

Doporučení: **Koupit**
Cílová cena: **981 Kč**

Komerční banka	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Koupit
Cílová cena:	981 Kč
Aktuální cena:	825 Kč
<small>(12.04.2022 16:25)</small>	
Potenc. kapitálový výnos:	18,9 %
Dividenda	98,5 Kč
Potenc. celkový výnos:	30,8 %
Datum vydání:	12.04.2022
Předchozí doporučení:	Akumulovat*
<small>(15.04.2021)</small>	
Předchozí cílová cena:	785 Kč
<small>(15.04.2021)</small>	
* od 22.10.2021 je doporučení v revizi	

Základní informace	
Odvětví:	Bankovníctví
Počet vydaných akcií:	190 049 260
Free float:	39,0 %
Tržní kapitalizace:	157,6 mld. Kč
Roční minimum	642 Kč
<small>(23.4.2021 16:25)</small>	
Roční maximum	1 011 Kč
<small>(09.02.2022 16:25)</small>	

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Komerční banka	-16	-6	22
PX Index	-6	0	23
STOXX 600 Banks	-15	-8	4

Roční vývoj ceny akcií Komerční banky



Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Investiční doporučení: Aktualizujeme cílovou cenu na akcie Komerční banky, která byla doposud v revizi, na **981 Kč za akcii s doporučením Koupit**. V porovnání s bankami ve středoevropském regionu se akcie Komerční banky obchodují s premií k valuačním násobkům. V rámci P/E pro rok 2022 KB dosahuje 10,4x vs. 8,3x za skupinu bank a ukazatel P/BV je ve výši 1,3x vs 0,9x za skupinu bank. Při srovnání Komerční banky s indexem EuroStoxx 600 Banks dostáváme ještě větší premií pro akcie KB, když P/E je 8,3x a P/BV 0,6x. Vzhledem k nadprůměrné rentabilitě vlastního kapitálu a očekávanému solidnímu dividendovému výnosu shledáváme premií ceny akcií Komerční banky za odůvodnitelnou.

Hospodaření společnosti: Makroekonomické prostředí se dostává do sevření pozitivního vlivu **ustupující koronavirové krize** a negativního vlivu **války na Ukrajině**. Dochází k postupným úpravám odhadů **růstu HDP směrem dolů** a výraznému růstu inflace. Tyto podmínky způsobí nižší než managementem KB původně očekávaný růst úvěrového portfolia. Nicméně na straně druhé **ČNB aktivně navyšuje úrokové sazby** (od počátku letošního roku nastalo již druhé zvýšení, a to na rovných 5 %), které povedou ke zlepšení ziskovosti ať už při poskytování nových úvěrů, či refinancování těch stávajících. Hlavní dopad půjde vidět u portfolia komerčních úvěrů, kde dochází k častější úpravě úrokových sazeb, než je tomu u retailových úvěrů. Zvyšování sazeb však představuje další negativní faktor pro tempo růstu úvěrového portfolia. Minimálně v oblasti hypoték můžeme v letošním roce očekávat výraznější pokles jejich produkce.

Dividendová politika: Komerční banka plánuje pokračovat ve své běžné dividendové politice výplaty **60 až 70 % čistého zisku**, která byla dočasně přerušena koronavirovou epidemií. Na dubnové valné hromadě bude navržena dividenda ve výši **43,80 Kč** na akcii, což představuje **65% výplatní poměr** čistého zisku roku 2021. Banka má přebytečný kapitál nashromážděný díky zadržování dividend ze zisků let 2019 a 2020, o kterém plánuje rozhodnout ve druhé polovině roku. Dle našeho odhadu by mělo dojít k výplatě dodatečné dividendy ve výši až **55 Kč** na akcii.

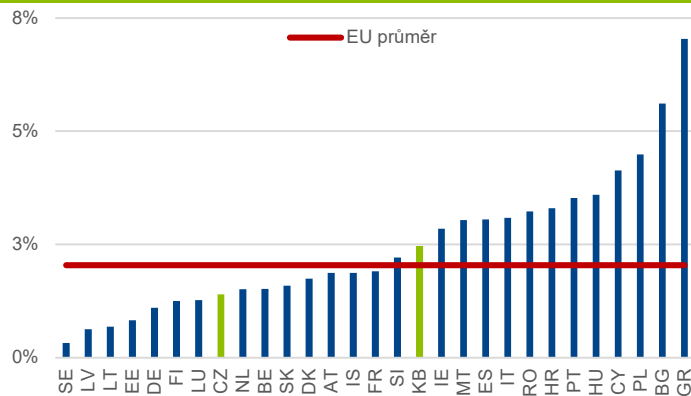
Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Komerční banky

