

Komerční banka

Držet 5 189 Kč

Komerční banka

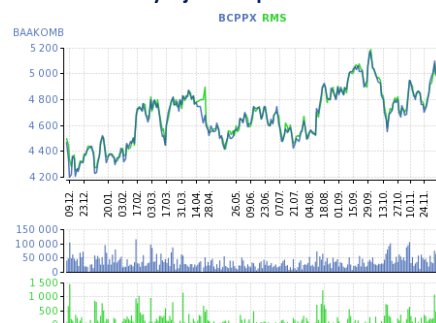
Nové doporučení:	Držet
Předešlé doporučení:	Redukovat
Cílová cena (6M):	5 189 Kč
Minulá cílová cena:	4 301 Kč
Datum vydání:	6. 12. 2014

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Komerční banka	3,3	7,2	11,1
Index PX	0,9	(2,4)	0,3
STOXX Eur. 600 Banks	(1,2)	0,4	8,7

ZÁKLADNÍ INFORMACE

Odvětví:	univerzální bankovníctví
Ticker:	BAAKOMB (BCPP)
Počet vydaných akcií:	37 771 180 ks.
Free float:	39 %
Tržní kapitalizace:	188 856 mil. Kč
Dividenda (12 M) 14E	300 Kč
Uzavírací cena k 5. 12. 2014	5 000 Kč
Roční maximum:	5 179 Kč
Roční minimum:	4 200 Kč

Graf. č. 1 roční vývoj kurzu společnosti



Zdroj: Fio

V předkládané analýze akciového titulu Komerční banky (dále i „KB“) aktualizujeme náš pohled na společnost. Oproti poslední publikované analýze bankovního titulu jsme přistoupili ke zvýšení cílové ceny pro investiční horizont šesti měsíců z hodnoty 4 301 Kč na 5 189 Kč, přičemž investiční doporučení vzhledem k aktuální ceně akcií KB vydáváme na stupni „držet“. Při započtení námi očekávané dividendy ze zisku 2014 ve výši 300 Kč na akcii představuje naše cílová cena v uvažovaném horizontu 6M potenciální výnos 9,8 %.

Akcie Komerční banky patří za posledních 5 let s celkovým výnosem 65,2 % a složenou roční mírou výnosnosti 10,6 % ke třem nejúspěšnějším titulům BCPP. Svým akcionářům dělají radost i v letošním roce, když od začátku roku zhodnotili o 13,1 % a se započtením vyplacené dividendy se pyšný výnosem 18,3 %. Samotný Index PX si připsal od začátku roku 0,76 %.

Výkonnost titulu odráží, v kontextu obtížných tržních podmínek, relativně úspěšné hospodaření banky. Klesající provozní výnosy společnosti se nepromítají vzhledem k redukci provozních nákladů a velmi nízkým hodnotám nákladů rizika negativně na úrovni vykazovaného zisku a KB po dvou letech klesajících zisků vykáže na konci roku pravděpodobně jeho mírný meziroční nárůst (+1%). Komfortní kapitálová přiměřenost KB umožnila společnosti zvýšit výplatní poměr pro dividendu minimálně pro následující dva roky z doposud deklarovaného výplatního poměru 60 – 70 % na 70 – 100 % čistého zisku. Nadprůměrný kapitálový polštář umožňuje KB vyplatit v roce 2015 a 2016 svým akcionářům 100 % čistého zisku dosaženého v předchozích letech. My předpokládáme pro následující rok výplatu dividendy při 90% výplatním poměru 300 Kč na akcii.

Od roku 2015 neočekáváme, že přinese výrazné zlepšení v hospodaření banky, což odráží i poměrně konzervativní rámcový výhled managementu. Hlavní drivery, které negativně ovlivňovaly finanční výkonnost banky v letošním roce, budou přetrvávat i v roce následujícím. Úrokové výnosy se stále dominantnějším podílem na celkových výnosech banky budou limitovány nízkými úrokovými sazbami, bezprecedentně nízkými výnosy státních dluhopisů i rostoucím počtem společností financujících se na dluhopisovém trhu. Pro vývoj úrokových výnosů banky tak bude klíčový růst objemu a struktura úvěrového portfolia.

Na základě aktualizace našeho modelu odhadujeme současnou vnitřní hodnotu akcií společnosti Komerční banka ve výši 5 015 Kč. Cílovou cenu pro investiční horizont 6 měsíců stanovujeme při 7% požadované výnosnosti vlastního kapitálu na 5 189 Kč.

Komerční banka je velikostí spravovaných aktiv i počtem klientů 3 českého bankovního trhu.

Tabulka 1 Hospodaření KB za 1-9 M 2014

Komerční banka	1-9 13	1-9 14	Y/Y (%)
Úrokové výnosy	15 879	16 009	0,8 %
Výnosy z poplatků	5 315	5 049	-5 %
Ostatní výnosy	2 087	1 808	-13,4 %
Provozní výnosy	23 282	22 866	-1,8 %
Provozní náklady	9 675	9 580	-1 %
Provozní zisk	13 607	13 286	-2,4 %
Náklady rizika	1 344	1 085	-19,3 %
Hrubý zisk	11 989	11 982	-0,1 %
Daň z příjmu	2 167	2 034	-6,1 %
Čistý zisk	9 558	9 654	1 %

Zdroj: Komerční banka

Čistá úroková marže banky pod tlakem nízkých úrokových sazeb i intenzivní konkurence na trhu.

