

Doporučení: **Akumulovat**
Cílová cena: **1 007 Kč**

Komerční banka (BAAKOMB)

Souhrn doporučení

Aktuální doporučení	Akumulovat
Předchozí doporučení (4. 12. 2017)	Akumulovat
Cílová cena (12M):	1 007 Kč
Předchozí cílová cena (4. 12. 2017)	997 Kč
Datum vydání:	5. 12. 2018

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Komerční banka	-2,1	+0,8	+0,3
Index PX	-0,4	-0,7	+0,9
STOXX EUR. 600 Banks	-7,1	-11,5	-21,3

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Komerční banka (BAAKOMB)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Ticker:	BAAKOMB (BCPP)
Počet vydaných akcií:	188,9 mil. ks.
Free float:	39 %
Tržní kapitalizace:	171,42 mld. Kč
Dividenda (2017)	47 Kč
Závěrečná cena (5. 12. 18, 16:25)	904 Kč
Max. 12M (9. 4. 2018, čas 16:25)	975 Kč
Min. 12M (26. 10. 2018, čas 16:25)	856 Kč

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Graf. č. 1: Vývoj akcií KB za 12 M



▪ 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 997 Kč na 1 007 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 11 %.

▪ Ke zvýšení naší cílové ceny jsme přistoupili v návaznosti na vyšší očekávanou ziskovost Banky na horizontu naší střednědobé projekce (2018 - 21). V porovnání s poslední publikovanou analýzou jsme zvýšili naše odhady čistého zisku Komerční banky v letech 2018-19 o 7-12 % zejména v návaznosti na očekávané příznivější hodnoty nákladů na riziko i čisté úrokové výnosy Banky. V porovnání s tržními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2018) 75 Kč a EPS (2019) 74 Kč jsou naše aktualizované odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2018 – 2019 při 77 Kč a 76 Kč optimističtější.

▪ Akcie Komerční banky se aktuálně obchodují při 1,7x P/BV (2018) a 11,7x P/E (2018) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E18 11,8x, P/BV18 1,3x) se Komerční banka obchoduje s premií, což dle nás ospravedlňuje nadprůměrná profitabilita Banky při střednědobě udržitelné návratnosti hmotného kapitálu (ROE) na úrovni $\geq 12,5$ %. Při kumulativním dividendovém výnosu 17 % za časové období 2018 – 2020 považujeme současné ocenění KB za atraktivní.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění KB

Projekce hospodaření (mil. Kč)	2017	2018e	2019e	2020e
Provozní výnosy	31 060	31 805	33 164	34 480
Provozní zisk	17 686	17 133	18 458	19 554
Čistý zisk	14 930	14 525	14 437	14 783
Dividenda (DPS)	47 Kč	50 Kč	50 Kč	51 Kč
Valuace	2017	2018e	2019e	2020e
P/BV	1,79x	1,70x	1,62x	1,53x
P/E	11,40x	11,7x	11,9x	11,6x
Dividendový výnos	10,4 %	5,5 %	5,5 %	5,6 %
Vybrané parametry	2017	2018e	2019e	2020e
CET1	18,6 %	17,8 %	18,1 %	18,5 %
Provozní náklady / výnosy	43,1 %	46,2 %	44,3 %	43,3 %

Zdroj: Komerční banka, Fio banka

HOSPODAŘENÍ KB ZA 1-9M 18

Čistý zisk Komerční banky bez zahrnutí jednorázových položek dosáhl za prvních devět měsíců roku 2018 meziročního růstu o 6,1 % na 11 mld. Kč. Růst provozních výnosů Banky o 2,6 % podpořil zejména silnější čistý úrokový výnos. Vyšší tržní úrokové sazby podpořily výnosy z reinvestic depozit, zatímco úrokové marže z úvěrů zůstávají pod konkurenčním tlakem. Růst úvěrového portfolia Banky zůstává slabší v porovnání s dynamikou tuzemského úvěrového trhu. Silnou stránku KB představuje naopak nadprůměrná provozní efektivita vyjádřená poměrem nákladů vůči výnosům na úrovni cca 46 %. Na pozadí přetrvávajících příznivých makroekonomických podmínek ČR představují mimořádně nízké náklady na riziko (-14 bps) významný faktor nadprůměrné ziskovosti KB (ROE 15,3 %).

