

Doporučení: **Akumulovat**  
Cílová cena: **903 Kč**

## Komerční banka (BAAKOMB)

### Souhrn doporučení

<b>Aktuální doporučení</b>	<b>Akumulovat</b>
Předchozí doporučení (5.12.2018)	Akumulovat
<b>Cílová cena (12M)</b>	<b>903 Kč</b>
Předchozí cílová cena (5.12.2018)	1007 Kč
<b>Datum vydání</b>	<b>12. 12. 2019</b>

### Výkonnost (%)

	3M	6M	12M
Komerční banka	(4,8)	(11,1)	(11,8)
Index PX	4,4	3,1	3,3
STOXX EUR. 600 Banks	9,5	2,9	(3,7)

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

## Komerční banka (BAAKOMB)

### Základní informace

<b>Odvětví:</b>	Bankovníctví
<b>Ticker:</b>	BAAKOMB (BCPP)
<b>Počet vydaných akcií:</b>	188,9 mil. ks.
<b>Free float:</b>	39,6 %
<b>Tržní kapitalizace:</b>	151,4 mld. Kč
<b>Dividenda (2019e)</b>	52 Kč
<b>Závěrečná cena (11.12.19, 16:25)</b>	800 Kč
<b>Max. 12M (6.3.2019, čas 16:25)</b>	962 Kč
<b>Min. 12M (14.10.2019, čas 16:25)</b>	737 Kč

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

### Graf. č. 1: Vývoj akcií KB za 12 M



Zdroj: Fio banka

▪ V předkládané analýze akciového titulu společnosti Komerční banka (dále také „KB“ nebo „Banka“) aktualizujeme naši cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie Banky. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke **snížení naší cílové ceny pro akcie KB z 1007 Kč na 903 Kč**. Vzhledem k aktuálnímu tržnímu kurzu akciového titulu potvrzujeme **naše investiční doporučení na stupni „akumulovat“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Komerční banky představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců potenciální kapitálový výnos 13 %.

▪ Ke snížení naší cílové ceny jsme přistoupili v návaznosti na námi očekávanou nižší ziskovost Banky na horizontu střednědobé projekce (2020-22). V porovnání s poslední publikovanou analýzou jsme snížili naše odhady čistého zisku Komerční banky v letech 2020-22 o 1 - 6 % zejména v návaznosti na očekávaný nižší čistý úrokový výnos Banky v porovnání s předchozí projekcí. V porovnání s tržními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2020) 74 Kč a EPS (2021) 75 Kč jsou naše aktualizované odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2020 – 2021 při 77 Kč a 76 Kč optimističtější.

▪ Akcie Komerční banky se aktuálně obchodují při 1,4x P/BV (2020) a 10,3x P/E (2020) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E20 9,8x, P/BV20 1,0x) se Komerční banka obchoduje s premií, což dle nás ospravedlňuje dlouhodobě nadprůměrná rentabilita Banky při střednědobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROE) na úrovni  $\geq 13,0\%$ . Při odhadovaném kumulativním dividendovém výnosu 19 % za časové období 2019 – 2021 považujeme nadále současné tržní ocenění KB za investičně atraktivní.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění KB

Projekce hospodaření (mil. Kč)	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Provozní výnosy</b>	32 203	32 964	33 710	34 522
<b>Provozní zisk</b>	17 568	18 044	18 507	19 029
<b>Čistý zisk</b>	14 846	15 262	14 592	14 511
<b>Dividenda (DPS)</b>	51 Kč	52 Kč	50 Kč	50 Kč
Valuace	2018	2019e	2020e	2021e
<b>P/BV</b>	1,60x	1,43x	1,40x	1,33x
<b>P/E</b>	11,40x	9,9x	10,3x	10,2x
<b>Dividendový výnos</b>	6,4 %	6,6 %	6,3 %	6,3 %
Vybrané parametry	2018	2019e	2020e	2021e
<b>CET1</b>	17,9 %	18,3 %	18,6 %	18,8 %
<b>Provozní náklady / výnosy</b>	45,4 %	45,3 %	45,1 %	44,9 %

