

Ocenění společnosti KB, a. s. za pomoci výnosových metod

Bc. Lukáš Němčík

Diplomová práce
2015



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2014/2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Lukáš Němčík**
Osobní číslo: **M13241**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **kombinovaná**

Téma práce: **Ocenění společnosti KB, a. s. za pomoci výnosových metod**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte postupy a výnosové metody užívané pro stanovení hodnoty akcie společnosti kótované na jedné ze světových burz cenných papírů.

II. Praktická část

- Analyzujte vývoj vnějšího a vnitřního prostředí společnosti KB, a. s.
- Na základě strategické a finanční analýzy vypracujte finanční plán společnosti KB, a. s.
- Stanovte hodnotu akcie společnosti KB, a.s. a doporučte potenciálnímu investorovi, zda předpokládáte růst či pokles její hodnoty v budoucnu.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley and Sons, c2011, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.
DAMODARAN, Aswath. Valuing Financial Service Firms [online]. April 2009 [cit. 2014-10-31]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>
HRDÝ, Milan. Oceňování finančních institucí. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 216 s. ISBN 80-247-0938-4.
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
MARÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Adriana Knápková, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **16. února 2015**
Termín odevzdání diplomové práce: **27. dubna 2015**

Ve Zlíně dne 16. února 2015


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

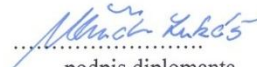
Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen přípouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považuji se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 1.3.2015


.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Cílem tohoto projektu je za pomoci vybraných výnosových metod stanovit hodnotu akcie společnosti Komerční banka, a. s. a na jejím základě určit, zda je pro akcionáře výhodnější akcie této společnost nakupovat, držet, či prodávat. V teoretické části se tento projekt zaměřuje na vysvětlení základních postupů potřebných ke správnému stanovení hodnoty této společnosti. Dále jsou v této části také přehledně uvedeny základní oceňovací metody. Analytická část poté prezentuje praktické využití poznatků uvedených v teoretické části a poskytuje nezbytné analýzy potřebné pro vytvoření strategického finančního plánu a stanovení hodnoty akcie společnosti.

Klíčová slova:

finanční analýza, finanční plán, oceňování podniku, excess return model, dividendový diskontní model, metoda diskontovaného volného peněžního toku

ABSTRACT

The aim of this project is to use selected valuating methods to determine the value of the shares of Commercial Bank and determine whether it is more profitable for shareholders of this company to buy, hold, or sell this shares. In the theoretical part of this project the basic procedures necessary to properly determine the value of the company are explained. In addition, this section also summarized the basic valuation methods. The analytical part then uses the theoretical knowledge in the practical application and provides the necessary analysis needed to create a strategic financial plan and lay out the value of the shares of the company.

Keywords:

Financial Analysis, Financial Plan, Valuating Methods, Excess Return Model, Dividend Discount Model, Free Cash Flow to Equity Model

Rád bych zde, na tomto místě, poděkoval nejen vedoucí své diplomové práce paní doc. Ing. Adrianě Knápkové, Ph. D., jejíž konzultace a zpětná vazba pro mě byly zdrojem cenných poznatků, jež jsem se snažil aplikovat v této práci, ale také bych zde rád poděkoval celé své rodině za jejich podporu po celou dobu mého dosavadního studia.

OBSAH

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	9
ÚVOD	10
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 SPECIFIKA BANKOVNÍHO SUBJEKTU PŘI OCEŇOVÁNÍ.....	13
2 OBECNÝ POSTUP OCEŇOVÁNÍ BANKY	15
2.1 DEFINICE ROČNÍHO EFEKTU PRO MAJITELE	15
2.2 STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	17
2.3 ODHAD TEMPA RŮSTU „G“	17
2.4 SBĚR VSTUPNÍCH DAT	18
2.5 ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ.....	18
2.6 ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ.....	19
2.7 FINANČNÍ ANALÝZA BANKY.....	19
2.7.1 Ukazatele kapitálového trhu.....	21
2.8 VNITŘNÍ A VNĚJŠÍ NEPENĚŽNÍ ANALÝZA BANKY	21
2.9 FINANČNÍ PLÁN BANKY A OCEŇOVÁNÍ.....	23
3 VÝNOSOVÉ METODY POUŽITELNÉ PŘI OCEŇOVÁNÍ BANKY.....	24
3.1 DIVIDENDOVÝ DISKONTNÍ MODEL.....	25
3.1.1 Typy dividendových diskontních modelů.....	25
3.2 METODA DISKONTOVANÉHO VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU (FCFE).....	27
3.3 EXCESS RETURN MODEL DLE DAMODARANA.....	28
3.4 VYUŽITÍ METODY EVA PRO ÚČELY OCEŇOVÁNÍ.....	29
3.5 POROVNÁNÍ JEDNOTLIVÝCH VÝNOSOVÝCH METOD.....	31
II PRAKTICKÁ ČÁST	33
4 PŘEDSTAVENÍ OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI.....	34
4.1 HLAVNÍ ZÁKAZNICKÉ SEGMENTY	35
5 ANALÝZA ČESKÉ EKONOMIKY A ČESKÉHO BANKOVNÍHO PROSTŘEDÍ	36
5.1 ANALÝZA EKONOMICKÉ SITUACE V ČESKÉ REPUBLICE.....	37
5.2 DEMOGRAFICKÁ STRUKTURA A NEZAMĚSTNANOST V ČR	40
5.3 ANALÝZA VÝVOJE BANKOVNÍHO TRHU	41
5.3.1 Hrozba zavedení sektorové daně.....	42
5.4 ANALÝZA KONKURENCE KOMERČNÍ BANKY.....	42
6 FINANČNÍ A NEFINANČNÍ ANALÝZA KB, A. S.....	45
6.1 FINANČNÍ ANALÝZA KB, A. S.....	45
6.2 SHRNUTÍ PROVEDENÉ FINANČNÍ ANALÝZY	56
6.3 NEFINANČNÍ ANALÝZA KOMERČNÍ BANKY	57
7 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY AKCIE KB, A. S.....	59

7.1	SESTAVENÍ STRATEGICKÉHO FINANČNÍHO PLÁNU	59
7.2	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	64
7.3	ODHAD TEMPA RŮSTU „G“	67
7.4	STANOVENÍ HODNOTY AKCIE POMOCÍ VYBRANÝCH METOD OCENĚNÍ.....	68
7.4.1	Dividendový diskontní model	68
7.4.2	Free Cash Flow to Equity	70
7.4.3	Excess Return Model.....	74
7.5	POROVNÁNÍ HODNOT AKCIÍ DLE JEDNOTLIVÝCH MODELŮ, DOPORUČENÍ.....	75
ZÁVĚR		77
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY		79
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....		82
SEZNAM OBRÁZKŮ.....		83
SEZNAM TABULEK		84
SEZNAM PŘÍLOH		86

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Komerční banka a.s. je jednou z předních českých bank a výrazným hráčem na trhu s finančními produkty. Jako jedna z mála českých bank má své akcie kótovány na burze, konkrétně na Burze cenných papírů Praha, akciové společnosti. Díky zákonům České republiky, spolu s nařízením České národní banky, je pro investora relativně snadné získat značné množství spolehlivých informací, na základě kterých je možné se pomocí fundamentální analýzy rozhodnout o případné investici či „neinvestici“ do těchto akcií.

Cíle této práce se dají rozdělit do dvou rovin. První rovinou je rovina teoretická, ve které je cílem pomocí literární rešerše získat minimální teoretické znalosti o zkoumané problematice. Další rovinou je rovina praktická.

Cílem praktické části práce je získat a zanalyzovat množství dat a informací a na jejich podkladě stanovit hodnotu jedné akcie Komerční banky, a. s. Porovnáním vypočtené hodnoty akcie a její tržní ceny je poté možné určit, zda tržní ceny odráží vnitřní hodnotu akcie a v případě, že nikoliv, je možné říct, za určitých podmínek a předpokladů, zda se dá očekávat růst či pokles její tržní ceny. Základní podmínkou pro toto určení je předpoklad, že tržní ceny vždy osciluje okolo vnitřní hodnoty akcie, případně se k ní blíží. Z tohoto předpokladu tato práce také vychází.

Pro zpracování této diplomové práce tedy byla využita metoda sběru dat a jejich analýza, kdy v období od června 2014 do března 2015 bylo sesbíráno množství dat z veřejně dostupných zdrojů, kterými jsou dokumenty vydávané Českou národní bankou, výroční zprávy Komerční banky a. s., statistické ročenky, případně zprávy v médiích. Tyto dat byla zpracována a analyzována za účelem vybrání těch, jenž mají největší vliv na tvorbu hodnoty vybrané akcie. Prostřednictvím komparace a rozbořem vlastností dat a jejich vztahů byla následně pomocí popisu a explanace vysvětlena podstata zjištěných vazeb a jevů, z nichž byly vytvořeny předpoklady a predikce, které sloužili jako základ výpočtu hodnoty akcie.

ÚVOD

Oceňování podniku představuje královskou disciplínu, neboť v sobě kombinuje téměř veškeré poznatky z ostatních oblastí ekonomiky, včetně účetnictví, financí podniku a dalších finančních disciplín. Pokrýt vědomostně všechny její části je otázkou celoživotního studia, přesto je toto téma předmětem této diplomové práce.

Cílem této diplomové práce je určit, na základě fundamentální analýzy, nikoliv cenu, ale hodnotu akcie společnosti Komerční banka a.s. a dát potenciálnímu investorovi doporučení, zda existuje předpoklad růstu, případně poklesu tržní ceny akcie Komerční banky a. s. na Pražské burze cenných papírů. Komerční banku a. s. jsem si v rámci této diplomové práce vybral ze dvou důvodů. Kromě akcií Erste Group Bank se jedná o jedinou banku, jejíž akcie jsou obchodovány na Burze cenných papírů Praha. Druhým důvodem je potenciál, který v Komerční bance a. s. vidím. Akcie Erste Group Bank jsou ovlivňovány výsledky České spořitelny a. s., která se v současné době potýká s odlivem zákazníků a to z důvodu vysokých poplatků. Naproti tomu vklady a počet klientů Komerční banky a. s. mírně rostou, a to i přes konkurenci malých bank, nabízejících své služby bez poplatků.

Práce vychází z předpokladu racionálního chování investorů a předpokladu, že tržní cena akcie v sobě, i přes drobné výkyvy, odráží její vnitřní hodnotu. V teoretické části se práce zaměřuje na prezentaci minima nezbytných znalostí, které je potřeba v rámci oceňování podniku ovládat. Formou literární rešerše vysvětluje teoretická část hlavní kroky, jež jsou důležitými pro co možná nejpřesnější stanovené hodnoty podniku. Mimoto jsou v teoretické práci také popsány jednotlivé metody, které je možné pro oceňování vybraného podniku použít.

Praktická část poté navazuje na stěžejní body teoretické části a dělí se na analytickou a projektovou část. V rámci analytické části jsou provedeny analýzy prostředí, ve kterém vybraná společnost operuje, tedy analýza české ekonomiky a bankovního sektoru. Následuje provedení analýzy finanční a strategické, čímž vzniká relevantní podklad pro sestavení strategického finančního plánu. Výsledkem provedených analýz je tedy strategický finanční plán, který v sobě odráží veškeré poznatky a předpoklady provedených analýz.

Projektová část samotná se věnuje problematice stanovení diskontní míry použité při výpočtech a odhadu tempa růstu „g“. Tyto parametry následně vstupují do jednotlivých metod oceňování pro stanovení hodnoty akcie. V rámci projektové části jsou využity konkrétní

ně tři modely oceňování. Jedná se o dividendový diskontní model, model Free CashFlow to Equity a Excess Return model, které se pro banku a její akcie jeví jako nejideálnější.

Závěrem teoretické části je doporučeno potenciálním investorům, zda lze očekávat spíše růst, či pokles ceny akcie, a to včetně shrnutí použitých předpokladů a citlivostní analýzy.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 SPECIFIKA BANKOVNÍHO SUBJEKTU PŘI OCEŇOVÁNÍ

Oceňování banky, jakožto specifického podnikatelského subjektu, se v jistém ohledu liší od obecných postupů oceňování podniku, a to právě kvůli specifičnosti bankovního podnikání. Definice banky nám říká, že se jedná o zprostředkovatele, který na jedné straně přijímá vklady od svých klientů, a na straně druhé jim v případě potřeby poskytuje úvěry. V rámci České republiky je tato obecná definice upřesněna čtyřmi podmínkami, které musí podnikatelský subjekt splňovat, aby mohl v naší zemi působit jako banka.

Dle Hrdého (2005, s. 27) se jedná o tyto podmínky:

- jedná se o akciovou společnost se sídlem v ČR;
- právnická osoba přijímá od veřejnosti vklady;
- právnická osoba poskytuje veřejnosti úvěry;
- právnická osoba má povolení neboli licenci udělenou dozorem nad českým bankovním trhem.

Z těchto čtyř podmínek tedy vyplývá, že při oceňování banky je zapotřebí dbát značného zřetele na strukturu bankovního majetku (majetkové ocenění) a srovnatelnost dat při porovnávání s jinými bankami (ocenění pomocí tržního srovnávání), které se na daném trhu vyskytují. V případě výnosového ocenění, které je v praxi při oceňování bank nejrozšířenější, je poté klíčové identifikovat a správně pochopit především principy a vzájemné vazby jednotlivých položek výsledovky banky.

Možné procentuální rozložení výsledovky u banky obecně může vypadat následovně:

- úrokový zisk - 60 %;
- zisk z poplatků a provizí - 28 %;
- zisk z cenných papírů - 1 %;
- zisk z ostatních finančních operací - 11 %.

(Hrdý, 2005, s. 29)

Oceňování finančních institucí bylo i dle Damodarana vždy velmi obtížné a po krizi v roce 2008 se oceňování bank a finančních institucí dostalo v seznamu nejdiskutovanějších otázek v rámci oceňování na první místo. Co je dle tohoto autora důvodem obtížnosti ocenění těchto institucí? V první řadě se jedná o odhadování cash flow, jež je vzhledem ke struktu-

rám podnikání bank a pojišťoven velmi obtížně, a v druhé řadě se také jedná o regulační rámec, ve kterém tyto instituce podnikají, a jehož změna může mít nepředvídatelné dopady na hodnotu těchto institucí. Oba zmíněné body znesnadňují odhady a využití jednotlivých metod oceňování, které jsou použitelné u jiných druhů podniků. (Damodaran, 2009)

Podíváme-li se blíže na tyto dva body, co se týče struktury podnikání finančních institucí, Damodaran se kromě výše uvedených bodů dle Hrdého zaměřuje na rozdílné chápání dluhů a vlastního kapitálu u finančních a nefinančních institucí. Pro bankovní instituce totiž nemůžeme dle tohoto autora dluh tvořený vklady klientů chápat jako kapitál, ale spíše jako surovinu, což v podstatě v druhém bodě zdůrazňují i regulační úřady bank. Proto nás nemůže překvapit poměr mezi cizím a vlastním kapitálem či důraz na omezené možnosti investic těchto cizích zdrojů ze strany banky. Navíc Damodaran zdůrazňuje, že pokud bychom tyto vklady klientů pokládaly za kapitál, jeho celkové náklady by byly nereálně nízké, okolo 4 %. (Damodaran, 2009)

S možností reinvestování těchto zdrojů souvisí také odhad budoucího růstu, neboť bez správného odhadu vývoje depozit a bez možnosti odhadnout reinvestice za pomoci operačních nákladů, jak je to běžné u výrobních firem, je odhad budoucího růstu obtížný, stejně jako odhad budoucího cash flow. A zatímco někteří analytici v tomto případě mají sklon vycházet z již dříve nebo současně vyplácených dividend, Damodaran před tímto postupem varuje, neboť existují firmy, u kterých jsou dříve či aktuálně vyplácené dividendy minimální, a naopak existují firmy, které vyplácejí více dividend, než jsou zisky v daném roce. Z tohoto důvodu může docházet k nadcenění, nebo k podcenění daných akcií, nicméně i přes tyto zápory a varování považuje dividendy za téměř jediné hmatatelné cash flow, které je možné pozorovat a odhadovat u finančních institucí. Shrňme-li to, Damodaran ve své práci (Damodaran, 2009) o oceňování bank a finančních institucí vyzdvihuje z důvodu výše uvedených spíše „Equity Valuation“, zatímco „Firm Valuation“ považuje za méně věrohodné, proto je dle tohoto autora hlavní metodou ocenění bank a finančních institucí Excess Return Model, přičemž i dividendový diskontní model považuje při jisté známce obezřetnosti za dostatečný. (Damodaran, 2009)

2 OBECNÝ POSTUP OCEŇOVÁNÍ BANKY

Abychom se tedy při oceňování banky vyhnuli zbytečným chybám v úsudcích, je v první fázi nutné věnovat poměrně dost času nejen finanční a nefinanční analýze banky, ale i odvětví, případně dané ekonomiky, a následně stanovit strategického finančního plánu, který nám poslouží jako základ pro stanovení volného peněžního toku pro akcionáře. Vzhledem k různým úhlům pohledu jednotlivých znalců se jednotlivé hodnoty ocenění jedné konkrétní banky mohou výrazně lišit. (Hrdý, 2005, s. 30)

Stanovení hodnoty banky pro její majitele je poté v rámci výnosových metod založeno na stanovení ročního diskontovaného příjmu pro majitele v prvním období, obvykle se doporučuje, aby první období trvalo nejméně pět let, a následně stanovení pokračující hodnoty banky, tedy ve své podstatě stanovení perpetuity. Principiálně vychází tyto metody z faktu, že hodnota daného aktiva je vlastně sumou budoucích příjmů, které nám, jakožto majitelům, z tohoto aktiva poplynou. (Hrdý, 2005, s. 30)

Shrňme-li postup oceňování s přispěním nejen Hrdého, ale i Kislingerové (2001, s. 26 - 27) či Maříka (2011, s. 53), jedná se v závěru o tyto hlavní body:

1. sběr vstupních dat;
2. analýza makroprostředí podniku;
3. analýza mikroprostředí podniku;
4. finanční analýza minulosti podniku (3-5 let);
5. strategická analýza budoucnosti podniku (3-5 let);
6. sestavení finančního plánu;
7. výběr vhodného modelu ocenění;
8. výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění.

2.1 Definice ročního efektu pro majitele

Roční efekt pro majitele je dle Hrdého (2005, s. 31) možné definovat dvěma způsoby a to, jakožto volný peněžní tok (provozní zisk upravený o náklady, které nejsou výdaji běžného období a o investice do provozně nutného pracovního kapitálu) či jako odnímatelný čistý výnos, tedy množství prostředků, které je možné rozdělit mezi vlastníky. Jednoduše řečeno

se jedná o dividendový potenciál banky či volný peněžní tok pro akcionáře, tzv. Free Cash Flow Equity.

Pro podmínky České republiky uvádí Hrdý (2005, s. 33-34) tento vzorec pro výpočet disponibilního peněžního efektu pro majitele, tedy dividendového potenciálu:

- + čistý úrokový výnos
- + výnosy z cenných papírů s proměnlivým výnosem
- + čisté výnosy z poplatků a provizí
- + zisk z finančních operací
- + ostatní výnosy z běžné činnosti
- všeobecné provozní náklady
 - a) náklady na zaměstnance
 - aa) mzdy a platy
 - ab) sociální pojištění
 - ac) zdravotní pojištění
 - b) ostatní provozní náklady
- tvorba rezerv a opravných položek
- + použití rezerv a opravných položek
- daň z příjmů

čistý peněžní příjem

- kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti
- předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku
- přiděly do zákonného rezervního fondu a do statutárních fondů
- eventuálně omezující finanční podmínky na základě obchodního zákoníku

disponibilní peněžní příjem pro akcionáře = odnímatelný výnos = dividendový potenciál

Hodnota banky pomocí výnosové metody se poté odvodí jako součet současné hodnoty disponibilních příjmů pro akcionáře za první období, které se doporučuje stanovit jako minimálně pětileté, a současné pokračující hodnoty banky. Ideálním by bylo vytvoření finančního plánu na více než pět let, ovšem toto je vzhledem k neustále dynamičtějšímu okolí, ve kterém banky působí, nereálnou záležitostí.

2.2 Stanovení diskontní míry

Dalším krokem při stanovení hodnoty banky je určení diskontní míry, pro jejíž stanovení existuje několik různých metod. K tomuto je možné využít metodu průměrných vážených nákladů, která je ovšem vzhledem k poměru cizích a vlastních zdrojů často kritizována, či metodu CAPM, tedy Capital Assets Pricing Model. Tato metoda stanovuje diskontní míru neboli požadovanou výnosnost na základě následujícího vzorce:

Požadovaná výnosnost = bezriziková úroková míra + riziková přírážka x beta koeficient (Hrdý, 2005, s. 36)

K tomuto výpočtu se přiklání také Damodaran (2011, s. 45). Za bezrizikovou úrokovou míru je možné považovat nejčastěji výnosnost střednědobých až dlouhodobých státních dluhopisů těch států, které nejsou ohroženy platební neschopností, jako je tomu kupříkladu v případě Řecka a dalších jižních států. Dalším prvkem v předchozí rovnici je beta koeficient, který nám říká, zda dané aktivum reaguje na ekonomický vývoj více či méně než dané tržní portfolio. Problémem České republiky v této oblasti je relativně krátký historický vývoj českého kapitálového trhu, který neumožňuje přesně stanovit tuto citlivost. V takovémto případě Damodaran (2011, s. 44) doporučuje využít průměrné beta daného odvětví, případně sektoru.

Jelikož v sobě diskontní míra zahrnuje očekávané riziko, je potřeba si dle Maříka (2011, s. 51) určit také povahu investorů, neboť bude-li se jednat o oceňování veřejně obchodovatelné společnosti, je možné riziko vyjádřené diskontní mírou omezit na riziko systematické. Bude-li se ovšem jednat o veřejně neobchodovatelnou společnost, bude zapotřebí brát v potaz i riziko specifické.

2.3 Odhad tempa růstu „g“

Tempo růstu „g“ je významný parametr všech modelů diskontovaných peněžních toků. Jak uvádí Kislingerová (2001, s. 202), existuje několik možných přístupů k této problematice.

Jednou z možností je využití tzv. CAGR, neboli složené míry růstu, kdy se v podstatě jedná o geometrický průměr, jenž lze vypočítat podle následujícího vzorce:

$$g = \sqrt[n]{x_1 \cdot x_2 \cdot \dots \cdot x_n}$$

(Kislingerová, 2001, s. 203)

Výhodou této metody výpočtu tempa růstu je dle Kislingerové (2001, s. 203), že dosažené hodnoty jsou za normálních podmínek nižší, než je tomu u prostého průměru, čímž v jistém ohledu tato metoda promítá do ocenění zásadu opatrnosti, která je pro investora důležitá.

Další z možností je využít odhadovanou míru růstu HDP ve stálých cenách, k němuž připočteme vliv očekávané inflace. Aktuálně odhadovaný růst HDP ve stálých cenách dle Ministerstva financí ČR (© 2005-2013) je 2,7 % pro roky 2016 a dále. Česká národní banka (říjen 2014) poté cíluje pro tyto roky inflaci na úroveň 2,2 %, čímž se dostáváme k odhadovanému tempu růstu pro roky 2016 a výše okolo 4,9 %.

Třetí možností, kterou lze tempo růstu „g“ odhadnout je využití fundamentálních předpokladů podniku, neboli výpočet „g“ na základě součinu rentability vlastního kapitálu ROE a aktivačního poměru. Přesný vzorec uvádí Kislingerová (2001, s. 206) takto:

$$g = ROE \times (1 - DIV / EPS)$$

2.4 Sběr vstupních dat

S ohledem na typ oceňované společnosti je zapotřebí sesbírat potřebná data. Dle Maříka (2011, s. 54 – 56) se jedná především o základní údaje o podniku (název, právní forma, předmět podnikání), ekonomická data, tedy výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, poté údaje o trhu, největších konkurentech, dále pak o struktuře produktů, zákazníkům, cenové politice apod. Tato data jsou dle tohoto autora potřebná a sama o sobě nám již mohou napovědět, zda bude vůbec možné podnik ocenit.

