

**Doporučení: Akumulovat**  
**Cílová cena: 940 Kč**

Komerční banka (BAAKOMB)			
Souhrn doporučení			
<b>Aktuální doporučení</b>	<b>AKUMULOVAT</b>		
Předchozí doporučení:	Držet		
<b>Cílová cena (12M):</b>	<b>940 Kč</b>		
Minulá cílová cena	1 038 Kč		
<b>Datum vydání:</b>	<b>14. 9. 2016</b>		
Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Komerční banka	(7,9)	(19,1)	(23,9)
Index PX	3,6	(4,1)	(13,1)
STOXX EUR. 600 Banks	1,5	(10,1)	(30,3)

Komerční banka (BAAKOMB)	
Základní informace	
<b>Odvětví:</b>	Bankovníctví
<b>Ticker:</b>	BAAKOMB (BCPP)
<b>Počet vydaných akcií:</b>	189,8 mil. ks.
<b>Free float:</b>	39 %
<b>Tržní kapitalizace:</b>	160 021 mil. Kč
<b>Dividenda (12M E)</b>	45 CZK
<b>Uzavírací cena k 13. 9. 2016</b>	827 Kč
<b>Roční maximum:</b>	1 099 Kč
<b>Roční minimum:</b>	808,60 Kč

Graf. č. 1: Vývoj akcií Komerční banky za 12 M



V předkládané analýze akciového titulu společnosti Komerční banka (dále také „KB“ nebo „Společnost“) aktualizujeme náš pohled na akcie Společnosti. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou **jsme přistoupili ke snížení naší cílové ceny pro akcie Komerční banky z 1038 Kč na 940 Kč**, přičemž vzhledem k aktuální tržní ceně akciového titulu (827 Kč) **zvyšujeme naše investiční doporučení ze stupně „držet“ na „akumulovat“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Komerční banky představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců cca 14% výnos. Se započtením předpokládané hrubé dividendy za rok 2016 ve výši 45 Kč na akcii pak potenciální celkový výnos pro investora představuje 19 %.

Ke snížení naší cílové ceny pro akcie Komerční banky jsme přistoupili v návaznosti na **nižší očekávanou ziskovost Společnosti v rámci projektovaného období (2016 – 2019)**. Zejména dynamika jádrových výnosů Společnosti se vyvíjí hůře v porovnání s našimi předpoklady z poslední publikované analýzy. Naše revidovaná prognóza čistého zisku na akcii (EPS) ve výši 68 Kč (2016) a 65 Kč (2017) je téměř v souladu s konsenzuálním očekáváním trhu při 67 Kč na akcii (2016), respektive 66 Kč na akcii (2017).

Akcie Komerční banky považujeme za jeden z nejkvalitnějších veřejně obchodovaných evropských bankovních titulů. **Aktuální tržní ocenění akcií KB při P/BV (2016) 1,45x a P/E (2016) 12,5x považujeme vzhledem k střednědobě udržitelné ziskovosti (ROE) na úrovni +12 %, nadprůměrnému dividendovému výnosu (5%+) a nízkému rizikovému profilu Společnosti za investičně atraktivní**. Optikou pětiletých průměrných valuačních násobků KB (P/BV 1,7x, P/E 13,0x) jsou aktuální valuační násobky podprůměrné.

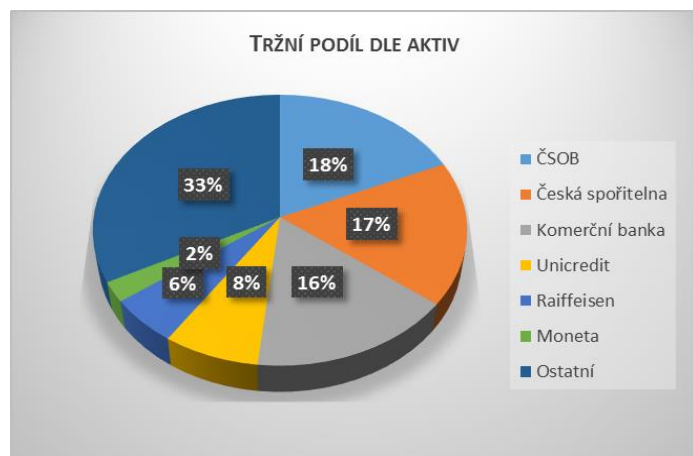
Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Komerční banky

Projekce hospodaření (mil. Kč)	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Provozní výnosy</b>	31 044	31 599	31 209	32 245
<b>Provozní zisk</b>	16 692	17 574	17 072	17 992
<b>Čistý zisk</b>	12 759	12 776	12 295	12 873
<b>Dividenda (DPS)</b>	62 Kč	45 Kč	45 Kč	45 Kč
Valuace	2015	2016e	2017e	2018e
<b>P/BV</b>	1,8x	1,45x	1,4x	1,35x
<b>P/E</b>	14,6x	12,5x	13,0x	12,4x
<b>Dividendový výnos</b>	6,3 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %
Vybrané parametry	2015	2016e	2016e	2017e
<b>CET1</b>	10,6 %	16 %	16 %	16 %
<b>Provozní náklady / výnosy</b>	46,2 %	44,4 %	45,3 %	44,2 %