Provozní výnosy Banky zaznamenaly za 9M/18 meziroční nárůst o 2,6 % na 23,7 mld. Kč zejména vlivem růstu čistého úrokového výnosu. **Čistý úrokový výnos** dosáhl za 9M/18 výše 16,5 mld. Kč, což představuje jeho meziroční nárůst o 5,8 %. Rostoucí tržní úrokové sazby podpořily zejména výnosy z reinvestic depozit, zatímco úrokové marže u úvěrových produktů zůstávají pod tlakem konkurence na trhu. Čistá úroková marže dosáhla za prvních devět měsíců letošního roku 2,2 %. Růst čistého úrokového výnosu podpořil rovněž nárůst úvěrů a vkladů (+4,1 % y/y). Objem úvěrů meziročně vzrostl o 3,8 %. V porovnání s vývojem tuzemského úvěrového trhu (+6 % y/y) jde o podprůměrnou dynamiku. Podíl neúrokových výnosů na celkových provozních výnosech KB činil za 9M/18 30 %. **Výnosy z poplatků a provizí** zaznamenaly za prvních devět měsíců meziroční pokles o 1,1 % na 4,59 mld. Kč. Meziroční nárůst poplatků z křížových prodejů a z vedení účtu nevykompenzoval v plné míře meziročně slabší poplatky z transakcí.

Provozní náklady očištěné o jednorázové položky meziročně vzrostly o 1,8 % na 10,9 mld. Kč zejména vlivem růstu personálních nákladů. Osobní náklady bez zahrnutí mimořádných položek meziročně vzrostly o 3,5 % na 5,7 mld. Kč. Naopak všeobecné provozní náklady očištěné o mimořádné položky zaznamenaly meziroční pokles o 3,6 % na 3,01 mld. Kč. V roce 2018 vykázala KB v rámci provozních nákladů jednorázovou nákladovou položku z titulu vytvoření restrukturalizační rezervy v souhrnné výši 294 mil. Kč. Naproti tomu rozpustila KB ve 2Q/18 v rámci administrativních nákladů rezervu 193 mil. Kč zaúčtovanou v minulosti za služby od skupiny Sociéte Générale. **Tvorba rezerv a opravných položek** dosáhla za 9M/18 negativní výše 659 mil. Kč. Náklady na riziko v relativním vyjádření tak dosáhly mimořádně nízkých hodnot při -14 bazických bodech průměrného úvěrového portfolia.

Čistý zisk KB za 9M/18 dosáhl výše 10,96 mld. Kč, což v meziročním srovnání představuje pokles o 2,4 %. Po očištění o jednorázové položky by čistý zisk Banky dosáhl meziročního růstu o 6,1 % na 11 mld. Kč. Kapitálová přiměřenost KB na konci 3Q/18 činila 18,4 % (CET1 17,8 %).

Tabulka č. 2 Hospodaření KB za 9M/18

mil. Kč	1-9M/17	1-9M/18	Změna	FY 2016	FY 2017	Změna
Čisté úrokové výnosy	15 621	16 528	+5,8 %	21 068	20 808	-1,2 %
Výnosy z poplatků a provizí	4 644	4 591	(1,1 %)	6 683	6 465	-3,3 %
Ostatní výnosy	2 861	2 612	(8,7 %)	4 000	3 576	-10,8 %
Provozní výnosy	23 126	23 731	2,6 %	31 751	31 060	-2,2 %
Provozní náklady	(10 967)	(11 015)	+8,9 %	(14 026)	(13 375)	-4,6 %
Hrubý provozní zisk	12 160	12 716	-11,8 %	17 725	17 686	-0,2 %
Tvorba rezerv a opravných položek	220	659	>100 %	(1 818)	392	+/-
Čistý zisk před zdaněním	13 679	13 647	-0,2 %	16 873	18 286	+8,4 %
Daň z příjmu	(2 190)	(2 428)	+10,8 %	(2 799)	(3 012)	+7,6 %
Čistý zisk připadající akcionářům banky	11 225	10 958	-2,4 %	13 688	14 930	+9,1 %

