

**Fio**

Analýzy a doporučení

Fundamentální analýza společnosti Komerční banka, a.s.**Fio, burzovní společnost, a.s.****Doporučení: akumulovat****Cílová cena: 4171 Kč****23.11.2009****Komerční banka, a.s.**

Doporučení – akumulovat

Cílová cena - 4 171,- 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

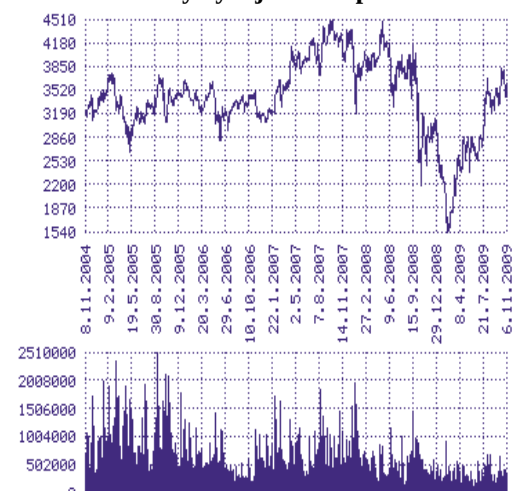
Tržní kapitalizace - 134,51 mld. Kč

Uzavírací cena k 20.11.2009 – 3820,- Kč

Roční minimum - 1545,- Kč

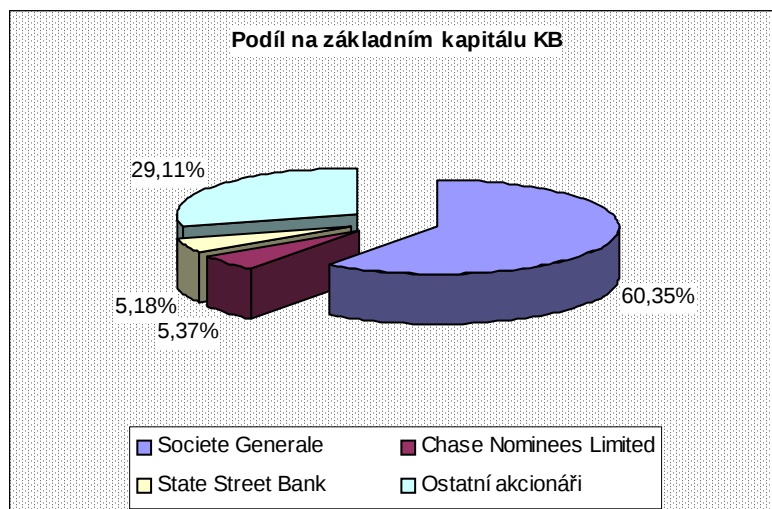
Roční maximum - 3821,- Kč

Podíl v PX: 16,33 %

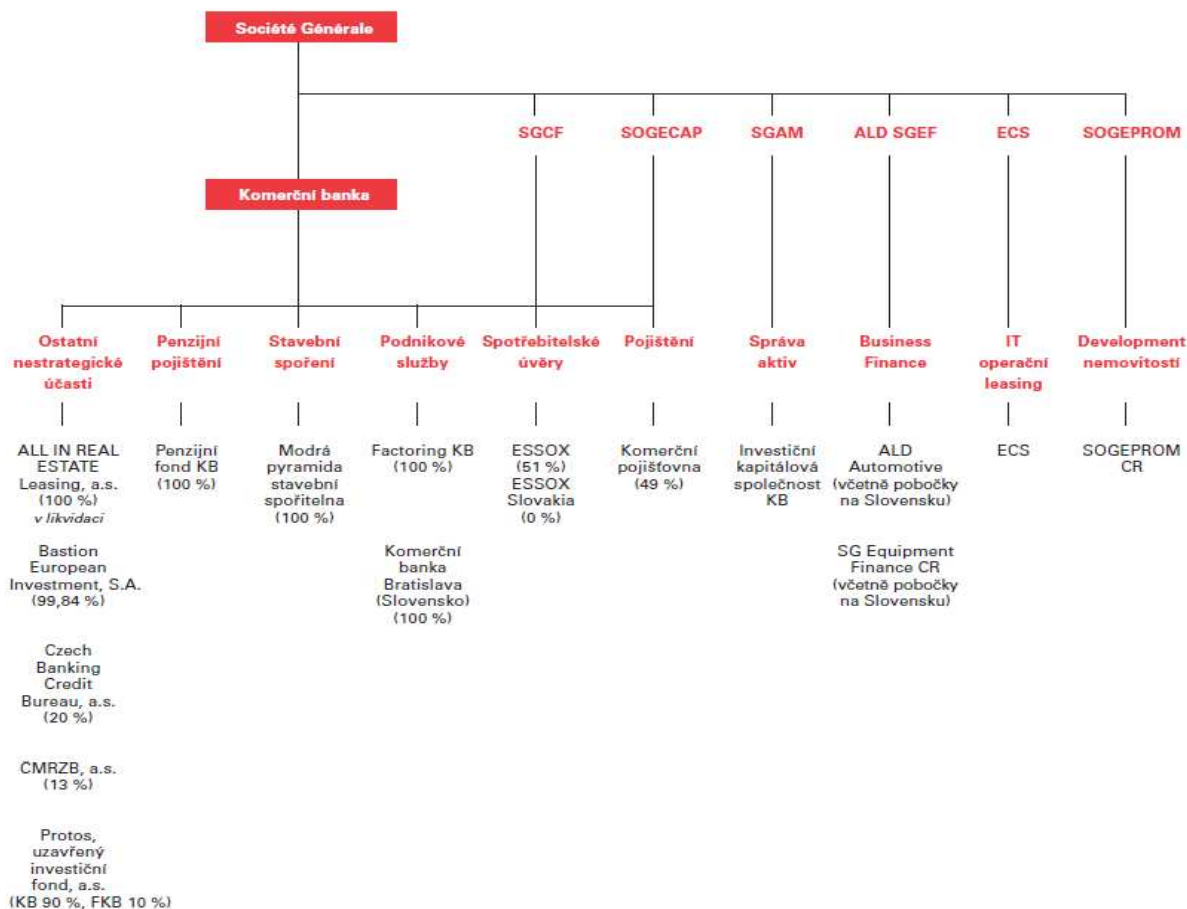
Graf. č. 1: 5-letý vývoj kurzu společnosti**Zdroj: BCPP**