Nižší ceny bankovních služeb v rámci věrnostního programu sráží poplatkové výnosy banky.

PROFIL SPOLEČNOSTI

Komerční banka patří k předním bankovním institucím v České republice, kde je třetí největší bankou dle výše aktiv (877,6 mld. Kč) i počtu klientů (1,6 mil.). Je univerzální bankou s nabídkou služeb v oblasti retailového, podnikového a investičního bankovníctví. Silné postavení zaujímá zejména v segmentu podnikatelských úvěrů, kde je lídrem tuzemského bankovního trhu. Podnikatelské úvěry tvoří v případě Komerční banky cca 55 % celkového úvěrového portfolia banky. Podnikatelské aktivity Komerční banky se omezují téměř výhradně na Českou republiku (prostřednictvím pobočky operuje i na Slovensku). Komerční banka je od roku 2001 součástí mezinárodní skupiny Société Générale.

HOSPODAŘENÍ KB ZA 9M 2014

Hospodaření KB za prvních 9M roku 2014 bylo negativně ovlivněno prostředím nízkých úrokových sazeb i utlumenou poptávkou po úvěrech, což nenahrávalo úrokovým výnosům banky. Navzdory obtížným bankovním podmínkám na trhu se vzhledem k nižším provozním nákladům i nižším nákladům rizika podařilo KB v letošním roce vykázat za prvních devět měsíců letošního roku mírný meziroční nárůst čistého zisku ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku.

Celkové provozní výnosy Komerční banky klesly za 1-3 čtvrtletí 2014 o 1,8 % na 16 009 mil. Kč. Mezi hlavní drivery nižších výnosů banky patřily nízké úrokové sazby na trhu, pokles cen základních bankovních služeb i malá motivace klientů banky k využívání zajišťovacích nástrojů v kontextu stabilního měnového kurzu české koruny a nízko volatilních úrokových sazeb.

Prostředí nízkých úrokových sazeb, výnosy státních dluhopisů na bezprecedentně nízkých úrovních i rostoucí konkurence na českém bankovním trhu přispěly ke klesající trajektorii úrokové marže Komerční banky, která dosáhla ke konci 3Q 2,6 %. Přes nižší úroveň úrokové marže vykázala Komerční banka za prvních 9 měsíců roku 2014 meziroční nárůst čistých úrokových výnosů o 0,8 % zejména vlivem rostoucího objemu poskytnutých úvěrů (+4 % y/y) a depozit (+12 % y/y).

V návaznosti na zavedení věrnostního programu pro své klienty, který vedl k poklesu cen základních bankovních služeb, vykázala KB 5% propad výnosů z poplatků a provizí při hodnotě 5 049 mil. Kč. Pokles výnosů banky z poplatků za depozitní produkty nevyvážil meziroční nárůst příjmů z křížových prodejů (životní pojištění, podílové fondy).

V procentuálním vyjádření nejvýraznější meziroční propad (-13,3%) zaznamenala banka v případě výnosů z finančních operací. V návaznosti na měnové intervence ČNB a zakotvení kurzu české koruny vůči euru nebyli klienti KB motivováni k využívání zajišťovacích nástrojů. Srovnávací základna byla navíc ovlivněna příjmem z prodeje italských státních dluhopisů v první polovině loňského roku.

Pokles provozních výnosů banky částečně kompenzovaly meziročně nižší celkové provozní náklady, které zaznamenaly v meziročním srovnání pokles o 1 % na 9 580 mil. Kč. Přes mírný nárůst personálních nákladů k úrovni 5 067 mil. Kč (0,7 % y/y) měly pozitivní vliv na provozní náklady KB úspory

Chloubou Komerční banky její provozní efektivnost.

Příjemným překvapením průběžného hospodaření KB za rok 2014 jsou náklady rizika.

Přes obtížné tržní podmínky vykázala KB za 9M nárůst čistého zisku o 1 %.

Konzervativní výhled managementu banky pro rok 2015 představuje mírné zklamání.

v oblasti všeobecných administrativních nákladů (-5,3 % y/y) z titulu meziročně nižších realitních nákladů a telekomunikačních nákladů. Provozní zisk banky dosáhl za prvních 9M 2014 hodnoty 13 286 mil. Kč, což představuje meziroční pokles o 2,4 %. Chloubou KB zůstává její výborná provozní efektivnost. Provozní efektivnost KB vyjádřená poměrem provozních nákladů k provozním výnosům na úrovni 41,9 % patří k nejlepším v rámci evropského bankovního sektoru.

Pozitivním překvapením hospodaření KB v průběhu letošního roku je vývoj nákladů rizika. Ty dosáhly o 19,3 % meziročně nižších hodnot při úrovni 1 085 mil. Kč. Pozitivní vliv na nízkou tvorbu opravných položek mělo zlepšení hospodářské situace několika klientů v korporátním segmentu, což umožnilo bance snížit krytí daných expozic rezervami. Podíl nevykonných úvěrů (NPL) na celkovém úvěrovém portfoliu banky dosáhl velmi příznivé úrovně 4,1 %, což představuje hodnoty pod průměrem českého bankovního sektoru (6 %) i bank v regionu CEE. Krytí nevykonných úvěrů opravnými položkami dosáhlo komfortní úrovně 82 %. Úvěrové portfolio banky vykázalo meziroční nárůst o 4 %, přičemž dynamické tempo vykázaly zejména hypoteční úvěry (+9,8 % y/y), které těžily z rekordně nízkých úrovní úrokových sazeb i refinancování úvěrů ze stavebního spoření.

