

Investiční výzkum Komerční banka



Doporučení: Držet
Cílová cena: 1 056 Kč

Komerční banka	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Držet
Cílová cena (12M):	1 056 Kč
Aktuální cena: (10. 4. 2025 16:25)	1 055 Kč
Potenciální výnos:	0,1 %
Datum vydání	11.4.2025
Předchozí doporučení: (19.3.2024)	927 Kč (Akumulovat)

Základní informace	
Odvětví:	Bankovníctví
Počet akcií:	190 mil. ks
Free float:	~ 40 %
Tržní kapitalizace:	200 mld. Kč
Roční minimum: (5. 8. 2024 16:25)	736 Kč
Roční maximum: (27. 3. 2025 16:25)	1 130 Kč
Informace pro investory:	Pro investory

Roční vývoj akcie



Komerční banku považujeme za atraktivní z následujících důvodů:

- Dlouhodobě velice zisková banka s velmi dobrou návratností kapitálu
- Silná kapitálová pozice a nízký rizikový profil
- Silný tržní podíl v retailovém i komerčním bankovníctví
- Schopný a zkušený management
- Štědrá dividendová politika

Hospodaření: Očekáváme, že do roku 2029 poroste bilance Komerční banky ročním tempem 4,7 %. Klíčovou položkou aktiv nadále zůstanou úvěry a pohledávky za klienty, na straně pasiv pak klientské vklady. Projektujeme, že provozní výnosy porostou výrazně rychlejším tempem než náklady (5 % vs. 1,1 %). Nejrychleji rostoucí položkou výnosů by měly být čisté úrokové výnosy, kde projektujeme průměrný roční růst o 5,3 %. Na nákladové straně by Komerční banka měla těžit z digitální transformace („nová éra bankovníctví“). Čistá úroková marže by se měla pohybovat kolem 1,9 %. Očekáváme, že v roce 2029 překoná čistý zisk Komerční banky hranici 20 mld. Kč. Projektujeme pokračující silnou kapitálovou pozici, která by měla managementu dát prostor nadále vyplácet velkou část zisku akcionářům. V následujících letech však očekáváme pokles výplatního poměru ze 100 % na 70 %, a tak by se dle naší projekce měla dividendy pohybovat kolem 70 Kč.

Valuace: Na základě dvoufázového dividendového diskontního valuačního modelu oceňujeme Komerční banku na 201 mld. Kč, 1 056 Kč na akcii a vydáváme investiční doporučení na stupni „Držet“.

Rizika: Geopolitická rizika, zhoršení makroekonomické situace a pokles poptávky po produktech Komerční banky, zpřísnění regulatorních požadavků a zavedení speciálních daní na banky.

Katalyzátory: Výrazně vyšší než očekávané čtvrtletní výsledky a výhled na rok 2025 (30. dubna 2025).

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Čistá úroková marže	2,35%	2,03%	1,93%	2,42%	1,94%	1,74%	1,94%	1,98%	1,98%	1,95%	1,91%
Poměr provozních nákladů k výnosům	45,8%	50,5%	48,2%	41,5%	47,8%	48,2%	44,7%	42,9%	41,5%	40,5%	39,9%
Poměr úvěrů k vkladům	78,8%	75,0%	75,7%	82,2%	73,9%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,3%	71,9%
Rentabilita hmotného kapitálu	15,6%	7,9%	11,3%	16,2%	14,1%	15,4%	15,1%	16,1%	16,1%	16,1%	15,9%
Rentabilita vlastního kapitálu	14,1%	7,2%	10,2%	14,5%	12,5%	13,6%	13,3%	14,1%	14,1%	14,2%	14,1%
Zisk na akcii (Kč)	78,9	43,2	67,4	93,3	82,7	91,3	88,0	94,6	99,4	104,8	109,1
Účetní hodnota na akcii (Kč)	575	620	675	660	679	689	682	690	724	760	796
Dividenda na akcii (Kč)	51,0	-	23,9	99,3	60,4	82,7	91,3	88,5	66,7	69,6	73,4
Výplatní poměr	0%	55%	147%	65%	100%	100%	100%	70%	70%	70%	70%

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

Shrnutí

V roce [2024](#) vykázala Komerční banka velmi dobré výsledky. Čistý zisk se jí meziročně zvýšil o 10 %, když byl tažen vyššími výnosy z poplatků a provizí, a především mimořádnou transakcí, prodejem budovy na Václavském náměstí, z které měla banka zisk ve výši 2,5 mld. Kč.

Management spolu s výsledky oznámil návrh dividendy ve výši 91,30 Kč, tedy výplatu již dříve avizovaných 100 % z čistého zisku roku 2024.

Management také s výsledky představil svůj [výhled](#) na letošní rok. Očekává výraznější růst provozních výnosů. Na druhé straně pak projektuje pokles provozních nákladů, zatímco náklady na riziko by se měly držet významně pod normalizovanou úrovní 20-30 bazických bodů.

V naší [projekci](#) předpokládáme, že klientské úvěry porostou mezi lety 2024 a 2029 průměrným ročním tempem 5,3 %. Banka by dle našeho názoru měla těžit z oživení úvěrového trhu a také z dokončení digitální transformace („nová éra bankovníctví“). Dále očekáváme, že ke konci našeho sledovaného období dojde k normalizaci nákladů na úrovni 25 bodů. Na straně provozních nákladů by pak měla Komerční banka těžit z výše zmíněné digitální transformace, a to jak v oblasti mzdových nákladů (tlak na růst mezd by měl být kompenzován nižším počtem zaměstnanců), tak také v oblasti administrativních nákladů díky zjednodušení procesů a optimalizaci distribuční sítě. V následujících letech se také očekává snížení povinných odvodů do regulatorních fondů. Rentabilita hmotného kapitálu by se tak v následujících letech měla pohybovat kolem 16 %. Odhadujeme, že čistý zisk na konci našeho sledovaného období překročí hranici 20 mld. Kč.

V porovnání s naší [předchozí projekcí](#) z minulého roku projektujeme výraznější růst výnosů z poplatků a provizí, když očekáváme mimo jiné pokračující silnou poptávku po produktech správy aktiv. Pro letošní rok očekáváme nižší náklady na riziko, na konci našeho sledovaného období pak naopak vyšší oproti naší projekci z minulého roku. Z pohledu čistého zisku je naše aktuální projekce pro letošní rok zhruba o 4 % vyšší. V letech 2026-2028 pak očekáváme v průměru o 10 % vyšší čistý zisk.

Investiční teze

Komerční banka je velice zisková společnost, která je vedena zkušeným managementem. Dlouhodobě dosahuje velmi dobré návratnosti vlastního kapitálu, která přesahuje náklady vlastního kapitálu.

Naše cílová cena 1 056 Kč implikuje [ocenění](#) na úrovni 1,5násobku námi projektované účetní hodnoty na konci roku 2025 (P/BV) a 12násobek námi odhadovaného čistého zisku na akcii za rok 2025 (P/E), tedy mírnou prémii vůči průměru [sledovaných bank](#). Ta je z našeho pohledu opodstatněná díky nadprůměrné návratnosti kapitálu a aktiv oproti sledované skupině bank.

