

**Doporučení: Koupit**  
Cílová cena: **696 Kč**

Komerční banka (BAAKOMB)	
<b>Souhrn doporučení</b>	
<b>Aktuální doporučení</b>	<b>Koupit</b>
Předchozí doporučení (19.3.2020)	V revizi
<b>Cílová cena (12M)</b>	<b>696 Kč</b>
Předchozí cílová cena (19.3.2020)	V revizi
<b>Datum vydání</b>	<b>25. 8. 2020</b>
<b>Výkonnost (%)</b>	
	3M 6M 12M
Komerční banka	4,4 (32,4) (35,5)
Index PX	3,1 (17,7) (13,6)
STOXX EUR. 600 Banks	7,9 (37,0) (23,9)

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Komerční banka (BAAKOMB)	
<b>Základní informace</b>	
<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>	100,5 mld. Kč
<b>Dividenda (2019)</b>	0 Kč
<b>Závěrečná cena</b> (21. 08. 2020, 16:25)	528 Kč
<b>Max. 12M</b> (16.9.2019, čas 16:25)	847 Kč
<b>Min. 12M</b> (19.3.2020, čas 16:25)	465 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“) obnovujeme 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 903 Kč na 696 Kč**. Vzhledem k aktuálnímu tržnímu kurzu akciového titulu obnovujeme v souladu s naší interní metodikou **investiční doporučení na stupni „koupit“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Komerční banky představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců potenciální kapitálový výnos 32 %.
- Ke snížení naší cílové ceny jsme přistoupili v návaznosti na námi očekávanou nižší ziskovost Banky na horizontu střednědobé projekce (2020-23) vlivem utlumené ekonomické aktivity v důsledku šíření epidemie koronaviru a následných preventivních vládních opatření. Útlum ekonomické aktivity se na hospodářských číslech KB s vysokou pravděpodobností promítne I) nižším růstem úvěrů, II) poklesem čisté úrokové marže mj. v návaznosti na snížení tržních úrokových sazeb v ČR, III) nižší transakční aktivitou klientů a IV) významným růstem rizikových nákladů. V porovnání s poslední publikovanou analýzou jsou naše odhady čistého zisku KB v letech 2020-22 nižší o 16-40 % zejména v návaznosti na předpokládaný nižší čistý úrokový výnos a vyšší rizikové náklady Banky v porovnání s předchozí projekcí. V porovnání s tržními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2020) 44 Kč a EPS (2021) 47 Kč jsou naše aktualizované odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2020 – 21 při 45 Kč a 53 Kč mírně optimističtější.
- Akcie Komerční banky se aktuálně obchodují při 0,9x P/BV (2020) a 11,9x P/E (2020) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči historickým průměrným valuačním násobkům Banky za poslední tři roky (P/E 13,1x, P/BV20 1,6x) se Komerční banka obchoduje s výrazným diskontem. Vzhledem k střednědobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu na úrovni  $\geq 11,5\%$  a odhadovanému kumulativnímu dividendovému výnosu v následujících dvou letech na úrovni 18,5 % vnímáme rizikově výnosový profil Banky při současné tržní valuaci jako investičně příznivý.

**Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění KB**

Projekce hospodaření (mil. Kč)	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Provozní výnosy</b>	32 573	29 951	31 215	33 008
<b>Provozní zisk</b>	17 641	15 168	16 211	17 704
<b>Čistý zisk</b>	14 901	8 405	10 053	12 376
<b>Dividenda (DPS)</b>	0 Kč	45 Kč	53 Kč	43 Kč
<b>Valuace</b>				
<b>P/BV</b>	0,9x	0,88x	0,86x	0,84x
<b>P/E</b>	6,7x	11,9x	9,9x	8,1x
<b>Dividendový výnos</b>	0 %	8,5 %	10,0 %	8,1 %

