



Fio banka, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Komerční banka

Doporučení: koupit
Cílová cena: 4467 Kč

17.5.2010

Aktualizace odhadů Komerční banka, a.s.

Nové doporučení – koupit

Předešlé doporučení – akumulovat

Nová cílová cena – 4467,- Kč

Předešlá cílová cena - 4 186,- 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)

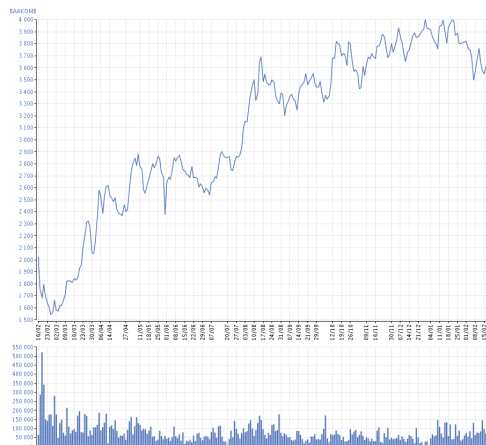
Odvětví: univerzální bankovníctví
Počet vydaných akcií – 38 009 852
Tržní kapitalizace - 138,12 mld. Kč
Uzavírací cena k 14.5.2010 – 3500,- Kč

Roční maximum – 20.1.2010
4259,- Kč

Roční minimum - 25.2.2009
2379,- Kč

Podíl v PX: 14,72 %

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: BCPP

Na základě hospodářských výsledků aktualizujeme naše investiční doporučení, přičemž doporučujeme nově akcie společnosti Komerční banka koupit z předchozího doporučení akumulovat s novou cílovou cenou ve výši 4467,- z původních 4186,- Kč.

Přistupujeme ke změně doporučení a ke zvýšení cílové ceny zejména z důvodu nižších než námi odhadovaných opravných položek na špatné úvěry a jejich lepšímu výhledu. Předpokládáme, že nové opravné položky ke špatným korporátním úvěrům budou klesat rychleji, než jsme původně odhadovali a v případě retailových úvěrů očekáváme nyní nižší nárůst opravných položek ve druhém čtvrtletí letošního roku a poté pozvolný pokles. Navíc oproti předešlé analýze odhadujeme vyšší nárůst objemu úvěrů stavební spořitelny a hypoték.

V korporátním segmentu se snížil objem depozit v prvním kvartále meziročně i mezikvartálně díky stále nízké likviditě velkých firem.

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

Analýza a odhad depozit na konsolidovaném základě					
Depozita podle zákazníků	4Q 2009	1Q 2010	2Q 2010E	3Q 2010E	4Q 2010E
Firemní depozita	295,2	284,6	283,3	276,9	301,1
Individuální depozita KB	153,7	152,8	151,9	151,9	151,9
Depozita penzijního fondu	27,2	27,5	27,8	28,1	28,3
Depozita stavební spořitelny	67,1	68,0	68,8	69,6	70,5
Ostatní depozita	8,6	8,2	8,2	8,2	8,2
Celkem	551,8	541,1	540,0	534,7	560,0

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio banka, a.s.

Předpokládáme, že individuální depozita se mírně sníží díky rostoucí konkurenci a pak odhadujeme stabilizaci.

Očekávané domácí hospodářské oživení bude mít vliv na firemní depozita se zpožděním, proto předpokládáme zvýšení této položky až v posledním kvartále letošního roku.

Předpokládáme mírný pokles firemního úvěrového portfolia ve druhém kvartále, ovšem v dalších čtvrtletích očekáváme vyšší poptávku po firemních úvěrech. Přestože poptávka po spotřebitelských úvěrech je stále vysoká, Komerční banka zpřísnila podmínky pro získání tohoto typu úvěrů, proto ve druhém kvartále u této položky odhadujeme nižší objem. Vyšší míru růstu odhadujeme u hypoték i úvěrech stavební spořitelny.

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

Analýza a odhad úvěrů na konsolidovaném základě					
Úvěry podle typu	4Q 2009	1Q 2010	2Q 2010E	3Q 2010E	4Q 2010E
Firemní úvěry	206,3	202,9	201,9	202,5	204,1
Hypotéky	100,2	101,7	103,9	106,1	109,2
Úvěry stavební spořitelny	45,6	46,4	47,5	49,3	51,1
Spotřebitelské úvěry	29,3	28,7	28,6	28,7	28,8
Ostatní úvěry	4,7	2,3	2,3	3,0	4,0
Celkem	386,1	382,0	384,1	389,5	397,2

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio banka, a.s.

Přestože očekáváme růst úvěrového portfolia odhadujeme mírný pokles čistých úrokových výnosů ve druhém čtvrtletí, který bude pravděpodobně způsoben propadem marží z úvěrů a nižším objemem depozit. Odhadujeme, že čisté poplatky a provize příští čtvrtletí mírně vzrostou, neboť se zvýší celkový objem úvěrů. Na úrovni provozního zisku lze očekávat ve druhém čtvrtletí mírné mezikvartální snížení z důvodu nižších výnosů z finančních operací. Čistý zisk dosáhne následující kvartál dle našich odhadů výše 3,23 mld. Kč díky nižším opravným položkám na špatné úvěry.

Tabulka č. 4: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Výnos desetiletého českého státního dluhopisu	3,776
Bezriziková úroková sazba*	3,776
Beta**	1,13
Tržní úroková míra ***	8,100
Diskontní sazba	8,641

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

**Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou

***Tržní úroková míra představuje výnosnost indexu PX počítanou z měsíčních dat

Zdroj: Fio banka, a.s.

