

1.7.2009

Komerční banka
bankovnictví

Nové doporučení: DRŽET (HOLD)
Předchozí doporučení: KOUPIT (BUY)

Cílová cena CZK: 2 900 CZK
Předchozí cílová cena CZK: 3 639 CZK

Aktuální tržní cena: 2 560 CZK

Vývoj akcií KB za posledních 12 měsíců



Zdroj: Bloomberg

Základní informace

Data ke dni: 30.6.2009
Cena akcie: 2 560 CZK
Počet vydaných akcií: 38,0 mil. ks
Tržní kapitalizace: mld. 98,8 mld. CZK
Tržní kapitalizace: 3,8 mld. EUR
52-week max: 4 205 CZK
52-week min: 1 520 CZK
Průměrný denní objem ve SPAD: 320 mil. CZK
Nejbližší hospodářské výsledky: 5.8.2009

Sídlo firmy:
Na Příkopě 33
114 07 Praha 1
Česká republika

Struktura akcionářů:
Société Générale (60,4%)
Free Float (39,6%)

website: www.kb.cz

ISIN: CZ0008019106
WKN: 888040
Bloomberg: KOMB CP
Reuters: BKOMsp.PR

| (v mil. CZK) | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Čisté provozní výnosy | 29 665 | 33 714 | 32 771 | 32 686 | 34 042 |
| Zisk před zdaněním | 14 328 | 16 257 | 11 432 | 11 004 | 14 866 |
| Čistý zisk | 11 188 | 13 161 | 9 304 | 8 978 | 12 129 |
| Zisk na akcii (EPS) | 294 | 346 | 245 | 236 | 319 |
| Dividenda na akcii (DPS) | 180 | 180 | 122 | 130 | 191 |
| Dividendový výnos | 6,8% | 6,8% | 4,6% | 4,9% | 7,3% |
| ROaE | 22,5% | 23,6% | 15,2% | 14,3% | 18,1% |
| ROaA | 1,78% | 1,93% | 1,38% | 1,36% | 1,78% |
| Cost-Income-Ratio | 45,7% | 43,0% | 44,1% | 43,8% | 43,5% |
| P/BV (x) | 2,0 | 1,6 | 1,7 | 1,6 | 1,4 |
| P/E (x) | 9,0 | 7,6 | 10,8 | 11,2 | 8,3 |

Zdroj: KB, CYRRUS, a.s.

- Od vydání posledního reportu ke Komerční bance (leden 2009) se ve střední Evropě naplno rozšířila hospodářská recese. Česká ekonomika se v 1Q2009 propadla o 3,4% a stejné meziroční tempo očekáváme i pro celý letošní rok. Míra nezaměstnanosti letos zřejmě vzroste na 8,6% a v příštím roce překročí 9% hranici. To bude mít své důsledky v bankovním sektoru, kde lze očekávat postupný nárůst podílu nesplácených úvěrů na celkových úvěrech a pokles dynamiky výnosů spojený s ochabnutím úvěrového trhu a nižší ekonomickou aktivitou.
- Komerční banka díky svému zaměření na korporátní sektor prozatím pocítla recesi především v oslabení aktivity v zahraničním obchodě a s ním spojený pokles poplatků z transakcí a v nárůstu nákladů rizika u několika velkých korporátních klientů. Předpokládáme, že v následujících čtvrtletích náklady rizika dále porostou (s určitým zpožděním za vývojem ekonomiky) s kulminací u spotřebitelských úvěrů až v roce 2011. Očekáváme, že procento úvěrů v selhání k celkovým úvěrům vzroste u KB nad 10% ze 4,8% v roce 2008, což bude mírně nad průměrem českého bankovního sektoru (zde očekáváme 9,2% v roce 2011).
- Čistý zisk Komerční banky by letos podle naší projekce měl ve srovnání s rokem 2008 klesnout o 29% na 9,3 mld. Kč, především vlivem výše zmíněných rostoucích nákladů rizika. Rentabilita vlastního kapitálu se však i přesto udrží bezpečně nad náklady kapitálu (letos očekáváme ROE 15,2%). Mírně horší budou hospodářské výsledky v roce 2010, kdy se bude projevat další oslabení na úrovni výnosů a tvorba opravných položek na úvěry dosáhne vrcholu. Na úroveň čistého zisku 2008 by se potom KB měla dostat v roce 2012.
- Pro ocenění akcií KB jsme použili tradiční dividendový diskontní model (DDM). V něm jsme kromě aktualizované projekce účetních výkazů zvýšili požadovanou míru výnosnosti na 11,3% a prodloužili první fázi modelu do roku 2014. **Model indikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu akcií Komerční banky 2 900 CZK.** Tato cena převyšuje aktuální tržní cenu akcií KB o 13%. Vzhledem k tomu, že rizikovost bankovního sektoru stále považujeme za nadprůměrnou, tento růstový potenciál nepovažujeme za dostatečný pro ponechání investičního doporučení na stupni „koupit“. **Proto snižujeme naše investiční doporučení pro akcie Komerční banky na stupeň „držet“.**

MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A ČESKÝ BANKOVNÍ TRH

Od našeho posledního reportu ke Komerční bance (leden 2009) se globální ekonomická situace dále výrazně zhoršila. Zatímco v lednové projekci jsme počítali stále ještě s růstem české ekonomiky za rok 2009 (+0,8%), nyní je evidentní, že i česká ekonomika letos propadne do červených čísel a to poměrně výrazně (viz tabulka níže). V souvislosti s očekávaným cca 3% poklesem české ekonomiky v letošním roce a pouze mírným oživením v roce 2010 by měla v průběhu následujících měsíců i nadále růst míra nezaměstnanosti. Její vrchol jsme v původní prognóze viděli mírně nad 8% hranicí, nyní očekáváme, že míra nezaměstnanosti překročí 9% a v případě horšího scénáře vývoje ekonomiky (tzn. pokud ekonomika v roce 2010 neožije) nelze vyloučit ani nárůst nezaměstnanosti k 10% hranici.