Zdroj: Komerční banka, Fio banka, Bloomberg

**HOSPODAŘENÍ KOMERČNÍ BANKY ZA H1/2020**

Meziroční pokles čistého zisku Banky za H1/20 o 39 % byl ovlivněn zejména výrazným nárůstem opravných položek k úvěrům a nižšími úrokovými výnosy z reinvestic depozit. Čistá úroková marže zaznamenala významný pokles v návaznosti na pokles tržních úrokových sazeb. Meziroční propad poplatkových výnosů zaznamenala Banka vlivem nižších poplatků ze zahraničních plateb kvůli SEPA regulaci i nižších transakčních poplatků v návaznosti na pokles ekonomické aktivity zejména ve druhém čtvrtletí. Silnou stránkou výsledkového reportu Banky za první pololetí zůstává robustní kapitálová vybavenost při kapitálovém poměru 21,9 %.

**Čistý úrokový výnos** zaznamenal za H1/2020 meziroční pokles o 8 % na 10,8 mld. Kč zejména vlivem poklesu tržních úrokových sazeb. Na pozadí snížení základní úrokové sazby ČNB o 200 bazických bodů z únorové hodnoty 2,25 % na současnou výši 0,25 % klesl čistý úrokový výnos z reinvestic depozit za H1/2020 meziročně o 11 % na 5,16 mld. Kč. Čistý úrokový výnos z úvěrových produktů meziročně klesl o 5,2 % na 4,54 mld. Kč. Čistá úroková marže Banky zaznamenala ve druhém čtvrtletí výrazný propad na 1,73 % (2,15 % ve Q2/19). Objem úvěrů vzrostl meziročně o 4,9 % víceméně v souladu s dynamikou celkového úvěrového trhu a klientská depozita zaznamenala meziroční nárůst o 7,1 %. Banka dosáhla ke konci prvního pololetí silné likviditní pozice při poměru úvěrů vůči depozitům na úrovni 74,3 %.

**Výnosy z poplatků a provizí** poklesly za H1/2020 meziročně o 11 % na 2,63 mld. Kč. Na poklesu poplatkových výnosů banky se největší měrou podílel meziroční propad transakčních poplatků o 29 % na 862 mil. Kč vlivem utlumené ekonomické aktivity v průběhu prvního pololetí v návaznosti na vládní opatření proti šíření pandemie COVID-19. Pokles transakčních poplatků Banky tlumil 8% meziroční nárůst poplatkových výnosů z křížových prodejů investičních a pojistných produktů na 715 mil. Kč. Zisk z finančních operací těžil ve Q2/2020 z výrazné tržní volatility a za první pololetí dosáhl meziročního růstu o 13 % na 1,51 mld. Kč.

**Provozní náklady** vzrostly meziročně o 3 % na 7,95 mld. Kč. Růst provozních nákladů za H1/2020 byl tažen zejména vyšším příspěvkem do Fondu pro řešení krize (+10 % y/y) a náklady na odpisy a amortizaci. Všeobecné administrativní náklady vykázala Banka za H1/2020 meziročně stabilní, zatímco osobní náklady za H1/2020 vzrostly meziročně o 1 % na 3,89 mld. Kč. Poměr provozních nákladů k výnosům za H1/2020 dosáhl úrovně 52,7 %.

**Tvorba rezerv a opravných položek** za H1/2020 reflektovala výrazné zhoršení makroekonomického výhledu v důsledku přijatých vládních opatření proti šíření pandemie COVID-19 a dosáhla úrovně 1,73 mld. Kč. V rámci celoročního výhledu očekává management banky náklady na riziko za rok 2020 pod úrovní 70 bps průměrného úvěrového portfolia. Poměr rizikových úvěrů ve Q2/2020 mírně mezikvartálně stoupl na 2,2 % (2,1 % ve Q1/20) vlivem několika případů v korporátním segmentu. Míru selhání nefinančních podniků i domácností příznivě ovlivňuje úvěrové moratorium.

