek és a befektetési bankszolgáltatások központilag vannak irányítva

Az Erste Group gazdálkodásán nagy mértékben érezhető volt a pénzügyi válság, amely a későbbiekben gazdasági recesszióra bővült, ami a hitelportfólió veszteségeire szánt kiigazító tételek nagyobb számú létrehozásán és a CDO/ABS derivatívák leírásán (mögöttes termékekre, pl. jelzálogokra kötődő értékpapírok) volt látható.

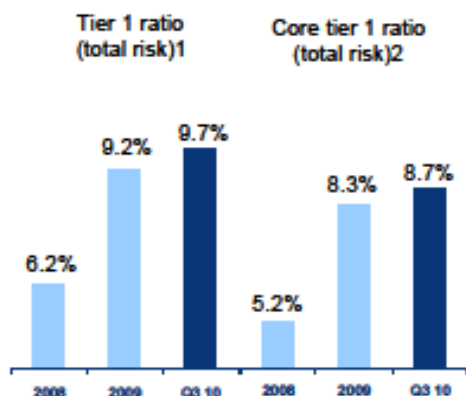
Táblázat 1: Az Erste Group gazdálkodása főbb mutatói

	2009	2008	2007	2006	2005
Összes aktíva	EUR 201,710 m	EUR 201,441 m	EUR 200,519 m	EUR 181,703 m	EUR 152,681 m
A bank részvényeseinek járó nettó nyereség	EUR 903.4 m	EUR 859.6 m	EUR 1,174.7 m	EUR 932.2 m	EUR 716.7 m
ROE	9.7%	10.1%	14.6%	13.8%	19.5%
A bevételek költségei (Költségek/bevételek)	50.2%	57.2%	59.2%	59.9%	62.2%
Alkalmazottak száma	50 488	52 648	52 442	50 164	36 15
Fióktelepek száma	3 205	3 159	2 908	2 721	2 283

Forrás: Erste Group Bank AG

Az első táblázatból látható, hogy a pénzügyi és gazdasági válság 2008-ban jelentős nettó nyereség csökkenést okozott, viszont azóta a társaság gazdálkodása javul. Az új banki szabályozás (BASEL III) részleges jóváhagyása végett az Erste Group növelte a saját tőkét, hogy képes legyen az új szabályok keményebb követelményeinek eleget tenni. A core tier 1 alaptőkeráta elegendően magas, vagyis túllépi a 9,5%-ot, ami BASEL III, amely még nem lépett érvénybe, lehető legmagasabb szintje.

Chart 2: Az alaptőkeráta mutató



Forrás: Erste Group Bank AG

Minősítések:

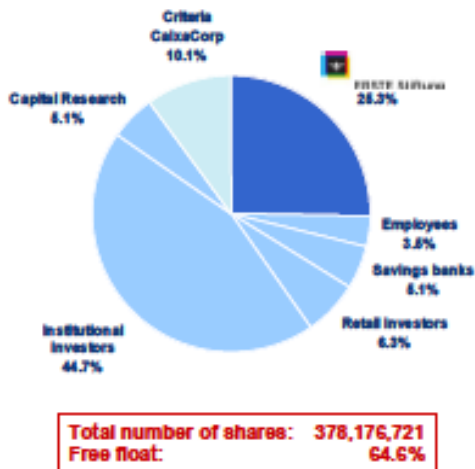
Moody's: Long-term: Aa3, Short-term: P-1, Outlook: Negative

S&P: Long-term: A, Short-term: A-1, Outlook: Stable

Fitch: Long-term: A, Short-term: F1, Outlook: Stable

Az Erste Group részvények 1997-től a Bécsi tőzsdén vannak jegyezve, 2002 óta a Prágai Értéktőzsdén, és 2008 februárjától a Bukaresti Értéktőzsdén is megvásárolhatóak.

Chart 3: Részvényesi struktúra



Forrás: Erste Group Bank AG

Szervezeti felépítés

A harmadik chartból kiderül, hogy az Erste Group szabadon kereskedhető részvények száma 64,6%, és a nagy része az intézményi befektetők kezében van.

BASEL III SZABÁLYOZÁS

A Bank of International Settlements (BIS) új banki szabályozásának egy része már jóváhagyásra került és a szigorúbb szabályozás fő oka a banki szektor jövőbeni nagyobb ellenállóképesége. A szabályozási javaslat alapjait a következő pontok jelenti, és némelyik már jóváhagyásra került:

- Szigorúbb meghatározás, hogy mi tartozik a saját tőkéhez,
- Az alaptőkearáta 1 legalább 4,5%-on legyen, amely 2,5%-kal növelve lehet – ez a biztonsági buffer, és további 2,5%-kal lehet növelve - ez pedig az anticiklikus buffer
- Az eladósodottsági arány mutatók bevezetése
- Az üzletfél hitelkockázatának korlátozása
- Rövid- és középtávú likviditási arány mutatók bevezetése

A jelenlegi helyzetben az Erste Group-nek nem jelent gondot teljesíteni a javasolt, vagy már jóváhagyott szabályokat, viszont a szigorúbb tőke és likviditási követelmények az alacsonyabb nyereségességen tükröződnek majd.