Komerční banka za rok 2024 dosáhla velmi dobrých výsledků.

V následujících letech očekáváme rychlejší růst provozních výnosů než nákladů a růst čistého zisku až k hranici 20 mld. Kč.

Naše ocenění Komerční banky implikuje 12násobek námi odhadovaného čistého zisku za letošní rok.

Obsah

Shrnutí	2
Obsah	3
SWOT analýza.....	4
Vývoj v roce 2024	5
Výhled na rok 2025	6
Dividenda	6
Porovnání s předchozí projekcí	7
Projekce hospodaření v letech 2025-2029	8
Vývoj úvěrového portfolia	8
Náklady na riziko	8
Aktiva.....	9
Pasiva.....	9
Výnosy.....	10
Náklady	10
Čistý zisk	11
Rentabilita kapitálu	11
Kapitálová přiměřenost	12
Dividenda	12
Ocenění společnosti a investiční doporučení	14
Analýza citlivosti ocenění	15
Příloha.....	16

SWOT analýza

Silné stránky

- Silné postavení v retailovém a komerčním bankovníctví
- Stabilní akcionářská struktura se silnou mateřskou společností
- Velmi dobrá kapitálová vybavenost
- Dlouhodobě vysoká ziskovost a návratnost kapitálu

Slabé stránky

- Stagnující podíl na tržních úvěrech a vkladech
- Stagnující hospodaření v posledních letech

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 produktové nabídky
- Potenciální neorganický růst prostřednictvím akvizice

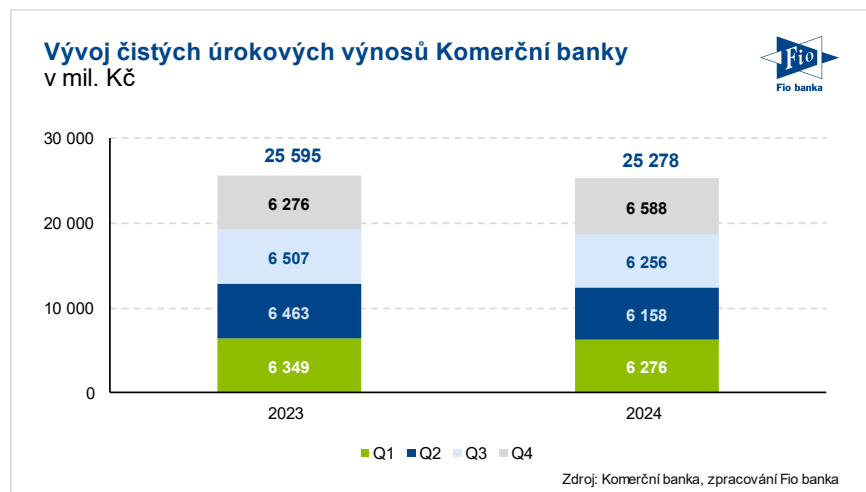
Hrozby

- Zhoršení makroekonomické situace a s tím související snížení poptávky po bankovních produktech
- Změna parametrů windfall tax či zavedení jiné sektorové daně na banky
- Zpřísnění regulačních požadavků

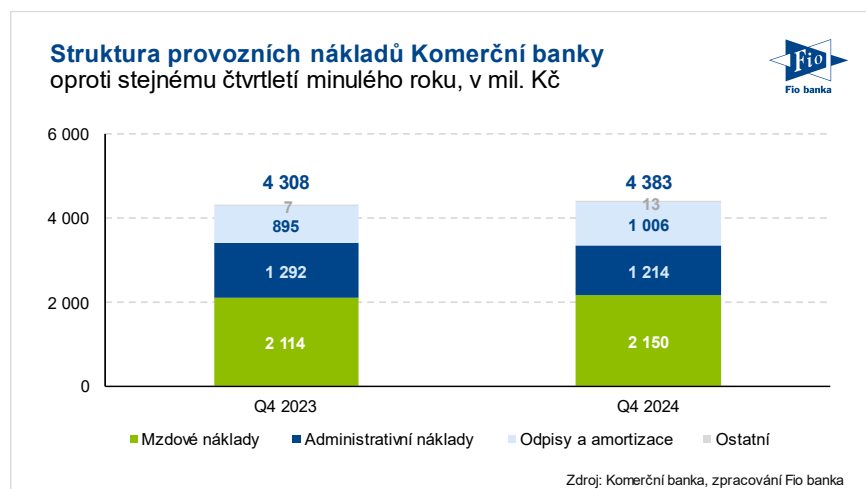
Vývoj v roce 2024

Komerční banka za rok 2024 dodala velmi solidní výsledky. Čisté úrokové výnosy se sice meziročně mírně snížily, nicméně čtvrté čtvrtletí bylo nejsilnějším čtvrtletím za poslední dva roky, když banka začala výrazněji těžit z poklesu nákladů na depozita.

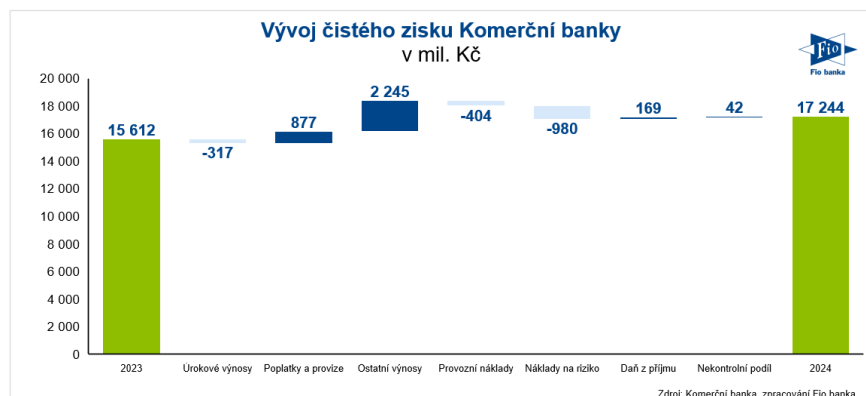
Komerční banka za rok 2024 dosáhla 10% meziročního růstu čistého zisku.



Na druhé straně pak Komerční banka ukázala dobrou nákladovou disciplínu v oblasti mzdových a administrativních nákladů. Růst odpisů a amortizace byl způsoben investicemi do transformace (digitalizace) banky.



Meziroční 10% růst čistého zisku byl tažen především mimořádnou transakcí, prodejem budovy na Václavském náměstí, z které banka realizovala zisk ve výši 2,5 mld. Kč. Růst byl také podpořen výrazně vyššími výnosy z poplatků a provizí.



Výhled na rok 2025

Management spolu s výsledky oznámil návrh dividendy ve výši 91,30 Kč na akcii a výhled na rok 2025. Očekává, že celkové provozní výnosy meziročně porostou vysokým jednociferným tempem. Čisté úrokové výnosy by měly růst vysokým jednociferným tempem díky růstu obchodních objemů a očekávanému poklesu průměrných nákladů na vklady. Čisté poplatky a provize by se měly zlepšit o nízké až střední jednociferné procento, a to díky růstu objemů v podílových fondech, rostoucímu počtu klientů a jejich aktivitě. Provozní náklady by měly poklesnout nízkým jednociferným tempem. Náklady na riziko by měly zůstat významně pod normalizovanou úrovní 20-30 bazických bodů odhadovanou v průběhu celého hospodářského cyklu.

