

Komerční banka

Doporučení: **Akumulovat**
Cílová cena: **997 Kč**

Komerční banka (BAAKOMB)

Souhrn doporučení

Aktuální	Akumulovat
Předchozí doporučení	Akumulovat
Cílová cena (12M):	997 Kč
Minulá cílová cena (14.9.2016)	940 Kč
Datum vydání:	4. 12. 2017

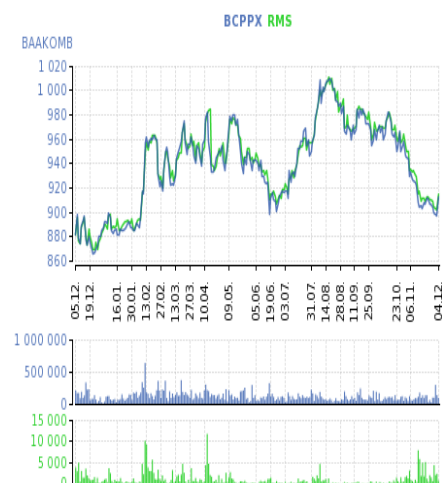
Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Komerční banka	-9,7	-5,8	+7,7
Index PX	+1,9	+3,2	+19,0
STOXX EUR. 600 Banks	-1,4	-2,8	+14,2

Komerční banka (BAAKOMB)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Ticker:	BAAKOMB (BCPP)
Počet vydaných akcií:	188,9 mil. ks.
Free float:	64 %
Tržní kapitalizace:	172,0 mld. Kč
Dividenda (2017e)	42 Kč
Uzavírací cena 1. 12. 2017	897,8 Kč
Roční maximum:	1 013 Kč
Roční minimum:	836 Kč

Graf. č. 1: Vývoj akcií Komerční banky 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 **zvýšení naší cílové ceny pro akcie KB z 940 Kč na 997 Kč**, přičemž vzhledem k aktuální tržní ceně akciového titulu **potvrzujeme naše investiční doporučení na stupni „akumulovat“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie KB představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců potenciální 11% kapitálový výnos. Se započtením předpokládané dividendy za rok 2017 ve výši 42 Kč na akcii pak potenciální celkový výnos představuje cca 16 %.

▪ Ke **zvýšení naší cílové ceny** jsme přistoupili v návaznosti na vyšší očekávanou ziskovost KB na horizontu naší projekce v porovnání s předchozími odhady. Stěžejním činitelem vyšší ziskovosti KB zůstávají mimořádně nízké náklady na riziko (-5 bps 1-9M/2017) na pozadí příznivých makroekonomických podmínek České republiky. V porovnání s tržní projekcí dle dat agentury Bloomberg při EPS (2017) 72 Kč a EPS (2018) 69 Kč jsou naše odhady očištěného čistého zisku na akcii (EPS/2017e 70,5 Kč a EPS/2018e 68 Kč) konzervativnější.

▪ **Ocenění Společnosti** při 1,67x P/BV (2017) a 12,7x P/E (2017) je optikou pětiletých historických průměrných obchodovaných násobků KB průměrné. Vzhledem k nadprůměrné a rezistentní rentabilitě Banky (RoE +12,0 %) i nadprůměrnému dividendovému výnosu považujeme tržní ocenění akcií KB za přiměřené. Navzdory zvýšeným kapitálovým požadavkům (1H/2018) z titulu vyšší proticyklické kapitálové rezervy by si KB měla vzhledem k relativně komfortní kapitálové pozici zachovat výplatní poměr pro dividendu ve výši 60 % pro období následujících tří let. Ve vztahu k aktuální tržní ceně nabízí akcie KB dle našeho odhadu v letech 2017-19E kumulativní dividendový výnos 14 % (42 / 41 / 43 Kč).

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Komerční banky

Projekce hospodaření (mil. Kč)	2016	2017e	2018e	2019e
Provozní výnosy	31 751	30 782	31 455	33 035
Provozní zisk	17 725	17 416	16 962	18 284
Čistý zisk	13 689	14 220	12 906	13 555
Dividenda (DPS)	40 Kč	42 Kč	41 Kč	43 Kč
Valuace	2016	2017e	2018e	2019e
P/BV	1,65x	1,67x	1,61x	1,55x
P/E	12,2x	12,7x	13,1x	12,5x
Dividendový výnos	4,5 %	4,7 %	4,6 %	4,8 %
Vybrané parametry	2016	2017e	2018e	2019e
CET1	16,2 %	17,0 %	16,9 %	16,9 %
Provozní náklady / výnosy	44,2 %	43,4 %	46,1 %	44,7 %

Zdroj: Komerční banka, Fio banka

INVESTIČNÍ TEZE

Akcie KB svou výkonností v roce 2017 zaostávají za průměrnou výkonností evropských bank.

