

Analýzy a doporučení

Komerční banka, a.s.

Změna doporučení



Nové doporučení: redukovat
Původní doporučení: držet
Nová cílová cena: 4 301 Kč
Původní cílová cena: 4 301 Kč

7.4.2014

K dnešnímu datu měníme investiční doporučení pro akcie Komerční banky na „redukovat“ z původního „držet“ a potvrzujeme naši cílovou cenu 4301 Kč. Od posledního ocenění zveřejněného v samém úvodu letošního roku se kurz postupně dostal na úroveň historických maxim a překonal hranici 4800 Kč. Vůči naší cílové ceně se titul aktuálně obchoduje výše o téměř 13%. Při zohlednění blížící se dividendy s výnosem necelých 5% se aktuální kurz nadále pohybuje o více jak 5% nad naší cílovou cenou a považujeme ho za nadhodnocený. Nedomníváme se, že existuje v prostředí nízkých úrokových sazeb prostor pro výraznější zlepšení ziskovosti v roce 2014, což by mohlo působit jako katalyzátor dalšího pozitivního vývoje kurzu akcií.

Níže v textu původní ocenění z ledna 2014.

Komerční banka, a.s.

Nové ocenění Komerční banka, a.s.

Nové doporučení: držet
Původní doporučení: držet
Nová cílová cena: 4 301 Kč
Původní cílová cena: 4 079 Kč

2.1.2014

Komerční banka, a.s.

Nové doporučení - držet

Předešlé doporučení – držet

Nová cílová cena – 4301,- Kč

Předešlá cílová cena – 4079 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

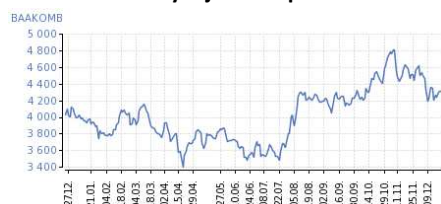
Tržní kapitalizace - 170,1 mld. Kč
Uzavírací cena k 30.12.2013 – 4421,- Kč

Roční maximum – 7.11.2013
4810,- Kč

Roční minimum - 18.4.2013
3400,- Kč

Podíl v PX: 19,5 %

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Ponecháváme naše doporučení pro akcie společnosti Komerční banka, a.s. na stupni držet a zvyšujeme cílovou cenu s 12 měsíčním časovým horizontem na hodnotu 4301,- Kč z předešlých 4079,- Kč. Za růstem cílové ceny v novém ocenění stojí zejména vyšší čisté úrokové výnosy vykázané ve 3Q 2013 a očekávaný růst této položky v roce 2014. Očekávaný růst čistých úrokových výnosů v roce 2014 je způsoben zejména růstem úvěrového portfolia a vyššími čistými úrokovými výnosy z úvěrů. Dále se na růstu cílové ceny projevily též vyšší poplatky a provize a vyšší zisk z finančních operací v roce 2013 a v dalších letech. Přestože se v novém ocenění zvýšily provozní náklady i náklady rizika, tak čistý zisk náležící akcionářům je vyšší pro rok 2013 i další roky. Na druhé straně na pokles cílové ceny působila hodnota kapitálových požadavků, která se oproti původnímu ocenění změnila z důvodu změny v objemu rizikově vážených aktiv, které by se měly od roku 2014 zvyšovat. Předpokládané investice pro rok 2014 a dále jsou v novém ocenění mírně vyšší. Diskontní sazba byla v novém ocenění shodná s původním oceněním.

Výsledky za 3Q 2013

Objem depozit se ve 3Q 2013 meziročně i mezikvartálně zvýšil, přičemž mezikvartálně vzrostly firemní depozita a vklady penzijnímu fondu. Objem úvěrů meziročně i mezikvartálně vzrostl a to díky růstu hypoték a spotřebitelských úvěrů. Naopak nedařilo se firemním úvěrům, které mezikvartálně poklesly. Tržní úrokové sazby se splatností nad 2 roky se za posledních 6 měsíců dynamicky zvýšily, což pomohlo zvýšit čisté úrokové výnosy z depozit. V případě čistých úrokových výnosů z úvěrů byl zaznamenán mezikvartální pokles a to přesto, že vzrostl objem úvěrů, neboť se zvýšil objem úvěrů, které mají menší úrokovou marži (hypotéky). Čisté úrokové výnosy ovšem nestačily na konsensus analytiků. Čisté poplatky a provize se meziročně zvýšily díky ostatním poplatkům ze syndikovaných úvěrů a depozitním poplatkům. Čistý zisk z finančních operací byl meziročně vyšší, ovšem mezikvartálně nižší. Mezikvartálně byl u čistého zisku z finančních operací zaznamenán pokles, neboť ve 2Q 2013 byl vykázan zisk z prodeje italských dluhopisů. Zvýšila se poptávka po úrokovém zajištění.