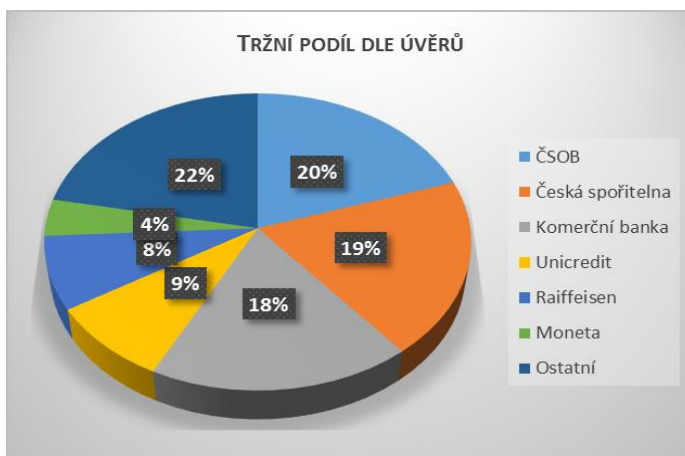
Zdroj: Komerční banka, Fio banka

## PROFIL SPOLEČNOSTI

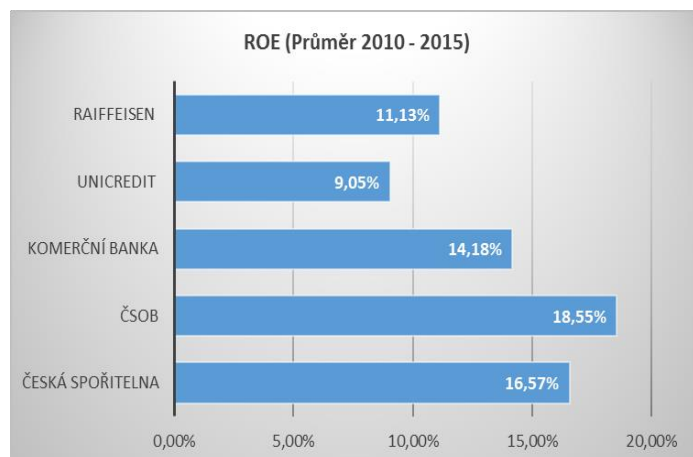
Komerční banka patří k předním bankovním institucím v České republice, kde je třetí největší bankou dle výše aktiv i počtu klientů. Je univerzální bankou s nabídkou služeb v oblasti retailového, podnikového a investičního bankovníctví. Silné postavení zaujímá zejména v segmentu podnikatelských úvěrů, kde je lídrem tuzemského bankovního trhu. Podnikatelské úvěry tvoří v případě Komerční banky cca 55 % celkového úvěrového portfolia banky. Podnikatelské aktivity Komerční banky se omezují téměř výhradně na Českou republiku (prostřednictvím pobočky operuje i na Slovensku). Komerční banka je od roku 2001 součástí mezinárodní skupiny Sociéte Générale.



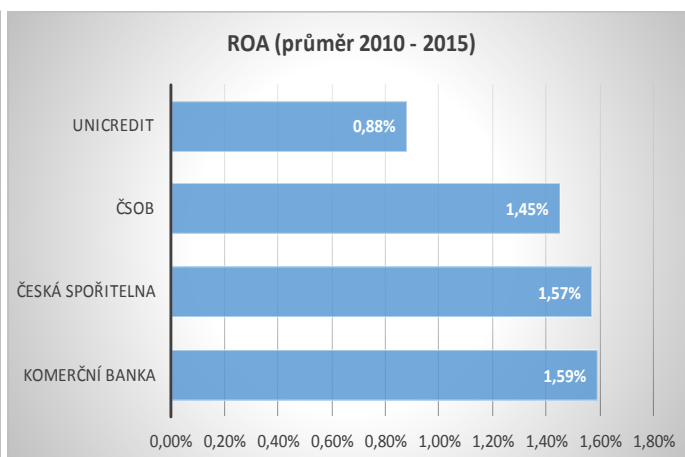
Zdroj: Prezentace KB (Evropská fin. konference Morgan Stanley 15.3. 2016)



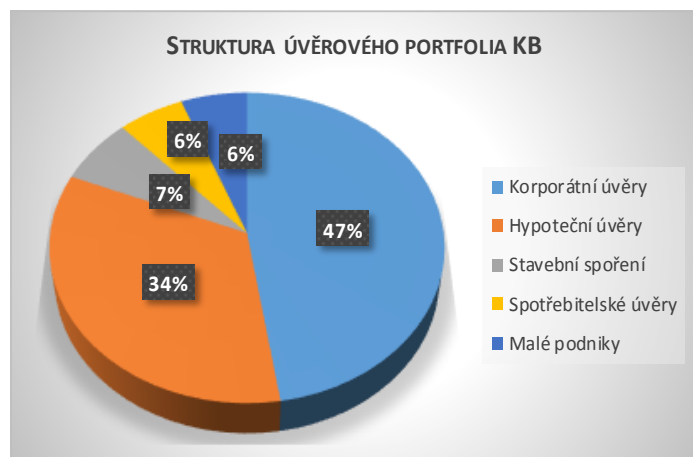
Zdroj: Prezentace KB (Evropská fin. konference Morgan Stanley 15.3. 2016)



Zdroj: Výroční zprávy společnosti



Zdroj: Výroční zprávy společnosti



Zdroj: Prezentace KB (Evropská fin. konference Morgan Stanley 15.3. 2016)



Zdroj: Výroční zprávy společnosti

## INVESTIČNÍ TEZE

Aktualizovali jsme naši cílovou cenu pro akcie KB z 1 038 Kč na 940 Kč při aktuálním investičním doporučení „akumulovat“. Od reportovaných výsledků za 1H16 a oznámené pravděpodobné revizi dividendového výplatního poměru za rok 2016 oslabily akcie KB o 15 %. Současné úrovně vnímáme z pohledu dlouhodobého investora jako atraktivní. Vzhledem k očekávanému nadprůměrnému dividendovému výnosu (5%+), relativně silné ziskovosti KB i konzervativnímu obchodnímu modelu banky neztratily akcie KB v našich očích status „bezpečného přístavu“, ze kterého akcie Společnosti v minulosti těžily v období vyšší volatility na finančních trzích.

Akcie Komerční banky patří optikou valuačních násobků (P/BV) dlouhodobě vůbec k nejdražším bankovním titulům v rámci Evropy. **Aktuální relativní ocenění akcií Komerční banky na úrovni P/BV (2016) 1,45x a P/E (2016) 12,5x** nicméně vyznívá pro akcie KB optikou pětiletých průměrných historických hodnot Společnosti (P/E 13x a P/BV 1,7x) příznivě. Valuační prémii akcií KB vůči referenční skupině bank středoevropského regionu ospravedlňují dle našeho názoru silné fundamentální parametry Společnosti.

**Z fundamentálního pohledu patří akcie KB dle našeho názoru k tomu nejlepšímu**, co evropské akciové trhy v rámci bankovních titulů nabízí. Komerční banka se dlouhodobě řadí k nejziskovějším a nejlépe kapitalizovaným bankám v Evropě. Navzdory přetrvávajícímu prostředí nízkých úrokových sazeb na trhu **očekáváme v případě Společnosti střednědobě udržitelnou návratnost vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni +12 %**. Na Komerční bance se nám líbí konzervativní obchodní model s téměř výhradní expozicí na českou ekonomiku, silnou rozvahou a nadprůměrnou kvalitou úvěrového portfolia. KB v rámci relativně koncentrovaného českého bankovního sektoru zaujímá dlouhodobě silné tržní postavení. V určitých segmentech úvěrového trhu (spotřebitelské úvěrování) dokazuje v posledních letech svou tržní pozici posilovat.