Na současných tržních úrovních mají akcie KB své místo v portfoliích investorů.

KB by měla těžit z rostoucích úrokových sazeb v České republice.

Dividendový výnos zůstává v rámci evropského bankovního sektoru nadprůměrný.

- Akcie Komerční banky posílily od začátku roku o 1,5 %. Svou výkonností v roce 2017 zaostávají za průměrnou výkonností evropských bank, neboť hodnota indexu STOXX Europe 600 Banks se za stejný časový úsek zvýšila o 6 %. Akcie KB dokázaly s vývojem evropského bankovního indexu držet krok do listopadového reportu kvartálních výsledků za 3Q/17, od kterého ztratily akcie Banky cca 5 %. Přestože KB dokázala čistým ziskem za 3Q/17 přesvědčivě překonat tržní odhady zejména díky nízkým rizikovým nákladům, kaňkou na kráse byla slabší úvěrová aktivita Banky v korporátním segmentu i nastíněný výhled hospodaření pro rok 2018 v rámci konferenčního hovoru.
- **Tržní ocenění** akcií KB dosahuje 12,7násobku očekávaného zisku pro rok 2017 a 1,67násobku očekávané účetní hodnoty vlastního kapitálu za rok 2017. Ve světle průměrných valuačních násobků referenční skupiny bank regionu CEE (14,5x P/E 2017, 1,45x P/BV 2017) jde vzhledem k nadprůměrným fundamentálním parametrům KB z našeho pohledu o přiměřené ocenění. Byť současná valuační akcí KB na trhu nepředstavuje žádné „výprodejové ceny“, zastáváme názor, že na současných tržních úrovních své místo akcie KB v portfoliích investorů mají vzhledem k 1) rezistentní nadprůměrné ziskovosti KB, 2) silné rozvaze Banky a 3) nadprůměrnému dividendovému výnosu.
- **Rezistentní ziskovost.** V porovnání s ostatními finančními tituly zastoupenými na BCCP je ziskovost KB za posledních pět let více rezistentní vůči převládajícím nepříznivým podmínkám na trhu. Navzdory dlouhotrvajícímu prostředí nízkých úrokových sazeb s negativním dopadem na čistou úrokovou marži Banky i rostoucím regulatorním požadavkům dokázala KB v posledních pěti letech pravidelně generovat nadprůměrnou návratnost vlastního kapitálu (ROE) > 12 % a rentabilitu průměrných aktiv (ROA) ≥ 1,4 %.
- Ziskovým perspektivám KB ve střednědobém horizontu nahrává dobrá makroekonomická kondice České republiky, která patří v letošním roce s odhadovaným meziročním tempem růstu HDP o 4,5 – 5 % k nejrychleji rostoucím ekonomikám EU. Růst inflačních tlaků v tuzemské ekonomice umožňuje normalizaci měnové politiky, přičemž z bank zastoupených na BCCP by KB měla být největším beneficentem pokračujícího růstu úrokových sazeb ze strany ČNB. Při paralelním posunu výnosové křivky o 100 bazických bodů by čistý úrokový výnos KB měl vzrůst o cca 1,25 mld. Kč, což představuje cca 6 % čistých úrokových výnosů Banky za rok 2016.
- **Silná rozvaha.** KB se dlouhodobě řadí k nejlépe kapitalizovaným bankám nejen tuzemského, ale i evropského bankovního sektoru, což do značné míry odráží přísné kapitálové požadavky tuzemského regulátora. **Kapitálová přiměřenost Banky** činila ke konci 3Q/17 **16,8 %**. Silnou rozvahu Banky podtrhuje nadprůměrná kvalita úvěrového portfolia KB s **podílem úvěrů v selhání (NPL)** na úrovni **2 %** (průměr v EU 5,1 %) a jejich vysokým krytím opravnými položkami ve výši **76 %** (evropský průměr 45 %). Nízký rizikový profil Banky umocňuje rovněž **dobrá likviditní pozice** vyjádřená poměrem úvěrů ke vkladům na úrovni cca 76 %.
- **Dividendový výnos.** Připouštíme, že relativní atraktivita akcií KB se snížila se vstupem Monety na BCCP. Pozornost investorů usilujících o expozici výhradně na tuzemský bankovní sektor se rozptýlila mezi dva tituly, přičemž dividendový potenciál Monety je atraktivnější v porovnání s KB. Nicméně i dividendový výnos KB by měl zůstat v rámci evropského bankovního sektoru nadprůměrný. Dividenda KB za letošní rok by při potvrzeném výplatním poměru 60 % čistého zisku měla dle našich odhadů dosáhnout 42 Kč, což ve vztahu k současnému kurzu akcií KB představuje **dividendový výnos 4,7 %**. Výplatní poměr pro dividendu KB neklesl za posledních 10 let pod 50 % čistého zisku.

