

Doporučení: **Akumulovat**
Cílová cena: **785 Kč**

Komerční banka (BAAKOMB)

Souhrn doporučení

Aktuální	Akumulovat
Předchozí doporučení (13.1.2021)	Držet
Cílová cena (12M)	785 Kč
Předchozí cílová cena (13.1.2021)	696 Kč
Datum vydání	15. 4. 2021

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Komerční banka	-7	37	14
Index PX	2	27	33
STOXX EUR. 600 Banks	15	54	49

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Komerční banka (BAAKOMB)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Ticker:	BAAKOMB (BCPP)
Počet vydaných akcií:	190 mil. ks.
Free float:	39,60%
Tržní kapitalizace:	125,2 mld. Kč
Závěrečná cena (14.4.2021, 16:25)	659 Kč
Max. 12M (11.1.2021)	725 Kč
Min. 12M (15.10.2020)	460 Kč

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Graf. č. 1: Vývoj akcií KB za 12 M



Zdroj: Fio banka

▪ V předkládané analýze akciového titulu společnosti Komerční banka (dále také „KB“ nebo „Banka“) aktualizujeme naši cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie Banky. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke **zvýšení naší cílové ceny pro akcie KB z 696 Kč na 785 Kč**. Vzhledem k aktuálnímu tržnímu kurzu akciového titulu **zvyšujeme naše investiční doporučení na stupeň „akumulovat“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Komerční banky představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců potenciální kapitálový výnos 19 %.

▪ Ke zvýšení cílové ceny nás vede lepší se výhled ziskovosti celého bankovního sektoru a vysoký dividendový potenciál KB. Celosvětový postup v boji s pandemií COVID-19 a na něj navazující měnící se globální makroekonomický výhled zapříčinily růst výnosové křivky na zahraničím i domácím trhu. Vyšší tržní úrokové sazby a lepší, než dříve očekávané, vývoj na trhu práce by měly v projektovaném období pozitivně působit na úrokovou marži a rizikové náklady KB, které byly hlavním faktorem poklesu zisku v roce 2020. Domníváme se, že zmíněné faktory by měly v následujících letech vést k návratu KB na úroveň zisků, kterých dosahovala v období předcházejícím pandemii COVID-19.

▪ Dlouhodobá praxe Komerční banky vyplácet většinu zisku akcionářům se nemění. Po ukončení současných restrikcí výplaty dividend by KB měla podle našeho názoru opět začít vyplácet roční dividendy a navíc vyplatit část přebytečného kapitálu, který vlivem zadržení zisku let 2019 a 2020 výrazně narostl. Podle našeho modelu bude mít KB kapacitu vyplatit akcionářům do konce roku 2023 dividendy v souhrnné výši až 186 Kč na akcii. Přesná výše a načasování těchto výplat budou nicméně nadále ovlivněny rozhodnutími regulátora.

▪ KB dlouhodobě dosahuje vysoké rentability. Ačkoliv se čistý zisk následkem hospodářského poklesu v roce 2020 snížil, banka předpokládá návrat k rentabilitě vlastního kapitálu (ROE) 15 % do roku 2025. Náš model očekává dlouhodobé ROE 12 %. Vzhledem k výše uvedeným tezí, zmíněné vysoké rentabilitě a aktuálně nízkým výnosům napříč celým spektrem finančních aktiv považujeme akcie Komerční banky za atraktivní.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění KB

	2020	2021e	2022e	2023e
Zisk na akcii	43 Kč	49 Kč	60 Kč	64 Kč
Dividenda na akcii (Kč)	n/a	24 Kč	78 Kč	84 Kč
Valuace	2020	2021e	2022e	2023e
P/BV	1,09x	1,05x	1,08x	1,12x
P/E	15,7x	13,7x	11,2x	10,6x

