

# Investiční výzkum Komerční banka



**Doporučení: Akumulovat**  
**Cílová cena: 927 Kč**

Komerční banka	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Akumulovat
Cílová cena (12M):	927 Kč
Aktuální cena: (18. 3. 2024 16:25)	809 Kč
Potenciální výnos:	14,6 %
Datum vydání:	19. 3. 2024

Základní informace	
Odvětví:	Bankovníctví
Počet akcií v oběhu:	189 mil.
Free float:	40 %
Tržní kapitalizace:	152,8 mld. Kč
Roční minimum: (19. 5. 2023 16:25)	652,5 Kč
Roční maximum: (16. 2. 2024 16:25)	847 Kč
Informace pro investory: <a href="https://www.kb.cz/cs/o-bance/pro-investory">https://www.kb.cz/cs/o-bance/pro-investory</a>	

## Roční vývoj ceny akcie Komerční banky



Zdroj: Bloomberg, zpracování Fio banka

## Investiční teze

Komerční banka se nám líbí hned z několika důvodů:

- Dlouhodobě velice zisková banka s velmi dobrou návratností kapitálu
- Silná kapitálová pozice a nízký rizikový profil (konzervativní obchodní model)
- Pětinový podíl na českém depozitním a úvěrovém trhu, který ji řadí mezi tři největší banky na tuzemském trhu
- Velmi štedrá dividendová politika
- Atraktivní ocenění

**Na základě našeho valuačního modelu oceňujeme Komerční banku na 175 mld. Kč, 927 Kč na akcii a vydáváme investiční doporučení „Akumulovat“.**

Projektujeme, že mezi lety 2023 až 2028 porostou klientské vklady průměrným ročním tempem 5 %, zatímco úvěry lehce pomalejším tempem 4,6 %. Celkové výnosy by měly podle našeho odhadu růst průměrně 3,5 % ročně, zatímco provozní náklady by se měly meziročně zvyšovat v průměru o 2 %. Komerční banka by tak i v následujících letech měla být velmi zisková a dosahovat návratnosti vlastního kapitálu kolem 13 %.

Akcionáře jistě potěšil nedávno oznámený návrh managementu vyplácet na dividendách v tomto a příštím roce 100 % z čistého zisku za rok 2023 a 2024. V tomto roce tak management navrhuje vyplácet dividendu 82,66 Kč na akcii. Náš odhad dividendy vyplacené v roce 2025 je 81 Kč na akcii.

V následujících letech kalkulujeme s výplatním poměrem 70 %, a tak odhadujeme, že se dividendy v následujících letech budou pohybovat kolem 60 Kč.

	mil. Kč	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Výkaz zisků a ztrát	Čisté úrokové výnosy	22 704	23 591	21 360	21 795	28 632	25 595	26 366	27 837	28 753	29 684	30 692
	Čisté výnosy z poplatků a provizí	6 024	5 983	5 210	5 713	6 121	6 414	6 671	6 871	7 077	7 289	7 508
	Ostatní výnosy	3 474	3 001	3 096	3 839	3 878	4 190	4 312	4 474	4 601	4 732	4 866
	Celkové provozní výnosy	32 203	32 573	29 663	31 347	38 632	36 200	37 349	39 182	40 431	41 705	43 066
	Celkové provozní náklady	14 634	14 932	14 994	15 099	16 014	17 321	17 625	17 510	18 068	18 644	19 131
	Provozní zisk	17 569	17 641	14 669	16 247	22 618	18 879	19 724	21 672	22 363	23 061	23 935
	Náklady na riziko	(643)	(572)	4 578	731	1 181	14	854	1 803	1 893	1 968	2 047
	Čistý zisk	14 846	14 900	8 157	12 729	17 620	15 613	15 327	16 137	16 624	17 128	17 773
	Zisk na akcii (Kč)	78,61	78,90	43,19	67,40	93,30	82,67	81,16	85,45	88,02	90,69	94,11

Zdroj: Komerční banka, zpracování a projekce budoucích let Fio banka

## Komerční banka drží stabilní podíl na českém trhu

### Analýzu českého bankovního sektoru naleznete zde:

Vývoj bilance bank a struktura jejich aktiv

<https://www.fio.cz/zpravodajstvi/odborne-clanky/290120-predstaveni-ceskeho-bankovniho-sektoru-vyvoj-bilance-bank-a-struktura-jejich-aktiv>

Jak se banky v ČR financují a jak hospodaří?

<https://www.fio.cz/zpravodajstvi/odborne-clanky/290380-predstaveni-ceskeho-bankovniho-sektoru-jak-se-banky-v-cr-financuji-a-jak-hospodari>

Klíčové finanční ukazatele českých a evropských bank

<https://www.fio.cz/zpravodajstvi/odborne-clanky/290920-predstaveni-ceskeho-bankovniho-sektoru-klicove-financni-ukazatele-ceskych-a-evropskych-bank>

**První část této analýzy** se zabývá vývojem bilance a klíčových ukazatelů hospodaření Komerční banky mezi lety 2018 a 2023. V tomto období i přes neočekávané události (např. Covid) zůstala banka velice zisková a dosahovala velmi solidních výsledků v klíčových ukazatelích (např. ROE či kapitálová přiměřenost). Komerční banka patří mezi největší banky působící na českém trhu. Její bilanční suma se dostala v roce 2023 přes hranici 1,5 bilionu Kč. Komerční banka je dlouhodobě velmi zisková s návratností kapitálu pohybující se kolem 12 %.

S výjimkou covidového roku 2020 (omezení ze strany regulátora) management svým akcionářům každoročně vyplatil velkou část zisku, při zachování velmi bezpečné výše kapitálové přiměřenosti.

V listopadu 2020 management představil strategii „KB 2025“ a stanovil si několik cílů, které chce do roka 2025 splnit. Součástí této strategie bylo i zahájení programu „Nová digitální banka“. V souvislosti s tímto programem aktuálně banka pracuje na přechodu svých klientů do nového internetového a mobilního bankovníctví. Digitalizace tak pro Komerční banku hraje důležitou roli a její úspěšná implementace dále povede k zefektivnění provozní činnosti (snižování počtu poboček či počtu zaměstnanců).

**Druhá část analýzy** se zabývá projektovaným vývojem bilance a hospodařením v letech 2024-2028. Projektujeme, že clientské úvěry oproti roku 2023 porostou v průměru o 4,6 % ročně a v roce 2027 překročí hranici 1 bilionu Kč. Vklady by měly růst tempem 5 % ročně a po roce 2028 by měly atakovat hranici 1,5 bilionu Kč. Dále předpokládáme, že v následujících letech bude banka pokračovat v investicích do dluhových cenných papírů a projektujeme jejich průměrný meziroční růst o 12 %. Očekáváme, že celkové výnosy porostou do roku 2028 průměrným ročním tempem 3,5 % a provozní náklady se budou v průměru zvyšovat o 2 % ročně. Na úrovni čistého zisku tak odhadujeme, že banka mezi lety 2023-2028 poroste v průměru o 2,6 %.

**Třetí část** se zabývá oceněním akcií. Pro kalkulaci vnitřní hodnoty akcií Komerční banky jsme použili dvoufázový dividendový diskontní model. První fáze pokrývá 5letý horizont diskontovaných projektovaných dividend vyplacených v letech 2024-2028. Druhá fáze modelu kalkuluje terminální hodnotu společnosti, která vychází z implikované hodnoty P/BV (z angl. Price to book value, poměr ceny akcie k účetní hodnotě na akcii).

Akcie Komerční banky jsme srovnali se skupinou bank působících ve střední a východní Evropě. Oproti této sledované skupině se Komerční banka obchoduje s mírným diskontem v rámci klíčového valuačních násobku P/BV. Z našeho pohledu by se však Komerční banka díky dlouhodobě vysoké ziskovosti a nízkému rizikovému profilu měla obchodovat alespoň na úrovni průměru těchto sledovaných bank.

## Obsah

<b>Představení společnosti .....</b>	<b>4</b>
Struktura skupiny	
Počet klientů	
Počet poboček	
Nová éra bankovníctví	
Strategie KB 2025	
<b>Vývoj v letech 2018-2023.....</b>	<b>7</b>
Struktura aktiv	
Struktura pasiv	
Klientské vklady a úvěry	
Objem hypoték	
Financování a poměr úvěrů k vkladům	
Retailový segment	
Komerční segment	
Vývoj celkových výnosů	
Výnosy z poplatků a provizí	
Vývoj provozních nákladů	
Mzdové náklady a počet zaměstnanců	
Návratnost kapitálu	
Regulační kapitál a kapitálová přiměřenost	
Minimální požadavek na kapitál a způsobilé závazky (MREL)	
Ukazatel krytí likvidity	
Vlastnická struktura	
<b>Vývoj v roce 2023.....</b>	<b>16</b>
Windfall tax	
<b>Projekce hospodaření na 2024-2028 .....</b>	<b>18</b>
Vývoj úvěrového portfolia	
Čistá úroková marže	
Náklady na riziko a poměr nevýkonných úvěrů	
Struktura aktiv	
Struktura pasiv	
Poměr úvěrů k vkladům	
Struktura výnosů	
Struktura nákladů	
Poměr provozních nákladů k výnosům	
Čistý zisk	
Rentabilita kapitálu	
Kapitálová přiměřenost	
Dividenda a výplatní poměr	
<b>SWOT analýza .....</b>	<b>26</b>
<b>Sektorové srovnání .....</b>	<b>27</b>
<b>Ocenění společnosti a investiční doporučení .....</b>	<b>29</b>
Analýza citlivosti ocenění	
<b>Příloha.....</b>	<b>32</b>

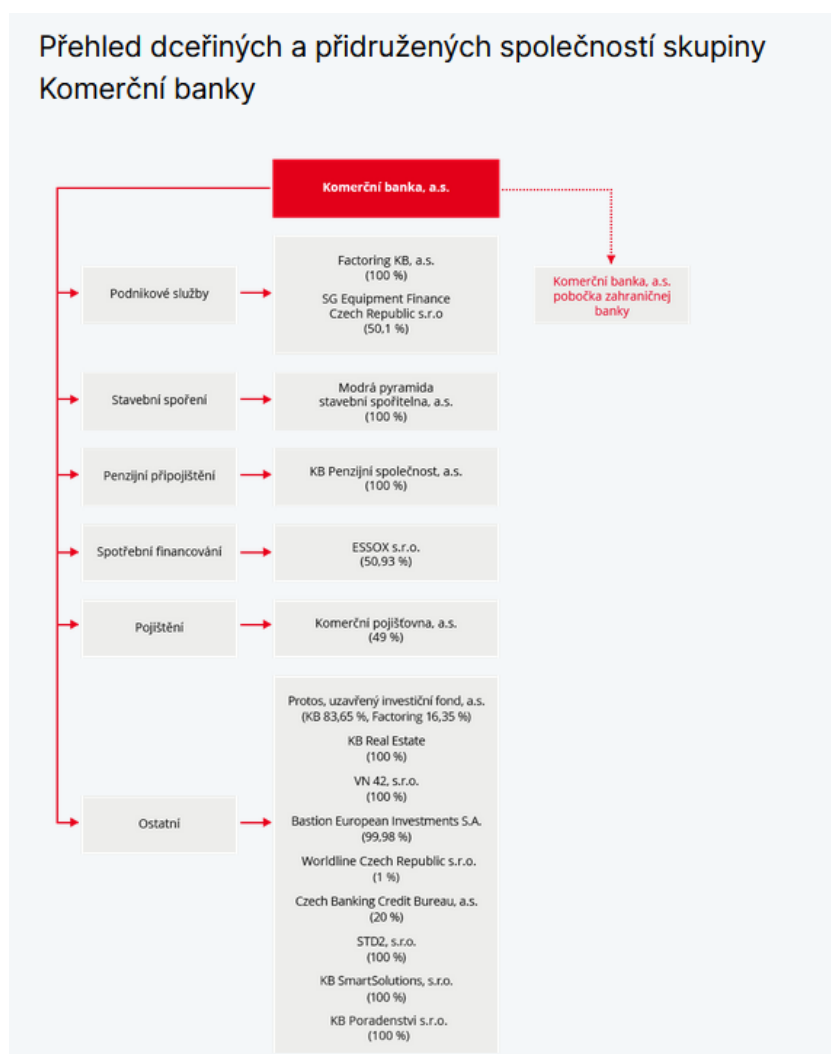
## Société Générale se na konci 90. let minulého století stává hlavním akcionářem

### Představení společnosti

Historie jedné z největších bank na českém trhu se začala psát na začátku 90. let minulého století, kdy Komerční banka vznikla vyčleněním obchodní činnosti z bývalé Státní banky československé. V roce 1992 se Komerční banka schválením privatizačního projektu transformovala na akciovou společnost. Hlavním majitelem akcií zůstal Fond národního majetku ČR a SROV. Akcie KB byly zařazeny do kuponové privatizace. V roce 1997 vláda ČR schválila prodej státem vlastněných akcií KB strategickému investorovi. O 3 roky později se pak francouzská Société Générale ujímá manažerské kontroly v KB. Société Générale získala státní podíl v KB za 40 miliard Kč. V roce 2006 KB dokončila koupi zbývajících akcií společnosti Modrá pyramida stavební spořitelna a zvýšila tak svůj podíl ze 40 na 100 %. KB za transakci zaplatila 144 milionů eur a pomohla jí rozšířit klientskou bázi o zhruba 610 tisíc nových klientů. Během své 30leté existence získala KB 7x titul Banka roku v ocenění Fincentrum Banka roku. V posledních dvou ročnících Mastercard Banka roku (2023 a 2022) byla KB také zvolena Bankou roku.

KB nabízí služby retailového, podnikového a investičního bankovníctví, má širokou síť poboček, přímé bankovníctví a vlastní distribuční síť.

