

**13.8.13**

Snižujeme naše doporučení na akcie společnosti Komerční banka, a.s. na stupeň držet z původního akumulovat a ponecháváme naši cílovou cenu na hodnotě 4079,- Kč. Důvodem pro snížení našeho doporučení je nedávný růst ceny akcií oceňované společnosti. Dole v textu pokračuje původní ocenění Komerční banky.

**28.6.2013**

**Komerční banka, a.s.**

**Nové doporučení - akumulovat**

Předešlé doporučení – koupit

**Nová cílová cena – 4079,- Kč**

Předešlá cílová cena – 4212 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

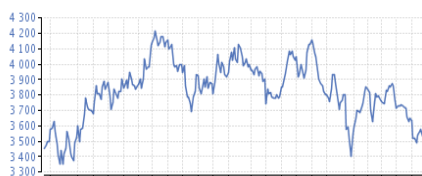
Tržní kapitalizace - 132 mld. Kč  
Uzavírací cena k 25.6.2013 – 3579,- Kč

Roční maximum – 21.7.2011  
4050,- Kč

Roční minimum - 10.8.2011  
2900,- Kč

Podíl v PX: 19 %

**Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti**



Snižujeme naše doporučení pro akcie společnosti Komerční banka, a.s. na stupeň akumulovat z původního koupit a snižujeme cílovou cenu s 12 měsíčním časovým horizontem na hodnotu 4079,- Kč z předešlých 4212,- Kč. Za poklesem cílové ceny v novém ocenění stojí zejména očekávaný propad celkových čistých provozních výnosů ve srovnání s původním oceněním. Odhad čistých úrokových výnosů je v novém ocenění pro rok 2013 výrazně nižší zejména z důvodu poklesu tržních úrokových sazeb a nižší úrokové marži. Pro rok 2014 odhadujeme další meziroční pokles čistých úrokových výnosů z důvodu stále nízkých úrokových sazeb, které sniží zhodnocení reinvestic. Následující roky 2015 a dále již očekáváme růst úrokových sazeb a s tím i růst čistých úrokových výnosů. Nově odhadujeme postupný pokles čistých poplatků a provizí od roku 2012 a dále díky neochotě klientů platit poplatky a konkurenčnímu boji ze strany bezpoplatkových bank. Nové odhady celkových čistých provozních výnosů pro rok 2013 a dále jsou nižší než ty původní zejména z důvodu vleklé hospodářské recese, která vedla k propadu tržních úrokových sazeb. Nové ocenění počítá s nižšími provozními náklady pro rok 2013 a dále díky vyšší provozní efektivitě oceňované bankovní instituce. Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů byla v roce 2012 výrazně nižší než naše původní odhady a pro roky 2013 a dále očekáváme v novém ocenění nižší hodnoty této položky, neboť již většinu nesplacených úvěrů odepsala společnost v minulosti a kvalita úvěrového portfolia se bude zřejmě zlepšovat i díky většímu zastoupení méně rizikových úvěrů (hypotéky na úkor spotřebitelských úvěrů). Čistý zisk dosahoval v roce 2012 nižší úroveň než původní odhad a díky výše popsaným odhadům očekáváme, že čistý zisk pro roky 2013 a dále bude nižší než naše původní očekávání. Oproti minulému ocenění se navýšila diskontní sazba, což mělo negativní efekt na cílovou cenu. Pozitivní vliv na cílovou cenu měla hodnota kapitálových požadavků, které se dle našich odhadů v roce 2013 a 2014 sniží z důvodu poklesu hodnoty rizikově vážených aktiv.

### Výsledky za 1Q 2013

Objem depozit se v 1Q 2013 meziročně i mezikvartálně zvýšil a to přes hospodářskou recesi v ČR. V 1Q 2013 došlo i k růstu objemu úvěrů a to díky růstu hypoték a firemních úvěrů, naopak spotřebitelské úvěry zaznamenaly meziroční i mezikvartální pokles. Ovšem díky nízkým tržním úrokovým sazbám poklesly čisté úrokové výnosy z depozit, neboť reinvestice vkladů poskytnutí nižší výnos než v minulosti.