2.5 Analýza makroprostředí

Kislingerová (2001, s. 29) ve své knize uvádí, že hlavním důvodem makroanalýzy je vliv tohoto prostředí jako takového na podnik, přičemž za základní analýzu makroprostředí je považována analýza PEST, která zkoumá Politické, Ekonomické, Sociální a Technologické

prostředí podniku. Kislingeová (2001, s. 29) také ve své knize redukuje prvky PEST analýzy na jediný, a to na Ekonomické prostředí, přičemž doporučuje zkoumat tyto ukazatele:

- tempo růstu HDP;
- vývoj peněžní nabídky;
- vývoj úrokových sazeb;
- vývoj devizových kurzů;
- vývoj inflace;
- fiskální (hrozba sektorových daní) a monetární politiku státu.

2.6 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí je dalším logickým krokem při oceňování banky, neboť příslušnost k určitému odvětví a jeho charakteristiky výrazně ovlivňují danou firmu či banku. Mezi charakteristické znaky každého odvětví můžeme zařadit například míru citlivosti na hospodářský cyklus, míru regulace ze strany státu či vlastní strukturu daného odvětví, kterou je možné zhodnotit například pomocí Porterovy analýzy pěti konkurenčních sil. Neměla by chybět také prognóza budoucího vývoje odvětví, kterou pravidelně vydávají příslušně regulační orgány, tedy Česká národní banka nebo Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. (Kislingeová, 2001, s. 32 - 37)

2.7 Finanční analýza banky

Jak již bylo zmíněno, pro výpočet hodnoty banky výnosovými metodami je zapotřebí sestavit finanční plán, kterému musí zákonitě předcházet finanční analýza, pomocí které zjistíme, které finanční a nefinanční drivery, neboli generátory hodnoty, nám budou nejvíce ovlivňovat vývoj zisku a potažmo celkové hodnoty banky.

Základními úkoly finanční analýzy je tedy posoudit její finanční zdraví a vytvořit nám jakýsi rámec stanovení finančního plánu. Vypočítané hodnoty je dobré porovnat s vývojem celého odvětví, kde se u oceňování banky projeví první z výhod, tedy snadná dostupnost dat, neboť banky jsou povinny shromažďovat tato data u daného regulátora trhu, jenž je poté zpřístupňuje veřejnosti. (Kislingeová, 2001, s. 39 a Hrdý, 2005, s. 40)

Informace k finanční analýze lze, kromě stránek regulátora trhu, čerpat z mnoha zdrojů, jako jsou například obchodní a živnostenský zákoník, zákon o účetnictví či daňové zákony.

Základem však i přesto všechno zůstává účetní závěrka daného podniku. (Kislingerová, 2001, s. 39) U banky, jejíž akcie jsou obchodovány na peněžních a kapitálových trzích, je dle zákona č. 563/1991 Sb. o účetnictví, povinností sestavovat účetní závěrku nejen podle české legislativy pro daňové účely, působí-li banka v České republice, ale podle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví IFRS, a to pro potřeby investorů. (Česko, 1991) Jak uvádí londýnská kancelář společnosti Deloitte ve své brožuře IFRSs in your pocket 2013, Standardy IAS a IFRS odstraňují některé nedostatky národních účetních zákonů, což přináší investorům věrnější obraz o společnosti. (DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED, © 2013)

Základem finanční analýzy je struktura a vývoj aktiv a pasiv, struktura a vývoj jednotlivých položek výsledovky a dále určení ukazatelů rentability, likvidity a dalších poměrových ukazatelů, které nám napomůžou při finančním plánování. V našem případě bude nejvhodnější klást důraz na vývoj především výsledovky a zisku, jehož vývoj je výchozím předpokladem ocenění banky dle Hrdého (2005, s. 41) Nicméně i vývoj aktiv a pasiv pro nás bude důležitý, neboť může naznačovat možné trendy na bankovním trhu. Jedná se především o aktiva, jejichž složení a vývoj mají silnou vazbu na příslušné ziskové či nákladové položky zisku, jako například hodnota úvěrů, půjček, investic a s tím související primární a sekundární rezervy. Hlavně primární rezervy a jejich mechanismus je potřeba znát, neboť nám výrazně ovlivňuje výpočet volných prostředků pro akcionáře.

Co se týče analýzy bankovních pasiv, základním sledovaným aspektem je vývoj poměru mezi vlastním a cizím kapitálem, přičemž z cizích zdrojů klíčové jsou hlavně tzv. core deposits, tedy deposita stálých dlouhodobých klientů. Tato deposita jsou stabilním, a zároveň relativně levným zdroje pro ziskovou činnost banky.

V oblasti vlastního kapitálu poté musíme analyzovat především dodržování kapitálové přiměřenosti, kterou však všechny banky v České republice důrazně dodržují.

Z poměrových ukazatelů bychom zde poté mohli vyzdvihnout hlavně ukazatel ROE, tedy kolik zisku připadá na jednotku vlastního kapitálu, a to z toho důvodu, že mezi ukazatelem ROE a P/BV, tedy price to book value, existuje vzájemná závislost, která nám již při finančním plánování naznačí možnou hodnotu jedné akcie dané banky. (Kislingerová, 2001, s. 69)

Ukazatel ROE lze poté také velmi dobře rozložit pomocí pyramidového rozkladu a následujících vzorců, které uvádí ve své knize Hrdý (2005, s. 54):

$$\text{ROE} = \text{kapitálový multiplikátor} \times \text{ROA}$$

$$\text{ROA} = \text{celková úroková marže} + \text{celková operační marže} + \text{celková neoperační marže} - \text{daňová marže}$$

Jak můžeme vidět, důležitou položkou při tomto rozkladu je kapitálový multiplikátor, který nám říká, jaké množství aktiv je kryto jednotkou kapitálu, dále pak celková úroková marže, rozdíl mezi úrokovými výnosy a náklady, kdy tento rozdíl je dělen hodnotou průměrných celkových aktiv, a dále celkovou operační a neoperační marží, jež se vypočítají obdobným způsobem.

Jak již bylo řečeno, finanční analýza by měla také obsahovat srovnání jednotlivých ukazatelů s jejich hodnotami v celém bankovním sektoru dané země, případně většího územního celku, v němž se vyskytují banky s podobnými charakteristikami.

2.7.1 Ukazatele kapitálového trhu

Informace o akcích každé společnosti obchodované na peněžních a kapitálových trzích jsou v pravidelných intervalech doplňovány o ukazatele kapitálového trhu, které mají akcionářům podat rychlý přehled o tom, jak si daná společnost vede, a to nejen z pohledu účetního, ale také z pohledu vývoje na trhu. Výčet těchto ukazatelů můžeme vyčíst například z Kislíngerové (2001, s. 76 - 77):

1. P/E = tržní cena akcie dělená čistým ziskem na akcii;
2. EPS = čistý zisk na akcii;
3. BVS = účetní hodnota vlastního kapitálu připadající na jednu akcii;
4. Dividendový výnos = podíl dividendy na akcii a tržní ceny akcie;
5. Dividendové krytí = podíl čistého zisku na celkových vyplacených dividendách;
6. Výplatní poměr = dividenda na akcii dělená čistým ziskem na akcii;
7. Price/book value = podíl tržní ceny akcie a vlastního kapitálu na akcii.

2.8 Vnitřní a vnější nepeněžní analýza banky

Nejen číselná finanční analýza banky nám určí její výkonnost. Dle Hrdého (2005, s. 60) je zapotřebí důkladnějšího zkoumání vnitřního prostředí dané banky, přičemž dle jeho názoru je vhodným nástrojem interní analýzy deset faktorů P dle W. D. Millera:

- Profit = zisk - zde autor myslí nikoliv velikost zisku, ale jeho kvalitu, danou především jeho složením. Banka by měla svůj zisk tvořit spíše úrokovými příjmy než neúrokovými.
- People = lidé - nutnost analyzovat organizační strukturu banky, tedy posouzení pravomocí, odpovědností a kompetencí jednotlivých zaměstnanců, jejich křížení a vůbec celkovou efektivitu banky danou počtem zaměstnanců na 1 mil. aktiv dle bankovního srovnání. Při analýze je zapotřebí soustředit se také na schopnosti zaměstnanců na přepážce, neboť právě oni jsou nejvíce v kontaktu s jednotlivými klienty.
- Personality = pracovní prostředí - jeho kvalita či nekvalita se psychologicky přenáší také na zaměstnance a jejich výkonnost.
- Physical Distribution = technické zázemí - tedy počet a umístění poboček, bankomatů, úroveň internetbankingu a množství nákladů na rozvoj a údržbu všech zmíněných položek.
- Portfolio = portfolio - jedná se o posouzení kvality především stanovených pravidel pro poskytování úvěrů a pravidel pro bankovní investice.
- Products = bankovní produkty - jejich rysy, ceny a srovnání s konkurencí.
- Processes = procesy - například kvalitu a rychlost zpracování dat, kvalitu účetních informací, popř. auditu.
- Property = vlastnictví.
- Planning = plánování - zaměřit se především na strategický plán banky, který nám pomůže určit budoucí tržní pozici, tedy buďto defenzivní, agresivní, nebo neutrální.
- Potencial = potenciál - vnější potenciál jsou de facto šance, které nám trh nabízí a vnitřní potenciál nám poté říká, jak dokáže banka tyto šance využít, případně, zda je připravená čelit určitým rizikům - zde je vhodná SWOT analýza, která je současně výstupem vnitřní a vnější analýzy banky.

Co se týče analýzy vnějšího prostředí, tu je zapotřebí dle Hrdého (2005, s. 65) rozdělit na demografickou, která nám určuje potenciální budoucí počet klientů, poté na ekonomickou, tedy hodnocení stavu ekonomiky, ve které banka operuje, a na analýzu konkurenční, kdy srovnáváme pozici námi oceňované banky s jejími největšími konkurenty.

Malá poznámky k ekonomické analýze. V jejím rámci je zapotřebí věnovat pozornost vývoji reálného HDP, plánované fiskální politice, úrokovým sazbám, inflaci a vývoji devizových kurzů.

2.9 Finanční plán banky a oceňování

Na základě provedených analýz je pro účely oceňování zapotřebí stanovit finanční plán banky, který je možné využít u různých metod oceňování. V rámci tohoto plánu je pro nás stěžejní v rámci výnosových metod výsledovka, která by měla ve svém obsahu promítat jak již uzavřené, tak také potenciální obchody banky, určující její výnosy, dále pak by měla obsahovat předpokládané výnosy z poplatků za bankovní produkty či plánované výnosy investičního bankovníctví. Na základě těchto určení je nutné také určit předpokládanou hodnotu rezerv a opravných položek a to nejdůležitější vliv nových obchodů na kapitálovou přiměřenost banky.

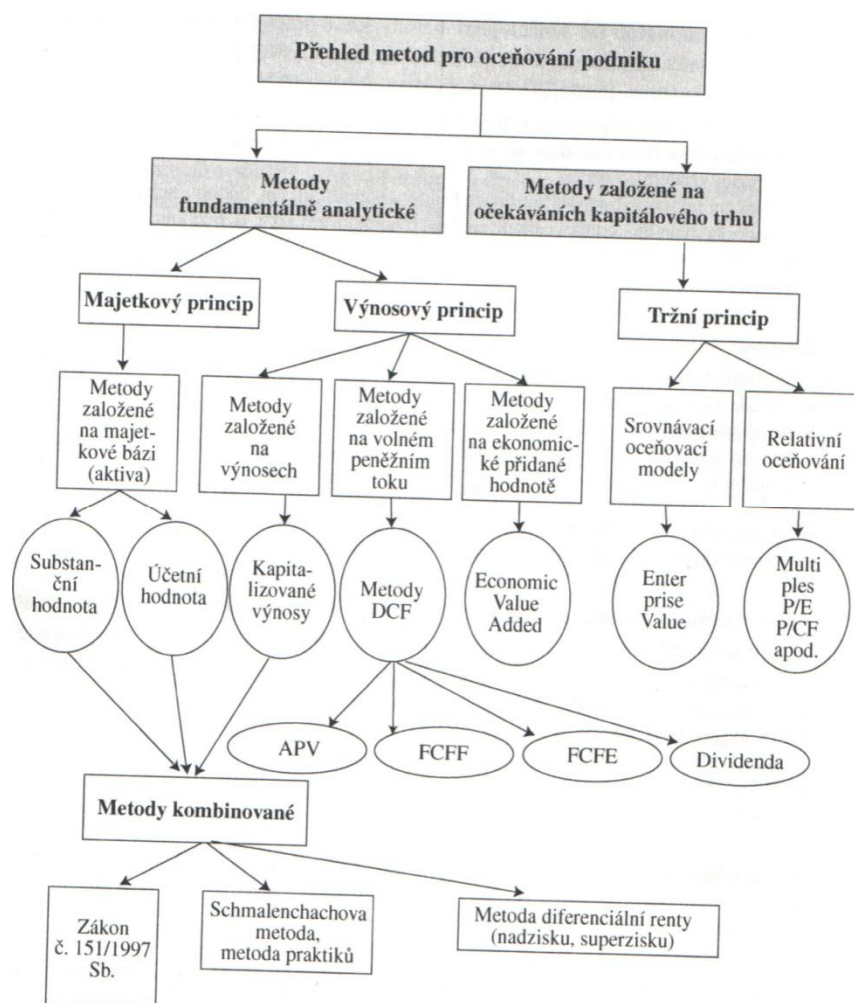
Opravné položky a rezervy by měly být kalkulovány s ohledem na bankovní rizika, která banka postupuje. Dle Beláse (2010, s. 152 - 165) se jedná o tato rizika:

- úvěrové (kreditní) = riziko ztráty z důvodu nezaplacení úvěru či úvěrové splátky, nebo z důvodu předčasného splacení či výběru;
- úrokové = riziko ztráty při změnách cen těch nástrojů, které jsou citlivé na úrokové míry;
- likviditní = riziko vyplývající z volatility poptávky po hotovosti;
- kurzové = riziko ztráty vyplývající ze změn cen těch nástrojů, které jsou citlivé na měnové kurzy;
- akciové = riziko ztráty při změnách cen nástrojů, jež jsou ovlivněny cenami akcií;
- provozní (operační) = rizika ztrát vyplývajících z běžného chodu banky.

Tato rizika nám také ovlivňují hodnotu kapitálové přiměřenosti banky, což je ve své podstatě minimální výše vlastního kapitálu, kterou musí banka mít, aby mohla poskytovat dané portfolio úvěrů. Toto procento vlastního kapitálu banky poté slouží ke krytí případných ztrátových obchodů. Hodnotu kapitálové přiměřenosti určují pravidla Basel I-III.

3 VÝNOSOVÉ METODY POUŽITELNÉ PŘI OCEŇOVÁNÍ BANKY

Důvodem oceňování jakéhokoliv podniku je pro investora možnost zhodnotit dočasně volné peněžní prostředky. Předpokladem investice je racionální chování tohoto investora, tedy snaha nalézt určitý soulad mezi třemi vrcholy investičního trojúhelníku, tedy mezi výnosem, bezpečností a likviditou. K tomu nám přispívají všechny výše uvedené analýzy. Tyto analýzy mají investorovi napomoci k tomu, aby dokázal nalézt takovou investici, která bude mít dostatečný výnos, bude relativně bezpečná, a zároveň likvidní. Proč ale oceňujeme podnik a nerozhodujeme se jen podle analýz? Odpověď je jednoduchá. Jakékoliv metody oceňování podniku, obchodovatelného na trhu, je snaha nalézt takové akcie, jejíž hodnota je na trhu podhodnocená, či nadhodnocená. K tomu nám pomáhají kupříkladu výnosové metody oceňování. (Kislingerová, 2001, s. 145)



Obrázek 1 - Přehled metod pro oceňování podniku

(Kislingerová, 2001, s. 24)

Kislingerová (2001, s. 24) dále ve své knize uvádí následující přehled metod pro ocenění jakéhokoliv podniku, tedy i banky. Z obrázku 1 je patrné, že v rámci výnosových metod je možné využít tři metody, metodu kapitalizovaných výnosů, metody založené na volném peněžním toku, tedy metody FCFE či Dividendový model, a metody založené na ekonomické přidané hodnotě. Damodaran poté ve svých pracích ještě uvádí jako vhodnou metodu pro ocenění banky, kterou je Excess Return Model.

Vyjádríme-li se k výše zmíněným metodám obecně, je nutné zvážit, v jakých cenách budou výnosy kalkulovány, zda ve stálých, očištěných o inflaci, či běžných, jež v sobě budou obsahovat inflaci. Mařík doporučuje pro metodu DCF a EVA použít spíše běžné ceny, neboť v případě stálých cen by bylo nutné kalkulovat s budoucí inflací, čímž by se mohl výpočet zneřádnit. (Mařík, 2011, s. 164 – 165)

3.1 Dividendový diskontní model

V rámci popisu jednotlivých metod zde jako první uvádíme dividendový diskontní model, který je ve své podstatě zvláštním případem modelu diskontovaného cash flow. V podstatě se jedná o model, ve kterém stanovujeme hodnotu akcie na základě předpokládaných dividend neboli výnosu akcionáře. Z tohoto důvodu je tento model vhodný pro podniky, jejíž dividendová politika je relativně stabilní, nicméně i zde má oproti modelu cash flow jisté nedostatky, které převážně vyplývají z aktuální výše a možné změny výše dividendového výplatního poměru. Kromě vyplacené dividendy tento model, v rámci jednotlivých typů, bere v potaz také očekávanou hodnotu akcie na konci období předpokládaného držení této akcie. (Kislingerová, 2001, s. 214)

Pro co možná nejpřesnější výpočet hodnoty pomocí této metody je zapotřebí určit relativně přesný vývoj dividend, očekávanou hodnotu akcie na konci doby držení a především správně stanovit očekávané tempo růstu dividend g. (Kislingerová, 2001, s. 214)

3.1.1 Typy dividendových diskontních modelů

V rámci této práce se budeme zabývat představením především dvou modelů oceňování, a to Gordonovým růstovým modelem a dvoustupňovým dividendovým diskontním modelem, které se liší jednotlivými tempy růstu, což lze názorně vidět na jednotlivých vzorcích pro výpočet hodnoty akcie pomocí těchto modelů:

$$V = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{k - g}$$

Obrázek 2 - Vzorec pro
Gordonův růstový model

(PATRIA ONLINE, a. s., © 1997 - 2014)

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{D \cdot (1 + g_1)^t}{(1 + k)^t} + \frac{D \cdot (1 + g_1)^T \cdot (1 + g_2)}{(1 + k)^T \cdot (k - g_2)}$$

Obrázek 3 - Vzorec pro dvoustupňový
dividendový diskontní model

(PATRIA ONLINE, a. s., © 1997 - 2014)

V rámci Gordonova modelu očekáváme, že dividendy nám porostou konstantním tempem růstu až do nekonečna, resp. v dlouhém období, zatímco u dvoustupňového modelu očekáváme počáteční fázi s vysokou mírou růstu a následnou fází s relativně stabilní, ale podstatně nižší mírou růstu. Z těchto důvodů je možné použít tyto modely pro firmy se stabilní dividendovou politikou, kde míra růstu dividendy, ale také i výnosů, je stabilní na úrovni tempa růstu dané ekonomiky, nebo pod ním. Špatné určení této veličiny může vést k výraznému nadhodnocení, nebo podhodnocení dané hodnoty akcie. (Kislingerová, 2001, s. 216 - 217)

Také Damodaran (2009) poukazuje na nebezpečí slepého užívání tohoto modelu. Spousta analytiků dle tohoto autora vychází ze současných či historických dividend bez zohlednění současné či možné budoucí situace. Dividendy musí být dle tohoto autora odhadnuty s co možná největším apelem na zohlednění všech dostupných a možných informací a rizik.

V rámci tohoto modelu Damodaran (2011, s. 38) říká, že v případě, kdy by společnost provedla buyback neboli zpětný odkup svých vlastních akcií, bylo by nutné upravit dividendy vstupující do výpočtu hodnoty podniku prostřednictvím dividendového diskontního modelu pomocí následujícího vzorce:

$$\text{Augment dividends} = \text{Dividends} + \text{Stock buybacks}$$

V překladu to znamená, že by k vyplaceným dividendám bylo nutné připočíst také hodnotu zpětných odkupů akcií a tuto celkovou částku („augment dividends“) teprve diskontovat. (Damodaran, 2011, s. 38)

3.2 Metoda diskontovaného volného peněžního toku (FCFE)

Metoda FCEE je jednou ze tří základních metod diskontovaného cash flow, kterou lze použít k ocenění podniku. Jedná se o metodu „equity“ neboli ocenění vlastního kapitálu. Druhou možností je použít metodu „entity“, u které podnik oceňujeme nejen z hlediska akcionářů, ale také věřitelů. Poslední ze tří základních metod je poté metoda „APV“ čili metoda upravené současné hodnoty. (Mařík, 2011, s. 164 -165)

Jak již bylo zmíněno dříve, specifikum bankovního subjektu je také v tom, že je velmi obtížné odhadnout a určit očekávané volné peněžní toky pomocí vzorce, jenž je standardním pro jakékoliv jiné podniky:

$$\text{Cash flow pro vlastníky} = \check{C}Z_t + ODP_t - \Delta WC_t - (SPL_t - INV_t)$$

Obrázek 4 - Vzorec pro výpočet FCFE

(Kislingerová, 2001, s. 162)

Dle Damodarana (2009) je tomu tak z toho důvodu, že je velmi těžké odhadnout čisté kapitálové výdaje a nepeněžní pracovní kapitál. Z tohoto důvodu Damodaran definuje FCFE jako cash flow, jenž zůstane investorům po zaplacení dluhů a provedení investic nutných k dalšímu rozvoji banky či jiné finanční instituce. Těmito investicemi poté nejsou budovy či jiný dlouhodobý majetek, ale spíše investice v rámci kapitálové přiměřenosti, která určuje, kolik může banka ze svých aktiv poskytnout na nové úvěry. Je to právě kapitálová přiměřenost, která určuje a předesílá budoucí růstový potenciál banky. Vzorec pro výpočet FCFE u finančních institucí by byl poté tento:

$$FCFE = \check{C}Z_t - \text{Investice do kapitálové přiměřenosti}$$

Obrázek 5 - Vzorec pro výpočet FCFE

pomocí kapitálové přiměřenosti

(Damodaran, 2009)

Rizikovým faktorem tohoto modelu je dle Damodarana (2009) stanovení hodnoty investic do kapitálové přiměřenosti. Hodnota investic do kapitálové přiměřenosti vychází nejen z požadavku regulátora trhu, v našem případě České národní banky, na kapitálovou přimě-

řenost, ale také na rozhodnutí banky, která může tuto kapitálovou přiměřenost udržovat i výše z důvodu dlouhodobé strategie a vlastní míry opatrnosti. Druhým problémem dle Damodarana (2009) je ziskovost aktivity, tedy kolik čistého zisku nám dodatečně poskytnutý úvěr přinese. Pro výpočet investic do kapitálové přiměřenosti lze použít vzorec:

$$Inv_{rk,t} = L_t \times CR_t - L_{t-1} \times CR_{t-1}$$

podle kterého je hodnota investice do kapitálové přiměřenosti dána rozdílem součinů poskytnutých úvěrů a kapitálové přiměřenosti v čase t a $t-1$. (Jedlička, 2013, s. 10)

K výpočtu hodnoty vlastního kapitálu podniku za pomoci metody diskontovaného volného peněžního toku je poté dle Maříka (2011, s. 178 - 179) nejvhodnější využít dvoufázovou metodu, kdy v první fázi počítáme s hodnotami volného cash flow, které jsme schopni prognózovat, a v druhé fázi počítáme s jeho pokračující hodnotou do nekonečna. Vzorec pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku je následující:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

Obrázek 6 - Vzorec pro výpočet hodnoty podniku pomocí FCFE

kde: T = délka první fáze
 PH = pokračující hodnota (reziduální hodnota, terminální hodnota)
 i_k = diskontní míra

(Mařík, 2011, s. 178 - 179)

3.3 Excess Return Model dle Damodarana

Metoda Excess Return Model nám říká, že hodnota firmy je dána součtem hodnoty kapitálu investovaného do podniku a současné hodnoty nadměrných výnosů, které jsou očekávány, že podnik v budoucnu vytvoří. Tento model patří dle Damodarana ke třem základním, jimiž lze ocenit banku či jinou finanční instituci, a to dle vzorce:

$$\begin{aligned}
 & \textit{Value of Equity} \\
 & = \\
 & \textit{Equity Capital Invested Currently} \\
 & + \\
 & \textit{Present Value of Expected Excess Returns to Equity Investors}
 \end{aligned}$$

(Damodaran, 2009)

3.4 Využití metody EVA pro účely oceňování

EVA neboli Economic Value Added je nástrojem, který nám umožňuje současně provést ekonomickou analýzu podniku a také tento podnik ve stejném okamžiku ocenit. Účetní výsledek hospodaření zde není upravován do podoby diskontovaných peněžních toků, jako v předcházející metodě Free Cash Flow to Equity, ale je bezprostředně použit k ocenění dané firmy či banky. Dle Maříkové (2001, s. 9) nám dokonce obě tyto metody umožní dosáhnout stejného výsledku.