Komerční banka patří k nejvýznamnějším bankovním institucím v České republice, kde je třetí největší bankou podle výše aktiv a počtu klientů. Skupina Komerční banky (KB) poskytuje klientům komplexní služby v oblasti drobného, podnikového a investičního bankovníctví. Oblast podnikového a investičního bankovníctví zahrnuje obsluhu velkých korporací, středních podniků a municipalit. KB je součástí skupiny Sociétés Générales. V oblasti drobného bankovníctví se společnost zaměřuje na poskytování komplexních finančních služeb fyzickým osobám a malým podnikům. Banka nabízí klientům depozitní a úvěrové produkty a platební služby. Klienti mohou také vedle standardních bankovních produktů využít možnosti pojištění, důchodového připojištění, uzavřít smlouvu o stavebním spoření nebo leasingovou smlouvu, či investovat do podílových či zajištěných fondů. Komerční banka prostřednictvím bankovních poradců a přímého bankovníctví poskytuje klientům platební služby, financování obchodu, leasing, factoring, úvěrování, správu aktiv, služby kapitálového trhu, finanční poradenství a další služby. Služby samotné Komerční banky využívalo v roce 2008 téměř 1,63 milionu zákazníků prostřednictvím 394 poboček a 673 bankomatů po celé České republice a také formou telefonního, internetového a mobilního bankovníctví. V regionu bankovního sektoru střední Evropy je Komerční banka na třetím místě pokud jde o tržní kapitalizaci – hned za polskou Pekao a maďarskou OTP.

Největší akcionáři Komerční banky, a.s., stav k 30. 9. 2009:

**Zdroj: Komerční banka**

Struktura finanční skupiny Komerční banky a Sociétés Générale v České republice a na Slovensku



Pozn.: Uvedená procenta představují podíl KB.

Zdroj: Komerční banka

Seznam dceřiných a přidružených společností zahrnutých ve finanční skupině KB k 31.12.2008

Společnost	Základní kapitál	Podíl KB na základním kapitálu – nominální	Podíl KB na základním kapitálu – relativní	Čistá účetní hodnota	Nominální hodnota jedné akcie	Metoda konsolidace
	tis. Kč	tis. Kč	%	tis. Kč	tis. Kč	
TUZEMSKÉ ÚČASTI						
Modrá pyramida stavební spořitelna, a.s.	500 000	500 000	100	4 322 282	100	plná
Penzijní fond Komerční banky, a.s.	200 000	200 000	100	530 000	100	plná
Factoring KB, a.s.	1 184 000	1 184 000	100	1 190 000	1 000, 100 a 10	plná
ALL IN REAL ESTATE Leasing, a.s.	2 000	2 000	100	4 170	100	žádná
Protos, uzavřený investiční fond, a.s.	5 000 000	4 482 000	89,64	11 705 000	1 000	plná
ESSOX, s.r.o.	2 288 086	1 165 387	50,93	1 165 387	–	plná
Komerční pojišťovna, a.s.	602 768	295 344	48,998	482 140	74,6 a 37,3	ekvivalenční
Celkem	–	7 828 731	–	19 398 979	–	–
ZAHNANICNÍ ÚČASTI						
Komerční banka Bratislava, a.s.*	446 675	446 675	100	466 499	100 000 SKK	plná
Bastion European Investment, S.A.**	15 135	15 132	99,98	3 711 681	1 EUR	plná
Celkem	–	461 807	–	4 178 180	–	–
Celkem	–	8 290 538	–	23 577 159	–	–

* směnný kurz CZK/SKK 0,89335 podle ČNB k 31. prosinci 2008

** směnný kurz CZK/EUR 26,9300 podle ČNB k 31. prosinci 2008

Zdroj: Komerční banka

MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA

Tabulka č. 1: Makroekonomické ukazatele v ČR

Makroekonomické ukazatele v ČR			
	2008	2009E	2010E
HDP	3	-4,6	-0,4
Nezaměstnanost	5,4*	8,2	8,6
Inflace	6,3**	1	2,3

* Zdroj: Ministerstvo práce a sociálních věcí

** Zdroj: Český statistický úřad, měřeno
průměrem meziročních spotřebitelských cen

Zdroj: Fio, burzovní společnost a.s.