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

	4Q 2009	2009	1Q 2010	2Q 2010E	2010E
Čisté úrokové výnosy	5404	22088	5294	5224	21465
Čisté poplatky a provize	2033	7745	1929	1947	7891
Čisté provozní výnosy	7747	33041	8022	7943	32475
Provozní zisk	4165	19013	4996	4885	19749
Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám	-1185	-5343	-951	-813	-3222
Čistý zisk náležící akcionářům KB	2570	11008	3209	3230	13114

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio banka, a.s.

Za celý rok 2010 odhadujeme pokles personálních nákladů z důvodu decentralizace útvaru back office, což by mělo mírně snížit počet zaměstnanců. U všeobecných provozních nákladů předpokládáme v nadcházejících čtvrtletí mírný nárůst z důvodu zvýšení marketingových nákladů. Celkové provozní náklady dle našich odhadů v roce 2010 poklesnou.

Tabulka č. 5: Analýza a odhad provozních nákladů

	4Q 2009	2009	1Q 2010	2Q 2010E	2010E
Personální náklady	-1612	-6434	-1457	-1457	-5 872
Všeobecné provozní náklady	-1612	-6126	-1222	-1246	-5 421
Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku	-358	-1468	-348	-355	-1 434
Provozní náklady celkem	-3583	-14027	-3026	-3058	-12 726

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio banka, a.s.

U tvorby opravných položek k úvěrům lze odhadovat pokles v korporátním segmentu, neboť špatné úvěry v tomto segmentu již pravděpodobně dosáhly svého vrcholu a u retailového segmentu odhadujeme mírný nárůst v následujícím čtvrtletí, kdy náklady rizika v tomto segmentu dosáhnou svého vrcholu a v dalších čtvrtletích předpokládáme již pokles.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.4, přičemž jsme oproti minulé analýze přistoupili ke změně vstupních parametrů. Nově počítáme s desetiletým dluhopisovým indexem.

Pro ocenění akcií společnosti KB bylo použito vícefázového modelu nadměrného výnosu (excess return) konstruovaného přímo pro finanční instituce. Ocenění společnosti KB metodou nadměrného výnosu spočívá v převedení očekávaných nadměrných výnosností vlastního kapitálu (čistý zisk – náklady na vlastní kapitál v Kč) budoucí let na současnou hodnotu. I tento model oceňuje hodnotu společnosti z pohledu akcionáře tedy vlastního kapitálu, neboť bankovní společnosti pracují i s 90 % cizího kapitálu, který je v jejich případě chápán spíše jako surovina. **Při ocenění společnosti KB modelem nadměrného výnosu jsme získaly vnitřní hodnotu akcie KB s časovým horizontem 12 měsíců ve výši 4 467,- Kč.**

Tabulka č. 6: Výpočet cílové ceny KB pomocí modelu nadměrného výnosu (excess return)

Výpočet Nadměrného výnosu									
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Počáteční účetní hodnota VK	50 257	50 654	62 974	68 753	74 654	80 652	87 458	94 573	101 968
Náklady VK (diskontní sazba) v %	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Náklady VK absolutně	4342,5	4376,8	5441,3	5940,6	6450,5	6968,7	7556,8	8171,6	8810,6
Rentabilita VK %		21,01	17,48	19,07	17,85	18,75	18,08	17,38	16,75
Čistý zisk		13 161	11 008	13 114	13 328	15 124	15 812	16 434	17 079
Dividendový výplatní poměr v %			0,59	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Objem vyplacených dividend		6 832	6 462	7 213	7 330	8 318	8 697	9 039	9 393
Zadržený zisk		6 329	4 546	5 901	5 997	6 806	7 115	7 395	7 685
Čistý zisk		13 161	11 008	13 114	13 328	15 124	15 812	16 434	17 079
Náklady VK		4376,8	5441,3	5940,6	6450,5	6968,7	7556,8	8171,6	8810,6
Nadměrná výnosnost VK		8784,2	5566,7	7173,7	6877,2	8155,4	8255,2	8262,3	8268,1
Současná hodnota nadměrné výnosnosti VK				6 603	5 827	6 360	5 926	5 459	
Pokračující hodnota nadměrné výnosnosti VK									134 648
Současná hodnota pokračující hodnoty nadměrné výnosnosti VK									88 970
Hodnota VK a diskontované nadměrné výnosnosti VK				169 799					
Vnitřní hodnota akcie				4 467					

Zdroj: Odhad Fio banka, a.s.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Silná kapitalizace společnosti (vysoká kapitálová přiměřenost i Tier 1)
- Vysoký dividendový výnos ve srovnání s konkurencí
- Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci
- 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), kde je momentálně nižší poptávka po úvěrech
- Zpřísnění podmínek pro získání spotřebitelského úvěru

PŘÍLEŽITOSTI

- Růst úvěrů v retailovém segmentu
- Možné akvizice

HROZBY

- Vysoký nárůst špatných úvěrů v retailovém segmentu
- 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 netřípné 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 spoluledoucím 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 17.5.2010 Fio banka, a.s. má platných 12 investičních doporučení. Z toho je 10 doporučení k nákupu, 1 doporučení k prodeji a 2 doporučení akumulovat. Navíc 1 doporučení je momentálně v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povitive prezentaci investičních doporučení §7.