Základem metody EVA je ekonomický zisk, který nám uhrazuje nejen běžné náklady spojené s daným oborem podnikání, ale také náklady dané kapitálové struktury. Pokud tedy podniky vykazuje ekonomický zisk, znamená to, že vykazuje nejen účetní zisk, ale dochází též k úhradě nákladů na vložený kapitál. Opačná analogie neplatí. Vykazuje-li podnik účetní zisk, nemusí vždy vykazovat také zisk ekonomický.

Oproti metodě diskontovaných peněžních toků EVA umožňuje zakomponovat koncept ekonomického zisku přímo do běžného řízení podniku, což metoda diskontovaného cash flow neumí.

Základní ukazatel EVA vychází z úpravy účetních dat podniku dle českého účetnictví do podoby čistého výnosu z provozní činnosti podniku. Právě nedostatky českého účetnictví jsou u banky částečně odbourány faktem, že banka, jejíž akcie jsou obchodovány na veřejném trhu, je povinna zveřejňovat účetní závěrku sestavenou dle IFRS neboli dle Mezinárodních standardů finančního výkaznictví. (viz zákon o účetnictví) Od čistého výnosu z provozní činnosti poté koncept EVA odečítá právě průměrné vážené náklady na kapitál dle vzorce:

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC$$

Obrázek 7 - Vzorec pro výpočet EVA

Základní význam EVA dle její hodnoty je tedy následující:

- kladná hodnota EVA = růst hodnoty podniku;
- záporná hodnota EVA = pokles hodnoty podniku.

(Maříková, 2001, s. 13)

Základem předchozího vzorce je NOPAT neboli čistý operativní zisk po zdanění, aktiva respektive kapitál odpovídající danému zisku a jeho vážené průměrné náklady. Jak již bylo zmíněno, je zapotřebí upravit data zveřejňovaná jednotlivými podniky tak, aby byly vyčleňeny neoperativní činnosti a jim odpovídající výnosy a náklady. Postup dle Maříkové (2001, s. 22-48) je následující:

1. Propočet operativních aktiv (NOA) - vzniká vyloučením neoperativních aktiv a v případě účtování dle českého účetnictví začleněním aktiv pořizovaných na leasing, případně úpravou o oceňovací rozdíly
2. Určení velikosti operativního hospodářského výsledku (NOPAT) - hlavní zásadou je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT, tedy vylučujeme-li aktivum v rámci NOA, vylučujeme také výnosy a náklady vztahující se k danému aktivu v rámci NOPATu. V případě českého účetnictví je zapotřebí upravit hospodářský výsledek z běžné činnosti také o vyloučení placených úroků, které jsou v rámci konceptu EVA součástí vážených průměrných nákladů na kapitál.
3. Určení nákladů na jednotlivé formy kapitálu - zde Maříková (2001, s. 43) uvádí tři formy nákladů, a to EVA-Entity, EVA-Equity a EVA-AVP. EVA-Entity obsahuje jak náklady na vlastní kapitál, tak náklady na cizí kapitál. EVA-Equity poté vyjadřuje pouze náklady vlastního kapitálu, kdy placené úroky jsou vyloučeny v rámci NOA a NOPATu, a EVA-AVP vyjadřuje náklady na vlastní kapitál při předpokladu nulového zadlužení podniku.

Náklady na cizí kapitál jsou většinou pevně dané v rámci uzavřených smluv, zatímco náklady vlastního kapitálu je třeba určit za pomoci již zmíněné CAPM metody. (Maříková, 2001, s. 47)

Vzorec pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA-Entity probíhá podle následujícího vzorce:

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0$$

Obrázek 8- Vzorec pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA-Entity

kde: V = hodnota vlastního kapitálu podniku

EVA_t = EVA v roce t počítaná metodou entity

NOA_0 = čistá operativní aktiva k datu ocenění

T = počet let explicitně plánovaných EVA

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 = ostatní, tj. neoperativní aktiva k datu ocenění

(Maříková, 2001, s. 54)

3.5 Porovnání jednotlivých výnosových metod

Výnosové metody ocenění podniku, vyjmenované v předchozích kapitolách, jejich výhody a nevýhody lze shrnout do následujících bodů:

1. Dvoustupňový dividendový model

- výhody: poměrně rychlý a jednoduchý výpočet, relativně snadné zjištění volného cash flow = vyplácených dividend dle deklarované dividendové politiky;
- nevýhody: v případě, že není vyplácena spravedlivá dividenda, dochází ke zkreslení; nelze použít pro společnosti, u nichž je tempo růstu vyšší než požadovaná výnosnost pro investora;
- vhodnost použití: model je vhodný pro společnosti se stabilní dividendovou politikou, dále pro společnosti fungující v monopolním či regulovaném odvětví.

2. Metoda diskontovaného volného peněžního toku FCFE

- výhody: FCFE má lepší vypovídací schopnost než dividenda, neboť zohledňuje větší množství informací, tuto metodu lze použít i u společností, které nejsou obchodovány na trhu a nevyplácejí dividendu;
- nevýhody: poměrně složité určení volného cash flow (z důvodu těžko odhadnutelných investic nutných pro další rozvoj kupříkladu banky);
- vhodnost použití: model je vhodné použít pro společnosti s konstantním růstem, či společnosti, které nevyplácejí dividendu.

3. Excess Return model

- výhody: model zohledňuje návratnost současné i budoucí investice a pracuje s veličinou nadměrného výnosu;
- nevýhody: model je využitelný jen u veřejně obchodovaných společností;
- vhodnost použití: společnosti podnikající ve finanční oblasti (pojišťovny, investiční banky, univerzální banky), jejichž akcie jsou obchodovány na burze.

4. Využití metody EVA

- výhody: koncept EVA pokrývá i oblast oportunitních nákladů akcionářů (stejně jako excess return model), analýza a ocenění podniku jsou provedeny současně, koncept lze použít také pro řízení podniku;
- nevýhody: nutnost upravit účetní data a vyčlenit neoperativní činnosti (u bank a jiných finančních institucí náročné především v oblasti čistých operativních aktiv a v oblasti financování);
- vhodnost použití: stanovení hodnoty podniku (především nebankovního charakteru) a současně řízení jeho výkonu .

(Damodaran , 2009; Kislíngrová, 2001, s. 214; Mařík, 2011, s. 178 - 179;

PATRIA ONLINE, a. s., © 1997 - 2014)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 PŘEDSTAVENÍ OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI

Jak již bylo zmíněno v úvodu této diplomové práce, budu se v rámci praktické části soustředit na ocenění akcie jedné ze tří největších bank v České republice, a současně dceřiné společnosti Société Générale, jež je druhou největší francouzskou bankou. Základní údaje jsou tyto:

- IČ: 45 31 70 54
- Název: Komerční banka, a. s.
- Právní forma: Akciová společnost
- Sídlo: Na Příkopě 33/969, Praha 1
- Předmět podnikání: dle zákona č. 21/1992 Sb., o bankách
- Základní kapitál: 19 004 926 000,- Kč (navýšeno v roce 2000)
- Počet akcií: 38 009 852 ks ve jmenovité hodnotě 500,- Kč

(Ministerstvo spravedlnosti České republiky, © 2012-2014)

Komerční banka, a. s. jakožto třetí největší komerční banka v České republice poskytuje svým klientům finanční služby jmenovitě běžné bankovní účty, terminované vklady, různé druhy půjček od spotřebitelských až po stavební a hypoteční úvěry. Veškeré tyto služby jsou poskytovány buďto přímo prostřednictvím mateřské společnosti, tedy prostřednictvím Komerční banky, a.s., případně prostřednictvím jejich dceřiných společností ze Skupiny KB, kterými jsou Modrá pyramida, stavební spořitelna, a. s., ESSOX s. r. o., KB Penzijní společnost, a. s., Komerční pojišťovna, a. s., případně KB Real Estate, s. r. o. a Factoring KB, a. s.

Komerční banka byla založena v roce 1990 jako část tehdejší Národní banky Československa. V roce 1992 byla transformována na akciovou společnost, ve které byl většinovým vlastníkem stát. V roce 2001 došlo k odprodeji státního 60% podílu skupině Société Générale, která i v dnešní době vlastní 60,35 % akcií Komerční banky.

4.1 Hlavní zákaznické segmenty

Komerční banka se v rámci svého podnikání zaměřuje především na tyto zákaznické segmenty:

- Běžní občané;
- Podnikatelé a malé firmy;
- Podniky a municipality;
- Velké podniky.

Dle poslední výroční zprávy za rok 2013 dosáhly hodnoty vkladů a poskytnutých úvěrů u těchto skupin následujících hodnot:

Tabulka 1 – Hlavní zákaznické segmenty KB, a.s. (nekonsolidované údaje)

mil. Kč	Občané	Podnikatelé	Podniky a municipality	Velké podniky
Vklady	157,40	117,40	143,80	97,60
Úvěry	164,90	28,30	102,10	117,20
Podíl	40 %	7 %	25 %	28 %

(Komerční banka, a. s., 2014)

Jak je možné ve výše uvedené tabulce vidět, z hlediska poskytovaných úvěrů je hlavní segmentem Komerční banky, a. s. segment Občané. V rámci cenové politiky se proto Komerční banka zaměřuje na cenové balíčky, jež mají těmto klientům vykompenzovat poplatky, které banka ve svých cenících udržuje na stabilní úrovni. (Komerční banka, a. s., 2014)

5 ANALÝZA ČESKÉ EKONOMIKY A ČESKÉHO BANKOVNÍHO PROSTŘEDÍ

V rámci analýzy vnějšího prostředí Komerční banky, a. s. se zaměřím na převážně na analýzu ekonomické situace ČR, tedy vývoj HDP, inflace a nezaměstnanosti, dále pak se podívám na vývoj peněžních agregátů a úrokových sazeb. V rámci analýzy konkrétního sektoru, tedy finančních služeb mě bude zajímat rozdělení tržních podílů a základní poměrové ukazatele jednotlivých bank, případně vzájemná závislost Price Book Value na Rentabilitě vlastního kapitálu.

Než přejdu k analýze ekonomické situace v České republice, pár slov k finančnímu sektoru. Finanční sektor patří svým charakterem k velmi cyklickým odvětvím ekonomiky. Vývoj nejen české, ale i světové ekonomiky tedy výrazně působí na cenu akcií všemi směry. Zaprvé je to působení na samotnou podnikatelskou aktivitu, kdy dochází v období krize k útlumu především množství poskytnutých úvěrů, a zadruhé je to samotný vývoj cen akcií, které mají obecnou tendenci v období hospodářských krizí klesat, což lze vidět i na následujícím grafu vývoje ceny akcie v letech 2009 až 2013.



Obrázek 9 - Vývoj ceny akcií Komerční banky v letech 2009 až 2013

Výhodou bankovního sektoru v České republice, v určitém slova smyslu, je jeho regulace a bankovní dohled ČNB, která neumožňuje bankám tak rizikové postupy, jako tomu bylo kupříkladu v USA. Tudíž dopad ekonomických cyklů na české banky není tak výrazným jako je tomu v zahraničí.

5.1 Analýza ekonomické situace v České republice

V rámci analýzy ekonomické situace v České republice jsem jako první začal analýzou vývoje HDP ve stálých cenách roku 2010. Údaje jsem čerpal se stránek České národní banky, konkrétněji jejího systému časových řad ARAD.

Tabulka 2 - Vývoj reálného HDP v ČR, EU a USA

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
HDP reálně (s.c.; 2010; mld. Kč)	4 058,6	3 867,8	3 950,6	4 028,5	3 999,7	3 970,7	4 066,0	4 167,6	4 280,2
HDP reálně (s.c.; 2010; %)	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-0,9	2,4	2,5	2,7
EU 27	0,4	-4,5	2,0	1,6	-0,4	0,1	1,1	1,6	-
USA	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,1	2,8	-

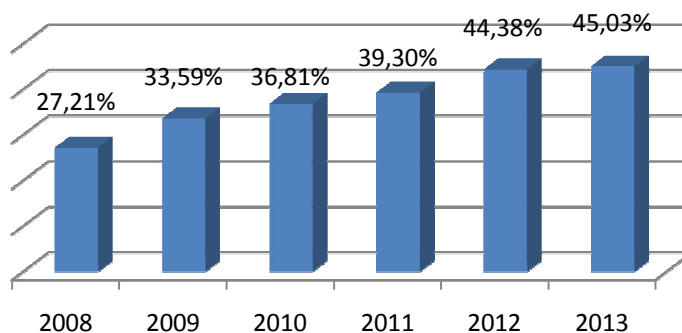
(ČNB, © 2003-2009; ČNB, říjen 2014; European Commission, 2014;

Ministerstvo financí České republiky, © 2005-2013)

Z vývoje HDP je patrný propad výkonu ekonomiky v roce 2009, jakožto důsledek bankovní krize v USA, a také propad v letech 2012 a 2013, způsobený dluhovou krizí Eurozóny, která dle některých expertů není ani zdaleka u svého konce. V následujícím období je však dle predikce Ministerstva financí České republiky očekáván růst ekonomiky, což by mělo mít pozitivní vliv na všechny sektory, včetně bank.

S vývojem HDP úzce souvisí také vývoj zadlužení veřejného sektoru, což se ukázalo také při nedávné dluhové krizi v Eurozóně. Vývoj podílu veřejného dluhu na HDP lze vidět na následujícím grafu.

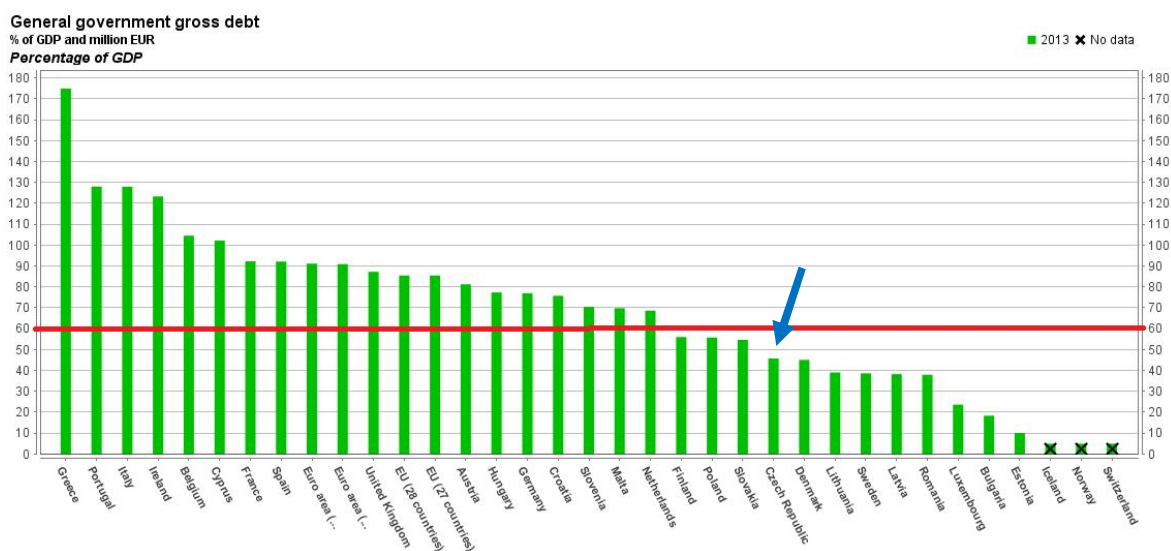
Podíl státního dluhu na HDP



Obrázek 10 - Vývoj podílu státního dluhu na HDP

(ČSÚ, 2014)

Zadlužení veřejného sektoru má stoupající tendenci a oproti roku 2008 je o celých 16,24 procentuálních bodů větší. V rámci Evropské unie však patří Česká republika k zemím s jedním z nejnižších státních dluhů vůči HDP, tudíž potenciál růstu naší ekonomiky zde je, přičemž tento potenciál by neměl být zadlužením nijak ovlivněn. Navíc v prognózách o vývoji makroekonomických ukazatelů, konkrétně například prognóza ČNB, je pro roky 2014 až 2016 uváděn předpoklad poklesu podílu státního dluhu, a to na hodnoty 44,0 % v roce 2014 a 2015 a na hodnotu 43,7 % v roce 2016.



(European Commission, 2014)

Po analýze HDP jsem provedl také analýzu vývoje inflace, včetně očekávání do budoucna. Určitá úroveň inflace by měla být příznivá pro pozitivní vývoj ekonomiky, proto tato analýza zde má smysl. Jak můžeme vidět, po roce 2008, potažmo 2012, došlo k propadu celé

ekonomiky, tedy i inflace, což má neblahé účinky. Určitá úroveň inflace je požadující, neboť pobízí k investicím, a tím také ke zhodnocování peněz. Naopak deflace vybízí spíše k držení peněz, neboť tyto peníze se občanům poté bez rizika zhodnocují, čímž trpí ekonomika.

Tabulka 3 - Vývoj inflace v ČR, Evropské unii a USA

%	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
Inflace (meziroční)	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5	1,4	0,8	1,5	2,2
EU 27	3,7	1,0	2,1	3,1	2,6	1,5	0,6	1,1	-
USA	3,8	-0,4	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	1,8	-

(ČNB, © 2003-2009; ČNB, říjen 2014; European Commission, 2014, Ministerstvo financí České republiky, © 2005-2013)

Pro podporu inflace a ekonomiky celkově se ČNB rozhodla využít také měnové intervence, které měly přinést zvýšení inflace, což se nestalo. ČNB, kromě udržování kurzu okolo hladiny 27 Kč za euro, přišla, v rámci svého prohlášení, také s vyjádřením, že i nadále ponechá úrokové sazby na nezměněné úrovni, tedy 2T repo sazba na úrovni 0,05 %, diskontní sazba na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na úrovni 0,25 %, aby tak podpořila nový růst ekonomiky, a to nejméně do roku 2016. Poté by mělo dojít k navýšení 2T repo sazby na 0,5 % v roce 2017, na 0,75 % v roce 2018 a následně na 1,00 % v roce 2019, což by mělo mít pozitivní efekt na úrokové výnosy českých bank. (ČNB, © 2003-2014a)

Vývoj úrokových sazeb České národní banky nám ukazuje následující tabulka. V ní je možné vidět postupné snižování těchto sazeb ve snaze zpomalit probíhající recesi, nicméně ve chvíli, kdy se úrokové sazby nachází na tzv. technické nule, není možné již tento nástroj měnové politiky i nadále používat. Údaje uvedené v tabulce jsou vždy údaje na počátku a konci daného roku.

Tabulka 4 - Vývoj úrokových sazeb v ČR od roku 2008

%	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
2T repo sazba	3,75/ 2,25	1,75/ 1,00	0,75	0,75	0,50/ 0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Diskontní sazba	2,75/ 1,25	0,75/ 0,25	0,25	0,25	0,25/ 0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Lombardní sazba	4,75/ 2,25	2,75/ 2,00	1,75	1,75	1,50/ 0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

(ČNB, © 2003-2014b)

Stejně jako docházelo ke změnám v těchto základních bankovních sazbách, měnily se také hodnoty sazeb PRIBOR XX, jejichž vývoj je uveden v příloze I této diplomové práce. Také jejich růst je předpokládán až v roce 2016. (ČNB, © 2003-2014c)

5.2 Demografická struktura a nezaměstnanost v ČR

V následující tabulce 5 je uveden vývoj nezaměstnanosti a její předpokládané hodnoty pro roky 2014 až 2016.

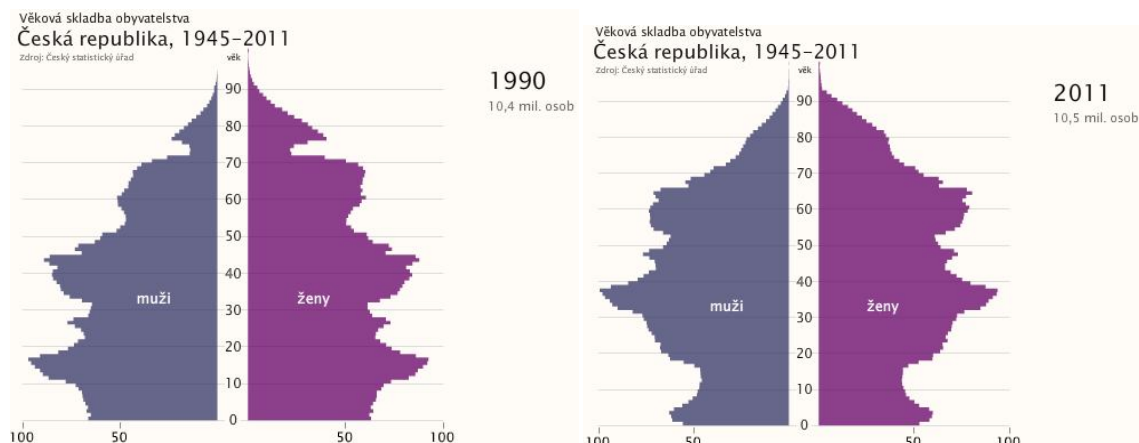
Tabulka 5 - Vývoj nezaměstnanosti v České republice

%	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	4,5	6,7	7,3	6,8	7,0	7,0	6,3	6,2	6,0

(ČNB, © 2003 - 2014c)

Vysoká míra nezaměstnanosti poškozuje ekonomiku země, kdy dochází ke ztrátě produkce, a tedy i hrubého domácího produktu. Pro podporu předpokladu růstu HDP v následujících letech hovoří také vývoj nezaměstnanosti. Jak můžeme vidět v tabulce 5, pro roky 2015 až 2016 je očekáván pokles obecné míry nezaměstnanosti. V období s vysokou mírou nezaměstnanosti dochází k poklesu vkladů a také bankovních úvěrů, neboť mnoho klientů bank nespĺňuje v daném období podmínky, které jsou bankami pro poskytnutí úvěru nastaveny. Tento fakt poškozuje hospodářské výsledky banky. Očekávané zlepšení v této oblasti podporuje fakt, že by se hospodaření bank obecně mělo v následujících letech ještě zlepšit. Záleží na každé bance, jak s tímto potenciálem naloží.