### Struktura skupina KB

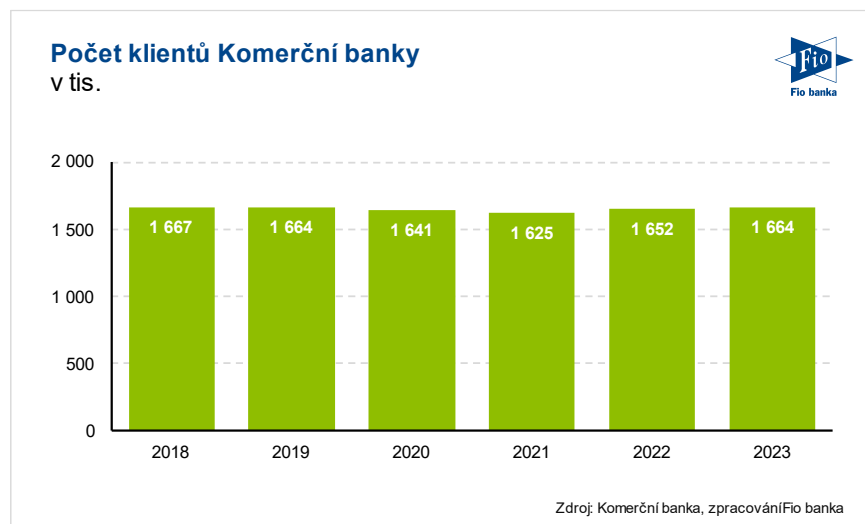


Zdroj: Komerční banka

## Počet klientů

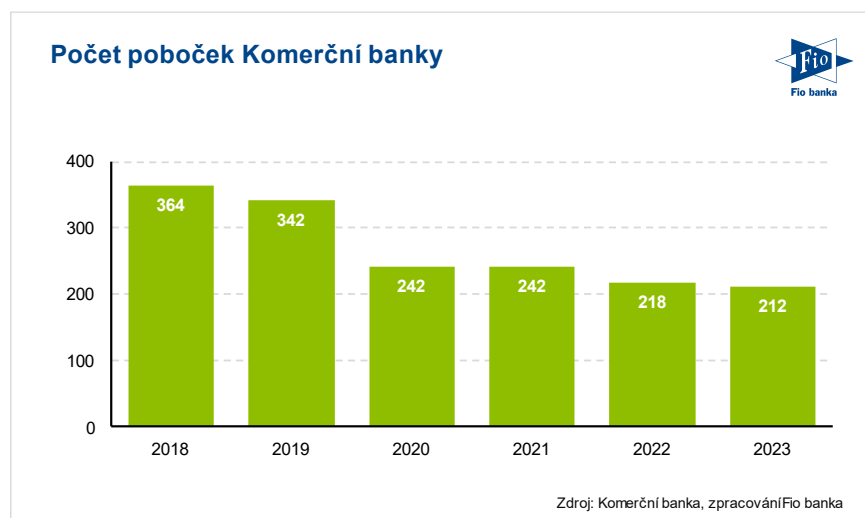
Komerční banka patří k největším bankám na českém trhu. Dlouhodobě počet jejích klientů převyšuje 1,6 milionu.

**Počet klientů samostatné Komerční banky převyšuje 1,6 milionu**



## Počet poboček

Trendem na českém bankovním trhu je snižování poboček a v tomto Komerční banka není výjimka. Na konci roku 2023 měla banka 212 poboček, když jejich počet oproti roku 2018 poklesl o 42 %. Naopak počet bankomatů banka dlouhodobě drží kolem 800 a k tomu mají její klienti možnost za stejných podmínek využívat bankomaty, které Komerční banka sdílí s dalšími bankami (Moneta Money Bank, Air Bank a UniCredit Bank). Těchto sdílených bankomatů je téměř 2 000.

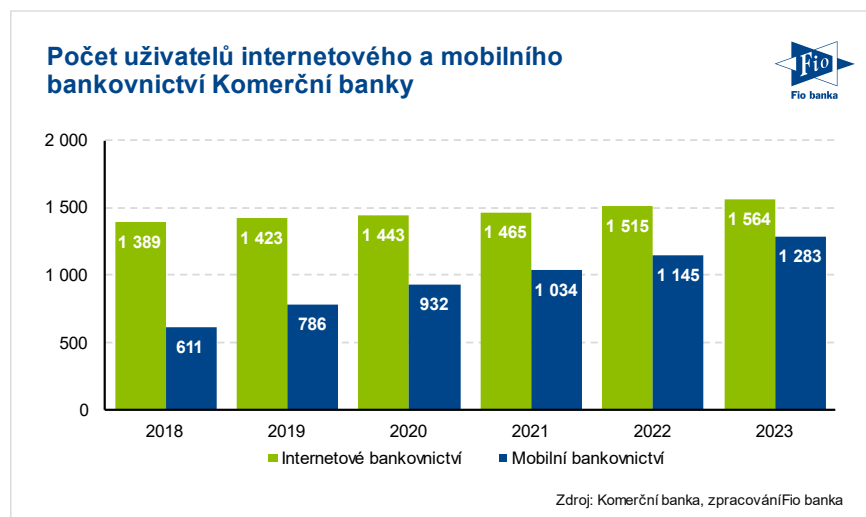


## „Nová éra bankovníctví“ a strategie KB 2025

V roce 2020 Komerční banka zahájila program „Nová digitální banka“. Tento program je součástí transformační strategie KB 2025 a jeho cílem je vybudování nové bankovní informační infrastruktury a přepracování všech bankovních procesů. Služby vyvinuté v rámci tohoto programu byly v dubnu 2023 představeny trhu pod názvem „Nová éra bankovníctví“.

Klienty Komerční banky v souvislosti s tímto programem tak čeká postupný přechod do nového internetového a mobilního bankovníctví. Celkový počet uživatelů internetového bankovníctví byl na konci roku 2023 téměř 1,6 milionu, zatímco mobilního bankovníctví téměř 1,3 milionu.

### Počet uživatelů mobilního bankovníctví v posledních letech výrazně rostl



Komerční banka představila u příležitosti zveřejnění finančních výsledků za 3Q 2020 svůj nový strategický plán KB Change 2025. Tento plán identifikuje pět kategorií výzev a příležitostí, které definují novou éru digitálního bankovníctví:

- vyvíjející se potřeby zákazníků
- měnící se konkurenční prostředí
- naléhavost environmentálních, sociálních a správních hledisek
- technologická revoluce
- zvýšení regulační odpovědnosti bank

Provozními cíli na úrovni samostatné Komerční banky (nikoliv celé skupiny) je v roce 2025 mít podle scénáře organického růstu 1,85 milionů klientů (minimálně 2 miliony včetně případného akvizičního růstu), provozovat 200 poboček a přibližně 5 500 zaměstnanců.

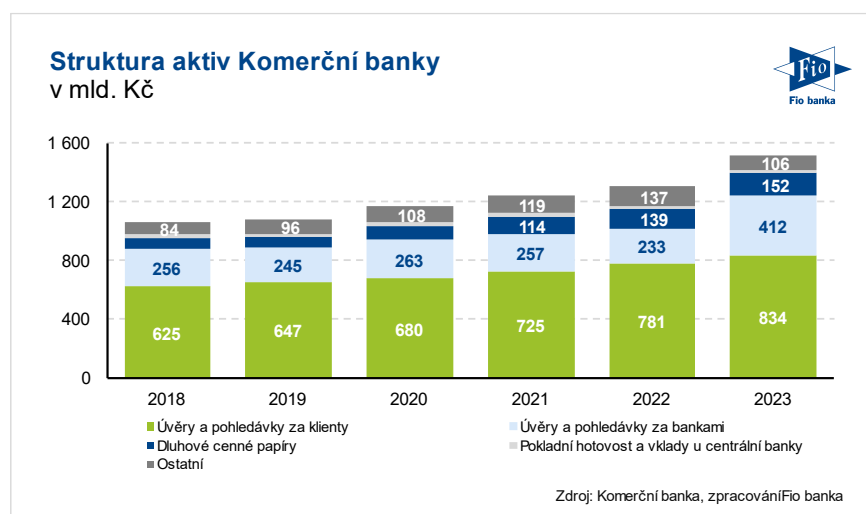
Finanční cíle stanovené na úrovni celé skupiny pak zahrnují dynamický průměrný růst výnosů do roku 2025. Růst výnosů by měl být tažen hlavně zvyšujícími se obchodními objemy, digitálním prodejem, poradenským modelem podporovaným datovou analýzou a novými zdroji příjmů. Provozní náklady by měly růst pomaleji než výnosy. Poměr nákladů k výnosům by se měl v roce 2025 pohybovat kolem 40 % a rentabilita vlastního kapitálu (ROE) kolem 15 %.

## Vývoj v letech 2018-2023

### Struktura aktiv

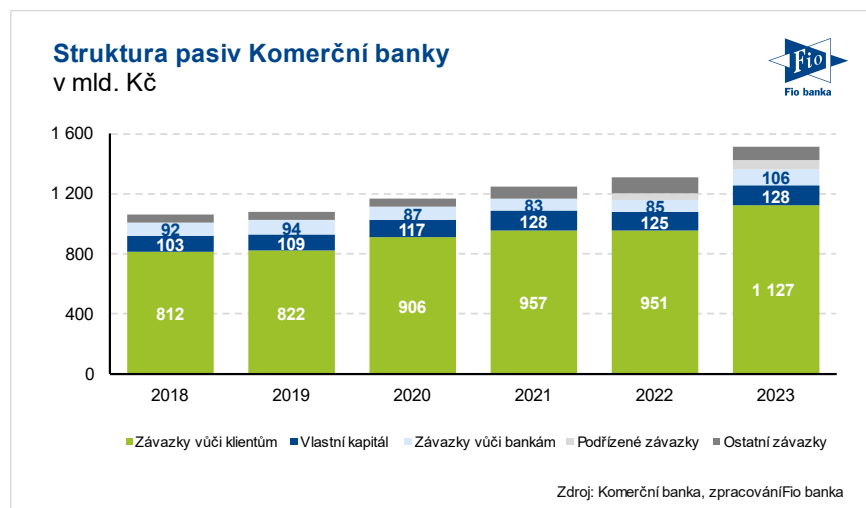
Nejvýznamnější položkou aktiv jsou dlouhodobě úvěry a pohledávky za klienty. K 31. 12. 2023 představoval jejich podíl na celkových aktivech 55 %. Od roku 2018 úvěry a pohledávky za klienty rostly v průměru o 5,9 % ročně. Druhou nejvýznamnější položkou aktiv byly ke konci roku 2023 úvěry a pohledávky za bankami, když představovaly zhruba čtvrtinu celkových aktiv. Nejrychleji rostoucí položkou aktiv byly dluhové cenné papíry, které od roku 2018 rostly v průměru téměř 17 % ročně. Většinu bilance dluhových cenných papírů představují státní dluhopisy. Celková aktiva na konci roku 2023 přesáhla 1,5 bilionu Kč a od roku 2018 rostla meziročně o 7,4 %.

**Bilanční suma na konci roku 2023 přesáhla 1,5 bilionu Kč**



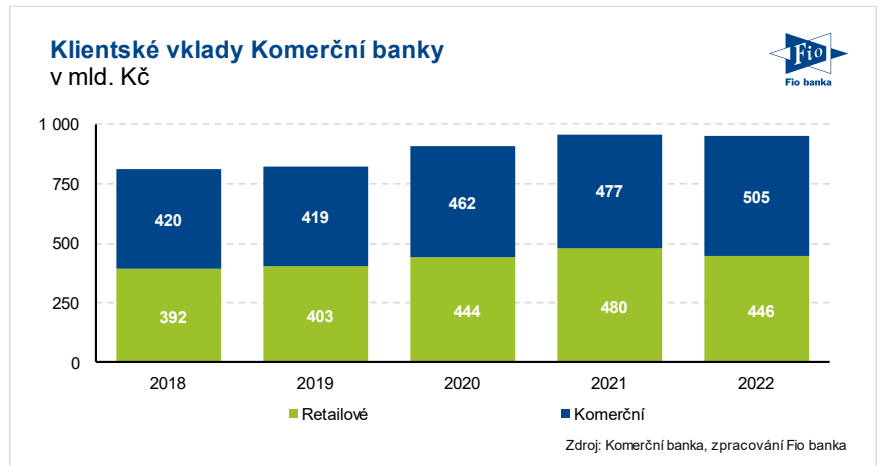
### Struktura pasiv

Klíčovou položkou pasiv jsou závazky vůči klientům (depozita), které od roku 2018 rostly v průměru o 6,8 % ročně a na konci roku 2023 představovaly tři čtvrtiny celkové bilance.

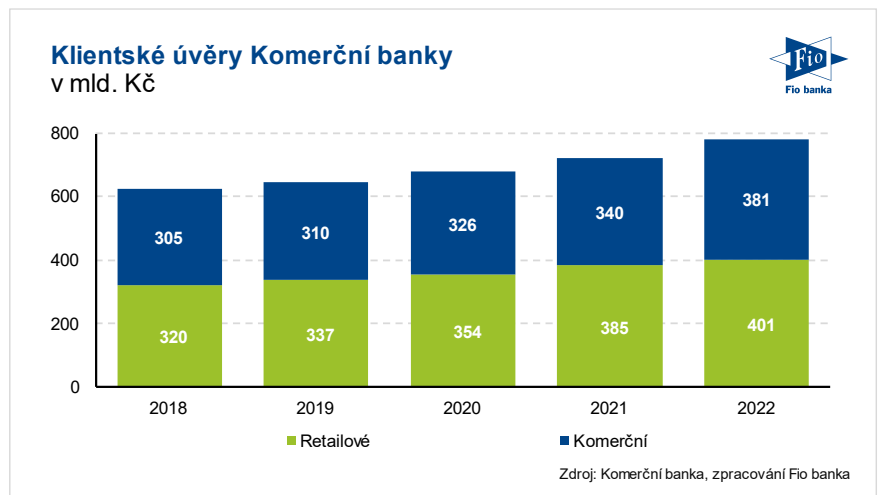


## Klientské vklady a úvěry

Komerční vklady dlouhodobě mírně převyšují retailové vklady. V roce 2022 představovaly 53 % celkových klientských vkladů.