Zdroj: Komerční banka

Výhled hospodaření Banky pro rok 2018 počítá s meziročním růstem čistého úrokového výnosu o 6 %. Růst čistého úrokového výnosu by měl podpořit vedle silících výnosů z reinvestic vkladů také růst úvěrového portfolia Banky o 4 – 5 %. Výplatní poměr pro dividendu za rok 2018 byl managementem KB potvrzen na úrovni 65 % konsolidovaného čistého zisku. Dividenda Komerční banky za letošní rok by tak dle našich aktualizovaných odhadů vývoje hospodaření KB měla dosáhnout 50 Kč na akcii. V rámci nastíněného výhledu hospodaření pro rok 2019 očekává management KB meziročně stabilní čistou úrokovou marži. Vedle konkurenčního tlaku na ceny úvěrů by oživení čisté úrokové marže měly bránit rovněž předpokládané rostoucí náklady na financování z depozit. Management banky předpokládá, že v roce 2019 by mělo dojít ke zvrácení negativního trendu meziročně klesajících poplatkových výnosů. Mírný růst čistého výnosu z poplatků a provizí v příštím roce očekává vedení KB zejména z titulu rostoucího počtu transakcí i pokračujícího růstu poplatků z křížového prodeje. Výhled pro poplatkové výnosy KB ovšem nezahrnuje riziko v podobě bruselské regulace poplatků za přeshraniční platby, která by měla sjednotit ceny mezistátních transakcí v rámci Evropské unie s vnitrostátními platbami.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ KB (2018 – 2021)

Střednědobé finanční cíle definované managementem KB v rámci strategického plánu pro období 2018-20 (provozní výnosy ≥ 33 mld. Kč, provozní náklady / výnosy ≤ 45 % a návratnost vlastního kapitálu ≥ 12 %) by měla být schopna Banka splnit dle našich odhadů již v roce 2019. Přes pokračující tlak na úvěrové marže by měl růst reinvestičních výnosů i růst obchodních objemů Banky podpořit čistý úrokový výnos, který by měl představovat hlavní zdroj rostoucích provozních výnosů KB ve střednědobém období. Výnosy z poplatků a provizí by se v příštím roce měly vrátit na růstovou trajektorii zejména vlivem rostoucího počtu transakcí i pokračujícího růstu poplatků z křížového prodeje. Vyšší provozní efektivita Banky v návaznosti na realizované investice do digitalizace i optimalizaci pobočkové sítě by měla vést k udržení poměru provozních nákladů k výnosům (C/I) pod úrovní 45 %. Náklady na riziko dosáhnou v letošním roce velmi pravděpodobně svého dna, přičemž návrat k normalizovaným úrovním 30-40 bps průměrného úvěrového portfolia předpokládáme po roce 2020. Návratnost vlastního kapitálu Banky (ROE) by se měla ve střednědobém horizontu stabilizovat na úrovni $\geq 12,5$ %.

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření 2018 – 2021

Mil. Kč	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Čistý úrokový výnos	20 808	22 251	23 475	24 555	25 586
Výnosy z poplatků a provizí	6 465	6 204	6 359	6 505	6 648
Ostatní výnosy	3 787	3 350	3 330	3 420	3 500
Celkové provozní výnosy	31 060	31 805	33 164	34 480	35 734
Provozní náklady	(13 375)	(14 672)	(14 706)	(14 926)	(15 142)
Provozní zisk	17 686	17 133	18 458	19 554	20 593
Tvorba rezerv a opravných položek	392	655	(810)	(1488)	(1711)
Zisk před zdaněním	18 077	17 788	17 648	18 066	18 882
Daň z příjmů	(3 012)	(3 148)	(3 071)	(3 144)	(3 285)
Reportovaný čistý zisk	14 930	14 525	14 437	14 783	15 466
Zisk na akcii (Kč)	79	77	76	78	82