Assumptions and outlook for 2025

Investors are advised to consider high level of uncertainty and risks when formulating their investment decisions based on expectations provided below.

Management Komerční banky navrhl z čistého zisku za rok 2024 vyplátit 100 %, tedy dividendu 91,3 Kč na akcii.

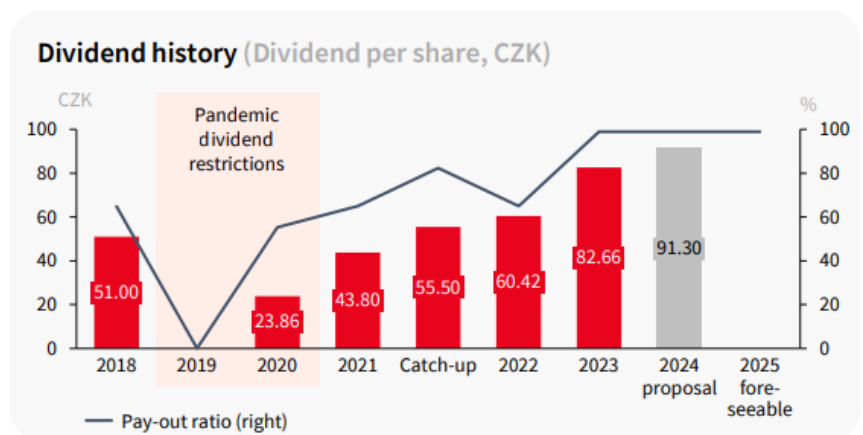
Macro-economic assumptions	<ul style="list-style-type: none"> Czech economy expected to accelerate marginally in 2025. The growth of GDP should be driven predominantly by gradually recovering domestic demand. Inflation should certainly remain within the CNB's 1-3% tolerance band, on average just slightly above its midpoint. CNB is expected to cut the 2W repo rate gradually to 3% terminal rate probably during first half of 2025
Banking market assumptions	<ul style="list-style-type: none"> Lending market to grow at a mid-single-digit pace, unsecured consumer lending to maintain high-single-digit pace, housing loans to accelerate to higher mid-single-digits. Corporate lending to grow more slowly than retail loans Bank deposits market should grow at mid-single-digits pace overall, relatively slightly faster in retail
KB business outlook	<ul style="list-style-type: none"> Group's lending should grow at a mid-single-digit rate. Housing loans should grow at mid- to high- single-digits supported by improved sales volumes and lower interest rates. Consumer lending to increase at high-single-digits. Corporate lending should expand at a mid-single digit rate Total deposits expected to expand at a mid- to high- single-digit pace. No further drop in the share of current accounts expected Continuation of strategic transformation, including completion of migration of individual clients to the new digital bank (NDB), development of NDB proposition for corporate clients
KB financial outlook	<ul style="list-style-type: none"> Revenues should improve at a high-single-digit rate year on year, supported mainly by a high-single-digit growth of NII as well as growth in NFC and NPFO OPEX expected to fall at a low-single-digit rate. Continuing overall simplification, optimisation of branch network, decrease in staff number by approx. 500 (FTE) lower contributions to Resolution Fund, growing amortisation charge reflecting digitalisation investments Credit risk profile to remain significantly below the 20-30 bps through-the-cycle range, supported in 2025 by upside factors in the areas of recovery activities and portfolio reserves for non-defaulted loan exposures.
Potential risks	<ul style="list-style-type: none"> Geopolitical conflicts, weak external demand, disruption of supply chains due to protectionism, sharp changes in interest or FX rates, monetary or fiscal policy

Zdroj: Komerční banka

Dividenda

Na základě dobrých výsledků za rok 2024 a silné kapitálové pozice management navrhnul vyplátit na dividendách 100 % z čistého zisku.

Management se také rozhodl zachovat stejný výplatní poměr na čistý zisk roku 2025, tedy dividendu vyplacenou v roce 2026.

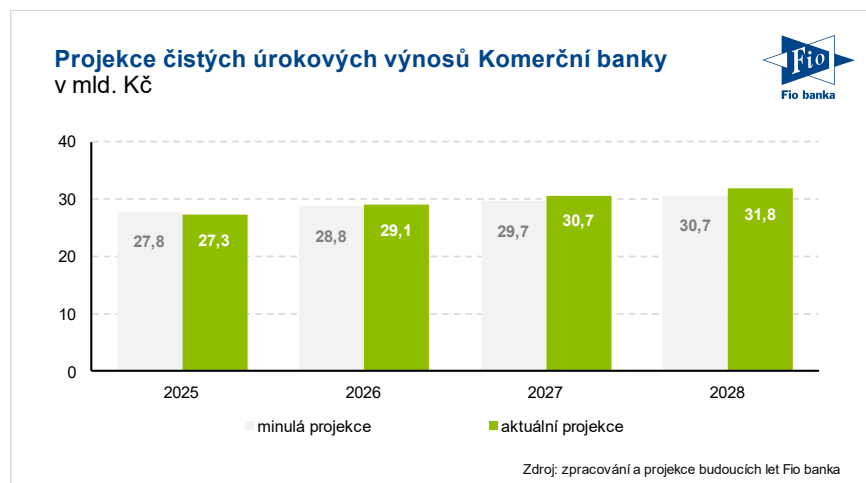


Zdroj: Komerční banka

Porovnání s předchozí projekcí

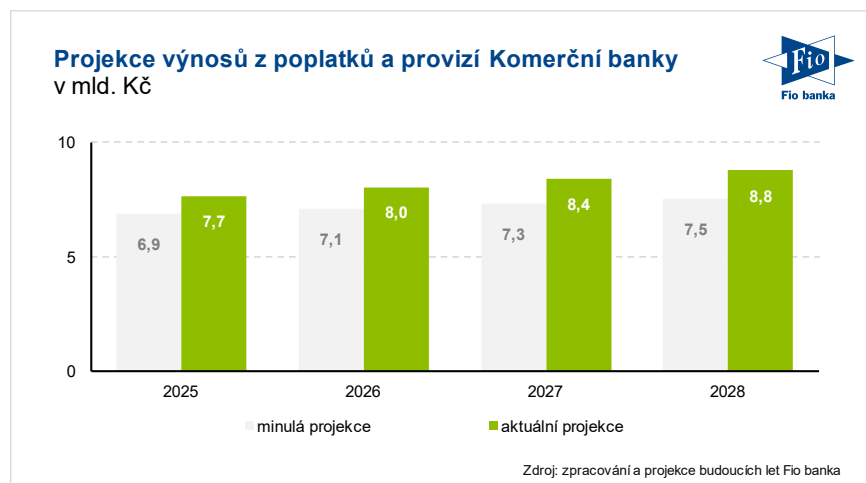
Oproti minulé projekci očekáváme rychlejší růst čistých úrokových výnosů.

Projektujeme vyšší čistou úrokovou marži díky nižším nákladům na depozita.