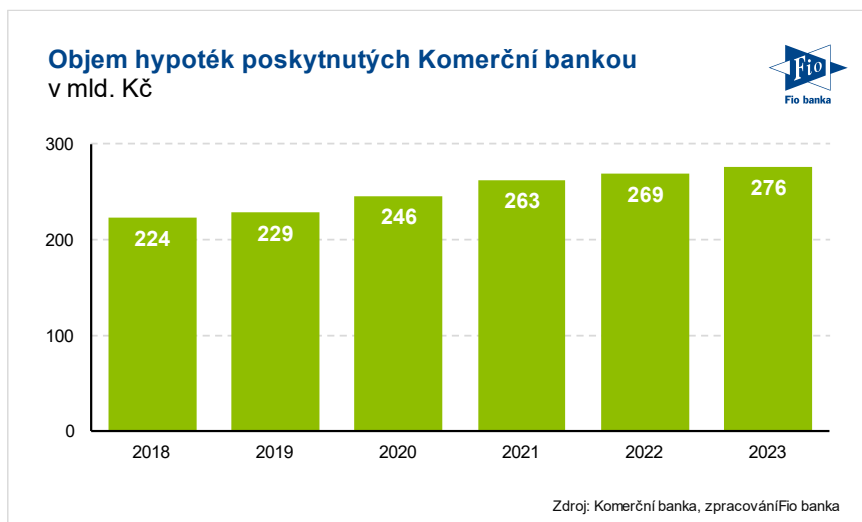
Naopak u úvěrů převyšují ty retailové, které na konci roku 2022 představovaly 51 % celkové bilance klientských úvěrů.





## Objem hypoték

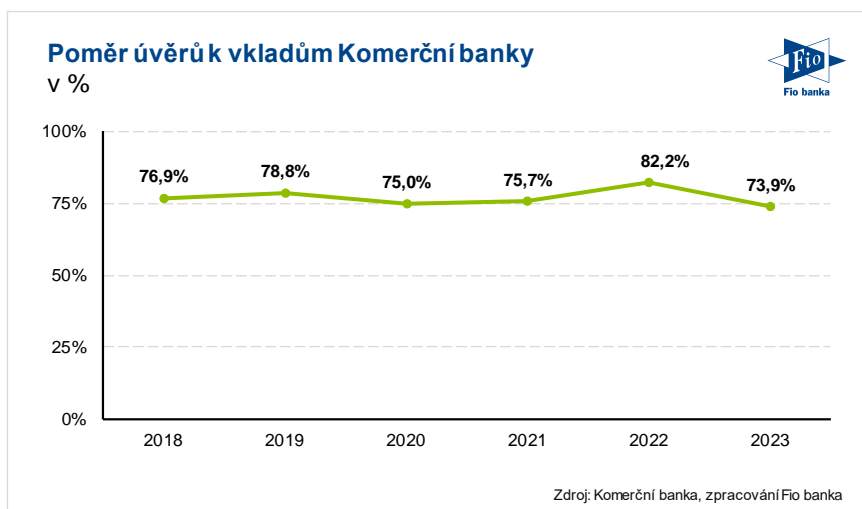
Jednou z klíčových položek retailových úvěrů jsou poskytnuté hypotéky. Bilance poskytnutých hypoték samotnou Komerční bankou od roku 2018 v průměru rostla o 4,3 % ročně. V posledních dvou letech byl však růst kvůli vysokým úrokovým sazbám pomalejší, než tomu bylo v předcházejících letech.



## Financování a poměr úvěrů k vkladům

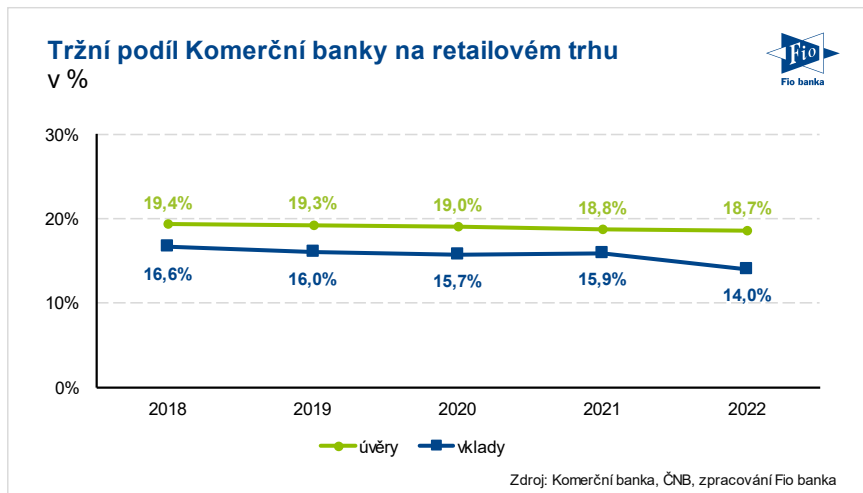
Vklady klientů jsou dlouhodobě vyšší než úvěry poskytnuté klientům. Poměr úvěrů k vkladům se v posledních letech drží kolem 75 %.

**Poměr úvěrů k vkladům se dlouhodobě pohybuje kolem 75 %**



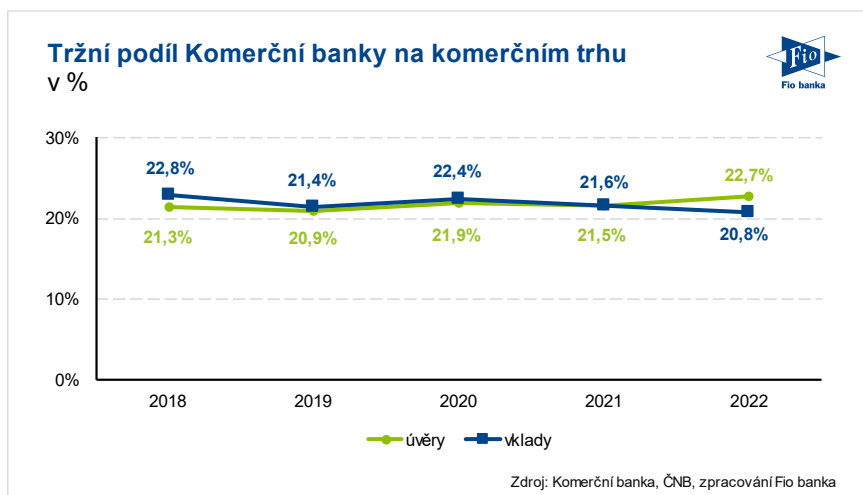
## Retailový segment

Komerční banka drží v posledních letech tržní podíl na retailových úvěrech kolem 19 %, zatímco její podíl na retailových vkladech byl za rok 2022 14 %.



## Komerční segment

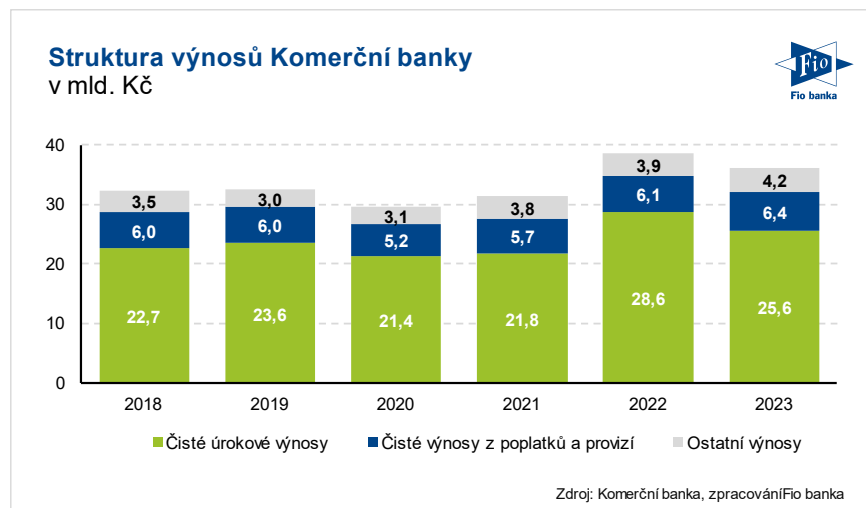
Z pohledu komerčních úvěrů a vkladů drží Komerční banka zhruba pětinnový podíl na trhu.



## Vývoj celkových výnosů

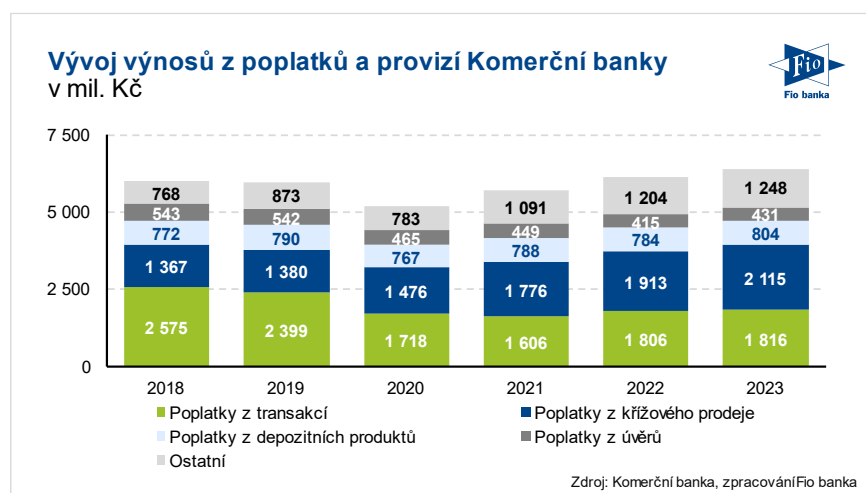
Klíčovou položkou výnosů jsou čisté úrokové výnosy. Ty u Komerční banky dlouhodobě představují zhruba 70 % celkových výnosů a od roku 2018 meziročně rostly v průměru o 2,4 %. V roce 2022 se meziročně zvýšily zhruba o třetinu, když banka profitovala ze zvyšujících se sazeb, kdy se začaly více rozevírat nůžky mezi úrokovými výnosy a náklady. V roce 2023 pak došlo k meziročnímu poklesu o 11 % z důvodu vyšších nákladů na financování, když banka musela vyšší úrokové sazby promítnout do depozitních produktů.

Čisté úrokové výnosy představují klíčovou položku celkových výnosů



## Výnosy z poplatků a provizí

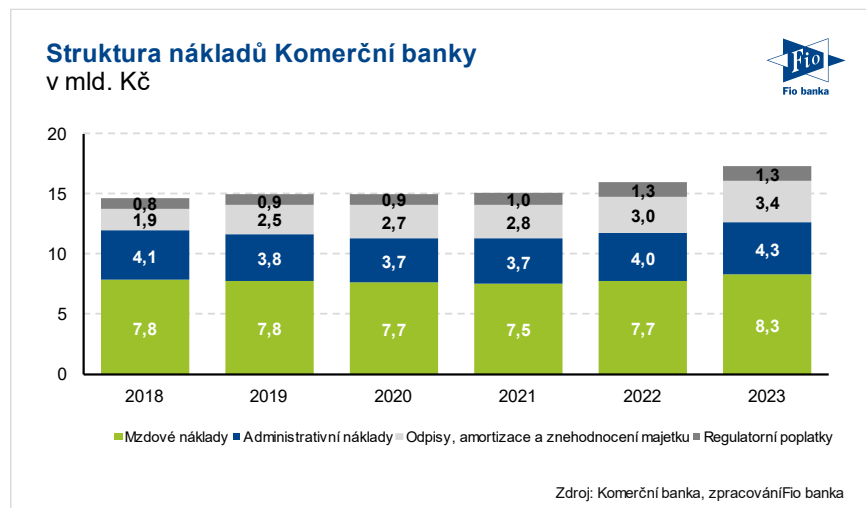
Až na covidový rok 2020 se celkové výnosy z poplatků a provizí v posledních letech pohybovaly kolem hranice 6 ml. Kč a představovaly zhruba šestinu celkových výnosů. Od covidového roku 2020 došlo ke snížení poplatků z transakcí, a naopak rostl význam poplatků z křížového prodeje. Ty se oproti roku 2018 zvýšily o 55 %, když meziročně v průměru rostly o 9 %. Tyto poplatky představují prodeje produktů třetích stran, jako jsou např. pojištění a investiční produkty, kde Komerční banka působí v roli zprostředkovatele.



## Vývoj provozních nákladů

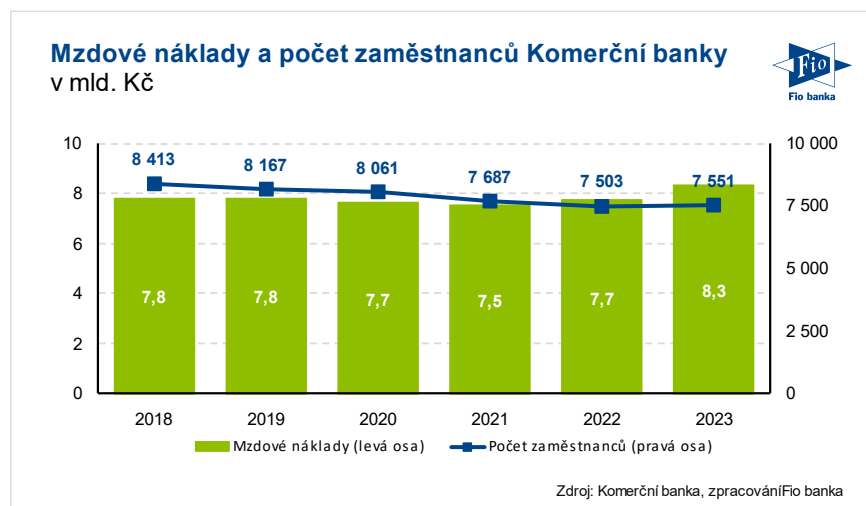
Celkové provozní náklady za rok 2023 byly 17,3 mld. Kč a oproti roku 2018 v průměru rostly o 3,4 % ročně. Hlavní nárůst byl patrný v roce 2023, když meziročně vzrostly o 8 % z důvodu zvyšující se inflace. Mzdové náklady dlouhodobě představují zhruba polovinu celkových provozních nákladů a administrativní náklady čtvrtinu. Zbytek je tvořen regulatorními a ostatními poplatky.