Zdroj: Fio banka

Celkové provozní výnosy Banky dosáhnou v letošním roce dle našeho odhadu úrovně 31,8 mld. Kč, což by představovalo jejich meziroční nárůst o 2,4 %. Střednědobý cíl pro provozní výnosy ve výši min. 33 mld. Kč by měla KB naplnit dle našeho odhadu již v roce 2019. Výrazný „polštář“ pro dřívější naplnění střednědobých finančních cílů představují pro management Banky velmi konzervativní předpoklady vedení KB ohledně vývoje tržních úrokových sazeb. V rámci konferenčního hovoru za 2Q/18 uvedl finanční ředitel KB předpoklady základního scénáře, na nichž je střednědobý plán Banky vystavěn. Ty zahrnují mj. krátkodobou úrokovou sazbu v roce 2020 ve výši cca 1,8 % a výnos desetiletého státního dluhopisu na úrovni 2,6 %.

Růst **čistého úrokového výnosu** v letošním roce bude dle našich odhadů blízko aktualizovanému výhledu managementu Banky při 6 %. Jeho růst by měl být tažen vedle silících výnosů z reinvestic depozit také meziročním nárůstem úvěrového portfolia Banky o 4 – 5 %. Naše aktualizovaná projekce pro růst úvěrového portfolia Banky v období 2017 – 2020 dosahuje 4,9 % CAGR. Čistá úroková marže Banky by i v příštím roce měla setrvat na úrovni 2,2 – 2,3 %. Vedle konkurenčního tlaku na ceny úvěrů by oživení čisté úrokové marže měly bránit rovněž předpokládané rostoucí náklady na financování z depozit. Růst čistého úrokového výnosu Banky na horizontu naší projekce by se měl vyznačovat podobnou dynamikou v porovnání s růstem objemu úvěrů. Pokračující růst úrokových sazeb ze strany ČNB (od 08/17 vzrostla základní úroková sazba o 170 bps na 1,75 %) by měl rovněž přispět ve střednědobém období k růstu úrokových výnosů Banky. Paralelní posun výnosové křivky o 100 bazických bodů představuje pro KB pozitivní dopad do čistého úrokového výnosu ve výši cca 1,2 – 1,3 mld. Kč. V probíhající roce došlo k rychlejšímu zvyšování úrokových sazeb ze strany ČNB oproti našemu očekávání i očekávání samotné centrální banky. ČNB ve svých makroekonomických prognózách nadále projektuje výraznější posílení koruny, než k jakému v realitě dochází. Slabší posilování koruny oproti prognóze centrální banky tak vytváří i nadále prostor pro rychlejší utahování měnových podmínek pomocí úrokových sazeb.

Výnosy z poplatků a provizí očekáváme v letošním roce meziročně slabší o 4 % na úrovni 6,2 mld. Kč. V roce 2019 by mělo dojít ke zvrácení negativního trendu meziročně klesajících poplatkových výnosů Banky. Mírný růst čistého výnosu z poplatků a provizí v příštím roce předpokládáme zejména z titulu rostoucího počtu transakcí i pokračujícího růstu poplatků z křížového prodeje. Možné riziko pro vývoj poplatkových výnosů Banky v příštím roce představuje regulace poplatků za přeshraniční platby, která by měla sjednotit ceny mezistátních transakcí v rámci Evropské unie s vnitrostátními platbami. Negativní dopad regulatorních opatření na poplatkové výnosy KB by se měl dle vyjádření managementu Banky pohybovat v řádu nižších stovek mil. Kč ročně.

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

Náklady na riziko dosáhnou v letošním roce velmi pravděpodobně svého dna.

Návrh dividendy za letošní rok předpokládáme na úrovni 50 Kč na akcii.

Provozní náklady očištěné o jednorázové položky porostou v letošním roce pomaleji v porovnání s vývojem inflace. Jev letošního roku, kdy tlak ze strany rostoucích osobních nákladů částečně kompenzovala KB nákladovou disciplínou v oblasti všeobecných provozních nákladů, bude přetrvávat dle našeho názoru i v následujících letech. K úspoře provozních nákladů v rámci střednědobého období by mělo přispět i plánované snížení počtu bankovních poboček o 10 – 15 % do roku 2020 a celkového počtu zaměstnanců o 5 % do první poloviny roku 2019 oproti stavu na konci roku 2017. Management v rámci představení restrukturalizačního plánu KB Change nespecifikoval, jaké úspory provozních nákladů si od jednotlivých realizovaných kroků slibuje, nicméně cílem vedení KB zůstává udržet v jednotlivých letech 2018-20 růst provozních nákladů pod úroveň inflace. V našem střednědobém výhledu (2019 – 2021) předpokládáme zachování poměru provozních nákladů k výnosům Komerční banky na úrovni < 45 %.