Zdroj: Fio banka, Komerční banka

INVESTIČNÍ TEZE

Výjimečný poměr výnosu a rizika

Dnešní investiční prostředí lze zjednodušeně popsat následovně: nízký výnos, vysoké riziko. Výnosové křivky se během posledních dvaceti let posunuly výrazně dolů. Desetiletý český státní dluhopis se obchoduje s ročním výnosem pod 2 procenta. Lepší výnos investor nenajde ani v zahraničí. Americký dluh se stejnou splatností nese 1,72 % ročně. Německé státní bondy se dokonce obchodují s negativním „výnosem“. Lze očekávat, že podobně nízké výnosy jen stěží pokryjí budoucí tempo inflace. Díky takto nízkým výnosům by se investor mohl domnívat, že žije v bezrizikovém světě. Opak je ale pravdou. Pokud se riziko, je-li měřitelné, za poslední roky někam pohnulo, tak směrem nahoru. Téměř všechny země světa se v minulých dvanácti měsících potýkaly s pandemií COVID-19. V některých částech světa pandemie kulminuje až dnes a konec zdravotnické krize je tak stále v nedohlednu. V důsledku pandemie se mnohé vlády uchýlily k politice masivních rozpočtových deficitů, financovaných nově vydávaným dluhem. Zadluženost veřejného sektoru proto roste nevidaným tempem. Do tohoto nebezpečného koktejlu přimíchejme klimatické změny, rostoucí příjmovou nerovnost a geopolitické soupeření západu s rychle rostoucí autoritativně řízenou Čínou a s tím související obchodní války a politické neshody. Investiční riziko během posledních několika let vzrostlo. V tu samou dobu přitom nejvýznamnější světové akciové trhy, v čele s tím americkým, dosahují týden co týden nových maxim.

V popsáném investičním světě působí akcie KB jako zajímavý úkaz. Jedna z největších bank na bezpečném českém trhu, který si svojí krizí prošel již na konci devadesátých let, a který lze charakterizovat přebytkem likvidity. Vysoce rentabilní podnikání (viz dlouhodobý cíl ROE 15 % stanovený samotnou bankou v strategickém plánu „KB change 2025“) a zároveň poměrně méně konkurenční trh díky obtížným bariérám vstupu do odvětví způsobeným stále se zpřísňujícími požadavky regulátora. Expozice vůči relativně rizikově konzervativnímu portfoliu aktiv (podnikové úvěry). Namísto expozice vůči měnovému riziku pravidelné dividendy přímo v českých korunách. Myslíme si, že pro českého investora představují akcie KB ve srovnání s ostatními třídami aktiv na dnešní poměry vynikající kombinaci vysokého výnosu a nízkého rizika.

Banka přátelská k akcionářům

Majoritní vlastník Société Générale má zájem na co nejvyšších výplatách dividend. Dividendový výplatní poměr KB se dlouhodobě pohybuje kolem 70 %. To je ve značném kontrastu oproti zdržování a reinvestování zisku, které praktikují především růstové technologické společnosti a start-upy, jejichž akcie jsou dnes zvláště mezi retailovými investory oblíbené. Namísto slibů o růžové budoucnosti a teoretických ziscích volí KB rychlou a hmatatelnou výplatu aktuálně dosahovaných zisků. Tato politika může být pro mnoho investorů daleko sympatičtější a praktičtější. Hmatatelné dividendové výplaty navíc představují v dnešním světě plném finančních nástrah a nejistoty jakousi kotvu, jistotu, že dosahované zisky jsou reálné a nejedná se jen o účetní hrátky. Je jen na akcionáři, jak s inkasovanými dividendami naloží.

Přitom dividendy budou v příštích několika pololetích podle našich propočtů nemalé. Podle informací z konferenčního hovoru k výsledkům za 4Q 2020 KB aktuálně disponuje značným přebytečným kapitálem, který hodlá vyplatit akcionářům, jakmile ji to regulátor umožní. Během příštích dvou let by tedy KB měla podle našich předpokladů kromě podílu na ziscích běžných období vyplatit zároveň i většinu přebytečného kapitálu, který vlivem zdržení zisků let 2019 a 2020 výrazně narostl. Souhrnná výplata během uvedeného období by tak podle našich propočtů mohla dosáhnout až 186 Kč na akcii.

Banka za zenitem, nebo na vrcholu?