Čisté úrokové výnosy z úvěrů meziročně vzrostly díky růstu objemu úvěrů, ovšem úroková marže je pod konkurenčním tlakem, navíc roste podíl úvěrů s nízkou marží (hypotéky, firemní úvěry). Celkové čisté úrokové výnosy byly meziročně i mezikvartálně nižší stejně jako čisté poplatky a provize, které poklesly díky nižším transakčním poplatkům z důvodu slabé hospodářské aktivitě. Čistý zisk z finančních operací byl meziročně nižší, přičemž byl zaznamenán mírný pokles poptávky po měnovém zajišťování meziročně i mezikvartálně a poptávka po úrokovém zajištění byla významně nižší díky očekávání nízkých úrokových sazeb. Celkové čisté provozní výnosy byly meziročně i mezikvartálně nižší. Provozní náklady byly v souladu s nižšími výnosy meziročně i mezikvartálně nižší, přičemž všeobecné administrativní náklady poklesly meziročně i mezikvartálně zejména díky nižším marketingovým aktivitám. Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů byla meziročně i mezikvartálně nižší, neboť náklady rizika korporátních klientů dynamicky poklesla a maloobchodní segment vykázal taktéž meziroční propad. Čistý zisk náležící akcionářům KB meziročně poklesnul, ovšem mezikvartálně mírně vzrostl. KB uprodala část italských dluhopisů z portfolia a nyní má expozici ve výši 4,9 mld. Kč. KB navýšila kapitálovou přiměřenost ke konci 1Q 2013 na 14,9 %. Z konferenčního hovoru po výsledcích z 1Q 2013 zaznělo, že čistá úroková marže z depozit by dle managementu společnosti mohla v průběhu roku dále klesnout, neboť krátké i dlouhé tržní úrokové sazby jsou na minimech. Čisté poplatky a provize by mohly v průběhu roku poklesnout o zhruba 1 %. České domácnosti tvoří spíše finanční rezervy, než aby se zadlužovaly z důvodu spotřeby.

### Odhad depozit

V případě firemních depozit předpokládáme v průběhu roku 2013 růst, neboť firemní klientela má tendenci hromadit peněžní prostředky na účtech a s investiční aktivitou spíše vyčkává na lepší časy v budoucnosti, což je patrné z tabulky č. 1. Obdobně i v případě jednotlivců by bylo možné očekávat spíše úsporné chování se stabilní či reálně mírně nižší spotřebou, neboť reálné disponibilní příjmy klesají stejně jako reálná spotřeba domácností. Ovšem z důvodu povodní lze předpokládat, že individuální depozita mírně poklesnou ve druhém a zejména ve třetím čtvrtletí, neboť domácnosti použijí část nakumulovaných úspor k uhrazení škod z povodní. Odhad výše depozit stavební spořitelny je zatím s velkým otazníkem, neboť navrhovaný zákon je ve fázi připomínek a peníze ze spoření bude zřejmě možné použít jen na bydlení, penzijní pojištění či vysokoškolské studium. Toto omezení se bude týkat pravděpodobně jen smluv uzavřených od roku 2014. Debaty se v parlamentu očekávají ohledně plánovaného vstupu komerčních bank na trh stavebního spoření. Státní podpora stavebního spoření může nyní dosáhnout max. 2000 korun ročně, zároveň poklesla státní podpora na maximálně 10 % z uspořené částky v příslušném kalendářním roce. I v případě depozit penzijního fondu existuje také velký otazník, neboť důchodovou reformu v podobě druhého pilíře hodlá sociální demokracie v případě vítězství voleb zrušit. Zatím celkový počet účastníků druhého pilíře důchodového spoření se po čtyřech měsících od jeho vzniku vystoupal na 31 985 lidí, což je velmi nízké číslo a tak lze o budoucnosti tohoto pilíře pochybovat. Druhý pilíř důchodového spoření umožňuje z povinného sociálního pojištění vyvést 3 % na vlastní účet penzijní společnosti za předpokladu, že na ně účastník přidá další 2 % z vlastních prostředků.