Při meziročně slabší provozní výkonnosti banky byly náklady rizika na nízkých úrovních jedním z hlavních atributů, který vedl k meziročnímu růstu čistého zisku KB za prvních 9M o 1 %.

Komerční banka se na konci 3Q mohla pochlubit velmi dobrou likvidní i kapitálovou pozicí. Poměr úvěrů vůči vkladům v případě KB vykazoval na konci 3Q hodnotu 74,2 %. Kapitálová přiměřenost KB dosáhla ke konci 3Q silné úrovně 17,1 %. Silná kapitálová pozice banky umožnila managementu KB revidovat dividendovou politiku. Výplatní poměr pro dividendu zvýší KB na 70 – 100 %. Dosavadní dividendová politika KB byla založena na deklarovaném výplatním poměru 60 – 70 % dosaženého čistého zisku.

V rámci konferenčního hovoru k výsledkům za 3Q management Komerční banky rovněž nastínil vlastní poměrně konzervativní výhled hospodaření banky pro následující rok 2015. Celkové provozní výnosy banky by měly stagnovat na úrovni letošního roku. Přes očekávané oživení úvěrového trhu a předpokládaného růstu objemu poskytnutých úvěrů o 5 % by úrokové výnosy banky měly rovněž stagnovat při hodnotách letošního roku, když management banky očekává pokračující tlak na úrokovou marži. Přes výraznější propad výnosů z poplatků a provizí v letošním roce očekává banka nadále jejich meziroční pokles (do 2%) i v roce následujícím. Naopak výnosy z finančních operací by měly vykázat meziroční zlepšení. Celkové provozní náklady banky by měly být srovnatelné s hodnotami dosaženými v letošním roce. Náklady rizika by pak měly dosáhnout 35 b.b. z celkové úvěrové expozice banky.

KOMPARATIVNÍ ANALÝZA KB S BANKAMI V CEE REGIONU

Komerční banka se může pyšnit jednou z nejsilnějších bankovních rozvah v rámci regionu střední a východní Evropy. Silnou stránkou banky je její komfortní kapitálová i likvidní pozice. Z pohledu provozní efektivity vyjádřené poměrem provozních nákladů k výnosům má Komerční banka bezkonkurenční pozici v regionu CEE. Mezi veřejně obchodovanými bankovními tituly v regionu střední a východní Evropy zaujímá KB pozici lídra rovněž kvalitou svého úvěrového portfolia vyjádřenou podílem rizikových úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu. Vyšší dividendový výnos akcií KB ve srovnání s ostatními bankovními domy v regionu CEE přidává titulu KB v prostředí nízkých úrokových sazeb na atraktivitu. Navzdory rostoucím kapitálovým požadavkům a intenzivní konkurenci na českém bankovním trhu vykazuje KB nadprůměrné hodnoty rentability.

Tabulka 2 Komparativní analýza bank v regionu CEE

Tržní srovnání	cost / income	Divid. výnos (%)	NPL (%)	P/BV 2015e	P/E 2015e	ROE	ROA
KOMERČNÍ BANKA	41,9 %	5,54 %	4,1 %	1,77	14,03	13,2 %	1,4 %
ERSTE BANK	54,4 %	0	8,9 %	0,85	10,94	-18,3 %	-1,08 %
RAIFFEISEN BANK	55,5 %	0,36 %	11,1 %	0,47	7,98	1,1 %	0,5 %
PKO BP	44,0 %	3,01 %	7,1 %	1,55	12,86	13,5 %	1,6 %
BANK PEKAO	48,1 %	5,47 %	6,9 %	1,98	16,58	12,3 %	1,76 %
mBANK	43,3 %	4,01 %	6,3 %	1,81	14,76	12,8 %	1,10 %
BZ ZACHODNI	44,6 %	2,79 %	7,96 %	2,11	15,71	15,9 %	1,73 %
ALIOR BANK	48,1 %	0	8,8 %	1,67	13,89	13,6 %	1,33 %
OTP BANK	48,3 %	3,79 %	21,8 %	0,73	7,84	4,2 %	0,6 %
BANCA TRANSILVANIA	42,3 %	0 %	11,5 %	1,06	8,76	12,8 %	1,25 %
BANK HANDLOWY	53 %	6,54 %	5,3 %	1,96	15,24	17,4 %	1,9 %
MEDIÁN	48,1 %	3,01 %	7,96 %	1,67	13,89	12,8 %	1,33 %
PRŮMĚR	47,6 %	2,86 %	9,07 %	1,45	12,60	11,7 %	1,32 %