Výnosy z poplatků a provizí by měly také růst rychlejším tempem.

Díky velmi silným výsledkům z poplatků a provizí zvyšujeme projekci na následující roky. Očekáváme, že banka i v následujících letech bude těžit ze silné poptávky po produktech správy aktiv a také po službách s přidanou hodnotou pro korporátní klienty.



Projektujeme v následujících letech mírně nižší provozní náklady. Posouváme v čase normalizaci nákladů na riziko a zároveň zvyšujeme normalizovanou hodnotu z 20 na 25 bazických bodů. Projekce celoročního čistého zisku za rok 2025 je o 4 % vyšší, za rok 2026 o 8 % a v následujících letech zhruba o 10 %.

Projekce (mil. Kč)		2025	2026	2027	2028
Čisté úrokové výnosy	aktuální projekce	27 290	29 111	30 661	31 850
	minulá projekce	27 837	28 753	29 684	30 692
Čisté výnosy z poplatků a provizí	aktuální projekce	7 656	8 038	8 400	8 778
	minulá projekce	6 871	7 077	7 289	7 508
Celkové provozní výnosy	aktuální projekce	39 306	41 669	43 730	45 425
	minulá projekce	39 182	40 431	41 705	43 066
Celkové provozní náklady	aktuální projekce	17 589	17 872	18 157	18 388
	minulá projekce	17 510	18 068	18 644	19 131
Provozní zisk	aktuální projekce	21 717	23 797	25 573	27 037
	minulá projekce	21 672	22 363	23 061	23 935
Náklady na riziko	aktuální projekce	1 315	1 849	2 439	2 567
	minulá projekce	1 803	1 893	1 968	2 047
Čistý zisk	aktuální projekce	16 722	17 982	18 890	19 914
	minulá projekce	16 137	16 624	17 128	17 773
Klientské úvěry	aktuální projekce	899 938	949 435	1 001 654	1 051 736
	minulá projekce	927 732	964 842	1 003 435	1 043 573
Klientské vklady	aktuální projekce	1 239 124	1 307 276	1 379 176	1 455 031
	minulá projekce	1 242 769	1 304 907	1 370 153	1 438 660

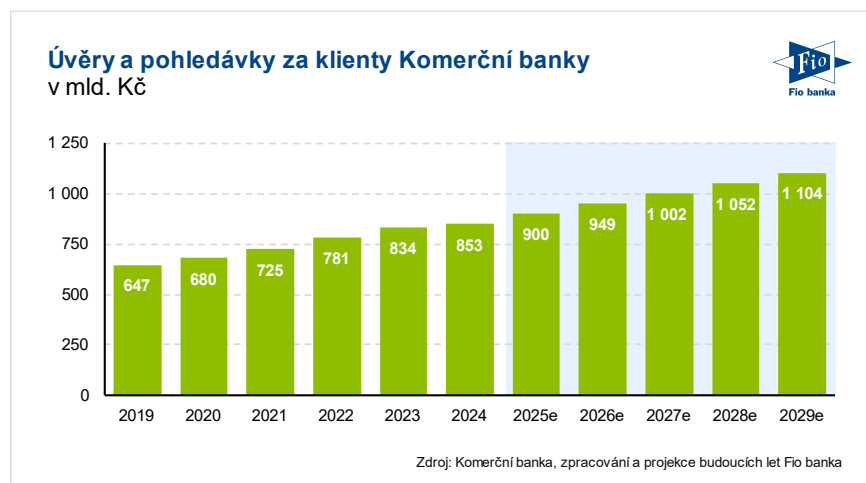
Zdroj: zpracování a projekce budoucích let Fio banka

Projekce hospodaření v letech 2025-2029

Vývoj úvěrového portfolia

Projektujeme, že klientské úvěry porostou do roku 2029 průměrným ročním tempem 5,3 %, když by banka měla těžit z oživení úvěrového trhu a také z dokončené digitální transformace.

Klientské úvěry zůstanou klíčovou položkou bilance.



Čistá úroková marže by se měla za celý rok 2025 především díky nižším nákladům na depozita meziročně zvýšit o 20 bazických bodů na 1,94 %. Na podobné úrovni by pak měla zůstat i v následujících letech.

Projektujeme stabilizaci čisté úrokové marže kolem 1,9 %.

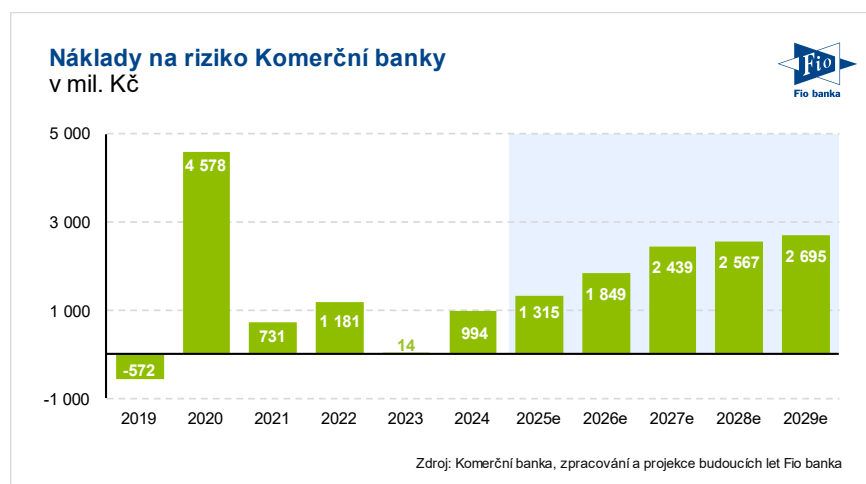
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Čistá úroková marže	2,35%	2,03%	1,93%	2,42%	1,94%	1,74%	1,94%	1,98%	1,98%	1,95%	1,91%

Zdroj: Komerční banka, projekce: Fio banka

Náklady na riziko

Náklady na riziko by měly dle naší projekce v následujících letech postupně růst k normalizované úrovni. Pro letošní rok projektujeme 15 bazických bodů, v příštím roce 20 bodů a poté normalizaci nákladů na úrovni 25 bodů.

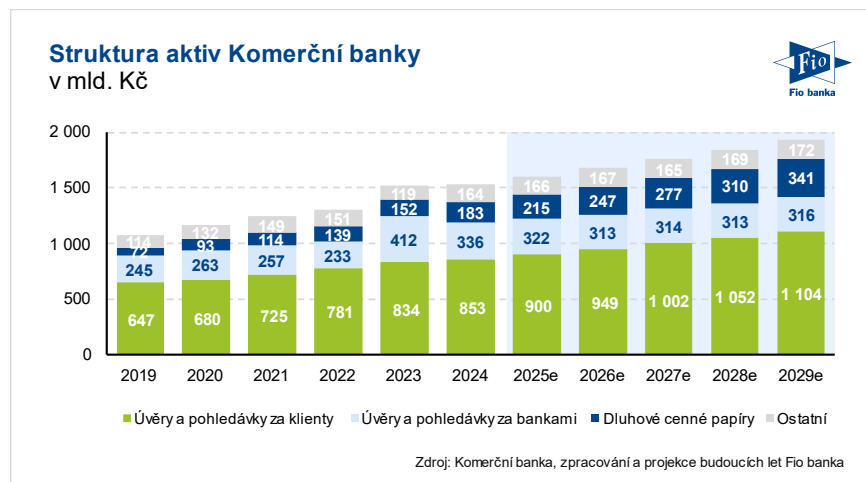
Projektujeme v následujících letech postupný růst nákladů na riziko k normalizované úrovni 25 bazických bodů.