Ábra 2: Az Erste Group szervezeti felépítése



Forrás: Erste Group Bank AG

MAKROGAZDASÁGI ELEMZÉS

Ausztria

Az elemzők várakozásai alapján az osztrák gazdaság 2011-ben enyhén magasabb GDP növekedést ér el a magasabb export és befektetési tevékenységnek köszönhetően, az IMF a reál GDP növekedését +1,6%-ra becsüli. Ausztriában is megjelentek az aggodalmak az ország fiskális egészségével kapcsolatban, ami fiskális megtakarításokkal jár, amelyeknek csökkenteni kellene a költségvetés hiányát. Az osztrák reál GDP 2010 3Q-ben 2,4%-kal nőtt, ami egy olyan tempó, amely azt jelzi, hogy az IMF a növekedés lassulását várja, ennek ellenére várható, hogy a hitel veszteségek kiigazító tételei már elérték a csúcspontot és folyamatosan csökkenni fognak.

Csehország

Az eurózána alacsonyabb gazdasági növekedése, vagy Németország gazdasági növekedésének lassulása negatívan tükröződne Csehország gazdaságán, amely kis, nyitott gazdaságok közé tartozik. A cseh gazdaság 2011-ben várhatóan enyhén alacsonyabb tempóval növekszik, vagyis 2%-kal, és az infláció várhatóan több lesz mint 2%, a munkanélküliségi arány várhatóan csökken és a cseh korona erősödik az euróhoz képest. A várhatóan enyhén alacsonyabb gazdasági növekedés Csehországban, nem lesz jelentős hatással az Erste Bankra, vagyis elsősorban a hitel-veszteségek kiigazító tételein fog múlni, amelyek minden bizonnyal 2011-ben csökkenni fognak.

Magyarország

A magyar gazdaság az államcsőd szélén találta magát, és az EU-tól és IMF-től kapott támogatást. Jelenleg reformokat hajt végre és fiskális megszorító csomagokat vezet be. A magyar kormány úgy döntött, hogy a lakosság magányugdípénztári megtakarításait az állam ellenőrzése alá helyezi, amivel gyakorlatilag a magán nyugdíjak államosításáról döntött. Ezen felül a kormány még a bankadót is jóváhagyta, amely negatívan tükröződik majd az Erste Bank gazdálkodásán. A magyarországi gazdasági helyzet várhatóan enyhén javul 2011-ben, az elemzők megközelítően 1%-os GDP növekedést várnak és a munkanélküliségi arány várhatóan 10% alá esik. Amennyiben eltekintünk a bankadótól, kijelenthetjük, hogy az Erste Bank gazdálkodása Magyarországon jobban alakulhat a csökkenő munkanélküliség és az enyhén gyorsabb GDP növekedés következtében, ami pozitívan hathat a hitel-veszteségek kiigazító tételeire, amelyek várhatóan alacsonyabb mértékben képződnek majd.

Románia

A román gazdaság 2009-ben erős válságban volt és 2011-re az elemzők már gyenge, 1% fölötti gazdasági növekedést várnak, 3% fölötti inflációval. Ebben az országban a kockázatot a politikai stabilitás hiánya, a fiskális konszolidáció jelentheti, amelyek gyengíthetik az előrejelzett gazdasági növekedést. Mivel az elemzők gyorsabb GDP növekedést várnak 2011-ben, enyhén jobb eredmények várhatóak az Erste Banknál is a hitel-portfólió növekedése és a hitel-veszteségek kiigazító tételei csökkenése következtében.

Ukrajna

Ukrajna is az IMF-től kapott hitelt, ami fájdalmas fiskális konszolidációt okozott. A gazdasági kilátások magasabb évközi növekedéssel számítanak 2011-re és még mindig magas inflációval számítanak, amely elérheti akár a 8% fölötti szintet.

ÁGAZATI ELEMZÉS

Az európai bankszektor összehasonlítása az egész európai piaccal

Az európai bankszektor indexe (BEUBANK) és a SX7P bankindex, amely a szélesebb körű DJ STOXX 600 európai index része, nagyobb volatilitást mutatnak a DJ STOXX 600 indexhez képest, és nem vettek részt a részvényralin, amely 2010 szeptember elejétől volt jelen, ami a negyedig chartból látható.

Chart 4: Az európai bankszektor index (BEUBANK - piros), a szélesebb körű DJ STOXX 600 index (kék) és a DJ STOXX 600 banki index (zöld) alakulása