Zdroj: Komerční banka, Fio banka, Bloomberg

## HOSPODAŘENÍ KB ZA 1-9M/19

**Čistý zisk Komerční banky bez zahrnutí jednorázových položek dosáhl za prvních devět měsíců roku 2019 meziročního růstu o 0,5 % na 11,01 mld. Kč. Růst provozních výnosů Banky o 3 % podpořil zejména silnější čistý úrokový výnos. Meziročně vyšší tržní úrokové sazby společně s růstem obchodních objemů podpořily výnosy z reinvestic depozit, zatímco úvěrové marže zůstávají pod konkurenčním tlakem. K výborné provozní efektivitě KB (C/I 45,9 %) nadále přispívá nákladová disciplína Banky. Na pozadí přetrvávajících příznivých makroekonomických podmínek ČR představují mimořádně nízké náklady na riziko (-7 bps) významný faktor dlouhodobě nadprůměrné ziskovosti KB (ROE 14,6 %).**

**Provozní výnosy** Banky dosáhly za 9M/19 meziroční nárůst o 3,0 % na 24,4 mld. Kč výhradně vlivem růstu čistého úrokového výnosu. **Čistý úrokový výnos** dosáhl za 9M/19 výše 17,7 mld. Kč, což představuje jeho meziroční nárůst o 6,0 %. Růst čistého úrokového výnosu podpořil růst úvěrů (+4 y/y) i vkladů (+6,3 % y/y). V porovnání s vývojem tuzemského úvěrového trhu (+5 % y/y) jde však o podprůměrnou úvěrovou dynamiku. Výnosy z reinvestic depozit a kapitálu vzrostly v návaznosti na růst jejich objemu i meziročně vyšší úrokové sazby o 18 % na 8,72 mld. Kč. Čistá úroková marže dosáhla za prvních devět měsíců letošního roku 2,2 % stejně jako v předchozím roce. Podíl neúrokových výnosů na celkových provozních výnosech KB činil za 9M/19 28 %. **Výnosy z poplatků a provizí** za prvních devět měsíců meziročně stagnovaly při hodnotě 4,44 mld. Kč, když meziroční nárůst poplatků z křížových prodejů a ze speciálních finančních služeb vykompenzoval v plné míře pokles transakčních poplatků.

**Provozní náklady** očištěné o jednorázové položky meziročně vzrostly o 2,8 % na 11,22 mld. Kč zejména vlivem růstu personálních nákladů a odpisů. Osobní náklady bez zahrnutí jednorázových položek meziročně vzrostly o 2,0 % na 5,82 mld. Kč. Naopak všeobecné provozní náklady očištěné o mimořádné položky zaznamenaly meziroční pokles o 5,0 % na 2,75 mld. Kč. Odpisy a amortizace se meziročně zvýšily o 33 % na 1,81 mld. Kč v návaznosti na realizované investice do softwaru a IT vybavení. Poměr provozních nákladů k výnosům dosáhl solidní úrovně 45,9 % (střednědobý cíl KB ≤ 45 %).

**Tvorba rezerv a opravných položek** dosáhla za 9M/19 negativní výše 328 mil. Kč. Náklady na riziko v relativním vyjádření tak dosáhly velmi nízkých hodnot při -7 bazických bodech průměrného úvěrového portfolia. Poměr rizikových nákladů (NPL) meziročně klesl na 2,3 % z úrovně 2,8 % ve 3Q/18. KB navíc v rámci výsledkové prezentace za 3Q/19 informovala, že jedná o řešení významné historické úvěrové angažovanosti. V případě úspěšného dokončení by pak ve 4Q/19 mohla přistoupit k rozpuštění vytvořených opravných položek ve "významném objemu" (cca 0,5 mld. Kč).

**Čistý zisk** Komerční banky za 9M/19 dosáhl výše 11,06 mld. Kč, což v meziročním srovnání představuje nárůst o 0,9 %. Po očištění o jednorázové položky dosáhl čistý zisk meziročního růstu o 0,5 % na 11,01 mld. Kč. Měřeno rentabilitou vlastního kapitálu (14,6 %) zůstává ziskovost KB v evropském bankovním měřítku nadprůměrná. Kapitálová přiměřenost KB na konci 3Q/19 dosáhla silné úrovně 19,4 % (CET1 18,9 %).