Naše cílová cena představuje ve vztahu k současnému kurzu potenciální kapitálový výnos ve výši 11 %.

Největší rizika pro naplnění naší cílové ceny představují slabší růst úvěrů či pomalejší oživení úrokové marže.

Navzdory rostoucím kapitálovým požadavkům ze strany ČNB by KB měla být dle našeho názoru schopna zachovat výplatní poměr pro dividendu ve výši 60 % čistého zisku i v letech 2018-19. V rámci naší střednědobé projekce pro období 2017-19E očekáváme výplatu dividendy 42 / 41 / 43 Kč při kumulativním dividendovém výnosu 14 % ve vztahu k současnému kurzu akcií KB.

- **Náš odhad vnitřní hodnoty** akcií KB vychází z dvoufázového Gordonova růstového modelu. Výsledná cílová cena ve výši 997 Kč je založena na předpokladech dlouhodobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (RoE) ve výši 12 %, dlouhodobé růstové míře ve výši 2,5 % a nákladech vlastního kapitálu (CoE) v rámci pokračující hodnoty na úrovni 8,0 %. Ve vztahu k naší cílové ceně dosahuje potenciální kapitálový výnos cca 11 %. V souladu s naší interní metodikou potvrzujeme pro akcie KB investiční doporučení „akumulovat“. Ke vstupu do pozic doporučujeme tedy využívat krátkodobých výkyvů na trhu.
- **Největší rizika** pro naplnění naší cílové ceny představují z našeho pohledu 1) slabší růst úvěrového portfolia Banky v porovnání s naší projekcí, 2) pomalejší růst čisté úrokové marže oproti našim předpokladům, 3) rychlejší normalizace nákladů na riziko (25 – 35 bps) a 4) zhoršení makroekonomického prostředí České republiky s negativním dopadem na obchodní objemy banky a nárůst rizikových nákladů.

HOSPODAŘENÍ KOMERČNÍ BANKY ZA 1-9 M 2017

Hospodaření KB za prvních devět měsíců letošního roku se vyvíjelo lépe v porovnání s naší prognózou na začátku roku. Navzdory meziročně slabším jádrovým výnosům Banky za sledované období, dokázala KB za prvních devět měsíců letošního roku vykázat na srovnatelné bázi meziroční nárůst čistého zisku o 13,1 % díky mimořádně nízkým nákladům na riziko i silné aktivitě klientů při zajišťování proti měnovému riziku v první polovině roku.

Celkové provozní výnosy za první devět měsíců letošního roku na srovnatelné bázi meziročně vzrostly o 0,5 % na 23,1 mld. Kč. Mírný růst porovnatelných provozních výnosů podpořila silná aktivita klientů v první polovině roku při zajišťování proti měnovému riziku. **Čistý úrokový výnos** dosáhl výše 15,5 mld. Kč, což v porovnání se stejným obdobím loňského roku představuje pokles o 1,8 %. Meziroční pokles úrokového výnosu odráží tlak na úrokové marže banky. Navzdory růstu tržních úrokových sazeb přetrvává tlak na úvěrové marže banky v kontextu přebytku likvidity na trhu. Čistá úroková marže banky se v devíti měsících roku 2017 snížila na 2,2 % z 2,5 % o rok dříve.

V porovnání s dynamikou celého úvěrového trhu i dvěma hlavními konkurenty (ČSOB, Česká spořitelna) se KB za sledované období prezentovala **slabší úvěrovou aktivitou**. Objem hrubých úvěrů vzrostl o 2,0 % na 605,1 mld. Kč. Financování úvěrů občanům na bydlení stoupl o 7,9 %. Celkový objem úvěrů poskytnutých podnikům poklesl meziročně o 2,8 % na 309 mld. Kč, z toho úvěry poskytnuté středním a velkým podnikům zaznamenaly pokles o 4 % na 249,8 mld. Kč.