Zdroj: Bloomberg, Finanční reporty společností

Komerční banka je investory vnímána jako dividendový titul. Její **nadprůměrná dividendová politika** obzvláště v prostředí nízkých úrokových sazeb zvyšuje její atraktivitu. S dividendovým výnosem 5,54 % patří Komerční banka k bankovním domům s nejtědřejší dividendovou politikou v regionu CEE. Rovněž srovnání s ostatními společnostmi kotovanými na pražské burze vyznívá pro KB z pohledu dividendového výnosu příznivě. Dosavadní dividendová politika Komerční banky byla založena na výplatním poměru 60 – 70 % čistého zisku, přičemž silná kapitálová pozice banky umožnila managementu revidovat minimálně pro následující dva roky dividendovou politiku při výplatním poměru 70 – 100 % čistého zisku. Nadprůměrný kapitálový polštář umožňuje KB vyplatit v roce 2015 a 2016 svým akcionářům 100 % čistého zisku dosaženého v předchozích letech. To by dle naší projekce hospodaření KB indikovalo dividendu 337 Kč na akcii za rok 2014. Předpokládáme ovšem, že management banky bude razit konzervativnější dividendovou politiku a pro následující dva roky počítáme s nižším **dividendovým výplatním poměrem na úrovni 90 % při výplatě dividendy 300 Kč na akcii**. To při současné tržní ceně akcií KB indikuje **hrubý dividendový výnos cca 6 %**. V investičním horizontu 3 – 5 let očekáváme návrat ke konzervativnějším úrovním dividendového výplatního poměru 70 - 80 %, který považujeme vzhledem k limitovanému prostoru pro organický růst společnosti na českém bankovním trhu i absenci významnějších akvizičních příležitostí za střednědobě udržitelný.

Tabulka 3 Projekce vyplácené dividendy KB 2014 - 2018

Dividendová politika	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Odhad čistého zisku	12 657	12 781	13 377	14 202	14 875
Zisk na akcii	335	338	354	376	394
Předpokládaný výplatní poměr	90 %	90 %	70 %	70 %	80 %
Odhad dividendy	300 Kč	300 Kč	250 Kč	260 Kč	310 Kč

Zdroj: Fio banka

Rozvaha KB patří k nejsilnějším v rámci bankovního sektoru CEE.

Svou provozní efektivností nemá KB mezi bankami sobě rovné.

Kvalitní úvěrové portfolio banky patří mezi její silné stránky.

V regionu CEE se z jednotlivých veřejně obchodovaných bank může pochlubit vyšším dividendovým výnosem pouze polská Bank Handlowy ze skupiny Citibank s 6,54 %. Ta uplatňuje dividendovou politiku při výplatním poměru 100 % čistého zisku pro fiskální roky 2014 – 2016.

Rozvaha Komerční banky patří k nejsilnějším na trhu v rámci regionu střední a východní Evropy. Likvidita banky vyjádřená poměrem čistých úvěrů a depozit dosahuje 74,2 %. **Kapitálová přiměřenost KB dosahuje komfortní úrovně 17,1 %**, přičemž regulatorní kapitál banky je tvořen výhradně nejkvalitnějším Tier 1 kapitálem. Cílová úroveň kapitálové vybavenosti banky počítá pro ukazatel jádrového Tier 1 s úrovní 15 – 16 %. Kapitálová přiměřenost KB patří v rámci srovnávací skupiny k těm nejvyšším (Pekao Bank 18,3 %, Bank Handlowy 16 %, OTP Bank 14,5 %, mBank 13,1 %, Bank Zachodni 12,3 %).

Komerční banka byla označena ČNB jako jedna ze čtyř systémově důležitých bank českého bankovního sektoru. Z tohoto titulu se na ni vztahují požadavky pro kapitálové rezervy nad rámec běžné regulace. Sazba, kterou ČNB požaduje po Komerční bance nad rámec běžné regulace, činí 2,5 %. Na druhou stranu nebude centrální banka požadovat po bankách proticyklickou rezervu, která může dosáhnout až 2,5 %. Předpokládáme, že KB dostojí požadavkům ČNB při kapitálové přiměřenosti pro celkový kapitál ve výši cca 13,9 % komfortně, aniž by to mělo výrazný negativní vliv na výplatu dividendy v následujících letech.

Chloubou Komerční banky je její **provozní efektivnost** vyjádřená poměrem provozních nákladů k provozním výnosům na úrovni 41,9 %. Průměr za vybranou skupinu bank regionu CEE činí 47,6 % (Erste Bank 54,4 %, Bank Pekao 48,1 %, PKO BP 44 %). Vzhledem k sestupné trajektorii provozních výnosů banky v posledních třech letech stojí za příznivým poměrem zejména nákladová disciplína KB. Přestože velmi příznivé úrovně ukazatele provozní efektivnosti v případě Komerční banky velký prostor pro zlepšení již nepřináší, očekáváme v rámci našeho výhledu hospodaření KB pro období 2014 – 2018 mírné zlepšení ukazatele cost-to-income k hranici 40 %. Očekávané mírné zlepšení bude dle našeho názoru taženo růstovou dynamikou provozních výnosů banky v následujících letech.

Výsledkem přísných úvěrových standardů banky je **kvalitní úvěrové portfolio KB s podílem nevýkonných úvěrů** na celkovém úvěrovém portfoliu ve výši **4,1%**, přičemž průměrná hodnota za vybraný vzorek veřejně obchodovaných bankovních domů činí 9 %. Komerční banka dosahuje nižších hodnot podílu rizikových úvěrů i ve srovnání s průměrnými hodnotami českého bankovního sektoru. Průměrná hodnota podílu rizikových úvěrů (NPL) na celkovém úvěrovém portfoliu v českém bankovním sektoru činí cca 6 %. Nízký podíl rizikových úvěrů KB je odrazem stabilního ekonomického prostředí i nízkých úrokových sazeb. Náklady rizika KB při 30 b.b. z celkové úvěrové expozice banky představují 4,7% provozních výnosů, což představuje jednu z nejnižších hodnot na trhu v regionu CEE.

KB vykazuje stabilní nadprůměrnou rentabilitu.