**Čistý zisk** kombinací výše uvedených faktorů zaznamenal meziroční pokles o 39 % na 4,44 mld. Kč. Komerční banka si zachovává velmi silný poměr kapitálové přiměřenosti (bez započtení zisku za H1/2020) ve výši 21,9 %. Vůči minimálním kapitálovým požadavkům ze strany regulátora (16,2 %) tak KB dosahuje robustního kapitálového polštáře.

**Tabulka č. 2 Hospodaření KB za H1/2020**

mil. Kč	H1/2019	H1/2020	Změna	FY 2018	FY 2019	Změna
Čisté úrokové výnosy	11 759	10 844	-7,8 %	22 704	23 591	+3,9 %
Výnosy z poplatků a provizí	2 961	2 625	-11,3 %	6 025	5 984	-0,7 %
Ostatní výnosy	1 452	1 613	+11,1 %	3 474	2 998	-13,7 %
<b>Provozní výnosy</b>	<b>16 172</b>	<b>15 083</b>	<b>-6,7 %</b>	<b>32 203</b>	<b>32 573</b>	<b>+1,1 %</b>
Provozní náklady	(7 712)	(7 950)	+3,1 %	(14 634)	(14 932)	+2,0 %
<b>Hrubý provozní zisk</b>	<b>8 460</b>	<b>7 133</b>	<b>-15,7 %</b>	<b>17 569</b>	<b>17 641</b>	<b>-0,2 %</b>
Náklady na riziko	354	(1 729)	+/-	642	571	-11,1 %
<b>Čistý zisk před zdaněním</b>	<b>9 026</b>	<b>5 549</b>	<b>-38,5 %</b>	<b>18 520</b>	<b>18 591</b>	<b>+1,3 %</b>
Daň z příjmu	(1 648)	(1 070)	-35,1 %	(3 349)	(3 419)	+11,2 %
<b>Čistý zisk připadající akcionářům banky</b>	<b>7 213</b>	<b>4 437</b>	<b>-38,5 %</b>	<b>14 846</b>	<b>14 901</b>	<b>-0,6 %</b>

Zdroj: Komerční banka

**Aktualizovaný celoroční výhled** Banky pro rok 2020 počítá s meziročním růstem úvěrového portfolia i klientských vkladů na úrovni středních jednotek procent. Čistý úrokový výnos zaznamená meziroční pokles vlivem poklesu tržních úrokových sazeb. Pokles poplatkových výnosů předpokládá vedení Banky v důsledku útlumu ekonomické aktivity a zavedeného stropu na přeshraniční platby (SEPA). Provozní náklady by měly v letošním roce setrvat na meziročně stabilních hodnotách i v návaznosti na urychlenou optimalizaci pobočkové sítě. Od srpna 2020 plánuje KB provozovat 241 bankovních poboček. Náklady na riziko vzrostou v letošním roce nad normalizovanou úroveň 30 až 40 bazických bodů. Celkové náklady na riziko v letošním roce by nicméně měly zůstat pod úrovní 70 bazických bodů. Vedení Banky předpokládá, že hospodaření KB v letošním roce zůstane ziskové.

**PROJEKCE HOSPODAŘENÍ KB (2020 – 2023)**

V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme v rámci naší aktualizované střednědobé projekce snížili odhady čistého zisku Banky v letech 2020-21 o 16-40 % v návaznosti na očekávaný nižší čistý úrokový výnos a nárůst rizikových nákladů Banky. Prognóza pro hlavní generátory ziskovosti Banky je v důsledku pandemie koronaviru a vládních opatření proti jejímu šíření podstatně méně příznivější v porovnání s obdobím na začátku roku. Významné zdroje růstu ziskovosti tuzemského bankovního sektoru i samotné Banky k historicky rekordním úrovním v roce 2019 – nízké ztráty ze znehodnocení a rostoucí úrokové výnosy z expozic vůči ČNB dosáhnou v letošním roce méně příznivých hodnot. Náklady na riziko v letech 2020-21 předpokládáme na dvojnásobné úrovni okolo 60-70 bps oproti normalizovaným rizikovým nákladům Banky (30-40 bps) napříč hospodářským cyklem. Čistá úroková marže zaznamenaná v letošním roce pokles pod hranici 2 % v návaznosti na pokles tržních úrokových sazeb a omezený manévrovací prostor Banky u depozitních sazeb. Navzdory významnému poklesu ekonomické aktivity v letošním roce by si úvěrové portfolio Banky mělo zachovat odhadovanou růstovou dynamiku z počátku roku (+5% y/y) zejména vlivem převládající rezistence v retailovém segmentu hypotečních úvěrů.