Výnosy z poplatků a provizí za prvních devět měsíců letošního roku vykázala KB meziročně slabší o 5,9 % ve výši 4,78 mld. Kč. Pokles poplatkových výnosů banky za 1-3Q 2017 je výraznější, než by odpovídalo pouze samotnému efektu dekonsolidace dceřiné společnosti Cataps (ve 4Q/16), která generovala cca 4 % poplatkových výnosů KB. Meziroční růst poplatků z křížového prodeje o 12 % nedokázal vykompenzovat pokles servisních poplatků z běžných a úvěrových účtů. **Čistý zisk z finančních operací** bez zahrnutí příspěvku z prodeje podílu ve VISA Europe vzrostl meziročně o 32,2 %. KB zejména v první polovině roku těžila z vysoké poptávky klientů po zajištění měnových rizik. Rovněž růst volatility tržních úrokových sazeb přispěl k vyšší poptávce klientů KB po produktech úrokového zajištění.

Provozní náklady očištěné o jednorázové položky se za 1-3Q 2017 zvýšily meziročně o 1,4 % na 10,7 mld. Kč zejména vlivem rostoucích osobních nákladů. Meziroční růst osobních nákladů o 5,3 % na 5,52 mld. Kč odráží napjaté podmínky na pracovním trhu v ČR. Se zářijovou nezaměstnaností 2,7 % (dle Eurostat) patří Česká republika k evropským premiantům. Všeobecné administrativní náklady se zvýšily o 2,3 % na 3,13 mld. Kč. Meziroční pokles reportovaných provozních nákladů KB (meziročně -6 %) je výsledkem zaúčtování pozitivního dopadu z prodeje a z přecenění budov centrály ve 1Q/17. Příspěvek z této transakce činil v rámci odpisů 817 mil. Kč. **Náklady na riziko** nadále těží z příznivých makroekonomických podmínek České republiky. Výsledkem je čisté rozpuštění opravných položek, které dosáhlo za 1-9M 2017 výše 228 mil. Kč ve srovnání s čistou tvorbou ve výši 1 225 mil. Kč o rok dříve. To v relativním vyjádření představuje -5 bazických bodů v poměru k průměrnému objemu úvěrového portfolia, přičemž výhled managementu KB na začátku roku počítal s intervalem pro rizikové náklady 30 – 40 b.b. Podíl úvěrů v selhání (NPL) dosáhl ve 3Q/17 velmi nízké úrovně 2 % (2,6 % ve 3Q/16) a odráží dobrou kvalitu úvěrového portfolia KB.

Tabulka č. 2 Hospodaření Komerční banky za 1-9M 2017

mil. Kč	Reportované výsledky			Očištěné o jednorázové vlivy		
	1-9 2017	1-9 2016	Změna	1-9 2017	1-9 2016	Změna
Čisté úrokové výnosy	15 485	15 769	-1,8 %	15 485	15 769	-1,8 %
Výnosy z poplatků a provizí	4 783	5 084	-5,9 %	4 783	5 084	-5,9 %
Ostatní výnosy	2 858	3 128	-8,6 %	2 858	2 169	32 %
Celkové provozní výnosy	23 126	23 981	-3,6 %	23 126	23 022	0,5 %
Provozní náklady	(9 841)	(10 516)	-6,4 %	(10 659)	(10 516)	1,4 %
Provozní zisk	13 285	13 465	-1,3 %	12 467	12 506	-0,3 %
Tvorba rezerv a opravných položek	228	(1 225)	+/-	228	(1 225)	+/-
Čistý zisk před zdaněním	13 679	13 105	+4,4 %	12 861	11 417	12,6 %
Daň z příjmu	(2 192)	(2 170)	+1,0 %	(2 271)	(1 988)	14,2 %
Čistý zisk připadající akcionářům banky	11 225	10 641	+5,5 %	10 328	9 135	13,1 %

Zdroj: Komerční banka

Čistý zisk očištěný o jednorázové vlivy zaznamenal v prvních devíti měsících meziroční nárůst o 13,1 % na 10,3 mld. Kč zejména díky mimořádně nízkým nákladům na riziko i vyšším výnosům z finančních operací. Ukazatel kapitálové přiměřenosti činil ke konci 3Q/17 16,8 %, což je ve vztahu ke kapitálovým požadavkům regulátora (15,4 %) dostačující. Ve 4Q/17 přijala KB podřízený dluh ve výši 100 mil. EUR, který by měl posílit kapitálovou přiměřenost banky ve 4Q/17 cca o 58 bazických bodů.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ KOMERČNÍ BANKY (2017 – 2020)