**V prostředí nízkých úrokových sazeb na trhu zvyšuje atraktivitu akciového titulu KB nadále nadprůměrný očekávaný dividendový výnos (5%+)**. Příspěvek z reinvestice dividend představuje historicky klíčový příspěvek celkového výnosu investora z držení akcií KB. Za období 2005 – 2015 představoval celkový kumulativní výnos z držení akcií KB 132 % při průměrném celkovém ročním výnosu 8,7 %. Výnos z reinvestice dividend představoval za uplynulou dekádu 87,4 %. Navzdory revizi dividendového výplatního poměru z cca 90 % čistého zisku **k rozpětí 60 – 70 % zůstává očekávaný dividendový výnos na akcii KB ve vztahu k aktuální tržní ceně nadprůměrný**. V rámci naší projekce pro období 2016-18E očekáváme výplatu dividendy 45/45/45 Kč při kumulativním dividendovém výnosu 16 % vzhledem k aktuální tržní ceně.

Náš odhad vnitřní hodnoty akcií KB vychází z Gordonova růstového modelu. Výsledná cílová cena ve výši 940 Kč je založena na předpokladech dlouhodobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) ve výši 12 %, dlouhodobé růstové míře ve výši 2 % a nákladech vlastního kapitálu (CoE) na úrovni 8,0 %.

**Největší rizika pro naplnění naší cílové ceny** představují z našeho pohledu 1) zavedení negativních úrokových sazeb ze strany ČNB a jejich případné dlouhodobější setrvávání, 2) přísnější podoba regulačního požadavku na strukturu pasiv banky (MREL), 3) vyšší rizikové náklady v korporátním segmentu v návaznosti na potenciální finanční problémy některých korporátních klientů KB a 4) zhoršení makroekonomického prostředí České republiky s negativním dopadem na obchodní objemy banky a nárůst rizikových nákladů.

*Akcie KB neztratily v našich očích status „bezpečného přístavu“.*

*Navzdory valuační prémii jsou akcie KB z našeho pohledu na atraktivních úrovních.*

*Fundamentální parametry se akcie KB řadí k tomu nejlepšímu v rámci evropského bankovního sektoru.*

*Nadprůměrný dividendový výnos zvyšuje v prostředí nízkých úrokových sazeb atraktivitu akcií KB.*

*Zavedení negativních úrokových sazeb ze strany ČNB a jejich delší setrvávání vnímáme jako největší riziko pro akcie KB.*

## HOSPODAŘENÍ KOMERČNÍ BANKY ZA 1H 2016

Komerční banka se za první pololetí 2016 prezentovala silnou úvěrovou dynamikou (+10% r/r) a v souladu s vytčenou strategií managementu banky posiluje své tržní postavení ve vybraných segmentech úvěrového trhu. Nadprůměrný růst obchodních objemů banky odráží dobrou výkonnost české ekonomiky. Navzdory růstu obchodních objemů Společnosti však jádrové výnosy KB zaznamenaly meziroční propad cca o 2 %. Symbolický meziroční nárůst ziskovosti o necelé procento vykázala KB zejména vlivem jednorázového výnosu ve výši 959 mil. EUR z prodeje podílu ve VISA Europe.

Za první pololetí zaznamenala KB meziroční nárůst čistého zisku o necelé procento na 6,7 mld. Kč. Bez započtení jednorázového výnosu z prodeje podílu ve VISA Europe by však ziskovost Komerční banky byla meziročně slabší o cca 10 % zejména vlivem nižších jádrových výnosů banky i vyšších nákladů na riziko v porovnání se stejným obdobím o rok dříve.

**Celkové provozní výnosy** Komerční banky za první pololetí meziročně vzrostly o 5,3 % na 16,3 mld. Kč. Nárůst celkových provozních výnosů KB byl výrazně ovlivněn zaúčtováním jednorázového příjmu z prodeje podílu ve VISA Europe ve výši 959 mil. Kč. Původní indikace ze strany banky zahrnovala očekávaný výnos z transakce ve výši 800 mil. Kč. Bez zahrnutí této náhrady by provozní výnosy Společnosti dosáhly 1% poklesu.

**Silná úvěrová dynamika KB nedokázala zvrátit negativní vývoj čistého úrokového výnosu.** Čisté úrokové výnosy zaznamenaly meziroční propad o 2 % k úrovni 10,45 mld. Kč. Celkový hrubý objem úvěrů poskytnutých Společností se meziročně zvýšil o 9,9 % na 570,8 mld. Kč. Vklady klientů banky rostly obdobným meziročním tempem při 10,2 %. Růst obchodních objemů KB ovšem nedokázal vykompenzovat prostředí nízkých úrokových sazeb na trhu, když zejména výnosy z reinvestic depozit výrazněji klesly. Čistá úroková marže banky tak pokračovala v sestupné trajektorii z 2,6 % (1H15) na 2,5 %. Ze tří největších bank tuzemského bankovního trhu zaznamenala KB za posledních pět let největší propad své čisté úrokové marže. Růst úvěrů v prvním pololetí nejvíce táhly hypoteční úvěry (+12,8 % y/y) a korporátní úvěry (+11,8 %). Tržní podíl dokázala KB navyšovat v segmentu spotřebitelských úvěrů (+6,9 % r/r), kde rostla o poznání rychleji než celý trh.