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

| <b>v mld. Kč</b>             | <b>4Q 2012</b> | <b>1Q 2013</b> | <b>2Q 2013E</b> | <b>3Q 2013E</b> | <b>4Q 2013E</b> |
|------------------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Firemní depozita             | 308,0          | 323,1          | 324,7           | 325,0           | 328,3           |
| Individuální depozita KB     | 156,4          | 157,7          | 156,1           | 153,0           | 153,8           |
| Depozita penzijního fondu    | 31,9           | 33,2           | 33,4            | 33,5            | 33,7            |
| Depozita stavební spořitelny | 71,8           | 71,8           | 71,8            | 71,7            | 71,6            |
| Ostatní depozita             | 10,9           | 12,8           | 12,8            | 12,8            | 12,8            |
| <b>Celkem</b>                | <b>579,1</b>   | <b>598,7</b>   | <b>598,8</b>    | <b>596,1</b>    | <b>600,2</b>    |

**Zdroj: Komerční banka, a.s.**

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

Do třetího pilíře důchodového systému přispívá přes pět milionů Čechů, kteří využívají penzijní připojištění se státním příspěvkem. V případě depozit penzijního fondu očekáváme mírný růst depozit. Celkový objem depozit by dle našich odhadů měl v roce 2013 dosáhnout meziročního růstu 3,7 %.

Ve struktuře úvěrů dochází nadále ke změně v podobě nižší poptávky po spotřebitelských úvěrech z důvodu pokračující hospodářské recese, která nemotivuje jednotlivce k získávání spotřebitelských úvěrů. Z tabulky č. 2 je patrné, že u spotřebitelských úvěrů odhadujeme pro letošní rok jen velmi nízký růst, kdežto silný růst očekáváme u hypotečních úvěrů, neboť úrokové sazby jsou rekordně nízko a zájem neustává. U úvěrů stavební spořitelny očekáváme pokles, neboť sazby hypotečních úvěrů jsou nižší. U firemních úvěrů předpokládáme v roce 2013 meziroční růst o více než 5 % a celkově odhadujeme růst úvěrů meziročně o 4 %.

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

| v mld. Kč                 | 4Q 2012 | 1Q 2013 | 2Q 2013E | 3Q 2013E | 4Q 2013E |
|---------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Firemní úvěry             | 255,7   | 258,5   | 261,1    | 263,7    | 270,3    |
| Hypotéky                  | 133,3   | 134,4   | 137,5    | 138,9    | 141,7    |
| Úvěry stavební spořitelny | 49,3    | 48,3    | 47,8     | 47,3     | 47,1     |
| Spotřebitelské úvěry      | 27,5    | 27,0    | 27,0     | 27,1     | 27,2     |
| Ostatní úvěry             | 3,3     | 4,1     | 4,1      | 4,6      | 4,0      |
| Celkem                    | 469,1   | 472,3   | 477,5    | 481,6    | 490,3    |

**Zdroj: Komerční banka, a.s.**

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

Čistá úroková marže z depozit by dle vyjádření managementu měla v průběhu roku 2013 poklesnout díky nízkým tržním úrokovým sazbám, neboť reinvestice vkladů poskytují nižší výnosy než v minulosti. I pro čisté úrokové výnosy z úvěrů odhadujeme ve 2Q a 3Q 2013 mezikvartální pokles, neboť úroková marže je pod konkurenčním tlakem, navíc roste podíl úvěrů s nižší marží (hypotéky, firemní úvěry).

**Tabulka č. 3: Odhad zkráceného výkazu zisku a ztrát pro rok 2013**

| v mld. Kč                                           | FY 2012 | 1Q 2013 | 2Q 2013E | 3Q 2013E | 4Q 2013E | FY 2013 |
|-----------------------------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|
| Čisté úrokové výnosy                                | 21948   | 5259    | 5147     | 5079     | 5083     | 20568   |
| Čisté poplatky a provize                            | 7018    | 1726    | 1745     | 1669     | 1722     | 6862    |
| Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací          | 3597    | 597     | 627      | 659      | 693      | 2576    |
| Ostatní výnosy                                      | 126     | 33      | 29       | 40       | 30       | 132     |
| Čisté provozní výnosy                               | 32689   | 7615    | 7548     | 7447     | 7528     | 30139   |
| Provozní zisk                                       | 19177   | 4498    | 4298     | 4241     | 4024     | 17061   |
| Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů | -1871   | -470    | -466     | -461     | -438     | -1835   |
| Čistý zisk náležící akcionářům KB                   | 13954   | 3146    | 3096     | 3071     | 2873     | 12187   |