Zatímco jsme téměř nezměnili naši prognózu čistého zisku KB pro období 2018-19E, náš odhad čistého zisku za letošní rok se ve světle dosavadního vývoje hospodaření KB za 1-3Q/17 ukázal jako příliš konzervativní. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme zvýšili odhad očištěného čistého zisku za rok 2017 o 8 % na 13,3 mld. Kč (EPS 70,5 Kč). Největších změn v naší střednědobé projekci hospodaření KB doznaly náklady na riziko, které představují v letošním roce stěžejní generátor meziročně vyššího zisku Banky. Vzhledem k příznivým makroekonomickým podmínkám ČR očekáváme jejich pomalejší návrat k normalizovaným úrovním 30 bps úvěrového portfolia. Pesimističtější náhled na stabilizaci čisté úrokové marže i tempo růstu úvěrového portfolia na horizontu naší projekce nás vedl ke snížení odhadů pro čistý úrokový výnos (o 1-3 % 2017-19E).

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření Komerční banky 2017 – 2020 (mil. Kč)

	2016	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Čistý úrokový výnos	21 068	20 785	21 607	22 860	24 118
Výnosy z poplatků a provizí	6 683	6 367	6 558	6 755	6 957
Ostatní výnosy	4 000	3 630	3 290	3 420	3 470
Celkové provozní výnosy	31 751	30 782	31 455	33 035	34 545
Provozní náklady	(14 026)	(13 366)	(14 493)	(14 752)	(15 015)
Provozní zisk	17 725	17 416	16 962	18 284	19 530
Tvorba rezerv a opravných položek	(1 818)	28	(1 162)	(1 703)	(2 156)
Zisk před zdaněním	15 907	17 444	15 800	16 580	17 373
Daň z příjmů	(2 799)	(3 088)	(2 749)	(2 885)	(3 023)
Čistý zisk (reportovaný)	13 688	14 220	12 906	13 555	14 215
Čistý zisk (očištěný o jednorázové vlivy)	12 184	13 325	12 906	13 555	14 215
Čistý zisk na zisk (EPS)	72,5	70,5	68	72	75

Zdroj: Fio banka

Celkové provozní výnosy Banky dosáhnou v letošním roce dle našeho odhadu 30,78 mld. Kč. Vůči předchozí projekci jsme snížili naše odhady pro letošní rok o 2,5 % vlivem nižšího očekávání pro poplatkové výnosy Banky po dekonsolidaci společnosti Cataps. Management Banky v rámci konferenčního hovoru k výsledkům za 3Q/17 nastínil výhled hospodaření pro rok 2018, přičemž celkové provozní výnosy očekává meziročně stabilní. Růst čistého úrokového výnosu a výnosů z poplatků a provizí by měl vyvážit meziroční pokles výnosů z finančních operací. V rámci naší aktualizované projekce zůstáváme optimističtější a předpokládáme ve 2018 cca 2% nárůst provozních výnosů na 31,5 mld. Kč.

Náš **pesimističtější náhled na stabilizaci čisté úrokové marže** i očekávaný **růst úvěrového portfolia** KB nás vedl k revizi našich odhadů pro čistý úrokový výnos (o 1 – 3 % 2017-19E). Management Banky byl nucen vzhledem ke slabšímu růstu úvěrů v korporátním segmentu přehodnotit cíl pro růst úvěrového portfolia v letošním roce z vyšších jednotek procent na střední jednotky procent. Pokles úvěrové dynamiky v korporátním segmentu souvisí dle vedení KB s rostoucím zájmem společností o úvěry v eurech v návaznosti na posilující českou korunu a rozdílnou fázi cyklu úrokových sazeb mezi ČNB a ECB. Navzdory dobré kondici české ekonomiky nevidíme v roce 2018 výraznější prostor pro akceleraci růstu úvěrového portfolia Banky z předpokládaných 5 % v letošním roce. Meziroční dynamika růstu hypotečních úvěrů, kde se v posledních letech nejvíce koncentroval růst úvěrového portfolia, by měla v příštím roce zpomalit zhruba na polovinu (+4 % r/r) a normalizace v korporátním segmentu může dle vedení Banky trvat několik čtvrtletí. V porovnání s naší předchozí projekcí jsme proto snížili naše odhady pro průměrný růst úvěrového portfolia Banky na horizontu naší projekce (2017 - 2020) z 6,5 % na 5 %.