*Se zefektivněním výše kapitálu KB předpoklad
vyššího ROE banky*

*Nižší hodnoty RoE Komerční banky ve srovnání
s polskými bankami jsou nesouměřitelné.*

*Výnosnost celkových aktiv KB ukazuje její
profitabilitu v lepším světle.*

Komerční banka dosahuje **stabilně nadprůměrné úrovně rentability vlastního kapitálu**. Průměrná míra rentability vlastního jmění Komerční banky za posledních pět let činí 15,5 %. Banka trvale profituje ze svého **silného postavení na českém bankovním trhu**, který je poměrně koncentrovaný. Pět největších bank na trhu kontroluje více než 60 % aktiv českého bankovního sektoru.

Výnosnost vlastního jmění banky je stále nižší oproti předkrizovým úrovním a nepředpokládáme, že by se hodnoty ROE mohly vrátit nad 20% hranici. Nicméně přes klesající trajektorii návratnosti vlastního kapitálu KB vlivem vyšších regulatorních opatření směrem ke kapitálové vybavenosti bank i rostoucí konkurenci na českém bankovním trhu (nižší úrokový spread/nížší úroková marže) předpokládáme, že KB dokáže vzhledem ke své silné pozici na trhu dosahovat dlouhodoběji nadprůměrné RoE při 13 – 14 %. Očekávané zlepšení ROE ze současných úrovní by mělo přijít i v návaznosti na zamýšlené zefektivnění výše kapitálu banky. Banka tak bude nadále dosahovat dlouhodobě nadprůměrných hodnot rentability vlastního jmění zejména ve srovnání se západoevropskými bankami, z nichž většina nedosahuje návratnosti vlastního jmění ani na úrovni svých nákladů kapitálu.

V komparaci se srovnávanou skupinou bank v regionu CEE (průměrné RoE 11,7 %) dosahuje KB nadprůměrných hodnot RoE. Její relativně nižší hodnoty v komparaci s polskými bankami jsou navíc zkresleny odlišným ekonomickým prostředím Polska a České republiky a silnější kapitálovou pozicí KB oproti průměru polských bank. Vyšší inflační prostředí/úrokové sazby v Polsku nahrává polským bankám a pro souměřitelnost naměřených hodnot je žádoucí nominální hodnoty RoE očistit od inflace. Rovněž nižší rizikový profil KB při nadprůměrné kapitálové vybavenosti (negativní dopad na RoE) snižuje vypovídací schopnost komparace.

Z tohoto pohledu je návratnost celkového kapitálu bank z našeho pohledu mnohem vhodnějším měřítkem pro komparaci rentability jednotlivých bank v regionu. Výnosnost, kterou KB dosahuje v přepočtu na svá průměrná celková aktiva v držbě, dosahuje velmi slušné úrovně 1,4 %. Profitabilitu banky to při pohledu na úrovně dosažené bankami v regionu ukazuje ještě v lepším světle. Průměrná míra rentability celkových aktiv Komerční banky za posledních pět let pak dosahuje výborných 1,6 %. Průměrná míra rentability celkových aktiv za srovnávací skupinu bank v regionu CEE dosahuje nižších hodnot při 1,32 %.

VÝHLED HOSPODAŘENÍ KOMERČNÍ BANKY 2014 - 2018

Letošní rok bude pro Komerční banku stabilizační, co se týče zastavení propadu čistého zisku banky z posledních dvou let. Hlavní drivery, které negativně ovlivňovaly finanční výkonnost banky v letošním roce, budou přetrvávat i v roce následujícím. Úrokové výnosy se stále dominantnějším podílem na celkových výnosech banky budou limitovány nízkými úrokovými sazbami, bezprecedentně nízkými výnosy státních dluhopisů i rostoucím počtem společností financujících se na dluhopisovém trhu. Pro vývoj úrokových výnosů banky tak bude klíčový růst objemu a skladba úvěrového portfolia. Komerční banka bude i v následujícím roce těžit při stabilním ekonomickém prostředí z nízkých nákladů rizika.

Tabulka 4 Klíčové ukazatele Komerční banky za 2009 – 2013 (mil. Kč)

Klíčové ukazatele Komerční banky	2014e	2013	2012	2011	2010	2009
Rentabilita průměrného kapitálu (%)	13,1	13,09	15,77	12,31	18,73	17,01
Rentabilita průměrných aktiv (%)	1,48	1,52	1,81	1,30	1,91	1,58
Čistá úroková marže	2,6	2,8	3,13	3,3	3,3	3,29
Cost/Income (%)	42,54	42,56	41,28	41,17	39,11	42,00
Kapitálová přiměřenost	17,00	15,81	14,66	14,61	15,27	14,08
Celkové provozní výnosy	30 419	30 894	32 664	32 764	32 386	32 195
Čisté úrokové výnosy	21 419	21 207	21 969	22 190	21 431	21 242
Čisté poplatky a provize	6 702	7 077	6 971	7 305	7 725	7 839
Provozní náklady celkem	12 951	13 148	13 485	13 489	12 666	13 521
Čistý zisk	12 657	12 528	13 954	9 475	13 330	11 007
Čistý zisk na akcii	335	331,68	369,44	249,97	351,20	289,99

Zdroj: Komerční bank, Projekce Fio Banky

Z pohledu vykázaného čistého zisku banky bude letošní rok pravděpodobně stabilizační, když po dvou letech klesajících zisků vykáže KB mírný meziroční nárůst čistého zisku. Pro poslední čtvrtletí roku 2014 neočekáváme výrazné změny v nastoleném trendu hospodaření banky v průběhu roku. Při pokračujícím poklesu výnosů státních dluhopisů a nižších výnosů z reinvestic přebytečné likvidity očekáváme meziroční stagnaci čistého úrokového výnosů banky při 21 419 mil. Kč. Přechod klientů do věrnostního programu banky s nižšími cenami základních bankovních služeb vyústí na úrovni celého roku dle naší projekce k meziročnímu poklesu poplatkových výnosů o cca 5,5 %. Celkové provozní výnosy očekáváme provozně slabší o 1,6 %. Pokles provozních nákladů banky za první tři čtvrtletí částečně kompenzoval klesající provozní výnosy. Pro jejich výhled na konci roku počítáme s poklesem o 1,5%. Pozitivní vliv na vykázaný čistý zisk KB budou mít meziročně nižší náklady rizika o cca 15 %.