Tabulka č. 2 Hospodaření KB za 9M/2019

mil. Kč	1-9M/18	1-9M/19	Změna	FY 2017	FY 2018	Změna
Čisté úrokové výnosy	16 673	17 670	+6,0 %	20 985	22 704	+8,2 %
Výnosy z poplatků a provizí	4 446	4 441	(0,1 %)	6 284	6 025	-4,1 %
Ostatní výnosy	2 612	2 327	(8,7 %)	3 791	3 474	-8,4 %
<b>Provozní výnosy</b>	<b>23 731</b>	<b>24 437</b>	<b>3,0 %</b>	<b>31 060</b>	<b>32 203</b>	<b>+3,7 %</b>
Provozní náklady	(11 015)	(11 224)	+1,9 %	(14 510)	(14 635)	+0,9 %
<b>Hrubý provozní zisk</b>	<b>12 716</b>	<b>13 213</b>	<b>+3,9 %</b>	<b>16 550</b>	<b>17 568</b>	<b>+6,2 %</b>
Náklady na riziko	659	328	-50,2 %	387	643	+66,1 %
<b>Čistý zisk před zdaněním</b>	<b>13 647</b>	<b>13 827</b>	<b>+1,2 %</b>	<b>18 286</b>	<b>18 519</b>	<b>+1,3 %</b>
Daň z příjmu	(2 428)	(2 530)	+4,2 %	(3 012)	(3 348)	+11,2 %
<b>Čistý zisk připadající akcionářům banky</b>	<b>10 958</b>	<b>11 061</b>	<b>+0,9 %</b>	<b>14 930</b>	<b>14 846</b>	<b>-0,6 %</b>

Zdroj: Komerční banka

**Výhled hospodaření pro rok 2020** nastínil management Banky v rámci konferenčního hovoru k hospodářským výsledkům za 3Q/19. Růst výnosů by měl podpořit zejména růst čistého úrokového výnosu. Pokračující tlak na úvěrové marže by měl být více než vykompenzován růstem obchodních objemů Banky. Výnosy z poplatků a provizí zaznamenají v následujícím roce vlivem nových regulačních opatření pravděpodobně meziroční pokles o 2 – 3 %. Bez dopadu těchto regulačních opatření by dle předpokladů managementu Banky poplatkové výnosy zaznamenaly růst o 2 – 3 %. Výnosy z finančních operací by v roce 2020 měly dosáhnout mírného meziročního růstu. Provozní náklady by měly dosáhnout meziročního růstu na úrovni inflace. Provozní zisk před tvorbou opravných položek a rezerv by tak měl v příštím roce dosáhnout mírného meziročního růstu. Náklady na riziko očekává management Banky v příštím roce v intervalu 0 – 10 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia.

## PROJEKCE HOSPODAŘENÍ KB (2019 – 2022)

Střednědobé finanční cíle definované managementem KB v rámci strategického plánu pro období 2018-20 (provozní výnosy  $\geq 33$  mld. Kč, provozní náklady / výnosy  $\leq 45$  % a návratnost vlastního kapitálu  $\geq 12$  %) by měla být schopna Banka s rezervou splnit. Čistý úrokový výnos bude nadále představovat hlavní zdroj rostoucích provozních výnosů KB ve střednědobém období. Výnosy z poplatků a provizí by v příštím roce měly oslabit vlivem regulace poplatků za přeshraniční platby v eurech v zemích EU. Očekávaný růst provozních výnosů a nákladová disciplína v oblasti administrativních nákladů by měla vést na horizontu naší projekce ke splnění střednědobého cíle pro poměr provozních nákladů k výnosům (C/I)  $\leq 45$  %. Náklady na riziko v odhadované výši 0 – 10 bazických bodů úvěrového portfolia setrvají i v roce 2020 pod normalizovanou úrovní 30 bps. Návratnost vlastního kapitálu Banky (ROE) ve střednědobém horizontu by se měla dle naší projekce stabilizovat na úrovni  $\geq 13$  %. V návaznosti na předpokládaný růst souhrnných kapitálových požadavků k výši 17,7 % od poloviny příštího roku a očekávaný organický růst Banky je růst dividendového výplatního poměru nad deklarovanou úroveň 65 % čistého zisku za rok 2019 ve střednědobém období z našeho pohledu nepravděpodobný.