Navzdory pokračujícímu růstu tržních úrokových sazeb bude **oživení čisté úrokové marže probíhat pravděpodobně pomaleji** v porovnání s našimi předpoklady z úvodu roku. Přebytek likvidity na domácím úvěrovém trhu nadále vytváří tlak na úrokové marže a na základě bankovních dat z databáze časových řad ARAD nepozorujeme u nově poskytnutých úvěrů napříč segmenty významné zlepšení. Čistá úroková marže KB by se měla v příštím roce stabilizovat na 2,2 %. Od roku 2019 pak předpokládáme její růst v návaznosti na pokračující normalizaci měnové politiky ČNB. Z bank zastoupených na BCPP by KB měla nejvíce těžit z pokračujícího růstu úrokových sazeb ze strany ČNB. Paralelní posun výnosové křivky o 100 bazických bodů by měl představovat narůst čistého úrokového výnosu o cca 1,25 mld. Kč během 12 měsíců, což představuje cca 6 % čistých úrokových výnosů (NII) Banky za rok 2016. **Výnosy z poplatků a provizí** by měly v následujícím roce zaznamenat oživení v návaznosti na rostoucí komerční aktivity Banky i rostoucí počet transakcí.

Provozní náklady budou pod tlakem rostoucích osobních nákladů

Provozní náklady KB by i v příštím roce měly být pod tlakem rostoucích osobních nákladů, které představují s podílem 56 % (1-9M 2017) nejvýznamnější nákladovou položku Banky. V porovnání s naší prognózou na začátku roku rostou osobní náklady Banky podstatně rychleji. Po očekávaném 5,5% meziročním růstu v letošním roce předpokládáme na základě indikací vedení KB z konferenčního hovoru stejnou dynamiku personálních nákladů i v roce 2018. Růst osobních nákladů by měl být v roce 2018 částečně kompenzován nižšími všeobecnými administrativní náklady. Poměrem provozních nákladů k výnosům na úrovni cca 45 % se KB řadí k premiantům evropského bankovního sektoru. Na horizontu naší projekce očekáváme přibližně stabilní hodnoty tohoto ukazatele na úrovni cca 45 %.

Tabulka č. 4 Předpokládaný vývoj provozních nákladů 2017-2019 (mil. Kč)

	2016	2017e	2018e	2019e
Provozní výnosy	31 751	30 782	31 455	33 035
Provozní náklady	14 026	13 366	14 493	14 752
Provozní náklady / provozní výnosy	44,2 %	43,4 %	46,1 %	44,7 %

Zdroj: Fio banka

Návrat k normalizovaným úrovním rizikových nákladů bude probíhat pomaleji v porovnání s našimi původními předpoklady

Nízké náklady na riziko představují v letošním roce hlavní generátor meziročně vyšší ziskovosti KB. Na základě reportovaných hodnot za 1-3Q/17 (-5 bps) je zřejmé, že rizikové náklady KB v relativním vyjádření dosáhnou v letošním roce nižších úrovní oproti předpokladům vedení KB z počátku roku (30 bps) i našim odhadům. Snížila se i úroveň rizikových nákladů, kterou vedení KB komunikuje směrem k investorům jako „normalizovanou“ napříč celým hospodářským cyklem. Z původně uváděných 40 - 50 bps nyní vedení KB uvádí 25 – 35 bps průměrného úvěrového portfolia. Ve světle mimořádně nízkých rizikových nákladů Banky v letošním roce a přetrvávajících příznivých vyhlídek pro výkonnost české ekonomiky očekáváme, že návrat k normalizovaným úrovním rizikových nákladů bude probíhat pomaleji v porovnání s našimi původními předpoklady. Oproti naší předchozí projekci jsme na horizontu naší prognózy 2018-19E snížili odhadované hodnoty rizikových nákladů Banky o 26 - 47 %.

V návaznosti na výše uvedené předpoklady jsme zvýšili odhad očištěného čistého zisku za rok 2017 o 8 % na 13,3 mld. Kč (EPS 70,5 Kč). Pro období 2018-19 doznaly naše odhady pro čistý zisk pouze nepatrných změn. Naše aktualizovaná **projekce čistého zisku** na akcii (očištěného o jednorázové položky) **ve výši 70,5 Kč (2017) a 68 Kč (2018)** je konzervativnější v porovnání s konsenzuálními odhady trhu dle dat agentury Bloomberg při 71,9 Kč (2017), respektive 69 Kč (2018).