Na KB je často nahlíženo zjednodušeně jako na banku, která již má to nejlepší období za sebou a žádný závrtný růst se od ní již nedá čekat. Tato teze je ale postavena především na porovnání s druhým, jediným čistě českým, obchodovaným bankovním titulem na pražské burze, Monetou. Uvedené zjednodušené porovnání obou titulů může sice platit, ale pro rozhodování o investici do akcií KB je tento pohled příliš úzký. Stále totiž před sebou máme zdravou banku operující na relativně rychle rostoucím trhu. Zahraniční investoři vnímají český trh jako tzv. emerging market, který by ve srovnání s vyspělými bankovními trhy měl v dohledné době růst rychlejším tempem. To dokládá i statistika celkové průvěrovanosti české ekonomiky (poměr objemu úvěrů k HDP), která nadále zaostává za standardem vyspělých zemí. Přidáme-li k nízké průvěrovanosti současnou stabilitu a zdraví českého bankovního sektoru (kapitálová vybavenost, přebytečná likvidita), díváme se na trh, který před sebou může mít mnoho dobrých let. Zavedená značka KB budovaná 30 let a kvalitní management představují jen pár důvodů, proč si myslet, že KB ještě zdaleka není finančním ústavem za zenitem.

HOSPODAŘENÍ KB ZA FY 2020

Konsolidovaný čistý zisk Komerční banky za rok 2020 činil 8 299 mil. Kč, což představuje meziroční pokles o 45 %. Negativní vývoj byl způsoben především vyšší tvorbou opravných položek k úvěrovému portfoliu a nižšími čistými úrokovými výnosy. Obě tyto výsledkové kategorie přitom byly ovlivněny pandemií COVID-19, která se, podobně jako u konkurenčních bankovních ústavů, negativně promítla do kvality úvěrového portfolia a zároveň vytvořila tlak na krátkodobé úrokové sazby. Rentabilita průměrného vlastního kapitálu (ROAE) dosáhla úrovně 7,35 % a výrazně tak zaostala za svým průměrem předchozích pěti let (13 %).

Provozní výnosy poklesly meziročně o 9 % na úroveň 29,7 mld. Kč. Pokles byl způsoben slabšími čistými úrokovými výnosy (21,4 mld. Kč, meziroční pokles o 9 %) a slabším čistým výnosem z poplatků (5,2 mld. Kč, meziroční pokles o 13 %). Vývoj obou proměnných byl zapříčiněn ekonomickým propadem spojeným s pandemií COVID-19. V první polovině roku ČNB snížila 2T REPO sazbu o 2 p.b., což vedlo k výraznému snížení úrokových výnosů z REPO obchodů. Zároveň během roku klesla transakční aktivita klientů, s níž je spojena velká část poplatkových výnosů banky (33 % za rok 2020). Čistý zisk z finančních operací naopak meziročně vzrostl o 3 % a dosáhl hodnoty 2,9 mld. Kč. Tato hodnota byla nicméně stále pod průměrem posledních pěti let.

Provozní náklady zůstaly meziročně téměř nezměněny na úrovni 15 mld. Kč. Po počátečním nárůstu nákladů v prvním kvartále se bance v období pandemie podařilo zvýšit hospodárnost a za druhé pololetí snížila náklady meziročně o 2,5 %. Za snížením nákladů stál především meziročně nižší počet zaměstnanců (-1,3 %). Všeobecné provozní náklady poklesly o 4,3 % na 3,7 mld. Kč. Za snížením nákladů stály nižší náklady na marketing a cestování a také uzavírání poboček.

Nižší provozní výnosy a stagnující provozní náklady vyústily v meziroční pokles **provozního zisku** o 16,8 % na 14,7 mld. Kč.

Zásadně se do hospodaření banky promítly **náklady na riziko**. Tvorba rezerv a opravných položek dosáhla za FY2020 výše 4,6 mld. Kč (průměr za předchozí čtyři roky činil pouze – 61 mil. Kč). Tvorbou opravných položek banka reagovala na zhoršení kredibility části úvěrového portfolia, ke kterému došlo v důsledku hospodářského poklesu spojeného s pandemií COVID-19. V relativním vyjádření představovaly náklady na riziko 68 bazických bodů, což je méně než průměr celého bankovního sektoru.