Aktiva

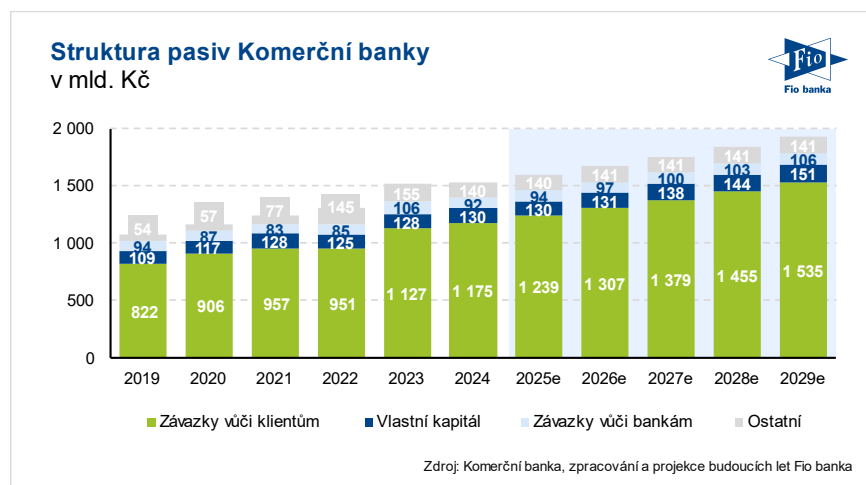
Projektujeme, že v následujících letech celková aktiva porostou v průměru o 4,7 % ročně. Úvěry a pohledávky za klienty by měly zůstat klíčovou položkou celkových aktiv, když budou představovat více než polovinu celkové bilance. Dalšími významnými položkami by měly zůstat úvěry a pohledávky za bankami a dluhové cenné papíry, které by dle naší projekce měly být nejrychleji rostoucí položkou aktiv banky.

Bilanční suma podle naší projekce poroste v průměru o 4,7 % ročně.



Pasiva

Závazky vůči klientům (depozita) zůstanou klíčovou položkou pasiv a měly by v průměru růst o 5,5 % ročně.



Jelikož projektujeme podobné tempo růstu úvěrů a vkladů, poměr úvěrů k vkladům by se měl v následujících letech pohybovat kolem 72 %.

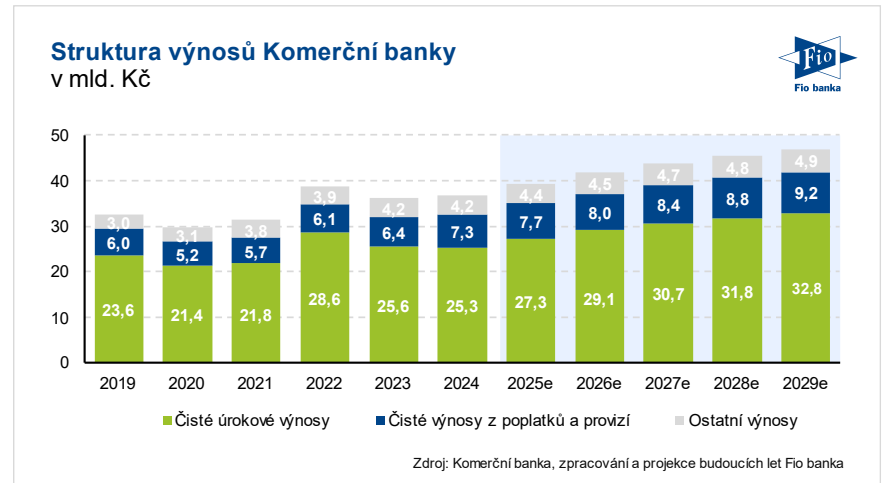
Poměr úvěrů k vkladům	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
	78,8%	75,0%	75,7%	82,2%	73,9%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,3%	71,9%

Zdroj: Komerční banka, projekce: Fio banka

Výnosy

V našem modelu projektujeme, že čisté úrokové výnosy v budoucích letech porostou v průměru o 5,3 % ročně. Růst by měl být tažen jednak vyšším objemem úvěrového portfolia a dluhopisů a také vyšší čistou úrokovou marží. Výnosy z poplatků a provizí by měly nadále pokračovat v dobrém tempu z minulých let, když by měly být mimo jiné taženy poplatky a provizemi z křížového prodeje produktů třetích stran (investiční produkty, pojištění). Celkové výnosy tak dle naší projekce porostou ročním tempem 5 %.

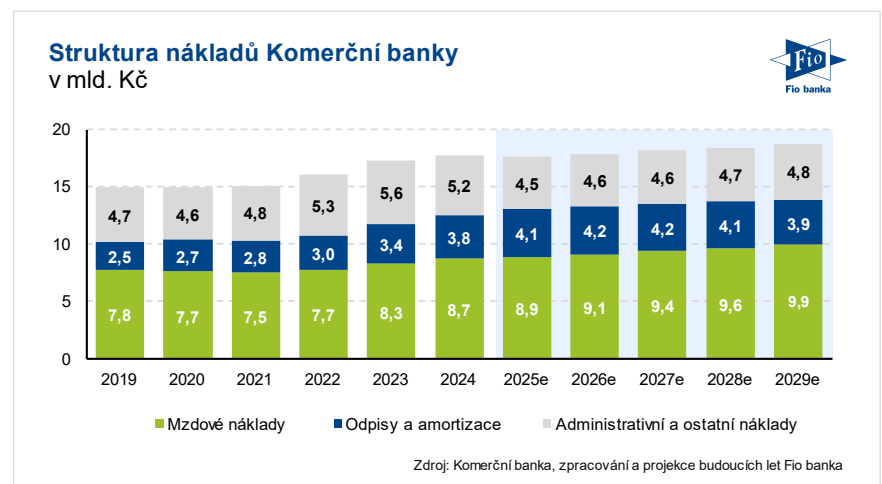
Projektujeme, že celkové výnosy v následujících letech meziročně porostou v průměru o 5 %.



Náklady

Projektujeme, že provozní náklady do roku 2029 porostou pouze mírným tempem, a to v průměru o 1,1 % ročně. Tlak na růst mezd by měl být kompenzován nižším počtem zaměstnanců. Dále by Komerční banka měla těžit z rozvoje nové digitální infrastruktury, zjednodušení procesů a optimalizace distribuční sítě v souvislosti s dokončením přechodu na „novou éru bankovníctví“. V následujících letech se očekávají také nižší odvody do regulatorních fondů.

Provozní náklady by v následujících letech měly růst pouze mírným tempem.



Poměr provozních nákladů k výnosům

Díky výrazně rychlejšímu odhadovanému růstu provozních výnosů než nákladů, by se měl poměr nákladů k výnosům v následujících letech postupně snižovat až k hranici 40 %.