	2021	2022e	2023e	2024e
Výnosy (mil. Kč)	31 347	35 358	36 643	37 953
Cost/Income poměr (%)	48,2	44,7	44,1	43,5
ROE (%)	10,7	12,1	12,4	12,2
Zisk na akcii (Kč)	68,4	79,8	81,8	84,5
Dividenda na akcii (Kč)	23,9	98,5	51,1	52,4
P/E (aktuální cena, x)	12,1	10,4	10,1	9,8
P/BV (aktuální cena, x)	1,2	1,3	1,2	1,2

Zdroj: Fio banka

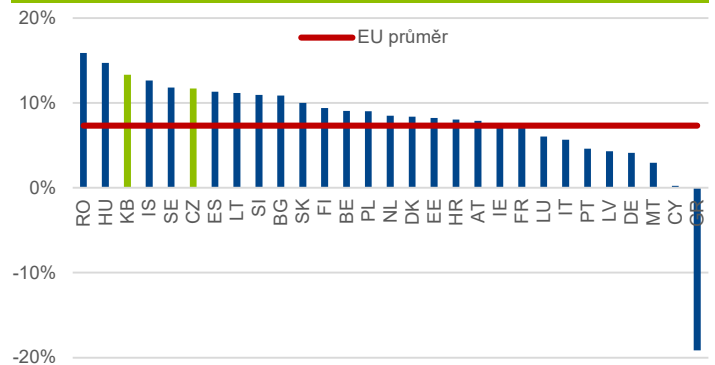
KOMERČNÍ BANKA – PŘEHLED

NPL poměr



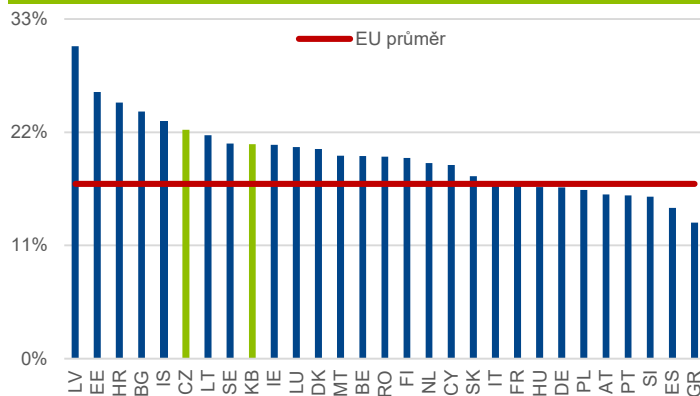
Zdroj: European Banking Authority – data za 4Q 2021

ROE



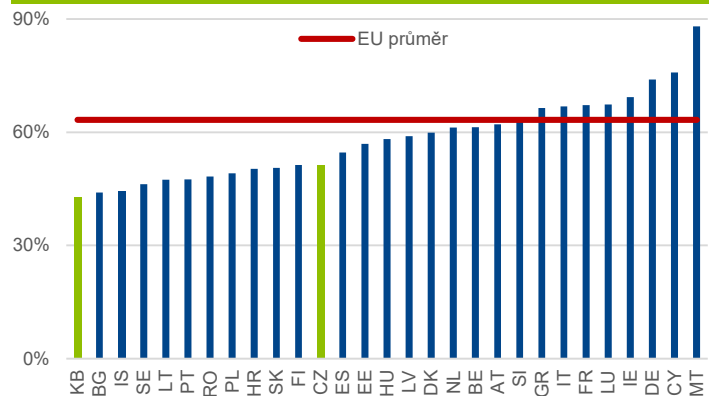
Zdroj: European Banking Authority – data za 4Q 2021

Kapitálová přiměřenost (Tier 1)



Zdroj: European Banking Authority – data za 4Q 2021

Cost-to-Income poměr



Zdroj: European Banking Authority – data za 4Q 2021

SWOT analýza

Silné stránky

- Silné tržní postavení na trhu korporátních úvěrů
- Univerzální bankovní obchodní model – kompletní nabídka služeb
- Solidní kapitálová vybavenost a nadprůměrná rentabilita
- Zkušený management banky

Slabé stránky

- Nižší tempo růstu úvěrového portfolia
- Slabší tržní podíl v oblasti spotřebitelských úvěrů

Příležitosti

- Rostoucí / nadprůměrné úrokové sazby
- Digitalizace a fintech
- Akviziční činnost

Hrozby

- Velmi konkurenční prostředí
- Sektorová daň
- Regulace odvětví
- Zhoršení makroekonomických podmínek vlivem ruské invaze na Ukrajinu

Zdroj: Fio banka

AKTUÁLNÍ HOSPODAŘENÍ ZA 2021

Výsledky hospodaření za 2021			
mil. Kč	2021	2020	y/y
Čistý úrokový výnos	21 795	21 360	2,0 %
Čistý výnos z poplatků a provizí	5 712	5 210	9,6 %
Celkové provozní výnosy	31 347	29 663	5,7 %
Celkové provozní náklady	-15 099	-14 994	0,7 %
Provozní zisk	16 246	14 669	10,8 %
Náklady na riziko	-731	-4 578	-84,0 %
Čistý zisk	12 727	8 157	56,0 %

Zdroj: Komerční banka – prezentace hospodářských výsledků za rok 2021

ČNB v roce 2021 provedla patery zvýšení sazeb z 0,25 % na 3,75 %.