Čistý zisk připadající akcionářům mateřské společnosti dosáhl výše 8 157 mil. Kč, což v meziročním srovnání představuje 45% pokles. Zisk připadající na jednu akcii byl 43 Kč.

Tabulka č. 2 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění KB

mil. Kč	FY 2020	FY 2019	Změna
Čisté úrokové výnosy	21 360	23 591	-9 %
Čisté výnosy z poplatků a provizí	5 211	5 983	-13 %
Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací	2 885	2 806	3 %
Čisté provozní výnosy	29 663	32 573	-9 %
Provozní náklady celkem	-14 994	-14 932	0 %
Provozní zisk	14 669	17 641	-17 %
Náklady na riziko	-4 578	572	n/a
Zisk za účetní období	8 299	15 171	-45 %

Zdroj: Komerční banka

Vlivem restrikce dividendových výplat během uplynulých dvou let výrazně narostl kapitál banky. V poměru k rizikově váženým aktivům dosáhl ke konci roku 2020 úrovně 22,3 %, což je o 6,1 procentních bodů výše než úroveň požadovaná regulátorem. Po započtení hospodářského výsledku za rok 2020 a po zohlednění určité úrovně interního kapitálového polštáře, který KB hodlá držet nad rámec regulačního požadavku, se jedná o přebytečný kapitál zhruba 120-140 Kč na jednu akcii.

V rámci prezentace výsledků za rok 2020 banka zároveň poskytla výhled hospodaření pro rok 2021. Objem retailových i podnikových úvěrů by měl růst tempem vyšších středních jednotek procent. Provozní výnosy by se měly pohybovat na úrovních roku 2020. Tlak na úrokovou marži způsobený nižšími tržními úrokovými sazbami by měl být vyvážen zvýšenou ekonomickou aktivitou, která by měla vést k růstu čistých výnosů z poplatků o střední jednotky procent. Provozní náklady by měly zůstat stabilní. Vyšší výdaje související s digitální transformací by měly být vyváženy poklesem počtu zaměstnanců. Náklady na riziko banky ve svém výhledu očekává nižší než v roce 2020.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ KB (2021 – 2025)

Ve svém strategickém plánu „KB change 2025“ banka nastínila své cíle na následujících pět let. Plán bere v úvahu mimo jiné vyšší konkurenci na trhu (nástup fintech, neobanky) charakterizovanou vyšším tlakem na úrokové marže a technologickou revolucí. Podle plánu má banka za cíl vybudovat do roku 2025 novou digitální banku a stát se lídrem nové éry bankovníctví pro 2 miliony aktivních klientů. Strategický plán předpokládá v dalších pěti letech dynamický růst výnosů, které by měly vlivem pandemie dosáhnout dna v roce 2021. Naopak provozní náklady by měly růst pomaleji a jejich poměr vůči výnosům by měl do roku 2025 klesnout pod 40 %. Banka ve strategickém plánu zároveň nevyklučuje neorganický růst tažený možnými akvizicemi. Banka předpokládá postupnou normalizaci rizikových nákladů na úrovni 25 b.b. Za těchto předpokladů by podle banky rentabilita vlastního kapitálu (ROE) měla v roce 2025 dosáhnout 15 % (strategický plán „KB change 2025“).

S hlavními tezemi výhledu KB souhlasíme. Podle našeho modelu by výnosy banky měly v příštích pěti letech meziročně růst průměrným tempem 5 % (CAGR), s těžištěm růstu posunutým především do let 2024 a 2025. Ačkoliv lze očekávat růst tržních úrokových sazeb, domníváme se, že v letech 2021 až 2023 bude čistá úroková marže stále pod tlakem a dynamičtěji by měla začít růst až v roce 2024. Přestože provozní náklady budou podle našeho modelu růst jen mírně, neočekáváme, že by se do konce roku 2025 dostaly pod úroveň 40 % výnosů tak, jak cílí banka ve svém plánu „KB change 2025“. Ačkoliv rizikové náklady budou podle nás v příštích letech klesat, rentabilitu vlastního kapitálu v roce 2025 odhadujeme na úrovni 12 %, což je o 3 procentní body méně, než predikuje samotná banka (strategický plán „KB change 2025“).