Tabulka č. 2 Hospodaření Komerční banky za 1H 2016

mil. Kč	Q2 2016	Q2 2015	Q1 2016	1H 2015	1H 2016	% změna
Čisté úrokové výnosy	5 213	5 321	5 234	10 669	10 446	-2,1 %
Výnosy z poplatků a provizí	1 708	1 790	1 700	3 492	3 408	-2,4 %
Ostatní výnosy	1 664	616	761	1 298	2 424	+87 %
<b>Celkové provozní výnosy</b>	<b>8 585</b>	<b>7 728</b>	<b>7 694</b>	<b>15 459</b>	<b>16 279</b>	<b>5,3 %</b>
Provozní náklady	(3 317)	(3 850)	(3 879)	(7 206)	(7 196)	-0,1 %
<b>Provozní zisk</b>	<b>5 268</b>	<b>3 878</b>	<b>3 815</b>	<b>8 253</b>	<b>9 083</b>	<b>10,1 %</b>
Tvorba rezerv a opravných položek	(563)	(9)	(225)	(118)	(788)	>100 %
<b>Čistý provozní zisk</b>	<b>4 705</b>	<b>3 868</b>	<b>3 590</b>	<b>8 135</b>	<b>8 295</b>	<b>2 %</b>
Zisk z majetkových účastí	46	47	51	94	97	3,2 %
<b>Čistý zisk před zdaněním</b>	<b>4 750</b>	<b>3 915</b>	<b>3 641</b>	<b>8 229</b>	<b>8 392</b>	<b>2 %</b>
Daň z příjmu	(839)	(637)	(653)	(1 376)	(1 492)	+8,4 %
<b>Čistý zisk připadající akcionářům banky</b>	<b>3 801</b>	<b>3 184</b>	<b>2 894</b>	<b>6 639</b>	<b>6 695</b>	<b>0,8 %</b>

Zdroj: Komerční banka

**Výnosy z poplatků** vykázala KB za 1H16 meziročně slabší téměř o 2,4 % ve výši 3 408 mil. Kč vlivem nižších poplatků ze základních bankovních služeb. Transakční poplatky s podílem 44 % na poplatkových výnosech banky naopak meziročně vzrostly o cca 2 %. Vývoj poplatkových výnosů KB za 1H16 zůstává slabší v porovnání s našimi předpoklady i výhledem managementu banky ze začátku roku. Očekávali jsme, že negativní efekt z přechodu klientů do věrnostního programu banky se již v uplynulém roce vyčerpal. Podíl poplatkových výnosů na celkových provozních výnosech KB poklesl v prvním pololetí na 21 %.

**Výnosy z finančních operací** dosáhly za 1H16 úrovně 2 359 mil. Kč (+89,2 % r/r). Společnost v první polovině roku těžila z vyšší tržní volatility, která motivovala zejména korporátní klientelu k vyšší poptávce po produktech měnové a úrokového zajištění. Výnosy z finančních operací byly rovněž výrazně ovlivněny zaúčtováním jednorázového výnosu z prodeje podílu Společnosti ve VISA Europe.



*Tradiční chloubou KB je výborná provozní efektivnost.*

*Rizikové náklady KB za 1H 16 na dolní hraně celoročního výhledu managementu.*

*Vzhledem k robustnímu kapitálovému požadavku ze strany ČNB se KB vrátí k normalizovanému výplatnímu poměru pro dividendu o rok dříve, než původně zamýšlela.*

**Pozitivně vnímáme na hospodaření KB pokračující nákladovou disciplínu.** Provozní náklady KB ve výši 7,2 mld. Kč (-0,1 % r/r) zůstávají meziročně stabilní. Personální náklady, které představují nejvýznamnější nákladovou položku s 48% podílem, meziročně vzrostly o 1,6 %. Příspěvky do regulačních fondů dosáhly v 1H16 výše 874 mil. Kč, což by mělo představovat celkovou sumu příspěvků za rok 2016. Provozní efektivnost Společnosti vyjádřená poměrem provozních nákladů k výnosům zůstává při 44,2 % na příznivých úrovních. Provozní zisk KB tak dosáhl za 1H16 meziročního nárůstu o 10 % na 9,1 mld. Kč. Bez zahrnutí zisku z transakce Visa Europe by provozní zisk Společnosti klesl o 1,6 %.

Za první pololetí dosáhly **náklady na riziko** hodnoty 788 mil. Kč, což **v relativním vyjádření představuje 29 b.b. průměrného úvěrového portfolia banky.** Vyšší náklady na riziko ve 2Q16 v korporátním segmentu byly dle vyjádření Společnosti ovlivněny vytvořením rezerv na několik izolovaných případů. Celoroční výhled managementu banky pro rizikové náklady zůstává při 30 – 40 b.b. průměrného úvěrového portfolia.

Čistý zisk náležející akcionářům banky zůstal v prvním pololetí při 6,9 mld. Kč meziročně stabilní. Bez započtení výnosu za podíl ve VISA Europe by čistý zisk KB za první pololetí meziročně poklesl o cca 11 %. Ukazatel návratnosti vlastního kapitálu (ROE) dosáhl 13,3%. **Ukazatel kapitálové přiměřenosti (CET1) ve výši 15,3 % zahrnuje i rezervu na výplatu dividendy z vygenerovaného zisku v 1H16 ve výši 90 %.**

Tabulka č. 3 Vybrané finanční ukazatele Komerční banky (2012 – 1H 2016)

	2012	2013	2014	2015	1H 2016
Vykázaná rentabilita (ROAE)	15,8 %	13,1 %	13,0 %	12,3 %	13,3 %
Vykázaná rentabilita (ROAA)	1,81 %	1,52 %	1,43 %	1,38 %	1,5 %
Čistá úroková marže	3,13 %	2,80 %	2,56 %	2,6 %	2,5 %
Provozní náklady / Výnosy	41,3 %	42,6 %	42,6 %	46,2 %	44,2 %
Náklady na riziko	41 b.b.	37 b.b.	26 b.b.	21 b.b.	29 b.b.
Klientské úvěry / depozita	n.a.	n.a.	n.a.	81,2 %	80,1 %
Kapitálová přiměřenost	14,7 %	15,8 %	16,4 %	16,3 %	15,3 %

Zdroj: Výroční zpráva KB

Špatnou zprávou pro akcionáře společnosti je **pravděpodobná revize dividendového výplatního poměru za rok 2016.** Od 1. ledna 2017 by se na KB měla vztahovat rezerva ke krytí systémového rizika ve výši 3 % (doposud 2,5 %). Nový požadavek ze strany ČNB doplňuje již dřívější rozhodnutí měnové autority pro uplatnění proticyklické kapitálové rezervy ve výši 0,5 %. ČNB také poskytla přísnější výklad pravidel Basel III pro určení vztahů jednotlivých kapitálových rezerv oproti očekávání Společnosti, což povede k striktnějšímu celkovému kapitálovému požadavku pro KB. Na základě nových kapitálových požadavků tak bude **KB povinna udržovat minimální kapitálovou přiměřenost ve výši 15,5 %.** Zvýšení kapitálových požadavků vedlo management KB k revizi výhledu pro výplatu dividendy ze zisku roku 2016, jež počítal s vyplacením 80 – 100 % čistého zisku. Dividendový výplatní poměr za rok 2016 by se měl nově navrátit na úroveň obvyklou před vyhlášením období vyššího výplatního poměru (60 – 70 % čistého zisku).