Mzdové náklady jsou největší položkou provozních nákladů



## Mzdové náklady a počet zaměstnanců

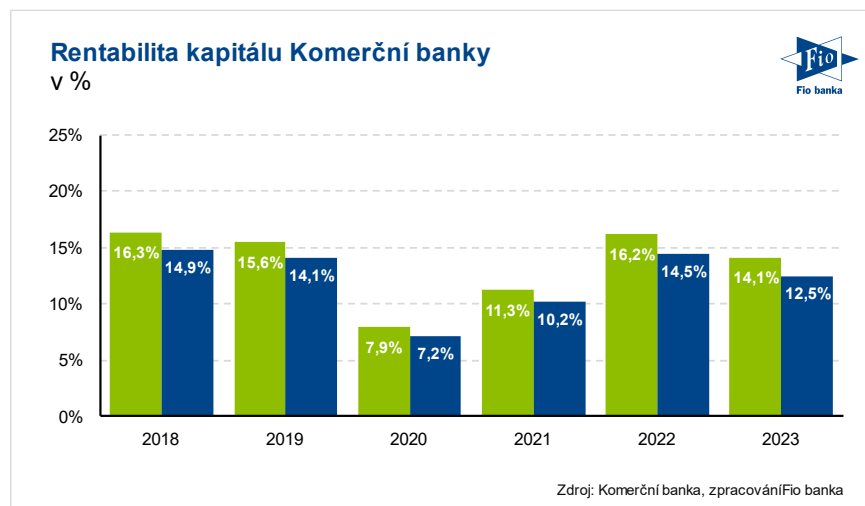
Obecným trendem na českém bankovním trhu je snižovat počet poboček a soustředit se na digitální kanály. S tímto trendem tak souvisí postupné snižování počtu zaměstnanců. V roce 2018 pracovalo v celé skupině Komerční banky přes 8,4 tis. zaměstnanců, zatímco v roce 2023 to již bylo o téměř tisíc zaměstnanců méně. Díky snižování počtu zaměstnanců se tak dařilo držet mzdové náklady v letech 2018-2022 kolem 7,5-7,8 mld. Kč. V roce 2023 došlo k výraznějšímu meziročnímu nárůstu, a to v důsledku zvýšení průměrných mezd, které bylo způsobené přetrvávající vysokou inflací.



## Návratnost kapitálu

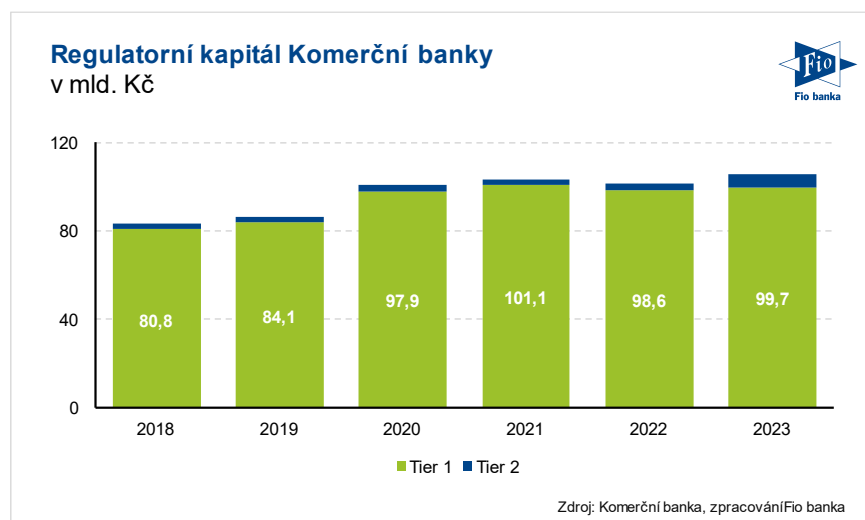
Banka dosahuje dlouhodobě vysoké návratnosti kapitálu. Za rok 2023 byla rentabilita hmotného kapitálu 14,1 %, zatímco návratnost vlastního kapitálu 12,5 %. Hospodaření roku 2020 bylo ovlivněno výraznou tvorbou opravných položek v důsledku koronavirové krize, které měly negativní dopad na čistý zisk.

**Komerční banka je dlouhodobě velice zisková s velmi solidní návratností kapitálu**

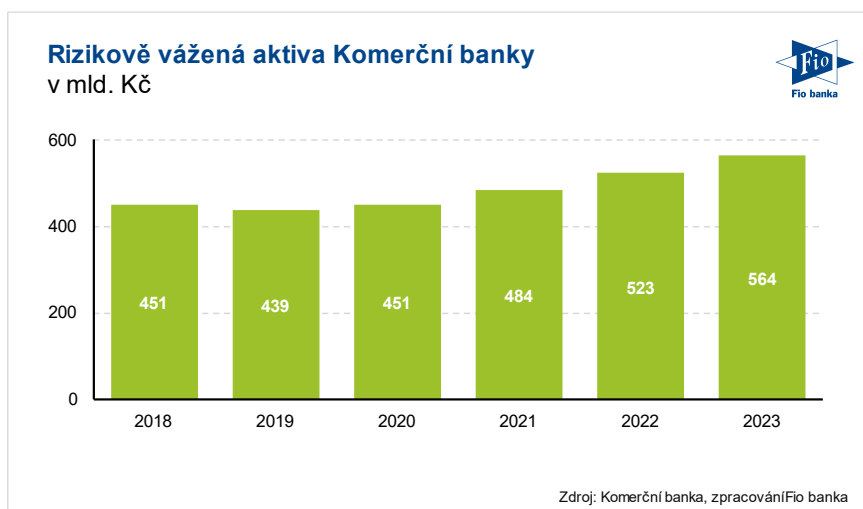


## Regulační kapitál a kapitálová přiměřenost

Regulační kapitál Komerční banky je tvořen převážně kmenovým Tier 1 kapitálem. Klíčové položky tohoto kapitálu jsou základní kapitál, rezervní fondy a nerozdělený zisk. Podřízený dluh (vklad) pak tvoří Tier 2 kapitál. Oproti roku 2018 celkový regulační kapitál rostl v průměru téměř o 5 % ročně.

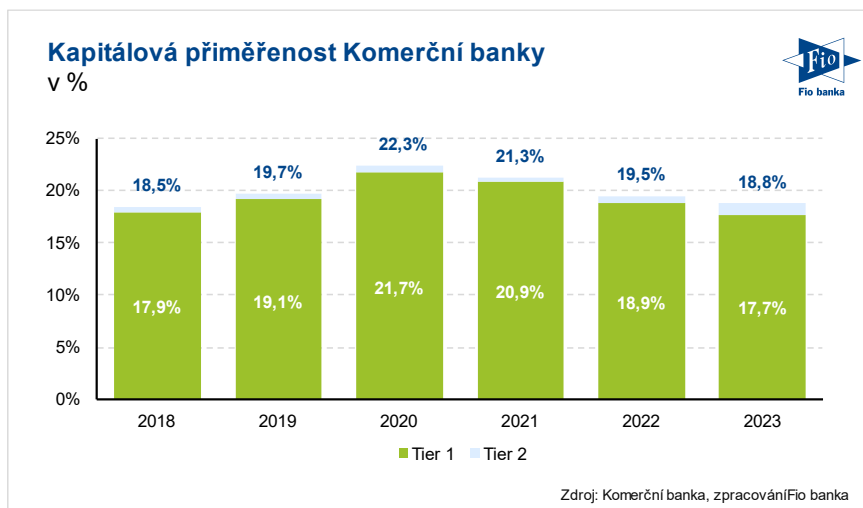


Stejným tempem, tedy 5 % ročně, rostla také rizikově vážená aktiva, z kterých se počítá požadavek na regulatorní kapitál (kapitálová přiměřenost).



Kapitálová přiměřenost za rok 2023 dosáhla 18,8 % a byla tak výrazně nad regulatorním požadavkem ve výši 16,85 %, který je efektivní od 1. dubna 2024. Dlouhodobě Komerční banka dosahuje vysoké kapitálové přiměřenosti v některých letech přesahující 20% hranici a drží si tak polštář nad regulatorním požadavkem.

**Komerční banka si drží kapitálový polštář nad regulatorním požadavkem**



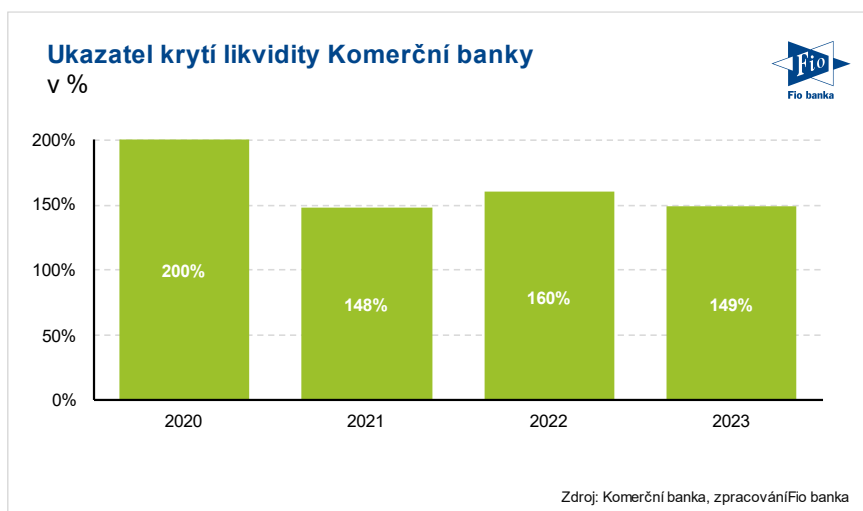
### Minimální požadavek na kapitál a způsobilé závazky (MREL)

Kromě regulatorního kapitálu musí banka udržovat doporučený minimální objem způsobilých závazků a vlastního kapitálu (MREL). S účinností k 31. prosinci 2023 požadavek MREL dosáhl 21,2 %. Vedle MREL, vyjádřeného jako podíl rizikově vážených aktiv, musí Komerční banka dále plnit požadavek na kombinovanou kapitálovou rezervu. Podle současného (platného od 1. dubna 2024) nastavení regulatorních parametrů činí velikost kombinované kapitálové rezervy 6,25 %. Celkový požadavek (MREL a kombinovaná kapitálová rezerva) tak činí 27,45 %. Komerční banka naplňuje finální požadavek MREL přijímáním seniorních nepreferovaných úvěrů od mateřské společnosti Sociétés Générale S.A. Na konci 2023 celkový ukazatel MREL Komerční banky dosáhl 29,3 %, tedy 185 b.p. nad celkovým požadavkem.

### Ukazatel krytí likvidity

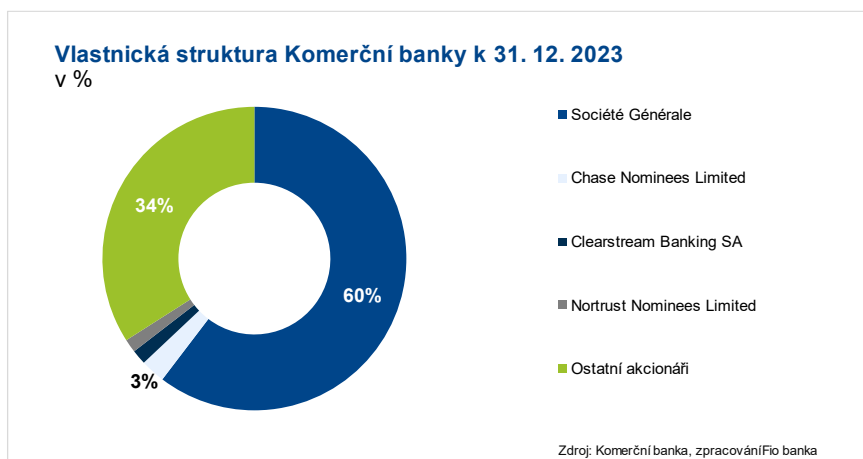
Komerční banka si drží velice dobrou pozici v oblasti likvidity, jak dokazuje ukazatel krytí likvidity za rok 2023 ve výši 149 %. Regulační požadavek je nastaven na úrovni 100 %.

**Ukazatel krytí likvidity také výrazně převyšuje regulační požadavek**



### Vlastnická struktura

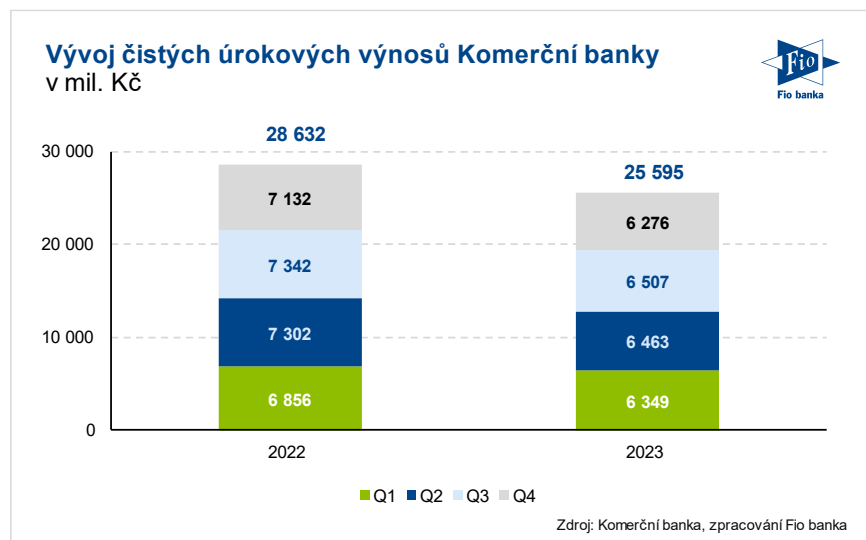
Největším akcionářem je mateřská společnost francouzská banka Société Générale mající 60% podíl na základním kapitálu. Dalšími významnými akcionáři, kteří mají alespoň 1% podíl na základním kapitálu, jsou Chase Nominees Limited, Clearstream Banking SA a Nortrust Nominees Limited. Zbytek banky vlastní menší akcionáři prostřednictvím volně obchodovaných akcií.