**Zdroj: Komerční banka, a.s.**

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

Celkově očekáváme v roce 2013 meziroční pokles čistých úrokových výnosů, což je patrné z tabulky č. 3. Očekáváme, že vývoj čistých poplatků a provizí bude v průběhu roku 2013 pod tlakem jednak z důvodu nižších transakčních poplatků díky slabé hospodářské aktivitě, ale zejména díky propadu úvěrových poplatků, které klientům leží v žaludku. Momentálně jsou v běhu minimálně dvě iniciativy právníků, kteří řeší hromadné žaloby klientů na bankovní instituce, po kterých žádají vrácení poplatku za správu úvěrového účtu. Depozitní poplatky budou dle našeho dohadu pod tlakem konkurence, která nabízí správu bankovních účtů bezpoplatkově. Předpokládáme, že čistý zisk z finančních operací by měl v průběhu roku 2013 růst z důvodu velmi slabého prvního kvartálu 2013. Celkové čisté provozní výnosy by ve srovnání s 1Q 2013 měly dle našich odhadů klesat ve 2 a 3 kvartále díky propadu čistých úrokových výnosů a v posledním kvartále odhadujeme mezivartální růst. Provozní zisk by dle našich odhadů měl v průběhu roku klesat jednak díky poklesu čistých úrokových výnosů a zároveň kvůli růstu provozních nákladů. Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů by měla dle našich odhadů klesat, neboť Komerční banka již většinu nesplácených úvěrů odepsala v minulosti a kvalita úvěrového portfolia se zlepšuje i díky většímu zastoupení méně rizikových úvěrů (hypotéky na úkor spotřebitelských úvěrů).

V tabulce č. 4 odhadujeme pokles personálních nákladů v průběhu roku 2013, neboť velké bankovní instituce snižují počty zaměstnanců z důvodu probíhající restrukturalizace. Na druhé straně předpokládáme růst všeobecných provozních nákladů v průběhu roku 2013 a odpisy budou zřejmě kolísat. Celkové provozní náklady by měly ve srovnání s 1Q 2013 v průběhu roku vzrůst, ovšem meziročně tato položka dle našich odhadů propadne o necelých 5 %.

**Tabulka č. 4: Analýza a odhad provozních nákladů na konsolidovaném základě**

| v mld. Kč                                     | <i>FY 2012</i> | <i>1Q 2013</i> | <i>2Q 2013E</i> | <i>3Q 2013E</i> | <i>4Q 2013E</i> | <i>FY 2013</i> |
|-----------------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Personální náklady                            | -6788          | -1634          | -1618           | -1610           | -1593           | -6455          |
| Všeobecné provozní náklady                    | -5018          | -1044          | -1184           | -1173           | -1490           | -4892          |
| Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku | -1707          | -438           | -448            | -424            | -421            | -1731          |
| Provozní náklady celkem                       | -13512         | -3117          | -3250           | -3206           | -3504           | -13078         |