Změna projekce makroekonomických veličin pro Českou republiku

| | Původní projekce (leden 2009) | | | Nová projekce (červenec 2009) | | |
|----------------------------|-------------------------------|-------|-------|-------------------------------|-------|-------|
| | 2008 | 2009E | 2010E | 2008 | 2009E | 2010E |
| Růst HDP | 3,2% | 0,8% | 1,6% | 3,2% | -3,4% | 0,8% |
| Míra nezaměstnanosti | 5,5% | 7,9% | 8,3% | 5,5% | 8,6% | 9,3% |
| Index spotřebitelských cen | 6,3% | 1,8% | 2,0% | 6,3% | 1,4% | 0,9% |
| 2W repo sazba | 2,5% | 1,8% | 2,0% | 2,5% | 1,3% | 1,8% |
| 3M PRIBOR | 3,9% | 2,7% | 2,7% | 3,9% | 2,2% | 2,3% |

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 1: Změna projekce makroekonomických veličin pro Českou republiku

Nepříznivé makroekonomické podmínky se pochopitelně odrážejí ve vývoji bankovního trhu v ČR. Na straně jedné prudce klesla dynamika růstu úvěrů, na straně druhé roste podíl problémových půjček. Zatímco v roce 2008 činily úvěry se selháním (NPL, tj. nestandardní, pochybné a ztrátové úvěry) 3,2% celkového objemu úvěrů, postupně by tento podíl měl podle naší projekce narůst až na 9,2% v roce 2011. Poslední známá data pro český trh, tedy ta za 1Q2009, ukazují nárůst podílu NPL na 3,8%, na konci roku očekáváme 5,4%. Naopak podíl standardních úvěrů by letos měl poklesnout pod 90% (v 1Q2009 91,8%) a dosáhnout svého dna v roce 2011 na úrovni cca 85%.

Očekávaný vývoj českého úvěrového trhu

| (v mil. Kč) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Celkový objem úvěrů | 1 413 084 | 1 783 988 | 2 075 688 | 2 099 344 | 2 173 934 | 2 217 229 |
| z toho standardní | 1 271 080 | 1 675 177 | 1 924 443 | 1 885 954 | 1 867 095 | 1 885 766 |
| % standardních | 90,0% | 93,9% | 92,7% | 89,8% | 85,9% | 85,1% |
| z toho NPL* | 50 313 | 47 265 | 67 077 | 112 387 | 185 637 | 204 200 |
| % NPL | 3,6% | 2,6% | 3,2% | 5,4% | 8,5% | 9,2% |
| z toho ztrátové | 23 870 | 23 377 | 34 218 | 58 171 | 98 890 | 108 779 |
| % ztrátových | 1,7% | 1,3% | 1,6% | 2,8% | 4,5% | 4,9% |
| Opravné položky na NPL | 32 888 | 36 110 | 46 590 | 70 804 | 111 382 | 122 520 |
| Krytí OP/NPL | 65% | 76% | 69% | 63% | 60% | 60% |
| Tvorba nových OP | 2 510 | 3 221 | 10 481 | 24 214 | 40 578 | 11 138 |

* NPL = Non-performing loans = nevykonné úvěry = úvěry se selháním

ZDROJ: ČNB, CYRRUS, a.s.

Obr. 2: Očekávaný vývoj českého úvěrového trhu

Z tabulky výše je patrné, že očekáváme poměrně výrazné zpoždění nárůstu NPL za ekonomickým cyklem, především díky segmentu úvěrů domácnostem, kde se teprve s odstupem bude projevovat nárůst míry nezaměstnanosti. Očekáváme, že české banky vytvoří opravné položky na špatné úvěry ve výši 24 mld. Kč v letošním roce a 41 mld. Kč v roce 2010. Podíl krytí úvěrů v selhání opravnými položkami by měl klesnout z 69% v roce 2008 na 60% v roce 2010 resp. 2011.

ÚVĚROVÉ PORTFOLIO KOMERČNÍ BANKY

Komerční banka se sice v posledních letech snaží posílit své retailové aktivity, přesto ji stále můžeme považovat za banku zaměřenou především na korporátní klientelu. Za poslední dva roky došlo ve struktuře úvěrového portfolia KB pouze k mírnému posunu směrem k retailu. Jak ukazuje následující tabulka, podíl úvěrů podnikům poklesl mezi koncem roku 2006 a 1Q2009 z 60,1% na 55,7% (především zásluhou poklesu podílu úvěrů velkým podnikům z 55% na 49%), zatímco podíl spotřebitelských úvěrů i úvěrů na bydlení vzrostl. Jak ukazuje poslední sloupec tabulky, tato změna je důsledkem rozdílného tempa růstu objemu úvěrů v jednotlivých segmentech trhu: zatímco úvěry podnikům rostly za poslední dva roky průměrným ročním tempem 15,5%, spotřebitelské úvěry 22,8% a úvěry na bydlení 26,1% (stejné tempo růstu u hypotečních úvěrů i úvěrů ze stavebního spoření).