Čistý úrokový výnos meziročně vzrostl o 2,0 % na 21,795 mld. Kč, přičemž nejvýrazněji posílil ve čtvrtém kvartálu, a to o 22,6 % (z 5,261 mld. Kč ve 4Q 2020 na 6,448 mld. Kč ve 4Q 2021). Vyššího výnosu bylo dosaženo díky rostoucím úrokovým sazbám. Od počátku roku 2021 byla 2týdenní repo sazba stanovaná ČNB na úrovni 0,25 %. Následovala pak zvýšení 24. 6. na 0,50 %, 6. 8. na 0,75 %, 1. 10. na 1,50 %, 5. 11. na 2,75 % a 23. 12. na 3,75 %.

Čistý výnos z poplatků a provizí se meziročně zvýšil o 9,6 % na 5,712 mld. Kč. Bylo toho dosaženo díky poplatkům ze specializovaných finančních služeb (poradenské služby, bankovní záruky, aj.) a poplatkům z cross-sellingu, kdy klienti v rámci správy aktiv více preferovali fondy investující na akciovém trhu.

Celkové provozní náklady Komerční banky v roce 2021 vzrostly o pouhých 0,7 % na 15,099 mld. Kč. I přes inflační tlaky k závěru roku se podařilo snížit celkové mzdové náklady o 1 % na 7,539 mld. Kč, naproti tomu o 11 %, tj. na 1,041 mld. Kč, se zvýšily příspěvky do fondu pojištění vkladů. Poměr nákladů k výnosům meziročně klesl na 43 %, přičemž evropský průměr se pohybuje nad 63 %.

Rok 2020 byl ve znamení zvýšené tvorby opravných položek, které se v následujícím roce částečně rozpouštěly.

Náklady na riziko jsou v obou srovnávaných letech nejvýznamnější položkou mající zásadní vliv na ziskovost banky. Rok 2020 byl ve znamení tvorby opravných položek k úvěrovému portfoliu vzhledem k nepředvídatelnosti dopadů rozšiřující se koronavirové krize. Naproti tomu v roce 2021 se ukázalo, že pandemie nemá na úvěrové portfolio tak negativní vliv, jak se čekalo, a docházelo k částečnému rozpouštění natvořených opravných položek, což se promítlo do zvýšené ziskovosti. V souhrnu náklady na riziko meziročně poklesly o 84 %.

Čistý zisk díky výše uvedeným faktorům meziročně vzrostl o 56 % na 12,727 mld. Kč. Komerční banka plánuje vyplatit dividendu 43,80 Kč na akcii, která bude podléhat schválení ze strany ČNB. Banka disponuje přebytečným kapitálem ve výši až 55 Kč na akcii, o jehož distribuci formou dividendy bude rozhodovat ve druhé polovině roku.

Úvěrové portfolio v hrubé výši se v meziročním srovnání zvýšilo o 6,9 % na 738,9 mld. Kč (zatímco trh přidal 8,6 %). Nejvíce se na tomto výsledku podepsaly úvěry na bydlení, ať už formou úvěrů ze stavebního spoření (růst o 18,9 % na 76 mld. Kč), či standardní hypoteční úvěry (růst o 7 % na 262,7 mld. Kč). Portfolio korporátních úvěrů se zvýšilo o 5 % na 366,9 mld. Kč-

Komerční bance se dařilo poslední dva kvartály roku 2021 postupně snižovat podíl úvěrů v selhání (tzv. **NPL poměr**), když ve 4Q dosáhl úrovně 2,5 %, což je dokonce o 0,1 procentního bodu méně v meziročním srovnání. Nadále vnímáme potenciál pro další zlepšení klasifikace úvěrů a rozpuštění části opravných položek v roce 2022, za předpokladu zachování současné dobré platební morálky. To by podpořilo finanční výkonnost banky.

VÝHLED HOSPODAŘENÍ NA 2022–2026

V naší analýze jsme se zaměřili na odhady pro příštích 5 let do roku 2026. Pro bankovní sektor jsou nejvýznamnějšími faktory úrokové sazby a úvěrové portfolio (tempo růstu a kvalita).

Výrazný růst úrokových sazeb se propíše do vyšší úrokové marže, avšak nižšího tempa růstu úvěrového portfolia.