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření 2019 – 2022

Mil. Kč	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Čistý úrokový výnos	22 704	23 760	24 425	25 060	25 687
Výnosy z poplatků a provizí	6 024	6 040	5 865	6 011	6 192
Ostatní výnosy	3 787	3 350	3 330	3 420	3 500
<b>Celkové provozní výnosy</b>	<b>32 203</b>	<b>32 964</b>	<b>33 710</b>	<b>34 522</b>	<b>35 429</b>
Provozní náklady	(14 635)	(14 920)	(15 203)	(15 492)	(15 787)
<b>Provozní zisk</b>	<b>17 568</b>	<b>18 044</b>	<b>18 507</b>	<b>19 029</b>	<b>19 642</b>
Tvorba rezerv a opravných položek	643	818	(577)	(1211)	(1588)
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>18 519</b>	<b>18 862</b>	<b>17 929</b>	<b>17 818</b>	<b>18 054</b>
Daň z příjmů	(3 348)	(3 480)	(3 227)	(3 207)	(3 141)
<b>Reportovaný čistý zisk</b>	<b>14 846</b>	<b>15 262</b>	<b>14 592</b>	<b>14 511</b>	<b>14 782</b>
<b>Zisk na akcii (Kč)</b>	<b>79</b>	<b>81</b>	<b>77</b>	<b>77</b>	<b>78</b>

Zdroj: Fio banka

**Provozní výnosy** Banky zaznamenají v letošním roce dle našich odhadů meziroční nárůst o 2,4 % na 32,96 mld. Kč. V letošním roce by tak KB měla v podstatě dosáhnout svého střednědobého cíle pro provozní výnosy ( $\geq 33$  mld. Kč). Růst provozních výnosů na horizontu naší střednědobé projekce (2019-22) odhadujeme na 2,4 % CAGR zejména vlivem předpokládaného růstu čistého úrokového výnosu.

Růst **čistého úrokového výnosu** na horizontu naší střednědobé projekce by měl být podpořen zejména vyššími výnosy z reinvestic depozit v návaznosti na předpokládaný růst objemu vkladů. Růst úvěrového portfolia Banky za období 2019 – 2022 by měl dle naší aktualizované projekce dosáhnout 4,9 % CAGR. Výhled managementu Banky pro růst objemu úvěrů v roce 2020 ( $>6$  % y/y) se nám jeví i ve světle úvěrové dynamiky KB v posledních dvou letech jako ambiciózní. Čistá úroková marže dosáhne za letošní rok úrovně cca 2,2 %, přičemž v následujícím roce předpokládáme její meziročně stabilní hodnoty. Proti posílení čisté úrokové marže Banky bude dle našeho názoru nadále působit konkurenční tlak na úroková rozpětí.

**Výnosy z poplatků a provizí** by v letošním roce měly dosáhnout meziročně stabilních hodnot ve výši 6,04 mld. Kč. V závěru letošního roku vejdou v účinnost regulační opatření, které budou oslabovat schopnost tuzemských bank generovat vyšší poplatkové výnosy. Regulace poplatků za přeshraniční platby v eurech v rámci EU by měla mít negativní dopad na poplatkové výnosy Banky dle odhadů managementu více než 300 mil. Kč. To představuje zhruba 5 % celoročních poplatkových výnosů Banky. Z tohoto důvodu předpokládáme v následujícím roce meziroční pokles poplatkových výnosů o cca 2 %. K růstu poplatkových výnosů na horizontu naší střednědobé projekce by měl naopak přispět pokračující trend růstu poplatkových výnosů z provizí třetích stran (investiční a pojistné produkty).

**Provozní náklady** očištěné o jednorázové položky porostou v letošním roce pomaleji v porovnání s růstem výnosů. Růst provozních nákladů na horizontu naší střednědobé projekce předpokládáme na úrovni inflace. Přetrvávající nízká nezaměstnanost v ČR bude na horizontu naší projekce vytvářet tlak na růst nominálních mezd. K růstu provozních nákladů na horizontu naší projekce přispějí rovněž vyšší odpisy vlivem realizovaných investic do IT vybavení a implementace nových účetních standardů IFRS 16.