Struktura úvěrového portfolia KB a tempo růstu

| | 2006 | 1H2007 | 2007 | 1H2008 | 2008 | 1Q2009 | CAGR 2006-2008 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Korporátní úvěry | 60,1% | 59,8% | 56,7% | 57,6% | 55,9% | 55,7% | 15,5% |
| Spotřebitelské úvěry | 7,3% | 7,4% | 7,8% | 7,8% | 7,7% | 7,7% | 22,8% |
| Hypotéky | 21,8% | 22,8% | 23,8% | 23,5% | 24,2% | 24,4% | 26,1% |
| Úvěry ze staveb. spoření | 9,5% | 9,8% | 10,5% | 10,2% | 10,5% | 10,7% | 26,1% |
| Úvěry celkem | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 19,8% |

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

Obr. 3: Struktura úvěrového portfolia KB

Odlišná struktura úvěrového portfolia Komerční banky ve srovnání s bankovním trhem v ČR jako celkem se odráží a především bude odrážet i ve výši a časovém rozložení nákladů rizika. Na straně jedné již došlo k poměrně značnému nárůstu rizika v 4Q2008 resp. 1Q2009, když během těchto dvou kvartálů vytvořila KB opravné položky ve výši 2,9 mld. Kč, což znamená 316% meziroční nárůst. Čistá tvorba opravných položek se přitom z velké části rekrutuje ze segmentu korporátních úvěrů, konkrétně souvisí s několika málo velkými podnikovými dlužníky včetně například Moravia Energo.

Očekávaný vývoj úvěrového portfolia Komerční banky

| (v mil. Kč) | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Celkový objem úvěrů | 314 564 | 376 067 | 391 110 | 406 754 | 433 193 |
| z toho standardní | 288 010 | 341 236 | 343 195 | 346 874 | 367 377 |
| % standardních | 91,6% | 90,7% | 87,7% | 85,3% | 84,8% |
| z toho NPL* | 12 782 | 18 139 | 29 961 | 40 880 | 45 275 |
| % NPL | 4,1% | 4,8% | 7,7% | 10,1% | 10,5% |
| Opravné položky na NPL | 9 626 | 12 027 | 18 715 | 25 873 | 30 049 |
| Krytí OP/NPL | 75% | 66% | 62% | 63% | 66% |
| Tvorba nových OP | 1 364 | 2 970 | 6 688 | 7 158 | 4 175 |
| Náklady rizika | 0,43% | 0,79% | 1,71% | 1,76% | 0,96% |

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

Obr. 4: Očekávaný vývoj úvěrového portfolia Komerční banky

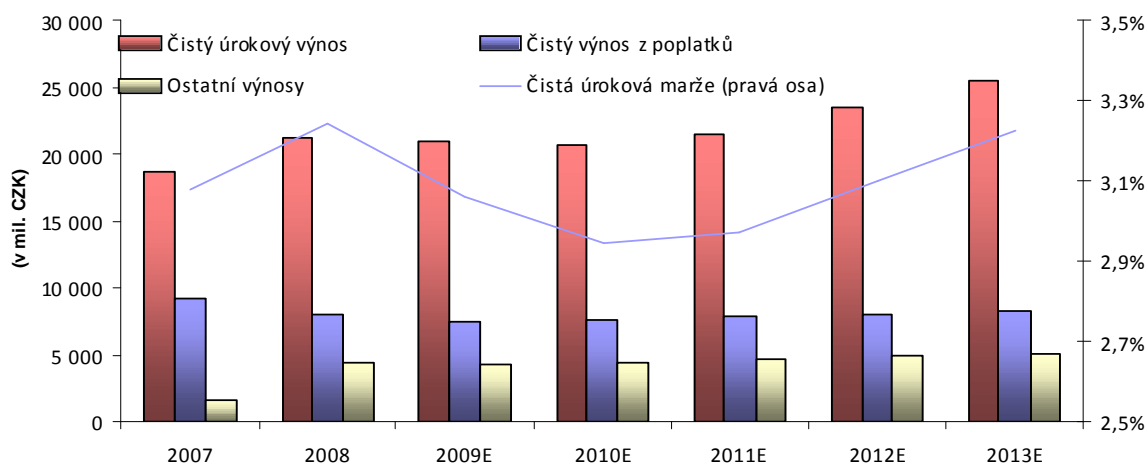
Naopak, jak ukázaly hospodářské výsledky KB za 1Q2009, k celková výši vytvořených opravných položek přispěly mnohem menší měrou ostatní úvěrové segmenty. Zde se pozitivně projevuje relativně značný podíl úvěrů na bydlení v portfoliu KB (celkem cca 35%), u nichž špatné úvěry rostou nižším tempem a navíc s větším zpožděním za ekonomickým cyklem než u spotřebitelských úvěrů, jejichž podíl na celkovém úvěrovém portfoliu dosahuje pouze 7,7%. Tento fakt by měl zajistit, že náklady rizika by u KB neměly celkově převýšit náklady rizika, které očekáváme u celého českého bankovního trhu. Rozdíl by nicméně měl být v časovém rozložení nákladů rizika s dřívější kulminací u KB než u celkového trhu ČR díky korporátním úvěrům.