Tabulka 5 Projekce hospodaření Komerční banky v letech 2014 – 2018 (mil. Kč)

Projekce hospodaření KB	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Čistý úrokový výnos	21 207	21 419	21 740	22 827	23 969	25 167
Čisté příjmy z poplatků a provizí	7 077	6 702	6 601	6 700	6 834	6 903
Ostatní provozní výnosy	2 611	2 298	2 413	2 533	2 787	3 065
Celkové provozní výnosy	30 895	30 419	30 754	32 061	33 590	35 135
Celkové provozní náklady	(13 148)	(12 951)	(13 016)	(13 146)	(13 409)	(13 677)
Provozní zisk	17 747	17 468	17 738	18 915	20 181	21 458
Náklady rizika	(1 739)	(1 478)	(1 700)	(2 040)	(2 142)	(2 249)
Zisk před zdaněním	15 731	15 710	15 760	16 579	17 578	18 394
Daně z příjmu	2 825	(2 671)	(2 679)	(2 901)	(3 076)	(3 219)
Čistý zisk za účetní období	12 906	13 039	13 081	13 677	14 502	15 175
Přirazený vlastníkům mateřské společnosti	12 528	12 657	12 781	13 377	14 202	14 875
Zisk na akcii	332	335	338	354	376	394

Zdroj: Fio banka

*Rok 2015 nepřinese výrazné zlepšení
v hospodaření KB.*

Management KB v rámci telekonferenčního hovoru s analytiky nastínil vlastní rámcový výhled pro rok 2015, který pro nás vzhledem ke své konzervativnosti představoval mírné zklamání. Management KB očekává v následujícím roce meziroční stagnaci provozních výnosů banky. Na úrovni hodnot letošního roku by se měly pohybovat rovněž provozní náklady banky. Přes očekávané oživení úvěrového trhu a předpokládaného růstu objemu poskytnutých úvěrů o 5 % (y/y) by úrokové výnosy banky měly rovněž stagnovat při hodnotách letošního roku, když management banky očekává pokračující tlak na úrokovou marži. Výnosy z poplatků budou pravděpodobně pokračovat ve své sestupné trajektorii. Jejich meziroční pokles by měl dosáhnout 1 – 2 %. Mírný optimismus vyjádřilo vedení KB směrem k výnosům z finančních operací. Příznivý trend vývoje nákladů rizika se přehoupne i do následujícího roku.

*Stabilizační rok 2015 z pohledu provozních
výnosů KB*

V rámci naší projekce hospodaření banky pro následující rok očekáváme, že banka po třech letech klesajících **provozních výnosů** vykáže jejich mírný **meziroční nárůst cca o 1 %**. Dominantní složka výnosů banky (s váhou 70%) – čistý úrokový výnos by měl dle naší prognózy růst meziročním tempem o 1,5 % k úrovni 21 740 mil. Kč.

Přes námi **očekávaný mírný růst úrokových výnosů o 1,5 %** z titulu rostoucího objemu úvěrů a vkladů bude banka čelit několika negativním vlivům. Výnosy desetiletých státních dluhopisů České republiky jsou na historicky nejnižší úrovni (0,85 %) a dosahují stejné úrovně jako výnosy německých vládních bondů. Reinvestice přebytečné likvidity bank do cenných papírů s nižším výnosem bude mít negativní dopad na úrokové výnosy banky, respektive její úrokovou marži. Vzhledem k očekávanému uvolňování měnových podmínek Evropské centrální banky a přebytku likvidity v domácím finančním sektoru při utlumené poptávce po úvěrech, neočekáváme pro následující rok významné zlepšení současného stavu.

*Hlavní drivery, které negativně ovlivňovaly
finanční výkonnost banky v letošním roce, budou
přetrvávat i v roce následujícím.*

Nízké úrokové sazby, jejichž oživení pro následující rok nic nesignalizuje, umocněné intenzivní konkurencí na českém bankovním trhu s negativním dopadem na dlouhodobý vývoj úrokového spreadu/úvěrových marží bank nebude rovněž nahrávat revitalizaci úrokové marže banky. V letošním roce táhly růst úvěrů zejména nízkomaržové hypoteční úvěry. KB se netají snahou více participovat na trhu spotřebitelského úvěrování, kde zaujímá ve vztahu k ostatním tržním segmentům relativně malý tržní podíl. Skladba úvěrového portfolia ve prospěch vyššího zastoupení úvěrů s vyšší marží může mít v následujících letech limitovaný pozitivní vliv na celkovou úrokovou marži banky. Ta je i vzhledem k velkému podílu korporátních úvěrů (nižší marže oproti retailu) v portfoliu banky nižší ve srovnání s hodnotami dvou největších konkurentů na českém bankovním trhu.