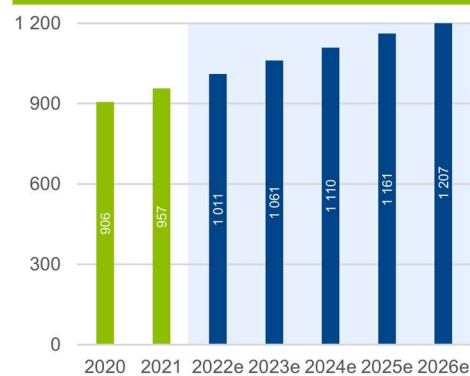
Úrokové sazby (2T repo sazba stanovovaná ČNB) se v roce 2021 odrazily ode dna na úrovni 0,25 % a vyšplhaly se až na 3,75 % v závěru roku. Od počátku letošního roku došlo již ke dvojnásobnému zvýšení 2T repo sazby, a to v únoru na 4,50 % a následně v dubnu na rovných 5 %, čímž jsme se dostali na úroveň z roku 2001. Pro letošní rok považujeme za pravděpodobné, že by sazby mohly dosáhnout až 6 procent. S tímto růstem souvisí dva efekty mající opačný vliv na finanční výkonnost, a to zvětšující se úroková marže (pozitivní vliv) a nižší tempo růstu úvěrového portfolia se zvýšenou pravděpodobností nesplácení dražších úvěrů. Předpokládáme, že od roku 2023 bude docházet k postupnému snižování sazeb a jejich postupné stabilizaci na udržitelnějších úrovních.

Vývoj úvěrového portfolia (mld. Kč)



Zdroj: Fio banka

Vývoj depozit (mld. Kč)



Zdroj: Fio banka

Úvěrové portfolio Komerční banky v čisté výši by dle našeho modelu mělo růst průměrným ročním tempem (CAGR) 4,9 % s tím, že v letošním roce dojde ke zpomalení růstu na 4,9 % z 6,6 % v roce 2021. Důvodem je razantní navýšení úrokových sazeb, a tím pádem pokles zájmu o nové úvěry. Pro řadu retailových klientů se nyní hypoteční úvěry stávají výrazně méně dostupnější z důvodu nadstandardně vysokých cen nemovitostí zkombinovaných s dlouho nevídanými úrokovými sazbami u hypoték. Navíc od dubna 2022 ČNB zpřísnila podmínky pro poskytování nových hypotečních úvěrů skrze limity úvěrových ukazatelů. Jedná se o:

- **LTV** (Loan to value) – výše úvěru k hodnotě nemovitosti nesmí překročit 80 % (pro žadatele mladší 36 let je hranice posunuta na 90 %),
- **DTI** (Debt to income) – poměr výše celkového zadlužení zájemce vůči jeho čistému ročnímu příjmu musí být menší než 8,5násobek (pro žadatele mladší 36 let je hranice posunuta na 9,5násobek),
- **DSTI** (Debt service to income) – poměr měsíčních splátek úvěrů vůči čistému měsíčnímu příjmu musí být menší než 45 % (pro žadatele mladší 36 let je hranice posunuta na 50 %).

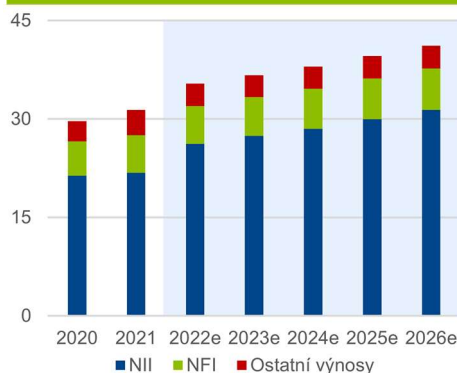
Depozita by měla růst přibližně o CAGR 4,8 %, kde výrazné navyšování se konalo v roce 2021 a podobně silný růst by se měl konat i v letošním roce (5,6 %). Je to dáno rostoucími úrokovými sazbami jak na běžných, tak i spořicíh účtech.

Výhled hospodaření na 2022 - 2026

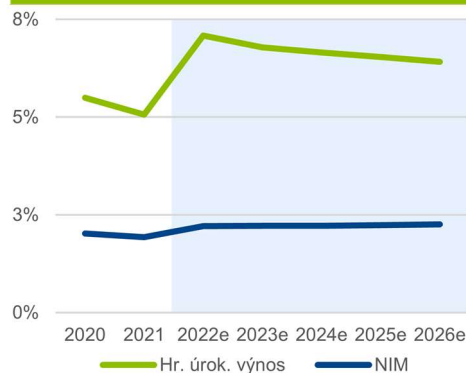
mil. Kč	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Čistý úrokový výnos	21 795	26 176	27 390	28 499	29 962	31 372
Čistý výnos z poplatků a provizí	5 712	5 797	5 928	6 069	6 197	6 306
Celkové provozní výnosy	31 347	35 358	36 643	37 953	39 577	41 128
Celkové provozní náklady	-15 099	-15 799	-16 161	-16 513	-16 888	-17 280
Provozní zisk	16 246	19 559	20 482	21 440	22 688	23 848
Náklady na riziko	-731	-1 073	-1 517	-1 843	-2 022	-2 208
Čistý zisk	12 727	14 940	15 326	15 830	16 685	17 462

Zdroj: Fio banka

V úvodu kapitoly nastíněný vývoj úvěrového portfolia, depozit a úrokových sazeb se dle našeho modelu promítne pozitivně do finanční výkonnosti banky. Tabulka výše shrnuje odhady hlavních položek výsledovky pro příštích 5 let.