**Úroková marže v letech 2021 až 2023
nadále pod tlakem nízkých sazeb.
Dynamičtěji by měla začít růst až v roce
2024.**

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření 2021 – 2025

mil. Kč	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Čisté úrokové výnosy	21 360	21 673	23 262	23 382	24 421	26 514
Čisté výnosy z poplatků a provizí	5 211	5 367	5 503	5 726	5 959	6 201
Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací	2 885	3 010	3 208	3 338	3 473	3 615
Čisté provozní výnosy	29 663	30 272	32 210	32 703	34 131	36 630
Provozní náklady celkem	-14 994	-15 041	-15 477	-15 627	-15 922	-16 270
Provozní zisk	14 669	15 231	16 733	17 077	18 209	20 359
Náklady na riziko	-4 578	-3 807	-2 710	-2 266	-1 972	-2 057
Zisk za účetní období	8 299	9 569	11 707	12 363	13 543	15 247
Zisk na akcii	43 Kč	49 Kč	60 Kč	64 Kč	70 Kč	78 Kč

Zdroj: Fio banka

Čistý úrokový výnos bude na základě našeho modelu v nejbližších kvartálech ovlivněn nízkými tržními úrokovými sazbami. Období nízkých sazeb se podle nás protáhne do roku 2022. Konkurenční tlaky a relativně nízkce usazené dlouhodobé sazby nicméně dle našeho názoru způsobí, že k citelnému růstu úrokové marže dojde až v letech 2024 a 2025.

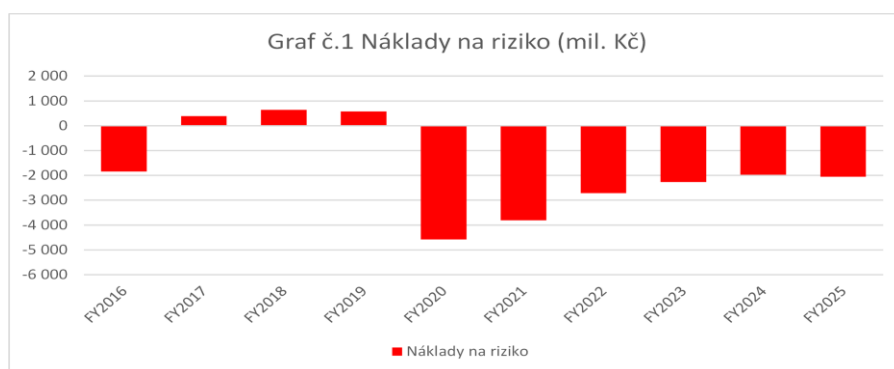
Naopak růst výnosů z poplatků a provizí by měl po propadu způsobeném uzavřením ekonomiky nastat mnohem dříve. Náš model předpokládá růst těchto výnosů o 3 % v letech 2021 i 2022. Tento pozitivní vývoj bude podle našeho názoru tažen hlavně vyšší transakční aktivitou klientů a cross-sellingem.

Zisk z finančních operací očekáváme pro rok 2021 na úrovni průměru předchozích třech let. Domníváme se, že ačkoliv aktivita korporátní klientely v oblasti hedgingu a forexových obchodů se v nejbližších kvartálech zvýší, zisk bude zatížen rostoucí výnosovou křivkou, která se krátkodobě negativně promítne do přecenění finančních aktiv držených k obchodování.