*Poměr provozních nákladů vůči výnosům předpokládáme v rámci střednědobého období na úrovni < 45 %.*

*Náklady na riziko zůstanou i v následujícím roce pod normalizovanou úrovní 30 bps.*

*Návrh dividendy za letošní rok předpokládáme na úrovni 52 Kč na akcii.*

K úspoře provozních nákladů v rámci střednědobého období by mělo naopak přispět i plánované snížení počtu bankovních poboček o 10 – 15 % do roku 2020 a celkového počtu zaměstnanců o 5 % do roku 2019 oproti stavu na konci roku 2017. Střednědobým cílem vedení Komerční banky zůstává zachování poměru provozních nákladů k výnosům na úrovni  $\leq 45$  %. V rámci naší střednědobé projekce předpokládáme dosažení těchto cílových hodnot.

Tabulka č. 4 Provozní výnosy / provozní náklady (mil. Kč)

	2018	2019	2020	2021
Provozní výnosy	32 203	32 964	33 710	34 522
Provozní náklady	14 634	14 920	15 203	15 492
Provozní náklady / provozní výnosy	45,4 %	45,3 %	45,1 %	44,9 %

Zdroj: Fio banka

**Náklady na riziko** by i v následujícím roce měly setrvat pod normalizovanou úrovní 30 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia. V souladu s výhledem managementu Banky předpokládáme v následujícím roce úroveň rizikových nákladů v intervalu 0 - 10 bazických bodů. Banka v rámci výsledkové prezentace za 3Q/19 informovala, že v současnosti jedná o řešení významné historické angažovanosti. V případě úspěšného dokončení by pak ve 4Q/19 mohla přistoupit k rozpuštění vytvořených opravných položek ve výši cca 0,5 mld. Kč. Tento scénář je nyní v rámci naší aktuální projekce zahrnut.

**Čistý zisk** KB za rok 2019 dosáhne velmi pravděpodobně vyšších hodnot (EPS 81 Kč/2019E) oproti naší poslední publikované prognóze zejména vlivem příznivějších nákladů na riziko i vyššího čistého úrokového výnosu. Naše aktualizovaná střednědobá projekce čistého zisku Banky v letech 2020-21E (EPS 77 Kč/2020, EPS 76 Kč/2021) je naopak vůči předchozí projekci nižší o 1-6 %. V porovnání s konsenzuálními tržními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2020) 74 Kč a EPS (2021) 75 Kč nicméně zůstává naše projekce čistého zisku optimističtější.

**Dividendová politika** pro střednědobý horizont nebyla vedením KB představena. Management KB pouze potvrdil záměr vyplatit na dividendách za letošní rok 65 % konsolidovaného čistého zisku. Při námi odhadovaném čistém zisku na akcii v roce 2019 ve výši 81 Kč by měl návrh dividendy dle našich odhadů činit 52 - 53 Kč na akcii. Ve vztahu k aktuálnímu tržnímu kurzu akcií KB to představuje hrubý dividendový výnos cca 6,6 %. Na základě současné kapitálové vybavenosti Banky i předpokládaného organického růstu na horizontu naší projekce předpokládáme, že KB by měla být schopna udržet 65% výplatní poměr pro dividendu i v letech 2020-21. A to i navzdory pokračujícímu růstu kapitálových požadavků ze strany ČNB. V návaznosti na pravidelný proces přezkumu a vyhodnocení (SREP) a probíhající diskusi s ČNB nyní KB ve svém základním scénáři předpokládá, že bude povinna v roce 2020 udržovat ukazatel kapitálového poměru SREP (TSCR) na konsolidované bázi na úrovni nejméně 10,2 %, tedy o 60 bazických bodů vyšší než dosud. S růstem kapitálových požadavků v návaznosti na růst proticyklické kapitálové rezervy (s účinností od 1. ledna 2020 na 1,75 % a od 1. července 2020 na 2 %) by se na KB měla k 1. červenci 2020 vztahovat **souhrnná výše kapitálových požadavků přibližně 17,7 %**. S přihlédnutím k deklarovanému kapitálovému polštáři 50 – 200 bazických bodů nad minimální úroveň kapitálových požadavků by cílový stav pro kapitálovou přiměřenost KB měl dosahovat ve střednědobém období 18,5 - 19 %.

## SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie Komerční banky se obchodují s premií (P/BV) vůči středním hodnotám referenční skupiny bank regionu střední a východní Evropy. Vzhledem k nadprůměrné rentabilitě KB i silnější kapitálové pozici Banky v porovnání s bankami v regionu CEE jsou vyšší valuační násobky KB z našeho pohledu ospravedlnitelné.

Tabulka č. 5 Valuační násobky referenční skupiny za 2019 a 2020

	P/E 19	P/E 20	P/BV 19	P/BV 20
Komerční banka	9,90	10,30	1,43	1,40
Moneta Money Bank	10,57	10,55	1,57	1,54
Erste Group	9,04	9,05	0,96	0,96
Raiffeisen Bank	6,36	6,16	0,60	0,56
PKO Bank	10,77	10,28	1,14	1,09
Bank Pekao	12,03	10,38	1,16	1,12
Bank Handlowy	12,76	10,75	0,95	0,92
Santander Bank Polska	13,17	11,52	1,18	1,11
Alior Bank	8,01	6,52	0,58	0,53
mBank	13,16	11,85	0,99	0,92
OTP Bank	10,22	9,63	1,79	1,55
<b>Průměr odvětví</b>	<b>10,60</b>	<b>9,77</b>	<b>1,06</b>	<b>1,01</b>
<b>Medián odvětví</b>	<b>10,67</b>	<b>10,47</b>	<b>1,07</b>	<b>1,03</b>

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 1,0násobku P/BV (2020) a 9,8násobku očekávaného čistého zisku za rok 2020. Akcie Komerční banky se nyní obchodují při 1,4násobku P/BV (2020) a přibližně 10,3násobku očekávaného čistého zisku za rok 2020. Optikou historických průměrných valuačních násobků akcií Komerční banky jde o podprůměrné hodnoty. Z komparativní analýzy bank střeoevropského regionu je patrné, že vyššímu relativnímu ocenění trhem se těší banky se silnou kapitálovou pozicí, nadprůměrnou rentabilitou a vyšším dividendovým výplatním poměrem (Moneta Money Bank). Akcie KB se dlouhodobě obchodují s premií (P/BV) vůči referenční skupině bank střeoevropského regionu. Ta je dle našeho názoru opodstatněná. Valuační premie akcií KB odráží nadprůměrnou profitabilitu Banky (ROE i ROA) při nižším rizikovém profilu (silná rozvaha, konzervativní obchodní model, téměř výhradní expozice na Českou republiku). Vzhledem k silné kapitálové pozici KB vynikne její nadprůměrná rentabilita v porovnání s referenční skupinou bank regionu CEE zejména na úrovni návratnosti průměrných aktiv.

Tabulka č. 6 Vybrané ukazatele referenční skupiny za FY 2018

	CET1 (%)	Náklady / výnosy (%)	ROE (%)	ROA (%)
MONETA Money Bank	16,40	47,74	17,90	2,10
Komerční banka	18,97	42,84	16,96	1,57
Erste Group	13,50	60,50	13,66	0,78
Raiffeisen Bank	15,00	57,53	11,78	0,92
PKO Bank	17,54	52,77	9,93	1,21
Bank Pekao	15,80	55,77	9,93	1,20
Bank Handlowy	16,80	54,13	9,13	1,38
Santander Bank Polska	14,11	42,23	10,06	1,32
Alior Bank	12,81	43,17	10,83	1,00
OTP Bank	16,50	62,36	18,31	2,29
<b>Průměr odvětví</b>	<b>15,74</b>	<b>51,90</b>	<b>12,85</b>	<b>1,38</b>
<b>Medián odvětví</b>	<b>16,10</b>	<b>53,45</b>	<b>11,31</b>	<b>1,27</b>

Zdroj: Bloomberg



## OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

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

První fáze pokrývající čtyři roky finančního plánu (2019 – 2022) je založena na diskontovaných projektovaných dividendách. Druhá fáze modelu pokrývající terminální hodnotu společnosti vychází z **implikované hodnoty P/BV dle vzorce  $P/BV(x) = (ROE-g) / (CoE-g)$**  a projektované účetní hodnoty vlastního kapitálu Banky ke konci první fáze projektovaného období (2022).