Pro letošní rok očekáváme, že Komerční banka vytvoří (čisté) opravné položky ve výši 6,7 mld. Kč (náklady rizika 170 bazických bodů), v roce 2010 potom budou kulminovat ve výši 7,2 mld. Kč (177 bp). Tento předpoklad je založen na očekávaném nárůstu podílu úvěrů se selháním (LUSR) z 4,9% ke konci roku 2008 na 7,7% v letošním roce a 10,1% v roce 2010. Dále předpokládáme, že krytí těchto LUSR opravnými položkami klesne z loňských 66% na 62% v roce 2009 resp. 63% v roce 2010.

PROVOZNÍ HOSPODAŘENÍ

Ekonomický útlum se projevuje ve výnosech Komerční banky, v úrokových výnosech zatím jen částečně, ztlačnější je dopad ve výnosech z poplatků. U kategorie čistých výnosů z úroků došlo v 1Q2009 k meziročnímu nárůstu o 6,8%, mezikvartálně nicméně již tyto výnosy poklesly o 4,5%. Začíná se projevovat určitý tlak na úrokové marže, především na straně depozit. Tento tlak podle našeho očekávání vydrží i po zbytek roku a částečně i v roce následujícím, počítáme proto s poklesem čisté úrokové marže z 3,24% v roce 2008 na 3,06% v letošním roce resp. 2,95% v roce 2010. Čistý úrokový výnos pro celý letošní rok predikujeme ve výši 21,0 mld. Kč (meziročně -1,4%), pro rok 2010 potom 20,7 mld. Kč.

Očekávaný vývoj provozních výnosů KB



ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

Obr. 5: Očekávaný vývoj provozních výnosů KB

U výnosů z poplatků a provizí došlo v 1Q2009 k poměrně výraznému propadu, konkrétně o 3% meziročně resp. o 5,3% mezikvartálně. Z hlediska jednotlivých kategorií poplatků se podle očekávání propadly především výnosy z transakcí (-12,4% q/q), tedy hlavní složka této kategorie výnosů. Za celý rok očekáváme, že čisté výnosy z poplatků z transakcí poklesnou o 13,5% y/y, celkově by se čisté výnosy z poplatků měly letos dostat na hodnotu 7,5 mld. Kč (meziročně o 6,9% méně), pro rok 2010 potom počítáme s mírným růstem na 7,62 mld. Kč. Na úroveň roku 2008 by se čisté poplatky měly dostat podle naší projekce opět v roce 2012.

Výnosy z poplatků a provizí

| | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Transaction fees | 3 704 | 3 976 | 3 439 | 3 506 | 3 646 | 3 792 |
| y/y | 5,7% | 7,3% | -13,5% | 1,9% | 4,0% | 4,0% |
| Cross-selling fees | 461 | 353 | 298 | 316 | 328 | 336 |
| y/y | 0,9% | -23,4% | -15,5% | 5,9% | 4,0% | 2,5% |
| Loan fees | 1 001 | 1 074 | 1 159 | 1 130 | 1 119 | 1 136 |
| y/y | 34,2% | 7,3% | 7,9% | -2,5% | -1,0% | 1,5% |
| Maintenance fees | 1 974 | 2 010 | 1 970 | 2 036 | 2 067 | 2 108 |
| y/y | 8,5% | 1,8% | -2,0% | 1,0% | 1,5% | 2,0% |
| Other fees | 617 | 637 | 629 | 634 | 641 | 650 |
| y/y | 4,6% | 3,2% | -1,3% | 0,9% | 1,0% | 1,5% |
| CELKEM POPLATKY A PROVIZE | 7 757 | 8 050 | 7 494 | 7 622 | 7 800 | 8 022 |
| y/y | 9,0% | 3,8% | -6,9% | 1,7% | 2,3% | 2,8% |

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

Obr. 6: Výnosy z poplatků a provizí

Pokles provozních výnosů a nárůst nákladů rizika lze částečně kompenzovat zvýšeným tlakem na úsporná opatření na straně provozních nákladů. Komerční banka v tomto směru v posledních letech patřila k bankám s nejnižší nákladovostí (měřenou poměrem provozních nákladů a výnosů, CIR). To na jedné straně svědčí o schopnosti banky efektivně kontrolovat náklady, na straně druhé to evokuje otázku, zda ještě má Komerční banka prostor pro další úsporná opatření a tedy pokles nákladů. V 1Q2009 dokázala meziročně snížit provozní náklady o 4,4% a dosáhnout velmi nízké hodnoty CIR 40,2% (pro srovnání, průměrná hodnota CIR za celý český bankovní sektor ke konci roku 2008 činila 44,6%). Komerční banka se zaměřila především na úspory v administrativních nákladech (meziročně -9%, mezikvartálně -20%).