Z makroekonomického hlediska se Česká republika již vymanila z ekonomické recese, která byla způsobena propadem zahraniční poptávky po domácím zboží a službách. V letošním roce očekáváme pokles výkonu domácí ekonomiky o 4,6 % při rostoucí nezaměstnanosti, která se v průměru vyšplhá až na 8,2 % viz tabulka 1. Inflace měřená indexem spotřebitelských cen dosáhne v letošním roce jen 1 %. Očekáváme, že nezaměstnanost v průměru poroste i příštím rokem a to konkrétně na 8,6 % a hrubý domácí produkt si následující rok odepíše 0,4 % při inflaci ve výši 2,3 %. Pokles hrubého domácího produktu příští rok může být částečně způsoben úsporným fiskálním balíčkem, který počítá s nižšími výdaji ze státního rozpočtu oproti původnímu plánu a vyššími příjmy. Z důvodu navýšení daňových příjmů státu se přistoupilo ke zvýšení spotřebních daní, daní z nemovitosti i daní z přidané hodnoty od 1. ledna příštího roku. Jelikož se jedná o fiskální restriktci v době, kdy je české hospodářství stále velmi slabé, lze očekávat negativní dopad na hrubý domácí produkt, který tak příští rok může setrvat v záporném teritoriu. Rizika budoucího hospodářského vývoje lze také spatřovat ve vyprchání vlivu vládních stimulů (nejen ze strany ČR, ale především EU), neboť dojde k oslabení jak domácí, tak především zahraniční poptávky. V případě, že německá ekonomika poroste slibným tempem a pokračoval by pokles tamní nezaměstnanosti lze očekávat růst poptávky po českých exportech a tím by se i český hrubý domácí produkt mohl dostat na meziroční růstovou trajektorii. Z důvodu rostoucí nezaměstnanosti v ČR lze očekávat mírný pokles spotřeby domácností, která by v blízké budoucnosti mohla být nahrazena zvýšením čistých vývozů, investicemi firem a dorovnáním nízkých podnikových zásob.

Úrokové sazby ČNB (2T repo sazba) jsou na svém historickém minimu ve výši 1,25 %, z důvodu dramatického poklesu inflace a propadu domácí ekonomiky. Z pohledu ocenění společnosti KB je pozitivní, že domácí hospodářská situace se uzdravuje, což povede ke zvýšení zisku společnosti v budoucnosti.

ANALÝZA ODVĚTVÍ

Porovnání evropského bankovního sektoru s celým evropským trhem

Index evropského bankovního sektoru (BEUBANK) zhodnotil v průběhu posledního roku obdobně jako evropský širší index DJ STOXX 600 viz graf č. 2.

Graf č. 2: 5-letý vývoj indexu DJ STOXX 600 (modrý) a index bankovních institucí BEUBANK (červený)



Zdroj: Bloomberg

Pro srovnání evropského bankovního sektoru s širším evropským indexem použijeme aktuální, průměrné a prognózované hodnoty kapitálového poměrového ukazatele P/E. Aktuální P/E je silně nadhodnocené u evropského širšího indexu DJ STOXX 600 a i u evropského bankovního sektoru ve srovnání s americkým širším indexem S&P 500 viz tabulka č. 2. Z důvodu nárůstu zisků zejména u evropských bankovních institucí se očekává pokles ukazatele P/E na 21,26, což je pod pětiletým průměrem odvětví.

Tabulka č. 2: Srovnání evropského bankovního sektoru a evropského širšího indexu DJ STOXX 600 a amerického širšího indexu S&P 500

Zdroj: Bloomberg

	Evropský bankovní sektor (BEUBANK)	Evropský DJ STOXX 600	S&P 500
P/E	58,33	55,96	21,46
Očekávané P/E 2009	21,26	15,39	17,17
Průměr P/E za posledních 5 let*	23,13	16,95	16,46

* Počítáno z týdenních dat

Zdroj: Bloomberg

Očekávané P/E pro letošní rok je u evropských bankovních institucí stále vyšší, neboť bankovní instituce se obchodují historicky draž než širší index.

Bankovníctví patří u investorů mezi oblíbený cyklický sektor, který před příchodem finanční krize vykazoval vysoké nárůsty zisků.

Jelikož se u evropského bankovního sektoru očekává vysoký nárůst EPS v příštím roce, lze tento sektor ve srovnání s evropským širším indexem považovat za atraktivní.

Srovnání bankovních institucí v našem regionu

Očekávané P/E pro letošní rok je u evropských bankovních institucí stále vyšší než u širšího evropského indexu DJ STOXX 600 a to kvůli faktu, že bankovní instituce se obchodují historicky draž než zmíněný index, neboť se mezi investory jedná o oblíbený cyklický sektor, který před příchodem finanční krize vykazoval vysoké nárůsty zisků.

Tabulka č. 3: Srovnání očekávaného vývoje zisků na akcii (EPS) mezi evropským bankovním sektorem a evropským širším indexem DJ STOXX 600 a americkým širším indexem S&P 500

Očekávaný vývoj zisku na akcii EPS					
	Aktuální	2009	2010	Aktuální/2009	2009/2010
S&P 500	49,83	62,9	78,02	26,23%	24,04%
DJ STOXX 600	4,38	15,91	19,73	263,24%	24,01%
BEUBANK	-6,87	3,89	5,88	156,62%	51,16%

Zdroj: Bloomberg

Evropská ekonomika je ve srovnání s americkou opožděná minimálně o jedno čtvrtletí, což je patrné i na průměrném vývoji zisku na akcii (EPS) u evropských společností, které by v letošním roce měly vykázat nárůst EPS o 263,24 %. Robustní nárůst zisků evropských společností je způsoben nízkou základnou EPS předešlých kvartálů z důvodu četných ztrát společností. Evropský bankovní sektor by měl ještě letos vykázat relativní zvýšení EPS o 156,62 % a to z důvodu aktuální průměrné ztráty na akcii viz tabulka č. 3. Příští rok by měl EPS evropských bankovních institucí vzrůst o 51,16 %, což je dvojnásobek očekávané míry zhodnocení EPS u širšího evropského i amerického indexů. Jelikož se u evropského bankovního sektoru očekává vysoký nárůst EPS v příštím roce, lze tento sektor ve srovnání s evropským širším indexem považovat za atraktivní.