Celkové čisté provozní výnosy meziročně i mezikvartálně poklesly. Provozní náklady se meziročně i mezikvartálně snížily zhruba v souladu s odhadem trhu a provozní zisk mírně zaostal za očekáváním trhu. Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů byla meziročně vyšší. Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů byla podstatně lepší zejména u korporátního segmentu a malých podniků.

Společnost potvrdila výhled v podobě poklesu celkových výnosů zhruba o 6 % v roce 2013 a pokles provozních nákladů v roce 2013 o 2,5 %. Náklady rizika by se měly v posledním kvartále zvýšit a měl by být vykázán jednorázový odpis v podobě 100 mil. Kč. Objem úvěrů by se měl zvyšovat v roce 2014 a očekává se mírný růst depozit okolo 2 %. Úrokové výnosy budou vyšší o 2 % v roce 2014 z důvodu vyšší úvěrové aktivity, na druhé straně výnosy z reinvestic budou nižší. Poplatky by se měly v roce 2014 snížit. Náklady rizika by se měly v roce 2014 zvýšit na 50 bips.

Odhad depozit

V případě firemních depozit předpokládáme v posledním kvartále roku 2013 růst, neboť firemní klientela má tendenci hromadit peněžní prostředky na účtech na konci roku a s investiční aktivitou spíše vyčkává na lepší časy v budoucnosti, což je patrné z tabulky č. 1. V případě jednotlivců očekáváme spíše úsporné chování se stabilní či reálně mírně nižší spotřebou, což se projeví v mírném růstu depozit na konci roku 2013. Stavební spořitelny nyní doplácují na smlouvy o stavebním spoření, které s klienty uzavřely před lety například se 4% zhodnocením vkladu, přičemž ČNB se přidala na stranu spořitelien a vydala stanovisko, že stavební spořitelny mohou písemně vypovídat smlouvy, které uzavřely v minulosti. Nyní hledají možnost, jak z těchto pro ně nevýhodných podmínek vycouvat. Stavební spoření si jen za rok 2012 uzavřelo 433 000 lidí s tím, že nejčastější úrokový výnos dosahoval 1,7 %, což je pod mírou inflace, která v roce 2012 dosáhla 3,3 %. Navíc stavební spoření má vysoké poplatky, které okrajují státní podporu.

Zdroj: <http://www.mesec.cz/aktuality/stavebni-sporeni-prodelalo-klientum-penize/>

Odhad výše depozit stavební spořitelny na konci zřejmě mírně poklesne z důvodu rušení nevýhodných smluv pro spořitelny. V roce 2014 a dále bude hospodaření stavebních spořitelien ovlivněno možným přijetím navrhovaného zákona, kdy 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. 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. Na konci roku 2014 odhadujeme růst depozit mírně přes 2 %.

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

<i>v mld. Kč</i>	4Q 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	4Q 2013E	4Q 2014E
Firemní depozita	308,0	323,1	323,7	324,2	327,4	338,9
Individuální depozita KB	156,4	157,7	157,4	157,3	158,1	159,7
Depozita penzijního fondu	31,9	33,2	34,0	34,9	35,1	36,5
Depozita stavební spořitelny	71,8	71,8	71,4	71,3	71,2	69,8
Ostatní depozita	10,9	12,8	20,3	21,6	21,6	22,0
Celkem	579,1	598,7	606,8	609,3	613,4	626,8

Zdroj: Komerční banka, a.s.

Zdroj: Fio banka, a.s.

I v případě depozit penzijního fondu existuje také stále velký otazník, neboť důchodovou reformu v podobě druhého pilíře hodlá sociální demokracie zrušit. Zatím celkový počet účastníků druhého pilíře důchodového spoření se od jeho vzniku vystoupal přes 83 tisíc 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. 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 oceňované společnosti bude dle našich odhadů na konci roku 2013 mezikvartálně mírně vyšší, zejména díky růstu firemních depozit.