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření 2020 – 2023

Mil. Kč	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Čistý úrokový výnos	23 591	21 457	22 658	24 279	25 250
Výnosy z poplatků a provizí	5 983	5 534	5 617	5 730	5 873
Ostatní výnosy	2 999	2 960	2 940	3 000	3 040
<b>Celkové provozní výnosy</b>	<b>32 573</b>	<b>29 951</b>	<b>31 215</b>	<b>33 008</b>	<b>34 163</b>
Provozní náklady	(14 932)	(14 783)	(15 004)	(15 305)	(15 534)
<b>Provozní zisk</b>	<b>17 641</b>	<b>15 168</b>	<b>16 211</b>	<b>17 704</b>	<b>18 629</b>
Tvorba rezerv a opravných položek	572	(4 994)	(3 927)	(2 599)	(1 776)
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>18 213</b>	<b>10 225</b>	<b>12 284</b>	<b>15 104</b>	<b>16 852</b>
Daň z příjmů	(3 419)	(1 810)	(2 211)	(2 719)	(2 932)
<b>Reportovaný čistý zisk</b>	<b>14 901</b>	<b>8 405</b>	<b>10 053</b>	<b>12 376</b>	<b>13 910</b>
<b>Zisk na akcii (Kč)</b>	<b>79</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>65</b>	<b>74</b>

Zdroj: Fio banka

**Celkové provozní výnosy** Banky v letošním roce odhadujeme v souladu s výhledem managementu Banky meziročně nižší o 8 % na úrovni 29,95 mld. Kč. Na meziročním poklesu celkových výnosů v letošním roce se budou podílet obě hlavní výnosové kategorie Banky (čistý úrokový výnos + výnosy z poplatků), zatímco zisk z finančních operací by měl dosáhnout meziročně stabilních hodnot. Návrat celkových výnosů k předkrizovým úrovním okolo 33 mld. Kč, což zároveň představuje dříve komunikovaný cíl vedení Banky pro střednědobé období, předpokládáme nejdříve v roce 2022.

Na úrovni **čistého úrokového výnosu** nebude předpokládán růst obchodních objemů Banky (úvěrů i depozit) na úrovni středních jednotek procent dostatečný, aby vykompenzoval pokles úrokové marže pod hranici 2 %. Tlak na pokles ziskovosti bude vytvářet snížení měnověpolitické sazby, která klesla z 2,25 % v březnu na 0,25 % v květnu 2020, jak vlivem poklesu úrokových výnosů z volné likvidity Banky umístěné u ČNB, tak z titulu případného poklesu úrokových sazeb u nových úvěrů. Negativní dopad na čistý úrokový výnos Banky na horizontu 12 měsíců při snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů představuje cca 200 mil. Kč. Významnější oživení čisté úrokové marže Banky nepředpokládáme ani v následujícím roce, když s aktuální prognózou ČNB je konzistentní stabilita domácích tržních úrokových sazeb do poloviny roku 2021. Od druhé poloviny roku 2021 pak prognóza naznačuje postupný nárůst tržních úrokových sazeb v návaznosti na předpokládané zotavování domácí ekonomické aktivity.