Komparativní analýza bankovních institucí odhalila nejvyšší dividendový výnos u KB ve výši 5,07 %, neboť tato

Tabulka č. 4: Srovnání bankovních institucí v našem regionu

	P/B	Odhad ROE 2009	Odhad P/E 2009	Odhad P/E 2010	Celkové závazky/ Aktiva v %	Dividendový výnos v %
Průměr	1,98	12,66	15,20	14,49	18,98	1,97
ERSTE GROUP BANK	0,88	8,71	12,61	12,63	35,35	2,19
KOMERCNI BANKA	2,39	17,37	12,99	12,63	8,78	5,07
OTP BANK	1,31	11,85	10,72	10,74	29,69	0,00
PKO BANK POLSKI	2,69	12,68	18,18	17,37	6,55	2,59
BANK PEKAO	2,62	12,71	21,49	19,09	14,54	0,00

Zdroj: Bloomberg

Výše zmíněnou prémii lze u KB vysvětlit stabilním hospodařením v období hospodářské recese a silnou kapitalizací banky.

Analýza bankovníctví v ČR

společnost vyplácí okolo 50 % - 60 % svého čistého zisku na dividendách. Ukazatel celkové zadluženosti je nejnižší u polské banky PKO ve výši 6,55 % a poté následuje KB s 8,78 % a naopak s nejvyšší zadlužeností se potýká Erste Group, která momentálně upisuje nové akcie, aby si zlepšila ukazatele kapitálové přiměřenosti viz tabulka č. 4. Odhad ukazatele P/E na letošní rok je nejnižší u maďarské banky OTP Bank a značí tak relativní přeprodanost tohoto akciového titulu, ovšem maďarské hospodářství a bankovníctví bylo tvrdě postiženo finanční krizí, která se projevila zejména v propadech daňových příjmů státního rozpočtu a následně se tato země ocitla na pokraji státního bankrotu. Pokud zkombinujeme odhad ukazatelů P/E a ROE na letošní rok, vyjde nám nejlépe společnost KB, neboť disponuje nejvyšší očekávanou rentabilitou vlastního kapitálu a zároveň odhady ukazatele P/E jsou nižší než je průměr vybraných bankovních institucí. Ukazatel P/BV (poměr ceny akcie a účetní hodnoty společnosti) se u KB nachází ve výši 2,39 a je stále pod úrovní obvyklou před vypuknutím finanční a hospodářské krize (2,5 - 2,9). Z porovnání ukazatele P/BV je patrné, že společnost KB se obchoduje s premií vůči průměru (ve výši 1,98) bankovních institucí v regionu. Výše zmíněnou prémii lze vysvětlit stabilním hospodařením v období hospodářské recese a silnou kapitalizací banky.

Rok 2008 se do historie zapíše jako rok, kdy se dramaticky změnila tvář světového bankovního a finančního systému. Výrazný propad hodnoty akcií se nevyhnul zřejmě žádné finanční instituci. Hospodářské zpomalení v roce 2009 povede ke zhoršení podmínek pro podnikání bank, neboť naroste objem špatných úvěrů. V těchto obtížných podmínkách, kdy povážlivé trhliny utrpěl základní pilíř finanční stability na světových trzích, důvěra klientů, si bankovníctví v ČR vedlo uspokojivě, neboť se nevynořily téměř žádné toxické aktiva v bilancích bankovních institucí a banky si zatím dokázaly vytvořit dostatečný objem opravných položek na špatné úvěry. Dvouciferný růst zisku, kterého banky na českém trhu v minulých letech dosahovaly, není z dlouhodobého hlediska udržitelný. V roce 2009 bude v centru pozornosti bankovních institucí obezřetné řízení rizika a také nákladů.

ANALÝZA SPOLEČNOSTI

Tabulka č. 5 Základní ukazatele

Komerční banka	2007	2008
Čisté provozní výnosy	29 670	33 714
Provozní náklady celkem	-13 629	-14 507
Poměr: náklady/výnosy %	45,94	43,03
Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů	16 041	19 207
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů	-1 298	-2 970
Čistý zisk / (ztráta)	11 225	13 233
P/E	14,78	8,58
ROA v %	1,78	1,93
ROE v %	22,53	23,62
Dividenda	180	180
Dividendový výnos v %	4,90	6,06

Zdroj: Komerční banka, Bloomberg

Na rozdíl od objemu depozit objemy úvěrů i přes ekonomickou recesi stále rostly, zejména z důvodu nízkých úrokových sazeb a silné kapitálové pozice KB

Komerční banka je právem nazývána bankovní institucí zaměřenou na korporátní klientelu, neboť největší podíl depozit i poskytnutých úvěrů směřuje do tohoto segmentu. Objem depozit KB klesal od třetího kvartálu letošního roku zejména z důvodu hospodářské krize, která nutila převážně firemní klientelu stahovat depozita a využívat je k obchodním účelům. Na druhé straně jsme za zmíněné období zaznamenaly nárůst objemu depozit u penzijního fondu a stavební spořitelny viz tabulka č.6. Příští rok očekáváme navýšení objemu depozit u všech segmentů, přičemž nejnižší nárůst odhadujeme ve firemním segmentu z důvodu nedostatku likvidity korporátních klientů, kteří mohou i zpočátku příštího roku mírně stahovat peněžní prostředky z bankovních účtů. V příštím roce očekáváme nárůst retailových depozit při meziročním srovnání o 2,5 %.