Složení provozních výnosů (mld. Kč)


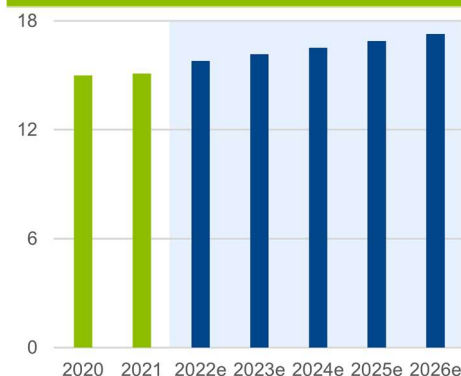
Zdroj: Fio banka

Úroková marže – hrubá a čistá (%)


Zdroj: Fio banka

Rostoucí úrokové sazby podpoří výnosy Komerční banky.

Celkové provozní výnosy se skládají z čistých úrokových výnosů (NII), čistých výnosů z poplatků a provizí (NFI) a ostatních výnosů. NII by měl dosahovat CAGR přibližně 7,6 % a samotná čistá úroková marže (NIM) se dle našeho předpokladu ustálí kolem 2,2 %. Banka bude těžit z rostoucích úrokových sazeb, za něž poskytne nové úvěry, či refinancuje stávající. NFI by měly růst umírnějším tempem CAGR 2,0 %. Ostatní provozní výnosy očekáváme, že by měly mírně klesnout pod úroveň nad míru úspěšného roku 2021.

Provozní náklady (mld. Kč)


Zdroj: Fio banka

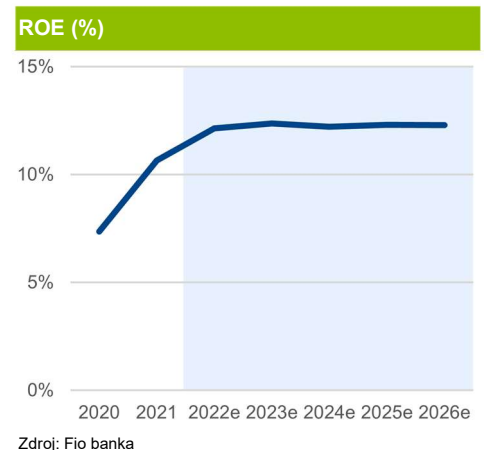
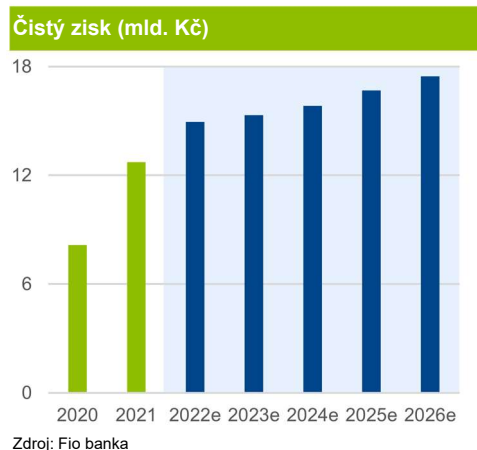
Cost-to-Income poměr (%)