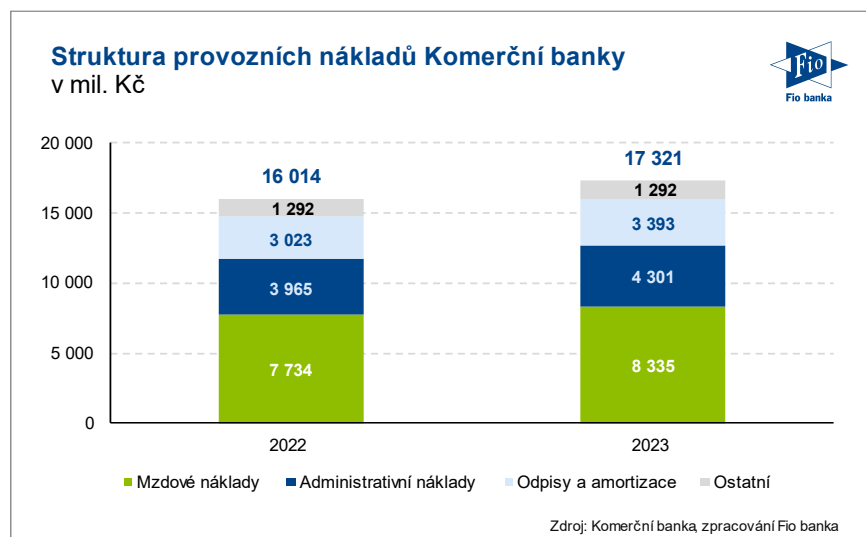
## Vývoj v roce 2023

Klíčovým faktorem hospodaření Komerční banky v roce 2023 byl vývoj čistých úrokových výnosů. Ty se meziročně ve všech čtvrtletích snížily v důsledku vyšších nákladů na vklady. Úrokové výnosy ve 4Q 2023 byly navíc ještě negativně ovlivněny rozhodnutím ČNB, která s účinností od 5. října 2023 zrušila úročení povinných minimálních rezerv. Celkově tak za celý rok čisté úrokové výnosy meziročně poklesly o 10,6 %.

**Čistý zisk v roce 2023 byl negativně ovlivněn nižšími úrokovými výnosy a vyššími provozními náklady**

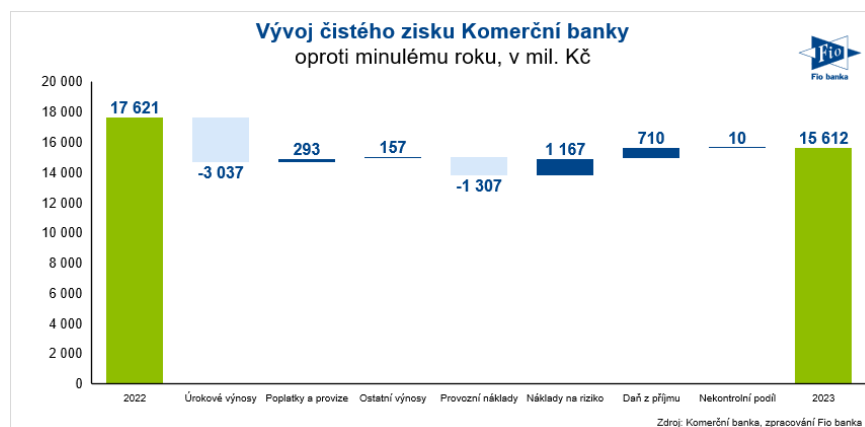


Provozní náklady meziročně vzrostly o 8,2 %. Mzdové náklady se meziročně zvýšily o 7,8 % kvůli vyšším průměrným mzdám a mírně vyššímu počtu zaměstnanců. Administrativní náklady vzrostly v důsledku vyšších nákladů na marketing, IT, provoz budov a nákladům souvisejících s transformací a celkovou inflací. Odpisy a amortizace se zvýšily v důsledku pokračujících investic do digitalizace.





Na meziroční vývoj čistého zisku tak měly negativní vliv pokles čistých úrokových výnosů a vyšší provozní náklady, na druhou stranu měly pozitivní vliv především vyšší výnosy z poplatků a provizí, nižší náklady na riziko a nižší daň. Za rok 2023 Komerční banka reportovala zisk ve výši 15,6 mld. Kč, meziročně o 11,4 % méně.



Bilanční suma se meziročně zvýšila o více než 16 % na 1 516 mld. Kč. Na aktivní straně bilance byl tento růst tažen především vysokým nárůstem úvěrů a pohledávek za bankami na 412 mld. Kč (meziročně +76 %). Úvěry a pohledávky za klienty meziročně vzrostly o 6,7 % na 834 mld. Kč a dluhové cenné papíry o 9,3 % na 152 mld. Kč.

Na pasivní straně bilance byl růst tažen především závazky vůči klientům, které meziročně vzrostly o 18,6 % na 1 127 mld. Kč.

#### Windfall tax

Na konci roku 2022 došlo ke schválení tzv. windfall tax, neboli mimořádné daně z neočekávaných zisků. Tato mimořádná daň je platná od 1.1. 2023 po dobu 3 let (tedy 2023-2025) pro mimořádně ziskové společnosti z oblasti výroby a obchodu s energiemi, bankovníctví, petrolejářství a těžby a zpracování fosilních paliv. 60% daňová přírážka je aplikovaná na nadměrný zisk těchto firem stanovený jako rozdíl mezi základem daně v letech 2023-2025 a průměrem základů daně za předcházející 4 roky (tj. 2018-2021) navýšeným o 20 %. Příjmovým testem pro banky se stala hranice 6 mld. Kč čistých úrokových výnosů, a tudíž touto mimořádnou daní byla zatížena i Komerční banka. Ta odvedla na windfall tax v minulém roce na zálohách na 0,4 mld. Kč. Tyto zálohy byly vypočítány na základě hospodaření roku 2022. Zúčtování daně proběhne v letošním roce. Management již dříve naznačoval, že dopad windfall tax by měl být minimální a většina záloh by se mu měla vrátit.

V našem modelu neočekáváme odvody na windfall tax ze strany Komerční banky.

**Komerční banka odvedla na zálohách na windfall tax 400 mil. Kč**

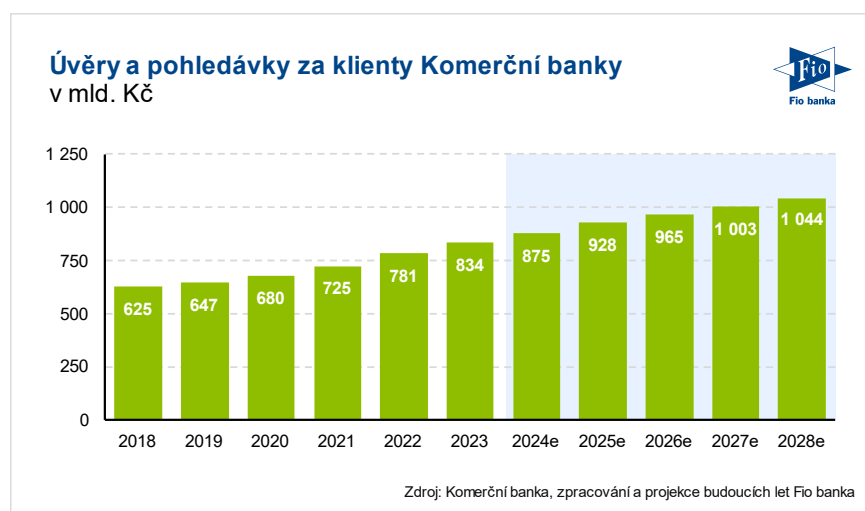
## Projekce hospodaření v letech 2024-2028

Úrokové sazby (2T repo sazba stanovovaná ČNB) se od poloviny roku 2021, kdy byly 0,25 %, dostaly až na 7 %, než je ČNB snížila na aktuálních 6,25 %. V našich projekcích vycházíme z aktuální prognózy ČNB a očekáváme tak, že se sazby budou v tomto roce postupně snižovat až na 4 % a v dalších letech se pak ustálí na úrovni 2,6 %.

### Vývoj úvěrového portfolia

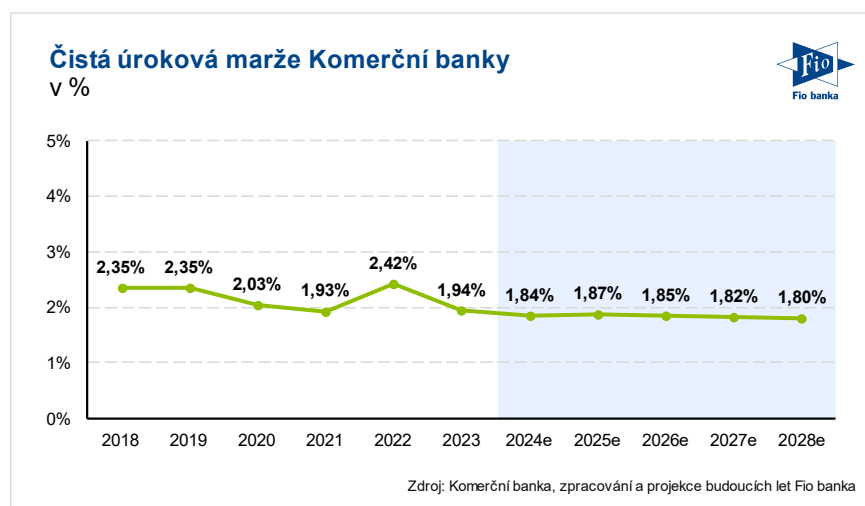
V našich projekcích odhadujeme, že úvěrové portfolio Komerční banky poroste v následujících 5 letech průměrným ročním tempem 4,6 %. Odhadujeme, že se v roce 2027 přehoupne přes hranici jednoho bilionu, a největší meziroční růst predikujeme v příštím roce (2025) způsobený očekávaným výrazným meziročním poklesem úrokových sazeb, což by mělo vést k oživení úvěrového trhu.

**Projektujeme průměrný růst úvěrového portfolia o 4,6 % ročně**



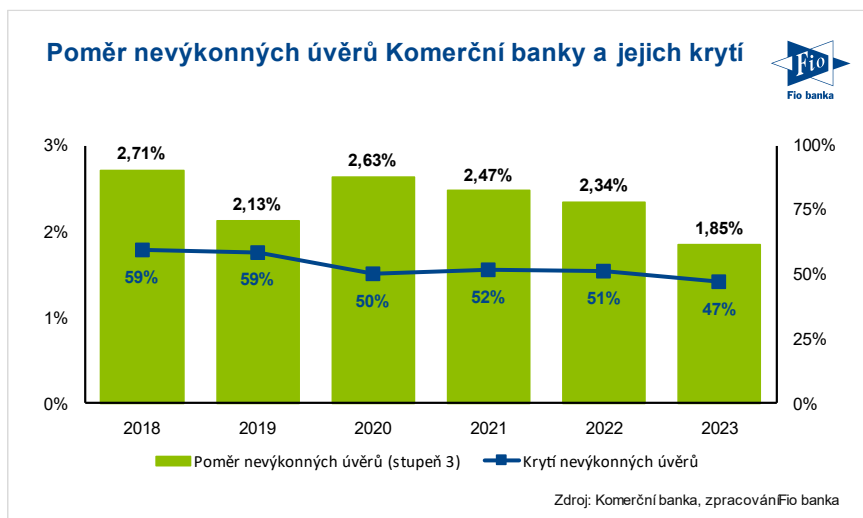
### Čistá úroková marže

Komerční banka v roce 2022 těžila z rostoucích úrokových sazeb, kdy se tento růst projevil nejprve na výnosové straně a na nákladové straně se začal projevovat se zpožděním. Z tohoto důvodu vykázala v roce 2022 vyšší čistou úrokovou marži. Za rok 2023 čistá úroková marže poklesla a byla tak zhruba na úrovni let před zvyšováním sazeb. Očekáváme, že v následujících letech se čistá úroková marže bude pohybovat kolem úrovně 1,8 %.



### Náklady na riziko a poměr nevýkonných úvěrů

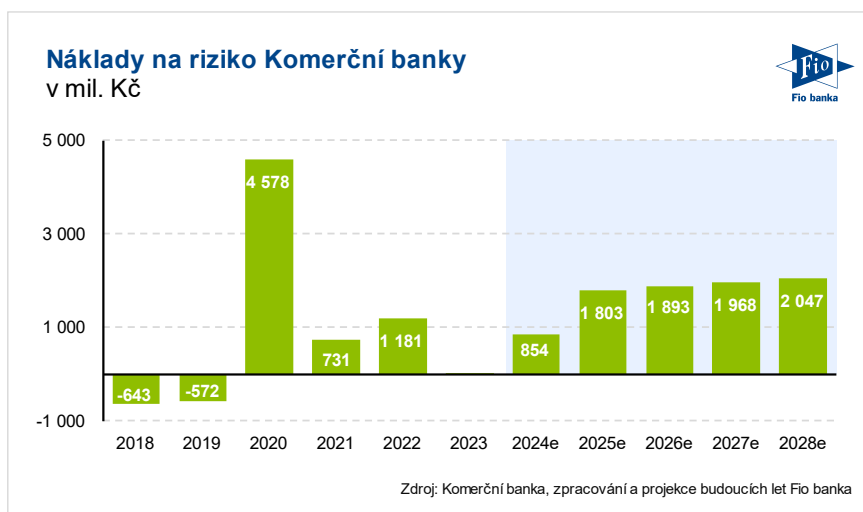
V roce 2020 vytvořila Komerční banka opravné položky v souvislosti s pandemií COVID-19 přes 4,5 mld. Kč. Černé scénáře se však nenaplnily, když poměr nevýkonných úvěrů v roce 2020 a 2021 oproti předcházejícím rokům nebyly výrazně vyšší.



Díky obecně dobré kvalitě úvěrového portfolia a úspěšnému vymáhání v souvislosti s několika expozicemi v segmentu firemních klientů Komerční banka reportovala za rok 2023 nulové náklady na riziko (v relativním vyjádření 0 bazických bodů).