Tabulka č. 6: Analýza depozit na konsolidovaném základě

Analýza depozit na konsolidovaném základě						
Depozita podle zákazníků	4Q 2008	1Q 2009	2Q 2009	3Q 2009	4Q 2009E	2010E
Firemní depozita	305,8	286	284,7	276,9	275,5	279,6
Individuální depozita KB	154,3	156,9	154	153,7	154,6	158,5
Depozita penzijního fondu	25,7	26	26,4	26,7	26,9	27,6
Depozita stavební spořitelny	65,3	64,8	64	64,4	65,0	66,6
Ostatní depozita	3,4	5,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Celkem	554,5	538,8	532,2	524,8	525,1	535,5

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Tabulka č. 7: Vývoj úvěrů na konsolidovaném základě

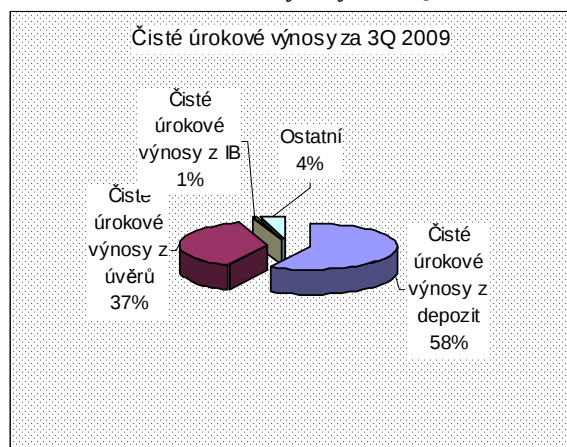
Analýza úvěrů na konsolidovaném základě						
Úvěry podle typu	4Q 2008	1Q 2009	2Q 2009	3Q 2009	4Q 2009E	2010E
Firemní úvěry	209,3	210,9	209,3	205,9	204,9	209,0
Hypotéky	90,5	92,6	96,3	98,3	99,3	101,3
Úvěry stavební spořitelny	39,3	40,5	42	44,0	44,4	45,3
Spotřebitelské úvěry	28,8	29,3	30,4	31,0	31,3	31,9
Ostatní úvěry	6,1	5,5	4,5	4,2	4,2	4,3
Celkem	374	378,8	382,5	383,4	384,1	391,8

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Objemy firemních úvěrů se snížily kvůli slabší poptávce a zpřísnění úvěrových podmínek již od posledního kvartálu minulého roku. Naopak za zmíněné období rostly hypoteční úvěry (kumulované množství), úvěry stavební spořitelny i spotřebitelské úvěry.

Graf č. 3 Čisté úrokové výnosy za 3Q 2009



Zdroj: Komerční banka

Objem firemních úvěrů ve 3Q letošního roku tvořil 53,8 % z úvěrového portfolia KB viz tabulka č. 7. Při meziročním srovnání došlo k poklesu objemu firemních úvěrů ve prospěch retailových klientů. Na rozdíl od objemu depozit objemy úvěrů i přes ekonomickou recesi stále rostly, zejména z důvodu nízkých úrokových sazeb a silné kapitálové pozice KB. Objemy firemních úvěrů se snížily kvůli slabší poptávce a zpřísnění úvěrových podmínek již od posledního kvartálu minulého roku. Naopak za zmíněné období rostly hypoteční úvěry (kumulované množství), úvěry stavební spořitelny i spotřebitelské úvěry. Management společnosti KB se snaží zaměřit svojí úvěrovou aktivitu zejména na retailovou klientelu, neboť se jedná o ziskovější segment. Na druhé straně náklady rizika u retailové klientely jsou vyšší než v případě korporátní. Naše odhady počítají s umírněným růstem úvěrového portfolia KB, přičemž rychleji porostou úvěry retailové klientely, na kterou společnost zaměřuje svoji pozornost.

Tabulka č. 8: Odhad čistých úrokových výnosů

	4Q 2008	1Q 2009	2Q 2009	3Q 2009	4Q 2009E	2009E	2010E
Čisté úrokové výnosy z depozit	3321	3108	3096	3140	3168	12512	12763
Čisté úrokové výnosy z úvěrů	1900	1884	1962	2056	2076	7978	8217
Čisté úrokové výnosy z IB	-20	5	32	49	50	136	143
Ostatní	475	453	480	239	240	1412	1426
Čisté úrokové výnosy	5676	5450	5570	5484	5534	22038	22548

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Čisté úrokové výnosy jsou nejdůležitějším zdrojem výnosů KB, neboť zahrnují čisté úrokové výnosy z depozit, úvěrů, investičního bankovníctví a ostatní. U čistých úrokových výnosů z depozit očekáváme mírný nárůst v následujícím roce, což koresponduje s odhadem managementu společnosti KB viz tabulka č. 8. Hlavním důvodem pro růst čistých úrokových výnosů z úvěrů v následujícím roce je odhadovaný vyšší objem úvěrů a to zejména u retailové klientely. U čistých úrokových výnosů z depozit očekáváme nárůst kvůli odhadovanému zvýšenému objemu depozit. Čisté úrokové výnosy z investičního bankovníctví (IB) by měly podle výhledu managementu KB růst dynamickým tempem.

Čisté poplatky a provize poklesly ve třetím čtvrtletí letošního roku meziročně o 5,1 %, což bylo způsobeno zejména nižší obchodní aktivitou korporátních klientů i nižším používáním platebních karet u retailové klientely.

Následující rok předpokládáme mírný nárůst u čistých poplatků a provizí zejména z důvodu zlepšení ekonomické situace v ČR.

Výsledky čistého zisku či ztráty z finančních operací jsou vytvořeny převážně obchodováním na účet klientů, neboť KB se vyhýbá spekulativním nákupům cenných papírů na svůj účet.