**Výnosy z poplatků a provizí** budou od letošního roku negativně zasaženy zavedením stropu na poplatky účtované za přeshraniční platby v rámci jednotné evropské platební oblasti (SEPA) a nižší transakční aktivitou klientů v návaznosti na administrativní utlumení ekonomiky v první polovině roku. Očekávaný pokles výnosů z transakčních poplatků bude jen částečně kompenzován pravděpodobným meziročním růstem křížových prodejů z investičních a pojistných produktů třetích stran. Ty v prvním pololetí tvořily již 27 % poplatkových výnosů Banky (v roce 2015 reprezentovaly cca 15 % poplatkových výnosů Banky).

**Provozní náklady** by v letošním roce měly zůstat meziročně stabilní. Mzdovou inflaci a nárůst nákladů na odpisy a amortizaci bude v letošním roce kompenzovat meziroční pokles všeobecných správních nákladů v návaznosti na utlumenou ekonomickou aktivitu vlivem vládních opatření proti šíření pandemie koronaviru. Předpokládáme, že tlak na ziskovost Banky ze strany nižších jádrových výnosů a rostoucích nákladů na riziko v letošním roce povede k realizaci úsporných opatření.

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

*Náklady na riziko zůstanou v letošním i v následujícím roce nad normalizovanou úrovní 30-40 bps.*

*Obnovení výplaty dividend předpokládáme v první polovině příštího roku*

To ostatně signalizují i komunikované cíle managementu Banky (při konferenčním hovoru za Q2/2020) pro optimalizaci pobočkové sítě. Během roku 2020 plánuje vedení Banky snížit počet kamenných poboček o 100 na 242. V rámci naší střednědobé projekce předpokládáme, že generované úspory povedou od roku 2021 k udržení průměrného růstu provozních nákladů pod úrovní inflačního cíle ČNB i dosažení dříve uváděného střednědobého cíle pro provozní efektivitu (náklady / výnosy) při hodnotách  $\leq 45 \%$ .

**Náklady na riziko** by v letošním i příštím roce měly setrvat nad normalizovanou úrovní 30-40 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia. V souladu s aktualizovaným výhledem managementu Banky předpokládáme v letošním roce úroveň rizikových nákladů ve výši 60 - 70 bazických bodů úvěrového portfolia. Návrat k normalizovaným úrovním nákladů na riziko ve výši 30-40 bazických bodů předpokládáme od roku 2022. Útlum ekonomické aktivity v důsledku administrativního uzavření ekonomiky v první polovině letošního byl bezprecedentní, nicméně vzhledem k platnosti úvěrového moratoria a jiných stabilizačních vládních opatření nepředpokládáme v rámci letošního roku výrazný nárůst nevykonných úvěrů Banky. V našem základním scénáři předpokládáme, že většina úvěrových ztrát se začne materializovat v první polovině roku 2021.

**Čistý zisk** KB za rok 2020 dosáhne nižších hodnot oproti naší poslední publikované prognóze. V porovnání s poslední publikovanou analýzou jsme snížili naše odhady čistého zisku Komerční banky v letech 2020-22 o 16-40 % zejména v návaznosti na očekávaný nižší čistý úrokový výnos a vyšší rizikové náklady Banky v porovnání s předchozí projekcí. V komparaci s tržními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2020) 44 Kč a EPS (2021) 47 Kč jsou naše aktualizované odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2020 – 2021 při 45 Kč a 53 Kč optimističtější.

**Dividendová politika** pro střednědobý horizont nebyla vedením KB představena. V návaznosti na výzvu ČNB adresovanou tuzemským bankovním domům, aby se zdržely výplaty dividend do doby odeznění dlouhodobějších důsledků epidemie koronaviru, zadržela KB veškerý čistý zisk roku 2019 oproti původním předpokladům (návrh výplaty dividendy 58 Kč / akcii) na účtu nerozděleného zisku. V letošním roce tak KB žádnou dividendu nevyplatí. Kapitálová vybavenost Banky je robustní. Bez započtení zisku vygenerovaného v prvním pololetí 2020 dosáhla její kapitálová přiměřenost na konci prvního pololetí 21,9 %. Vůči minimálním kapitálovým požadavkům ze strany regulátora (po snížení proticyklické kapitálové rezervy na 0,5 % nyní 16,2 %) dosahuje KB výrazného kapitálového polštáře. Management KB avizoval, že nemá v úmyslu držet kapitálovou rezervu managementu po normalizaci zdravotní a ekonomické situace nad deklarovanou úrovní 50-200 bazických bodů vůči minimální úrovni kapitálových požadavků.