Projekce provozních nákladů KB

| | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Personnel costs | 5 914 | 6 320 | 6 580 | 6 538 | 6 835 | 7 235 |
| y/y | 14,4% | 6,9% | 4,1% | -0,6% | 4,5% | 5,8% |
| General admin. expenses | 6 241 | 6 606 | 6 329 | 6 202 | 6 326 | 6 547 |
| y/y | 12,0% | 5,8% | -4,2% | -2,0% | 2,0% | 3,5% |
| Depreciation | 1 474 | 1 581 | 1 541 | 1 584 | 1 639 | 1 666 |
| y/y | -11,2% | 7,3% | -2,5% | 2,8% | 1,0% | 1,5% |
| CELKEM PROVOZNÍ NÁKLADY | 13 629 | 14 507 | 14 450 | 14 324 | 14 801 | 15 448 |
| y/y | 9,9% | 6,4% | -0,4% | -0,9% | 3,3% | 4,4% |
| Cost-Income-Ratio | 45,7% | 43,0% | 44,2% | 43,9% | 43,5% | 42,5% |

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

Obr. 7: Projekce provozních nákladů KB

Pro celý letošní rok očekáváme, že Komerční banka dokáže udržet provozní náklady pod úroveň loňského roku (viz tabulka výše). Hlavním zdrojem úspor by měly být všeobecné administrativní náklady, u nichž předpokládáme pokles o 4,2% y/y především kvůli omezeným marketingovým výdajům a výdajům na IT. Naopak u personálních nákladů očekáváme příznivý dopad úsporných opatření spíše až v roce 2010. V naší projekci přitom počítáme s 1% snížením počtu zaměstnanců a stagnací resp. pouze 0,5% růstem mzdových nákladů na zaměstnance. Poměr nákladů k výnosům CIR by tak letos měl dosáhnout 44,2% vs. 43,0% v roce 2008, jinými slovy pokles výnosů bude mít větší efekt než nákladové úspory. Pro rok 2010 potom očekáváme pokles CIR pod hranici 44%.

OCENĚNÍ AKCIÍ KOMERČNÍ BANKY

K valuaci akcií Komerční banky jsme stejně jako v předchozích analýzách použili dvoustupňový dividendový diskontní model (DDM). Ve srovnání s lednovou analýzou jsme prodloužili první fázi modelu (tedy explicitní projekci účetních výkazů a cash-flow) na 6 let (z původních 5 let) do roku 2014. Druhá fáze, pokračující hodnota (continuing value, CV), je následně odvozena od očekávaného dlouhodobého nominálního růstu a dlouhodobé rovnovážné hodnoty rentability vlastního kapitálu (ROE).

K ověření správnosti vypočtené férové hodnoty akcií Komerční banky a stanovení cílové ceny jsme model DDM doplnili verzí modelu free cash-flow to firm (FCFF), speciálně upraveného pro potřeby ocenění bankovní instituce. Vzhledem k současné turbulentní situaci na trhu následně uzavíráme ocenění akcií KB porovnáním multiplikátoru P/BV a rentability ROE s ostatními bankami v regionu a stanovením férového ocenění dle P/BV pomocí regresní analýzy.

Vstupní parametry diskontních modelů pro stanovení požadované míry výnosnosti (tj. nákladů kapitálu CoE resp. vážených nákladů kapitálu WACC) jsou uvedeny v následující tabulce:

| Parametry diskontního modelu | | |
|------------------------------|--------------|----------|
| | Actual | Previous |
| Risk-free rate | 5,2% | 4,4% |
| Equity premium | 6,1% | 5,2% |
| Beta | 1,08 | 1,05 |
| D/(D+E) | 0,1% | n. a. |
| E/(D+E) | 99,9% | n. a. |
| Effective tax rate | 18,0% | n. a. |
| After-tax cost of debt | 3,5% | n. a. |
| Cost of Equity | 11,3% | 9,9% |
| WACC | 11,3% | n. a. |

ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Obr. 8: Parametry diskontního modelu

Samotné ocenění akcií Komerční banky jsme tradičně provedli pomocí modelu diskontovaných dividend. První fáze modelu byla prodloužena do roku 2014, tedy na šest let. Během tohoto období očekáváme, že se dividendový výplatní poměr bude u KB držet v koridoru 50-60% s tím, že z letošního zisku očekáváme výplatní poměr na spodní hranici tohoto koridoru. Předpokládáme tedy, že Komerční banka kvůli současné ekonomické recesi a rostoucímu podílu nesplácených úvěrů vyplatí pouze 50% čistého zisku na dividendách v roce 2010. Postupně by se nicméně výplatní poměr měl opět dostávat na úroveň 60% obvyklých v letech před krizí.

| Očekávaný vývoj dividend Komerční banky | | | | | | | |
|---|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
| Čistý zisk | 13 161 | 9 304 | 8 978 | 12 129 | 14 357 | 16 923 | 18 118 |
| Dividendový výplatní poměr | 52,0% | 50,0% | 55,0% | 58,0% | 58,0% | 60,0% | 60,0% |
| Vyplacené dividendy | 6 844 | 4 652 | 4 938 | 7 277 | 7 896 | 10 154 | 10 871 |
| Dividenda na akcii (DPS) | 180 | 122 | 130 | 191 | 208 | 267 | 286 |
| Dividendový výnos | 6,8% | 4,6% | 4,9% | 7,3% | 7,9% | 10,1% | 10,8% |

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 9: Očekávaný vývoj dividend Komerční banky

Jak vyplývá z následující tabulky, současná hodnota dividend v rámci první fáze (2009-2014E) činí 26,7 mld. Kč, v přepočtu na jednu akcii potom 70,2 Kč (podíl první fáze na celkové férové ceně akcií KB činí 26,5%). Druhá fáze modelu, pokračující hodnota (continuing value, CV) je založena na předpokladu 2,5% dlouhodobého růstu a 17% dlouhodobě udržitelné (stabilní) výše rentability vlastního kapitálu (ROE). Tyto předpoklady implikují pokračující P/BV na úrovni 1,65x.