KB by měla být dle našeho názoru schopna zachovat výplatní poměr pro dividendu ve výši 60 % čistého zisku i v letech 2018-19

Dividendová politika pro střednědobý časový rámec nebyla managementem stanovena. Vedení KB pouze potvrdilo záměr vyplatit na dividendách za letošní rok 60 % čistého zisku očištěného o mimořádné položky. Po očištění o jednorázový pozitivní příspěvek z prodeje a přecenění budov centrály KB z 1Q/17 by čistý zisk na akcii (EPS) za rok 2017 měl dle naší projekce dosáhnout cca 70,5 Kč. Návrh dividendy za letošní rok by tedy měl dle našich odhadů činit 42 Kč na akcii. Ve vztahu k současné tržní ceně akcií KB to představuje **hrubý dividendový výnos 4,7 %**. Navzdory rostoucím kapitálovým požadavkům ze strany ČNB z titulu zvýšení proticyklické kapitálové rezervy z 50 bazických bodů na 100 bps s účinností od července 2018 by KB měla být dle našeho názoru schopna zachovat výplatní poměr pro dividendu ve výši 60 % čistého zisku i v letech 2018-19. S přihlédnutím k deklarovanému kapitálovému polštáři 0,5 - 1,5 % nad minimální kapitálové požadavky ČNB (15,9 % od 08/2018) by cílový stav pro kapitálovou přiměřenost KB ve střednědobém horizontu měl být cca 17 %. Předpokládáme, že vedle akumulace zadrženého zisku (40 %) využije KB k posílení svých kapitálových ukazatelů ve 2018 další emise podřízeného dluhu. Nyní složky kapitálu Tier 2 odpovídají přibližně 0,58 % rizikově vážených aktiv (RWA), přičemž objem nástrojů kapitálu Tier 2 může podle ČNB pokrývat až 2 procentní body v poměru k RWA Komerční banky.

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie KB se dlouhodobě obchodují s premií vůči středním hodnotám referenční skupiny bank působících v regionu CEE. Vyšší valuační násobky KB jsou dle našeho názoru ospravedlnitelné nadprůměrnou rentabilitou KB v porovnání s bankami regionu CEE i nižším rizikovým profilem Banky.

Tabulka č. 6 Valuační násobky Peer Group za 2017 a 2018

	P/E 17	P/E 18	P/BV 17	P/BV 18
Komerční banka	13,3	13,5	1,71	1,67
Erste Group	12,50	11,85	1,18	1,11
Raiffeisen Bank	10,31	10,36	0,99	0,92
Bank Pekao	14,69	13,75	1,39	1,38
mBank	17,53	15,24	1,38	1,27
BZ Zachodni	16,38	14,69	1,71	1,58
Alior Bank	18,19	11,50	1,36	1,23
Bank Handlowy	19,72	16,45	1,52	1,48
OTP Bank	11,35	11,37	1,76	1,59
PKO Bank	16,29	14,60	1,35	1,25
Moneta Money Bank	11,08	12,11	1,55	1,65
Průměr odvětví	14,46	12,96	1,45	1,33
Medián odvětví	15,25	13,87	1,37	1,34

Zdroj: Bloomberg

Akcie Komerční banky se aktuálně obchodují při 12,7násobku námi očekávaného čistého zisku za rok 2017 a 1,67násobku účetní hodnoty vlastního kapitálu banky (P/BV). Optikou historických průměrných valuačních násobků akcií KB se jedná o průměrné hodnoty. Průměrná hodnota násobku P/BV za posledních pět let dosahuje v případě akcií KB hodnoty 1,7. Vůči čistému zisku se akcie KB za posledních pět let obchodovaly v průměru při 13x (P/E). Z komparativní analýzy bank středoevropského regionu, kterou dokumentuje tabulka výše je patrné, že banky v regionu CEE jsou nyní trhem oceněny v průměru při 1,45x P/BV 2017 a 14,5násobku očekávaného čistého zisku za rok 2017. Akcie KB se tradičně obchodují s premií (P/BV) vůči referenční skupině bank středoevropského 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 relativně silné kapitálové pozici KB vynikne její nadprůměrná rentabilita v porovnání s referenční skupinou bank regionu CEE zejména na úrovni návratnosti průměrných aktiv.

Tabulka č. 7 Vybrané finanční ukazatele Peer Group za 1H/2017

	CET 1	Náklady / výnosy	NPL (%)	ROE	ROA
Komerční banka	16,5	41,84	2,20	15,1	1,48
Erste Group	13,20	66,71	4,65	8,5	0,50
Raiffeisen Bank	12,90	64,70	7,33	9,5	0,67
Bank Pekao	17,95	59,53	5,88	8,66	1,13
BZ Zachodni	16,08	44,28	4,99	11,00	1,50
Alior Bank	11,29	41,56	9,77	12,73	1,22
Bank Handlowy	17,40	56,57	3,57	8,82	1,27
OTP Bank	13,50	59,89	14,61	15,27	1,84
Banca Transilvania	n.a.	43,93	5,01	16,1	2,61
PKO Bank	16,00	57,27	4,23	8,32	0,98
Moneta Money Bank	18,40	43,28	5,01	16,1	2,61
Průměr odvětví	15,32	52,69	6,71	12,23	1,43
Medián odvětví	16,00	56,57	5,01	11,00	1,27

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 (2017 – 2020) 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 očištěného o nehmotný majetek ke konci první fáze projektovaného období (2021).