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

	2018e	2019e	2020e	2021e
Provozní výnosy	31 805	33 164	34 480	35 734
Provozní náklady	14 672	14 706	14 926	15 142
Provozní náklady / provozní výnosy	46,1 %	44,3 %	43,3 %	42,4 %

Zdroj: Fio banka

Náklady na riziko dosáhnou v letošním roce velmi pravděpodobně svého dna. Nicméně návrat k normalizovaným úrovním 30 – 40 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia bude pravděpodobně pomalejší v porovnání s našimi původními předpoklady a vzhledem k přetrvávajícím příznivým makroekonomickým podmínkám České republiky nebude otázkou ani příštího roku. V podobném duchu se vyjádřil i finanční ředitel KB v rámci konferenčního hovoru za 2Q/18, když mezi předpoklady základního scénáře střednědobého strategického plánu uvedl návrat k normalizovaným úrovním rizikových nákladů 30 bps v roce 2020.

Čistý zisk KB za rok 2018 bude výrazně vyšší oproti naší poslední publikované prognóze zejména vlivem mimořádně nízkých rizikových nákladů i mírně vyššího čistého úrokového výnosu. Naše aktualizovaná projekce čistého zisku KB v letech 2018-19 (EPS 77 Kč/18, EPS 76 Kč/19) je vůči předchozí projekci vyšší o 7-12 %. V porovnání s konsensuálními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2018) 75 Kč a EPS (2019) 74 Kč je naše projekce čistého zisku optimističtější.

Dividendová politika pro střednědobý horizont nebyla vedením KB stanovena. Management KB pouze potvrdil záměr vyplatit na dividendách za letošní rok 65 % konsolidovaného čistého zisku. Čistý zisk na akcii (EPS) za rok 2018 by měl dle naší projekce dosáhnout 77 Kč. Návrh dividendy za letošní rok by tedy měl dle našich odhadů činit 50 Kč na akcii. Ve vztahu k aktuálnímu tržnímu kurzu akcií KB to představuje hrubý dividendový výnos 5,5 %. Na základě současné kapitálové vybavenosti Banky i předpokládanému organickému růstu na horizontu naší projekce předpokládáme, že KB by měla být schopna udržet 65% výplatní poměr pro dividendu i v letech 2019-20. A to i navzdory pravděpodobnému pokračujícímu růstu kapitálových požadavků ze strany ČNB z titulu navýšení proticyklické kapitálové rezervy. Současný minimální požadovaný kapitálový poměr pro KB je na úrovni 16 %. Od poloviny roku 2019 bude vyšší o 50 bazických bodů a management KB v rámci konferenčního hovoru za 3Q/18 uvedl, že předpokládá další zvýšení proticyklické kapitálové rezervy o 25 bazických bodů letos v prosinci. Na konci roku 2019 by tak minimální požadovaná úroveň celkového kapitálu KB měla činit 16,75 % v porovnání s objemem rizikově vážených aktiv. 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 cca 18 %.

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 2018 a 2019

	P/E 18	P/E 19	P/BV 18	P/BV 19
Komerční banka	11,74	11,92	1,71	1,64
Moneta Money Bank	10,61	11,21	1,62	1,57
Erste Group	10,10	9,94	1,09	1,03
Raiffeisen Bank	6,40	7,41	0,78	0,73
PKO Bank	13,92	12,84	1,32	1,24
Bank Pekao	13,01	11,60	1,26	1,24
Bank Handlowy	13,78	13,26	1,28	1,27
Santander Bank Polska	16,01	13,55	1,48	1,38
Alior Bank	9,32	7,81	1,03	0,91
mBank	14,70	13,10	1,15	1,07
OTP Bank	9,82	10,21	1,65	1,45
Průměr odvětví	11,79	11,17	1,31	1,23
Medián odvětví	12,03	11,60	1,28	1,24