Forrás: Bloomberg

A második táblázatban lévő adatok különbözhetnek más forrásoktól, mivel a Bloomberg az egyes tételeket az adott ágazat egyes indexeiből számítja és jelzi. A banki szektor ez évben a legkisebb teljesítményt nyújtó szektorok közé tartozott, amit az európai adósságválság okozta, amely a legrosszabb forgatókönyv alapján a fiskálisan gyengébb európai országok csődjéhez vezethet. A várt P/E ráta 2011-re kedvező a pénzügyi szektor számára, amit a mutató második legalacsonyabb értéke is jelzi. És a várható hosszútávú EPS (részvényenkénti nyereség) a banki szektorban majdnem a legmagasabb, vagyis e szektor tartozik a legciklikusabbak közé. A másik oldalon az EV/EBITDA mutató a 2011-es év számára a banki társaságoknál a legmagasabb, amit a banki szektor idegen tőke magas aránya okozhatja. Az ágazat elemzéséből kiderül, hogy a pénzügyi szektor a 2011-es EV/EBITDA mutató alapján túlértékelt, viszont a hosszútávú EPS növekedés és a várható P/E alapján alulértékeltnek mutatkozik. Amennyiben az elemzésünkben figyelembe vesszük az idegen tőke magas arányát, ami tipikus a banki szektor számára, és nem vesszük figyelembe az EV/EBITDA 2011 mutató jelzését, kijelenthetjük, hogy a banki szektor az alulértékelt szektorok közé tartozik.

Táblázat 2: A DJ STOXX 600 egyes szektorainak kiemelt mutatói

	EV/EBITDA 2011	Aktuális P/E	P/E 2011	az EPS hosszútáv növekedése	ROE
Kitermelés	4,37	20,14	9,16	10,20	16,80
Telekommunikáció	5,75	9,42	9,83	7,49	16,79
Szabadidő	6,10	21,05	12,16	7,10	29,21
Alapanyagok	6,21	19,80	9,95	27,31	20,12
Média	6,50	22,50	11,77	8,85	27,54
Közművek	6,83	9,97	11,12	2,87	16,18
Kiskereskedelem	6,99	16,11	12,43	13,61	24,34
Vegyipar	7,16	19,97	13,25	13,91	17,64
Autóipar	7,27	13,87	9,78	26,03	12,65
Technológia	7,41	23,74	13,76	17,08	18,91
Építőipar	7,60	16,61	13,10	9,12	12,70
Ipar	7,66	23,18	13,60	14,49	22,03
Egészségügy	7,73	13,73	10,52	6,53	38,99
Háztartási cikkek	9,34	18,60	14,53	18,27	32,94
Élelmiszer	10,31	19,39	14,69	11,03	22,50
Pénzügyi szolgáltatások	11,35	8,20	12,52		18,28
Biztosítás	11,40	9,56	7,76	15,73	12,14
Ingatlan	19,06	6,96	17,29		8,37
Bankok	29,91	17,16	8,40	21,52	9,86

Forrás: Bloomberg

A közép- és kelet-európai banki intézmények összehasonlításánál kiderült, hogy az Erste Group rendelkezik az egyik legmagasabb adósság aránnyal a saját tőkéhez képest, ezért a legkockázatosabb befektetések közé tartozik. A P/BV mutató összehasonlítja a részvény árfolyamát a társaság egy részvényre jutó könyv szerinti értékével. A P/BV szempontjából az Erste Group tűnik a második legjobban alulértékelt társaságnak azon feltétel mellett, hogy az összes összehasonlított banki intézmény esetében az aktívák hasonlóképpen vannak értékelve.

Táblázat 3: A régiós bankok kiemelt mutatói

	P/B	ROE	Összes kötelezettség /Saját tőke	Bruttó osztalékhozam	Aktuális P/E	P/E 2011	P/E 2012	EV/EBIT 2012	EV/EBIT 2011
ERSTE GROUP	1,02	8,69	488,28	1,79	16,00	15,44	10,90	17,23	18,83
KOMERCNI BANKA	2,20	17,02	81,72	3,81	13,46	13,39	12,26	4,57	4,95
OTP BANK	1,08	13,56	220,37	0,00	14,04	11,24	8,50	8,44	8,85
PKO BANK POLSKI	2,38	13,41	34,53	4,37	18,50	17,16	13,03	9,01	10,26
BANK PEKAO	2,44	14,09	60,29	1,60	19,19	18,43	15,25	9,89	11,12
UNICREDIT	0,47	2,97	575,74	1,89	20,42	17,14	8,69	7,34	10,29
RAIFFEISEN BANK	1,05	2,77	464,72	0,46	18,40	11,59	9,20	12,97	16,95