Pokračující hodnota druhé fáze po diskontování diskontní sazbou 11,3% (viz výše) vychází ve výši 77,6 mld. Kč, neboli 2 043 Kč na akcii. Spolu se současnou hodnotou první fáze se dostáváme na férovou hodnotu (fair value) akcií Komerční banky ve výši 2 745 Kč. Roční cílová cena akcií z modelu DDM vychází 2 900 Kč.

| Model diskontovaných dividend (DDM) | | | | | | | |
|-------------------------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e |
| Equity | 60 563 | 64 604 | 69 455 | 75 198 | 81 967 | 89 214 | 96 741 |
| Net Income | 9 304 | 8 978 | 12 129 | 14 357 | 16 923 | 18 118 | 18 815 |
| ROE | 15,2% | 14,3% | 18,1% | 19,9% | 21,5% | 21,2% | 20,2% |
| Dividends | 4 652 | 4 938 | 7 277 | 8 614 | 10 154 | 10 871 | 11 289 |
| DPS | 122,4 | 129,9 | 191,5 | 226,6 | 267,1 | 286,0 | 297,0 |
| DPS net | 104,0 | 110,4 | 162,7 | 192,6 | 227,1 | 243,1 | 252,5 |
| Discount rate | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% |
| Discounted dividends | 93,5 | 89,2 | 118,1 | 125,6 | 133,1 | 142,5 | 148,0 |
| LT Growth rate | 2,5% | | | | | | |
| ROE | 17,0% | | | | | | |
| Discount rate | 11,3% | | | | | | |
| Implied P/BV | 1,65 | | | | | | |
| BVPS | 2 347 | | | | | | |
| Continuing Value per share | 3 878 | | | | | | |
| Present value of CV per share | 2 043 | | | | | | |
| Present Value of DPS | 702 | | | | | | |
| TOTAL PRESENT VALUE | 2 745 | | | | | | |
| Target Price (CZK) | 2 900 | | | | | | |

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 10: Model diskontovaných dividend (DDM)

V následující tabulce doplňujeme závěry modelu diskontovaných dividend analýzou citlivosti modelu na změny vstupních parametrů. Vzhledem k relativně vysokému podílu druhé fáze na výsledné cílové ceně jsme citlivostní analýzu založili na různých úrovních dlouhodobé rentability vlastního kapitálu (continuing ROE) a různých nákladech vlastního kapitálu (Cost of Equity).

| Analýza citlivosti modelu DDM na změnu vstupních parametrů | | | | | | |
|--|-------|--------------|-------|--------------|-------|-------|
| | | Terminal ROE | | | | |
| | | 13,0% | 15,0% | 17,0% | 19,0% | 21,0% |
| Cost of equity | 10,3% | 2 604 | 2 958 | 3 313 | 3 668 | 4 022 |
| | 10,8% | 2 444 | 2 769 | 3 093 | 3 417 | 3 742 |
| | 11,3% | 2 304 | 2 602 | 2 900 | 3 197 | 3 495 |
| | 11,8% | 2 181 | 2 455 | 2 729 | 3 003 | 3 278 |
| | 12,3% | 2 071 | 2 324 | 2 578 | 2 831 | 3 084 |

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 11: Analýza citlivosti modelu DDM na změnu vstupních parametrů

Vzhledem k tomu, že Komerční banka na dividendách vyplácí pouze cca polovinu čistého zisku, pro kontrolu závěrů modelu DDM jsme zapojili další způsob výpočtu fair value pro finanční instituci a sice model diskontovaných volných peněžních toků pro firmu (FCFF) ve verzi upravené pro účely ocenění banky.

Model FCFF vychází se zisku před odpisy, opravnými položkami na úvěry a úrokem z permanentního dluhu po zdanění. Do permanentního dluhu přitom počítáme položky pasiv nesouvisející s pracovním kapitálem, tj. určené pro dlouhodobé financování aktiv banky. Z formálního hlediska zde de facto patří především položky zahrnované do tier 2 kapitálu (např. podřízený dluh). Jako diskontní sazba jsou použity vážené průměrné náklady kapitálu WACC. Vzhledem k tomu, že podíl permanentního dluhu je u KB zanedbatelný (0,01%), WACC se prakticky rovnají nákladům vlastního kapitálu zjištěným výše, tj. 11,3%.