Zdroj: Fio banka

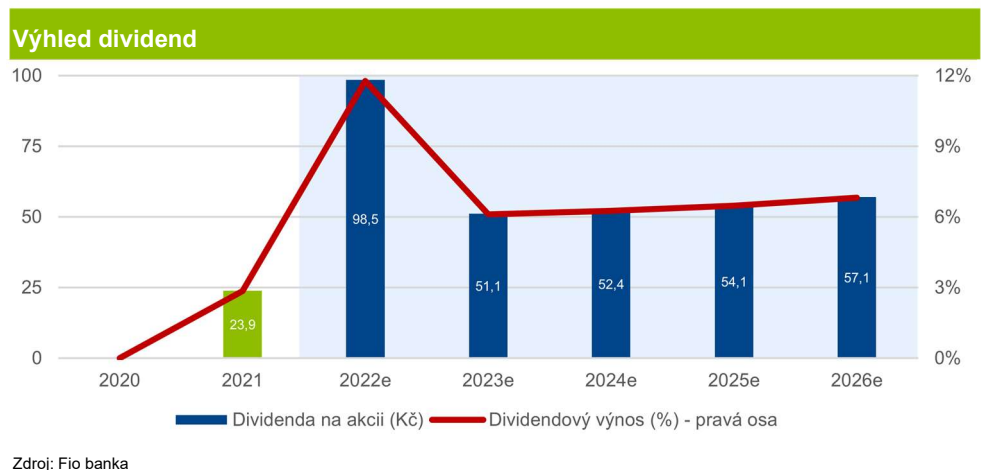
Provozní náklady by měly růst s CAGR na úrovni 2,7 %. Komerční banka, obdobně jako další české banky, si drží velmi solidní nákladovou disciplínu, což se projevilo i při posledních hospodářských výsledcích za čtvrtý kvartál 2021. Přes silné inflační tlaky se Komerční bance podařilo udržet celoroční náklady na relativně stabilní úrovni roku 2020. V nadcházejících letech očekáváme nejvyšší tempo růstu u položky „Rezoluční fond a podobné fondy“, a to díky rostoucímu objemu vkladů. Projeví se i rostoucí ceny energií do administrativních nákladů. V rámci iniciativy KB Change 2025 banka plánuje poměr provozních nákladů k výnosům (C/I poměr) menší než 40 %. V rámci našeho modelu jsme konzervativnější i vzhledem k aktuálním makroekonomickým a geopolitickým událostem, když pro rok 2025 očekáváme tento poměr mírně pod 43 %.

Náklady na riziko jsou esem v rukávu pro zlepšení ziskovosti v příštích letech.

Náklady na riziko jsou od koronavirové krize velmi volatilní složkou finančních výkazů. V roce 2020 docházelo k enormní tvorbě opravných položek k úvěrům z obav ohledně možných dopadů pandemie. Následující rok se postupně zjišťovalo, že klienti své úvěry splácí a žádná katastrofa se v této oblasti nekoná, tudíž se postupně započalo s částečným rozpouštěním opravných položek do zisku. Dle našeho odhadu má Komerční banka ještě potenciál pro další rozpouštění opravných položek v řádu nižších jednotek miliard korun, což by vedlo k dalšímu vylepšení ziskovosti.



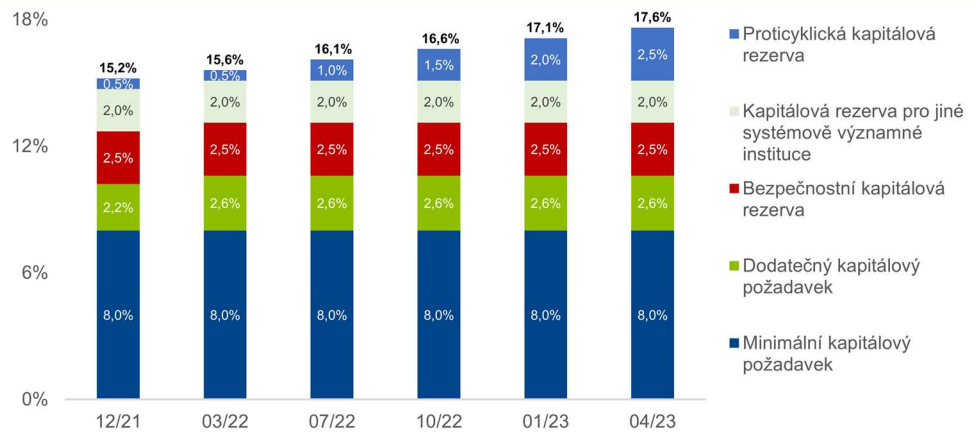
Čistý zisk v roce 2020 skokově propadl z důvodu vysokých nákladů na riziko, aby se následující rok opět začal vracet na běžné úrovně. Díky solidně rostoucímu úvěrovému portfoliu, které tvoří základnu pro ziskovost Komerční banky, a obstojným úrokovým maržím očekáváme, že v příštích letech poroste čistý zisk o CAGR ve výši 6,5 %. Rentabilita vlastního kapitálu se postupně stabilizuje na úrovni kolem 12 % (samotná banka má dlouhodobý cíl na 15 %), což je velmi solidní výkon v porovnání jak s českým, tak i evropským trhem.



V letošním roce očekáváme výplatu dvou dividend v souhrnné výši 98,50 Kč.