Kromě nezaměstnanosti jsem analyzoval také demografickou strukturu obyvatelstva v České republice, a to z důvodu jejího vlivu na vývoj ekonomiky. Stárnutí obyvatel a přerod věkové pyramidy z progresivního typu (viz věková pyramida z roku 1990, obrázek 10) na stacionární případně regresivní typ (viz věková pyramida z roku 2011, obrázek 10) vede k poklesu ekonomického potenciálu dané země.



Obrázek 11 - Věková pyramida roku 1990 a 2011

Důvodem stárnutí obyvatelstva je především touha mladých lidí po kariéře, kteří tak odkládají založení rodiny. Také je to současná ekonomická situace, která neumožňuje mladým lidem založit rodinu v nižším věku. Z důvodu posunu důchodového věku mnoho absolventů a potenciálních klientů bank nemůže ihned po škole najít práci, a tudíž si nemohou dovolit vzít úvěr na bydlení a založit rodinu. Stárnutí obyvatelstva je také důkazem rostoucí kvality zdravotnické péče, která zvyšuje průměrný věk jak mužů, tak také žen. Lidé v důchodovém věku také neukládají případné úspory v bankách na delší dobu, ale spíše ve formě vkladů na viděnou, což neumožňuje bankám profitovat z dlouhodobých úvěrů z důvodu nákladu na přeměnu krátkodobých vkladů na dlouhodobé úvěry.

5.3 Analýza vývoje bankovního trhu

Vývoj bankovních aktiv a pasiv vzrostl od roku 2009 zhruba o 31,25 %, kdy aktuálně dosahují hodnoty 5 375 mld. Kč. Jak již bylo zmíněno dříve, největší položku aktiv i pasiv tvoří poskytnuté úvěry (aktuálně 3 168 mld. Kč) a vklady uložené v bankách (3 468 mld. Kč). Vývoj je po celou sledovanou dobu přibližně konstantní, stejně jako poměr položek, které se v aktivech bankovního sektoru nacházejí (úvěry rezidentů, úvěry nerezidentů, držené CP a ostatní aktiva). V pasivech bankovního sektoru dochází k růstu významu kapitálu a rezerv a také vkladů rezidentů. Naopak klesá význam emitovaných CP.

V oblasti úvěru dochází k největšímu nárůstu v oblasti úvěrů na bydlení, zatímco hodnota spotřebitelských úvěrů zůstává ve své absolutní výši konstantní, tudíž procentuálně jejich význam klesá. (ČNB, listopad 2014)

5.3.1 Hrozba zavedení sektorové daně

Vzhledem ke schodkovitým státním rozpočtům se všechny státy v Evropě snaží o snížení vládních výdajů a také o navýšení vládních příjmů. Jedním ze způsobů, které státy zvolily, bylo zavedení sektorové daně, převážně zaměřené na bankovníctví, příkladem může být daň z vkladu na Slovensku.

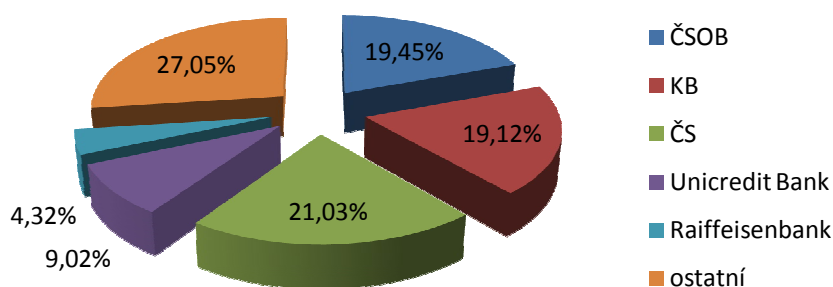
Hrozba této daně je aktivní také v České republice, neboť její zavedení je také součástí koaliční smlouvy vlády složené ze zástupců ČSSD, KDU-ČSL a ANO. Sektorová daň v původním návrhu počítá s povinností bank hradit daň z vkladů, přičemž nesmí tyto náklady přenášet na klienty, což je v praxi ovšem nereálné. Dle poznatků ze Slovenska, případně Maďarska, by ovšem zavedení těchto daní měly na bankovní sektor spíše negativní dopad. Na Slovensku, případně v Maďarsku došlo k poklesu zisků bank a k propadu bankovního sektoru až o 27 procent. (Mladá fronta, červen 2014)

Konkrétní datum zavedení sektorové daně nebylo stanoveno, nicméně její zavedení v roce 2015 není očekáváno.

5.4 Analýza konkurence Komerční banky

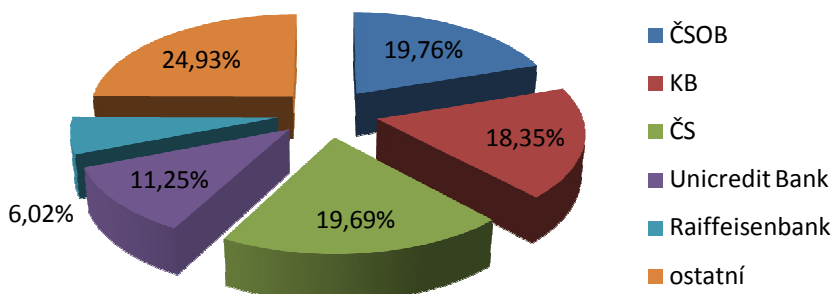
Hlavní konkurenty Komerční banky, včetně odhadovaných tržních podílů lze vidět na následujících grafech, které vychází z dat České národní banky a z výročních zpráv jednotlivých subjektů v něm uvedených.

Dle České národní banky je aktuálně v bankách uloženo k 30. 9. 2014 3 394,38 mld. Kč od klientů, kdy nejvíce je uloženo v České spořitelně, a. s. Rozhodl jsem se nebrat v potaz vklady a úvěry jiných bankovních subjektů, proto zde uváděné částky jsou o tyto vklady a úvěry jiných bankovních institucí očištěny.



Obrázek 12 - Tržní podíly českých bank dle hodnoty vkladů

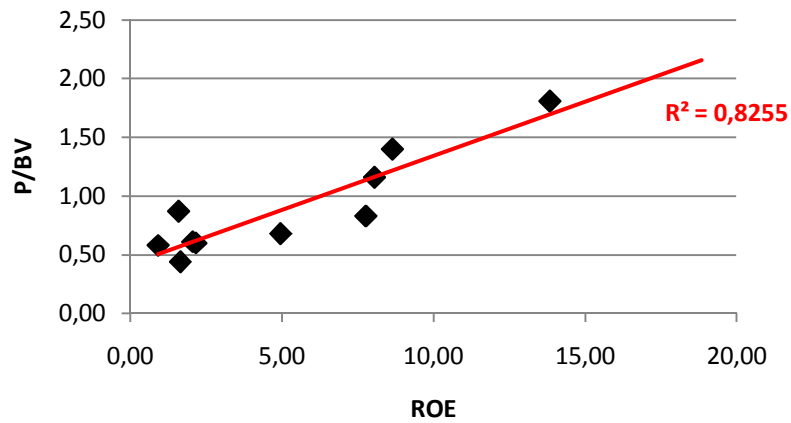
Posoudíme-li tržní podíly z jiného, například úvěrového hlediska, je aktuálně poskytnuto klientům 2 577,50 mld. Kč. Vklady klientů v bankách tedy převyšují 1,32 krát poskytnuté úvěry, tudíž banky v České republice by měly mít dostatečné zdroje pro další úvěrování.



Obrázek 13 - Tržní podíly českých bank dle hodnoty úvěrů

V rámci porovnání konkurence bych zde rád uvedl zajímavou závislost mezi P/BV ratio a ukazatelem ROE. Vezmeme-li údaje deseti bank ze střední a západní Evropy a porovnáme poslední známé údaje ROE a P/BV ratio z konce roku 2013 dle údajů z Bloomberg.com, Reuters.com a dalších podobných serverů, získáme následující graf. Koeficient determinace je v tomto případě 82,55 %, což znamená, že závislost těchto dvou veličin, respektive jejich rozptyl je z 82,55 % vysvětlen tímto vzájemným vztahem, a nikoliv vnějšími okolnostmi a chybami. Jedná se však pouze o doplňkový graf v rámci porov-

návacího přístupu, který nemůže být při oceňování brán v potaz jakožto primární model, neboť by bylo zapotřebí rozšířit počet pozorování a provést statistické testování.



Obrázek 14 - Graf závislosti ukazatele P/BV a ukazatele ROE
u bankovních institucí ve střední a západní Evropě

6 FINANČNÍ A NEFINANČNÍ ANALÝZA KB, A. S.

V následující kapitole provedu nejprve finanční a poté také nefinanční analýzu Komerční banky pro její lepší pochopení, které mi posléze umožní využít získané poznatky při sestavení strategického finančního plánu.

6.1 Finanční analýza KB, a. s.

V rámci finanční analýzy jsem jako první provedl horizontální a vertikální analýzu. Oproti výkazu zisku a ztráty z přílohy II a rozvahy z přílohy III jsem si pro zjednodušení sloučil některé z položek, viz následující tabulka.

Tabulka 6 - Vertikální analýza KB, a. s.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Aktiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Hotovost a vklady u ČNB	2,34%	1,96%	2,25%	3,57%	5,14%	7,40%
Cenné papíry	22,28%	24,21%	24,25%	28,31%	23,24%	23,39%
Pohledávky za klienty	53,56%	55,10%	57,55%	57,39%	54,76%	51,99%
Pohledávky za bankami	18,89%	16,07%	13,43%	8,15%	14,55%	14,63%
DHM a DNM	2,16%	2,06%	1,93%	1,99%	1,78%	1,98%
Majetkové účasti	0,09%	0,10%	0,10%	0,12%	0,13%	0,15%
Daně a ostatní	0,68%	0,50%	0,49%	0,47%	0,40%	0,47%
Pasiva	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
VK	9,90%	10,90%	10,84%	12,78%	11,17%	11,39%
Vklady klientů	79,39%	77,08%	74,28%	73,59%	75,14%	74,24%
Závazky vůči bankám	2,70%	4,17%	4,96%	4,94%	5,75%	5,48%
CP	2,71%	2,99%	4,45%	3,92%	3,42%	4,03%
Emitované CP	2,61%	2,50%	2,43%	2,49%	2,59%	2,36%
Ostatní daně a rezervy	2,70%	2,36%	3,03%	2,26%	1,92%	2,50%

Z tabulky je patrný fakt, že největší část bilanční sumy tvoří hlavně pohledávky a závazky vůči klientům, na které se v rámci predikce pro období 2015-2019 zaměřím. Z této analýzy je také možné usuzovat, že Komerční banka je schopna pokrýt požadavky na úvěry z vlastních zdrojů, a nemusí si tak půjčovat na mezibankovním trhu. Naopak na tomto trhu vystupuje spíše jako věřitel, neboť pohledávky za bankami dosahují v průměru okolo 14,29 % z bilanční sumy, zatímco závazky vůči bankám pouhých 5,48 %. Namísto porovnání

celého bankovního trhu jsem tuto analýzu provedl také u České spořitelny a ČSOB, jakožto u největších konkurentů, které KB, a. s. na českém trhu má.

Obdobnou strukturu aktiv a pasiv má také Česká spořitelna, a. s., která ovšem v rámci aktiv má méně pohledávek za bankami, ale více zajišťovacích a jiných cenných papírů, viz tabulka 7.

Co se týče ČSOB, a. s. a její konsolidované účetní závěrky za jednotlivé roky, zde v rámci aktiv a pasiv nelze rozlišit pohledávky a závazky za klienty a pohledávky a závazky za bankami. Tato banka však vykazuje méně pohledávek za bankami a klienty než Komerční banka a Česká spořitelna a více se zaměřuje na cenné papíry, kdy procentuálně se cenné papíry u této banky pohybovaly okolo 50 % všech aktiv. V posledních pěti letech procentuální účast cenných papírů na aktivech ovšem klesá, a naopak roste význam pohledávek za klienty a bankami, čímž se struktura aktiv a pasiv těchto tří největších českých bank srovnává na obdobnou úroveň. Struktura aktiv a pasiv KB, a. s. je tedy konkurenceschopná a neliší se od „odvětvového standardu“.

Tabulka 7 - Vertikální analýza České spořitelny, a.s.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Aktiva	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Hotovost a vklady u						
ČNB	3,43%	2,92%	3,58%	2,44%	8,01%	7,32%
Cenné papíry	22,81%	21,90%	30,84%	35,15%	29,93%	29,83%
Pohledávky za klienty	53,15%	49,99%	52,16%	51,16%	50,50%	54,75%
Pohledávky za bankami	14,79%	19,84%	8,68%	7,10%	7,78%	4,58%
DHM a DNM	4,18%	3,91%	3,61%	3,15%	2,37%	2,73%
Majetkové účasti	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%
Daně a ostatní	1,61%	1,42%	1,13%	0,99%	1,42%	0,79%
Pasiva	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
VK	7,42%	8,05%	8,94%	10,14%	10,42%	11,57%
Vklady klientů	75,24%	74,98%	73,72%	74,82%	73,70%	72,97%
Závazky vůči bankám	5,55%	5,92%	5,92%	4,82%	7,54%	6,48%
CP	2,87%	3,03%	4,31%	4,81%	4,01%	4,66%
Emitované CP	5,04%	5,22%	5,02%	3,71%	2,74%	2,77%
Ostatní daně a rezervy	3,88%	2,79%	2,09%	1,71%	1,58%	1,55%

Tabulka 10 - Vertikální analýza výnosů a nákladů společnosti Česká spořitelna, a. s.

Výnosy	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Úrokový zisk	68%	67%	71%	69%	67%	65%
Výnosy z dividend	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zisk z poplatků a provizí	25%	27%	28%	26%	27%	27%
Zisk/ztráta z finančních operací	7%	7%	1%	5%	6%	6%
Zisk z ostatních činností	0%	0%	0%	0%	0%	2%
Zisk z finanční činnosti	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Náklady	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Správní náklady	56%	55%	62%	64%	65%	63%
Odpisy, tvorba rezerv	34%	37%	26%	21%	20%	23%
Ostatní zisky a ztráty	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Náklady na daň z příjmů	10%	8%	12%	15%	15%	14%
Celkové náklady	100%	100%	100%	100%	100%	100%

V oblasti úrokových zisků není mezi výše zmíněnými bankami výraznějšího rozdílu, u obou z nich tvoří přibližně 67 - 68 % z celkového zisku z finančních činností. V oblasti poplatků a provizí a dalších finančních operací se již tyto banky liší, zatímco u Komerční banky je větší podíl zisku z finančních operací na celkovém zisku z finanční činnosti (okolo 8 - 10 %, u České spořitelny je to jen okolo 5 - 6 %), u České spořitelny je větší podíl zisku z poplatků a provizí, což také podtrhuje její status banky s nejvyššími poplatky. V následující tabulce 10 je možné vidět také analýzu výnosů a nákladů banky ČSOB, a. s.. Tato banka má oproti dvěma předchozím největší podíl úrokových zisků na celkovém zisku z finanční oblasti, 74 %, což je i přesto, že se jedná o největší tuzemskou banku, překvapivé především z toho důvodu, že vertikální analýza aktiv a pasiv neukázala výraznější rozdíl v procentuálním vyjádření podílů vkladů a úvěrů na celkových aktivech a pasivech oproti Komerční bance. Toto zjištění indikuje nevyužitý potenciál Komerční banky v této oblasti.

Tabulka 11 - Vertikální analýza výnosů a nákladů ČSOB, a. s.

Výnosy	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Úrokový zisk	59%	75%	74%	71%	73%	74%
Výnosy z dividend	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Zisk z poplatků a provizí	14%	16%	19%	16%	18%	18%
Zisk/ztráta z finančních operací	23%	4%	6%	7%	7%	5%
Zisk z ostatních činností	2%	4%	1%	6%	1%	2%
Zisk z finanční činnosti	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Náklady	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Správní náklady	55%	69%	66%	77%	76%	83%
Odpisy, tvorba rezerv	36%	23%	27%	12%	12%	5%
Ostatní zisky a ztráty	-2%	-1%	-1%	-1%	0%	-4%
Náklady na daň z příjmů	11%	9%	8%	11%	13%	16%
Celkové náklady	100%	100%	100%	100%	100%	100%

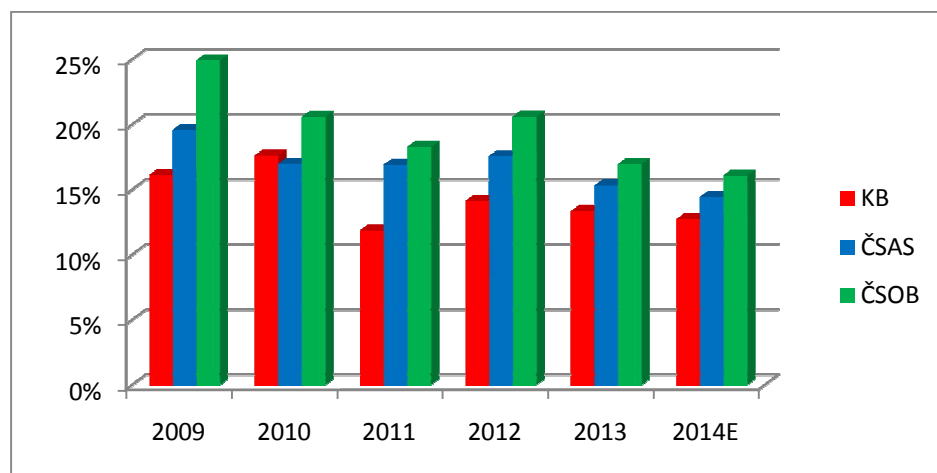
Kromě vertikální struktury aktiv a pasiv se v rámci finanční analýzy zaměřím také na poměrové ukazatele a to s cílem odhalit oblast, na kterou se, mimo již zmíněné pohledávky a závazky za klienty, v rámci predikce případně více zaměřit, a ve kterých Komerční banka oproti přímým konkurentům nedosahuje dobrých výsledků.

Prvním poměrovým ukazatelem je rentabilita vlastního kapitálu ROE. Jak lze v tabulce a také grafu vidět, Komerční banka dosahuje téměř ve všech sledovaných obdobích nejnižší rentability vlastního kapitálu. Vývojově se ovšem rentabilita u všech tří bank pohybuje takřka shodně, tudíž můžeme říct, že všechny tři banky reagují na vývoj v české i světové ekonomice shodně.

Tabulka 12 - Rentabilita vlastního kapitálu ROE

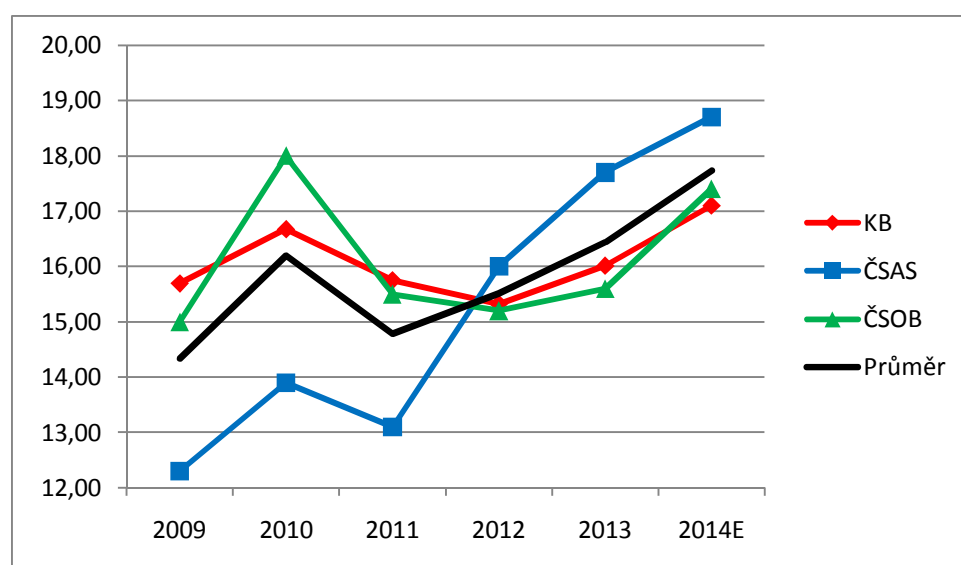
u tří největších českých bank

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
KB, a. s.	16%	18%	12%	14%	13%	13%
ČS, a. s.	20%	17%	17%	18%	15%	14%
ČSOB, a. s.	25%	21%	18%	21%	17%	16%



Obrázek 15 - Rentabilita vlastního kapitálu ROE
u tří největších českých bank graficky

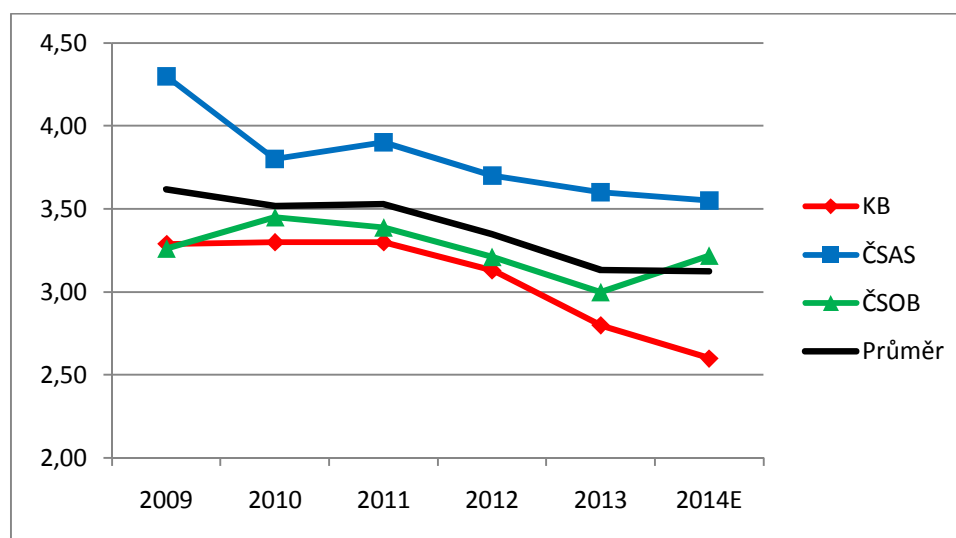
V absolutních hodnotách se čisté zisky jednotlivých bank příliš neliší, tudíž rozdílná výše této rentability je dána rozdílnou výší vlastního kapitálu, kterou má Komerční banka nejvyšší. Jedná se o rozdílné strategie bank související také s rozdílnou výší kapitálové přiměřenosti, jejichž hodnoty a vývoj můžeme vidět na obrázku 16.