Ve struktuře úvěrů dochází nadále ke změně v podobě vyšší poptávky po úvěrech, které mají nižší marži, což jsou zejména hypotéky. Očekáváme další pokles tržních úrokových sazeb z úvěrů a hypoték z důvodu měnové intervence, která zaplavila peněžní a dluhopisový trh likviditou. Očekáváme, že spotřebitelské úvěry se na konci roku 2013 zvýší jen mírně z důvodu poklesu HDP ve 3Q a vysoké míry nezaměstnanosti budou spotřebitelé při utrácení na úvěr velmi opatrní. Z tabulky č. 2 je patrné, že u hypotečních úvěrů očekáváme strmý růst, 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 posledním kvartále roku 2013 meziroční růst o více než 2 % a celkově odhadujeme růst úvěrů meziročně o více než 3 %. Na konci roku 2014 očekáváme růst úvěrového portfolia mírně nad 5 %, který bude tažen zejména růstem firemních úvěrů a hypoték.

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

v mld. Kč	4Q 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	4Q 2013E	4Q 2014E
Firemní úvěry	255,7	258,5	258,5	256,1	261,2	274,3
Hypotéky	133,3	134,4	137,3	141,5	145,0	158,1
Úvěry stavební spořitelny	49,3	48,3	46,8	45,2	44,5	42,3
Spotřebitelské úvěry	27,5	27,0	27,5	28,0	28,1	29,0
Ostatní úvěry	3,3	4,1	4,8	4,9	4,5	5,0
Celkem	469,1	472,3	474,9	475,7	483,4	508,7

Zdroj: Komerční banka, a.s.

Zdroj: Fio banka, a.s.

Z důvodu poklesu tržních úrokových sazeb očekáváme, že se v posledním kvartále čistá úroková marže z depozit mírně sníží, neboť reinvestice vkladů poskytují nižší výnosy než v minulosti. Pro čisté úrokové výnosy z úvěrů odhadujeme ve 4Q mezikvartální mírný růst z důvodu mírného růstu objemu úvěrů a to přesto, že roste podíl úvěrů s nižší marží (hypotéky, firemní úvěry). Celkově očekáváme v roce 2013 meziroční pokles čistých úrokových výnosů, což je patrné z tabulky č. 3. Očekáváme, že objem čistých poplatků a provizí v posledním kvartále roku 2013 mezikvartálně poklesne zejména z důvodu poklesu poplatků z úvěrů. V současné době jsou iniciativy právníků, kteří řeší hromadné žaloby klientů na bankovní instituce, po kterých žádají vrácení poplatku za správu úvěrového účtu. Při meziročním srovnání budou patrné zejména nižší transakční poplatky z důvodu pod slabé hospodářské aktivity.

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

v mld. Kč	FY 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	4Q 2013E	FY 2013E
Čisté úrokové výnosy	21948	5259	5327	5293	5319	21198
Čisté poplatky a provize	7018	1726	1800	1790	1785	7101
Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací	3597	597	729	661	702	2689
Ostatní výnosy	126	33	38	30	30	131
Čisté provozní výnosy	32689	7615	7894	7774	7837	31120
Provozní zisk	19177	4498	4601	4508	4224	17831
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů	-1871	-470	-494	-380	-550	-1894
Čistý zisk náležící akcionářům KB	13954	3146	3164	3248	2944	12502

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

Předpokládáme, že čistý zisk z finančních operací by měl na konci roku 2013 mírně vzrůst z důvodu vyššího zisku z obchodování s měnami, neboť díky intervencím došlo k razantnímu oslabení české koruny. Celkové čisté provozní výnosy by měly ve 4Q 2013 mezikvartálně vzrůst a to zejména zásluhou vyšších čistých úrokových výnosů.

Provozní zisk by dle našich odhadů měl v poslední kvartále roku 2013 klesat z důvodu růstu provozních nákladů ke konci roku. Očekáváme, že tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů by měla dle vyjádření managementu v posledním kvartále 2013 vzrůst. Z důvodu mezikvartálního růstu provozních nákladů a nárůstu tvorby rezerv a opravných položek ke ztrátám z úvěrů očekáváme mezikvartální propad čistého zisku.

