



Fio banka, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Komerční banka

**Doporučení: akumulovat**  
**Cílová cena: 4 549 Kč**

15.3.2011

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

**Nové doporučení – akumulovat**

Předešlé doporučení – držet

**Nová cílová cena – 4 549,- Kč**

Předešlá cílová cena - 4 467,- 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 14.3.2011 – 4291,-  
Kč

Roční maximum – 22.12.2010

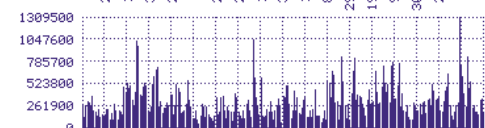
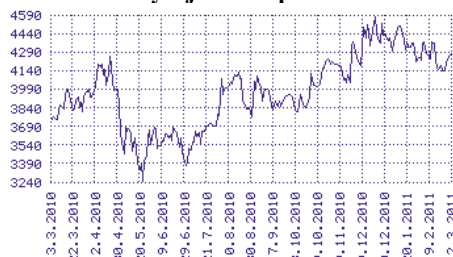
4583,- Kč

Roční minimum - 25.5.2010

3250,- Kč

Podíl v PX: 16,89 %

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: BCPP

Na základě hospodářských výsledků za 4Q 2010 a následného výhledu managementu společnosti aktualizujeme naše investiční doporučení, přičemž doporučujeme nově akcie společnosti Komerční banka akumulovat z předchozího doporučení držet s novou cílovou cenou ve výši 4549,- z původních 4467,- Kč.

Přistupujeme ke změně doporučení a ke zvýšení cílové ceny zejména z důvodu vyššího očekávané zisku v roce 2011 oproti předešlým odhadům a rychlejšímu než původně odhadovanému růstu provozních výnosů. Oproti minulému ocenění jsme zvýšili odhady provozních nákladů poté, co management Komerční banky oznámil, že předpokládá nárůst provozních nákladů v roce 2011 o 7-8 %, přičemž tyto náklady zůstanou na vyšší úrovni až do roku 2013. Přestože provozní náklady porostou v roce 2011 dle našeho odhadu rychleji než provozní výnosy dojde oproti původnímu ocenění k nárůstu čistého zisku, neboť provozní výnosy porostou z vyšší základny. Oproti minulému ocenění jsme zvýšily odhad růstu objemu poskytaných úvěrů a depozit.

Očekáváme, že depozita porostou v roce 2011 ve všech segmentech, přičemž nejvyšší nárůsty odhadujeme opět u penzijního fondu. V korporátním segmentu oproti poklesu depozit v minulém roce odhadujeme v roce 2011 meziroční růst ve výši 2,3 %.

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

Analýza a odhad depozit na konsolidovaném základě					
V mld. Kč	4Q 2010	1Q 2011E	2Q 2011E	3Q 2011E	4Q 2011E
Firemní depozita	281,1	279,7	279,1	281,9	287,6
Individuální depozita KB	153,7	153,5	153,4	153,5	154,0
Depozita penzijního fondu	28,8	29,1	29,4	29,9	30,5
Depozita stavební spořitelny	69,0	69,1	69,1	69,2	69,3
Ostatní depozita	5,5	5,5	5,6	5,6	5,7
<b>Celkem</b>	<b>538,1</b>	<b>536,9</b>	<b>536,7</b>	<b>540,1</b>	<b>547,0</b>

Zdroj: Komerční banka, a.s.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Předpokládáme robustní meziroční nárůst hypotečních úvěrů v roce 2011 ve výši 9 %, neboť hypoteční úrokové sazby jsou historicky nízké a hospodářská aktivita se po finanční krizi již stabilizovala a míra nezaměstnanosti se bude dle odhadů v letošním roce snižovat. Dynamickým tempem porostou i firemní úvěry, neboť se zvyšuje poptávka po firemních úvěrech z důvodu vysokého růstu aktivity ve výrobním sektoru jak v České republice, tak i v Německu. Předpokládáme růst objemu poskytnutých spotřebitelských úvěrů v roce 2011 meziročně o 4,1 %.