**Zvýšená aktivita klientů v letošním roce by
měla vést k rychlému oživení výnosů
z poplatků a provizí.**

Provozní náklady porostou dle naší predikce v souladu s výhledem KB pomaleji než je tempo inflace. V kategorii osobních nákladů by banka měla v nejbližších kvartálech těžit ze zespřícení pobočkové síť, ke kterému došlo během uzávěr ekonomiky v 2020. Efekt nižšího počtu zaměstnanců bude podle nás od roku 2022 vyvážen vyšším tlakem na růst mezd. Předpokládáme, že počínaje tímto rokem by mzdové náklady měly růst tempem 2 % ročně. Zvýšit by se v nejbližších kvartálech podle našeho modelu naopak měly všeobecné provozní náklady, a to především v souvislosti s digitalizací, na kterou banka bude nadále vynakládat nemalé částky. Podíl provozních nákladů na provozních výnosech bude dle našeho modelu postupně klesat z hodnoty 50 % (2021) na 44 % (2025), což je vyšší poměr, než na který cílí samotná banka (pod 40 %).

Náklady na riziko budou po celé námi projektované období nad dlouhodobým průměrem a jejich výše bude zásadně ovlivňovat výsledek hospodaření. Předpokládáme, že počínaje rokem 2021 bude mít tvorba opravných položek sestupný trend a nejvyšší hodnoty tak dosáhla již v roce 2020. V relativním vyjádření vůči objemu úvěrového portfolia by měly rizikové náklady podle našich propočtů postupně sestoupit z úrovně 54 b.b. v 2021 až na 24 b.b. v 2025. Absolutní výše námi předpokládaných nákladů na riziko je znázorněna v grafu č. 1.



Zdroj: Fio banka

Čistý zisk dosáhl dle našeho názoru minima v roce 2020 a od roku 2021 bude vykazovat vzestupný trend. Výsledek hospodaření bude nicméně podle našeho modelu až do roku 2023 významně ovlivněn následky hospodářského šoku vyvolaného pandemií COVID-19. Negativně bude do výsledku promlouvat především nízká úroková marže a vysoké náklady na riziko. Na úroveň předkrizového čistého zisku by se KB podle našeho modelu měla dostat až v roce 2025.

Výplata dividend je nyní omezena ze strany regulátora, jehož cílem je udržení co největšího kapitálového polštáře bank v současné nejisté době. Podle oznámení KB o stanovení rámce pro výplatu dividend a podle našich vlastních propočtů by mělo být bance umožněno vyplatit do konce roku 2021 dividendu ve výši 24 Kč / akcie. I přes tuto výplatu bude KB nadále disponovat přebytečným kapitálem, který by podle našeho modelu měl na konci roku 2021 dosáhnout výše 122 Kč na akcii a který by KB mohla vyplatit akcionářům v průběhu let 2022 a 2023. Představenstvo KB během konferenčního hovoru k výsledkům za 4Q2020 deklarovalo záměr vyplatit akcionářům přebytečný kapitál, jakmile to regulace umožní. Dá se ale očekávat, že jednorázová výplata přebytečného kapitálu v první polovině 2022 nebude regulátorem umožněna. V modelu proto pracujeme s částečnou výplatou přebytečného kapitálu v prvním pololetí 2022 a dodatečnou výplatou zbylého volného kapitálu v prvním pololetí 2023. Dále náš model předpokládá pravidelnou roční výplatu dividend ze zisků let 2022 a následujících s výplatním poměrem 68 %. Uvedené předpoklady ukazují na souhrnnou dividendovou výplatu 186 Kč na akcii do konce roku 2023.

Návrat na předkrizové úrovně zisku až v roce 2025.

Dividendy v souhrnné výši až 186 Kč na akcii do konce roku 2023.

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. 4 Valuační násobky referenční skupiny za 2020 a 2021e

	P/E 2021e	P/E 2020	P/BV 2021e	P/BV 2020
Komerční banka	14,4	15,7	1,1	1,1
Moneta Money Bank	13,4	15,4	1,4	1,5
Erste Group	12,0	17,3	0,8	0,8
Raiffeisen Bank	9,3	8,2	0,5	0,5
PKO Bank	9,9	15,2	0,9	0,9
Bank Pekao	12,3	17,6	0,7	0,8
Bank Handlowy	13,9	30,9	0,7	0,7
Santander Bank Polska	12,6	20,4	0,8	0,8
Alior Bank	20,8	n/a	0,5	0,5
mBank	49,5	86,0	0,6	0,5
OTP Bank	9,8	13,9	1,2	1,4
průměr	16,2	24,0	0,8	0,9
medián	12,6	16,5	0,8	0,8