Poměr provozních nákladů k výnosům by měl v následujících letech postupně klesat.

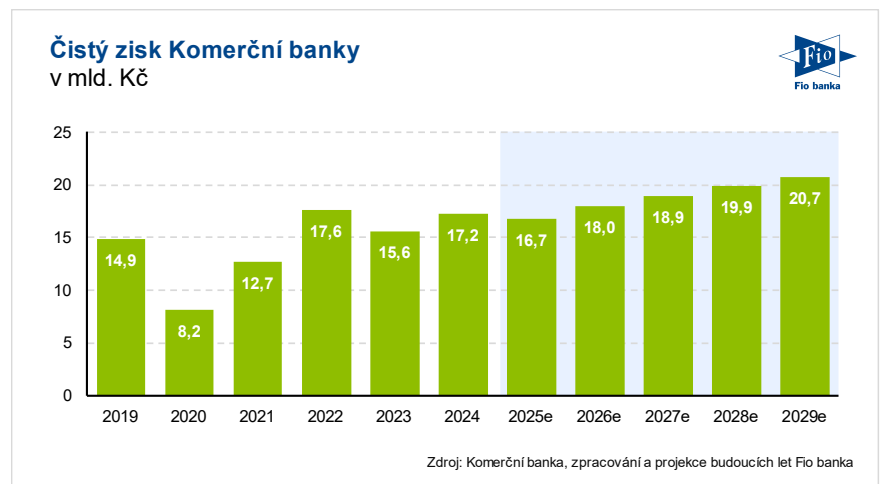
Poměr provozních nákladů k výnosům	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
	45,8%	50,5%	48,2%	41,5%	47,8%	48,2%	44,7%	42,9%	41,5%	40,5%	39,9%

Zdroj: Komerční banka, projekce: Fio banka

Čistý zisk

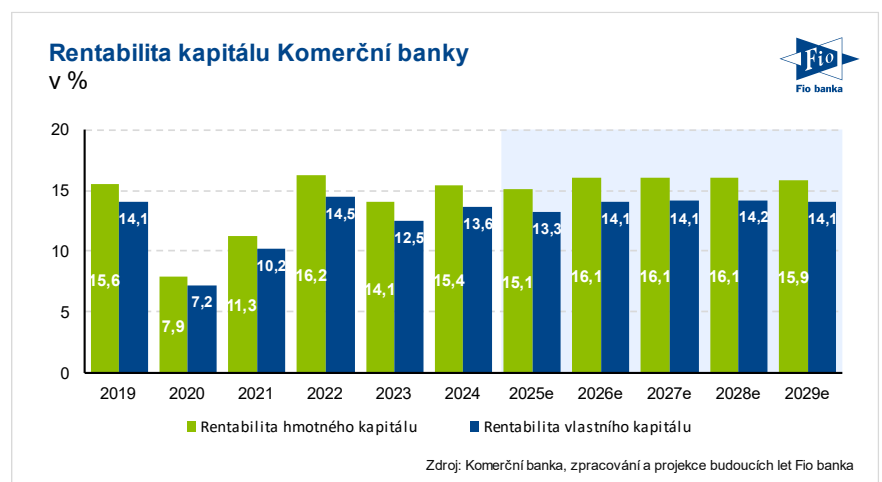
V naší projekci předpokládáme mírný meziroční pokles čistého zisku v porovnání s rokem 2024, který byl významně ovlivněn prodejem budovy na Václavském náměstí. Od roku 2026 projektujeme postupný meziroční růst čistého zisku, který by na konci našeho sledovaného období měl překročit hranici 20 mld. Kč.

Odhadujeme, že čistý zisk Komerční banky v následujících letech postupně poroste až k hranici 20 mld. Kč.



Rentabilita kapitálu

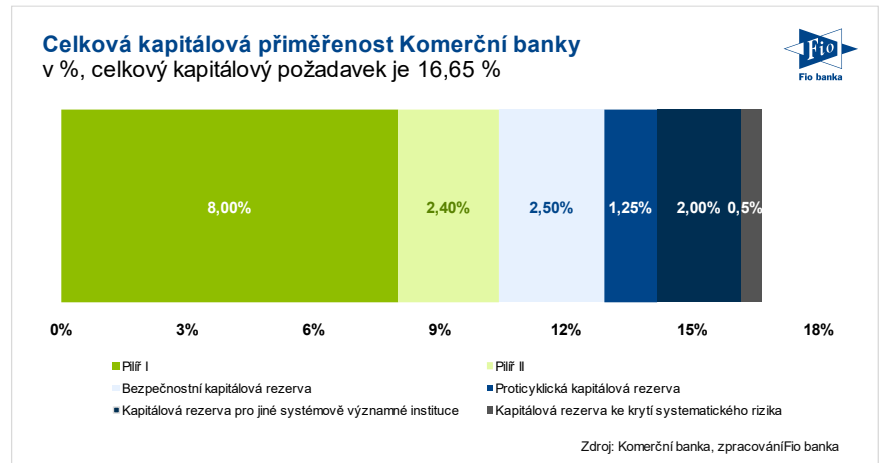
Komerční banka dlouhodobě (až na covidový rok 2020) dosahuje dvouciferné návratnosti vlastního kapitálu. Očekáváme, že v následujících letech se návratnost vlastního kapitálu bude pohybovat kolem 14 % a návratnost vlastního hmotného kapitálu kolem 16 %.



Kapitálová přiměřenost

V projekci nepředpokládáme navýšení kapitálového požadavku (aktuálně 16,65 %) v budoucích letech ze strany regulátora.

Komerční banka má silnou kapitálovou pozici.



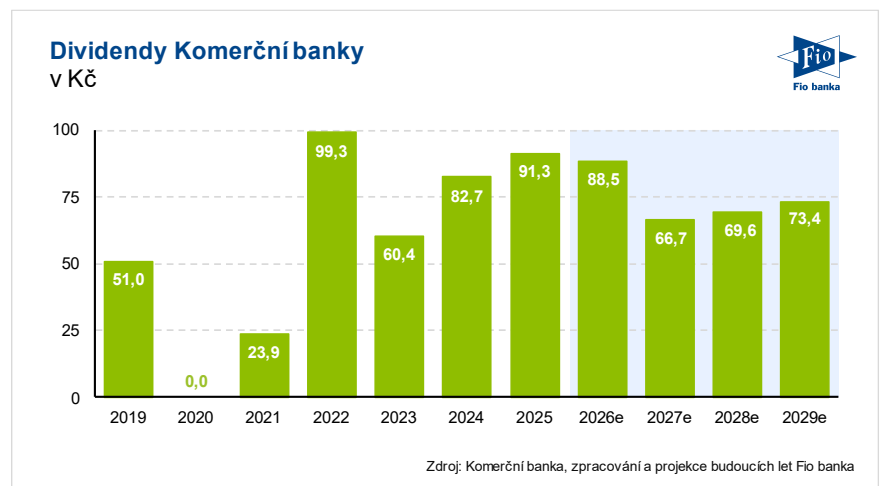
Celková kapitálová přiměřenost by se dle naší projekce měla v následujících letech pohybovat kolem 18 %. Komerční banka by si tak v následujících letech měla držet kapitálovou rezervu nad regulatorním požadavkem kolem 150 bazických bodů.