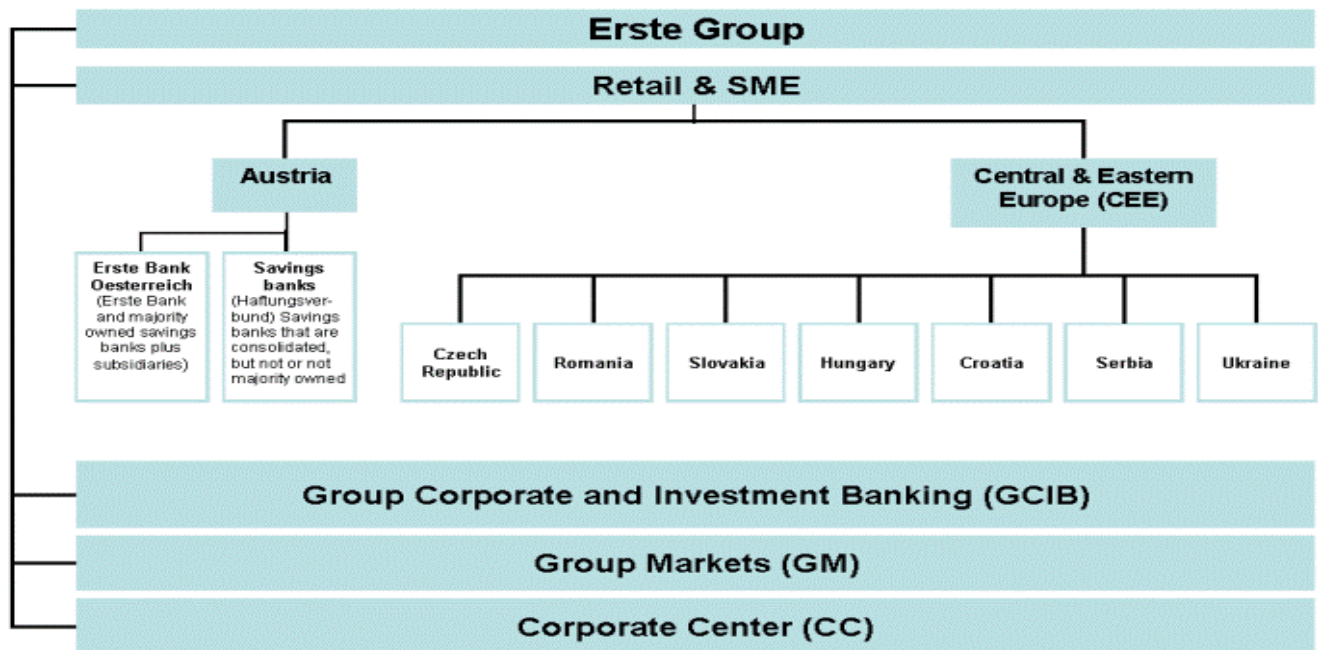
Forrás: Bloomberg

A ROE mutató (saját tőke megtérülése) az Erste Group esetében a harmadik legalacsonyabb, amit a közelmúlti új részvényjegyzések okozhatták, amellyel a társaság növelni próbálta a szükséges Tier 1 tőkét. A bruttó osztalék az Erste Group esetében átlagosnak mondható és a várt P/E mutató (a részvény árfolyama / részvényenkénti nyereség) a 2011-es évre átlagos, hasonlóan, mint a 2012-es évre. Viszont az EV/EBIT mutató (a társaság értéke / kamatok és adózás előtti nyereség) az Erste Bank esetében túlértékelt, amit egy bizonyos mértékig a társaság magas kötelezettsége okoz. A banki intézmények régióbeli összehasonlításból az Erste Group átlagoként kerül ki, mivel a P/BV szinten jobb értéket mutat mint a versenytársak átlaga, viszont az EV/EBIT mutató és az idegen tőke magas aránya (összes kötelezettség / saját tőke) a versenytársakhoz képest rosszabb.

A TÁRSASÁG ELEMZÉSE

Az Erste Group négy szegmensben működik: lakossági, vállalati, pénzügyi irányítás (group markets) és vállalati központ, lásd: Ábra 3.

Ábra 3: Az Erste Group szervezeti felépítése a szegmensek alapján



Forrás: Erste Group Bank AG

A lakossági szektor a magánszemélyek és kis- és közép-vállalkozások (SME) kiszolgálására összpontosít, lokális szinten. Az osztrák lakossági szegmens a nagyobb minőségi kiszolgálás érdekében két alszegmensre van osztva: lakossági bank és lakástakarékpénztár. Az összes lakossági fiók a gazdasági eredményeit elkülönítve mutatja.

A lakossági szegmens az Erste Group legfontosabb szegmense, nemcsak a szolgáltatott hitelek értéke szempontjából, de a bevétel szempontjából is, és a negyedik táblázatból látható a nettó kamathozamok emelkedő trendje 2010-ben. A 2011-es évre a társaság menedzsmentje optimista és a 5-10%-os hitelportfólió növekedést vár, ami – minden bizonnyal – pozitív hatással lesz az értékelt társaság bevételein. A hitel-veszteségek kiigazító tételeinek keletkezése valószínűleg a 2010-es év harmadik negyedévében érte el a csúcspontját, és azóta enyhe csökkenés várható. A nettó díjak és jutalékok a becslésünk szerint a 2010-es év utolsó negyedévében és a 2011-es év első negyedévében már emelkedni fognak. A kereskedésből származó nettó nyereség várhatóan tovább fog emelkedni, mivel nagyobb a tőkepiaci aktivitás. Az üzemi költségek az előrejelzésünk szerint várhatóan a hitelportfólió mértékével megegyező arányban emelkednek. Becslésünk szerint a nettó nyereség a 2010-es év utolsó negyedévében, negyedéves összehasonlításban emelkedni fog, amit elsősorban a rossz hitelek alacsonyabb számú kiigazító tételei okoznak.