| Model diskontovaných peněžních toků FCFF | | | | | | | |
|--|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e |
| Net income | 9 374 | 9 023 | 12 190 | 14 429 | 17 008 | 18 209 | 18 910 |
| plus Depreciaton | 1 633 | 1 669 | 1 740 | 1 824 | 1 905 | 1 991 | 2 082 |
| plus Loan-loss provisions | 6 688 | 7 158 | 4 175 | 3 187 | 1 809 | 1 529 | 1 723 |
| minus change in NWC | (19 622) | 5 593 | (1 937) | (11 715) | (3 821) | (7 852) | (8 518) |
| minus CAPEX | (9 799) | (10 016) | (10 442) | (10 944) | (11 430) | (11 948) | (12 491) |
| plus (1-t) interest on debt | 1 656 | 1 750 | 1 898 | 1 964 | 2 149 | 2 342 | 2 408 |
| Free cash flow | (10 069) | 15 178 | 7 625 | (1 255) | 7 620 | 4 272 | 4 112 |
| Discout factor | 0,90 | 0,81 | 0,73 | 0,65 | 0,59 | 0,53 | 0,47 |
| Discounted FCFF | (9 049) | 12 259 | 5 535 | (818) | 4 467 | 2 251 | 1 947 |
| NPV of 1st stage | 16 591 | | | | | | |
| EBIT t+1 | 18 910 | | | | | | |
| ROIC | 17,0% | | | | | | |
| Nominal growth to infinity | 2,5% | | | | | | |
| WACC | 11,3% | | | | | | |
| Continuing value | 183 898 | | | | | | |
| NPV of CV | 87 055 | | | | | | |
| Enterprise Value | 103 646 | | | | | | |
| minus Net Debt | 55,5 | | | | | | |
| minus Minorities | 72,0 | | | | | | |
| NPV | 103 519 | | | | | | |
| Shares outstanding (mil.) | 38,0 | | | | | | |
| NPV per share | 2 723 | | | | | | |
| Target Price (CZK) | 2 877 | | | | | | |

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 12: Model diskontovaných peněžních toků (FCFF)

Druhá fáze modelu (2015 a dále) je vypočítána na základě předpokladu 2,5% dlouhodobého růstu a 16,99% ROIC. Čistá současná hodnota firmy byla takto stanovena ve výši 103,6 mld. Kč, po odečtení minoritních podílů a dluhu potom čistá hodnota vlastního kapitálu Komerční banky činí 103,5 mld. Kč, v přepočtu na jednu akcii 2 723 Kč. Dvanáctiměsíční cílová cena dle modelu FCFF činí 2 877 Kč. To je hodnota, která je velmi blízko závěru modelu DDM, což potvrzuje závěry tohoto modelu.

Zcela na závěr ocenění ještě doplňujeme stručnou analýzu tržního ocenění KB ve srovnání s ostatními bankami v regionu. V následující tabulce je uvedeno dvanáct bank působících v regionu střední a východní Evropy (CEE). Pro účely srovnání je použita známá a v bankovním sektoru ověřená závislost tržního ocenění akcie (měřené poměrem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu P/BV) na dosahované rentabilitě vlastního kapitálu ROE.

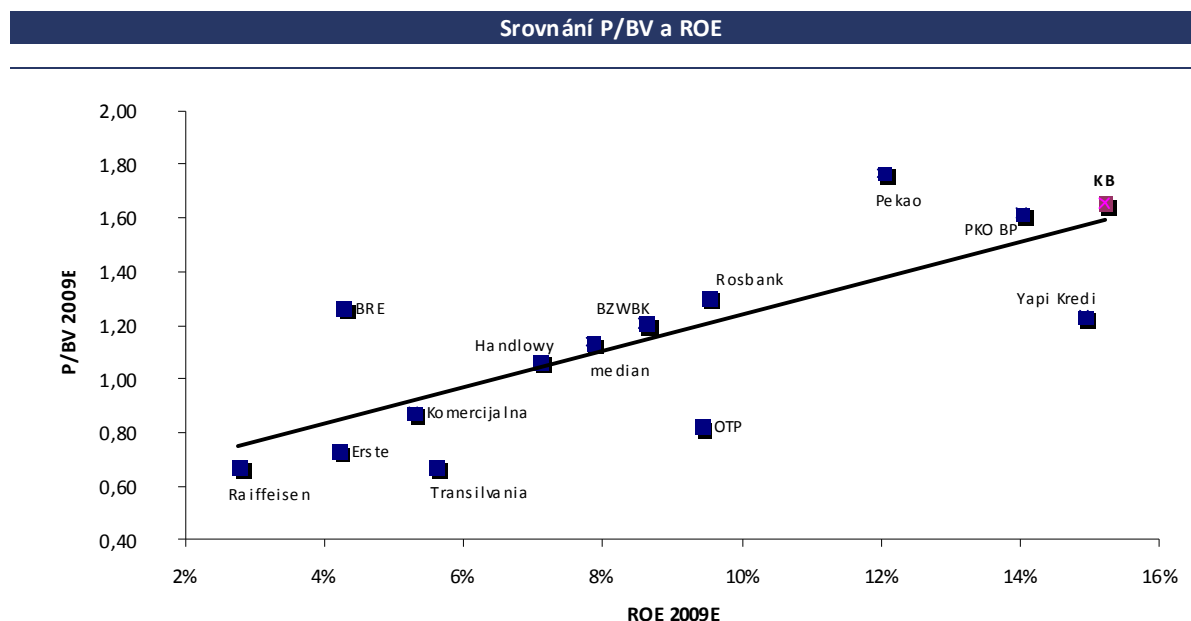
| Srovnání tržního ocenění KB a peer group | | | | | | | | |
|--|------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|---------------|
| Bank | Country | BVPS 2008 | BVPS 2009E | ROE 2008 | ROE 2009E | Share Price* | P/BV 2008 | P/BV 2009E |
| Erste | Austria | 25,5 | 25,7 | 10,4% | 4,2% | 19,2 | 0,75 | 0,73 |
| Raiffeisen Int. | Austria | 36,4 | 36,6 | 17,2% | 2,8% | 24,8 | 0,68 | 0,68 |
| OTP | Hungary | 3 198 | 4 401 | 24,7% | 9,4% | 3 645 | 1,14 | 0,83 |
| Pekao | Poland | 55,9 | 66,2 | 24,5% | 12,0% | 116,7 | 2,09 | 1,76 |
| PKO BP | Poland | 11,9 | 15,9 | 26,4% | 14,0% | 26,4 | 2,21 | 1,65 |
| BRE bank | Poland | 131,2 | 136,4 | 23,8% | 4,3% | 171,0 | 1,30 | 1,25 |
| Handlowy | Poland | 43,1 | 45,8 | 10,7% | 7,1% | 49,2 | 1,14 | 1,07 |
| BZ WBK | Poland | 67,9 | 73,5 | 18,4% | 8,6% | 90,8 | 1,34 | 1,23 |
| Rosbank | Russia | 56,7 | 71,9 | 17,9% | 9,5% | 92,1 | 1,63 | 1,28 |
| Komercijalna Banka | Serbia | 30 134 | 33 198 | 11,8% | 5,3% | 29 100 | 0,97 | 0,88 |
| Banca Transilvania | Romania | 1,6 | 1,7 | 15,0% | 5,6% | 1,1 | 0,73 | 0,66 |
| Yapi Kredi | Turkey | 1,6 | 1,9 | 21,9% | 14,9% | 2,3 | 1,43 | 1,21 |
| Median | x | x | x | 18,2% | 7,9% | x | 1,22 | 1,14 |
| Komerční banka | Czech rep. | 1 627,0 | 1 593,4 | 23,6% | 15,2% | 2 600 | 1,60 | 1,63 |