**Zdroj: Komerční banka, a.s.**

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

Původní odhad čistých úrokových výnosů pro rok 2012 počítal s vyššími úrokovými maržemi zejména díky vyšším očekávaným tržním úrokovým sazbám, což lze vysledovat v tabulce č. 5. Odhad čistých úrokových výnosů je v novém ocenění pro rok 2013 výrazně nižší zejména z důvodu již zmíněných nízkých tržních úrokových sazeb, přičemž pro rok 2014 odhadujeme meziroční pokles z důvodu stále nízkých úrokových sazeb, které sníží zhodnocení reinvestic. Růst úrokových sazeb odhadujeme až v roce 2015, kdy předpokládáme i růst čistých úrokových výnosů. Z tabulky č. 6 lze spatřit, že pro roky 2016 a dále očekáváme růst čistých úrokových výnosů díky postupnému nárůstu úrokových sazeb. U čistých poplatků a provizí byl sice v roce 2012 očekáván meziroční pokles, ovšem hodnota byla ve skutečnosti v daném roce podstatně nižší, neboť klienti bank se proti poplatkům tvrdě vymezovali, přičemž situace se v roce 2013 ještě vyostřila v podobě hromadných žalob na neoprávněnost účtování poplatku za vedení úvěrového účtu. Nově odhadujeme postupný pokles čistých poplatků a provizí od roku 2012 a dále díky neochotě klientů platit poplatky a konkurenčnímu boji ze strany bezpoplatkových bank.

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

| v mil. Kč                                                                      | FY 2011 | FY 2012E | FY 2013E | FY 2014E | FY 2015E | FY 2016E |
|--------------------------------------------------------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Čisté úrokové výnosy                                                           | 22 190  | 22 450   | 22 899   | 23 815   | 25 006   | 25 731   |
| Čisté poplatky a provize                                                       | 7 305   | 7 287    | 7 360    | 7 580    | 7 808    | 7 964    |
| Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací                                     | 3 158   | 4 301    | 3 557    | 3 629    | 3 737    | 3 850    |
| Ostatní výnosy                                                                 | 111     | 127      | 153      | 183      | 220      | 226      |
| Čisté provozní výnosy                                                          | 32 763  | 34 166   | 33 969   | 35 208   | 36 771   | 37 771   |
| Provozní náklady celkem                                                        | -13 490 | -13 589  | -14 115  | -14 913  | -15 775  | -16 525  |
| Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů                 | 19 273  | 20 577   | 19 854   | 20 295   | 20 996   | 21 247   |
| Provozní marže %                                                               | 58,80%  | 60,20%   | 58,40%   | 57,60%   | 57,10%   | 56,30%   |
| Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika | -7 325  | -2 475   | -3 220   | -2 548   | -2 675   | -2 753   |
| Čistý zisk / (ztráta)                                                          | 9 717   | 14 147   | 12 640   | 13 497   | 13 912   | 13 997   |
| Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky                    | 9 475   | 13 864   | 12 346   | 13 190   | 13 599   | 13 678   |
| Menšinový zisk / (ztráta)                                                      | 242     | 283      | 294      | 306      | 312      | 319      |
| Čistý zisk / (ztráta) na akcii (v CZK, anualizováno)                           | 255,64  | 372,2    | 332,56   | 355,08   | 366      | 368,25   |

**Zdroj: Komerční banka, a.s.**
**Zdroj: Fio banka, a.s.**
**Tabulka č. 6: Nový odhad vybraných položek z výkazu zisků a ztrát KB**

| v mil. Kč                                                                      | 2 012   | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Čisté úrokové výnosy                                                           | 21 948  | 20 568  | 19 951  | 20 310  | 21 021  | 21 862  | 22 955  | 24 332  | 25 792  |
| Čisté poplatky a provize                                                       | 7 018   | 6 862   | 6 725   | 6 657   | 6 624   | 6 591   | 6 558   | 6 525   | 6 493   |
| Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací                                     | 3 597   | 2 576   | 2 627   | 2 706   | 2 801   | 2 941   | 3 118   | 3 305   | 3 503   |
| Ostatní výnosy                                                                 | 126     | 132     | 139     | 146     | 153     | 161     | 169     | 178     | 186     |
| Čisté provozní výnosy                                                          | 32 689  | 30 139  | 29 442  | 29 820  | 30 600  | 31 555  | 32 800  | 34 340  | 35 974  |
| Provozní náklady celkem                                                        | -13 512 | -13 078 | -12 868 | -13 125 | -13 397 | -13 741 | -14 212 | -14 700 | -15 205 |
| Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů                 | 19 177  | 17 061  | 16 574  | 16 695  | 17 203  | 17 814  | 18 587  | 19 640  | 20 770  |
| Provozní marže %                                                               | 58,7%   | 56,6%   | 56,3%   | 56,0%   | 56,2%   | 56,5%   | 56,7%   | 57,2%   | 57,7%   |
| Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika | -1 871  | -1 835  | -1 780  | -1 812  | -1 876  | -1 951  | -2 048  | -2 171  | -2 301  |
| Čistý zisk / (ztráta)                                                          | 14 232  | 12 457  | 11 904  | 11 963  | 12 311  | 12 734  | 13 270  | 14 012  | 14 810  |
| Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky                    | 13 954  | 12 187  | 11 623  | 11 676  | 12 019  | 12 436  | 12 966  | 13 702  | 14 494  |
| Menšinový zisk / (ztráta)                                                      | 278     | 270     | 281     | 286     | 292     | 298     | 304     | 310     | 316     |
| Čistý zisk / (ztráta) na akcii (v CZK, anualizováno)                           | 374,42  | 327,72  | 313,18  | 314,73  | 323,90  | 335,03  | 349,12  | 368,63  | 389,63  |
| Hrubá dividenda na akcii                                                       | 160     | 230     | 210     | 200     | 200     | 200     |         |         |         |