Čisté poplatky a provize poklesly ve třetím čtvrtletí letošního roku meziročně o 5,1 %, což bylo způsobeno zejména nižší obchodní aktivitou korporátních klientů i nižším používáním platebních karet u retailové klientely viz tabulka č.9. Následující rok předpokládáme mírný nárůst u čistých poplatků a provizí zejména z důvodu zlepšení ekonomické situace v ČR. Očekáváme mírný nárůst u transakčních poplatků, neboť odhadujeme zvýšení obchodní aktivity korporátních klientů. Udržovací poplatky za správu účtů se podle našich odhadů zvýší i přes intenzivní konkurenci, neboť počítáme s nárůstem počtu klientských účtů. Poplatky z úvěrů zaznamenají pravděpodobně i příští rok nárůst, neboť dojde ke zvýšení úvěrové aktivity KB. Odhadujeme nárůst poplatků z křížového prodeje, neboť pravděpodobně dojde ke zvýšení prodeje podílových fondů i pojištění.

Tabulka č. 9: Odhad výnosů z čistých poplatků a provizí

	4Q 2008	1Q 2009	2Q 2009	3Q 2009	4Q 2009E	2009E	2010E
Transakční poplatky	1 004	876	903	887	891	3557	3592
Udržovací poplatky	497	495	485	499	501	1980	2000
Poplatky z úvěrů	279	294	316	337	340	1287	1313
Poplatky z křížového prodeje	79	74	91	73	74	312	318
Ostatní poplatky	142	157	131	122	121	531	541
Čisté poplatky a provize	2 002	1 896	1 925	1 918	1 927	7667	7765

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Výsledky čistého zisku či ztráty z finančních operací jsou vytvořeny převážně obchodováním na účet klientů, neboť KB se vyhýbá spekulativním nákupům cenných papírů na svůj účet. Očekáváme dynamický nárůst zisku z obchodování s měnami zejména díky vyššímu objemu mezinárodního obchodu a zvýšenému zájmu o měnové zajišťování pomocí forwardů či opcí viz tabulka č.10. Očekáváme jen mírně vyšší zisk z obchodování s cennými papíry z důvodu vysokých spreadů z obchodování s dluhopisy v první polovině roku 2009, které se již v následujících letech nebudou opakovat. Naopak očekáváme nižší ztrátu z obchodování s komoditami a úrokovými deriváty, neboť poroste poptávka po úrokovém zajišťování (úrokové swapy) kvůli očekávanému zvýšení domácích úrokových sazeb v první polovině příštího roku.

Z důvodu hospodářské recese, která byla do ČR importována ze zahraničí jsme zaznamenali od třetího čtvrtletí minulého roku skokový nárůst špatných úvěrů, což mělo za následek zvýšení tvorby opravných položek na ztrátové úvěry.

V následujícím čtvrtletí i příští rok očekáváme zhoršení úvěrového portfolia u retailových klientů, kteří budou sužováni rostoucí nezaměstnaností.

Na druhé straně očekáváme stabilizaci či mírné zlepšení úvěrového portfolia u korporátní klientely, na jejichž ztrátové úvěry již byly vytvořeny opravné položky v minulosti.

Tabulka č. 10: Odhad čistého zisku či ztráty z finančních operací

	4Q 2008	1Q 2009	2Q 2009	3Q 2009	4Q 2009E	2009E	2010E
Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací	1543	1143	896	699	720	3458	3795

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Management společnosti očekává pokles provozních nákladů v následujícím čtvrtletí zejména z důvodu snížení všeobecných provozních nákladů (marketingové, prodejní náklady) a mírnému propadu odpisů. Na druhé straně očekáváme mírný nárůst personálních nákladů v následujícím čtvrtletí i příští rok. KB pečlivě sleduje své provozní náklady, proto očekáváme jen mírný nárůst celkových provozních nákladů v příštím roce viz tabulka č.11.

Tabulka č. 11: Vývoj a odhad provozních nákladů KB

	4Q 2008	1Q 2009	2Q 2009	3Q 2009	4Q 2009E	2009E	2010E
Personální náklady	-1664	-1606	-1587	-1629	-1637	-6459	-6544
Všeobecné provozní náklady	-1830	-1459	-1552	-1400	-1379	-5790	-5904
Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku	-355	-348	-381	-381	-377	-1487	-1429
Provozní náklady celkem	-3849	-3413	-3520	-3410	-3393	-13736	-13876

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Z důvodu hospodářské recese, která byla do ČR importována ze zahraničí jsme zaznamenali od třetího čtvrtletí minulého roku skokový nárůst špatných úvěrů, což mělo za následek zvýšení tvorby opravných položek na ztrátové úvěry. V následujícím čtvrtletí i příští rok očekáváme zhoršení úvěrového portfolia u retailových klientů, kteří budou sužováni rostoucí nezaměstnaností viz tabulka č.12.

Tabulka č. 12: Vývoj a odhad tvorby opravných položek na ztráty z úvěrů

	4Q 2008	1Q 2009	2Q 2009	3Q 2009	4Q 2009E	2009E	2010E
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	-1 328	-1 580	-1 252	-1 327	-1 335	-5 494	-5 005

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Na druhé straně očekáváme stabilizaci či mírné zlepšení úvěrového portfolia u korporátní klientely, na jejichž ztrátové úvěry již byly vytvořeny opravné položky v minulosti.

Příští rok očekáváme mírně menší objem nově vytvořených opravných položek, protože se domníváme, že zlepšení korporátního úvěrového portfolia vykompenzuje nárůst špatných úvěrů u retailových klientů.

Při odhadu položek ve výkazu zisků a ztrát KB vycházíme pro nadcházející rok očekávaním managementu společnosti a u dalších let bereme v úvahu dynamiku růstu HDP, inflace a úrokových sazeb viz tabulka č.13.