Od roku 2021 může navíc dojít ke snížení kapitálových rezerv u domácích systémově významných bank z titulu transpozice směrnice CRD V / CRR II do českého právního řádu. Kapitálová rezerva G-SVI mateřské Sociétés Générale dosahuje 1 %, což z pohledu KB znamená nastavení kapitálové rezervy pro jiné systémově významné instituce na úrovni max. 2 % namísto současné kapitálové rezervy ke krytí systémového rizika při 2,5 %.

Obnovení výplaty dividend předpokládáme v první polovině příštího roku. To je nicméně podmíněno změnou postoje regulátora. Vzhledem k výraznému přebytku kapitálu i limitovaným organickým růstovým příležitostem bude Banka schopna dle našeho názoru vyplatit na dividendě více než 100 % čistého zisku za rok 2020. V našem základním scénáři nicméně vnímáme jako pravděpodobnější, že přebytek kapitálu nad interní kapitálový cíl bude akcionářům distribuován postupně při zvýšeném výplatním poměru 100 % čistého zisku v následujících dvou letech namísto výplaty jedné mimořádné dividendy. Od roku 2022 pak očekáváme návrat k dividendovému výplatnímu poměru při 65 % čistého zisku.

**SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ**

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

**Tabulka č. 4 Valuační násobky referenční skupiny za 2020 a 2021**

	P/E 20	P/E 21	P/BV 20	P/BV 21
Komerční banka	11,9	9,9	0,88	0,86
Moneta Money Bank	13,3	12,6	1,00	0,98
Erste Group	13,7	10,1	0,61	0,58
Raiffeisen Bank	8,5	7,2	0,44	0,44
PKO Bank	11,7	11,4	0,65	0,63
Bank Pekao	13,51	12,0	0,59	0,58
Bank Handlowy	17,8	14,5	0,67	0,66
Santander Bank Polska	15,1	13,0	0,63	0,61
Alior Bank	n.a.	n.a.	0,30	0,30
mBank	21,0	15,3	0,51	0,50
OTP Bank	13,1	9,6	1,16	1,66
<b>Průměr odvětví</b>	<b>14,0</b>	<b>11,5</b>	<b>0,68</b>	<b>0,71</b>
<b>Medián odvětví</b>	<b>13,4</b>	<b>11,7</b>	<b>0,63</b>	<b>0,61</b>

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 0,68násobku P/BV (2020) a 13,4násobku očekávaného čistého zisku za rok 2020. Akcie Komerční banky se nyní obchodují při 0,9násobku P/BV (2020) a přibližně 11,9násobku námi 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, ke kterým Banka náleží. 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 Banky (silná rozvaha, konzervativní obchodní model). Vzhledem k silné kapitálové pozici KB vynikne její nadprůměrná rentabilita v porovnání s referenční skupinou bank regionu CEE zejména na úrovni návratnosti průměrných aktiv.

Aktuální tržní ocenění Banky pod účetní hodnotou vlastního kapitálu představuje valuační teritorium, které přísluší spíše bankovním domům, jež nejsou schopny stabilně generovat návratnost vlastního kapitálu ani na úrovni nákladů vlastního kapitálu. To ale není případ KB, která je dle našeho názoru ve střednědobém období schopna generovat udržitelnou návratnost vlastního kapitálu >11,5 %. V minulosti již KB i v náročném ekonomickém prostředí (léta 2009-11) prokázala odolnost svého obchodního modelu. Rizikově výnosový profil Banky při současném tržním ocenění vnímáme jako investičně atraktivní.