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

Analýza a odhad úvěrů na konsolidovaném základě					
Úvěry podle typu	4Q 2010	1Q 2011E	2Q 2011E	3Q 2011E	4Q 2011E
Firemní úvěry	211,0	212,1	214,0	217,2	221,5
Hypotéky	109,3	111,5	113,7	116,0	119,5
Úvěry stavební spořitelny	49,7	49,9	50,2	50,4	51,2
Spotřebitelské úvěry	28,3	28,3	28,6	28,9	29,4
Ostatní úvěry	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Celkem	399,8	403,3	408,0	414,0	423,2

**Zdroj: Komerční banka**

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

Z důvodu očekávaného růstu úvěrového portfolia v roce 2011, předpokládáme i růst čistých úrokových výnosů, přičemž odhadujeme, že marže z úvěrů se mírně zvýší z důvodu vyšší poptávky po úvěrech. Odhadujeme, že čisté poplatky a provize v roce 2011 mírně vzrostou, neboť se zvýší celkový objem poskytnutých úvěrů. Na úrovni provozního zisku lze očekávat v roce 2011 pouze mírné meziroční zvýšení, neboť sice porostou provozní výnosy, ale provozní náklady vzrostou ještě rychlejším tempem. Čistý zisk dosáhne v roce 2011 dle našich odhadů výše 13,926 mld. Kč zejména díky nižším opravným položkám na špatné úvěry.

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

	2011	2010	Y/Y v %
Čisté úrokové výnosy	22062	21431	2,9
Čisté poplatky a provize	8272	8038	2,9
Čisté provozní výnosy	33739	32662	3,3
Provozní zisk	19867	19720	0,7
Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám	-2464	-3100	-20,5
Čistý zisk náležící akcionářům KB	13926	13330	4,5

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

Přestože se v posledním kvartále 2010 mírně zvýšila tvorba rezerv ke ztrátám z úvěrů, předpokládáme, že v roce 2011 bude docházet k postupnému poklesu této položky z důvodu zlepšující se kvality úvěrového portfolia KB. Management KB navrhnul výplatu hrubé dividendy v roce 2011 ve výši 270 Kč, která by měla být schválena pravděpodobně v dubnu 2011. Pro dividendu vyplacenou v roce 2012 ze zisku 2011 odhadujeme dividendový výplatní poměr ve výši 68 %, což představuje hrubou dividendu na akcii ve výši 250 Kč, ale není vyloučeno, že hrubá dividendu nakonec bude stejná jako v roce 2011 tedy 270 Kč.

**Tabulka č. 4: Vývoj a odhad vybraných položek z výkazu zisků a ztrát KB**

V mil. Kč	1Q 2011E	2Q 2011E	3Q 2011E	4Q 2011E
Čisté úrokové výnosy	5413	5483	5472	5694
Čisté poplatky a provize	2001	2064	2096	2111
Čisté provozní výnosy	8332	8399	8438	8570
Provozní zisk	5076	4965	5078	4748
Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám	-664	-631	-599	-569
Čistý zisk náležící akcionářům KB	3539	3472	3582	3334
Hrubá dividendu na akcii	270*			250**

\*Dividenda vyplacená ze zisku 2010 a měla by být schválena v dubnu 2011

\*\*Očekávaná dividendu ze zisku 2011 vyplacená v roce 2012 při odhadovaném výplatním poměru ve výši 68 %

Zdroj: Fio banka, a.s.

Za celý rok 2011 odhadujeme pokles personálních nákladů z důvodu poklesu počtu pracovních míst o 2 % v posledním kvartále 2010. Na druhou stranu všeobecné provozní náklady porostou rychleji než výnosy, neboť KB hodlá zřídit v roce 2011 5 nových poboček a starší pobočky nově vybavit nábytkem. Navíc počítáme i s růstem odpisů, neboť porostou investice do hmotného i nehmotného majetku. Celkové provozní náklady dle našich odhadů v roce 2011 meziročně vzrostou o 7,2 %.

**Tabulka č. 5: Analýza a odhad provozních nákladů**

v mil. Kč	2 010	1Q 2011E	2Q 2011E	3Q 2011E	4Q 2011E	2011E
Personální náklady	-6 075	-1498	-1506	-1513	-1529	-6046
Všeobecné provozní náklady	-5 243	-1295	-1442	-1336	-1747	-5821
Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku	-1 625	-463	-486	-510	-546	-2004
Provozní náklady celkem	-12 942	-3256	-3434	-3360	-3821	-13871

Zdroj: Komerční banka, a.s.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.6, přičemž jsme oproti minulé analýze přistoupili ke změně vstupních parametrů.

**Tabulka č. 6: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby**

Desetiletý český státní dluhopis*	4,047
Beta**	1,18
Očekávaná tržní úroková míra***	10,61
Diskontní sazba	11,8

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

\*\*Beta je počítána z týdenních dat regresní metodou

\*\*\*Očekávaná tržní úroková míra představuje očekávanou výnosnost indexu PX, která je počítána z odhadů analytiků vážených podle tržní kapitalizace pro jednotlivé akciové tituly

Zdroj: Fio banka,a.s., 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. 7: Výpočet cílové ceny Komerční banky pomocí výnosového modelu**

v mil. Kč	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
<b>Provozní výnosy</b>	32 662	33 739	35 263	37 094	39 155	41 344	42 854
Všeobecné správní náklady včetně nákladů na zaměstnance	-11 318	-11 867	-12 694	-13 519	-14 128	-14 765	-15 283
Ztráty ze znehodnocení	-3 100	-2 464	-2 119	-2 225	-2 347	-2 476	-2 575
Daň z příjmu	-2 665	-2 833	-3 290	-3 437	-3 662	-3 904	-4 074
<b>Čistý peněžní příjem</b>	<b>15 579</b>	<b>16 575</b>	<b>17 161</b>	<b>17 914</b>	<b>19 018</b>	<b>20 199</b>	<b>20 922</b>
Kapitálové požadavky	26 417	27 194	28 417	29 838	31 479	33 211	34 539
Kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti	809	-777	-1 224	-1 421	-1 641	-1 731	-1 328
Předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku	-1 197	-1 260	-1 348	-1 436	-1 501	-1 568	-1 623
<b>Disponibilní peněžní příjem pro akcionáře</b>	<b>15 191</b>	<b>14 537</b>	<b>14 589</b>	<b>15 057</b>	<b>15 876</b>	<b>16 899</b>	<b>17 970</b>
Pokračující hodnota společnosti							205 023
Diskontovaný disponibilní peněžní příjem pro akcionáře		13 007	11 679	10 785	10 174	9 690	117 563
Součet Diskontovaného FCFE		172 899					
Diskontované FCFE na akcii v CZK		<b>4549</b>					

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

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

<p><b>SWOT ANALÝZA</b></p> <p><b>SILNÉ STRÁNKY</b></p> <p><b>SLABÉ STRÁNKY</b></p> <p><b>PŘÍLEŽITOSTI</b></p> <p><b>HROZBY</b></p>	<p>Pokud srovnáme aktuální cenu akcie společnosti KB ze dne 15.3.2011 ve výši 4265 Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 4549,- Kč, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem mírně vyšším než 6 %. Akcie společnosti KB jsou momentálně mírně podhodnocené, z toho důvodu doporučujeme akcie společnosti KB akumulovat a na případné nákupy využít akciových propadů.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Silná kapitalizace společnosti (vysoká kapitálová přiměřenost i Tier 1)</li> <li>• Vysoký dividendový výnos ve srovnání s konkurencí</li> <li>• Silný zahraniční vlastník</li> <li>• Stabilní hospodaření v období hospodářské recese</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Zaměření KB na korporátní segment (více než 50 % podíl korporátních úvěrů v úvěrovém portfoliu)</li> <li>• Nejasná dividendová politika</li> <li>• Dočasný růst provozních nákladů bude vyšší než růst provozních výnosů</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Růst úvěrů v retailovém segmentu (hypotéky)</li> <li>• Možné akvizice</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Zintenzivnění konkurenčních tlaků, což by mohlo vést k propadu výnosů z depozit, úvěrů a poplatků a provizí</li> <li>• Vstup ČSOB na burzu by mohl znamenat odliv peněžních prostředků z akcií KB ve prospěch ČSOB</li> </ul> <p>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.</p>
--	---

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 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 15.3.2011 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.