Tabulka č. 13: Vývoj a odhad vybraných položek z výkazu zisků a ztrát KB

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Čisté provozní výnosy	33 714	33 338	34 294	34 900	36 840	39 561	42 492	45 218
Provozní náklady celkem	-14 507	-13 736	-13 876	-14 646	-15 743	-17 021	-18 472	-20 120
Poměr: náklady/výnosy %	43,03%	41,20%	40,46%	41,96%	42,73%	43,03%	43,47%	44,50%
Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika a daní z příjmů	19207	19604	20418	20255	21097	22540	24020	25098
Provozní marže %	56,97%	58,80%	59,54%	58,04%	57,27%	56,97%	56,53%	55,50%
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	-2 970	-5 494	-5 005	-3 102	-1 237	-1 449	-1 346	-1 402
Čistý zisk / (ztráta)	13 233	11 288	12 561	13 980	16 185	17 189	18 479	19 313

Zdroj: Komerční banka

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Tabulka č. 14: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Výnos pětiletého českého státního dluhopisu	3,56%
Bezriziková úroková sazba*	1,15%
Beta**	1,01
Tržní úroková míra ***	5,38%
Diskontní sazba	9,8%

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu pětiletého českého státního dluhopisu očištěného o úvěrové riziko ČR

**Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou

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

Zdroj: Fio, burzovní společnost, a.s.

Diskontní míra byla stanovena na hodnotu 9,8 %

Stanovení vnitřní hodnoty (cílové ceny) akcie společnosti KB

Pro ocenění společnosti KB použijeme model volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE), který je speciálně upraven pro potřeby oceňování finančních institucí a navíc pro doplnění a ověření správnosti výše zmíněného modelu aplikujeme model nadměrného výnosu (excess return), který byl vyvinut pro oceňování bankovních institucí. Výsledná vnitřní hodnota akcií společnosti KB bude určena s časovým horizontem 12 měsíců. Pro výpočet parametrů jednotlivých oceňovacích modelů je využíváno vlastních expertních odhadů budoucího hospodaření firmy v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.14. Bezriziková úroková sazba byla vypočtena z výnosu pětiletého českého státního dluhopisu (eurobond 4,5 % se splatností 5.11.2014, ISIN: XS0427020309) který byl očištěn o úvěrové riziko ČR. Úvěrové riziko ČR je odhadnuto pomocí metody A. Damodarana jako rozdíl mezi výnosem výše popsaného eurobondu a výnosem dluhopisu eurozóny (Eurozone Government Bond 2,5 % se splatností 10.10.2014 ISIN: DE0001141554) se stejnou splatností a denominovaným ve stejné měně.

K určení cílové ceny bylo použito dvou fázového modelu FCFE

Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou a tržní úroková míra představuje výnosnost indexu PX a je kalkulována taktéž z měsíčních dat.

Riziková přírážka ČR je vypočítána jako rozdíl mezi rizikem investice do akciového indexu PX a investicí do amerického akciového indexu S&P 500 pomocí relativních směrodatných odchylek.

Pro ocenění akcií společnosti KB bylo použito vícefázového modelu FCFE, v němž odhadujeme volné peněžní toky v rozmezí let 2009 – 2014 a od roku 2015 do nekonečna stanovujeme pokračující hodnotu společnosti viz tabulka č. 15. Z důvodu specifik oceňování bankovních institucí není možno použít klasický postup pro výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře, neboť nelze smysluplným způsobem odhadnout výši pracovního kapitálu, odpisy jsou ve většině případů velmi nízké a investice jsou kolísavé a nejsou zpravidla určeny k obnově fixního kapitálu. Bankovní instituce počítají z jednotlivých položek aktiv rizikově vážená aktiva, ze kterých se kalkuluje kapitálová přiměřenost, jejíž minimální hodnota je v současné době nastavena na 8 %. Z důvodu výše zmíněných specifik bankovního sektoru byl upraven model FCFE podle A. Damodarana, tak aby bral v úvahu reinvestice z důvodu splnění kapitálové přiměřenosti. **Vnitřní hodnota akcie společnosti KB je stanovena pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE) s časovým horizontem 12 měsíců na 4 171,- Kč.**

Tabulka č. 15: Výpočet cílové ceny KB pomocí modelu volného peněžního toku pro akcionáře

Výpočet Free cash flow to equity (FCFE)								
	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Čistý zisk	13 233	11 288	12 561	13 980	16 185	17 189	18 479	19 313
Reinvestice z důvodu kapitálové přiměřenosti	2 118	2 340	2 586	2 858	3 158	3 489	3 856	4 261
Free Cash Flow to Equity (FCFE)		746	9 975	11 122	13 028	13 699	14 623	15 052
Růst FCFE								0,03
Pokračující hodnota společnosti								221 672
Diskontovaný FCFE		679	8 276	8 404	8 966	8 588	8 350	115 283
Součet Diskontovaného FCFE		158544,7						
Diskontované FCFE na akcii		4171						

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Zdroj: A. Damodaran

Jak jsem již zmínil, pro ověření správnosti vypočtené vnitřní hodnoty (cílové ceny) akcie společnosti KB modelem FCFE přistoupíme k použití modelu nadměrného výnosu (excess return) konstruovaného přímo pro finanční instituce. Ocenění společnosti KB metodou nadměrného výnosu spočívá v převedení očekávaných nadměrných výnosností vlastního kapitálu (čistý zisk – náklady na vlastní kapitál v Kč) budoucí let na současnou hodnotu. I tento model oceňuje hodnotu společnosti z pohledu akcionáře tedy vlastního kapitálu, neboť bankovní společnosti pracují i s 90 % cizího kapitálu, který je v jejich případě chápán spíše jako surovina. Při ocenění společnosti KB modelem nadměrného výnosu jsme získaly vnitřní hodnotu akcie KB ve výši 4 197,- Kč, což je blízko hodnoty vypočítané pomocí modelu FCFE, který jsme pro ocenění společnosti vybraly jako hlavní viz tabulka č.16.