V tabulce č. 4 odhadujeme pokles personálních nákladů ve 4Q 2013, čímž by tato položka meziročně za celý rok 2013 mírně poklesla. Pro celý rok 2013 očekáváme mírný pokles všeobecných provozních nákladů. Celkové provozní náklady by měly v roce 2013 poklesnout meziročně zhruba o 2 %.

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

v mld. Kč	FY 2012	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	4Q 2013E	FY 2013E
Personální náklady	-6788	-1634	-1681	-1719	-1702	-6736
Všeobecné provozní náklady	-5018	-1044	-1184	-1128	-1490	-4846
Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku	-1707	-438	-428	-419	-421	-1706
Provozní náklady celkem	-13512	-3117	-3293	-3266	-3613	-13288

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

Původní odhad čistých úrokových výnosů pro rok 2013 počítal s nižšími čistými úrokovými výnosy z depozit, z toho důvodu jsou čisté úrokové výnosy v tomto roce nižší než v novém ocenění, což lze spatřit v tabulce č. 5.

Tabulka č. 5: Původní 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.
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	21 198	21 622	22 012	22 782	23 693	24 878	26 371	27 953
Čisté poplatky a provize	7 018	7 101	6 959	6 889	6 855	6 821	6 786	6 753	6 719
Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací	3 597	2 689	2 635	2 714	2 809	2 950	3 127	3 315	3 513
Ostatní výnosy	126	131	144	151	159	167	175	184	193
Čisté provozní výnosy	32 689	31 120	31 361	31 767	32 605	33 631	34 967	36 622	38 378
Provozní náklady celkem	-13 512	-13 288	-13 248	-13 513	-13 792	-14 146	-14 631	-15 134	-15 654
Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů	19 177	17 831	18 113	18 254	18 814	19 485	20 335	21 488	22 725
Provozní marže %	58,7%	57,3%	57,8%	57,5%	57,7%	57,9%	58,2%	58,7%	59,2%
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	-1 871	-1 894	-1 932	-1 967	-2 036	-2 117	-2 223	-2 357	-2 498
Čistý zisk / (ztráta)	14 232	12 845	12 922	12 990	13 370	13 831	14 416	15 224	16 093
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	13 954	12 502	12 565	12 625	12 999	13 452	14 029	14 830	15 691
Menšinový zisk / (ztráta)	278	344	357	364	372	379	387	394	402
Čistý zisk / (ztráta) na akcii (v CZK, anualizováno)	374,42	337,95	339,96	341,75	351,76	363,88	379,27	400,53	423,39
Hrubá dividenda na akcii	160	230	220	220	220	230			

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

Pro rok 2014 očekáváme v souladu s vyjádřením managementu růst čistých úrokových výnosů o 2 % meziročně, což bude způsobeno zejména růstem úvěrového portfolia a vyššími čistými úrokovými výnosy z úvěrů, což je patrné z tabulky č. 6. Čisté úrokové výnosy z depozit jsou ovlivněny intervencí ČNB, která tlačí tržní úrokové sazby dolů, ovšem delší konec výnosové křivky je ovlivněn snížením kvantitativního uvolňování v USA, což se projevuje růstem tržních úrokových sazeb. Jelikož se americké ekonomice daří a německé hospodářství by mělo dle odhadu tamní vlády vzrůst v roce 2014 o 1,7 % lze očekávat, že sazby na dlouhém konci klesat zřejmě nebudou. Z toho důvodu by čisté úrokové výnosy z depozit měly v roce 2014 meziročně vzrůst. Pro roky 2015 a dále uvažujeme zhruba stejný vývoj čistých úrokových výnosů jako v původním ocenění. U čistých poplatků a provizí byl původní odhad příliš pesimistický, neboť oceňované společnosti se daří držet vysoké poplatky. V roce 2014 a dále očekáváme mírný pokles poplatků a provizí zejména z důvodu omezení poplatků z úvěrů, které jsou klienty bank odsuzovány a také díky konkurenčnímu boji ze strany bezpoplatkových bank. Čistý zisk z finančních operací byl pro rok 2013 v původním ocenění na nižší úrovni ve srovnání s novým oceněním. V roce 2014 očekáváme mírný pokles čistého zisku z finančních operací z důvodu velmi nízkých tržních úrokových sazeb a nedostatku příležitostí.