Táblázat 4: A lakossági szegmens eredménykimutatásának rövidített változata, a becsléssel együtt

	Retail & SME				
in EUR million	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10E	Q1 11E
Nettó kamathozam	1 129,1	1 161,3	1 169,4	1 172,9	1 190,5
Nettó kamathozam Q/Q		0,03	0,01	0,00	0,02
A hitel-veszteségek kiigazító tételei	(451,6)	(451,0)	(487,6)	(453,6)	(421,8)
Nettó díjak és jutalékok	397,9	427,9	408,9	400,7	404,7
A kereskedésből származó nettó nyereség	30,9	51,0	59,8	65,8	66,1
Üzemi költségek	(819,5)	(809,3)	(829,7)	(846,3)	(854,7)
Egyéb költség	(16,3)	(43,9)	(108,4)	(56,2)	(56,2)
Adózás előtt nyereség	270,6	336,1	212,3	283,3	328,5
Jövedelemadó	(59,0)	(78,4)	(55,7)	(65,2)	(85,4)
Nettó nyereség	211,6	257,7	156,6	218,2	243,1
A részvényeseknek jutó nettó nyereség	165,7	197,8	117,4	163,6	182,3

Forrás: Erste Group Bank AG, Fio o.c.p., a.s.

A vállalati szegmens magába foglalja a befektetési bankszolgáltatások alszegmensét is, és az adott szegmens fő tartalma a vállalati ügyfelek minőségi kiszolgálása. A vállalati ügyfélcsoportot az Erste Group az egyes országok súlyozott GDP alapján osztja el, és a forgalomnak legalább 175 millió eurónak kell lennie. Az ötödik táblázatból kiderül, hogy a szegmens bevételei megközelítően egy tizede a lakossági szegmenshez képest, viszont a nettó nyereség nagysága a 2010-es év harmadik negyedévében nem egész 100 mil. EUR volt, ami csak majdnem 20%-kal kevesebb, mint a lakossági szegmens esetében. A 3Q 2010 magas nettó nyereség mögött a hitel-veszteségek nagy mennyiségű kiigazító tétele áll, és a következő negyedévekre csökkenést várunk, viszont a játékba a developer projektek lehetséges leírásai léphetnek, amelyek e tételt növelhetik, vagy a lakossági szegmensben emelkedne e tétel. Feltételezzük, hogy a hitel portfólió a vállalati szegmensben lassabban emelkedik mint a lakossági szegmensben, ennek oka pedig a szegmens visszafogottabb kereslete.

Táblázat 5: A vállalati szegmens eredménykimutatásának rövidített változata, becsléssel együtt

	GCIB Group Corporate Investment Banking				
in EUR million	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10E	Q1 11E
Nettó kamathozam	147,6	145,4	152,5	153,2	154,8
Nettó kamathozam Q/Q		-0,02	0,05	0,01	0,01
Hitel-veszteségek kiigazító tételei	-79,6	-102,0	-16,6	-16,1	-15,6
Nettó díjak és jutalékok	37,6	41,9	44,8	47,0	48,4
A kereskedésből származó nettó nyereség	3,7	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4
Üzemi költségek	-43,5	-46,7	-45,1	-44,2	-44,7
Egyéb költség	3,6	-2,6	-9,2	-2,7	-2,7
Adózás előtti nyereség	69,4	35,3	125,9	136,9	139,8
Jövedelemadó	-15,7	-9,3	-25,7	-31,5	-32,2
Nettó nyereség	53,7	26,1	100,1	105,4	107,7
A részvényeseknek jutó nettó nyereség	48,2	22,9	93,3	94,9	96,9

Forrás: Erste Group Bank AG, Fio o.c.p., a.s.

A pénzügyi irányítás (group markets) szegmense a tőkepiaci kereskedést foglalja magába. Ide a kötvényekkel, részvényekkel, derivatívákkal való kereskedés, ezen kívül pedig a forex tartozik.

Táblázat 6: A pénzügyi irányítás szegmens eredménykimutatásának rövidített változata, becsléssel együtt

	Group Markets				
in EUR million	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11 E
Nettó kamathozam	31,4	25,4	29,8	31,3	31,9
Nettó kamathozam Q/Q	-0,79	-0,19	0,18	0,05	0,02
Hitel-veszteségek kiigazító tételei	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettó díjak és jutalékok	43,0	40,5	33,4	30,4	30,7
A kereskedésből származó nettó nyereség	97,1	50,2	78,1	85,9	86,7
Üzemi költségek	-56,5	-52,9	-60,5	-66,6	-67,9
Egyéb költség	5,5	-2,4	4,4	2,5	2,5
Adózás előtti nyereség	120,5	60,7	85,2	83,5	84,0
Jövedelemadó	-25,2	-14,4	-18,3	-19,2	-19,3
Nettó nyereség	95,4	46,3	66,9	64,3	64,7
A részvényeseknek jutó nettó nyereség	89,1	43,9	65,0	62,4	62,7

Forrás: Erste Group Bank AG, Fio o.c.p., a.s.

A betétek szempontjából a legfontosabb a kiskereskedelmi szegmens, amely a kis- és középvállalkozásokat is tartalmazza, és a hetedik táblázatból látható, hogy a lakossági szegmens Ausztriára és Közép- és Kelet-Európára (CEE) oszlik. A vállalati szegmens a betétek szempontjából majdnem elhanyagolható, hasonlóan, mint a pénzügyi irányítás szegmens. A 2009-es év utolsó negyedétől látható hogy a betétek emelkednek, elsősorban a CEE lakossági szegmensének köszönhetően.