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 0,9násobku P/BV (2020) a 13násobku očekávaného čistého zisku za rok 2021. Akcie Komerční banky se nyní obchodují při 1,1násobku P/BV (2020) a 14,3násobku očekávaného čistého zisku za rok 2021. Oproti referenční skupině bank středoevropského regionu se akcie KB obchodují s premií. Tuto premii lze přitom pozorovat dlouhodobě a 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). Dalším faktorem vysvětlujícím vyšší valuaci je kapitálová vybavenost KB. Zatímco kmenový kapitál Tier 1 Komerční banky dosahoval ke konci předchozího roku hodnoty téměř 22 % rizikově vážených aktiv, průměrná hodnota tohoto ukazatele u referenční skupiny bank byla pouze necelých 17 %.

Tabulka č. 5 Vybrané ukazatele referenční skupiny za rok 2020

	CET1 *	provozní marže	ROE	ROA
Komerční banka	21,7%	34,0%	7,4%	0,7%
Moneta Money Bank	15,2%	24,1%	10,1%	1,0%
Erste Group	14,2%	18,0%	5,0%	0,3%
Raiffeisen Bank	13,6%	26,5%	6,2%	0,5%
PKO Bank	19,0%	26,0%	6,1%	0,7%
Bank Pekao	16,7%	20,5%	4,5%	0,5%
Bank Handlowy	22,5%	20,0%	2,4%	0,3%
Santander Bank Polska	18,0%	26,2%	4,0%	0,5%
Alior Bank	13,6%	0,3%	-4,7%	-0,4%
mBank	16,9%	16,9%	0,6%	0,1%
OTP Bank	15,4%	21,2%	10,8%	1,2%
průměr	17,0%	21,2%	4,8%	0,5%
medián	16,7%	21,2%	5,0%	0,5%

Zdroj: Bloomberg

* kapitálový poměr „common equity tier 1“

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 pokrývá 5 let 2021 - 2025 a 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 (2025).

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 a koeficientu beta dané společnosti.

Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili výnos českých státních dluhopisů, Pro jednotlivé roky jsme použili výnosy dluhopisů do splatnosti podle výnosové křivky aktuální k datu ocenění.

Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 1 jsme určili v souladu s teoriemi prezentovanými v odborné literatuře. Prémii za tržní riziko jsme odvodili z rizikové přírážky pro Českou republiku, která vychází z modelu A. Damodarana.

Tabulka č. 6 Stanovení diskontní míry

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TH
Bezriziková výnosová míra	0,41%	0,83%	1,16%	1,35%	1,55%	1,55%
BETA	1	1	1	1	1	1
Riziková prémie	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%
Náklady vlastního kapitálu	8,32%	8,74%	9,07%	9,27%	9,47%	9,47%

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 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 9,47 % při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 1,55 % a rizikové prémie 7,91 %. Výsledné ocenění akcií Komerční banky metodou dvoufázového dividendového diskontního modelu dokumentují tabulky č. 7., 8. a 9. na následující straně.

Náš model uvažuje diskontní míru 9,47 % a ROE na dlouhodobé úrovni 12 %.

Cílovou cenu stanovujeme na 785 Kč za akcii. Tato cena implikuje 19 % zhodnocení oproti aktuální tržní ceně.