Celkové čisté provozní výnosy pro rok 2013 jsou v novém ocenění vyšší než v původním zejména z důvodu vyšších čistých úrokových výnosů a poplatků. Odhady celkových provozních výnosů pro roky 2014 a dále jsou v novém ocenění vyšší než v původním. Na druhé straně v novém ocenění očekáváme oproti původnímu růst provozních nákladů v roce 2013 a dalších letech.

Provozní zisk byl v roce 2013 v původním ocenění nižší než v novém z důvodu vyšších provozních výnosů, které převážily nad vyššími provozními náklady. V novém ocenění je provozní zisk v letech 2014 a dále vyšší než v původním. Tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů byla v roce 2013 v novém ocenění mírně vyšší než v původním ocenění. I v následujících letech 2014 a dále je tvorba opravných položek ke ztrátám z úvěrů v novém ocenění vyšší v původním, přičemž vychází pro rok 2014 z odhadu managementu. Čistý zisk náležitým osobám s podílem na vlastním kapitálu banky je v roce 2013 v novém ocenění vyšší a i letech 2014 a dále je vyšší. 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 220 Kč. Jelikož očekáváme, že čistý zisk oceňované společnosti bude růst v letech 2015 a 2016 pomalu odhadujeme stabilní výši dividendy a až v roce 2017 předpokládáme nárůst dividendy na akcii.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Diskontní sazba byla ponechána zhruba na stejné hodnotě v podobě 9,9 %.

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

Desetiletý český státní dluhopis*	2,25
Beta**	1,08
Očekávaná tržní úroková míra***	9,30
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, který zahrnuje 3 rovnice, 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. Negativní vliv na cílovou cenu měla hodnota kapitálových požadavků, která se oproti původnímu ocenění změnila z důvodu změny v objemu rizikově vážených aktiv, který by se měly od roku 2014 zvyšovat. Předpokládané investice pro rok 2014 a dále jsou mírně vyšší.

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

v mil. Kč	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Provozní výnosy	31 120	31 361	31 767	32 605	33 631	34 967	36 622	38 378
Všeobecné správní náklady včetně nákladů na zaměstnance	-11 582	-11 525	-11 755	-11 990	-12 290	-12 720	-13 165	-13 626
Ztráty ze znehodnocení	-1 894	-1 932	-1 967	-2 036	-2 117	-2 223	-2 357	-2 498
Daň z příjmu	-2 787	-2 933	-2 949	-3 035	-3 140	-3 272	-3 456	-3 653
Čistý peněžní příjem	14 856	14 971	15 096	15 544	16 084	16 751	17 644	18 601
Kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti	500	-288	-523	-1 036	-1 225	-1 593	-2 007	-2 128
Předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku	-1 600	-1 594	-1 625	-1 658	-1 699	-1 759	-1 820	-1 884
Disponibilní peněžní příjem pro akcionáře	13 756	13 089	12 947	12 850	13 159	13 399	13 816	14 589
Pokračující hodnota společnosti								212 550
Diskontovaný disponibilní peněžní příjem pro akcionáře	1 043	10 845	9 764	8 821	8 222	7 620	7 152	110 020
Součet Diskontovaného FCFE	163 485							
Diskontované FCFE na akcii v CZK	4 301							

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 23.12.2013 ve výši 4370,- Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 4301,- Kč, zjistíme, že se akcie oceňované společnosti obchodují jako správně oceněné, z toho důvodu doporučujeme akcie společnosti KB držet.

Tabulka č. 9: Citlivostní analýza

FCFE růst	Diskontní sazba				
	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%
2,0%	4498	4195	3933	3705	3505
2,5%	4740	4398	4105	3851	3631
3,0%	5024	4633	4301	4017	3772
3,5%	5361	4907	4529	4208	3933
4,0%	5767	5233	4795	4428	4118

Zdroj: Fio banka, a.s.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Silná kapitalizace společnosti (vysoká kapitálová přiměřenost i Tier 1)
- Vysoký dividendový výnos ve srovnání s konkurencí
- Silný zahraniční vlastník

SLABÉ STRÁNKY

- Zaměření KB na korporátní segment (více než 50 % podíl korporátních úvěrů v úvěrovém portfoliu)
- Nejasná dividendová politika
- Vysoká 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
- Bankrot Itálie a dalších zemí
- Dynamický pokles cen dluhopisů držených v portfoliích

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
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 spoluvedoucím 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 zájmů 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 2.1.2014 má Fio banka, a.s. 7 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 6 doporučení držet, 1 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