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

Čistý zisk z finančních operací byl ve 2Q 2012 ovlivněn prodejem podílu ČMZRB a prodejem zbývajících podílů v řeckých a portugalských dluhopisech s celkovým dopadem ve výši 450 mil. Kč. Původní odhad této položky byl v roce 2012 vyšší než skutečná hodnota. V novém ocenění očekáváme růst čistého zisku z finančních operací v roce 2013 a v dalších letech. Ve srovnání s původními odhady představuje výše čistého zisku z finančních operací pro rok 2013 a dále nižší hodnoty. Celkové čisté provozní výnosy byly v roce 2012 ve skutečnosti nižší než původní odhady a nové odhady pro rok 2013 a dále jsou nižší než ty původní zejména z důvodu vleklé hospodářské recese, která vedla k propadu tržních úrokových sazeb. Celkové čisté provozní výnosy by dle našich odhadů měly dosáhnout svého dna v roce 2014 a následně by měly v ruku v ruce s úrokovými sazbami a hospodářskou aktivitou růst. Provozní náklady byly v roce 2012 mírně nižší než původní odhady, přičemž odhady pro rok 2013 a dále jsou podstatně nižší než ty původní z důvodu propadu provozních výnosů a hospodářské recese, která tlačí na provozní efektivitu oceňované bankovní instituce. Provozní zisk byl v roce 2012 nižší než původní odhad a pro následující roky 2013 a dále očekáváme v novém ocenění nižší hodnotu ve srovnání s původními odhady, což je způsobené propadem provozních výnosů. Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů byla v roce 2012 výrazně nižší než předpokládaly původní odhady a i pro roky 2013 v novém ocenění očekáváme nižší hodnoty této položky, neboť již většinu nesplácených úvěrů odepsala společnost již v minulosti a kvalita úvěrového portfolia se bude zřejmě zlepšovat i díky většímu zastoupení méně rizikových úvěrů (hypotéky na úkor spotřebitelských úvěrů). Čistý zisk dosahoval v roce 2012 nižší úroveň než původní odhad a díky výše popsaným odhadům očekáváme, že čistý zisk pro roky 2013 a dále bude nižší než naše původní očekávání. Předpokládáme, že oceňovaná společnost bude nadále vyplácet dividendu ve výši 60 - 70 % čistého zisku, přičemž z čistého zisku roku 2013 očekáváme vyplacenou hrubou dividendu v roce 2014 ve výši 210 Kč.

**Graf. č. 2 roční vývoj kurzu společnosti Komerční banka**



## Oceňovací modely a jeho předpoklady

Diskontní sazba byla oproti minulému ocenění navýšena z 9,7 % na 9,9 %.

**Tabulka č. 7: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby**

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| Desetiletý český státní dluhopis* | 1,964 |
| Beta**                            | 0,99  |
| Očekávaná tržní úroková míra***   | 10,00 |
| Diskontní sazba                   | 9,9   |

\*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu indexu desetiletých českých státních dluhopisů

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

\*\*\* 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., 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. Pozitivní vliv na cílovou cenu měla hodnota kapitálových požadavků, které se dle našich odhadů v roce 2013 a 2014 sníží (v tabulce č. 8 s kladným znaménkem) z důvodu poklesu hodnoty rizikově vážených aktiv. Výše předpokládaných investic pro rok 2013 koresponduje s názorem managementu oceňované společnosti.