Tabulka č. 16: Výpočet cílové ceny KB pomocí modelu nadměrného výnosu (excess return)

Výpočet Nadměrného výnosu									
	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Počáteční účetní hodnota VK	50 654	62 974	69 375	74 454	79 981	85 853	92 489	99 364	106 571
Náklady VK (diskontní sazba) v %	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Náklady VK absolutně	4959,2	6165,3	6792,0	7289,3	7830,4	8405,2	9054,9	9728,0	10433,6
Rentabilita VK %		21,01	16,27	16,87	17,48	18,85	18,58	18,60	18,12
Čistý zisk		13 233	11 288	12 561	13 980	16 185	17 189	18 479	19 313
Dividendový výplatní poměr v %		51,63	55,00	56,00	58,00	59,00	60,00	61,00	60,00
Objem vyplacených dividend		6 832	6 208	7 034	8 108	9 549	10 313	11 272	11 588
Zadržený zisk		6 401	5 079	5 527	5 871	6 636	6 875	7 207	7 725
Čistý zisk		13 233	11 288	12 561	13 980	16 185	17 189	18 479	19 313
Náklady VK		6165,3	6792,0	7289,3	7830,4	8405,2	9054,9	9728,0	10433,6
Nadměrná výnosnost VK		7067,7	4495,6	5272,1	6149,2	7780,0	8133,6	8750,9	8879,0
Současná hodnota nadměrné výnosnosti VK			4 095	4 374	4 646	5 355	5 099	4 997	
Pokračující hodnota nadměrné výnosnosti VK									130 761
Současná hodnota pokračující hodnoty nadměrné výnosnosti VK									68 004
Hodnota VK a diskontované nadměrné výnosnosti VK				159 543					
Vnitřní hodnota akcie				4 197					

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost,a.s.

Zdroj: A. Damodaran

Management společnosti KB očekává v letošním roce dividendový výplatní poměr mezi 50 % - 60 %, což při meziročně nižším čistém zisku znamená pokles hrubé dividendy na akcii. V následujícím roce očekáváme zvýšení hrubé dividendy na akcii na 185 Kč, neboť počítáme meziročně s vyšším dividendovým výplatním poměrem ve výši 56 % viz tabulka č.17. I v dalších letech očekáváme nárůst hrubé dividendy na akcii a v roce 2015 kalkulujeme s dividendovým výplatním poměrem ve výši 60 %.

Tabulka č. 17: Očekávaný vývoj dividend KB

Očekávaný vývoj dividend								
	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015+∞
Hrubá dividend na akcii	180	163	185	213	251	271	297	305
Objem vyplácených dividend	6 832	6 208	7 034	8 108	9 549	10 313	11 272	11 588
Čistý zisk	13 161	11 288	12 561	13 980	16 185	17 189	18 479	19 313

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost,a.s.

Cílová cena akcie společnosti Komerční banka, a.s. je stanovena na hodnotě 4 171,- Kč.

Cílová cena akcie společnosti Komerční banka, a.s. je stanovena na hodnotě 4 171,- Kč.

Akcie společnosti KB jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu očekáváme jejich budoucí růst.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

SLABÉ STRÁNKY

PŘÍLEŽITOSTI

HROZBY

Pokud srovnáme závěrečnou cenu akcie společnosti KB ze dne 20.11.2009 ve výši 3820,- Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 4 171,- Kč, zjistíme, že se akcie společnosti KB obchoduje s diskontem ve výši 9,19 %. Akcie společnosti KB jsou momentálně podhodnocené, z toho důvodu očekáváme jejich budoucí růst.

Společnost KB je neutrální akciový titul (měřeno pomocí beta koeficientu), ve srovnání s akciovým indexem PX Burzy cenných papírů Praha, neboť se pohybuje stejně kolísavě jako zmíněný index.

Doporučujeme akumulovat akcie společnosti Komerční banka, a.s.

- Silná kapitalizace společnosti (vysoká kapitálová přiměřenost i Tier 1)
 - Nízká zadluženost společnosti
 - Vysoký dividendový výnos ve srovnání s konkurencí
 - Efektivní řízení nákladů díky proběhnuté restrukturalizaci
 - Silný zahraniční vlastník
 - Stabilní hospodaření v období hospodářské recese
-
- Zaměření KB na korporátní segment (více než 50 % podíl korporátních úvěrů v úvěrovém portfoliu), kde je momentálně nižší poptávka po úvěrech
-
- Růst úvěrů v retailovém segmentu
 - Možné akvizice v ČR
-
- Vysoký nárůst špatných úvěrů v retailovém segmentu
 - Zintenzivnění konkurenčních tlaků, což by mohlo vést k propadu výnosů z poplatků a provizí

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosech a celkové ziskovosti společnosti může být naše kalkulovaná vnitřní hodnota společnosti nadhodnocená.

Ing. Robin Koklar, MBA
Finanční analytik
www.fio.cz
robin.koklar@fio.cz

Dozor nad Fio, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio 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. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo 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.

K dnešnímu datu 23.11.2009 Fio, burzovní společnost, a.s. má platných 12 investičních doporučení. Z toho je 9 doporučení k nákupu a 2 doporučení k prodeji a 1 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.