Dividendová politika Komerční banky je vyplácet mezi **60 až 70 % z čistého zisku**, což nebylo umožněno ČNB z důvodu koronavirové krize v letech 2020 a 2021. V roce 2020 nemohly banky vyplácet žádnou dividendu. V roce 2021 na základě schválení ČNB Komerční banka vyplatila dividendu 23,86 Kč na akcii jako částečné vyplacení podílu na zisku z let 2019 a 2020. V letošním roce management banky plánuje předložit na dubnové valné hromadě návrh na výplatu dividendy **43,80 Kč na akcii** (jak bylo oznámeno při zveřejnění hospodářských výsledků za čtvrtý kvartál 2021), která ještě podléhá schválení ze strany ČNB. Tato výše dividendy představuje 65% podíl na čistém zisku roku 2021. Komerční banka má přebytečný kapitál z důvodu zadržovaných zisků z let 2019 a 2020 ve výši téměř 55 Kč na akcii, o jehož distribuci formou dividendy bude rozhodovat ve druhé polovině letošního roku. Souhrnná dividendy by tak letos mohla dosáhnout 98,50 Kč na akcii.

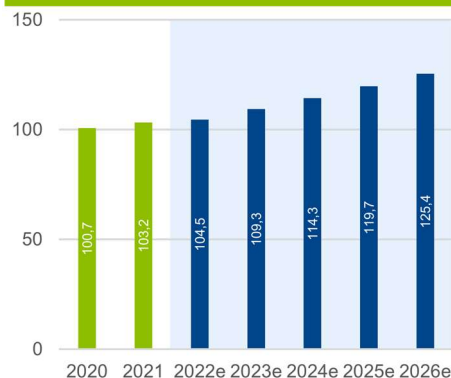
Vývoj a složení regulatorního kapitálového požadavku



Zdroj: Fio banka

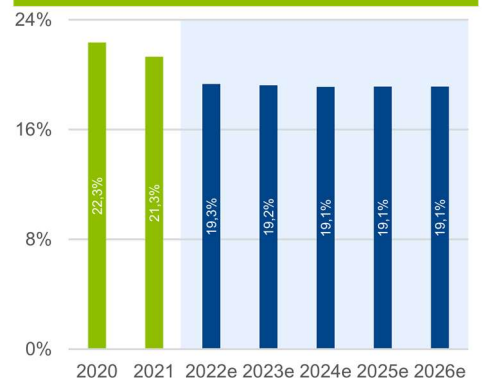
Kapitálová vybavenost Komerční banky je na velmi dobré úrovni. Regulatorní kapitálový požadavek by měl v nadcházejícím období mírně růst na 17,6 %. Z důvodu obezřetnosti ohledně vývoje národního hospodářství dochází k růstu proticyklické kapitálové rezervy o 25 bazických bodů na kvartální úrovni. Jak lze vidět z grafu níže, celková kapitálová přiměřenost banky s dostatečnou rezervou převyšuje regulatorní požadavky uvedené v grafu výše.

Regulatorní kapitál (mld. Kč)



Zdroj: Fio banka

Celková kapitálová přiměřenost (%)



Zdroj: Fio banka

Jakmile se vyřeší situace přebytku kapitálu nashromážděného omezením výplaty dividend během pandemie, začne Komerční banka postupně přijímat úvěry od mateřské společnosti Sociétés Générale, aby splnila regulatorní požadavky na vlastní zdroje a způsobilé závazky (MREL). Banka se tak vydává jinou cestou než například MONETA Money Bank, která k naplnění MREL požadavku emituje podřízený dluh formou dluhopisů.

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Komerční banka dosahuje nadprůměrné rentability.

Akcie Komerční banky jsme srovnali se skupinou bank působících ve střední a východní Evropě a také evropským bankovním sektorem (index Stoxx Europe 600 Banks). Oproti oběma sledovaným skupinám se **Komerční banka obchoduje s premií** v rámci valuačních násobků P/E (pro rok 2022 má KB 10,4x oproti skupině bank 8,3x a evropskému bankovnímu sektoru 8,3x) a P/BV (pro rok 2022 má KB 1,3x oproti skupině bank 0,9x a evropskému bankovnímu sektoru 0,6x) a stejně tak i v oblasti rentability vlastního kapitálu (KB dosahuje 10,7 % oproti skupině bank 10,0 % a evropskému bankovnímu sektoru 8,3 %) a rentability celkových aktiv (KB dosahuje 1,1 % oproti skupině bank 0,8 % a evropskému bankovnímu sektoru 0,4 %).

Dividendový výnos za rok 2021 je zkreslený, jelikož řada bank nevyplácěla dividendy v souladu se svojí dividendovou politikou. V řadě případů se jednalo o částečné výplaty zisku z minulých let.

Dle níže uvedeného srovnání **je z našeho pohledu premie Komerční banky odůvodnitelná**, a to především díky vyšší rentabilitě a dlouhodobě nadprůměrnému dividendovému výnosu, který by se měl navrátit do obvyklých úrovní počínaje letošním rokem.