Obrázek 16 - Vývoj kapitálové přiměřenosti u tří největších českých bank

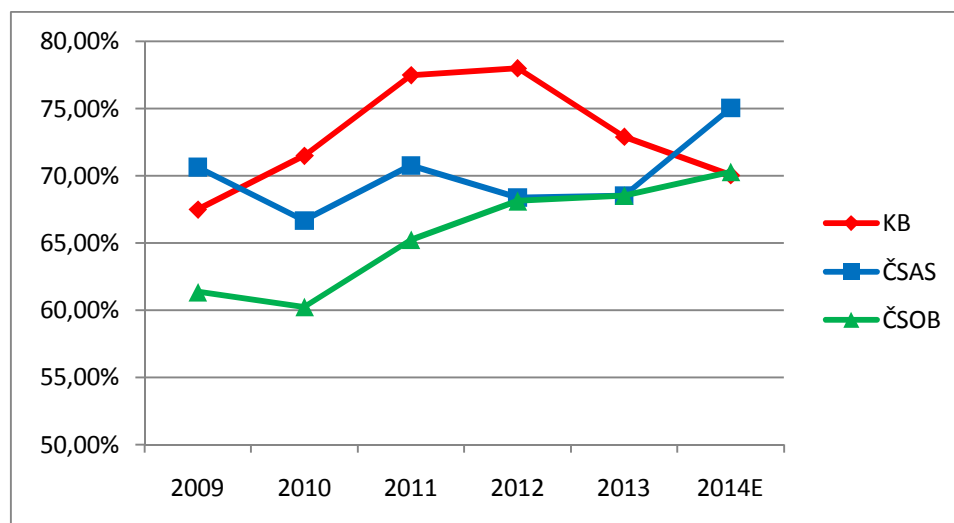
Kapitálová přiměřenost všech tří sledovaných bank je podstatně vyšší než je požadovaná kapitálová přiměřenost 10,5 % dle Basel III. Vztah mezi kapitálovou přiměřeností a rentabilitou je dle obecných teoretických předpokladů nepřímá úměra, tedy čím vyšší hodnota

kapitálové přiměřenosti, tím nižší hodnota rentability, což je dáno de facto vztahem rizika a ziskovosti. Čím vyšší riziko, tím vyšší výnosy a naopak. Vysoká kapitálová přiměřenost signalizuje nižší riziko, tudíž nižší výnos. Zatímco ČSOB dosahuje nižší kapitálové přiměřenosti než zbývající dvě banky a má také nejvyšší rentabilitu vlastního kapitálu, Komerční banka je v tomto ohledu nejméně efektivní, neboť úroveň kapitálové přiměřenosti je shodná s kapitálovou přiměřeností ČSOB, avšak rentabilita vlastního kapitálu je Komerční banky výrazně nižší. Jedná se o nevyužitý potenciál Komerční banky, který je dán také vývojem čistých úrokových marží u jednotlivých bank, viz obrázek 17.



Obrázek 17 - Vývoj čisté úrokové marže u tří největších tuzemských bank

Jak je možné vidět, čistá úroková marže všech bank od roku 2009 klesá, což odpovídá také vývoji základních sazeb, o kterém jsem hovořil již v kapitole 5.1. Komerční banka dosahuje v celém sledovaném období nejnižších hodnot čisté úrokové marže a meziroční pokles je u ní výrazně vyšší než u ostatních konkurentů. Komerční banka tedy neumí využít potenciálu vkladů svých klientů stejně jako například Česká spořitelna či ČSOB. Je to dáno také poměrem pohledávek za klienty vůči objemu vkladů, který u Komerční banky v posledních letech klesá, viz následující obrázek 18.



Obrázek 18 - Vývoj poměru úvěrů a vkladů u jednotlivých bank

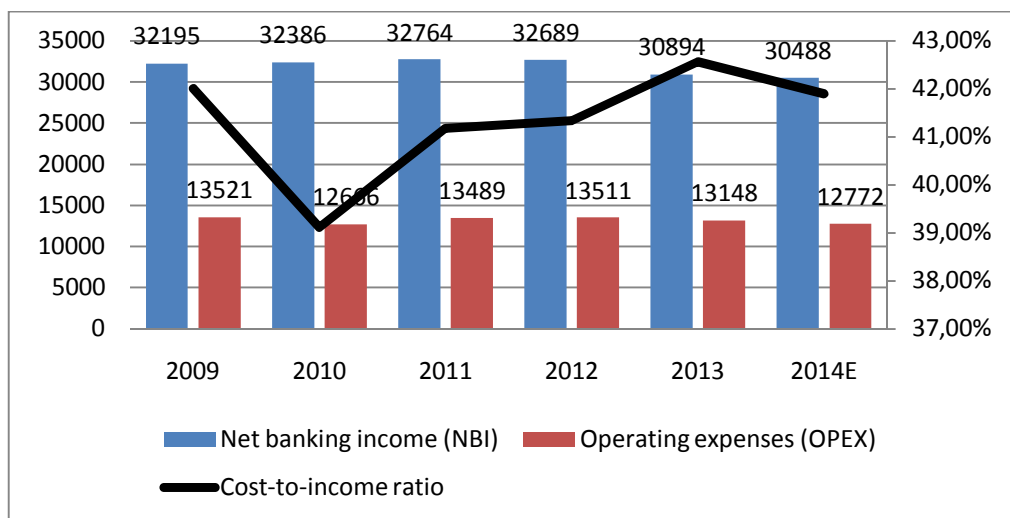
Zatímco u Komerční banky rostou jak poskytnuté úvěry, tak uložené vklady klientů, přičemž úroveň vkladů roste rychleji, u České spořitelny dochází k mírnému nárůstu úvěru, avšak na druhou stranu k výraznému propadu vkladů, což nám vysvětluje fakt, že poměr úvěrů a vkladů u České spořitelny narostl v roce 2014 na hodnotu okolo 75 %. Pro Českou spořitelnu by to do budoucna mohlo znamenat potíže v podobě ztráty peněžních prostředků pro další úvěrování, zatímco u Komerční banky to znamená nevyužitý potenciál. ČSOB je v tom ukazateli specifická v tom, že stejně jako u Komerční banky, pohledávky a závazky vůči klientům a bankám rostou, nicméně rychleji rostou právě ony pohledávky, viz tabulka 13.

Tabulka 13 - Meziroční změny ve vývoji pohledávek a závazků za klienty

Meziroční změny	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013
Komerční banka					
Pohledávky za klienty	3,30%	12,95%	3,95%	4,77%	0,51%
Vklady klientů	-2,49%	4,21%	3,28%	12,10%	4,60%
Česká spořitelna					
Pohledávky za klienty	-3,02%	5,63%	1,13%	3,89%	0,43%
Vklady klientů	2,74%	-0,46%	4,65%	3,68%	-8,29%
ČSOB					
Pohledávky za klienty	1,00%	12,40%	6,73%	6,20%	10,20%
Vklady klientů	2,86%	3,79%	2,21%	5,59%	7,42%

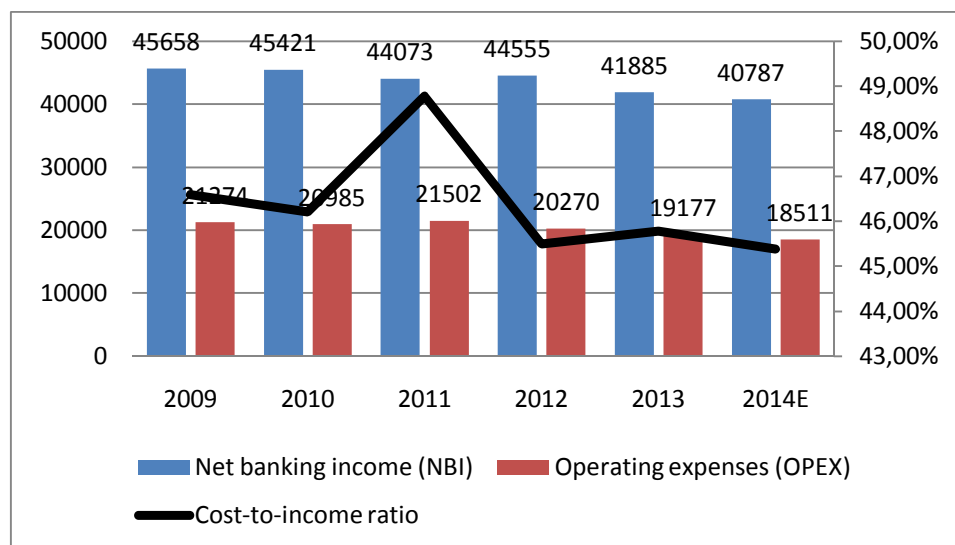
Než přejdu k vytváření finančního plánu, rád bych se zde ještě zaměřil na výkaz zisku a ztráty, především na porovnání Net banking income (NBI = čistý bankovní příjem)

a Operating expenses (OPEX). Jak již bylo řečeno, Komerční banka nevyužívá dostatečně potenciálu vkladů svých klientů, což nám dokazuje nízká hodnota čisté úrokové marže, případně vývoj poměru úvěrů a vkladů jednotlivých bank. Nicméně Komerční banka na tuto svou slabinu velmi dobře reaguje v rámci vývoje Cost-to-income ratio, který přímo porovnává výše zmíněné čisté bankovní příjmy a operativní náklady, jak lze vidět na následujících grafech.

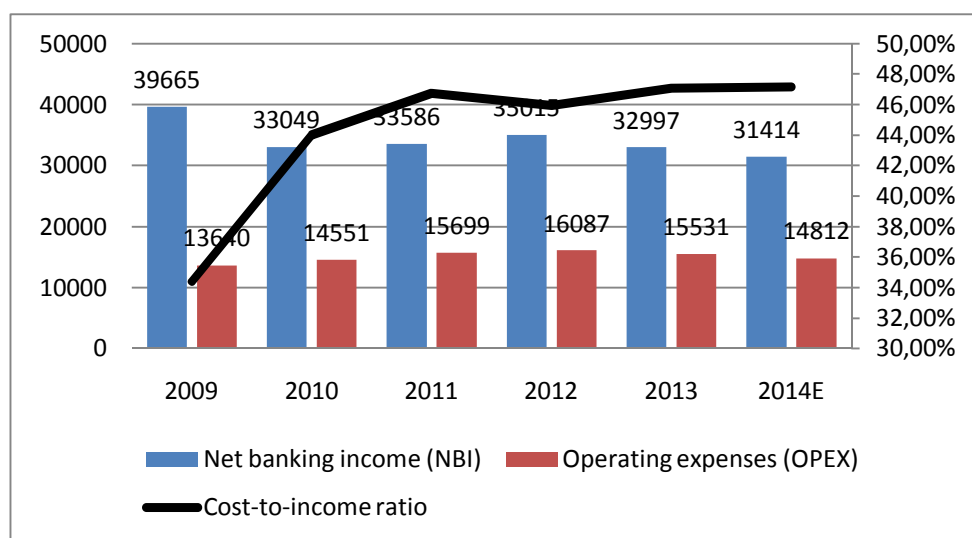


Obrázek 19 - Vývoj poměru operativních nákladů k čistým bankovním příjmům u Komerční banky, a. s.

Na obrázku 19 je patrné, že operativní náklady tvoří u Komerční banky přibližně 40 - 42 % čistých bankovních příjmů, což je v porovnání s ostatními bankami velmi slibná hodnota. Jak lze vyčíst z komentářů zástupců Komerční banky, jsou si těchto slabín i této silné stránky vědomi, tudíž ve finančním plánu budu předpokládat pozitivní změnu ve vývoji čistých úrokových marží, poměru úvěrů a vkladů a s udržení Cost-to-income ratio v rámci uvedených hodnot. Pro porovnání zde uvádím také vývoj tohoto ukazatel u největších konkurentů, viz obrázky 15 a 16, kdy u České spořitelny dosahuje tento ukazatel hodnot okolo 46 % a u ČSOB hodnot okolo 46 - 48 %. Proto tento ukazatel považuji za silnou stránku Komerční banky.

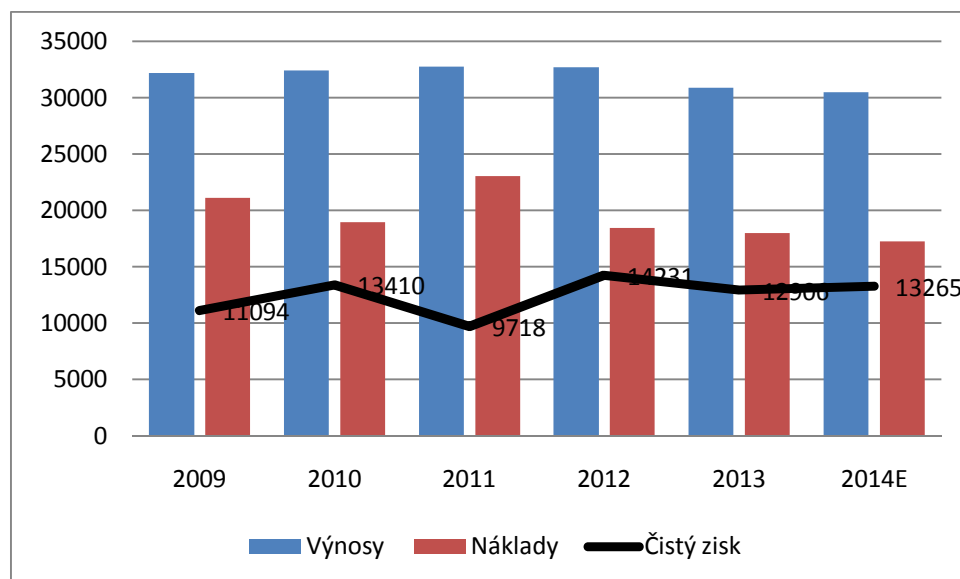


Obrázek 20 - Vývoj poměru operativních nákladů k čistým bankovním příjmům u České spořitelny, a. s.



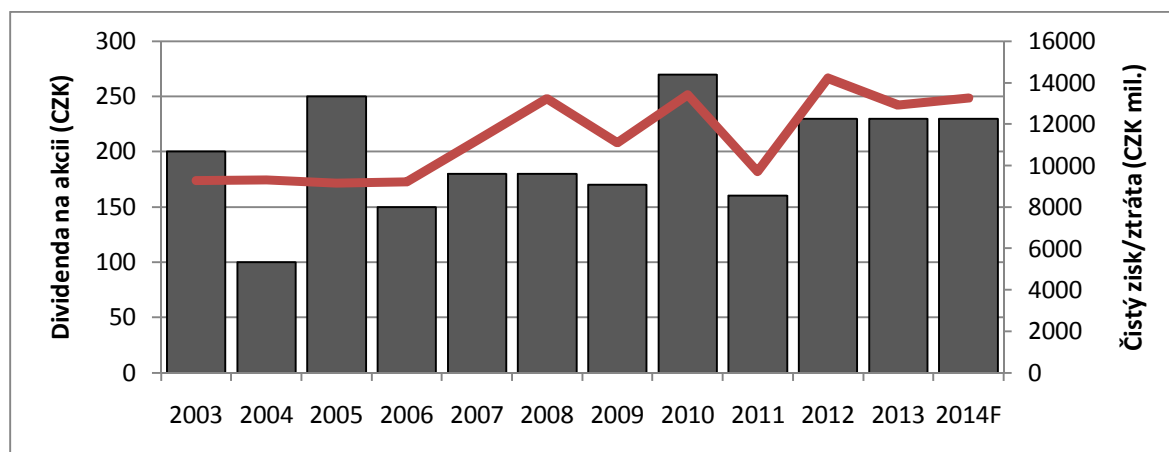
Obrázek 21 - Vývoj poměru operativních nákladů k čistým bankovním příjmům u ČSOB, a. s.

V rámci finanční analýzy Komerční banky bych se rád ještě zastavil u vývoje čistého zisku a s tím související dividendovou politikou, neboť i tyto dva aspekty použiji při sestavení finančního plánu Komerční banky v následujících kapitolách.



Obrázek 22 - Vývoj čistého zisku u Komerční banky, a. s.

Jak lze vidět z vývoje výnosů a nákladů na obrázku 22, Komerční banka na vývoj příjmů reaguje úsporami v oblasti nákladů. Roky 2009 až 2011 způsobily vývojem světového dění pokles hodnot čistého zisku. Bylo to dáno především nepředvídatelností daného období. Nicméně od roku 2012 banka lépe reaguje v oblasti nákladů na vývoj výnosů, tudíž dochází ke stabilizaci vývoje čistého zisku. Tato stabilizace přinese také stabilizaci ve vývoji dividendové politiky Komerční banky. Management banky v roce 2013 oznámil záměr stabilizovat dividendový výplatní poměr na hodnotách okolo 65 % čistého zisku, což by atraktivnilo akcie Komerční banky v očích investorů především z důvodu relativně vysokého výnosu a vyšší úrovně jistoty, což je ojedinělá kombinace, neboť mezi vyšší výnosů a rizikem existuje odjakživa nepřímá úměra. Vývoj vyplacených dividend na akcii a dividendového výplatního poměru můžeme vidět na obrázku 23, kde sloupce signalizují vývoj dividendy na akcii, zatímco červená linie signalizuje vývoj čistého zisku.



Obrázek 23 - Vývoj dividendy na akcii a čistého zisku Komerční banky, a. s.

Shrnu-li poznatky finanční analýzy struktura aktiv a pasiv Komerční banky, a. s. ve srovnání s největšími konkurenty je konkurenceschopná. Nicméně poměr úvěrů a vkladů a vývoj podílu úrokových zisků na celkových ziscích banky signalizují, že Komerční banka nevyužívá své zdroje stejně efektivně, což potvrzuje také vývoj čisté úrokové marže, který je u Komerční banky prudce klesající, zatímco u ČSOB a České spořitelny dochází k postupné stabilizaci na hodnotách okolo 3,3 - 3,5 %. Tento fakt je důvodem nižší úrovně rentability vlastního kapitálu Komerční banky oproti jejím nejbližším konkurentům (ROE u KB dosahuje pro rok 2014 hodnoty 13 %, zatímco ČS hodnoty 14 % a ČSOB dokonce hodnoty 16 %). Nicméně Komerční banka kompenzuje vývoj výnosů v oblasti vývoje nákladů a dosahuje tak nižších hodnot Cost-to-income ratio (tento poměr je u Komerční banky o 4 % nižší než u České spořitelny a ČSOB). Dokáže-li Komerční banka naplnit svůj plán v oblasti výnosů a zvýšit je při zachování či případného snížení hodnoty cost-to-income ratio, dojde ke stabilizaci vývoje čistého zisku (do přibližného lineárního růstu), což ve spojení se stabilní dividendovou politikou ztraktivní její akcie.

6.2 Shrnutí provedené finanční analýzy

V následující tabulce jsem shrnul výsledky provedených analýz, které vezmu spolu se strategií banky, uvedenou v poslední výroční zprávě za rok 2013 pro sestavení finančního plánu banky na období následujících čtyř až pěti let. Záměrně zde zdůrazňuji, že poslední vydaná výroční zpráva je za rok 2013, neboť výroční zpráva za rok 2014 bude vydána až po odevzdání této diplomové práce.

Tabulka 14 - Shrnutí provedených analýz

Silné stránky - Strength	Slabé stránky - Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> • Konkurenceschopná struktura aktiv a pasiv. • Nízká úroveň cost-to-income ratio. • Stabilní dividendová politika. 	<ul style="list-style-type: none"> • Nízká úroveň rentability vlastního kapitálu. • Nevyužitý potenciál kapitálové přiměřenosti. • Nízká úroveň čisté úrokové marže. • Klesající poměr úvěrů a vkladů.
Příležitosti - Oportunities	Hrozby - Threats
<ul style="list-style-type: none"> • Opětovný růst HDP v následujícím období. • Růst úrokových sazeb. • Pokles obecné míry nezaměstnanosti. • Neustálý růst bankovního sektoru. 	<ul style="list-style-type: none"> • Zavedení sektorové daně. • Vystoupení Řecka z eurozóny.

Nyní přejdu na nefinanční analýzu Komerční banky a sestavení strategického finančního plánu. Následně stanovím diskontní míru, odhadnu tempo růstu „g“ a provedu ocenění akcií Komerční banky, a. s.

6.3 Nefinanční analýza Komerční banky

Prvním bodem, který v rámci nefinanční analýzy Komerční banky zmíním, je fakt, že se Komerční banka nechystá ke skupování vlastních akcií. Buyback neboli zpětný odkup akcií způsobí pokles dostupného množství akcií na trhu, čímž dojde dle zákona nabídky a poptávky k nárůstu jejich tržní ceny. Poslední buyback provedla Komerční banka v listopadu 2011, kdy dokonce uvažovala o zrušení těchto odkoupených akcií, ale nestalo se tak.

Dále bych zde rád zdůraznil ocenění, které Komerční banka v posledních letech obdržela. Opětovně byla v soutěži pořádané Hospodářskými novinami vyhlášena nejlepší bankou roku 2014. Dále se banka zúčastnila průzkumu agentury NMS Market Research, ve kterém klienti Komerční banky ocenili kvalitu nabídky služeb a také kvalitu obsluhy Komerční banky.

Nyní pár slov ke strategii společenské odpovědnosti této firmy. Základem strategie Komerční banky je budovat dlouhodobé vztahy nejen se svými klienty, ale také se zaměstnanci. Zaměstnancům umožňuje profesionální růst a vzdělávání, což poté odráží také na kvali-

tě poskytovaných služeb. Banka, v níž pracuje až 70 % žen, myslí nejen na nově příchozí zaměstnance, ale také na spoustu loajálních zaměstnanců, kteří zde pracují více než 30 let, kterým nabízí možnosti rozvoje obchodních dovedností, manažerských dovedností a také specializovaná školení v oblasti IT, Marketingu apod.

Společnost podporuje finančně charitu prostřednictvím Nadace KB Jistota a prostřednictvím sponzoringu také kulturní a sportovní projekty, mezi které patří podpora Národního divadla, ZOO Praha, České ragbyové unie, florbal a sportovní události hendikepovaných sportovců. Díky těmto krokům Komerční banka buduje u české společnosti značku a také image, což pozitivně působí na její podnikatelské aktivity. V rámci interních procesů se poté banka snaží být šetrnější k životnímu prostředí zaváděním nových postupů, čímž také hledá možnosti úspor v nákladech. (Komerční banka a. s., 2014)

7 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY AKCIE KB, A. S.

V následující části diplomové práce provedu v první fázi sestavení strategického finančního plánu, určím diskontní míru, již budu používat při výpočtech hodnoty podniku a odhadnu tempo růstu „g“. V poslední části provedu výpočet hodnoty podniku pomocí vybraných výnosových metod a porovnáám mnou vypočtenou hodnotu akcie s aktuální cenou na Burze cenných papírů Praha, čímž budu moci potenciálnímu investorovi navrhnout, zda je akcie na trhu podhodnocená, či nadhodnocená a zda je vhodné tuto akcii nakupovat, prodávat, nebo držet.

7.1 Sestavení strategického finančního plánu

V následující kapitole se zaměřím na sestavení finančního plánu. Při sestavování finančního plánu jsem vycházel z několika předpokladů. Prvním z nich byla struktura aktiv a pasiv Komerční banky, a.s. V rámci finanční analýzy bylo zjištěno, že struktura aktiv a pasiv Komerční banky je konkurenceschopná, což si představitelé banky také uvědomují, tudíž předpokládám, že se v následujících čtyřech letech procentuální struktura aktiv a pasiv příliš nezmění. Musím zde ještě podotknout, že v rámci první fáze oceňování jsem zvolil nikoliv pětileté, ale pouze čtyřleté období, a to z důvodu, že dle mého názoru není možné odhadnout vývoj ekonomiky a odvětví na více než tři, maximálně čtyři roky dopředu. Dle Maříka (2011, s. 53) i Kislíngerové (2001, s. 26-27) jsou čtyři roky dostatečnou dobou první fáze. Předpokládanou strukturu aktiv a pasiv pro roky 2015 až 2018 je možné vidět v tabulce 15. V posledních třech letech docházelo k poklesu podílu pohledávek za klienty na celkových aktivech, čehož si je banka vědoma a snaží se svým zákazníkům nabídnout nejen nové formy úvěrů, ale zpřístupnit stávající nabídku úvěrů většímu okruhu lidí. Vzhledem k vysokým standardům Komerční banky v oblasti úvěrové politiky řada zákazníků nemohla na nové úvěry dosáhnout kvůli nízkému ratingu, případně z důvodu nízké bonity, nicméně vzhledem ke klesající nezaměstnanosti a předpokládanému růstu ekonomiky očekávám nejen snížení standardu pro poskytování úvěrů, ale také zlepšení bonity mnoha obyvatel České republiky, kteří jsou současně zákazníky Komerční banky. Toto povede k nárůstu objemu úvěrů a současnému poklesu pohledávek za bankami, případně hotovosti u ČNB. Komerční banka bude více poskytovat úvěry svým klientům za vyšší míru výnosnosti, než je tomu na mezibankovním trhu, tudíž pohledávky za bankami a hotovost u ČNB budou klesat. Výraznější růst pohledávek za klienty a pokles pohledávek za

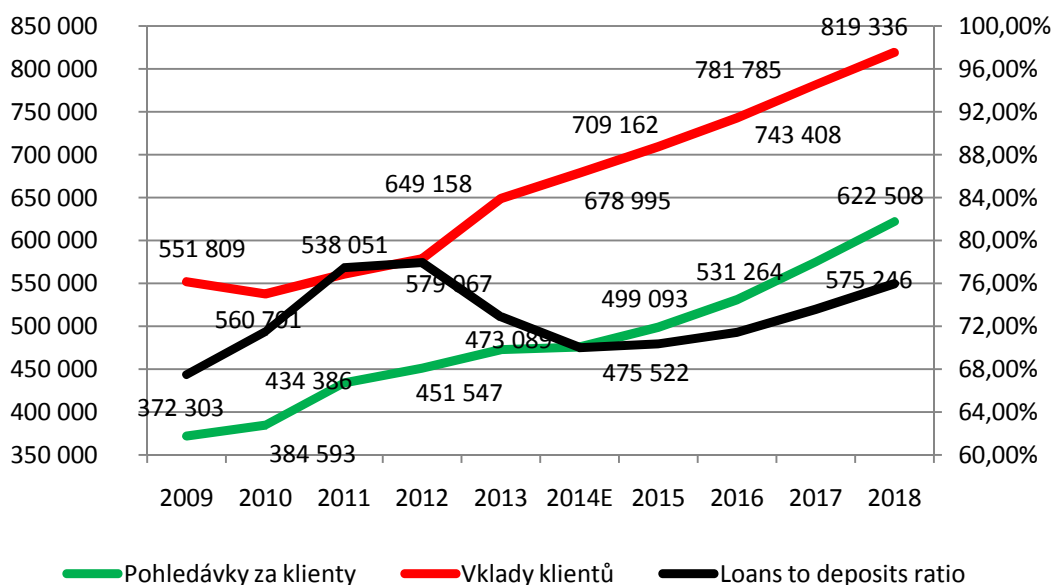
bankami očekávám v roce 2018, kdy by mělo dojít i k růstu základních úrokových sazeb vyhlášených Českou národní bankou.

