



Doporučení: akumulovat
Nová cílová cena: 4186 Kč

3.3.2010

Aktualizace odhadů hospodaření
Komerční banka, a.s.

Doporučení – akumulovat
 Předěšlé doporučení – akumulovat
 Nová cílová cena – 4186,- Kč
 Předěšlá cílová cena - 4 171,- Kč

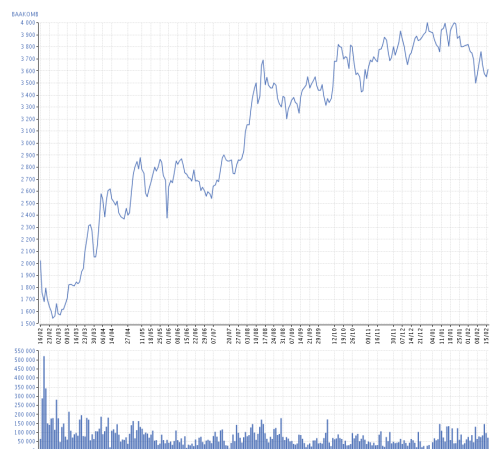
Základní informace o společnosti

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 2.3.2010 – 3770,- Kč
 Roční maximum – 20.1.2010
 4000,- Kč
 Roční minimum - 25.2.2009
 1545,- Kč
 Podíl v PX: 16,88 %

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Na základě zveřejněných hospodářských výsledků za rok 2009 aktualizujeme náš odhad budoucího hospodaření. Pro akcie společnosti Komerční banka potvrzujeme předchozí doporučení akumulovat, cílová cena byla upravena z původních 4.171,- Kč na nových 4.186,- Kč.

Hospodářské výsledky Komerční banky za 4Q 2009 skončily na úrovni zisku lepší než odhadoval trh, ovšem na úrovni výnosů skončily pod očekáváním konsenzu analytiků z důvodu poklesu výnosů z finančních operací. Komerční bance se nad očekávání dařilo snížit objem opravných položek ke špatným úvěrům.

Z důvodu očekávané oživení hospodářské situace v České republice, lze očekávat postupný nárůst depozit a to jak u firemní klientely z důvodu lepších hospodářských výsledků, tak i u retailových klientů. Odhadujeme meziroční nárůst celkových depozit o více než 8 % zejména díky zvýšení objemu depozit u korporátních klientů, kteří svými depozity v minulosti financovaly provoz.

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

| Analýza a odhad depozit na konsolidovaném základě | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Depozita podle zákazníků</i> | 4Q 2009 | 1Q 2010E | 2Q 2010E | 3Q 2010E | 4Q 2010E |
| Firemní depozita | 295,1 | 309,9 | 316,1 | 322,4 | 338,5 |
| Individuální depozita KB | 153,7 | 154,8 | 155,8 | 156,9 | 158,0 |
| Depozita penzijního fondu | 27,2 | 27,5 | 27,7 | 28,0 | 28,3 |
| Depozita stavební spořitelny | 67,1 | 67,6 | 68,2 | 68,7 | 69,2 |
| Ostatní depozita | 8,6 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 |
| Celkem | 551,7 | 564,7 | 572,8 | 581,0 | 599,0 |

Zdroj: Komerční banka

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

Celkové úvěry Komerční banky by se dle našeho odhadu měly v posledním kvartále 2010 meziročně zvýšit o 4 %, neboť lze očekávat vyšší poptávku zejména u hypoték a úvěrů stavební spořitelny.

Nejnižší tempo růstu úvěrového portfolia lze odhadovat u korporátní klientely, neboť díky slabému hospodářskému růstu domácí ekonomiky a našich zahraničních sousedů zůstane ve zmíněném segmentu utlumena poptávka po úvěrech.

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

| Analýza a odhad úvěrů na konsolidovaném základě | | | | | |
|--|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 4Q 2009 | 1Q 2010E | 2Q 2010E | 3Q 2010E | 4Q 2010E |
| Úvěry podle typu | | | | | |
| Firemní úvěry | 206,4 | 207,0 | 207,6 | 208,3 | 209,9 |
| Hypotéky | 100,4 | 102,4 | 104,5 | 106,5 | 108,7 |
| Úvěry stavební spořitelny | 45,6 | 46,5 | 47,4 | 48,4 | 49,4 |
| Spotřebitelské úvěry | 29,6 | 29,7 | 29,9 | 30,0 | 30,2 |
| Ostatní úvěry | 4,7 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| Celkem | 386,7 | 390,2 | 393,9 | 397,7 | 402,7 |

Zdroj: Komerční banka

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

Z důvodu růstu úvěrového portfolia odhadujeme nárůst čistých úrokových výnosů v roce 2010 o 3,5 %. Jelikož odhadujeme nárůst objemu depozit i úvěrů očekáváme při meziročním srovnání v roce 2010 mírný nárůst poplatků a provizí.

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

| | 4Q 2009 | 2009 | 1Q 2010E | 2010E |
|--|----------------|-------------|-----------------|--------------|
| Čisté úrokové výnosy | 5584 | 22088 | 5641 | 22865 |
| Čisté poplatky a provize | 2006 | 7745 | 1915 | 7847 |
| Čisté provozní výnosy | 7927 | 33041 | 8487 | 34449 |
| Provozní zisk | 4243 | 19013 | 5134 | 20360 |
| Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám | -1263 | -5343 | -1159 | -4708 |
| Čistý zisk náležící akcionářům KB | 2570 | 11008 | 3173 | 12492 |

Zdroj: Komerční banka

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

Očekáváme stabilizaci personálních nákladů v roce 2010, neboť dojde k decentralizaci útvaru back office, což by mělo mírně snížit počet zaměstnanců. U všeobecných provozních nákladů předpokládáme mírný nárůst z důvodu zvýšení marketingových nákladů, přičemž celkové provozní náklady vzrostou v roce 2010 jen minimálně.

Tabulka č. 4: Analýza a odhad provozních nákladů

| | 4Q 2009 | 2009 | 1Q 2010E | 2010E |
|---|---------|--------|----------|---------|
| Personální náklady | -1612 | -6434 | -1596 | -6 432 |
| Všeobecné provozní náklady | -1714 | -6126 | -1405 | -6 212 |
| Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku | -358 | -1468 | -351 | -1 446 |
| Provozní náklady celkem | -3684 | -14027 | -3352 | -14 089 |

Zdroj: Komerční banka

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

U tvorby opravných položek k úvěrům lze odhadovat pokles v korporátním segmentu, neboť špatné úvěry v tomto segmentu již pravděpodobně dosáhly svého vrcholu a u retailového segmentu odhadujeme nárůst, ovšem celkově převáží pokles opravěk u korporátního segmentu. U čistého zisku odhadujeme za celý rok 2010 nárůst o 13 % na hodnotu 12,49 mld. Kč.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.5. Diskontní sazba byla ponechána na úrovni 9,8 %.

Tabulka č. 5: 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.

Pro ocenění akcií společnosti KB bylo použito vícefázového 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 s časovým horizontem 12 měsíců ve výši 4 186,- Kč.**

Tabulka č. 6: Výpočet cílové ceny KB pomocí modelu nadměrného výnosu (excess return)

| Výpočet Nadměrného výnosu | | | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E |
| Počáteční účetní hodnota VK | 50 257 | 50 654 | 62 974 | 68 753 | 74 000 | 80 102 | 87 185 | 94 443 | 102 074 |
| 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 | 4920,3 | 4959,2 | 6165,3 | 6731,1 | 7244,8 | 7842,2 | 8535,6 | 9246,2 | 9993,3 |
| Rentabilita VK % | | 21,01 | 17,48 | 18,17 | 19,68 | 20,66 | 19,73 | 18,92 | 18,19 |
| Čistý zisk | | 13 161 | 11 008 | 12 492 | 14 564 | 16 548 | 17 199 | 17 872 | 18 570 |
| Dividendový výplatní poměr v % | | | 0,59 | 0,58 | 0,58 | 0,57 | 0,58 | 0,57 | 0,57 |
| Objem vyplacených dividend | | 6 832 | 6 462 | 7 245 | 8 462 | 9 466 | 9 941 | 10 241 | 10 603 |
| Zadržený zisk | | 6 329 | 4 546 | 5 247 | 6 102 | 7 083 | 7 258 | 7 631 | 7 967 |
| Čistý zisk | | 13 161 | 11 008 | 12 492 | 14 564 | 16 548 | 17 199 | 17 872 | 18 570 |
| Náklady VK | | 4959,2 | 6165,3 | 6731,1 | 7244,8 | 7842,2 | 8535,6 | 9246,2 | 9993,3 |
| Nadměrná výnosnost VK | | 8201,8 | 4842,7 | 5761,1 | 7319,5 | 8706,2 | 8663,0 | 8625,8 | 8576,7 |
| Současná hodnota nadměrné výnosnosti VK | | | | 5 247 | 6 072 | 6 579 | 5 962 | 5 407 | |
| Pokračující hodnota nadměrné výnosnosti VK | | | | | | | | | 126 309 |
| Současná hodnota pokračující hodnoty nadměrné výnosnosti VK | | | | | | | | | 79 180 |
| Hodnota VK a diskontované nadměrné výnosnosti VK | | | | 159 102 | | | | | |
| Vnitřní hodnota akcie | | | | 4 186 | | | | | |

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

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- 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

SLABÉ STRÁNKY

- Zaměření KB na korporátní segment (více než 50 % podíl korporátních úvěrů v úvěrovém portfoliu), kde je momentálně nižší poptávka po úvěrech

PŘÍLEŽITOSTI

- Růst úvěrů v retailovém segmentu
- Možné akvizice

HROZBY

- Vysoký nárůst špatných úvěrů v retailovém segmentu
- Zintenzivnění konkurenčních tlaků, což by mohlo vést k propadu výnosů z depozit, úvěrů a 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 u 13 emisí zařazených v segmentu SPAD. Fio není tvůrcem trhu emise akcií Kit Digital, Inc.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluledoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

K dnešnímu datu 3.3.2010 Fio, burzovní společnost, a.s. má platných 10 investičních doporučení a 3 v revizi. Z toho je 8 doporučení k nákupu a 2 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o pověsti prezentaci investičních doporučení §7.