V tomto roce by měly být náklady na riziko ovlivněny na jedné straně pokračující nízkou nezaměstnaností a klesajícími úrokovými sazbami na druhé straně však pouze mírným růstem ekonomiky a přetrvávajícími geopolitickými konflikty. Proto v naší predikci na tento rok počítáme s opravnými položkami ve výši 10 bazických bodů (v relativním vyjádření vzhledem k průměrnému objemu úvěrového portfolia). V následujících letech jsme pak více konzervativní a kalkulujeme s 20 bazickými body. Náklady na riziko by tak v tomto roce měly být pod 1 mld. Kč, v dalších letech pak kolem 2 mld. Kč.

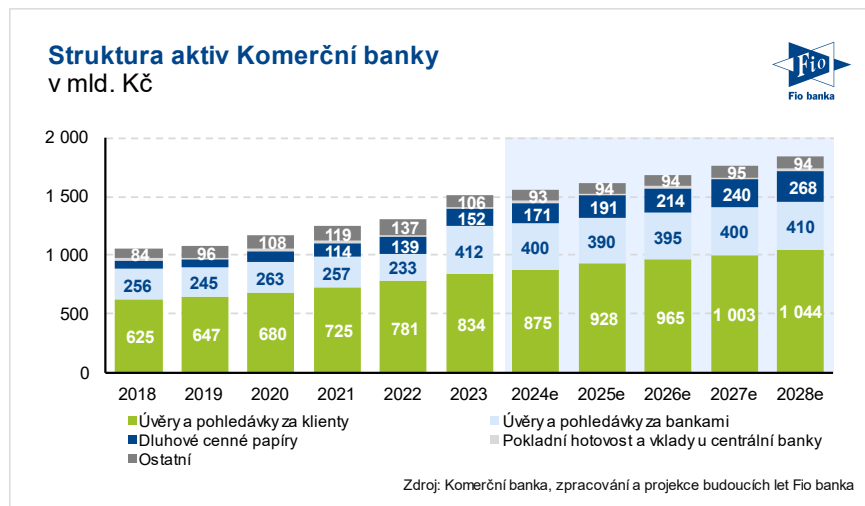
**V následujících letech kalkulujeme s normalizovanými náklady na riziko ve výši 20 bazických bodů**



## Struktura aktiv

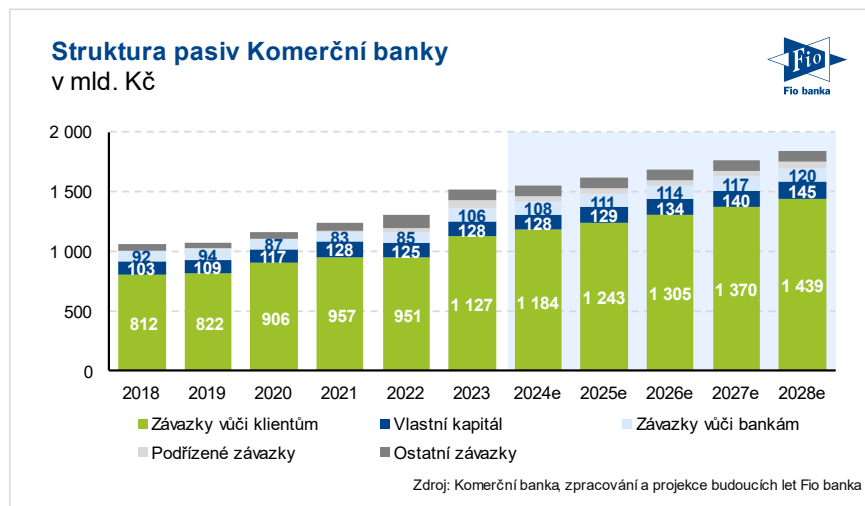
Očekáváme, že celková aktiva porostou průměrným ročním tempem 3,9 %. Nejrychleji rostoucí položkou aktiv by měly být dluhové cenné papíry, které dle naší projekce porostou v průměru o 12 % ročně. Jejich podíl na celkových aktivech by tak měl v roce 2028 vzrůst na 15 % (z 10 % v roce 2023). Úvěry a pohledávky za klienty by nadále měly představovat necelé dvě třetiny celkové bilance.

**Dluhové cenné papíry by měly být nejrychleji rostoucí položkou aktiv**



## Struktura pasiv

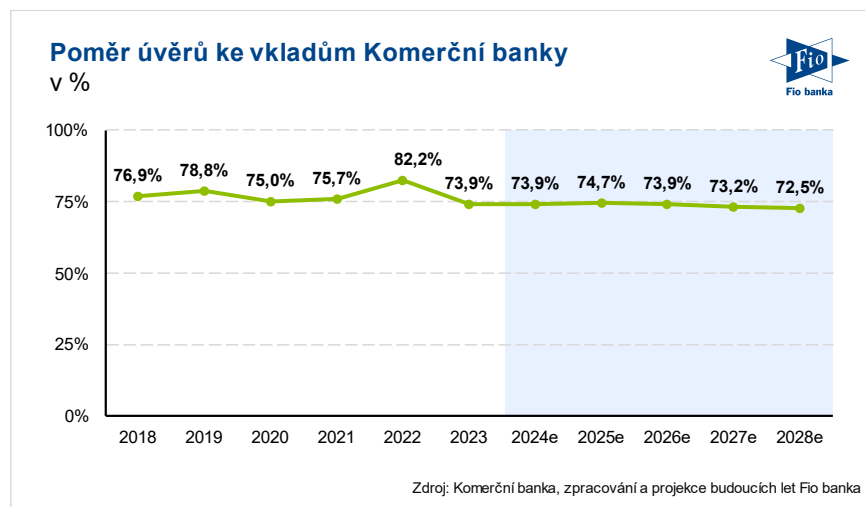
Závazky vůči klientům (depozita) zůstanou klíčovou položkou, když by měla v průměru růst o 5 % ročně a nadále představovat zhruba tři čtvrtiny celkové bilance.



## Poměr úvěrů k vkladům

Díky rychleji rostoucím vkladům by se měl poměr úvěrů k vkladům mírně snižovat až na 72,5 % v roce 2028.

**Poměr úvěrů k vkladům by se měl mírně snižovat až na 72,5 %**

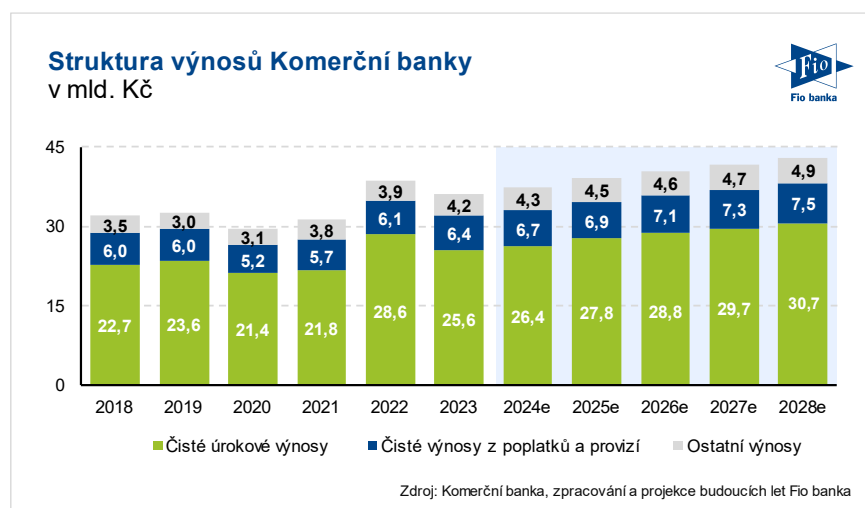


## Struktura výnosů

V našem modelu předpokládáme, že v příštím roce dojde k většímu meziročnímu růstu výnosů díky oživení úvěrového trhu. Kalkulujeme, že v následujících 5 letech porostou čisté úrokové výnosy meziročně o 3,7 %. Čisté výnosy z poplatků a ostatní výnosy by měly růst jen nepatrně pomaleji.

Celkově tak v našem modelu počítáme, že se Komerční banka v roce 2026 dostane přes hranici 40 mld. Kč a rok 2028 zakončí s celkovými výnosy převyšující 43 mld. Kč.

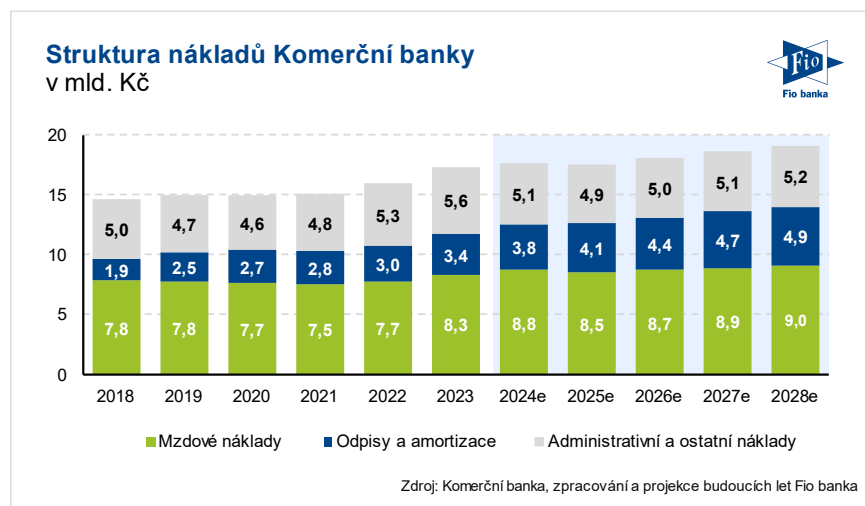
**Čisté úrokové výnosy by měly na konci sledovaného období převyšovat 30 mld. Kč**



## Struktura nákladů

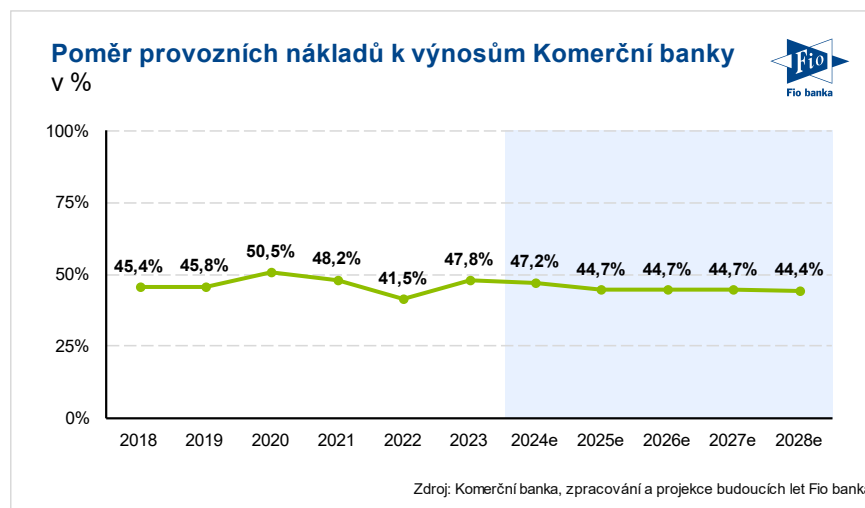
**Odpisy a amortizace by měly být nejrychleji rostoucí položkou provozních nákladů**

Projektujeme, že provozní náklady do roku 2028 porostou nižším průměrným tempem než výnosy (2 % vs. 3,5 %). Očekáváme, že v roce 2025 dojde k meziročnímu mírnému poklesu nákladů díky nižším mzdovým nákladům kvůli plánovanému snížení počtu zaměstnanců a také díky nižším regulatorním odvodům (fond pro řešení krize a fond pojištění vkladů). Nejrychleji rostoucí položkou provozních nákladů by měly být odpisy a amortizace kvůli růstu nehmotného majetku v souvislosti s pokračující digitalizací.



## Poměr provozních nákladů k výnosům

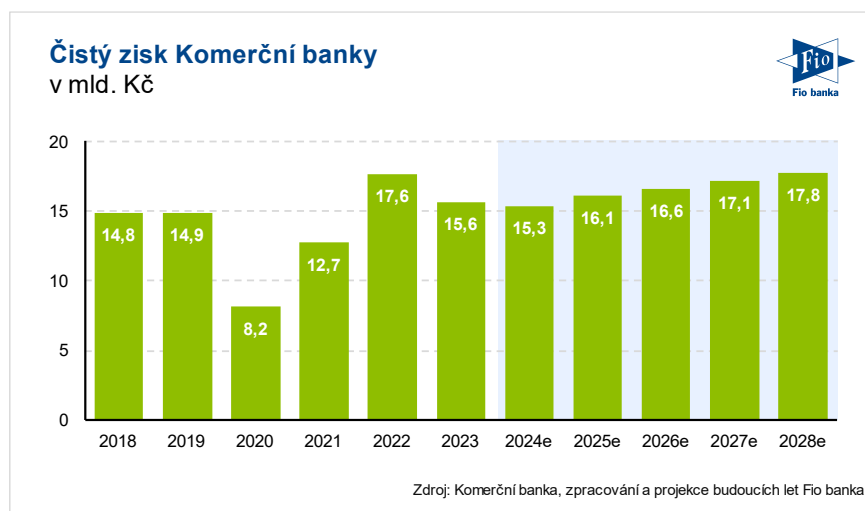
Díky rychleji rostoucím výnosům projektujeme pokles poměru provozních nákladů k výnosům. Management Komerční banky ve své strategii na rok 2025 chce dosáhnout poměru kolem 40 %. Tento cíl vnímáme příliš optimistický a pravděpodobněji se nám jeví poměr kolem 45 %.



## Čistý zisk

V naší projekci předpokládáme mírný meziroční pokles zisku v tomto roce a výraznější růst o 5,3 % v tom následujícím (2025). Celkově odhadujeme, že čistý zisk do roku 2028 poroste oproti 2023 v průměru o 2,6 %.