Tabulka 15 - Předpokládaná struktura aktiv a pasiv

Komerční banky v letech 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018
Aktiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Hotovost a vklady u ČNB	7,19 %	6,99 %	6,54 %	6,19 %
Cenné papíry	23,01 %	22,67 %	22,73 %	22,15 %
Pohledávky za klienty	53,32 %	54,42 %	56,53 %	58,97 %
Pohledávky za bankami	13,97 %	13,52 %	11,89 %	10,47 %
DHM a DNM	1,92 %	1,82 %	1,74 %	1,66 %
Majetkové účasti	0,16 %	0,17 %	0,17 %	0,17 %
Daně a ostatní	0,43 %	0,42 %	0,40 %	0,38 %
Pasiva	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
VK	11,56 %	11,54 %	11,58 %	11,71 %
Vklady klientů	75,76 %	76,16 %	76,80 %	77,55 %
Závazky vůči bankám	5,29 %	5,16 %	4,86 %	4,35 %
CP	3,34 %	3,15 %	2,80 %	2,60 %
Emitované CP	2,22 %	2,24 %	2,34 %	2,30 %
Ostatní daně a rezervy	1,82 %	1,76 %	1,61 %	1,49 %

S pohledávkami za klienty a se vklady klientů souvisí také ukazatel Loans to deposits ratio, jehož vývoj je možné vidět na následujícím grafu 24. Na tomto grafu je viditelné, že banka neuměla v posledních dvou letech naložit se vklady svých klientů, kdy se poměr úvěru ke vkladům snížil z hodnoty 77 % na 70 %. Další snižování neočekávám, neboť banka si je vědoma neefektivnosti v této oblasti. Její snaha rozšířit nabídku úvěrů a vůbec přístupnost úvěrů klientům je toho důkazem. V následujících letech očekávám nárůst tohoto ukazatele zpět na hodnotu okolo 77 %, s čímž souvisí také mnou předpokládaný vývoj pohledávek za klienty a jejich vkladů, u kterých předpokládám, že dosáhnou hodnoty 622 508 mil. Kč, respektive 819 336 mil. Kč v roce 2018.



Obrázek 24 - Vývoj Loans to deposits ratio

(Komerční banka, a.s., 2014)

Celkovou rozvahu a výkaz zisku a ztráty můžete vidět v příloze III, zde zdůrazním pouze některé, dle mého názoru, důležité položky. Druhým předpokladem při sestavování výkazů byl růst bilanční sumy. Mezi roky 2009 - 2014 došlo k nárůstu bilanční sumy bankovního sektoru o 31 %. (ČNB, listopad 2014) U Komerční banky byl nárůst v tomto období obdobný, kdy bilanční suma vzrostla z 695 075 mil. Kč (rok 2009) na 914 616 mil. Kč (rok 2014), což je také 31 %. Pro další období neočekávám takto vysoký nárůst, dle mého názoru, poroste bilanční suma velkých bank o pouhých 15 - 20 %. Důvodem je, z mého pohledu, rostoucí nespokojenost zákazníků s poplatky, které jsou nuceni platit u velkých bank. Přestože se tyto banky, včetně Komerční banky, snaží kompenzovat svým zákazníkům poplatky prostřednictvím kupříkladu balíčku Moje Odměny, kdy jsou zákazníkům Komerční banky určité poplatky vráceny po splnění podmínek, jakými jsou určitá výše obrátu na účtu či dosažení určité sumy zaplacené prostřednictvím debetní karty, dochází u těchto bank mnohdy až k odlivu zákazníků. Výraznější odliv kupříkladu zaznamenala v létě 2014 Česká spořitelna, která oproti konkurenci poplatky navýšila. Na druhou stranu je nespornou výhodou těchto velkých bank pobočková síť a také síť bankomatů, což je druhý aspekt, který zákazník při výběru banky zohledňuje. Proto očekávám zpomalení růstu bilanční sumy. Bilanční sumu v jednotlivých letech můžete vidět v tabulce 16.

Tabulka 16 - Bilanční suma Komerční banky v letech 2015 - 2016

v mil. Kč	2015	2016	2017	2018
Bilanční suma	936 041	976 175	1 017 555	1 055 670

Dalšími předpoklady, které jsem využil při sestavování Výkazu zisku a ztráty pro období 2015 – 2018, byla hodnota rentability vlastního kapitálu, již by mělo být v následujících letech dosaženo, a také hodnota čisté úrokové marže. Vývoj čistého zisku, vlastního kapitálu a rentability dosažené v jednotlivých letech je zobrazen v následující tabulce.

Tabulka 17 - Očekávaný vývoj čistého zisku a rentability ROE

v mil. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015	2016	2017	2018
Čistý zisk	11 094	13 410	9 718	14 231	12 906	13 267	13 137	13 827	16 410	18 273
VK	68 792	76 078	81 850	100 577	96 538	104 150	108 222	112 606	117 874	123 683
ROE	16%	18%	12%	14%	13%	13%	12%	12%	14%	15%

Růstu čistého zisku by mělo být dosaženo hlavně z důvodu rostoucích úrokových zisků a klesajících správních nákladů, k čemuž se firma v podstatě zavázala ve své strategii. Rostoucí úrokové zisky by v rámci vertikální analýzy výnosů měly vzrůst ze 70 % všech výnosů až na hodnotu 74 %, což je v souladu s předchozími předpoklady o rostoucích úvěrech poskytnutých zákazníkům, rostoucí rentabilitě vlastního kapitálu a v poslední řadě taky rostoucích sazeb na bankovním trhu v letech 2017 a 2018. Pro porovnání v následující tabulce uvádím hodnoty vertikální analýzy výnosů a nákladů v roce 2014, 2016 a v roce 2018. Jak lze vidět, kromě rostoucích úrokových zisků počítáme v našich předpokladech s klesajícími zisky z poplatků a provizí. Důvod je jasný. Komerční banka si nemůže dovolit jít cestou rostoucích poplatků, pokud chce naplnit předpoklady o rostoucích hodnotách poskytnutých úvěrů, tím pádem rostoucích úrokových zisků a rostoucí čisté úrokové marži, potažmo rentabilitě vlastního kapitálu.

V oblasti nákladů počítáme s pokračujícím vývojem správních nákladů, které v posledních letech klesají. Naopak je vysoký předpoklad růstu hodnoty odpisů, jelikož Komerční banka dokončila v předchozích letech, konkrétně v roce 2012 výstavbu nové centrály v Praze-Stodůlkách. Dle generálního ředitele Komerční banky tak dojde k dalším úsporám v oblasti nákladů, neboť se sníží počet využívaných budov v Praze z 11 na čtyři. (Marečková, 2012)

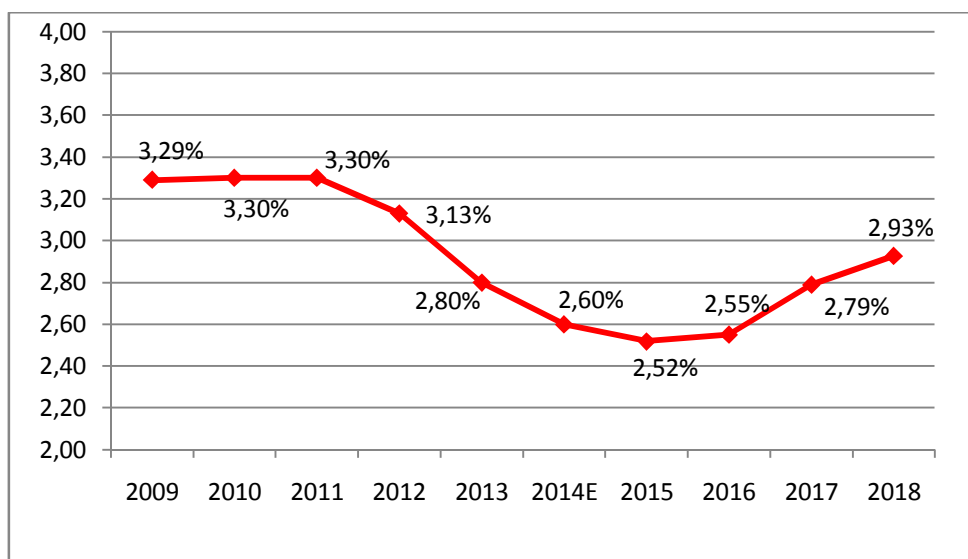
Tabulka 18 - Vertikální analýza výnosů a nákladů

v letech 2014, 2016 a 2018

Výnosy	2014E	2016	2018
Úrokový zisk	70%	72%	74%
Výnosy z dividend	0%	0%	0%
Zisk z poplatků a provizí	22%	20%	18%
Zisk/ztráta z finančních operací	8%	8%	8%
Zisk z ostatních činností	0%	0%	0%
Zisk z finanční činnosti	100%	100%	100%

Náklady	2014E	2016	2018
Správní náklady	64%	62%	57%
Odpisy, tvorba rezerv	19%	20%	23%
Ostatní zisky a ztráty	2%	2%	1%
Náklady na daň z příjmů	16%	16%	19%
Celkové náklady	100%	100%	100%

Vrátím se ještě zpět k úrokovým ziskům. Při predikování vývoje úrokových zisků jsem vycházel z aktivního přístupu banky v oblasti reklamy, ze snahy zpřístupnit úvěry většímu počtu obyvatel a také z předpokladu rostoucích sazeb od roku 2017. Toto vše by mělo napomoci bance k opětovnému růstu čisté úrokové marže, která v posledních letech výrazně klesala, což lze vidět i na následujícím obrázku. Ve svém předpokladu počítám s postupným a plynulým růstem této veličiny, čímž Komerční banka přestane zaostávat v tomto ukazateli za svými konkurenty.



Obrázek 25 - Vývoj čisté úrokové marže v letech 2009 až 2018

O čistém zisku jsem v této části diplomové práce již hovořil, nyní bych však v souvislosti s čistým ziskem zmínil také čistý zisk na akcii a předpokládané dividendy. V tabulce 19 můžeme vidět vývoj zisku na akcii a vyplacených dividend na akcii v jednotlivých letech. Dividendový výplatní poměr kolísá, v roce 2013 byl kupříkladu dividendový výplatní poměr 69 %, pro rok 2014 je předpokládán výplatní poměr 67 %. Z informací, které jsem získal při setkání se zástupci Komerční banky v roce 2013, očekávám v letech 2015 až 2018 ustálení výplatního poměru okolo 65 % čistého zisku, čímž očekávám nárůst dividend až na hodnoty 275, respektive 305 Kč na akcii, a to v letech 2017, de facto 2018.

Tabulka 19 - Čistý zisk a dividendy na akcii

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Zisk na akcii (v Kč)	291,42	352,93	250,86	369,42	331,69	340,85
Dividenda na akcii (v Kč)	170,00	270,00	160,00	230,00	230,00	230,00
Div. výplatní poměr (v Kč)	58 %	77 %	64 %	62 %	69 %	67 %

	2015	2016	2017	2018
Zisk na akcii (v Kč)	340,86	358,75	425,77	474,13
Dividenda na akcii (v Kč)	225,00	230,00	275,00	305,00
Div. výplatní poměr (v Kč)	66 %	64 %	65 %	64 %

7.2 Stanovení diskontní míry

Diskontní míru lze stanovit několika způsoby a metodami (stavebnicový model, metoda CAPM a další). Pro tuto diplomovou práci jsem si vybral metodu oceňování kapitálových aktiv, kterou doporučuje Hrdý (2005, s. 23) také Damodaran (2009, s. 17). Tato metoda se používá především pro tituly obchodované na vyspělých kapitálových trzích, jak také uvádí Knápková a Pavelková (2005, s. 163) ve své publikaci, a je otázkou diskuze, zda do této kategorie lze řadit také Pražskou burzu cenných papírů. Je pravdou, že v současné době nejvyspělejší burzou cenných papírů zůstává i nadále NYSE, tedy New York Stock Exchange, na níž se obchoduje nejvíce titulů, dochází k největším objemům transakcí a je také nejvíce likvidní světovou burzou. Objem transakcí zde dosahuje takřka třetiny světového objemu obchodů (Intercontinental Exchange, © 2015). Mezi další vyspělé kapitálové trhy lze zařadit kupříkladu Deutsche Börse a London Stock Exchange. Pražskou burzu mnozí současní ekonomové řadí spíše mezi rozvíjející se burzy, a to z důvodu nízkého počtu obchodovaných titulů v porovnání s výše uvedenými burzami a z důvodu výrazně nižší likvidity, nicméně využitelnost této metody pro Pražskou burzu cenných papírů je dle Knápkové a Pavelkové (2005, s. 163 - 167) možná. Využijí tedy vzorce:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

(Knápková a Pavelková, 2005, s. 163)

Jako bezrizikovou úrokovou míru r_e použiji průměr výnosnosti desetiletých státních dluhopisů, jejichž výnosnost je znázorněna v následující tabulce 20.

Tabulka 20 - Výnosnost desetiletých státních dluhopisů České republiky

Období	Výnos dle maastrichtských kritérií
2009	3,98 %
2010	3,89 %
2011	3,70 %
2012	1,92 %
2013	2,20 %
2014	0,67 %

(ČNB, © 2003-2009)

Dalším parametrem je koeficient β , jenž udává citlivost daného aktiva na vývoj trhu, tedy o kolik se změní cena daného aktiva, změní-li se cena na trhu o procento. Pro usnadnění využiji stránek Damodarana, a použiji koeficient β bankovního odvětví.

Tabulka 21 - Přehled průměrného koeficientu β

v bankovním sektoru

Období	Průměrná β zadluženého podniku	Průměrná β nezadluženého podniku
2009	0,71	0,30
2010	0,76	0,28
2011	0,74	0,30
2012	0,77	0,33
2013	0,77	0,37
2014	0,72	0,43

(Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran, 2015)

Pro výpočet diskontní míry metodou CAPM je zapotřebí ještě stanovit rizikovou prémii kapitálového trhu, a to buďto použít opět stránek Damodarana, či stanovit pouze průměrnou výnosnost kapitálového trhu r_m (kupříkladu roční výnosnost indexu PX) a rizikovou prémii kapitálového trhu dopočítat. Já využiji stránek Damodaran a použiji rizikovou prémii České republiky dle ratingu.

Tabulka 22 - Celková riziková prémie České republiky dle ratingu

Období	Celková riziková prémie
2009	7,10 %
2010	5,85 %
2011	6,28 %
2012	7,28 %
2013	7,08 %
2014	6,05 %

(Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran, 2015)

Posledním krokem pro výpočet diskontní míry jednotlivých let je dosažení jednotlivých hodnot do výše uvedeného vzorce a provést výpočet. Vypočtené hodnoty můžete vidět v tabulce 23.

Tabulka 23 - Diskontní míra let 2009 až 2014

Rok	Bezriziková úroková míra	Koeficient beta zadluženého podniku	Riziková prémie kapitálového trhu	Diskontní míra
2009	3,98%	0,71	7,10%	9,02%
2010	3,89%	0,76	5,85%	8,34%
2011	3,70%	0,74	6,28%	8,35%
2012	1,92%	0,77	7,28%	7,53%
2013	2,20%	0,77	7,08%	7,65%
2014	0,67%	0,72	6,05%	5,03%
Průměr	2,73%	0,75	6,61%	7,65%

V tabulce lze vidět vývoj jednotlivých položek vstupujících do výpočtu diskontní míry. Já budu při dalších výpočtech využívat jejich průměrnou hodnotu, tedy hodnotu diskontní míry 7,65 %.

Mimo této metody uvádí Hrdý (2005, s. 25) možnost stanovit diskontní míru metodou požadované výnosnosti, kdy se požadovaná výnosnost vlastního kapitálu ve vyspělých ekonomikách vypočítá jako hodnota inflace plus přírůstek v hodnotě 4-6%. Vzhledem k aktuálně nízké úrovni inflace 0,4% by se při maximální možné přírůzce 6% v našem pří-

padě rovnala 6,4%. Z důvodu opatrnosti využiji spíše diskontní míru vypočítanou pomocí modelu CAPM.

7.3 Odhad tempa růstu „g“

Jak bylo nastíněno v teoretické části, odhad tempa růstu „g“ má významný vliv na konečné ocenění podniku, neboť perpetuita, která je součástí takřka všech uvedených modelů, se podílí na výsledném ocenění až 80 % hodnoty. Existuje několik možných přístupů ke stanovení tempa růstu „g“, jak již bylo uvedeno výše. Já osobně jsem se rozhodl použít pro jeho stanovení geometrický průměr, který je také označován jako CAGR (Compound Annual Growth Rate), což v překladu znamená složená míra růstu, viz následující tabulka. Úrokový zisk je nejdůležitější položkou výnosů každé banky, proto jej využiji pro výpočet tempa růstu „g“.

Tabulka 24 - Meziroční růst úrokového zisku

v mil. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Úrokový zisk	21 157	21 344	22 100	21 945	21 205	21 345
Meziroční změna	-	100,9 %	103,5 %	99,3 %	96,6 %	100,7 %

v mil. Kč a v %	2015	2016	2017	2018
Úrokový zisk	21 620	22 842	25 910	28 139
Meziroční změna	101,3 %	105,6 %	113,4 %	108,6 %

Na základě výše uvedených údajů a vzorce uvedeného v kapitole 2.3 Odhad tempa růstu „g“ je očekávané tempo růstu dle CAGR 3,21 %.

Pro porovnání provedu také výpočet pomocí odhadu „g“ prostřednictvím tempa růstu HDP a očekávané inflace, a také prostřednictvím rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru. Aktuálně odhadovaný růst HDP ve stálých cenách dle Ministerstva financí ČR (© 2005-2013) je 2,7 % pro roky 2016 a dále. Česká národní banka (říjen 2014) poté cíluje pro tyto roky inflaci na úroveň 2,2 %, čímž se dostáváme k odhadovanému tempu růstu pro roky 2016 a výše okolo 4,9 %.

Poslední možností výpočtu tempa růstu „g“ je využití rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru. Rentabilita vlastního kapitálu v roce 2018 je odhadovaná na 15 %, přičemž poměr dividendy na akcii a čistého zisku na akcii jsem již uváděl v kapitole 7.1 Strategický finanční plán. Tento poměr bude v následujících letech stabilizován na hodnotě 65 %, tedy 0,65. Dosadím-li tyto hodnoty do vzorce, získám následující hodnotu:

$$g = 0,15 \times (1 - 0,65) = 0,045 = 5,25\%$$

Jak můžeme vidět, hodnoty dle všech tří metod jsou v rozmezí 3,21 % - 5,25 %. Z důvodu opatrnosti jsem se rozhodl použít hodnotu vypočítanou pomocí geometrického průměru, tedy hodnotu 3,21 %.

7.4 Stanovení hodnoty akcie pomocí vybraných metod ocenění

V následující kapitole provedu finální stanovení hodnoty akcie na základě provedených analýz a zmíněných předpokladů. Postupně vypočítám hodnotu akcie dividendovým diskontním modelem, modelem FCFE a Excess Return modelem dle Damodarana. Ocenění za pomoci ukazatele EVA, jež bylo pro úplnost zmíněno v teoretické části, neprovedu v rámci této diplomové práce a to z toho důvodu, že jej v případě ocenění akcie Komerční banky nepovažuji za relevantní model.

7.4.1 Dividendový diskontní model

V rámci dividendového diskontního modelu využijeme Gordonův dvoustupňový dividendový diskontní model, jehož vzorec je uveden v kapitole 3.1.1. Pro připomenutí se jedná o tento vzorec:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{D \cdot (1 + g_1)^t}{(1 + k)^t} + \frac{D \cdot (1 + g_1)^T \cdot (1 + g_2)}{(1 + k)^T \cdot (k - g_2)}$$

Obrázek 26 - Gordonův dvoustupňový
dividendový diskontní model

(PATRIA ONLINE, a. s., © 1997 - 2014)

Za pomoci tohoto vzorce nejprve vynásobím očekávané dividendy dle strategického finančního plánu diskontním faktorem, tedy hodnotou $1/(1+k)^t$, čímž získám diskontované dividendy v jednotlivých letech. Druhá část vzorce slouží k výpočtu perpetuity, kdy hodnotu dividendy roku 2018 tedy 305 Kč vynásobím číslem 1,0321 ($1 + \text{tempo růstu „g“}$). Následně mezivýsledek vydělím hodnotou 0,0444, tedy rozdílem mezi diskontní sazbou a tempem růstu „g“. Výslednou hodnotu perpetuity 7 089 Kč diskontuji na současnou hodnotu. Výsledná hodnota akcie dle Gordonova dvoustupňového dividendového diskontního modelu je uvedena v tabulce 25.

Tabulka 25 - Výpočet hodnoty akcie pomocí dividendového diskontního modelu

v Kč	2015	2016	2017	2018	Perpetuita
Očekávané dividendy	225	230	275	305	7 089
Diskontní sazba (k)	7,65 %				
Diskontní faktor	0,9289	0,8629	0,8016	0,7446	0,7446
Diskontované dividendy	209	198	220	227	5 279
Hodnota akcie	6 133 Kč				

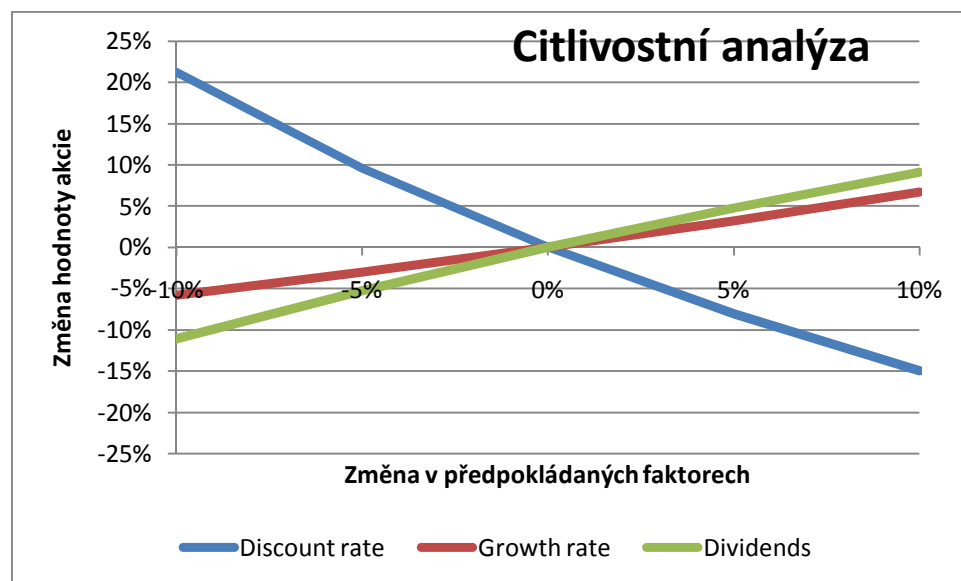
Pro porovnání zde vypočítám také hodnotu akcie za použití hodnoty tempa růstu, vypočtené nikoliv geometrickým průměrem, ale odvozené od fundamentálních předpokladů. Hodnota takto odhadnutého tempa růstu je dle kapitoly 7.3 Stanovení tempa růstu „g“ 5,25 % Dividendy i diskontní faktory zůstanou v jednotlivých letech stejné, změní se pouze hodnota perpetuity. Hodnota nediskontované perpetuity je 13 375 Kč. Diskontuji-li ji na současnou hodnotu, dostanu číslo 9 959 Kč, čímž mi hodnota akcie vzroste na 10 813 Kč.

Pro lepší přehled o citlivosti tohoto modelu na změnách jednotlivých parametrů jsem provedl citlivostní analýzu. V následující tabulce lze vidět hodnoty jedné akcie Komerční banky, změní-li se současně diskontní sazba a tempo růstu „g“ o určité procento.

Tabulka 26 - Změna ceny akcie dle dividendového modelu
v závislosti na změně parametrů

		Procentuální změna diskontní sazby				
		-10,00%	-5,00%	0,00%	5,00%	10,00%
Procentuální změna tempa růstu	-10,00%	6 906	6 293	5 778	5 340	4 963
	-5,00%	7 159	6 500	5 950	5 485	5 087
	0,00%	7 434	6 723	6 133	5 640	5 217
	5,00%	7 733	6 964	6 332	5 805	5 357
	10,00%	8 062	7 226	6 546	5 981	5 505

Graficky lze citlivostní analýzu dividendového diskontního modelu charakterizovat takto:



Obrázek 27 - Citlivostní analýza dividendového diskontního modelu

Jak je možné z grafu vyčíst, necitlivější je tento model na změnu diskontní sazby. Pouhá pětiprocentní změna sazby, tedy z hodnoty 7,65% na hodnotu 8,03 %, vyvolá změnu hodnoty akcie z 6 133 Kč na 5 640 Kč, zůstanou-li nezměněny ostatní faktory vstupující do výpočtu. Vzroste-li poté tempo růstu z 3,21 % na 3,53 %, tedy o 10 %, a současně poklesne hodnota diskontní sazby ze 7,65 % na 6,89 %, tedy o -10 %, změní se hodnota akcie o celých 31 % směrem nahoru, tedy z 6 133 Kč na 8 062 Kč. Současné působení těchto dvou faktorů má poté na tento model nejvyšší vliv.

7.4.2 Free Cash Flow to Equity

V předchozí kapitole jsem vypočítal hodnotu akcie za pomoci dividendového diskontního modelu. Nyní se pokusím o výpočet za pomoci Free Cash Flow to Equity. Hodnota akcie vypočtená pomocí tohoto modelu se může od předchozího modelu lišit, a to z toho důvodu, že v předchozím modelu jsme počítali s očekávanými dividendy na akcii, které se u banky nemusí vždy rovnat volným peněžním prostředkům náležícím vlastníkům, tedy akcionářům. Banka může na dividendách vyplácet méně a ponechat si část prostředků jako „bezpečnostní polštář“ pro případ nepříznivého vývoje. Také v této kapitole budu vycházet z určitého zjednodušení při výpočtu nutných investic do kapitálové přiměřenosti, čímž dojde k mírnému zkreslení vypočítané hodnoty.

V rámci tohoto modelu tedy budu vycházet z vzorců uvedených v kapitole 3.2 Metoda diskontovaného volného peněžního toku (FCFE):

$$FCFE = \check{C}Z_t - \text{Investice do kapitálové přiměřenosti}$$

(Damodaran, 2009)

Pro výpočet investic do kapitálové přiměřenosti použijí poté vzorec:

$$Inv_{rk,t} = L_t \times CR_t - L_{t-1} \times CR_{t-1}$$

(Jedlička, 2013, s. 10)

Vývoj kapitálové přiměřenosti Komerční banky jsme si analyzovali v kapitole zabývající se finanční analýzou. Pro připomenutí lze vidět vývoj kapitálové přiměřenosti v následující tabulce.

Tabulka 27 - Vývoj kapitálové přiměřenosti Komerční banky, a. s.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Kapitálová přiměřenost v %	15,69	16,67	15,75	15,32	16,01	17,10
Minimální kapitálová přiměřenost dle ČNB v %	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00

Jak lze z tabulky vidět, kapitálová přiměřenost Komerční banky a. s. byla ve sledovaných letech v průměru 2 krát vyšší, než je požadovaná kapitálová přiměřenost dle ČNB, respektive pravidel BASEL II. Současných 8 % kapitálové přiměřenosti má být dle pravidel BASEL III postupně navyšováno až na hodnotu 10,5 % platnou v roce 2019, kterou však Komerční banka dosahuje již nyní. (Kalabis, 2012) Dle zástupců banky a některých dalších zpráv bude ČNB požadovat u největších a pro českou ekonomiku nejdůležitějších bank o několik procent vyšší kapitálovou přiměřenost, než je požadované minimum 10,5 %. Na základě informací získaných během setkání se zástupci banky v roce 2013 by v případě Komerční banky mělo jít o hodnotu kapitálové přiměřenosti 14,0 %. (ČNB bude u 4 největších bank požadovat vyšší kapitálovou přiměřenost, 2013)

Z výše uvedených důvodů (i vzhledem k předpokladu růstu množství úvěrů a z důvodu deklarované dividendové politiky) očekávám, že Komerční banka nebude v jednotlivých letech navyšovat hodnotu kapitálové přiměřenosti, která zůstane na průměrné hodnotě posledních pěti let, tedy 16,17 %, čímž by měla Komerční banka dosáhnout 1,55násobku (potažmo, 1,15násobku) minimální kapitálové přiměřenosti požadované pravidly BASEL III (potažmo ČNB).

Na základě tohoto očekávání a očekávané výše úvěrů v jednotlivých letech dle strategického finančního plánu jsem vypočítal následující výši investic do kapitálové přiměřenosti v jednotlivých letech 2015 až 2018.

Tabulka 28 - Výpočet očekávané výše investice do kapitálové přiměřenosti

	2014	2015	2016	2017	2018
Očekávaná kapitálová přiměřenost v %	16,17	16,17	16,17	16,17	16,17
Úvěry a pohledávky za klienty v mil. Kč	475 522	499 093	531 264	575 246	622 508
Očekávaná výše investice do kapitálové přiměřenosti v mil. Kč		3 811	5 202	7 112	7 642

Nyní dosadím tato čísla do rovnice pro výpočet volného Cash Flow pro vlastníky, které budu následně diskontovat stejným faktorem, jako tomu bylo i v předešlé kapitole 7.4.1 Dividendový diskontní model.

Tabulka 29 - Výpočet hodnoty akcie pomocí FCFE

	2015	2016	2017	2018	PH
Očekávaná výše čistého zisku v mil. Kč	13 137	13 827	16 410	18 273	
Očekávaná výše investice do kapitálové přiměřenosti v mil. Kč	3 811	5 202	7 112	7 642	
FCFE	9 326	8 625	9 298	10 631	247 117
Diskontní sazba (k)	7,65 %				
Diskontní faktor	0,9289	0,8629	0,8016	0,7446	0,7446
Diskontované FCFE	8 663	7 442	7 453	7 916	184 003
Hodnota akcie dle modelu FCFE	5 705 Kč				

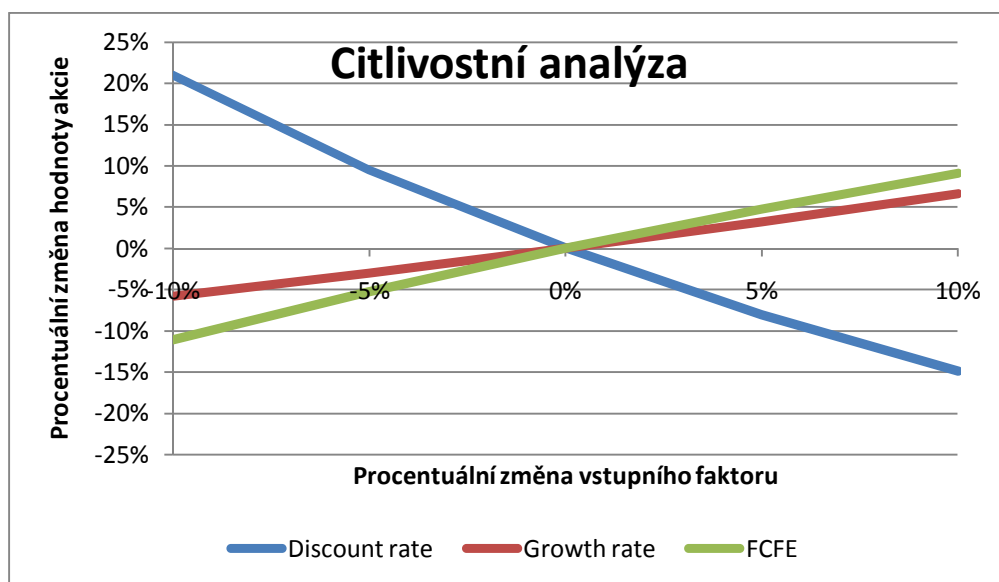
Hodnota akcie vypočtená za pomoci FCFE modelu nám vyšla 5 705 Kč. Oproti předchozímu modelu se hodnota liší, a to z toho důvodu, že každý z těchto modelů vychází z jiných předpokladů. Zatímco u dividendového diskontního modelu jsem vycházel z předpokladu ohlašované dividendové politiky, zde vychází z předpokládaného vývoje poskytnutých úvěrů a s tím souvisejících investic do kapitálové přiměřenosti. Bude-li chtít tedy banka vyplatit avizovaný dividendový výplatní poměr 65 %, bude muset provést buďto buyback akcií, nebo poupravit očekávání v oblasti množství poskytnutých úvěrů.

Opět bych zde rád uvedl také citlivostní analýzu výše zmíněného modelu. V následující tabulce je možné vidět, jak se změní cena akcie, dojde-li ke změně v diskontní sazbě, případně v hodnotě tempa růstu.

Tabulka 30 - Změna hodnoty akcie dle modelu FCFE
v závislosti na změně parametrů

		Procentuální změna diskontní sazby				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Procentuální změna tempa růstu	-10%	6 418	5 852	5 377	4 973	4 624
	-5%	6 651	6 043	5 535	5 106	4 738
	0%	6 905	6 248	5 705	5 249	4 859
	5%	7 181	6 471	5 888	5 401	4 987
	10%	7 484	6 713	6 085	5 564	5 124

Jak je možné v tabulce výše vidět, opět je tento model nejcitlivější na změnu diskontní sazby. Poklesne-li diskontní sazba o 10 %, dojde k růstu hodnoty akcie o 1 200 Kč. Opačným směrem, tedy v případě růstu diskontní sazby o 10 % již k tak výraznému poklesu hodnoty nedojde. Hodnota akcie by v takovém případě poklesla o pouhých 846 Kč. K lepšímu pochopení citlivosti tohoto modelu na změnu vstupních parametrů jsem provedl citlivostní analýzu stejně jako v předchozím případě i graficky.



Obrázek 28 - Citlivostní analýza modelu FCFE

Citlivostní analýza je u tohoto modelu takřka totožná s citlivostní analýzou dividendového diskontního modelu, což jsem očekával, neboť oba modely jsou v podstatě totožné, liší se pouze hodnotou odhadovaných dividend, respektive FCFE.

7.4.3 Excess Return Model

Posledním modelem, který využiji ke stanovení hodnoty akcie Komerční banky, je Excess Return Model dle vzorce:

$$\begin{aligned} & \textit{Value of Equity} \\ & = \\ & \textit{Equity Capital Invested Currently} \\ & + \\ & \textit{Present Value of Expected Excess Returns to Equity Investors} \end{aligned}$$

(Damodaran, 2009)

Tabulka 31 - Výpočet hodnoty akcie pomocí Excess Return modelu

v mil. Kč	2015	2016	2017	2018	PH
Vlastní kapitál	108 222	112 606	117 874	123 683	
Předpokládaná hodnota ROE	12,00%	12,00%	14,00%	15,00%	
Náklady na kapitál	7,65 %	7,65 %	7,65 %	7,65 %	
Excess Return	4 530	4 708	7 150	8 663	204 752
Diskontní faktor	0,9289	0,8629	0,8016	0,7446	0,7446
Současná hodnota Excess Return	4 208	4 062	5 731	6 450	152 458
Účetní hodnota investovaného kapitálu	104 150				
Současná hodnota Excess Return	25 051				
Současná hodnota pokračující hodnoty	152 458				
Hodnota kapitálu	281 659				
Počet vydaných akcií	37 771 180				
Hodnota akcie v korunách	7 457				

V tabulce 31 jsem provedl výpočet hodnoty akcie za pomoci Excess Return modelu. Hodnota akcie dle tohoto modelu vychází na 7 457 Kč. Nyní provedu porovnání vypočítaných hodnot pomocí jednotlivých modelů, porovnám je se současnou hodnotou akcie na Burze cenných papírů Praha a dle zadání diplomové práce dám potenciálním investorům doporučení, zda akcie Komerční banky kupovat, prodávat či držet. Citlivostní analýzu tohoto mo-

delu provádět nebudu. Opět by největší vliv na výslednou hodnotu měla hodnota nákladů na kapitál obdobně jako v předchozích případech.

7.5 Porovnání hodnot akcií dle jednotlivých modelů, doporučení

Současná hodnota akcie Komerční banky k datu 6. 2. 2015 na Burze cenných papírů Praha je 5 135 Kč. Základní tržní informace o akciích Komerční banky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 32 - Tržní profil akcií Komerční banky.

Komerční banka a. s. - tržní profil		
	k 6. 2. 2015	k 19. 12. 2013
Minimum za poslední rok v Kč	4 420,00	3 400,00
Maximum za poslední rok v Kč	5 179,00	4 870,00
Beta	0,92	1,24
Dividendový výnos (v %)	4,48	5,47 %
Počet vydaných akcií (v ks)	37 771 180,00	37 771 180,00
Tržní kapitalizace (v mil. Kč)	195 180,59	165 152,80
Účetní hodnota akcie (v Kč)	2 676,67	2 309,43
ROE (klouzávý průměr, 12M; v %)	13,14	14,77
P/E (klouzávý průměr, 12M)	15,29	12,54
P/BV (klouzávý průměr, 12M)	1,92	1,87

(Komerční banka a.s. (BKOM.PR), 2015; PATRIA ONLINE, a.s., © 1997 - 2015)

Pro porovnání jsem kromě aktuálních údajů uvedl do tabulky taky údaje platné k 19. 12. 2013. Růst ceny akcie Komerční banky je patrný, kdy došlo k meziročnímu nárůstu ceny v průměru o 16 %. Z tabulky lze také vyzorovat, že s lepší se ekonomickou situací jsou akcie Komerční banky méně citlivé na tržní výkyvy, kdy hodnota beta poklesla z 1,24 na 0,92. Bohužel je z tržního profilu této banky také patrný pokles ROE, což jsme si ověřili v rámci finanční analýzy v předchozích kapitolách.

Pro posouzení zda lze předpokládat růst či pokles ceny akcie Komerční banky porovnáám aktuální cenu akcie na trhu k 6. 2. 2015 a základní hodnoty vypočtené pomocí jednotlivých modelů.

Tabulka 33 - Porovnání vypočtených hodnot s aktuální tržní cenou

Model	Hodnota	Tržní cena	Růst/pokles	Doporučení
Dividendový diskontní model	6 133 CZK	5 135 CZK	Růst (19 %)	Koupit
Model FCFE	5 705 CZK		Růst (11 %)	Koupit
Excess Return model	7 457 CZK		Růst (45 %)	Koupit

Hodnota vypočítaná dle všech použitých modelů je vyšší než aktuální tržní cena, tudíž lze dle fundamentální analýzy očekávat růst tržní ceny v následujících dvanácti měsících. Minimální růst, který lze očekávat je 11 %, což je hodnota vypočítaná pomocí modelu FCFE. Zhodnocení investice o 11 % mi nedává jinou možnost než doporučit potenciálnímu investorovi, aby akcie Komerční banky koupil.

Pro kompletní informovanost případného investora bych zde v závěru ještě uvedl, že výše uvedené modely počítají s tempem růstu 3,21 % a diskontní sazbou 7,65 %, přičemž nejcitlivější jsou právě na hodnotu diskontní sazby. Růst diskontní sazby o 10 % (na hodnotu 8,41 %) by způsobil změnu mého doporučení z koupit na držet, neboť by hodnota vypočítaná modelem FCFE klesla na 4 859, což by představovalo pokles o 5 %.

ZÁVĚR

Na základě provedených analýz a sestaveného strategického plánu jsem potenciálnímu investorovi doporučil koupit akcie Komerční banky, a.s., neboť dle mého ocenění jejich tržní cena neodpovídá jejich hodnotě, neboť je nižší než mnou předpokládaná hodnota. Za hodnotou uvedenou v této diplomové práci stojí provedená analýza makroprostředí, na základě které lze očekávat růst české ekonomiky, a to i navzdory blokádě ruských trhů z politických důvodů. Dle posledních zpráv, které se objevily v médiích, došlo také k dočasnému oddálení krachu řecké ekonomiky, která mohla můj předpoklad narušit, a to z důvodu uvrhnutí eurozóny do již třetí recese v posledních 15 letech. Růst ekonomiky je očekáván i vzhledem k vývoji dalších makroekonomických ukazatelů, například klesající tendence nezaměstnanosti či stabilizace inflace.

Další část analytické části ukázala, že Komerční banka, a.s. disponuje konkurenceschopným rozdělením aktiv a pasiv, které v některých ohledech nevyužívá stejně dobře jako konkurence, a to i z povahy konzervativnější strategie, což podtrhuje také vývoj rentability vlastního kapitálu, která je v porovnání s Českou spořitelnou a ČSOB, nejnižší. Kromě rentability vlastního kapitálu může být nevyužitý potenciál doložen klesající čistou úrokovou marží, která je opět v porovnání s konkurencí nejnižší. Dle slov představitelů Komerční banky, a.s. bude banka s tímto negativním vývojem bojovat, což se také promítlo v našem očekávání. Silným argumentem pro investici do akcií Komerční banky, a. s. je také stabilní dividendová politika.

Veškeré poznatky z provedených analýz jsem poté aplikoval při sestavení strategického finančního plánu, který je uveden v příloze PII a PIII této diplomové práce. Ve strategickém finančním plánu počítám s růstem bilanční sumy, s růstem poměru úvěru k hodnotě vkladu, čímž by banka měla dosáhnout lepších výsledků v úvěrové oblasti. Nové úvěry by jí měly napomoci k růstu čisté úrokové marže a růstu čistého zisku.

Diskontní sazba byla v praktické části vypočítána pomocí metody CAPM s využitím poznatků pana Damodarana, kdy jsem vycházel z výnosnosti desetiletých státních dluhopisů, ke které jsem připočítal celkovou rizikovou prémii kapitálového trhu. Ke stanovení koeficientu beta použitého při výpočtu diskontní míry jsem využil stránek již jednou zmíněného Aswatha Damodarana. Následně jsem odhadl tempo růstu „g“ s využitím geometrického průměru. Jako vstupní veličinu jsem použil úrokový zisk, který je hlavní komponentou výkazu zisku a ztráty každé banky.

Veškeré použité analýzy a výpočty vedly ke stanovení hodnoty akcie, a to za pomoci dividendového diskontního modelu (6 133 Kč), Free Cash Flow to Equity (5 705 Kč) a Excess Return modelu (7 457 Kč). Jelikož byla tržní cena k 6. 2. 2015 nižší, konkrétně 5 135 Kč, je dle mého názoru tržní cena akcie podhodnocená a za předpokladu, že by tržní cena měla odrážet i vnitřní hodnotu akcie, by v následujícím období mělo dojít k jejímu růstu.

Mnou stanovený finanční plán odrážel veškeré získané poznatky, neprováděl jsem jeho žádnou revizi. Namísto revize finančního plánu, případně i diskontní míry a tempa růstu jsem provedl citlivostní analýzu jednotlivých využitých modelů. Jak se ukázalo, nejcitlivější je hodnota akcie vypočítaná pomocí uvedených modelů na změnu diskontní sazby.

Dle mého názoru odráží vypočítaná hodnota v maximální možné míře veškeré dostupné informace, které bylo možné získat, a diplomová tak práce splnila všechny předem stanovené cíle a zásady.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BELÁS, Jaroslav, 2010. *Management komerčních bank, bankových obchodů a operací*. Vyd. 1. Žilina: GEORG, 471 s. ISBN 978-80-89401-18-5.

ČESKO, 1991. Zákon č. 563 ze dne 12. prosince o účetnictví. In: *Sbírka zákonů České a Slovenské federativní republiky*. Částka 107. Dostupné z: <http://aplikace.mvcr.cz/sbirkazakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2519>

ČNB, © 2003-2009. *ARAD - Systém časových řad* [online]. [cit. 2014-11-08]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>

ČNB, říjen 2014. *Globální ekonomický výhled - říjen 2014* [online]. [cit. 2014-11-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2014/gev_2014_10.pdf

CNB, listopad 2014. Bankovní statistika. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2015-01-25]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/bankovni_statistika/bank_stat_komentar.html

ČNB, © 2003-2014a. ČNB ponechává úrokové sazby beze změny, potvrdila kurzový závazek. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2014-11-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2014/20141106_menove_r_ozhodnuti.html

ČNB, © 2003-2014b. Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2014-11-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#historie

ČSÚ, 2014. Statistiky. *ČSÚ* [online]. [cit. 2014-11-08]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>

CNB, © 2003-2014c. Zpráva o inflaci. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2015-01-25]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_IV/index.html

ČNB bude u 4 největších bank požadovat vyšší kapitálovou přiměřenost, 2013. *Kurzy.cz* [online]. [cit. 2015-02-07]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/zpravy/357848-cnb-bude-u-4-nejvetsich-bank-pozadovat-vyssi-kapitalovou-primerenost/>

Daň z příjmu právnických osob, 2014. *AZ data* [online]. [cit. 2015-01-24]. Dostupné z: <http://www.az-data.cz/clanky/dan-prijmu-pravnickych-osob>

DAMODARAN, Aswath, 2009. Valuing Financial Service Firms. *Damodaran Online* [online]. [cit. 2014-08-01]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>

DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, xvii, 230 p. ISBN 9781118004777. *Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran*, 2015. [online]. [cit. 2015-01-24]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED, © 2013. *IFRSs in your pocket 2013* [online]. [cit. 2014-07-30]. Dostupné z: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Chi-le/Local%20Assets/Documents/IFRS%20nuevo/cl%28en%29IFRS_in_your_pocket_2013_120812.pdf

EUROPEAN COMMISSION, 2014. *Eurostat* [online]. [cit. 2014-11-08]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

HRDÝ, Milan, 2005. *Oceňování finančních institucí*. 1. vyd. Praha: Grada, 216 s. ISBN 80-247-0938-4.