Celková kapitálová přiměřenost	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
	19,7%	22,3%	21,3%	19,5%	18,8%	18,8%	18,5%	18,0%	18,2%	18,2%	18,1%

Dividenda

Díky velmi silné kapitálové pozici je Komerční banka schopna vyplácet velkou část zisku svým akcionářům ve formě dividendy. Pro rok 2026 počítáme s výplatním poměrem 100 % (jak indikoval management). V následujících letech pak předpokládáme výplatní poměr 70 %, tedy horní hranici dlouhodobé dividendové politiky managementu vyplácet 60-70 % z čistého zisku. Odhadujeme tak, že se dividendy v letech 2027-2029 bude pohybovat kolem 70 Kč na akcii.

V budoucích letech očekáváme návrat k nižšímu výplatnímu poměru a dividendu kolem 70 Kč.



Sektorové srovnání

Hospodaření Komerční banky jsme srovnali se skupinou bank působících ve střední a východní Evropě. Sledované banky v posledních 10 letech dosahovaly velmi rozdílné návratnosti vlastního kapitálu (ROE). Průměrná návratnost vlastního kapitálu této skupiny bank za období 2015-2024 byla 12 %, zatímco Komerční banka dosahovala návratnosti 12,9 %.

Komerční banka dosahuje dlouhodobě velmi dobré návratnosti kapitálu.

ROE (v %)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Komerční banka	12,2	13,4	15,1	15,1	14,5	7,4	10,7	14,4	12,7	13,7
Moneta Money Bank	12,8	14,7	14,8	16,5	16,2	10,1	14,1	17,1	16,4	18,1
Erste Group	9,3	10,9	10,1	13,1	10,0	4,7	11,7	12,6	15,9	15,1
Raiffeisen Bank	4,8	5,6	11,8	11,8	10,4	6,2	10,4	24,5	13,8	6,1
PKO Bank	9,0	9,1	9,0	9,9	10,0	n/a	12,6	9,0	13,6	19,1
Bank Pekao	9,7	9,8	10,7	9,9	9,4	4,5	8,8	7,4	25,0	20,5
Bank Handlowy	8,8	8,8	7,8	9,1	6,8	2,4	9,6	20,1	25,5	18,0
Santander Bank Polska	13,0	11,1	10,6	10,1	8,5	4,0	4,2	10,7	16,5	16,2
Alior Bank	9,5	11,9	7,3	10,8	3,8	n/a	7,7	11,3	26,3	23,9
mBank	11,2	9,7	8,0	8,8	6,5	0,6	n/a	n/a	0,2	14,2
OTP Bank	5,1	15,3	18,4	18,4	20,1	10,6	16,4	10,6	26,7	23,3

Zdroj: Bloomberg, zpracování Fio banka

Stejný vývoj byl patrný u návratnosti celkových aktiv (ROA). Průměrná rentabilita aktiv Komerční banky za poslední dekádu mírně předčila průměrnou rentabilitu sledovaných bank (1,3 % vs. 1,2 %).

ROA (v %)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Komerční banka	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4	0,7	1,1	1,4	1,1	1,1
Moneta Money Bank	3,2	2,8	2,2	2,1	1,9	1,0	1,2	1,4	1,2	1,2
Erste Group	0,5	0,6	0,6	0,8	0,6	0,3	0,7	0,7	0,9	0,9
Raiffeisen Bank	0,3	0,4	0,9	0,9	0,8	0,5	0,8	1,8	1,2	0,6
PKO Bank	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	n/a	1,2	0,8	1,2	1,8
Bank Pekao	1,4	1,3	1,4	1,2	1,1	0,5	0,9	0,6	2,3	2,0
Bank Handlowy	1,3	1,3	1,2	1,4	0,9	0,3	1,2	2,3	3,2	2,4
Santander Bank Polska	1,7	1,5	1,5	1,3	1,0	0,5	0,5	1,1	1,8	1,8
Alior Bank	0,9	1,1	0,7	1,0	0,3	n/a	0,6	0,8	2,3	2,7
mBank	1,1	0,9	0,8	0,9	0,7	0,1	n/a	n/a	0,0	0,9
OTP Bank	0,6	1,8	2,3	2,3	2,4	1,2	1,8	1,1	2,7	2,6

Zdroj: Bloomberg, zpracování Fio banka

V porovnání se sledovanou skupinou bank tak Komerční banka efektivněji nakládá se svým kapitálem a aktivy. Z tohoto důvodu se domníváme, že si zaslouží mírně nadprůměrné ocenění oproti sledované skupině bank. Aktuální tržní prémie vůči sledované skupině bank je tak z našeho pohledu opodstatněná (P/BV 1,5 vs. 1,4 a P/E 11,2 vs. 8,5).

	Celková kapitálová průměrnost 2024	Poměr nákladů k výnosům 2024	P/BV 2024	P/E 2024
Komerční banka	18,8%	46,0%	1,5	11,2
Moneta Money Bank	18,3%	42,1%	2,1	11,6
Erste Group	19,5%	49,2%	1,1	7,7
Raiffeisen Bank	21,5%	38,9%	0,4	6,4
PKO Bank	18,6%	49,6%	1,6	8,8
Bank Pekao	16,1%	42,4%	1,2	6,2
Bank Handlowy	21,2%	44,0%	1,4	7,6
Santander Bank Polska	17,7%	34,4%	1,6	9,9
Alior Bank	18,3%	30,5%	1,2	5,3
mBank	15,9%	58,8%	1,7	13,3
OTP Bank	20,3%	45,8%	1,2	5,9

Zdroj: 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 dividend v letech 2025-2029, které vychází z vlastní projekce hospodaření.

Druhá fáze modelu kalkuluje terminální hodnotu společnosti, která vychází z implikované hodnoty P/BV dle vzorců

$$P = BV \times P/BV \text{ a } P/BV = (ROE-g)/(k-g),$$

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).

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 a rizikové prémie, zohledňující akciovou rizikovou přírážku USA a České republiky. Riziková prémie je upravena koeficientem beta, měřítkem volatility a systematického rizika.

Při stanovení bezrizikové výnosové míry jsme vycházeli z výnosů 10letých státních dluhopisů České republiky. Zdrojem pro rizikovou přírážku České republiky byly data valuačního experta, profesora Aswatha Damodarana.

Pro výpočet terminální hodnoty jsme použili rentabilitu kapitálu ve výši 12,25 %, nižší než námi kalkulovaná návratnost ve sledovaných letech 2025-2029. Aplikujeme tak zde konzervativnější výhled do budoucnosti po roce 2029. Pro dlouhodobou míru růstu jsme použili 2 %. Výslednou implikovanou hodnotou P/BV tak je hodnota 1,4.

