



Fio o.c.p., a.s.

Fio

Elemzések és ajánlások

Erste Group Bank AG

Új ajánlás: vétel

Célár: 40,2 EUR 980 CZK



13.1.2011

Az Erste Group Bank AG  
fundamentális értékelése

Új ajánlás - vétel

Eredeti ajánlás – vétel

Új célár – 40,2 EUR 980,- CZK

Eredeti célár – 41 EUR 1026,- CZK

### 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  
2011.01.12-ei záróárfolyam – 849,6  
CZK

Éves maximum – 14.4.2010

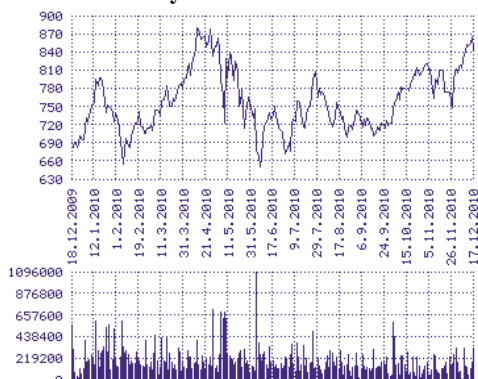
879,9 CZK

Éves minimum - 8.6.2010

652,- CZK

Résztesedés a PX indexben: 25,26 %

Chart 1: az árfolyam éves alakulása



Forrás: BCPP

Változtatjuk az Erste Group célárát, mivel az előző értékelésben csak 2012-ig számítottunk a magyar bankadóval, és az utolsó hírek szerint a magyar kormány egészen 2013-ig tervezi meghagyni a különleges adót. Az Erste Bank értékelésünk e változás következtében nem egész 1 EUR-ral csökken, és a célárunk a 41 EUR helyett 40,2 EUR. Az ajánlásunk nem változott és maradt „vételi” szinten. 2011-re a menedzsment azt várja, hogy a magyar bankadó költségei elérhetik a 36 mil. EUR-t. A magyar bankadó az Erste Group számára 38,16 mil. EUR költséget jelent.

A felfebb leírt változás az egész Erste Group csoport eredménykimutatására érvényes, lásd: Táblázat 1 és 2.

Az előző ajánlás a következő oldalon érhető el:  
<http://www.fio.hu/hirek/elemezsek/87655-az-erste-group-fundamentalis-elemzese-1-026-cseh-koronas-celarral-es-veteli-ajanlással>

**Táblázat 1: Az 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
Tartalékok és kiigazított tételek a hitelek, befektetések és egyéb kockázat veszteségeire	(1 071,4)	(2 056,6)	(2 057,9)	(1 680,3)	(1 558,5)	(1 416,0)
Tartalékok és kiigazított tételek a hitelek, befektetések és egyéb kockázat veszteségeire 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 költségek	(778,8)	(355,8)	(141,0)	(262,9)	(184,8)	(166,3)
Egyéb üzemi költségek Y/Y	3,60	-0,54	-0,60	-0,05	0,03	0,03
<b>Adózás előtti rendszeres tevékenységből származó nyereség</b>	<b>576,2</b>	<b>1 261,3</b>	<b>1 638,2</b>	<b>2 218,5</b>	<b>2 846,5</b>	<b>3 287,4</b>
Jövedelemadó	(177,3)	(284,7)	(376,8)	(510,3)	(654,7)	(756,1)
<b>Adózás utáni rendszeres tevékenységből származó nyereség</b>	<b>398,9</b>	<b>976,6</b>	<b>1 261,4</b>	<b>1 708,2</b>	<b>2 191,8</b>	<b>2 531,3</b>
<b>Adózás utáni rendkívüli tevékenységekből származó nyereség</b>	<b>639,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
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
Nyereség, amely a Bank saját tőkéjén részesedő személyeknek tartozik	859,6	903,4	1 036,5	1 403,6	1 800,9	2 079,9
<b>Részvényenkénti osztalék</b>	<b>0,65</b>	<b>0,65</b>	<b>0,65</b>	<b>0,75</b>	<b>0,84</b>	<b>0,95</b>

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

**Táblázat 2: Az 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
Tartalékok és kiigazított tételek a hitelek, befektetések és egyéb kockázat veszteségeire	(1 071,4)	(2 056,6)	(2 057,9)	(1 680,3)	(1 558,5)	(1 416,0)
Tartalékok és kiigazított tételek a hitelek, befektetések és egyéb kockázat veszteségeire 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 költségek	(778,8)	(355,8)	(141,0)	(262,9)	(184,8)	(204,5)
Egyéb üzemi költségek Y/Y	3,60	-0,54	-0,60	-0,05	0,03	0,03
<b>Adózás előtti rendszeres tevékenységből származó nyereség</b>	<b>576,2</b>	<b>1 261,3</b>	<b>1 638,2</b>	<b>2 218,5</b>	<b>2 846,5</b>	<b>3 249,2</b>
Jövedelemadó	(177,3)	(284,7)	(376,8)	(510,3)	(654,7)	(747,3)
<b>Adózás utáni rendszeres tevékenységből származó nyereség</b>	<b>398,9</b>	<b>976,6</b>	<b>1 261,4</b>	<b>1 708,2</b>	<b>2 191,8</b>	<b>2 501,9</b>
<b>Adózás utáni rendkívüli tevékenységekből származó nyereség</b>	<b>639,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Nettó nyereség	1 038,6	976,6	1 261,4	1 708,2	2 191,8	2 501,9
Kisebbségi nyereség	179,0	73,2	224,9	304,6	390,8	446,1
Nyereség, amely a Bank saját tőkéjén részesedő személyeknek tartozik	859,6	903,4	1 036,5	1 403,6	1 800,9	2 055,8
<b>Részvényenkénti osztalék</b>	<b>0,65</b>	<b>0,65</b>	<b>0,65</b>	<b>0,75</b>	<b>0,84</b>	<b>0,95</b>

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

**Táblázat 3: 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 3. 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 40,2 euróra lett kiszámítva, átszámítva 980,- CZK.**

**Táblázat 4: Az Erste Group célárának kiszámítása a hozam modell segítségével**

mil. EUR-ban	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
<b>Üzemi bevételek</b>	7 125	7 561	7 995	8 747	9 268	9 862	10 465	10 829
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	-747	-801	-852	-881
<b>Nettó pénzbevétel</b>	<b>977</b>	<b>1 261</b>	<b>1 708</b>	<b>2 192</b>	<b>2 502</b>	<b>2 681</b>	<b>2 851</b>	<b>2 948</b>
Tőkekövetelmények a tőkemegefeleléség alapján	-313	-328	-348	-369	-391	-414	-439	-455
Feltételezett befektetések, melyek szükségese az adott nyereség-növekedéshez	-345	-362	-384	-407	-431	-457	-485	-502
<b>Rendelkezésre álló pénzbevétel a részvényesek számára</b>	<b>319</b>	<b>571</b>	<b>977</b>	<b>1 416</b>	<b>1 680</b>	<b>1 810</b>	<b>1 927</b>	<b>1 992</b>
A társaság folyamatos értéke								19 204
Diszkontált rendelkezésre álló pénzbevétel a részvényesek számára			858	1 092	1 138	1 076	1 006	10 028
A diszkontált FCFE értéke			15 198					
A diszkontált részvényenkénti FCFE			<b>40,2</b>					
A diszkontált részvényenkénti FCFE CZK-ban			980					

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

Forrás: Fio o.c.p., a.s.

Amennyiben összehasonlítjuk az Erste Group társaság részvényeinek aktuális értékét (2011.01.13.: 34,8 EUR) a belső értékével (vagyis a célárral: 40,2 EUR) azt vehetjük észre, hogy a társaság részvényei 15%-os diszkonttal forognak. Az Erste Group részvények jelenleg alulértékelték, ezért a jövődöbéli növekedésüket várjuk. Ezért az Erste Group részvényeket 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 közti információ-áramlás korlátozását, valamint a rendszeres belső ellenőrzést. A Fio banka, a.s. felügyeletét a Česká národní 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.