## PROJEKCE HOSPODAŘENÍ KOMERČNÍ BANKY (2016 – 2019)

Prostor pro růst ziskovosti KB v následujících dvou letech je z našeho pohledu značně limitovaný. Přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb, rostoucí regulatorní požadavky i absence některých jednorázových pozitivních vlivů z roku 2016 se promítnou v předpokládaném meziročním poklesu hospodářského výsledku KB v příštím roce. Pokračující nadprůměrný růst obchodních objemů KB i nižší rizikové náklady (30 – 35 b.b.) by na pozadí přetrvávajících příznivých makroekonomických podmínek České republiky měly tyto negativní vlivy částečně eliminovat.

Tabulka č. 4 Projekce hospodaření KB za období 2016 – 2019 (mil. Kč)

Mil. Kč	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Čisté úrokové výnosy	21 357	20 930	21 328	22 181	23 068
Výnosy z poplatků a provizí	6 968	6 820	6 881	6 985	7 054
Ostatní výnosy	2 719	3 959	2 880	3 080	3 150
<b>Celkové provozní výnosy</b>	<b>31 044</b>	<b>31 599</b>	<b>31 209</b>	<b>32 245</b>	<b>33 272</b>
Provozní náklady	(14 352)	(14 025)	(14 137)	(14 253)	(14 380)
<b>Provozní zisk</b>	<b>16 692</b>	<b>17 574</b>	<b>17 072</b>	<b>17 992</b>	<b>18 892</b>
Tvorba rezerv a opravných položek	(1 075)	(1 927)	(2 012)	(2 198)	(2 307)
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>15 617</b>	<b>15 647</b>	<b>15 059</b>	<b>15 794</b>	<b>16 585</b>
Daň z příjmů	(2 638)	(2 691)	(2 594)	(2 751)	(2 896)
<b>Čistý zisk připadající akcionářům</b>	<b>12 759</b>	<b>12 776</b>	<b>12 295</b>	<b>12 873</b>	<b>13 559</b>

Zdroj: Fio banka, a.s.

Nadprůměrný růst obchodních objemů banky pravděpodobně nedokáže v letošním roce vykompenzovat vliv klesající čisté úrokové marže a KB pravděpodobně zaznamená v letošním roce pokles čistých úrokových výnosů (NII) o cca 2 %. Navzdory stabilnímu výhledu managementu banky pro NII z úvodu roku. Vzhledem k pokračující expanzivní monetární politice ze strany evropských centrálních bank nenasvědčuje nic vyhlášenému oživení krátkodobých úrokových sazeb na trhu ani v příštím roce. Citlivost čistých úrokových výnosů KB na pohyb tržních úrokových sazeb představuje přibližně 200 mil. Kč (cca 1 % NII) při pohybu tržních úrokových sazeb o 25 bazických bodů.

Očekáváme, že pokračující tlak na úrokovou marži banky v prostředí nízkých úrokových sazeb na trhu nepovede v následujícím roce k významnějšímu růstu čistých úrokových výnosů KB, které s podílem téměř 70 % představují dominantní zdroj provozních výnosů Společnosti. V prostředí poznamenaném snižováním marží v důsledku silné konkurence a extrémně nízkých úrokových sazeb je růst objemu poskytnutých úvěrů stěžejní pro udržení objemu úrokových výnosů. Navzdory předpokládanému nadprůměrnému růstu objemu úvěrů v horizontu naší projekce 2016 -19 (6 – 7 % CAGR) porostou úrokové výnosy KB z úvěrů vzhledem k nižším úrokovým maržím pomalejším tempem. Předpokládáme, že vzhledem k omezené dostupnosti alternativních profitabilních příležitostí pro reinvestice klientských vkladů bude konkurence na úvěrovém trhu nadále náročná.

V prostředí nízkých úrokových sazeb budou úrokové výnosy KB z reinvestic přebytečné likvidity nadále strádat a jejich podíl na celkových úrokových výnosech bude v horizontu naší projekce dále slábnout. Finanční instituce dnes nejsou schopny při splatnosti dluhových cenných papírů ve svém portfoliu nalézat na trhu alternativní investiční příležitosti s obdobným rizikovým výnosovým profilem. KB dokázala v minulosti tlumit pokles čistého úrokového výnosu rychlejšími snižováním úrokových nákladů. Prostor pro jejich další pokles je však již z našeho pohledu značně omezený.

Negativní efekt migrace klientů KB k levnějším balíčkovým základním bankovním službám se v uplynulém roce nevyčerpal. **Poplatkové výnosy KB zaznamenají dle našeho očekávání v letošním roce mírný meziroční pokles** o cca 2 % i vzhledem k negativnímu dopadu (cca 200 mil. Kč) regulace mezibankovních poplatků za transakce platebními kartami. Schopnost KB generovat **příjmy z poplatků** bude nadále negativně ovlivněna probíhajícím trendem komoditizace bankovních produktů a intenzivní konkurencí na tuzemském bankovním trhu. Předpokládaný pokles poplatkových výnosů banky by měl v letošním roce tlumit růst objemu aktiv klientů v životním pojištění, v penzijních fondech a v podílových fondech. Růst objemu nebankovních aktiv ve správě bude pozitivně přispívat do výnosů z poplatků KB.

*Oživení finančních výnosů KB lze očekávat v návaznosti na uvolnění kurzového závazku ČNB.*

*Podíl osobních nákladů KB na celkových provozních nákladech poroste.*

*Vedle nízkých úrokových sazeb představují rostoucí regulační požadavky největší výzvu pro KB.*

*Níže rizikové náklady by měly těžit z příznivých makroekonomických podmínek České republiky a nízkých úrokových sazeb na trhu.*

Z blížícího se ukončení intervenčního režimu ze strany ČNB by měly v druhé polovině letošního roku i v následujících letech těžit výnosy z finančních operací KB. S uvolněním kurzového závazku budou korporátní klienti KB více motivováni k využití zajišťovacích nástrojů proti měnovému i úrokovému riziku.