**Tabulka č. 8: Výpočet cílové ceny Komerční banky pomocí výnosového modelu**

| v mil. Kč                                                          | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Provozní výnosy</b>                                             | 30 139  | 29 442  | 29 820  | 30 600  | 31 555  | 32 800  | 34 340  | 35 974  |
| Všeobecné správní náklady včetně nákladů na zaměstnance            | -11 346 | -11 119 | -11 342 | -11 569 | -11 858 | -12 273 | -12 702 | -13 147 |
| Ztráty ze znehodnocení                                             | -1 835  | -1 780  | -1 812  | -1 876  | -1 951  | -2 048  | -2 171  | -2 301  |
| Daň z příjmu                                                       | -2 596  | -2 702  | -2 715  | -2 795  | -2 891  | -3 012  | -3 181  | -3 362  |
| <b>Čistý peněžní příjem</b>                                        | 14 361  | 13 841  | 13 951  | 14 361  | 14 856  | 15 467  | 16 286  | 17 164  |
| Kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti            | 921     | 426     | -503    | -996    | -1 178  | -1 531  | -1 929  | -2 045  |
| Předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku | -1 600  | -1 568  | -1 599  | -1 631  | -1 672  | -1 731  | -1 791  | -1 854  |
| <b>Disponibilní peněžní příjem pro akcionáře</b>                   | 13 682  | 12 698  | 11 848  | 11 734  | 12 006  | 12 205  | 12 566  | 13 266  |
| Pokračující hodnota společnosti                                    |         |         |         |         |         |         |         | 192 381 |
| Diskontovaný disponibilní peněžní příjem pro akcionáře             | 7 262   | 10 515  | 8 927   | 8 045   | 7 491   | 6 929   | 6 491   | 99 381  |
| Součet Diskontovaného FCFE                                         | 155 041 |         |         |         |         |         |         |         |
| Diskontované FCFE na akcii v CZK                                   | 4 079   |         |         |         |         |         |         |         |

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 25.6.2012 ve výši 3579 Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 4079,- Kč, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchoduje s diskontem ve výši 13,9 %. Akcie společnosti KB jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu doporučujeme akcie společnosti KB akumulovat.

**Tabulka č. 9: Citlivostní analýza**

| Diskontní sazba |      |      |      |       |       |
|-----------------|------|------|------|-------|-------|
| FCFE růst       | 8,9% | 9,4% | 9,9% | 10,4% | 10,9% |
| 2,0%            | 4259 | 3985 | 3748 | 3541  | 3360  |
| 2,5%            | 4477 | 4167 | 3902 | 3673  | 3473  |
| 3,0%            | 4731 | 4378 | 4079 | 3823  | 3601  |
| 3,5%            | 5034 | 4625 | 4283 | 3994  | 3746  |
| 4,0%            | 5397 | 4918 | 4522 | 4192  | 3912  |

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

|                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>SWOT ANALÝZA</b>  | <p>Akcie společnosti KB jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu doporučujeme akcie společnosti KB akumulovat.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>SILNÉ STRÁNKY</b> | <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> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>SLABÉ STRÁNKY</b> | <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>• Vysoká expozice vůči Itálii</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>PŘÍLEŽITOSTI</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Růst úvěrového portfolia a depozit</li> <li>• Možné akvizice</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>HROZBY</b>        | <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>• Bankrot Itálie a dalších zemí</li> <li>• Dynamický pokles cen dluhopisů držených v portfoliích</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  
Fio banka, a.s.  
Analytik  
robin.koklar@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, 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 emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

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 vývoj na trhu a jiné skutečnosti, 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 nenese 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 (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spolumedoucím 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.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej – short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 13.8.2013 má Fio banka, a.s. 8 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 3 doporučení držet, 3 doporučení akumulovat a 2 doporučení koupit. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povtové prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)