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 přírůžek.

Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili dlouhodobý průměrný výnos desetiletých státních dluhopisů České republiky.

Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 1 jsme převzali z databáze Bloomberg. Prémii za tržní riziko jsme odvodili z rizikové přírůžky pro Českou republiku, která vychází z modelu A. Damodarana.

Tabulka č. 7 Stanovení diskontní míry

	2019e	2020e	2021e	2022e	TH
Bezriziková výnosová míra	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
BETA	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Riziková prémie	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>9,0 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>9,0 %</b>

Zdroj: Fio banka

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru na úrovni 2 %. V dlouhodobém investičním horizontu považujeme v případě společnosti za udržitelnou návratnost vlastního kapitálu (ROE) na úrovni 13,0 %. 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 dividendového diskontního modelu dokumentují tabulky č. 8 a 9 na následující straně.

**Tabulka č. 8 Ocenění společnosti Komerční banka (mil. Kč)**

	2019e	2020e	2021e	2022e
Čistý zisk	15 262	14 592	14 511	14 782
Výplatní poměr	65 %	65 %	65 %	65 %
Dividenda na akcii (Kč)	52	50	50	49
Výplata dividend	9 920	9 485	9 432	9 609
Diskontní faktor	1,0	1,09	1,19	1,30
Diskontovaný tok dividend	9 920	8 702	7 939	7 420

Zdroj: Fio banka

**Tabulka č 9 Rekapitulace ocenění akcií Komerční banky**

Vstupní parametry modelu	
ROE	13,0 %
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	9,0 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,0 %
Implikovaná hodnota P/BV	1,6x
BV (2022e)	120 537 mil. Kč
Terminální hodnota	192 859 mil. Kč
Současná hodnota TH	136 626 mil. Kč
Současná hodnota vyplacených dividend (2019 – 2022e)	33 980 mil. Kč
Ocenění společnosti	170 606 mil. Kč
Počet emitovaných akcií	189 mil. ks
<b>Cílová cena akcie (12M)</b>	<b>903 Kč</b>

Zdroj: Fio banka

*Při potenciálním kapitálovém výnosu ve výši 13 % stanovujeme naši cílovou cenu pro akcie Komerční banky pro investiční horizont dvanácti měsíců na úrovni 903 Kč.*

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Komerční banky ve výši 903 Kč**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií společnosti **potvrzujeme pro akcie Komerční banky investiční doporučení „akumulovat“**.

*Udržitelná návratnost vlastního kapitálu při  
13 % představuje z našeho pohledu  
nejpravděpodobnější scénář vývoje relevantních veličin  
společnosti.*

## CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

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

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 80 % odhadované hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentuje tabulka č. 10.

Tabulka č. 10 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

CoE	ROE				
	11,5 %	12 %	13 %	13,5 %	14,0 %
8,0 %	896	934	1009	1047	1084
8,5 %	841	876	945	980	1015
9,0 %	794	826	<b>903</b>	923	955
9,5 %	753	783	843	873	903
10,0 %	717	745	802	830	858

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

- Univerzální bankovní obchodní model – kompletní nabídka služeb
- Silné tržní postavení v segmentu korporátních úvěrů
- Rezistentní nadprůměrná rentabilita Banky
- Široká klientská základna

### Slabé stránky

- Slabší tržní podíl v oblasti spotřebitelských úvěrů
- Podprůměrný růst úvěrového portfolia

### Příležitosti

- Nízká úvěrová penetrace vůči HDP v České republice
- Příznivé makroekonomické prostředí České republiky
- Velké množství klientských dat
- Prodej investičních a pojistných produktů třetích stran
- Zlepšení provozní efektivity na pozadí postupující digitalizace

### Hrozby

- Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokové marže
- Zhoršení globálního makroekonomického vývoje
- Vyšší odvody v návaznosti na vznik Národního rozvojového fondu
- Konkurence Fin-tech sektoru
- Nové regulační požadavky (MREL, sjednocení cen platebv eurech)

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 vydány, 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 reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) 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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přejme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

**Koupit** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

**Akumulovat** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5% až -5%

**Redukovat** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %

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

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti Komerční banka naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/717-komerčni-banka>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílů jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

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