V rámci provozních nákladů KB předpokládáme vzhledem k podmínkám na trhu práce v ČR **tlak na růst osobních nákladů**. Ty představují téměř 50 % celkových provozních nákladů KB. Průměrný meziroční růst osobních nákladů v letech 2016 – 18 očekáváme na úrovni inflačního cíle ČNB 2 %. Všeobecné administrativní náklady předpokládáme v rámci projektovaného období na totožných úrovních roku 2015. V letošním roce zaznamená KB meziroční pokles odpisů vzhledem k absenci mimořádných odpisů hodnoty nemovitostí z 4Q15 (418 mil. Kč). Podíl provozních nákladů k celkovým provozním výnosům (Cost to income) dosáhne v letošním roce dle našeho odhadu 44,4 %, což představuje mírně nižší hodnoty v porovnání s předchozím rokem.

**Vedle nízkých úrokových sazeb představují největší výzvu pro KB rostoucí regulační požadavky**, které zvyšují náklady bankovního podnikání. Jako riziko pro akcie Komerční banky vnímáme očekávanou podobu standardu na minimální objem způsobilých pasiv (MREL) potřebných k případnému ozdravení bank. Přípravovaný standard vychází ze směrnice o ozdravných postupech a řešení krize (BRRD), přičemž upřesňuje, jak mají banky strukturovat svou pasivní stranu bilance. Minimální objem pasiv (kapitál, emitovaný dluh), která jsou způsobilá k uhrazení ztrát a následnou rekapitalizaci, bude bankám stanovovat národní regulátor. Ten by měl být do značné míry limitován jednotnými pravidly. Výsledný návrh technického standardu pro minimální požadavek na způsobilá pasiva není v tuto chvíli znám a bankám by měl být představen v průběhu druhé poloviny letošního roku. V oblasti regulačních požadavků je pro Komerční banku naopak příznivé, že od letošního roku je příspěvek do Fondu pro řešení krize kompenzován nižšími odvody do Fondu pojištění vkladů.

Tabulka č. 5 Předpokládaný vývoj Cost/Income (mil. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní výnosy	31 044	31 559	31 209	32 245	33 272
Provozní náklady	(14 352)	(14 025)	(14 137)	(14 253)	(14 380)
Provozní náklady / provozní výnosy	46,2 %	44,4 %	45,3 %	44,2 %	43,2 %

Zdroj: Fio banka, a.s.

Nízké rizikové náklady KB představovaly v minulých letech jeden z hlavních driverů ziskovosti KB. Banka v minulých letech těžila z rozpuštění rezerv na úvěrové expozice vzhledem k zlepšení finanční situace některých klientů. Dobrá makroekonomická kondice České republiky a nízké úrokové sazby na trhu představují nadále příznivé faktory pro vývoj kvality úvěrového portfolia KB. Podíl rizikových úvěrů (NPL) na celkových klientských úvěrech předpokládáme v rámci projektovaného období na úrovni <3 %. V letošním roce by **náklady na riziko měly dosáhnout dle výhledu managementu Společnosti v relativním vyjádření 30 – 40 bazických bodů** průměrného úvěrového portfolia. V rámci naší projekce pro horizont 2016-18 předpokládáme hodnoty rizikových nákladů na úrovni 34 / 34 / 35 b.b. průměrného úvěrového portfolia.

Naše revidovaná **prognóza čistého zisku na akcii (EPS) ve výši 67 Kč (2016) a 66 Kč (2017)** je téměř v souladu s konsenzuálním očekáváním trhu při 67 Kč na akcii (2016), respektive 66 Kč na akcii (2017).

## SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie Komerční banky se dlouhodobě obchodují s premií vůči středním hodnotám referenční skupiny bank působících v regionu CEE. Nadprůměrné valuační násobky KB jsou ospravedlnitelné vyšší rentabilitou KB v porovnání s bankami regionu CEE i nižším rizikovým profilem Společnosti vzhledem k stabilnímu makroekonomickému i politickému prostředí České republiky a konzervativnímu obchodnímu modelu KB.

Tabulka č. 6 Valuační násobky Peer Group za 2016 a 2017

	P/E 16	P/E 17	P/BV 16	P/BV 17
Erste Bank	9,4	9,4	0,94	0,88
Raiffeisen Bank	12,9	6,2	0,48	0,44
PKO Bank	13,3	12,4	1,07	1,02
Bank Pekao	16,3	15,3	1,44	1,44
mBank	14,6	14,4	1,20	1,13
BZ Zachodni	16,1	14,9	1,59	1,50
Alior Bank	15,4	21,7	1,06	1,04
Bank Handlowy	16,8	16,0	1,38	1,37
OTP Bank	11,9	10,8	1,48	1,35
Banca Transilvania	12,3	10,4	1,58	1,42
<b>Komerční banka</b>	<b>12,5</b>	<b>13,0</b>	<b>1,45</b>	<b>1,40</b>
<b>Průměr odvětví</b>	<b>13,8</b>	<b>13,2</b>	<b>1,25</b>	<b>1,19</b>
<b>Medián odvětví</b>	<b>13,3</b>	<b>13,6</b>	<b>1,38</b>	<b>1,35</b>

Zdroj: Bloomberg

Akcie Komerční banky se optikou valuačních násobků dlouhodobě řadí k nejdražším veřejně obchodovaným bankovním titulům. KB se nyní obchoduje na 1,5 násobku P/BV a přibližně 13 násobku očekávaného čistého zisku za rok 2016. Z komparativní analýzy bank středoevropského regionu, kterou dokumentuje tabulka výše, je patrné, že banky v regionu CEE jsou nyní oceněny v průměru při 1,25 násobku P/BV 2016 a 13,8 násobku očekávaného čistého zisku za rok 2016. **Vyšší valuační násobky Komerční banky jsou z našeho pohledu ospravedlnitelné nadprůměrnou rentabilitou KB v porovnání s bankami v regionu CEE i nižším rizikovým profilem Společnosti.** V porovnání s průměrnými historickými násobky KB za posledních pět let (tabulka č. 6) vyznívá aktuální ocenění pro akcie KB relativně příznivě. Průměrná hodnota násobku P/BV za posledních pět let dosahuje v případě akcií KB hodnoty 1,7. Vůči svému čistému zisku se akcie KB za posledních pět let obchodovaly v průměru při 13x (P/E).