INTERCONTINENTAL EXCHANGE, Inc., © 2015. *The New York Stock Exchange* [online]. [cit. 2015-01-24]. Dostupné z: <http://www.nyse.com/index>

JEDLIČKA, Radek, 2013. *Slabé stránky vybraných metod fundamentální analýzy* [online]. Praha, [cit. 2015-02-07]. Dostupné z: http://www.vse.cz/vskp/37102_slabe_stranky_vybranych_metod_fundamentalni_analyzy. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze.

KALABIS, Zbyněk, 2012. Jak BASEL III reguluje obchodní banky?. *Měšec.cz* [online]. [cit. 2015-02-07]. Dostupné z: <http://www.mesec.cz/clanky/jak-basel-iii-reguluje-obchodni-banky/>

KISLINGEROVÁ, Eva a Miloš MAŘÍK, 2001. *Oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, xvi, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.

KOMERČNÍ BANKA, A. S, 2014. *Výroční zpráva 2013* [online]. [cit. 2014-09-21]. Dostupné z: <http://www.kb.cz/file/cs/o-bance/vztahy-s-investory/publikace/vyrocnizpravy/kb-2013-vyrocnizprava.pdf?95c85826b242ffaf81fc515c145b746>

Komerční banka as (BKOM.PR), 2015. *Reuters.com* [online]. [cit. 2015-02-08]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=BKOM.PR>

MAŘÍK, Miloš, 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK, 2001. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 70 s. ISBN 80-861-1936-X.

MARECKOVA, Martina, 2012. Komerční banka otvírá novou centrálu v Praze-Stodůlkách. Tisícovku zaměstnanců čeká stěhování. *Ihned.cz*. [online]. [cit. 2015-02-01]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-56166160-komerzni-banka-otevira-novou-centralu-v-praze-stodulkach-tisicovku-zamestnancu-ceka-stehovani>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY, © 2012-2014. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. [cit. 2014-09-21]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY, © 2015-2013. Makroekonomická predikce - říjen 2014. *Ministerstvo financí ČR* [online]. [cit. 2014-11-08]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-rijen-2014-19503>

Mladá fronta a.s., červen 2014. Sektorová daň obchází Evropou, u nás zatím neudeří. *E15.cz*. [online]. [cit. 2015-01-25]. Dostupné z: <http://euro.e15.cz/archiv/sektorova-dan-obchazi-evropou-u-nas-zatim-neuderi-1089615>

PATRIA ONLINE, a. s., © 1997 - 2014. Analýzy investice. *Patria.cz* [online]. [cit. 2014-08-01]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/akademie/analyzy-investice-fundamentalni-analyza.html>

PATRIA ONLINE, a.s., © 1997 - 2015. Detail akcie Komerční banky online. *Patria.cz* [online]. [cit. 2015-01-10]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/akcie/BKOMbl.PR/komerzni-banka/online.html>

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2., aktualit. a dopl. vyd. Praha: Linde, 302 s. ISBN 80-861-3163-7.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CAGR	Compound Annual Growth Rate = složená roční míra růstu
CAPM	Capital Assets Pricing Model = model oceňování kapitálových aktiv
CR	Hodnota kapitálové přiměřenosti
ČZ	Čistý zisk
DIV	Deklarovaná dividenda na akcii
EVA	Economic Value Added (= ekonomická přidaná hodnota)
FCFE	Free Cash Flow to Equity (= volný peněžní tok pro vlastníky)
IAS	International Accounting Standards (= Mezinárodní účetní standardy)
IFRS	International Financial Reporting Standards (= Mezinárodní standardy účetního výkaznictví)
INV	Investice (= trvalé kapitálové výdaje)
L	Hodnota poskytnutých úvěrů
NBI	Čistý bankovní příjem
NOA	Net Operating Assets (= čistá operativní aktiva)
ODP	Odpisy
OPEX	Operating expenses (= provozní náklady)
PH	Pokračující hodnota (reziduální hodnota, terminální hodnota)
ROA	Rentabilita celkových aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
SPL	Splátky úvěrů
V	Hodnota vlastního kapitálu podniku
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital (= průměrné vážené náklady kapitálu)
WC	Pracovní kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 - Přehled metod pro oceňování podniku	24
Obrázek 2 - Vzorec pro Gordonův růstový model.....	26
Obrázek 3 - Vzorec pro dvoustupňový dividendový diskontní model.....	26
Obrázek 4 - Vzorec pro výpočet FCFE	27
Obrázek 5 - Vzorec pro výpočet FCFE pomocí kapitálové přiměřenosti	27
Obrázek 6 - Vzorec pro výpočet hodnoty podniku pomocí FCFE.....	28
Obrázek 7 - Vzorec pro výpočet EVA	29
Obrázek 8- Vzorec pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA-Entity	31
Obrázek 9 - Vývoj ceny akcií Komerční banky v letech 2009 až 2013	36
Obrázek 10 - Vývoj podílu státního dluhu na HDP	38
Obrázek 11 - Věková pyramida roku 1990 a 2011	41
Obrázek 12 - Tržní podíly českých bank dle hodnoty vkladů	43
Obrázek 13 - Tržní podíly českých bank dle hodnoty úvěrů.....	43
Obrázek 14 - Graf závislosti ukazatele P/BV a ukazatele ROE	44
Obrázek 15 - Rentabilita vlastního kapitálu ROE.....	50
Obrázek 16 - Vývoj kapitálové přiměřenosti u tří největších českých bank	50
Obrázek 17 - Vývoj čisté úrokové marže u tří největších tuzemských bank.....	51
Obrázek 18 - Vývoj poměru úvěrů a vkladů u jednotlivých bank	52
Obrázek 19 - Vývoj poměru operativních nákladů k čistým bankovním příjmům u Komerční banky, a. s.....	53
Obrázek 20 - Vývoj poměru operativních nákladů k čistým bankovním příjmům u České spořitelny, a. s.....	54
Obrázek 21 - Vývoj poměru operativních nákladů k čistým bankovním příjmům u ČSOB, a. s.....	54
Obrázek 22 - Vývoj čistého zisku u Komerční banky, a. s.....	55
Obrázek 23 - Vývoj dividendy na akcii a čistého zisku Komerční banky, a. s.	56
Obrázek 24 - Vývoj Loans to deposits ratio	61
Obrázek 25 - Vývoj čisté úrokové marže v letech 2009 až 2018	63
Obrázek 26 - Gordonův dvoustupňový dividendový diskontní model	68
Obrázek 27 - Citlivostní analýza dividendového diskontního modelu	70
Obrázek 28 - Citlivostní analýza modelu FCFE	73

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 – Hlavní zákaznické segmenty KB, a.s. (neconsolidované údaje).....	35
Tabulka 2 - Vývoj reálného HDP v ČR, EU a USA	37
Tabulka 3 - Vývoj inflace v ČR, Evropské unii a USA	39
Tabulka 4 - Vývoj úrokových sazeb v ČR od roku 2008	39
Tabulka 5 - Vývoj nezaměstnanosti v České republice.....	40
Tabulka 6 - Vertikální analýza KB, a. s.	45
Tabulka 7 - Vertikální analýza České spořitelny, a.s.....	46
Tabulka 8 - Vertikální analýza ČSOB, a.s.....	47
Tabulka 9 - Vertikální analýza výnosů a nákladů společnosti KB, a. s.	47
Tabulka 10 - Vertikální analýza výnosů a nákladů společnosti Česká spořitelna, a. s.	48
Tabulka 11 - Vertikální analýza výnosů a nákladů ČSOB, a. s.....	49
Tabulka 12 - Rentabilita vlastního kapitálu ROE	49
Tabulka 13 - Meziroční změny ve vývoji pohledávek a závazků za klienty.....	52
Tabulka 14 - Shrnutí provedených analýz.....	57
Tabulka 15 - Předpokládaná struktura aktiv a pasiv	60
Tabulka 16 - Bilanční suma Komerční banky v letech 2015 - 2016.....	62
Tabulka 17 - Očekávaný vývoj čistého zisku a rentability ROE	62
Tabulka 18 - Vertikální analýza výnosů a nákladů.....	63
Tabulka 19 - Čistý zisk a dividenda na akcii	64
Tabulka 20 - Výnosnost desetiletých státních dluhopisů České republiky	65
Tabulka 21 - Přehled průměrného koeficientu β	65
Tabulka 22 - Celková riziková prémie	66
Tabulka 23 - Diskontní míra let 2009 až 2014	66
Tabulka 24 - Meziroční růst úrokového zisku	67
Tabulka 25 - Výpočet hodnoty akcie pomocí dividendového diskontního modelu.....	69
Tabulka 26 - Změna ceny akcie dle dividendového modelu	69
Tabulka 27 - Vývoj kapitálové přiměřenosti Komerční banky, a. s.	71
Tabulka 28 - Výpočet očekávané výše investice do kapitálové přiměřenosti.....	72
Tabulka 29 - Výpočet hodnoty akcie pomocí FCFE.....	72
Tabulka 30 - Změna hodnoty akcie dle modelu FCFE	73
Tabulka 31 - Výpočet hodnoty akcie pomocí Excess Return modelu	74
Tabulka 32 - Tržní profil akcií Komerční banky.	75

Tabulka 33 - Porovnání vypočtených hodnot s aktuální tržní cenou 75

SEZNAM PŘÍLOH

- PI Vývoj sazeb PRIBOR XX od roku 2008
- PII Výkazy Komerční banky v letech 2009 - 2014E
- PIII Výkazy Komerční banky v letech 2015 - 2018

PŘÍLOHA P I: VÝVOJ SAZEB PRIBOR XX OD ROKU 2008

PRIBOR 14D - vývoj od roku 2008

Rok	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	Červenec	Srpen	Září	Říjen	List.	Pros.	Roční průměr
2008	3,55	3,76	3,80	3,79	3,79	3,77	3,78	3,61	3,59	3,75	3,30	2,89	3,62
2009	2,46	2,06	1,97	1,97	1,76	1,67	1,68	1,50	1,46	1,46	1,44	1,32	1,73
2010	1,17	1,15	1,13	1,12	0,95	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,85	0,96
2011	0,85	0,86	0,86	0,85	0,84	0,83	0,84	0,84	0,83	0,83	0,82	0,83	0,84
2012	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,81	0,65	0,63	0,58	0,45	0,28	0,28	0,65
2013	0,27	0,27	0,24	0,23	0,23	0,24	0,23	0,23	0,22	0,22	0,19	0,17	0,23
2014	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17

PRIBOR 1M - vývoj od roku 2008

Rok	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	Červenec	Srpen	Září	Říjen	List.	Pros.	Roční průměr
2008	3,70	3,81	3,87	3,89	3,86	3,87	3,85	3,65	3,67	4,00	3,98	3,61	3,81
2009	2,87	2,31	2,27	2,24	1,97	1,86	1,85	1,61	1,57	1,56	1,55	1,44	1,93
2010	1,26	1,25	1,22	1,21	1,05	1,01	1,01	1,00	1,00	1,01	1,01	1,00	1,09
2011	1,00	1,00	0,98	0,98	0,99	0,98	0,98	0,98	0,96	0,96	0,94	0,94	0,97
2012	0,95	0,96	0,95	0,95	0,96	0,94	0,75	0,73	0,64	0,50	0,35	0,33	0,75
2013	0,33	0,33	0,31	0,31	0,31	0,31	0,30	0,30	0,31	0,31	0,29	0,29	0,31
2014	0,28	0,28	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,26	0,25	0,27

PRIBOR 3M - vývoj od roku 2008

Rok	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	Červenec	Srpen	Září	Říjen	List.	Pros.	Roční průměr
2008	3,96	3,94	4,04	4,11	4,14	4,21	4,11	3,81	3,81	4,19	4,24	3,89	
2009	3,14	2,50	2,49	2,50	2,30	2,17	2,09	1,92	1,88	1,87	1,80	1,64	2,19
2010	1,55	1,52	1,43	1,42	1,27	1,24	1,23	1,24	1,22	1,20	1,22	1,22	1,31
2011	1,20	1,21	1,21	1,21	1,22	1,20	1,19	1,19	1,17	1,17	1,15	1,16	1,19
2012	1,17	1,20	1,23	1,24	1,24	1,21	1,06	1,00	0,87	0,71	0,54	0,50	1,00
2013	0,50	0,50	0,49	0,47	0,46	0,46	0,46	0,46	0,45	0,45	0,40	0,38	0,46
2014	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35	0,34	0,34	0,36

PRIBOR 6M - vývoj od roku 2008

Rok	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	Červenec	Srpen	Září	Říjen	List.	Pros.	Roční průměr
2008	4,06	4,02	4,14	4,20	4,23	4,29	4,19	3,84	3,83	4,23	4,36	4,01	4,11
2009	3,28	2,63	2,63	2,64	2,45	2,36	2,29	2,16	2,14	2,13	2,06	1,90	2,39
2010	1,80	1,75	1,68	1,67	1,54	1,52	1,51	1,52	1,53	1,55	1,56	1,57	1,60
2011	1,55	1,57	1,56	1,57	1,57	1,54	1,52	1,50	1,51	1,53	1,49	1,45	1,53
2012	1,48	1,49	1,51	1,52	1,51	1,49	1,30	1,22	1,07	0,89	0,71	0,68	1,24
2013	0,65	0,63	0,60	0,60	0,60	0,60	0,59	0,59	0,57	0,56	0,52	0,49	0,58
2014	0,48	0,46	0,45	0,44	0,44	0,42	0,42	0,42	0,41	0,41	0,41	0,41	0,43

PRIBOR 1R - vývoj od roku 2008

Rok	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	Červenec	Srpen	Září	Říjen	List.	Pros.	Roční průměr
2008	4,16	4,11	4,24	4,28	4,28	4,40	4,30	3,91	3,89	4,28	4,45	4,16	4,20
2009	3,45	2,79	2,84	2,85	2,66	2,60	2,57	2,44	2,42	2,41	2,33	2,20	2,63
2010	2,10	2,03	1,94	1,94	1,81	1,78	1,77	1,78	1,78	1,79	1,79	1,80	1,86
2011	1,80	1,80	1,82	1,83	1,84	1,80	1,77	1,74	1,73	1,73	1,71	1,70	1,77
2012	1,73	1,75	1,77	1,78	1,77	1,75	1,54	1,47	1,29	1,09	0,91	0,88	1,48
2013	0,86	0,83	0,78	0,76	0,76	0,76	0,75	0,75	0,74	0,73	0,65	0,61	0,75
2014	0,58	0,55	0,55	0,55	0,54	0,53	0,52	0,52	0,52	0,52	0,51	0,51	0,53

PŘÍLOHA P II: VÝKAZY KOMERČNÍ BANKY V LETECH 2009 - 2014E

v mil. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Hotovost a účty u centrálních bank	16 271	13 689	16 980	28 057	44 405	67 653
Finanční aktiva v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	24 442	34 003	34 927	51 593	37 140	37 646
Zajišťovací deriváty skladnou reálnou hodnotou	9 590	11 854	18 802	26 068	18 249	22 433
Realizovatelná finanční aktiva	114 067	116 445	125 975	141 791	141 200	78 586
Aktiva držaná k prodeji	245	34	138	86	84	103
Pohledávky za bankami	131 271	112 180	101 393	64 111	125 735	133 820
Úvěry a pohledávky za klienty	372 303	384 593	434 386	451 547	473 089	475 522
Finanční investice držené do splatnosti	6 785	6 712	3 359	3 322	4 200	75 277
Daň z příjmů	32	44	272	20	82	101
Odložená daňová pohledávka	-	12	20	34	36	44
Náklady a příjmy příštích období a ostatní aktiva	4 461	3 395	3 258	3 577	3 280	4 032
Majetkové účasti v přidružených společnostech	605	674	766	971	1 084	1 333
Nehmotný majetek	3 723	3 756	3 848	3 913	3 772	4 637
Hmotný majetek	7 729	7 072	6 934	7 994	7 872	9 677
Goodwill	3 551	3 551	3 752	3 752	3 752	3 752
Aktiva celkem	695 075	698 014	754 810	786 836	863 980	914 616

v mil. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Závazky vůči centrálním bankám	2	1	1	1	1	1
Finanční závazky v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	12 273	13 673	24 061	19 589	17 530	20 292
Zajišťovací deriváty se zápornou reálnou hodnotou	6 539	7 224	9 545	11 246	12 262	16 894
Závazky vůči bankám	18 739	29 074	37 454	38 902	49 680	50 103
Závazky vůči klientům	551 809	538 051	560 701	579 067	649 158	678 995
Přecenění na reálnou hodnotu u portfoliově přečíslovaných položek	-	-	-	16	-218	-300
Emitované cenné papíry	18 172	17 431	18 338	19 624	22 417	21 593
Daň z příjmů	104	94	46	622	744	1 025
Odložený daňový závazek	756	1 086	3 097	5 482	3 496	4 817
Výdaje a výnosy příštích období a ostatní závazky	9 890	8 245	12 648	10 742	11 228	15 470
Rezervy	1 998	1 056	1 067	968	1 144	1 576
Podřízený dluh	6 001	6 001	6 002	-	-	-
Závazky celkem	626 283	621 936	672 960	686 259	767 442	810 466
Základní kapitál	19 005	19 005	19 005	19 005	19 005	19 005
Emisní ážio, fondy, nerozdělený zisk, oceňovací rozdíly a zisk běžného období	48 568	55 774	60 212	78 803	74 654	82 096
Nekontrolní podíl	1 219	1 299	2 633	2 769	2 879	3 049
Vlastní kapitál celkem	68 792	76 078	81 850	100 577	96 538	104 150
Závazky a vlastní kapitál celkem	695 075	698 014	754 810	786 836	863 980	914 616

v mil. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Výnosy z úroků a podobné výnosy	37255	34549	35986	35972	32230	21345
Náklady na úroky a podobné náklady	-16098	-13205	-13886	-14027	-11025	0
Výnosy z dividend	85	87	90	2	2	2
Čisté úrokové a podobné výnosy	21242	21431	22190	21947	21207	21347
Čistý výnos u poplatků a provizí	7839	7725	7305	7018	7077	6732
Čistý zisk/ztráta z finančních operací	3024	3135	3158	3598	2489	2296
Ostatní výnosy	90	95	111	126	121	115
Čisté provozní výnosy	32195	32386	32764	32689	30894	30490
Personální náklady	-6434	-6076	-6526	-6786	-6728	-6756
Všeobecné provozní náklady	-5619	-4966	-5154	-5019	-4666	-4237
Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku	-1468	-1624	-1809	-1706	-1754	-1779
Provozní náklady	-13521	-12666	-13489	-13511	-13148	-12772
Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika a zdanění	18674	19720	19275	19178	17746	17718
Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám	-5005	-3115	-1988	-1846	-1733	-1421
Tvorba opravných položek k CP	6	8	-5355	0	0	0
Tvorba opravných položek a rezerv k ostatním rizikům	-85	7	18	-25	-6	-25
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	-5084	-3100	-7325	-1871	-1739	-1447
Výnosy z majetkových účastí v přidružených společnostech	24	75	81	121	208	191
Podíl na zisku účastníků penzijního připojištění	-65	-620	-575	-489	-484	-483
Zisk před zdaněním	13549	16075	11456	16939	15731	15979
Daň z příjmů	-2455	-2665	-1738	-2708	-2825	-2712
Zisk za účetní období	11094	13410	9718	14231	12906	13267
Zisk náležející vlastníků nekontrolního podílu	87	80	243	278	378	393
Zisk náležející vlastníků mateřské společnosti	11007	13330	9475	13953	12528	12874

PŘÍLOHA P III: VÝKAZY KOMERČNÍ BANKY V LETECH 2015 - 2018

v mil. Kč	2015	2016	2017	2018
Hotovost a účty u centrálních bank	67 334	68 209	66 573	65 327
Finanční aktiva v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	39 859	40 783	42 258	40 561
Zajišťovací deriváty skladnou reálnou hodnotou	14 137	14 562	20 632	27 521
Realizovatelná finanční aktiva	85 017	90 272	93 882	93 760
Aktiva držena k prodeji	158	162	183	170
Pohledávky za bankami	130 735	131 935	120 966	110 563
Úvěry a pohledávky za klienty	499 093	531 264	575 246	622 508
Finanční investice držené do splatnosti	76 398	75 634	74 499	72 009
Daň z příjmů	153	139	127	119
Odložená daňová pohledávka	50	64	65	68
Náklady a příjmy příštích období a ostatní aktiva	3 684	3 712	3 684	3 647
Majetkové účasti v přidružených společnostech	1 486	1 627	1 749	1 845
Nehmotný majetek	4 678	4 719	4 761	4 803
Hmotný majetek	9 507	9 341	9 178	9 017
Goodwill	3 752	3 752	3 752	3 752
Aktiva celkem	936 041	976 175	1 017 555	1 055 670

v mil. Kč	2015	2016	2017	2018
Závazky vůči centrálním bankám	1	1	1	1
Finanční závazky v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	19 230	18 985	18 446	17 868
Zajišťovací deriváty se zápornou reálnou hodnotou	12 154	11 822	10 118	9 703
Závazky vůči bankám	49 507	50 337	49 478	45 924
Závazky vůči klientům	709 162	743 408	781 785	819 336
Přecenění na reálnou hodnotu u portfoliově přečíslovaných položek	-74	-72	-67	-61
Emitované cenné papíry	20 799	21 881	23 846	24 278
Daň z příjmů	420	415	382	347
Odložený daňový závazek	3 070	3 031	2 785	2 573
Výdaje a výnosy příštích období a ostatní závazky	12 320	12 163	11 177	10 166
Rezervy	1 230	1 598	2 078	2 701
Podřízený dluh	-	-	-	-
Závazky celkem	827 819	863 569	900 029	932 836
Základní kapitál	19 005	19 005	19 005	19 005
Emisní ážio, fondy, nerozdělený zisk, oceňovací rozdíly a zisk běžného období	85 905	90 013	94 952	100 396
Nekontrolní podíl	3 312	3 588	3 916	4 282
Vlastní kapitál celkem	108 222	112 606	117 874	123 683
Závazky a vlastní kapitál celkem	936 041	976 175	1 017 902	1 056 519

v mil. Kč	2015	2016	2017	2018
Výnosy z úroků a podobné výnosy	33745	35364	39867	43568
Náklady na úroky a podobné náklady	-12125	-12522	-13957	-15429
Výnosy z dividend	2	45	60	75
Čisté úrokové a podobné výnosy	21622	22887	25970	28214
Čistý výnos u poplatků a provizí	6463	6269	6520	6846
Čistý zisk/ztráta z finančních operací	2103	2313	2544	2926
Ostatní výnosy	110	110	110	110
Čisté provozní výnosy	30298	31579	35144	38096
Personální náklady	-6784	-6852	-6920	-6990
Všeobecné provozní náklady	-4127	-4213	-4202	-4292
Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku	-2167	-2148	-2129	-2111
Provozní náklady	-13078	-13213	-13251	-13393
Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika a zdanění	17220	18366	21893	24703
Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám	-1109	-1441	-1874	-2436
Tvorba opravných položek k CP	0	0	0	0
Tvorba opravných položek a rezerv k ostatním rizikům	-20	-20	-20	-20
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	-1129	-1461	-1894	-2456
Výnosy z majetkových účastí v přidružených společnostech	180	197	212	224
Podíl na zisku účastníků penzijního připojištění	-478	-480	-483	-502
Zisk před zdaněním	15793	16623	19728	21969
Daň z příjmů	-2656	-2796	-3318	-3695
Zisk za účetní období	13137	13827	16410	18273
Zisk náležející vlastníkům nekontrolního podílu	263	277	328	365
Zisk náležející vlastníkům mateřské společnosti	12874	13550	16081	17908