Táblázat 7: A bankbetétek elemzése a szegmensek alapján

in EUR million	Az egyes szegmensek betétei						
	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010E
Retail & SME Ausztria	58,8	58,2	59,3	59,2	60,4	60,4	61,6
Retail & SME Ausztria Q/Q		-0,01	0,02	0,00	0,02	0,0	0,0
Retail & SME - CEE	44,7	45,8	45,3	47,8	47,4	48,3	48,8
Retail & SME - CEE Q/Q		0,02	-0,01	0,06	-0,01	0,0	0,0
Vállalati szegmens GCIB	6,4	6,3	6,1	6,9	5,8	6,1	6,1
Vállalati szegmens GCIB Q/Q		-0,02	-0,03	0,13	-0,16	0,1	0,0
Pénzügyi irányítás (Group Markets)	3,6	3,0	1,3	1,7	3,0	3,0	3,0
Total group	113,5	113,3	112,0	115,6	116,6	117,8	119,5
Total group Q/Q		0,00	-0,01	0,03	0,01	0,01	0,01

Forrás: Erste Group Bank AG, Fio o.c.p., a.s.

A teljes hitelállomány 2008-ban drámai módon emelkedett, viszont az után hogy pénzügyi majd gazdasági válság köszönt be, alacsony de stabil növekedés következett, és 2011-re és a további évekre gyorsabb növekedést várunk. A hitelportfólió veszteségeinek kiigazító tételei 2009-ben hirtelen növekedtek, 2010-ben stabilizálás következett és a következő évekre csökkenést várunk.

Táblázat 8: A teljes hitelállomány és a hitel-veszteségek kiigazító tételeinek alakulása

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Teljes hitelállomány	97107	113956	126185	129134	132101	140027	148429
Teljes hitelállomány Y/Y		0,17	0,11	0,02	0,02	0,06	0,06
- A hitel-portfólió veszteségei kiigazító tételei	-439	-455	-1071	-2057	-2058	-1680	-1559
- A hitel-portfólió veszteségei kiigazító tételei Y/Y		0,04	1,36	0,92	0,00	-0,18	-0,07

Forrás: Erste Group Bank AG, Fio o.c.p., a.s.

Az egyes országok makrogazdasági elemzése, amelyekben az Erste Bank tevékenykedik, azt fedte fel, hogy a legtöbb esetben a gazdasági helyzet várhatóan javulni fog, ami pozitívan hathat a hitel-veszteségek kiigazító tételei számára, vagyis a költség oldalra, és egyúttal javulhat a bevételi oldal is. A társaság menedzsmentje a 2011-es év számára a hitelportfólió 5 – 10% közötti növekedését várja, ami pozitívan tükröződhet a nettó kamathozamokon, díjakon és jutalékon. A pénzügyi műveletek nettó nyeresége tétel esetében enyhe növekedést várunk, mivel nagyobb volt az aktivitás a devizakockázat biztosításánál és nagyobb volt a kereskedési aktivitás az értékpapírokkal kapcsolatban. Elvárásunk, hogy az üzemi költségek a következő években nagyjából olyan mértékben emelkednek, mint a hitelportfólió, de nincs kizárva, hogy kisebb mértékben emelkednek csak, mivel lehetséges, hogy a Česká spořitelna-ban szerkezet-átalakítás történik, ahol vezérigazgató-váltás várható. 2011-ben a nettó nyereség várhatóan dinamikusabban fog növekedni, elsősorban a kiigazító tételek erős csökkenése és a bevételek növekedése következtében, ami a kilencedik táblázatból látható.

Táblázat 9: Az egész Erste Group csoport eredménykimutatásának rövidített változata

in EUR million	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Nettó kamathozam	4 913,1	5 220,9	5 473,9	5 802,3	6 150,5	6 519,5
Nettó kamathozam Y/Y	0,25	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06
A hitelek, befektetések és egyéb kockázat kiigazító tételei és tartalékai	(1 071,4)	(2 056,6)	(2 057,9)	(1 680,3)	(1 558,5)	(1 416,0)
A hitelek, befektetések és egyéb kockázat kiigazító tételei és tartalékai Y/Y	1,36	0,92	0,00	-0,2	-0,25	-0,4
Nettó díjak és jutalékok	1 971,1	1 772,8	1 909,7	2 043,3	2 186,4	2 339,4
Nettó díjak és jutalékok Y/Y	0,06	-0,10	0,08	0,07	0,07	0,07
A pénzügyi műveletek nettó nyeresége	114,7	585,1	539,9	553,4	567,2	584,2
A pénzügyi műveletek nettó nyeresége Y/Y	0,06	4,10	-0,08	0,025	0,025	0,03
Üzemi költségek	(4 001,9)	(3 807,4)	(3 864,8)	(4 096,6)	(4 342,4)	(4 603,0)
Üzemi költségek Y/Y	0,10	-0,05	0,02	0,06	0,06	0,06
Egyéb üzemi költség	(778,8)	(355,8)	(141,0)	(262,9)	(184,8)	(166,3)
Egyéb üzemi költség Y/Y	3,60	-0,54	-0,60	-0,05	0,03	0,03
A rendszeres tevékenységből származó adózás előtti nyereség	576,2	1 261,3	1 638,2	2 218,5	2 846,5	3 287,4
Jövedelemadó	(177,3)	(284,7)	(376,8)	(510,3)	(654,7)	(756,1)
A rendszeres tevékenységből származó adózás utáni nyereség	398,9	976,6	1 261,4	1 708,2	2 191,8	2 531,3
A rendkívüli tevékenységből származó adózás utáni nyereség	639,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettó nyereség	1 038,6	976,6	1 261,4	1 708,2	2 191,8	2 531,3
Kisebbségi nyereség	179,0	73,2	224,9	304,6	390,8	451,4
A Bank saját tőkéjén való részesedéssel rendelkező személyek nyeresége	859,6	903,4	1 036,5	1 403,6	1 800,9	2 079,9
Részvényenkénti osztalék	0,65	0,65	0,65	0,75	0,84	0,95