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

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Zisk připadající vlastníkům mateřské společnosti	9 358	11 450	12 091	13 245	14 912
Dividendový výplatní poměr	n/a	n/a	68%	68%	68%
Očekávaný celkový objem navržené dividendy	14 824	16 053	8 215	8 999	10 132

Zdroj: Fio banka

Tabulka č. 8 Projekce dividend Komerční banky (mil. Kč)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Očekávaná výplata dividend	14 824	16 053	8 215	8 999	10 132
Dividenda na akcii	78 Kč	84 Kč	43 Kč	47 Kč	53 Kč
Diskontní faktor	0,92	0,85	0,77	0,70	0,64
Diskontovaný tok dividend	13 685	13 576	6 332	6 313	6 446

Zdroj: Fio banka

Náš model předpokládá výplatu dividendy 24 Kč na akcii v druhé polovině roku 2021 (částečné uvolnění restrikcí ČNB) a dále výplaty 78 Kč na akcii v první polovině roku 2022 (výplata ze zisku roku 2021 a částečná výplata přebytečného kapitálu) a 84 Kč na akcii v první polovině roku 2023 (výplata ze zisku roku 2022 a výplata zbývající části přebytečného kapitálu). Výplaty uskutečněné v letech 2024 a následujících by už měly odrážet výhradně výplatní poměr ze zisků běžných období dosažených v předchozím roce.

Tabulka č. 9 Rekapitulace ocenění akcií Komerční banky

Vstupní parametry modelu	
ROE	12,00%
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	9,47%
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,00%
Implikovaná hodnota P/BV	1,3
BV (2025e)	115 384
Terminální hodnota	154 539
Současná hodnota TH	98 319
Současná hodnota vyplacených dividend (2021e – 2025e)	50 858
Ocenění společnosti	149 176
Počet emitovaných akcií	190 mil. ks
Cílová cena akcie (12M)	785 Kč

Zdroj: Fio banka

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Komerční banky ve výši 785 Kč**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií společnosti **zvyšujeme investiční doporučení na stupeň „akumulovat“**.

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

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

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

Tabulka č. 10 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

		ROE						
		10,50%	11,00%	11,50%	12,00%	12,50%	13,00%	13,50%
CoE	10,97%	607 Kč	628 Kč	648 Kč	668 Kč	688 Kč	708 Kč	728 Kč
	10,47%	637 Kč	658 Kč	680 Kč	702 Kč	724 Kč	746 Kč	767 Kč
	9,97%	670 Kč	693 Kč	717 Kč	741 Kč	764 Kč	788 Kč	812 Kč
	9,47%	707 Kč	733 Kč	759 Kč	785 Kč	811 Kč	837 Kč	863 Kč
	8,97%	751 Kč	779 Kč	807 Kč	836 Kč	864 Kč	892 Kč	921 Kč
	8,47%	801 Kč	832 Kč	863 Kč	895 Kč	926 Kč	957 Kč	988 Kč
	7,97%	860 Kč	894 Kč	929 Kč	964 Kč	998 Kč	1 033 Kč	1 068 Kč

		g						
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
CoE	10,97%	662 Kč	664 Kč	666 Kč	668 Kč	670 Kč	673 Kč	676 Kč
	10,47%	692 Kč	695 Kč	698 Kč	702 Kč	706 Kč	711 Kč	716 Kč
	9,97%	726 Kč	730 Kč	735 Kč	741 Kč	747 Kč	755 Kč	763 Kč
	9,47%	763 Kč	769 Kč	777 Kč	785 Kč	794 Kč	805 Kč	818 Kč
	8,97%	805 Kč	814 Kč	824 Kč	836 Kč	849 Kč	865 Kč	883 Kč
	8,47%	853 Kč	865 Kč	879 Kč	895 Kč	913 Kč	935 Kč	961 Kč
	7,97%	907 Kč	923 Kč	942 Kč	964 Kč	989 Kč	1 020 Kč	1 058 Kč

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
- Kapitálová vybavenost a související dividendový potenciál

Slabé stránky

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

Příležitosti

- Nízká úvěrová penetrace vůči HDP v České republice
- Velké množství klientských dat
- Prodej investičních a pojistných produktů
- Zlepšení provozní efektivity na pozadí postupující digitalizace a redukce pobočkové sítě
- M&A

Hrozby

- Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokové marže
- Dopady pandemie na kvalitu úvěrového portfolia
- Konkurence Fin-tech sektoru
- Konkurence „neobank“

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

Tomáš Hrabánek
Fio banka, a.s.
Analytik
tomas.hrabanek@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 nenesou 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-komercni-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