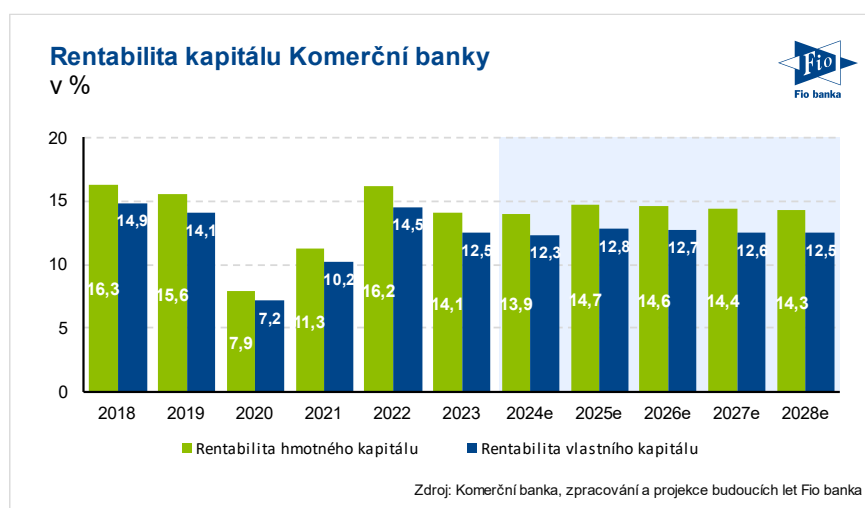
**Čistý zisk na konci sledovaného období by se měl blížit k hranici 18 mld. Kč**



## Rentabilita kapitálu

Komerční banka v posledních letech (až na covidový rok 2020) dosahovala dvouciferné návratnosti kapitálu. Management Komerční banky si stanovil cíl dosáhnout v roce 2025 návratnosti vlastního kapitálu kolem 15 %. Ačkoli kvítujeme snahu managementu dosáhnout této vysoké úrovně, spíše očekáváme, že ROE v roce 2025 bude o dva procentní body nižší. Dle našeho modelu by se ROE i v následujících letech měla pohybovat kolem 13 %. Návratnost hmotného kapitálu pak predikujeme mezi 14-15 %.

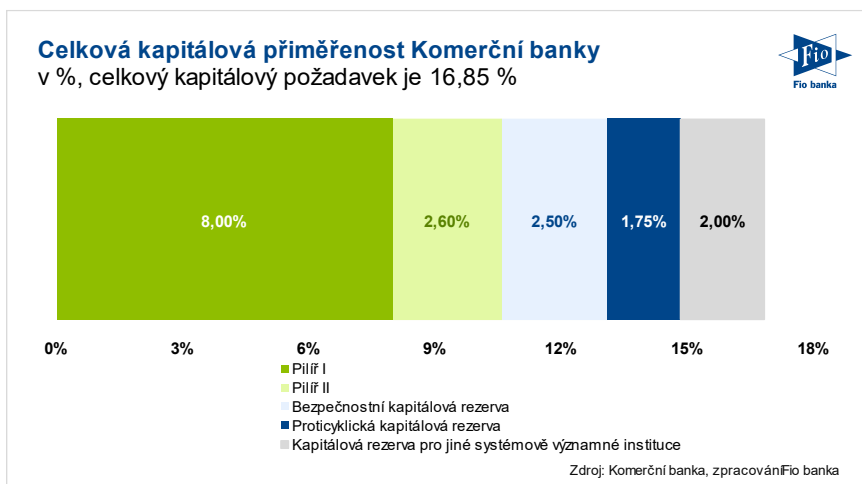
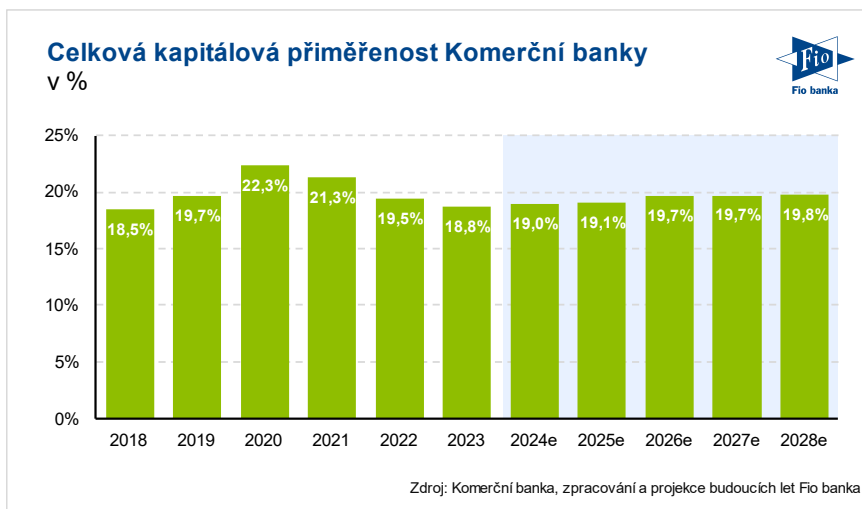
**Rentabilita vlastního kapitálu by v následujících letech měla převyšovat 12 %**



## Kapitálová přiměřenost

Komerční banka je dlouhodobě velmi dobře kapitálově vybavená. Dle naší projekce bude v následujících letech dosahovat kapitálové přiměřenosti přes 19 %, více než dva procentní body nad aktuálním regulačním požadavkem ve výši 16,85 %.

**Celková kapitálová přiměřenost by se v následujících letech měla přibližovat 20 %**

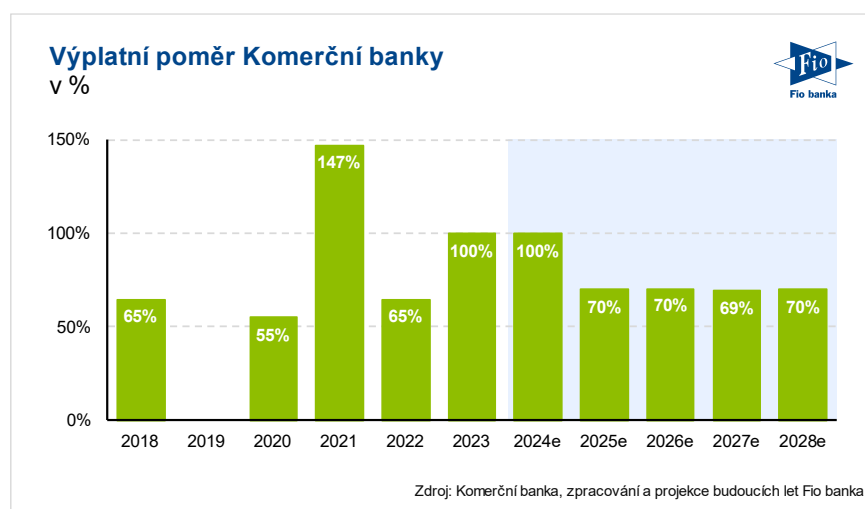
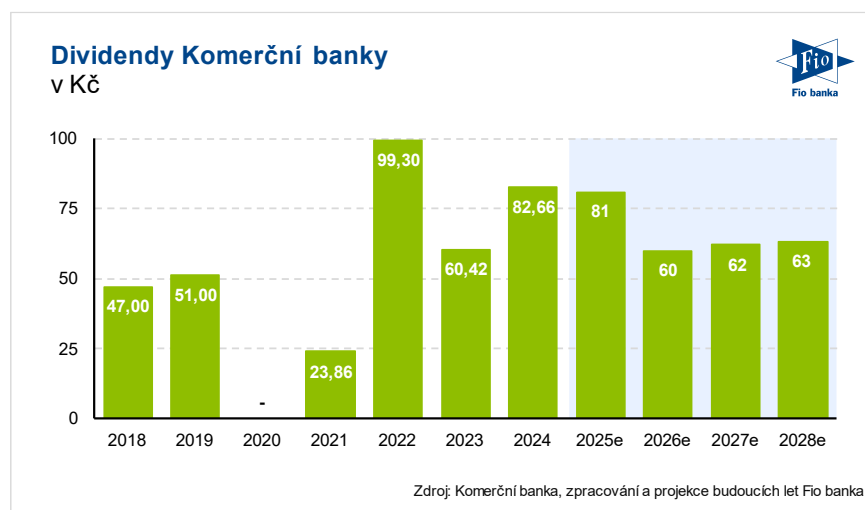




## Dividenda a výplatní poměr

**Management tento rok navrhuje dividendu ve výši 82,66 Kč, příští rok projektujeme 81 Kč**

Management spolu s výsledky za 4Q 2023 oznámil návrh vyplátit z čistého zisku roku 2023 akcionářům 100 %, tedy dividendu ve výši 82,66 Kč. Stejný výplatní poměr management plánuje i pro rok 2025 (tedy ze zisku roku 2024). V našem modelu s těmito avizovanými výplatními poměry pro tyto roky počítáme a v následujících letech předpokládáme, že se management vrátí k dlouhodobé výplatní politice (60-70 %). Díky silné kapitálové pozici v našich projekcích kalkulujeme s horní hranicí, tedy 70 %. Odhadujeme tak, že Komerční banka v roce 2025 vyplatí 81 Kč, v následujících letech by se pak dividendu měla pohybovat kolem 60 Kč.



## SWOT analýza

### Silné stránky

- 
- Vysoký podíl na retailových a komerčních úvěrech a vkladech
- Dlouhodobě vysoká ziskovost a návratnost kapitálu
- Financování prostřednictvím vkladů, které není závislé na externím dluhu
- Velmi dobrá kapitálová vybavenost
- Stabilní akcionářská struktura se silnou mateřskou společností

### Slabé stránky

- Stagnující podíl na tržních úvěrech a vkladech
- Pomalý růst čistého zisku

### Příležitosti

- Získání nových klientů a zvyšování podílu na trhu retailového a komerčního bankovníctví díky atraktivním nabídkám a nové digitální platformě
- Růst výnosů z poplatků rozšiřováním prodeje produktů třetích stran
- Potenciální neorganický růst prostřednictvím akvizice

### Hrozby

- Potenciální problémy spojené s převedením klientů do nového bankovního systému (mobilní aplikace) a s tím spojená hrozba odlivu klientů
- Zpřísnění regulatorních požadavků
- Zhoršení makroekonomické situace a pokles poptávky po bankovních produktech

## Sektorové srovnání

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 1,3násobku P/BV (2024) a 7,4násobku očekávaného čistého zisku za rok 2024 (dle analytického konsensu společnosti Bloomberg). Akcie Komerční banky se momentálně obchodují za 1,2násobku P/BV a 10násobku našeho očekávaného čistého zisku za rok 2024. Z pohledu klíčového valuačního násobku pro banky, ukazatele P/BV, se tak akcie Komerční banky obchodují s mírným diskontem v porovnání se skupinou bank z CEE regionu.

	P/BV		P/E	
	2023	2024e	2023	2024e
<b>Komerční banka</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>
MONETA Money Bank	1,6	1,6	9,7	9,5
Erste Group	0,8	0,8	5,5	6,0
Raiffeisen Bank	0,4	0,4	2,7	3,8
PKO Bank	1,5	1,5	12,7	7,9
Bank Pekao	1,5	1,5	7,0	8,1
Bank Handlowy	1,4	1,4	6,2	7,8
Santander Bank Polska	1,7	1,7	11,3	9,8
Alior Bank	1,3	1,3	6,1	7,2
mBank	2,2	n/a	n/a	9,0
OTP Bank	1,2	1,2	4,6	5,3
<b>Průměr skupiny bank</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>

\* Odhady na rok 2024 u Komerční banky vychází z projekce Fio banky, u ostatních bank z konsensu analytiků (Bloomberg, data k 14. 03.2024)

V porovnání se sledovanou skupinou bank za rok 2023 dosahuje Komerční banka srovnatelné úrovně kapitálové přiměřenosti. Z pohledu rentability však Komerční banka dosahuje nižších hodnot, a to jak návratnosti vlastního kapitálu (ROE), návratnosti hmotného kapitálu (ROTE) tak i návratnosti aktiv (ROA). Vysoké ROE i ROTE sledované skupiny bank je tažené vysokou návratností především polských bank, které v roce 2023 reportovaly výrazně vyšší meziroční čistý zisk z důvodu rapidního zvýšení úrokových sazeb polskou národní bankou. Jejich návratnost za rok 2022 byla výrazně nižší, a tak i průměr sledovaných bank byl nižší. Ten Komerční banka předčila. Stejný vývoj byl patrný i v předcházejících letech.

Poměr nákladů k výnosům byl u Komerční banky za rok 2023 lehce vyšší (47,8 %) než průměr skupiny bank 45,6 %. Z tohoto pohledu tak vykázala horší nákladovou efektivitu v porovnání s průměrem ostatních bank. Čistá úroková marže Komerční banky ve výši 1,9 % byla výrazně nižší, než byl průměr sledovaných bank, který byl tažen opět především polskými bankami. Ty za rok 2023 reportovaly čistou úrokovou marži kolem 5 %, když těžily z toho, že se výrazně rozevřely nůžky mezi úrokovými výnosy a úrokovými náklady, z důvodu již zmíněného zvýšení sazeb ze strany polské národní banky.

Poměr úvěrů k vkladům měla Komerční banka vyšší, než byl průměr sledovaných bank. Její poměr necelých 83 % přesto značí, že celkové vklady výrazně převyšují úvěry a banka tak není závislá na jiném zdroji financování (např. externí dluh). Vyšší poměr také značí strategii banky více volných aktiv použít na úvěrování klientů oproti např. investicím do investičních cenných papírů či operacím s centrální bankou.

Při zohlednění výše popsaných ukazatelů Komerční banky se domníváme, že nižší ocenění v porovnání se sledovanou skupinou bank není opodstatněné.