Forrás: Erste Group Bank AG, Fio o.c.p., a.s.

Az Erste Group osztalékpolitikája a pénzügyi és gazdasági válság előtt 10%-os éves osztalék-növekedéssel számított, ami nem volt megvalósítható a gazdasági válság idejében, de 2011-ben már cca. 10%-os osztaléknövekedést várunk.

Táblázat 10: A tőkepiaci ármodell (CAPM) a diszkontráta kiszámításának céljából

A tízéves államkötvények hozama (Ausztria, Csehország, Magyarország, Románia)*	4,340
Béta**	1,323
Piaci kamatláb: Ausztria, Csehország, Magyarország, Románia***	11,549
Diszkontráta	13,875

*A kockázatmentes kamatráta a tízéves

államkötvények hozamából van kiszámítva

**A Béta a havi adatokból van kiszámítva, regressziós módszerrel

***A piaci kamatláb az indexek jövedelmezőségét jelenti

Forrás: Fio o.c.p., a.s.

A diszkontráta 13,88%-ra lett meghatározva

Az Erste Group részvények belső értékének (célárának) meghatározása

Az Erste Group társaság értékelése hozam modellel történt, amely speciálisan a banki intézmények értékelésére volt kialakítva. A végleges belső érték 12 hónapos időtávra lett meghatározva.

A diszkontráta kiszámításához a tőkepiaci ármodellje (CAPM) volt használva, lásd: Táblázat 10. A kockázatmentes kamatláb a kiemelt országok tízéves államkötvények hozamából volt kiszámítva. A Béta regressziós módszerrel került kiszámításra, tízéves időtávlat alatt, havi gyakorisággal és a piaci kamatláb a kiemelt országok részvényindexeinek jövedelmezőségét jelenti.

Az Erste Group társaság részvényeinek belső értéke a hozam modell segítségével, 12 éves időtávra 41 euróra lett kiszámítva, átszámítva 1026,- CZK.

Táblázat 11: Az Erste Group célárának kiszámítása a hozam modell segítségével

mil. EUR	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Üzemi bevételek	7 125	7 561	7 995	8 747	9 306	9 896	10 501	10 865
Általános adminisztratív költségek a munkaerő-költségekkel együtt	-3 807	-3 865	-4 097	-4 342	-4 603	-4 879	-5 172	-5 353
Értékcsökkenési veszteségek	-2 057	-2 058	-1 680	-1 559	-1 416	-1 501	-1 591	-1 647
Jövedelemadó	-285	-377	-510	-655	-756	-809	-860	-889
Nettó pénzbevétel	977	1 261	1 708	2 192	2 531	2 707	2 878	2 977
Tőkekövetelmények a tőkemegefelelés alapján	-313	-328	-348	-369	-391	-414	-439	-455
Feltételezett befektetések, melyek szükségesek az adott nyereség-növekedéshez	-345	-362	-384	-407	-431	-457	-485	-502
Rendelkezésre álló pénzbevétel a részvényesek számára	319	571	977	1 416	1 709	1 836	1 954	2 020
A társaság folyamatos értéke								19 474
Diszkontált rendelkezésre álló pénzbevétel a részvényesek számára			858	1 092	1 157	1 092	1 021	10 170
A diszkontált FCFE értéke			15 389					
A diszkontált részvényenkénti FCFE			41					
A diszkontált részvényenkénti FCFE CZK-ban			1025,5					

Forrás: Hrdý, M.: *Oceňování finančních institucí*. 1. kiadás, Praha, Grada Publishing, 2005.

Forrás: Fio o.c.p., a.s.

Amennyiben az Erste Group társaság aktuális árfolyamát (2011.01.04.: 886 CZK) összehasonlítjuk a belső értékével (vagyis célárával: 1026 CZK), láthatjuk, hogy a társaság részvényei 15%-os diszkonttal mozognak. Az Erste Group részvények jelenleg alulértékelték, ezért jövőbeni emelkedést várunk. Az Erste Group részvényeket ezért vételre ajánljuk.