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 ČR, přičemž bezprecedentně nízké výnosy státních dluhopisů vyžadují dle našeho názoru individuální přístup pro jednotlivé roky první fáze ocenění, 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 č. 8 Stanovení diskontní míry

	2017e	2018e	2019e	2020e	TH
Bezriziková výnosová míra	1 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
BETA	1	1	1	1	1
Riziková prémie	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Náklady vlastního kapitálu	7,1 %	7,6 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Zdroj: Fio banka

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru (g) na úrovni 2,5 %. V dlouhodobém investičním horizontu považujeme v případě Společnosti za udržitelnou návratnost vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (RoTE) na úrovni 12 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 8 % při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 2 %. Výsledné ocenění akcií Komerční banky metodou dvoufázového dividendového diskontního modelu dokumentují tabulky č. 9 a 10 na následující straně.

Ocenění společnosti na základě dvoufázového dividendového diskontního modelu

Vstupní parametry modelu: g: 2,5 %, ROTE 12%, CoE 8 %

Tabulka č. 9 Ocenění Komerční banky (mil. Kč)

	2017e	2018e	2019e	2020e
Čistý zisk	14 220	12 906	13 555	14 215
Výplatní poměr	56 %	60 %	60 %	60 %
Dividenda na akcii	42	41	43	45
Výplata dividend	7 821	7 744	8 133	8 529
Diskontní faktor	1,0	1,08	1,17	1,26
Diskontovaný tok dividend	7 821	7 203	6 973	6 771

Zdroj: Fio banka
Tabulka č 10 Rekapitulace ocenění akcií Komerční banky
Vstupní parametry modelu

RoE	12 %
Náklady vlastního kapitálu	8,0 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,5 %
Implikovaná hodnota P/BV	1,7
BV (2021e)	125,7 mld. Kč
Terminální hodnota (mld. Kč)	217,1
Hodnota TV (12/2017)	159 562 mil. Kč
Současná hodnota vyplacených dividend (2017 – 2020e)	28 768 mil. Kč
Ocenění společnosti	188,3 mld. Kč
Počet emitovaných akcií	189 mil. ks.

Cílová cena (12M)
997 Kč
Zdroj: Fio banka

Při potenciálním kapitálovém výnosu 11 % stanovujeme cílovou cenu pro akcie KB při investičním horizontu 12 měsíců ve výši 997 Kč.

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Komerční banky ve výši 997 Kč**. Naše cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Společnosti potvrzujeme pro akcie Komerční banky naše investiční doporučení na stupni akumulovat.

Udržitelná návratnost vlastního kapitálu při 12% představuje z našeho pohledu nejpravděpodobnější scénář vývoje relevantních veličin společnosti.

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

Níže uvedená tabulka demonstruje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie KB 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 očištěného o nehmotný majetek.

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 85 % odhadované hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentuje tabulka č. 11.

Tabulka č. 12 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

Náklady vlastního kapitálu	ROE				
	11 %	11,5 %	12,0 %	12,5 %	13 %
7,0 %	1076	1131	1 185	1239	1294
7,5 %	984	1 033	1 082	1131	1180
8 %	908	953	997	1 042	1 086
8,5 %	845	886	927	968	1 008
9,0 %	792	830	867	905	942

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

- Nadprůměrná návratnost vlastního kapitálu a celkových aktiv
- Silná provozní efektivita banky
- Silné tržní postavení v rámci českého bankovního sektoru
- Nadprůměrná kvalita úvěrového portfolia

Slabé stránky

- Relativně nízká čistá úroková marže
- Malý tržní podíl v segmentu spotřebitelského úvěrování

Příležitosti

- Nízká úvěrová penetrace vůči HDP v České republice
- Příznivé makroekonomické prostředí České republiky

Hrozby

- Rostoucí regulatorní požadavky zvyšující náklady podnikání
- Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokovou marži
- Dlouhodoběji přetrvávající prostředí nízkých úrokových sazeb

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

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 reprodukované 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 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 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

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

Přehled všech investičních doporučení včetně jejich historie a kvartálního souhrnu podílu jednotlivých typů doporučení je dostupný na internetových stránkách: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>

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