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 1,3násobku P/BV (2018) a 12násobku očekávaného čistého zisku za rok 2018. Akcie Komerční banky se aktuálně obchodují při 1,7x P/BV (2018) a 11,7x P/E (2018) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Optikou historických průměrných valuačních násobků akcií Komerční banky jde o průměrné hodnoty. Z komparativní analýzy bank středoevropského 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, Bank Pekao, Bank Handlowy). 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. 6 Vybrané finanční ukazatele referenční skupiny za FY 2017

	CET 1 (%)	Cost to income (%)	NPL (%)	ROE (%)	ROA (%)
Raiffeisenbank	12,7	59,4	5,7	12,0	0,9
Erste Group	13,4	62,4	4,0	10,1	0,61
Komerční banka	18,0	45,7	1,9	14,3	1,5
Bank Pekao	16,1	44,4	5,39	11,0	1,38
BZ Zachodni	15,3	43,4	5,77	11,00	1,50
Alior Bank	12,1	50,6	10,02	8,0	0,79
Bank Handlowy	17,9	56,9	3,23	7,80	1,21
OTP Bank	12,7	60,3	9,2	18,40	2,30
Banca Transilvania	n.a.	50,4	11,59	18,7	2,22
PKO Bank	16,5	55,2	5,5	9,02	1,07
MONETA Money Bank	17,4	47,9	4,1	14,8	2,2
Průměr odvětví	15,21	52,42	6,04	12,28	1,43
Medián odvětví	15,70	50,60	5,5	11,00	1,38

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 pět let finančního plánu (2018 – 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 přírážek.

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

Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 0,91 jsme převzali z databáze Bloomberg. Prémii za tržní riziko jsme odvodili z rizikové přírážky pro Českou republiku, která vychází z modelu A. Damodarana.

Tabulka č. 7 Stanovení diskontní míry

	2018e	2019e	2020e	2021e	TH
Bezriziková výnosová míra	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
BETA	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91
Riziková prémie	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Náklady vlastního kapitálu	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %

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 12,5 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 8,5 % 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)

	2018e	2019e	2020e	2021e
Čistý zisk	14 525	14 437	14 783	15 466
Výplatní poměr	65 %	65 %	65 %	65 %
Dividenda na akcii (Kč)	50	50	51	53
Výplata dividend	9 441	9 384	9 609	10 053
Diskontní faktor	1,0	1,08	1,18	1,28
Diskontovaný tok dividend	9 441	8 652	8 168	7 879

Zdroj: Fio banka

Tabulka č. 9 Rekapitulace ocenění akcií Komerční banky
Vstupní parametry modelu

ROE	12,5 %
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	8,5 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,0 %
Implikovaná hodnota P/BV	1,6x
BV (2022e)	127 178 mil. Kč
Terminální hodnota	205 442 mil. Kč
Současná hodnota TH	148 460 mil. Kč
Současná hodnota vyplacených dividend (2018 – 2022e)	41 690 mil. Kč
Ocenění společnosti	190 151 mil. Kč
Počet emitovaných akcií	189 mil. ks
Cílová cena akcie (12M)	1007 Kč

Zdroj: Fio banka

Při potenciálním kapitálovém výnosu ve výši 11 % stanovujeme naši cílovou cenu pro akcie Komerční banky pro investiční horizont dvanácti měsíců na úrovni 1007 Kč.

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Komerční banky ve výši 1007 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 12,5 % 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 očištěného o nehmotný majetek.

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 78 % 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 %	12,5 %	13 %	13,5 %
7,5 %	1061	1106	1150	1194	1238
8,0 %	991	1032	1072	1113	1153
8,5 %	932	969	1007	1044	1082
9,0 %	881	916	951	985	1020
9,5 %	837	870	902	934	967

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 makroekonomického vývoje
- Konkurence Fin-tech sektoru
- Nové regulační požadavky (MREL, regulace cen za přeshraniční platby)

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 ukážou 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. Přijme-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