Z pohledu růstového potenciálu korporátních úvěrů a silného postavení banky v tomto segmentu vnímáme pro Komerční banku negativně současný rostoucí trend v externím financování korporací prostřednictvím dluhopisových emisí namísto tradičních bankovních úvěrů. Výše uvedené faktory, které budou mít negativní dopad na čistý úrokový výnos banky, budou z našeho pohledu kompenzovány **růstem objemu poskytnutých úvěrů (5 - 6 % y/y)** a vkladů.

Výnosy z poplatků představují stále menší složku celkových výnosů banky.

V dlouhodobém výhledu očekáváme, že český bankovní sektor vzhledem k nižší úvěrové penetraci ve srovnání se západoevropskými ekonomikami i lepším makroekonomickým vyhlídkám nevyčerpá svůj konvergenční potenciál, který vyústí v nadprůměrné tempo růstu bankovních úvěrů v letech 2016 - 2018.

Rostoucí konkurence na českém bankovním trhu je patrná z hlediska podílu poplatkových výnosů banky na jejich celkových provozních výnosech. Zatímco v roce 2004 realizovala Komerční banka 38 % svých celkových provozních výnosů z poplatků a provizí, v roce 2009 to bylo 24 % a na konci roku 2015 odhadujeme jejich podíl na 21,5 %.

S pokračujícím přechodem klientů do věrnostního programu banky, v jehož rámci realizuje banka nižší výnosy ze základních bankovních služeb, odhadujeme pro následující rok **meziroční pokles výnosů KB z poplatků a provizí o 1,5 %**. Čistý výnos z poplatků a provizí banky bude v následujících letech negativně ovlivněn klesajícími poplatky z úvěrových produktů a nižším příjmem z poplatků z platebních transakcí způsobený využíváním levnějších služeb přímého bankovníctví. S výraznějším očekávaným oživením úvěrové aktivity v letech 2016 – 2018 předpokládáme obrát ve vývoji poplatkových výnosů banky. Ty budou taženy vyšším objemem transakcí a úvěrovými poplatky z rostoucích obchodních objemů. Očekáváme, že svou růstovou dynamiku si v příštím roce udrží příjmy z křížových prodejů (životní pojištění, podílové fondy) s tím, jak klienti banky budou hledat v prostředí nízkých úrokových sazeb alternativní investice k depozitním produktům.

Ukončení intervenčního režimu ze strany ČNB oživí výnosy z finančních operací banky.

Výnosy z finančních operací banky by měly těžit v roce 2016 z předpokládaného ukončení intervenčního režimu ze strany ČNB. S uvolněním kurzového závazku a předpokládaným růstem úrokových sazeb budou korporátní klienti banky více motivováni k využívání zajišťovacích nástrojů proti měnovému i úrokovému riziku.

Na straně provozních nákladů KB nevidíme prostor k jejich dalšímu snižování.

Při zmiňované excelentní provozní efektivnosti banky nevidíme na straně provozních nákladů další významný prostor pro jejich pokles. V průběhu letošního roku těžila Komerční banka z úspor realitních nákladů v návaznosti na přestěhování části svého provozu do nové centrály ve Stodůlkách. Druhá významná složka provozních úspor KB nesla pečeť nižších telekomunikačních nákladů. Výraznější pozitivní efekt ve smyslu meziročně nižších provozních nákladů si od těchto dvou faktorů pro následující rok neslibujeme. V rámci naší projekce hospodaření KB předpokládáme, že provozní zisk banky dosáhne v roce 2015 při stagnujících nákladech 1,5% meziročního růstu v souladu s očekávaným vývojem provozních výnosů.

Očekáváme návrat nákladů rizika k normalizovaným úrovním 50 b.b.

Překvapivým driverem meziročně mírně vyššího zisku banky v průběhu letošního roku jsou náklady rizika při 30 bazických bodech z celkové úvěrové expozice banky. Stabilní ekonomické prostředí bude nahrávat **nízkým nákladům rizika i v nadcházejícím roce**. Rizikem pro tento předpoklad může být deklarovaná snaha KB více participovat na trhu rizikovějšího spotřebitelského financování a úvěrování SME Pro dlouhodobější projekci (2016 – 2018) proto počítáme s **návratem nákladů rizika k normalizovaným hodnotám 50 b.b. z celkové úvěrové expozice banky**.

Pro ocenění společnosti jsme použili dvoufázový dividendový diskontní model.

Vstupní parametry modelu: g 2,8 %, RoE 14%, CoE 9 %

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

Pro určení vnitřní hodnoty akcií Komerční banky jsme zvolili dvoufázový dividendový diskontní model. Hlavní hodnotu oceňované společnosti tedy spatřujeme v jejím budoucím výnosovém potenciálu. První fáze pokrývající následujících 5 let finančního plánu (2014–2018) je založena na diskontovaných projektovaných dividendách. Druhá fáze modelu pokrývající terminální hodnotu společnosti vychází z implikované hodnoty P/BV a projektované účetní hodnoty vlastního kapitálu banky ke konci roku 2018.