Tabulka č. 7 Vybrané finanční ukazatele Peer Group za 1H16

	CET 1	Dvd. výnos 12M	Cost to income	NPL (%)	ROE	ROA
Raiffeisen Bank	12,2 %	2,27 %	61,8 %	10,4 %	5,3 %	n.a.
PKO Bank	13,9 %	3,67 %	56,4 %	6,5 %	9,2 %	1,1 %
Bank Pekao	18,1 %	6,18 %	42,4 %	6,4 %	10,7 %	1,5 %
Moneta Money Bank	17,7 %	n.a.	42,2 %	6,9 %	18,3 %	3,2 %
BZ Zachodni	13,9 %	2,98 %	47,0 %	6,8 %	10,7 %	n.a.
Alior Bank	17,3 %	n.a.	47,7 %	10 %	7,0 %	0,7 %
Bank Handlowy	17,0 %	6,09 %	49,0 %	3,3 %	11,7 %	1,2 %
OTP Bank	13,2 %	3,11 %	54,1 %	11,7 %	16,5 %	2 %
Banca Transilvania	16,9 %	n.a.	39,0 %	9,2 %	16,5 %	n.a.
Komerční banka	15,3 %	5,1 %	44,2 %	2,5 %	13,3 %	1,5 %
Erste Bank	13,3 %	3,7 %	59,7 %	5,8 %	14,9 %	n.a.
<b>Průměr odvětví</b>	<b>15,2 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>49,4 %</b>	<b>7,03 %</b>	<b>11,7 %</b>	<b>1,6 %</b>
<b>Medián odvětví</b>	<b>14,6 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>47,7 %</b>	<b>6,65 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>1,5 %</b>

Zdroj: Bloomberg



**Tabulka č. 8 Valuační násobky Komerční banky za období 2006 - 2015**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zisk na akcii (Kč)	48,4	58,8	69,2	58,0	70,2	50,0	73,8	66,4	68,6	67,6
BV na akcii (Kč)	261	261	326	356	393	418	518	496	563	542
Závěrečná cena akcie	620	874	594	786	887	666	802	884	948	990
P/BV	2,4	3,4	1,8	2,2	2,3	1,6	1,6	1,8	1,7	1,8
P/E	12,8	14,9	8,6	13,6	12,7	13,3	10,9	13,3	13,8	14,6

Zdroj: Výroční zprávy KB, Fio banka

**Nadprůměrný dividendový výnos zvyšuje v prostředí nízkých úrokových sazeb atraktivitu akcií KB.**

**V prostředí nízkých úrokových sazeb na trhu zvyšuje atraktivitu akciového titulu KB nadále nadprůměrný očekávaný dividendový výnos (5,1 %).**

Příspěvek z reinvestice dividend představuje historicky klíčový příspěvek celkového výnosu investora z držení akcií KB. Za období 2005 – 2015 představoval celkový kumulativní výnos z držení akcií KB 132 % při průměrném celkovém ročním výnosu 8,7 %. Výnos z reinvestice dividend představoval za uplynulou dekádu 87,4 %. Navzdory revizi dividendového výplatního poměru z cca 90 % čistého zisku k rozpětí 60 – 70 % zůstává očekávaný dividendový výnos na akcii KB ve vztahu k aktuální tržní ceně nadprůměrný. Management KB v rámci konferenčního hovoru deklaroval, že nebude držet přebytečný kapitál a bude jej vracet akcionářům banky formou dividendy. Vzhledem ke striktnější interpretaci kapitálových požadavků ze strany ČNB předpokládáme, že KB bude udržovat nejméně 0,5% kapitálovou rezervu nad rámec **minimální požadované kapitálové přiměřenosti ve výši 15,5 %**. Očekáváme, že výplatní poměr pro dividendu dosáhne horní úrovně pásma 60 – 70 % čistého zisku, který zajišťuje balanc mezi přiměřenou odměnou pro akcionáře KB a zachováním bezpečné úrovně kapitálové přiměřenosti v návaznosti na očekávaný organický růst Společnosti. V rámci naší projekce pro období 2016-18E očekáváme výplatu dividendy 45/45/45 Kč při kumulativním dividendovém výnosu 16 % vzhledem k aktuální tržní ceně.

**Tabulka č. 9 Projekce dividendy KB za období 2016 -2019 (Kč)**

	2016e	2017e	2018e	2019e
Čistý zisk na akcii (EPS)	67,6	65,1	68,0	71,8
Výplatní poměr	67 %	70 %	67 %	65 %
Očekávaná dividend na akcii	45	45	45	46

Zdroj: Fio banka

**Návratnost vlastního kapitálu KB patří k nejvyšším v evropském bankovním prostoru.**

**Návratnost vlastního kapitálu KB dosahuje nadprůměrných hodnot v rámci středoevropského bankovního sektoru.** Průměrná rentabilita vlastního kapitálu KB za posledních pět dosahuje 14,2 %. Vypovídací schopnost komparace zkruskuje **relativně silná kapitálová pozice KB v rámci evropského bankovního prostoru**. Ukazatel rentability celkových aktiv (ROA) z tohoto důvodu představuje vhodnější měřítko profitability bank a ziskovost Komerční banky ukazuje rovněž v příznivém světle. Průměrná návratnost celkových aktiv Komerční banky za období 2010 – 2015 dosáhla 1,59 %, což představuje nadprůměrné hodnoty v rámci českého bankovního sektoru.

**Kvalita úvěrového portfolia banky je nadprůměrná.**

**Kvalita úvěrového portfolia KB** dosahuje z hlediska podílu rizikových úvěrů (NPL) na celkové úvěrové expozici banky (2,5%) nadprůměrné kvality. Za posledních pět let dokázala KB snižovat podíl rizikových úvěrů na průměrném úvěrovém portfoliu. Aktuální nízké hodnoty podílu rizikových úvěrů KB jsou mimořádné i v rámci českého bankovního sektoru s průměrnými hodnotami (NPL) 4,3 %. **Provozní efektivnost KB** vyjádřená poměrem provozních nákladů k provozním výnosům banky zůstává dlouhodobě na velmi příznivých úrovních (<45 %) a KB patří v rámci této provozní metriky k premiantům evropského bankovního sektoru.

## OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

Pro určení vnitřní hodnoty akcií Komerční banky jsme zvolili dvoufázový dividendový diskontní model. Hlavní hodnotu Společnosti spatřujeme v jejím budoucím výnosovém potenciálu.

První fáze pokrývající čtyři roky finančního plánu (2016 – 2019) je založena na diskontovaných projektovaných dividendách. Druhá fáze modelu pokrývající terminální hodnotu Společnosti vychází z **implikované hodnoty P/TBV dle vzorce  $P/BV(x) = (ROE-g) / (CoE-g)$**  a projektované účetní hodnoty vlastního kapitálu banky očištěného o nehmotný majetek ke konci první fáze projektovaného období (2019).

Diskontní míru jsme stanovili na úrovni nákladů vlastního kapitálu, které dle našeho názoru nejlépe vyjadřují riziko spojené s předmětem ocenění. Náklady na vlastní kapitál jsme odhadli na základě modelu CAPM, který vychází z výnosů bezrizikové investice, prémie za tržní riziko, koeficientu beta dané Společnosti a dalších případných rizikových přírůžek.

Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili výnosy desetiletých státních dluhopisů ČR, přičemž bezprecedentně nízké výnosy státních dluhopisů vyžadují dle našeho názoru individuální přístup pro jednotlivé roky první fáze ocenění, jak dokumentuje tabulka níže.

Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 1 jsme převzali z databáze Bloomberg. Prémie za tržní riziko pro Českou republiku vychází z modelu prof. Damodarana.

Tabulka č. 10 Stanovení diskontní míry

	2016e	2017e	2018e	2019e	TH
Bezriziková výnosová míra	0,5 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %
BETA	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Riziková prémie	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>6,6 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>8,0 %</b>

Zdroj: Fio banka

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru (g) na úrovni 2 %. V dlouhodobém investičním horizontu považujeme v případě Společnosti za udržitelnou návratnost vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (RoTE) na úrovni 12 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 8,0 % při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 2 %.

Výsledné ocenění akcií Komerční banky metodou dvoufázového dividendového diskontního modelu dokumentují tabulky č. 11 a 12 na následující straně.

*Ocenění společnosti na základě dvoufázového dividendového diskontního modelu*

*Vstupní parametry modelu: g: 2 %, ROTE 12 %, CoE 8,0 %*

**Tabulka č. 11 Ocenění společnosti Komerční banka (mil. Kč)**

	2016e	2017e	2018e	2019e
Čistý zisk	12 776	12 295	12 873	13 559
Výplatní poměr	67 %	69 %	66 %	65 %
Dividenda na akcii	45 Kč	45 Kč	45 Kč	47 Kč
Výplata dividend	8 856	8 484	8 496	8 814
Diskontní faktor	1,00	1,07	1,15	1,24
Diskontovaný tok dividend	8 560	7 962	7 414	7 085

*Zdroj: Fio banka*
**Tabulka č 12 Rekapitulace ocenění Komerční banka**
**Vstupní parametry modelu**

RoTE	12 %
Náklady vlastního kapitálu	8,0 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2 %
Implikovaná hodnota P/TBV	1,67x
TBV (2019e)	110 mil. Kč
Terminální hodnota (mil. Kč)	182 592
Hodnota TV (12/2016)	146 774 mil. Kč
Současná hodnota vyplacených dividend (2016 – 2019e)	31 023 mil. Kč
Ocenění společnosti	177 795 mil. Kč
Počet emitovaných akcií	189 mil. ks.
<b>Cílová cena (12M)</b>	<b>940 Kč</b>

*Zdroj: Fio banka*

**Na základě výše uvedených předpokladů odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Komerční banky ve výši 940 Kč. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců.** Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Společnosti zvyšujeme pro akcie Komerční banky naše investiční doporučení z původního „držet“ na „akumulovat“. Doporučujeme tedy využívat potenciálních krátkodobých cenových korekcí na titulu k posilování pozic.

*Při potenciálním výnosu 14 % stanovujeme naši cílovou cenu pro akcie Komerční banky při investičním horizontu 12 měsíců na úrovni 940 Kč.*

## CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

Níže uvedená tabulka demonstruje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie KB na vybrané vstupní parametry oceňovacího modelu. V našem případě se jedná o diskontní sazbu v rámci pokračující hodnoty a předpokládanou udržitelnou návratnost vlastního kapitálu banky očištěného o nehmotný majetek.

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 83 % odhadované hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentuje tabulka č. 13.

Tabulka č. 13 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

Náklady vlastního kapitálu	ROTE				
	11 %	11,5 %	12 %	12,5 %	13 %
7 %	1 004	1 050	1 097	1 144	1 190
7,5 %	927	970	1 012	1 054	1 097
8 %	864	903	<b>940</b>	980	1 019
8,5 %	810	846	882	918	953
9 %	764	797	830	864	897

Zdroj: Fio banka

*Udržitelná návratnost vlastního kapitálu při 12 % představuje z našeho pohledu nejpravděpodobnější scénář vývoje relevantních veličin Společnosti.*

## SWOT ANALÝZA

Následující analýza rekapituluje z našeho pohledu nejvýznamnější příležitosti a hrozby spojené s oceňovanou Společností. Shrnuje rovněž silné a slabé stránky oceňované Společnosti.

### Silné stránky

- ✓ Nadprůměrná návratnost vlastního kapitálu a celkových aktiv
- ✓ Silná provozní efektivnost banky
- ✓ Silné tržné postavení v rámci českého bankovního sektoru
- ✓ Nadprůměrná kvalita úvěrového portfolia

### Slabé stránky

- ✓ Relativně nízká čistá úroková marže banky
- ✓ Relativně malý tržní podíl v segmentu spotřebitelského úvěrování

### Příležitosti

- ✓ Nízká úvěrová penetrace vůči HDP v České republice
- ✓ Příznivé makroekonomické prostředí České republiky

### Hrozby

- ✓ Rostoucí regulační požadavky zvyšující náklady podnikání
- ✓ Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokovou marži
- ✓ Dlouhodoběji přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb
- ✓ Potenciální mimořádné náklady KB v návaznosti na právní spor dceřiné společnosti ESSOX ohledně správnosti výpočtu RPSN.

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu.



Michal Křikava  
Fio banka, a.s.  
Analytik  
michal.krikava@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 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 (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 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.

**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 20.9.2016 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 3 doporučení koupit, 1 doporučení držet, 1 doporučení redukovat a 1 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

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