Komerční banka dlouhodobě dosahuje vysoké ziskovosti a má velmi nízký rizikový profil (silná kapitálová pozice a konzervativní obchodní model). Navíc průměrná návratnost sledované skupiny bank v roce 2023 je výrazně ovlivněna mimořádnou situací na polském trhu. Za rok 2022 (i předcházející roky) Komerční banka předčila sledovanou skupinu bank v návratnosti vlastního kapitálu (ROE). Férové ocenění Komerční banky tak vidíme minimálně na úrovni průměru sledovaných středoevropských bank, tedy 1,3násobku čisté účetní hodnoty (P/BV). Ke stejnému závěru (tedy 1,3násobku) jsme dospěli i v našem oceňovacím modelu.

v %	Celková kapitálová průměrnost 2023	Kapitálová průměrnost Tier 1 2023	ROE		ROA		ROTE 2023	Čistá úroková marže 2023	Poměr nákladů k výnosům 2023	Poměr úvěrů ke vkladům 2023
			2022	2023	2022	2023				
<b>Komerční banka</b>	<b>18,8</b>	<b>17,7</b>	<b>14,5</b>	<b>12,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>14,2</b>	<b>1,9</b>	<b>47,8</b>	<b>82,8</b>
MONETA Money Bank	20,1	15,7	16,7	16,1	1,4	1,2	18,0	2,1	47,2	65,9
Erste Group	19,9	17,3	12,6	15,9	0,7	0,9	17,2	2,3	47,6	89,3
Raiffeisen Bank	21,5	19,1	24,5	13,8	1,8	1,2	14,6	3,2	38,7	84,0
PKO Bank	18,7	17,8	9,0	13,6	0,8	1,2	15,0	4,4	55,8	67,0
Bank Pekao	16,8	15,2	7,4	24,8	0,6	2,2	27,2	4,5	39,9	70,0
Bank Handlowy	23,6	23,6	20,1	25,5	2,3	3,2	29,8	4,9	31,2	38,0
Santander Bank Polska	18,6	17,2	10,4	16,1	1,1	1,8	17,6	5,2	33,6	76,2
Alior Bank	17,8	17,2	11,3	26,3	0,8	2,3	27,8	5,6	28,8	81,1
mBank	17,0	14,7	n/a	n/a	-0,3	n/a	n.a	n/a	66,6	61,2
OTP Bank	18,9	16,6	10,6	26,7	1,1	2,7	28,8	5,0	44,0	76,0
<b>Průměr skupiny bank</b>	<b>19,3</b>	<b>17,4</b>	<b>13,6</b>	<b>19,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>21,8</b>	<b>4,1</b>	<b>43,3</b>	<b>70,9</b>

Zdroj: Komerční banka, Bloomberg, zpracování Fio banka

ROE (v %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Komerční banka</b>	<b>14,9</b>	<b>14,1</b>	<b>7,2</b>	<b>10,2</b>	<b>14,5</b>	<b>12,5</b>
MONETA Money Bank	16,5	16,2	10,1	14,1	16,7	16,1
Erste Group	13,1	10,0	4,7	11,7	12,6	15,9
Raiffeisen Bank	11,8	10,4	6,2	10,4	24,5	13,8
PKO Bank	9,9	10,0	n/a	12,6	9,0	13,6
Bank Pekao	9,9	9,4	4,5	8,8	7,4	24,8
Bank Handlowy	9,1	6,8	2,4	9,6	20,1	25,5
Santander Bank Polska	10,1	8,5	4,0	4,2	10,4	16,1
Alior Bank	10,8	3,8	n/a	7,7	11,3	26,3
mBank	8,8	6,5	0,6	n/a	n/a	n/a
OTP Bank	18,4	20,1	10,6	16,4	10,6	26,7
<b>Průměr skupiny bank</b>	<b>11,8</b>	<b>10,2</b>	<b>5,4</b>	<b>10,6</b>	<b>13,6</b>	<b>19,9</b>

Zdroj: Komerční banka, Bloomberg, zpracování Fio banka

## Ocenění společnosti a investiční doporučení

Pro kalkulaci vnitřní hodnoty akcií Komerční banky jsme použili dvoufázový dividendový diskontní model. První fáze pokrývá 5letý horizont diskontovaných projektovaných vyplacených dividend v letech 2024-2028. Druhá fáze modelu kalkuluje terminální hodnotu společnosti, která vychází z implikované hodnoty P/BV dle vzorce

$$P = BV \times P/BV, \text{ kde } P/BV = \frac{ROE-g}{k-g},$$

kde  $P$  je cena (price),  $BV$  hodnota vlastního kapitálu (book value),  $ROE$  rentabilita vlastního kapitálu (return on equity),  $k$  náklady vlastního kapitálu (cost of equity) a  $g$  tempo růstu (growth)

**Cílová cena 927 Kč na akcii představuje 14,6 % potenciální výnos vůči aktuální tržní ceně**

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 kalkulovali na základě modelu CAPM, který vychází z výnosů bezrizikové investice (výnos 10letého státního dluhopisu ČR), rizikové prémie ČR, tržní prémie a koeficientu beta. Pro určení rizikových prémie a koeficientu beta jsme vycházeli z dat valuačního experta, profesora Aswatha Damodarana. Výslednou diskontní mírou tak je 9 %.

Pro výpočet terminální hodnoty jsme použili rentabilitu kapitálu ve výši 11,25 %, nižší než námi kalkulovaná návratnost ve sledovaných letech 2024-2028. Aplikujeme tak zde konzervativnější výhled do budoucnosti po roce 2028. Pro dlouhodobou míru růstů jsme použili 2 %, když jsme vzali v úvahu historický a očekávaný růst HDP a také historický růst hospodaření Komerční banky.

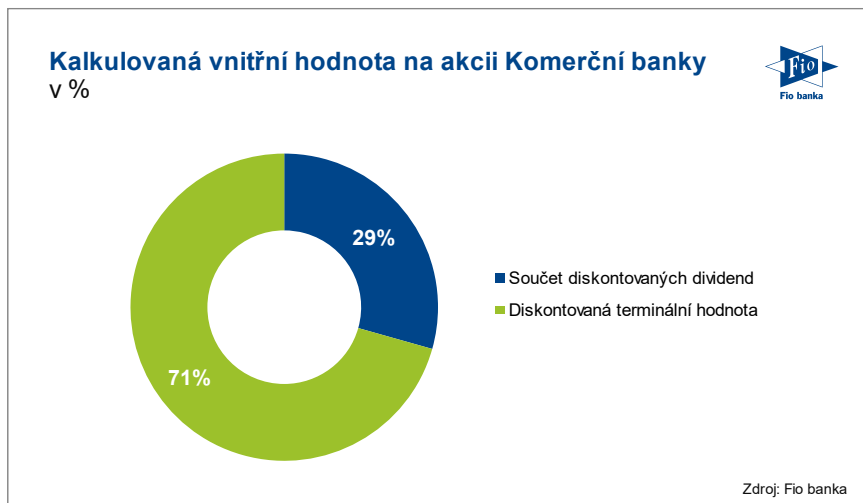
Výslednou implikovanou hodnotou P/BV tak je 1,3. Tento násobek dle našeho názoru férově oceňuje Komerční banku vzhledem k jejímu očekávanému hospodaření a rizikovému profilu a je na úrovni aktuálního ocenění bank v regionu střední a východní Evropy.

Na základě výše popsaného kalkuluje vnitřní hodnotu akcií Komerční banky na **927 Kč** na akcii. Vzhledem k aktuální tržní ceně společnosti vydáváme investiční doporučení **Akumulovat**.

Ocenění	2024	2025	2026	2027	2028
Bezriziková úroková míra (10letý státní dluhopis)	3,8%	3,5%	3,1%	3,0%	3,0%
Beta	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
Akciová riziková prémie (Damodaran)	4,33%	4,33%	4,33%	4,33%	4,33%
Riziková prémie ČR (Damodaran)	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%
Diskontní míra (náklady vlastního kapitálu)	9,8%	9,5%	9,1%	9,0%	9,0%
Diskontní faktor	0,901	1,901	2,901	3,901	4,901
Očekávané dividendy	15 611	15 327	11 296	11 637	11 990
Diskontované očekávané dividendy	14 219	12 751	8 614	8 143	7 698
<b>Součet diskontovaných dividend</b>					<b>51 425</b>
<b>Kalkulace terminální hodnoty</b>					
ROE (rentabilita vlastního kapitálu)					11,2%
Náklady vlastního kapitálu					9,0%
Očekávaná dlouhodobá míra růstu					2,00%
Hodnota vlastního kapitálu (na konci projekce)					145 437
Implikovaná hodnota P/BV					1,32
Kalkulovaná terminální hodnota					192 515
<b>Diskontovaná terminální hodnota</b>					<b>123 599</b>
<b>Ocenění společnosti (v mil. Kč)</b>					<b>175 024</b>
Počet akcií v oběhu (v mil.)					189
<b>Cena na akcii (Kč)</b>					<b>927</b>

### Analýza citlivosti ocenění

Kalkulace vnitřní hodnoty akcie Komerční banky je poměrně citlivá na vstupní předpoklady. 71 % kalkulované vnitřní hodnoty je odvozeno z druhé fáze modelu, kde změna klíčových vstupních parametrů *ROE* (rentabilita vlastního kapitálu), *k* (náklady vlastního kapitálu) a *g* (tempo růstu) má výrazný dopad na kalkulovanou vnitřní hodnotu.



		Rentabilita kapitálu				
		10,25%	10,75%	11,25%	11,75%	12,25%
Náklady kapitálu	8,0%	953	995	1 036	1 077	1 119
	8,5%	901	939	977	1 015	1 053
	9,0%	856	891	<b>927</b>	962	998
	9,5%	817	850	883	916	949
	10,0%	783	814	845	876	907

		Tempo dlouhodobého růstu				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Náklady kapitálu	8,0%	998	1 015	1 036	1 061	1 090
	8,5%	949	962	977	995	1 016
	9,0%	907	916	<b>927</b>	939	953
	9,5%	869	876	883	891	901
	10,0%	836	840	845	850	856

## Příloha

	mil. Kč	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Výkaz zisků a ztrát</b>	Čistá úroková výnosy	22 704	23 591	21 360	21 795	28 632	25 595	26 366	27 837	28 753	29 684	30 692
	Čisté výnosy z poplatků a provizí	6 024	5 983	5 210	5 713	6 121	6 414	6 671	6 871	7 077	7 289	7 508
	Ostatní výnosy	3 474	3 001	3 096	3 839	3 878	4 190	4 312	4 474	4 601	4 732	4 866
	Celkové provozní výnosy	32 203	32 573	29 663	31 347	38 632	36 200	37 349	39 182	40 431	41 705	43 066
	Celkové provozní náklady	14 634	14 932	14 994	15 099	16 014	17 321	17 625	17 510	18 068	18 644	19 131
	Provozní zisk	17 569	17 641	14 669	16 247	22 618	18 879	19 724	21 672	22 363	23 061	23 935
	Náklady na riziko	(643)	(572)	4 578	731	1 181	14	854	1 803	1 893	1 968	2 047
	Čistý zisk	14 846	14 900	8 157	12 729	17 620	15 613	15 327	16 137	16 624	17 128	17 773
	Zisk na akcii (Kč)	78,61	78,90	43,19	67,40	93,30	82,67	81,16	85,45	88,02	90,69	94,11
	<b>Rozevaha</b>	Pokladni hotovost a vklady u centrální banky	24 851	17 744	23 547	29 947	14 190	12 835	15 404	14 208	18 657	22 410
Úvěry a pohledávky za bankami		256 268	244 561	262 606	257 196	233 398	411 644	400 000	390 000	395 000	400 000	410 000
Úvěry a pohledávky za klienty		624 954	647 259	679 956	724 587	781 463	833 542	875 219	927 732	964 842	1 003 435	1 043 573
Dluhové cenné papíry		69 881	71 581	92 839	114 078	139 276	152 238	170 507	190 967	213 883	239 549	268 295
Ostatní aktiva		83 978	96 189	108 183	119 326	136 977	106 045	92 620	93 540	94 309	94 879	93 833
Celková aktiva		1 059 932	1 077 334	1 167 131	1 245 134	1 305 304	1 516 304	1 553 750	1 616 448	1 686 691	1 760 274	1 837 481
Závazky vůči bankám		92 271	93 581	86 572	83 372	85 176	105 694	108 336	111 045	113 821	116 666	119 583
Závazky vůči klientům		812 451	821 506	906 217	956 929	950 692	1 127 228	1 183 589	1 242 769	1 304 907	1 370 153	1 438 660
Ostatní závazky		49 303	51 066	54 655	74 779	106 066	90 538	84 982	84 982	84 983	84 983	84 983
Podřízené závazky		2 578	2 546	2 629	2 490	38 694	64 560	48 818	48 818	48 818	48 818	48 818
Vlastní kapitál	103 329	108 635	117 058	127 564	124 676	128 284	128 024	128 834	134 162	139 654	145 437	
<b>Klíčové ukazatele</b>	Čistá úroková marže	2,35%	2,35%	2,03%	1,93%	2,42%	1,94%	1,84%	1,87%	1,85%	1,82%	1,80%
	Poměr provozních nákladů k výnosům	45,4%	45,8%	50,5%	48,2%	41,5%	47,8%	47,2%	44,7%	44,7%	44,7%	44,4%
	Poměr úvěrů k vkladům	76,9%	78,8%	75,0%	75,7%	82,2%	73,9%	73,9%	74,7%	73,9%	73,2%	72,5%
	Rentabilita hmotného kapitálu	16,3%	15,6%	7,9%	11,3%	16,2%	14,1%	13,9%	14,7%	14,6%	14,4%	14,3%
	Rentabilita vlastního kapitálu	14,9%	14,1%	7,2%	10,2%	14,5%	12,5%	12,3%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%
	Rentabilita aktiv	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
	Celková kapitálová přiměřenost	18,5%	19,7%	22,3%	21,3%	19,5%	18,8%	19,0%	19,1%	19,7%	19,7%	19,8%
	Zisk na akcii	78,6	78,9	43,2	67,4	93,3	82,7	81,2	85,4	88,0	90,7	94,1
	Účetní hodnota na akcii	547	575	620	675	660	679	678	682	710	739	770
	Dividenda na akcii	47,00	51,00	-	23,86	99,30	60,42	82,66	81,00	60,00	62,00	63,00
Výplatní poměr	65%	0%	55%	147%	65%	100%	100%	70%	70%	69%	70%	

Zdroj: Komerční banka, zpracování a projekce budoucích let Fio banka



Karel Nedvěd

Fio banka, a.s.

Analytik

[karel.nedved@fio.cz](mailto:karel.nedved@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 Primoco.

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 reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti Komerční banka naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/717-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 <https://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 <https://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)