Diskontní míru jsme stanovili na úrovni nákladů vlastního kapitálu, které dle našeho názoru nejlépe vyjadřují riziko spojené s předmětem ocenění. Náklady na vlastní kapitál jsme odhadli na základě modelu CAPM, který vychází z výnosů bezrizikové investice, prémie za tržní riziko, koeficientu beta dané společností a dalších případných rizikových přírážek. Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili výnosy desetiletých státních dluhopisů České republiky, přičemž bezprecedentně nízké výnosy státních dluhopisů vyžadují dle našeho názoru individuální přístup pro jednotlivé roky první fáze finančního plánu. Vzhledem k tomu, že současné nízké výnosy státních dluhopisů považujeme v horizontu následujících pěti let za neudržitelné, přistoupili jsme k jejich individuální projekci pro jednotlivé roky první fáze modelu, jak dokumentuje tabulka níže. Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 1 jsme převzali z databáze Bloomberg. Prémie za tržní riziko pro Českou republiku vychází z modelu A. Damodarana.

Tabulka 6 Stanovení diskontní míry

Parametry diskontní míry	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Bezriziková výnosová míra	0,9 %	1 %	1,5 %	2 %	2 %
Beta	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
Riziková prémie	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Diskontní sazba	6,9 %	7,06 %	7,56 %	8,06 %	8,06 %

Zdroj: Fio banka

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili **dlouhodobou růstovou míru na úrovni 2,81 %** při zachování konzistentnosti modelu s předpokládanou udržitelnou **návratností vlastního kapitálu** Komerční banky na úrovni **14 %** a uvažovaným podílem zadržovaného zisku ve výši 20 %. **Diskontní míra** pro terminální hodnotu na úrovni **9 %** při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 3 %. Výsledné ocenění akcií Komerční banky metodou dvoufázového diskontovaného dividendového modelu znázorňuje tabulka na následující straně.

Tabulka 7 Ocenění společnosti KB (mil. Kč)

Vstupní parametry modelu	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Čistý zisk	12 657	12 781	13 377	14 202	14 875
Výplatní poměr	90 %	90 %	70 %	70 %	80 %
Dividenda na akcii	300	300	250	260	310
Výplata dividend	11 392	11 503	9 364	9 942	11 900
Diskontní faktor	1,07	1,15	1,24	1,36	1,47
Diskontovaný tok dividend	10 652	10 036	7 525	7 291	8 077
ROE	14 %				
Diskontní míra	9 %				
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,8 %				
Implikovaná hodnota P/BV	1,81				
Účetní hodnota vlastního kapitálu	118 943				
Terminální hodnota	214 864				
Současná hodnota TV	145 828				
Současná hodnota dividend	43 581				
Ocenění společnosti	189 408				
Počet emitovaných akcií	38 mil.				
Současná férová hodnota akcie (Kč)	5 015				
Cílová cena pro 6 M	5 189				

Zdroj: Fio banka

Současnou férovou cenu akcií KB vidíme na úrovni 5 015 Kč

Při potenciálním výnosu 9,8 % stanovujeme naši cílovou cenu pro investiční horizont 6M na úrovni 5 189 Kč.

Na základě našeho modelu a výše uvedených předpokladů **odhadujeme současnou vnitřní hodnotu akcií společnosti Komerční banka ve výši 5 015 Kč**. Cílovou cenu pro investiční horizont 6 měsíců stanovujeme při 7% požadované výnosnosti vlastního kapitálu na **5 189 Kč za akcii**. Při započtení očekávané výše dividendy za rok 2014 ve výši 300 Kč na akcii představuje naše cílová cena oproti závěrečné tržní ceně akcie z 5. prosince 2014 **potenciální výnos cca 10 %**. Vzhledem k současné tržní ceně akcií Komerční banky a velikosti potenciálního výnosu vydáváme pro akcie **investiční doporučení „držet“**.

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

Níže uvedená tabulka demonstruje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie na vybrané vstupní parametry oceňovacího modelu. V našem případě se jedná o diskontní míru v rámci pokračující hodnoty a rentabilitu vlastního kapitálu.

Tabulka 8 Citlivostní analýza modelu

CoE	ROE				
	13,00%	13,50%	14,00 %	14,50%	15,00%
8,0 %	5 269	5 508	5 757	6 015	6 283
8,5 %	4 921	5 133	5 353	5 581	5 817
9 %	4 626	4 817	5 015	5 218	5 428
9,5 %	4 375	4 548	4 726	4 909	5 099
10 %	4 157	4 315	4 478	4 645	4 817

Zdroj: Fio banka

SWOT ANALÝZA

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

SILNÉ STRÁNKY:

- Silná kapitálová pozice banky
- Silná provozní efektivnost banky vyjádřená poměrem „cost / income“
- Nízký podíl nevýkonných úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu
- Nadprůměrná návratnost vlastního kapitálu i celkových aktiv
- Silná tržní pozice v rámci českého bankovního sektoru

SLABÉ STRÁNKY:

- Velká závislost na vývoji korporátního segmentu
- Malý tržní podíl v segmentu spotřebitelského úvěrování

PŘÍLEŽITOSTI:

- Nižší úvěrová penetrace vůči HDP v České republice
- Oživení CEE ekonomik a růst tempa korporátních úvěrů

HROZBY:

- Rostoucí intenzita konkurence
- Tlak na ceny základních bankovních služeb a úrokovou marži
- Rostoucí trend ve financování korporací na dluhopisovém trhu
- Přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb
- Reálná možnost zavedení sektorové bankovní daně
- Utahování regulačních pravidel

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

Ing. Michal Křikava
Fio banka, a.s.
Analytik
michal.krikava@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných. Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

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

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

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

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

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

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

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 5.12.2014 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 1 doporučení koupit, 2 doporučení akumulovat, 2 doporučení držet a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz