



Fio banka, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Komerční banka

Doporučení: koupit

Cílová cena: 4 449 Kč

29.8.2011

**Aktualizace ocenění společnosti
Komerční banka, a.s.**

Nové doporučení – koupit

Předešlé doporučení – akumulovat

Nová cílová cena – 4 449,- Kč

Předešlá cílová cena - 4 549,- Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

Na Příkopě 33, 114 07 Praha 1
P.O. BOX 839, Česká Republika
<http://www.kb.cz/>

Ticker: BAAKOMB (BCPP)

Odvětví: univerzální bankovníctví

Počet vydaných akcií – 38 009 852

Tržní kapitalizace - 162,87 mld. Kč

Uzavírací cena k 29.8.2011 – 3510,- Kč

Roční maximum – 22.12.2010

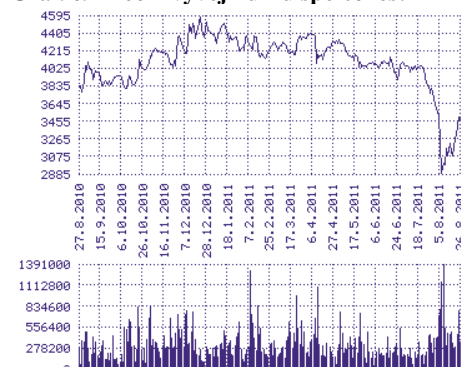
4583,- Kč

Roční minimum - 10.8.2011

2900,- Kč

Podíl v PX: 20,8 %

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: BCPP

Na základě hospodářských výsledků za 2Q 2011 a následného výhledu managementu aktualizujeme ocenění společnosti, v rámci něhož došlo ke snížení cílové ceny na 4449,- Kč z původních 4549,- Kč. V kontextu prudkého poklesu ceny akcií oceňované společnosti nabízí naše cílová cena dostatečný potenciál pro budoucí růst a tudíž zvyšujeme naše investiční doporučení na „koupit“ z předchozího „akumulovat“.

Přistupujeme ke změně doporučení z důvodu nedávného tvrdého poklesu ceny akcií a ke snížení cílové ceny zejména z důvodu horších hospodářských výsledků za 2Q 2011, kde se negativně projeví zejména odpisy řeckých dluhopisů se kterými naše ocenění nepočítalo. Navíc nás ve druhém kvartálu negativně překvapily nižší marže z úvěrů a depozit, které propadly více než jsme čekali. Management společnosti v telekonferenčním hovoru oznámil, že ve druhé polovině roku 2011 očekává pokles úrokových marží díky intenzivní konkurenci. Z toho důvodu v novém ocenění počítáme s nižšími úrokovými maržemi a i v následujících letech předpokládáme nižší tempo růstu čistých úrokových výnosů, neboť komerční bankovníctví se pomalu ale jistě přesouvá více na internet, kde mají všichni hráči na trhu podobné postavení nehledě na počet poboček. Z dlouhodobého hlediska bude tedy hlavně záležet kromě kvalitní internetové aplikace na osobním přístupu osobních a firemních bankéřů, kteří budou obsluhovat klienty, jejichž požadavky a přání nebudou moci být uspokojeny přes internet. Jelikož na současném bankovním trhu spatřujeme příchod internetových bank, bariéry vstupu do odvětví bankovníctví slábnou a konkurence se zostřuje, předpokládáme i dlouhodobě nižší čisté úrokové marže a pouze mírný růst poplatků a provizí. Dále naše nové ocenění počítá s dalším odpisem řeckých dluhopisů ve výši 2 mld. Kč v roce 2012, neboť námi předpokládané snížení původní jistiny řeckých dluhopisů bude ve výši 50 %. Ocenění dále počítá s růstem úvěrového portfolia v roce 2011 o 9 %, růstem provozních nákladů o 6 % a růstem kapitálových požadavků na základě kapitálové přiměřenosti z důvodu přísnější regulace ze strany BASEL III. V neposlední řadě jsme změnili metodologii výpočtu diskontní sazby, která vůči poslednímu ocenění klesla.

Komerční banka oznámila v květnu 2011 dokončení akvizice podílu ve výši 50,1 % ve společnosti SG Equipment Finance Czech Republic s.r.o. za kupní cenu 1 800 milionů Kč. Společnost SG Equipment Finance Czech Republic s.r.o je předním poskytovatelem financování průmyslových strojů a zařízení v České republice a na Slovensku.

**Depozita porostou oproti
původnímu ocenění v roce 2011
rychleji**

**Komeční banka zvýší objem
poskytnutých úvěrů v roce 2011
oproti minulému ocenění**

Společnost SGEF CR držela v roce 2010 v České republice tržní podíl necelých 19 %, resp. 6 % na Slovensku, a je čtvrtou největší společností na českém leasingovém trhu. Akvizici hodnotíme pozitivně. Oproti minulému ocenění jsme zvýšily odhad růstu objemu poskytnutých depozit. Očekáváme, že depozita porostou oproti původnímu ocenění v roce 2011 ve všech segmentech rychleji, přičemž nejvyšší nárůsty odhadujeme u firemních depozit, které se ve finanční krizi postupně snižovaly.

Tabulka č. 1: Analýza a odhad depozit na konsolidovaném základě

<i>Analýza a odhad depozit na konsolidovaném základě</i>				
<i>Depozita podle zákazníků</i>	<i>1Q 2011</i>	<i>2Q 2011</i>	<i>3Q 2011E</i>	<i>4Q 2011E</i>
Firemní depozita	278,8	281,9	284,7	287,6
Individuální depozita KB	154,2	156,3	156,5	156,9
Depozita penzijního fondu	29,0	29,7	30,1	30,8
Depozita stavební spořitelny	69,2	70,4	70,5	70,5
Ostatní depozita	5,0	8,5	8,6	8,7
Celkem	536,1	546,8	550,4	554,5

Zdroj: Komerční banka, a.s.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Oproti minulému ocenění jsme zvýšily objem poskytnutých úvěrů téměř u všech typů, neboť Komerční bance se daří navyšovat úvěrové portfolio rychleji zejména díky dynamickému růstu průmyslové výroby v Německu a ČR, což je projevuje u firemních úvěrů. Dařilo se i hypotékám a úvěrům stavební spořitelny, přičemž i v budoucnosti odhadujeme silný růst díky nízkým hypotečním sazbám a nižší míře nezaměstnanosti v ČR. Na druhé straně předpokládáme nižší objem poskytnutých spotřebitelských úvěrů oproti minulému ocenění díky změně chování domácností, které se v současné době nechtějí tolik zadlužovat za spotřební zboží.

Tabulka č. 2: Analýza a odhad úvěrů na konsolidovaném základě

<i>Analýza a odhad úvěrů na konsolidovaném základě</i>				
<i>Úvěry podle typu</i>	<i>1Q 2011</i>	<i>2Q 2011</i>	<i>3Q 2011E</i>	<i>4Q 2011E</i>
Firemní úvěry	206,8	226,0	229,4	234,0
Hypotéky	112,0	115,7	118,0	121,6
Úvěry stavební spořitelny	50,0	50,6	50,9	51,6
Spotřebitelské úvěry	28,1	28,3	28,6	29,2
Ostatní úvěry	1,3	1,3	1,3	1,3
Celkem	398,2	421,9	428,2	437,6

Zdroj: Komerční banka, a.s.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Přestože se oproti našemu původnímu ocenění zvýšily objemy depozit a úvěrů pro celý rok 2011, odhadujeme mírný pokles čistých úrokových výnosů, který můžeme přisoudit nižším úrokovým maržím. Podobně předpokládáme nižší čisté poplatky a provize v roce 2011 z důvodu intenzivní konkurence zejména ze strany internetových bank. Čisté provozní výnosy pro rok 2011 očekáváme nižší ve srovnání s původním oceněním, což sníží i provozní zisk. Velké negativní překvapení se událo ve tvorbě rezerv ke ztrátám z úvěrů, kde došlo k jednorázovému odpisu řeckých dluhopisů ve výši 1,6 mld. Kč, přičemž naše ocenění počítá s dalším odpisem ve výši 2 mld. Kč v roce 2012. Výnosy dvouletých řeckých dluhopisů dosáhly nedávno výše 40 % a lze předpokládat, že nedávno navržený záměr (finanční pomoc, zpětný odkup řeckých dluhopisů, dluhopisové swapy atd.) nebude stačit k tomu, aby Řecko splatilo své závazky. Pro letošní rok odhadujeme dividendu na akcii ve výši 200 Kč (dividenda bude vyplacena v roce 2012), neboť čistý zisk v roce 2011 bude negativně ovlivněn odpisem řeckých dluhopisů v druhém kvartále 2011.

Tabulka č. 3: Vývoj a odhad vybraných položek z výkazu zisků a ztrát KB

	1Q 2011	2Q 2011	3Q 2011E	4Q 2011E
Čisté úrokové výnosy	5372	5569	5558	5640
Čisté poplatky a provize	1866	1882	1987	2005
Čisté provozní výnosy	7966	8152	8279	8390
Provozní zisk	4818	4751	4796	4694
Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám	-548	-2158	-532	-516
Čistý zisk náležící akcionářům KB	3376	2102	3406	3335

Zdroj: Komerční banka, a.s.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Pro celý rok 2011 jsme oproti původnímu ocenění zvýšily personální náklady, které společnost vykázala v prvních dvou kvartálech 2011 vyšší. Na druhé straně předpokládáme nižší všeobecné provozní náklady, neboť KB neinvestuje tak agresivně, jak jsme si v původním ocenění počítali. Celkové provozní náklady odhaduje pro rok 2011 mírně nižší v porovnání s minulým oceněním.

Tabulka č. 4: Analýza a odhad provozních nákladů

v mil. Kč	1Q 2011	2Q 2011	3Q 2011E	4Q 2011E	2011E
Personální náklady	-1605	-1653	-1661	-1678	-6597
Všeobecné provozní náklady	-1122	-1316	-1368	-1532	-5338
Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku	-421	-433	-454	-486	-1794
Provozní náklady celkem	-3148	-3401	-3484	-3696	-13729

Zdroj: Komerční banka, a.s.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Nové odhady čistých provozních výnosů jsou oproti původním odhadům v minulém ocenění nižší zejména z důvodu poklesu odhadované marže z depozit a úvěrů a nižším čistým poplatkům a provizím díky intenzivní konkurenci. V roce 2012 očekáváme meziroční pokles čistého zisku kvůli dodatečným odpisům řeckých dluhopisů, jejichž jednoletý výnos překročil nedávno hranici 50 %.

Tabulka č. 5: Nový odhad vybraných položek z výkazu zisků a ztrát KB

v mil. Kč	FY 2011E	FY 2012E	FY 2013E	FY 2014E	FY 2015E
Čisté úrokové výnosy	22 139	23 024	23 945	24 903	25 899
Čisté poplatky a provize	7 740	7 972	8 211	8 458	8 712
Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací	2 824	2 767	2 809	2 865	2 951
Ostatní výnosy	84	101	122	146	175
Čisté provozní výnosy	32 787	33 865	35 087	36 372	37 737
Provozní náklady celkem	-13 729	-14 629	-15 593	-16 563	-17 528
Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů	19 058	19 237	19 494	19 809	20 209
Provozní marže %	58,1%	56,8%	55,6%	54,5%	53,6%
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	-3 752	-4 252	-2 764	-2 875	-2 990
Čistý zisk / (ztráta)	12 354	11 719	13 113	13 250	13 451
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	12 219	11 382	12 641	12 589	12 525
Menšinový zisk / (ztráta)	135	337	472	661	925
Čistý zisk / (ztráta) na akcii (v CZK, anualizováno)	325,01	308,32	345,00	348,59	353,88

Zdroj: Komerční banka, a.s.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.5, přičemž jsme oproti minulé analýze přistoupili ke změně vstupních parametrů.

Tabulka č. 5: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Desetiletý český státní dluhopis*	3,396
Beta**	1,29
Očekávaná tržní úroková míra***	7,44
Diskontní sazba	8,6

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu indexu desetiletého českého státního dluhopisu

**Beta je počítána z týdenních dat regresní metodou

***Pro zmíněnou předpověď rizika trhu PX byl použit model dynamicko stochastické simulace dle Broydena, který zahrnuje 3 rovnice, které jsou tvořeny endogenními a exogenními proměnnými, přičemž pro exogenní proměnné jsou použity odhady analytiků z agentury Bloomberg

Zdroj: Fio banka, a.s.

Zdroj: Bloomberg

Ocenění společnosti Komerční banka, a.s. provedeme výnosovou metodou, která je speciálně navržena pro potřeby oceňování bankovních institucí, přičemž daný oceňovací model uplatňujeme pro všechny kótované bankovní instituce na BCPP. Výsledná vnitřní hodnota akcií společnosti Komerční banka, a.s. bude určena s časovým horizontem 12 měsíců.

Tabulka č. 6: Výpočet cílové ceny Komerční banky pomocí výnosového modelu

v mil. Kč	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Provozní výnosy	32 787	33 865	35 087	36 372	37 737	38 756	39 803	40 879	41 985	43 121
Všeobecné správní náklady včetně nákladů na zaměstnance	-11 935	-12 745	-13 615	-14 486	-15 348	-16 115	-16 921	-17 767	-18 655	-19 588
Ztráty ze znehodnocení	-3 752	-4 252	-2 764	-2 875	-2 990	-3 076	-3 165	-3 257	-3 352	-3 449
Daň z příjmu	-2 380	-2 660	-2 977	-3 008	-3 053	-3 064	-3 072	-3 077	-3 077	-3 074
Čistý peněžní příjem	14 719	14 208	15 731	16 003	16 346	16 500	16 645	16 778	16 900	17 010
Kapitálové požadavky	28 107	30 108	32 252	34 548	37 008	39 224	41 572	44 061	46 699	49 495
Kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti	-1 690	-2 001	-2 144	-2 296	-2 460	-2 216	-2 348	-2 489	-2 638	-2 796
Předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku	-1 259	-1 348	-1 442	-1 536	-1 628	-1 709	-1 795	-1 884	-1 979	-2 077
Disponibilní peněžní příjem pro akcionáře	3 923	10 859	12 146	12 171	12 259	12 576	12 502	12 405	12 284	12 136
Pokračující hodnota společnosti										216 541
Diskontovaný disponibilní peněžní příjem pro akcionáře	3 612	9 206	9 481	8 749	8 113	7 664	7 015	6 409	5 844	103 016
Součet Diskontovaného FCFE	169 110									
Diskontované FCFE na akcii v CZK	4449									

Zdroj: Hrdý, M.: *Oceňování finančních institucí*. 1. vydání, Praha, Grada Publishing, 2005.

Zdroj: Fio banka, a.s., Komerční banka, a.s.

Pokud srovnáme aktuální cenu akcie společnosti KB ze dne 29.8.2011 ve výši 3530 Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 4449,- Kč, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem ve výši 26 %. Akcie společnosti KB jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu doporučujeme akcie společnosti KB koupit.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Silná kapitalizace společnosti (vysoká kapitálová přiměřenost i Tier 1)
- Vysoký dividendový výnos ve srovnání s konkurencí
- Silný zahraniční vlastník
- Stabilní hospodaření v období hospodářské recese

SLABÉ STRÁNKY

- Zaměření KB na korporátní segment (více než 50 % podíl korporátních úvěrů v úvěrovém portfoliu)
- Nejasná dividendová politika
- Vysoká expozice vůči Řecku a nižší expozice vůči Itálii

PŘÍLEŽITOSTI

- Růst úvěrového portfolia a depozit
- Možné akvizice

HROZBY

- Zintenzivnění konkurenčních tlaků, což by mohlo vést k propadu výnosů z depozit, úvěrů a poplatků a provizí

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosech a celkové ziskovosti společnosti může být naše kalkulovaná vnitřní hodnota společnosti nadhodnocená.

Ing. Robin Koklar, MBA
Finanční analytik
www.fio.cz
robin.koklar@fio.cz

Dozor nad Fio banka, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále "Fio"). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu u 13 emisí zařazených v segmentu SPAD. Fio není tvůrcem trhu emise akcií Kit Digital, Inc.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

K dnešnímu datu 29.8.2011 Fio banka, a.s. má platných 15 investičních doporučení. Z toho je 8 doporučení k nákupu, 3 držet a 2 doporučení akumulovat a 1 doporučení redukovat a 1 doporučení v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povělivé prezentaci investičních doporučení §7.