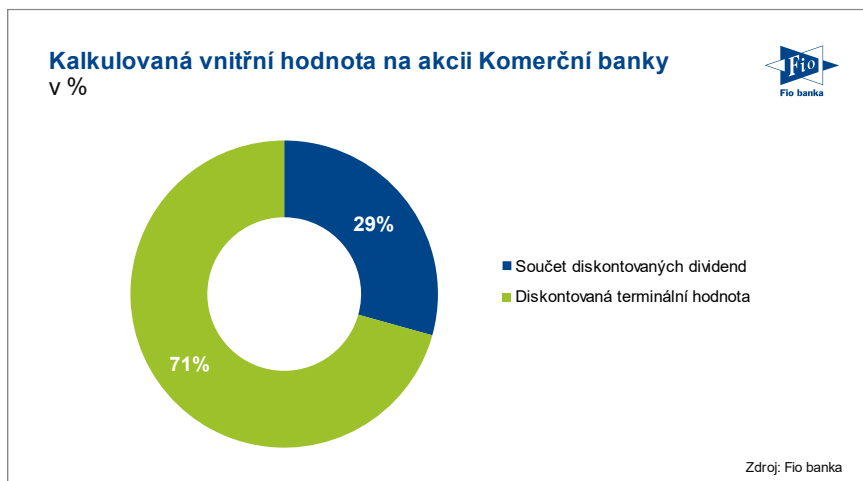
Na základě výše popsaného kalkulujeme vnitřní hodnotu akcií Komerční banky k datu **1. 4. 2025** na **1 056 Kč** na akcii. Vzhledem k aktuální tržní ceně vydáváme investiční doporučení na stupni **Držet**.

Naše cílová cena 1 056 Kč implikuje ocenění na úrovni 1,5násobku naší projektované účetní hodnoty na konci roku 2025 a 12násobek našeho odhadovaného čistého zisku na akcii za rok 2025. Vzhledem k projektované rostoucí účetní hodnotě a čistému zisku na akcii pak implikuje násobek 1,3 (P/BV) a 9,7 (P/E) pro náš finální sledovaný rok 2029.

Ocenění	2025	2026	2027	2028	2029
Bezriziková úroková míra (10letý státní dluhopis)	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Beta	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Akciová riziková prémie (Damodaran)	4,61%	4,61%	4,61%	4,61%	4,61%
Riziková prémie ČR (Damodaran)	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%
Diskontní míra (náklady vlastního kapitálu)	9,7%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Diskontní faktor	0,93	0,85	0,78	0,72	0,66
Očekávané dividendy	17 244	16 722	12 587	13 223	13 940
Diskontované očekávané dividendy	16 089	14 290	9 852	9 480	9 153
Součet diskontovaných dividend					58 866
Kalkulace terminální hodnoty					
ROE (rentabilita vlastního kapitálu)					12,25%
Náklady vlastního kapitálu					9,2%
Očekávaná dlouhodobá míra růstu					2,00%
Hodnota vlastního kapitálu (na konci projekce)					151 313
Implikovaná hodnota P/BV					1,4
Kalkulovaná terminální hodnota					215 997
Diskontovaná terminální hodnota					141 831
Ocenění společnosti (v mil. Kč)					200 697
Počet akcií v oběhu (v mil.)					190
Cena na akcii (Kč)					1 056

Analýza citlivosti ocenění

Kalkulace vnitřní hodnoty akcie Komerční banky je 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.



Oceňujeme Komerční banku na 1 056 Kč na akcii.

Citlivostní analýza

		Rentabilita kapitálu				
		11,25%	11,75%	12,25%	12,75%	13,25%
Náklady kapitálu	8,2%	1 092	1 135	1 177	1 219	1 262
	8,7%	1 034	1 073	1 112	1 151	1 190
	9,2%	983	1 020	1 056	1 093	1 129
	9,7%	940	974	1 008	1 042	1 076
	10,2%	901	933	965	997	1 029

		Tempo dlouhodobého růstu				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Náklady kapitálu	8,2%	1 129	1 151	1 177	1 207	1 244
	8,7%	1 076	1 093	1 112	1 135	1 161
	9,2%	1 029	1 042	1 056	1 073	1 092
	9,7%	988	997	1 008	1 020	1 034
	10,2%	951	957	965	974	983

Příloha
Hlavní položky rozvahy a výsledovky

	mil. Kč	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Výkaz zisků a ztrát	Čisté úrokové výnosy	23 591	21 360	21 795	28 632	25 595	25 278	27 290	29 111	30 661	31 850	32 752
	Čisté výnosy z poplatků a provizí	5 983	5 210	5 713	6 121	6 414	7 291	7 656	8 038	8 400	8 778	9 173
	Ostatní výnosy	3 001	3 096	3 839	3 878	4 190	4 220	4 360	4 520	4 669	4 797	4 929
	Celkové provozní výnosy	32 573	29 663	31 347	38 632	36 200	36 786	39 306	41 669	43 730	45 425	46 854
	Celkové provozní náklady	14 932	14 994	15 099	16 014	17 321	17 725	17 589	17 872	18 157	18 388	18 676
	Provozní zisk	17 641	14 669	16 247	22 618	18 879	19 062	21 717	23 797	25 573	27 037	28 178
	Náklady na riziko	(572)	4 578	731	1 181	14	994	1 315	1 849	2 439	2 567	2 695
	Čistý zisk	14 900	8 157	12 729	17 620	15 613	17 244	16 722	17 982	18 890	19 914	20 734
	Zisk na akcii (Kč)	78,90	43,19	67,40	93,30	82,67	91,31	88,01	94,64	99,42	104,81	109,13
Rozvaha	Pokladni hotovost a vklady u centrální banky	17 744	23 547	29 947	14 190	12 835	72 956	73 796	74 920	72 395	76 001	79 907
	Úvěry a pohledávky za bankami	244 561	262 606	257 196	233 398	411 644	335 834	322 401	312 729	314 292	312 721	315 848
	Úvěry a pohledávky za klienty	647 259	679 956	724 587	781 463	833 542	853 022	899 938	949 435	1 001 654	1 051 736	1 104 323
	Dluhové cenné papíry	71 581	92 839	114 078	139 276	152 238	182 874	214 877	247 108	276 762	309 973	340 970
	Ostatní aktiva	96 190	108 183	119 326	136 977	106 045	91 314	91 962	92 331	92 688	93 055	92 501
	Celková aktiva	1 077 335	1 167 131	1 245 134	1 305 304	1 516 304	1 536 000	1 602 974	1 676 522	1 757 790	1 843 486	1 933 550
	Závazky vůči bankám	93 581	86 572	83 372	85 176	105 694	91 574	94 321	97 151	100 065	103 067	106 159
	Závazky vůči klientům	821 506	906 217	956 929	950 692	1 127 228	1 174 525	1 239 124	1 307 276	1 379 176	1 455 031	1 535 057
	Ostatní závazky	51 067	54 655	74 779	106 066	90 538	74 149	74 149	75 306	75 306	75 305	75 305
	Podřízené závazky	2 546	2 629	2 490	38 694	64 560	65 715	65 715	65 715	65 715	65 715	65 715
	Vlastní kapitál	108 635	117 058	127 564	124 676	128 284	130 037	129 665	131 075	137 528	144 368	151 313

Karel Nedvěd

Fio banka, a.s.

Analytik

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 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 zájmům 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 podílu 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