**Tabulka č. 5 Vybrané ukazatele referenční skupiny za FY 2019**

	CET1 (%)	Náklady / výnosy (%)	ROE (%)	ROA (%)
MONETA Money Bank	19,1	45,8	14,5	1,39
Komerční banka	16,4	47,7	16,5	1,90
Erste Group	13,7	59,0	10,1	0,61
Raiffeisen Bank	15,4	56,5	11,0	0,84
PKO Bank	17,2	41,9	10,0	1,20
Bank Pekao	15,0	41,3	10,1	1,10
Bank Handlowy	17,2	55,0	7,3	0,90
Santander Bank Polska	15,2	47,3	9,7	1,0
Alior Bank	13,5	43,0	3,8	0,34
OTP Bank	13,9	52,7	20,3	2,4
<b>Průměr odvětví</b>	<b>15,7</b>	<b>49,0</b>	<b>11,33</b>	<b>1,17</b>
<b>Medián odvětví</b>	<b>15,3</b>	<b>47,5</b>	<b>10,10</b>	<b>1,05</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 (2020 – 2023) 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 (2023).

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 společnosti a dalších případných rizikových přírážek.

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 přírážky pro Českou republiku, která vychází z modelu A. Damodarana.

Tabulka č. 6 Stanovení diskontní míry

	2020e	2021e	2022e	2023e	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	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>10,0 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>10,0 %</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 11,5 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 10 % 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. 7 a 8 na následující straně.

**Tabulka č. 7 Ocenění společnosti Komerční banka (mil. Kč)**

	2020e	2021e	2022e	2023e
Čistý zisk	8 405	10 053	12 376	13 910
Výplatní poměr	100 %	100 %	65 %	65 %
Dividenda na akcii (Kč)	45	53	42	47
Výplata dividend	8 405	10 053	8 044	9 041
Diskontní faktor	1,0	1,10	1,21	1,33
Diskontovaný tok dividend	8 405	9 139	6 648	6 793

Zdroj: Fio banka

**Tabulka č 8 Rekapitulace ocenění akcií Komerční banky**

Vstupní parametry modelu	
ROE	11,5 %
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	10,0 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,0 %
Implikovaná hodnota P/BV	1,19x
BV (2023e)	123 781 mil. Kč
Terminální hodnota	146 990 mil. Kč
Současná hodnota TH	100 396 mil. Kč
Současná hodnota vyplacených dividend (2020 – 2023e)	30 985 mil. Kč
Ocenění společnosti	131 381 mil. Kč
Počet emitovaných akcií	189 mil. ks
<b>Cílová cena akcie (12M)</b>	<b>696 Kč</b>

Zdroj: Fio banka

*Při potenciálním kapitálovém výnosu ve výši 32 % stanovujeme naši cílovou cenu pro akcie Komerční banky pro investiční horizont dvanácti měsíců na úrovni 696 Kč.*

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Komerční banky ve výši 696 Kč**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií společnosti **obnovujeme pro akcie Komerční banky investiční doporučení na stupni „koupit“**.

*Udržitelná návratnost vlastního kapitálu při 11,5 % 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.

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.9.

Tabulka č. 9 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

CoE	ROE				
	9,5 %	10,5 %	11,5 %	12,5 %	13,5 %
9,0 %	649	712	775	839	901
9,5 %	617	676	735	794	853
10,0 %	589	645	696	756	811
10,5 %	565	617	669	721	773
11,0 %	543	592	642	691	740

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
- Velké množství klientských dat, datová analytika
- Prodej investičních a pojistných produktů třetích stran
- Zlepšení provozní efektivity na pozadí postupující digitalizace

### Hrozby

- Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokové marže
- Pomalejší zotavení globálního ekonomického vývoje
- Vyšší odvody v návaznosti na vznik Národního rozvojového fondu
- Konkurence Fin-tech sektoru

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 nenesе 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 (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](http://www.fio.cz)