SWOT ELEMZÉS

ERŐSSÉGEK

- Effektív költség-kezelés a lezárt szerkezet-átalakításnak köszönhetően
- Erős háttér a Közép- és Kelet-Európa régió lakossági szegmensében

GYENGESÉGEK

- A fogyasztói szegmensre való összpontosítás, ami kockázatosabb
- Az idegen tőke magas aránya

LEHETŐSÉGEK

- A hitelek növekedése Közép- és Kelet-Európában
- További lehetséges akvizíciók Kelet-Európában

VESZÉLYEK

- Lehetséges állami csőd, vagy kötvény-átalakítás azon kötvényeknél, amelyek az Erste Group portfóliójában vannak
- Második gazdasági visszaesés Közép- és Kelet-Európa olyan országában, amely a rossz hitelek növekedéséhez vezetne
- A konkurens nyomások intenzitásának növelése, ami a kamathozamok, díjak és jutalékok csökkenéséhez vezethetne

A feljebb feltüntetett kockázatok negatív hatással lehetnek a társaság jövőbeni gazdálkodására és negatívan befolyásolhatják a modell főbb feltételezéseit. A becslétnél alacsonyabb hozamok és nyereségesség esetében az általunk kiszámított belső érték túlértékelt lehet.

Ing. Robin Koklar, MBA
Pénzügyi elemző
www.fio.hu
robin.koklar@fio.cz

Kidolgozta a a Fio banka, a.s. (a továbbiakban „Fio”). A Fio a Burza cenných papírů Praha, a.s. (Prágai Értéktőzsde) tagja, és a SPAD szegmens 13 kibocsátásának árjegyzője. A Fio nem árjegyző a Kit Digital, Inc. kibocsátásánál.

Az összes közzétett információ csupán tájékoztató és ajánló, nem kötelező jellegű, és a Fio nézetét fejezi ki. Nem lehet kizárni, hogy - tekintettel azon meghatározó tényezők változására, melyek alapján a közzétett információk és befektetési ajánlások készültek, illetve más tényezőkre, valamint a piac alakulására való tekintettel - a közzétett információk és befektetési ajánlások a jövőben hiányosnak vagy helytelennek mutatkoznak. A Fio a befektetési döntést meghozó személyeknek azt ajánlja, hogy az ezen információk szerinti befektetések megvalósítása előtt konzultálják annak helyességét a brókerrel. A Fio nem felel ezen dokumentum tartalmának jogosulatlan vagy reprodukált terjesztéséért vagy közzétételért.

A Fio kijelenti, hogy nincs közvetlen vagy közvetett, 5%-osnál nagyobb részesedése egyetlen olyan pénzügyi eszközök kibocsátójának alaptőkéjén sem, melyekkel a szabályozott piacokon kereskednek. A szabályozott piacokon kereskedett pénzügyi eszközök egyik kibocsátója sem rendelkezik több, mint 5%-os közvetlen vagy közvetett részesedéssel a Fio alaptőkéjén. A Fio a pénzügyi eszközök egyik kibocsátójával sem rendelkezik a befektetési ajánlások készítését és terjesztését érintő, vagy más, a befektetési szolgáltatások nyújtásáról szóló megállapodással. A pénzügyi eszközök kibocsátói közzétételük előtt a befektetési ajánlásokkal nincsenek megismertette. A Fio az utóbbi 12 hónapban nem volt sem vezető menedzser, sem társ vezető menedzser egyik pénzügyi eszköz nyilvános kibocsátásánál sem. A befektetési ajánlások készítésében részt vevő személyek javadalmá nem a Fio vagy a hozzá kötődő személyek ügyleteitől van vonatkoztatva. E személyek más eszközökkel sincsenek készítetve bizonyos fokú vagy irányú befektetési ajánlások közzétételére. A Fio a befektetési ajánlások készítése során az érdeklődéseket megfelelő belső felosztással előzi meg, mely magába foglalja az egyes belső részlegek közötti információ-áramlás korlátozását, valamint a rendszeres belső ellenőrzést. A Fio banka, a.s. felügyeletét a Česká národná banka (Cseh Nemzeti Bank) látja el.

Ezt a dokumentumot a Fio o.c.p., a.s. a Fio banka, a.s. társaságtól vette át, s ezért a tartalmáért nem felel.

A Fio o.c.p., a.s. felügyeletét a Národná banka Slovenska (Szlovákia Nemzeti Bankja) látja el.

Vétel - a piaci árfolyam több mint 15%-os növekedésére van lehetőség a meghatározott célárhoz képest.

Akkumulálni - a piaci árfolyam 5-15% közötti árfolyamnövekedésére van lehetőség, a meghatározott célárhoz, a pozícióba való belépéshez ki lehet használni a piaci mozgásokat.

Tartani - a piaci árfolyam +5% és -5%-os mozgási lehetőséget nyújt, a meghatározott célárhoz képest.

Csökkeneni - a piaci árfolyam 5-15%-os csökkenésére van lehetőség a meghatározott célárhoz képest, a pozíció zárásra a piaci mozgásokat lehet kihasználni.

Eladás - a piaci árfolyam több mint 15%-os csökkenésére van esély a meghatározott célártól.

A piac nagyobb volatilitásánál rövid távon nem feltétlen kell bekövetkeznie a befektetési ajánlás változásához azonnal a százalékos határ elérése után.