Srovnání Komerční banky s obdobnými bankami

	P/E		P/BV		ROE	ROA	Dividendový výnos		CET 1 %
	2021	2022	2021	2022	2021	2021	2021	2022	2021
Komerční banka	12,1	10,4	1,2	1,3	10,7	1,1	2,9	11,9	20,9
MONETA Money Bank	11,7	10,3	1,6	1,4	14,1	1,2	3,3	7,3	14,4
Erste Group	7,4	8,0	0,8	0,9	11,7	0,7	5,2	5,5	14,5
Raiffeisen Bank Int.	3,1	5,2	0,3	0,3	10,4	0,8	n/a	5,6	13,1
PKO Bank	10,0	8,4	1,3	1,3	12,6	1,2	4,7	5,1	17,0
Bank Pekao	13,6	9,3	1,2	n/a	8,8	0,9	3,8	5,5	15,1
Bank Handlowy	11,4	13,1	1,1	n/a	9,6	1,2	8,7	8,7	20,1
Santander Bank Polska	27,4	10,7	1,2	n/a	4,2	0,5	0,9	2,7	16,6
Alior Bank	12,1	5,5	1,0	n/a	7,7	0,6	n/a	0,0	12,6
mBank	n/a	6,0	1,1	0,9	-7,8	-0,6	n/a	n/a	14,2
OTP Bank	6,3	6,4	1,0	0,9	16,4	1,8	4,1	3,6	16,9
medián skupiny bank	11,4	8,2	1,1	0,9	10,0	0,8	4,1	5,5	14,8
Stoxx Europe 600 Banks	8,0	8,3	0,6	0,6	8,3	0,4	4,5	5,6	n/a
KB vs. Skupina	6,1 %	27,3 %	13,9 %	40,4 %	6,8 %	29,4 %	-29,0 %	116,5 %	41,0 %
KB vs. Stoxx	51,0 %	26,0 %	91,8 %	108,2 %	28,5 %	143,8 %	-36,6 %	113,1 %	n/a

Zdroj: Bloomberg, Fio banka

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

Pro určení vnitřní hodnoty akcií Komerční banky jsme zvolili dvoufázový dividendový diskontní model. První fáze pokrývá 5letý horizont 2022 až 2026 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 ke konci první fáze projektovaného období (2026).

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 (výnos 10letého státního dluhopisu ČR), prémie za tržní riziko a koeficientu beta dané společností.

Ocenění akcií Komerční banky					
	2022	2023	2024	2025	2026
Bezriziková úroková míra	4,0 %	3,7 %	3,4 %	3,1 %	2,8 %
Riziková prémie	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
Beta	1,157	1,157	1,157	1,157	1,157
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	10,0 %	9,7 %	9,4 %	9,1 %	8,8 %
Diskontní faktor	0,930	0,848	0,776	0,711	0,654
Dividendy (mil. Kč)	18 725	9 711	9 962	10 289	10 845
Diskontované dividendy (mil. Kč)	17 421	8 238	7 726	7 316	7 088
Součet diskontovaných dividend (mil. Kč)	47 789				
Dlouhodobá míra růstu	1,3 %				
Implikovaná hodnota P/BV (x)	1,5				
Diskontovaná terminální hodnota (mil. Kč)	138 604				
Ocenění společnosti (mil. Kč)	186 393				
Počet akcií (mil. ks)	190				
Cílová cena na akcii (Kč)	981				

Zdroj: Fio banka

Cílová cena 981 Kč na akcii představuje 18,9% potenciální výnos vůči aktuální tržní ceně.

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Komerční banky ve výši 981 Kč za akcii**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií společnosti potvrzujeme pro akcie Komerční banky investiční **doporučení Koupit**.

ANALÝZA CITLIVOSTI OCENĚNÍ

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 a návratnost vlastního kapitálu.

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 74 % odhadované hodnoty banky. Valuace je tedy poměrně citlivá na vstupní předpoklady, jak dokumentují tabulky níže.

		Analýza citlivosti cílové ceny na vybrané parametry				
		ROE				
		11,3 %	11,8 %	12,3 %	12,8 %	13,3 %
CoE	9,8 %	830	859	889	918	947
	9,3 %	870	901	932	963	994
	8,8 %	914	948	981	1 014	1 047
	8,3 %	965	1 001	1 036	1 072	1 107
	7,8 %	1 023	1 061	1 100	1 138	1 177

		Dlouhodobá míra růstu (g)				
		0,3 %	0,8 %	1,3 %	1,8 %	2,3 %
CoE	9,8 %	873	880	889	898	908
	9,3 %	911	921	932	945	959
	8,8 %	953	966	981	998	1 017
	8,3 %	1 000	1 017	1 036	1 058	1 084
	7,8 %	1 053	1 075	1 100	1 129	1 163

Zdroj: Fio banka

Jiří Kostka
Fio banka, a.s.
Analytik
jiri.kostka@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.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

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

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

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

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

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

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

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

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

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

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

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

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

Kvartální souhrn podílu 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