* závěrečné ceny (COB) k 29.6.2009, v místních měnách

ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Obr. 13: Srovnání tržního ocenění KB a peer group (ceny jsou závěrečné kurzy akcií k 29.6.2009)

Komerční banka dosahuje v rámci sektoru nadprůměrné ROE, což platí speciálně pro očekávaná data za rok 2009 (jedná se o konsenzuální odhady Bloomberg Estimates s výjimkou dat pro KB, která jsou založena na výše uvedeném ocenění). Z tabulky a ještě lépe z níže uvedeného grafu je zřejmé, že trh tuto nadprůměrnou rentabilitu oceňuje vyšší úrovní P/BV. Regresní analýza (závislá proměnná P/BV 2009E, nezávislá proměnná ROE 2009E) indikuje férovou úroveň P/BV pro Komerční banku na úrovni 1,59x vs. očekávaná hodnota 1,66x. Určité nadhodnocení akcií KB, které indikuje jednofaktorová regrese, lze nicméně vysvětlit jinými proměnnými, především nižší rizikovostí KB ve srovnání s většinou peer group (např. díky vyššímu poměru vkladů k úvěrům a vyšší kapitálové přiměřenosti).



ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Obr. 14: Srovnání P/BV a ROE

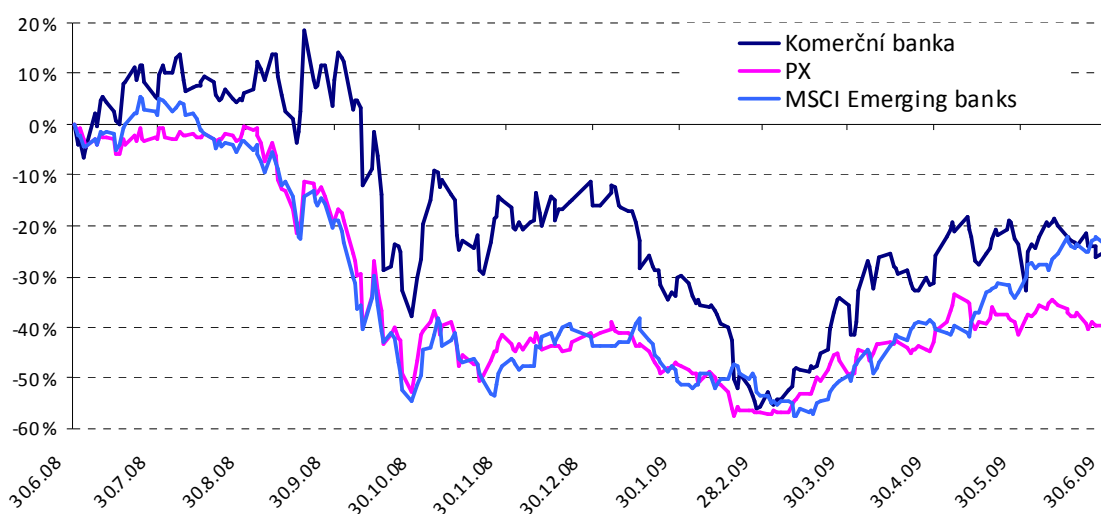
SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

Od vydání posledního reportu ke Komerční bance (leden 2009) se ve střední Evropě naplno rozšířila hospodářská recese. Česká ekonomika se v 1Q2009 propadla o 3,4% a stejné meziroční tempo očekáváme i pro celý letošní rok. Míra nezaměstnanosti letos zřejmě vzroste na 8,6% a v příštím roce překročí 9% hranici. Komerční banka díky svému zaměření na korporátní sektor prozatím pocítila recesi především v oslabení aktivity v zahraničním obchodě a s ním spojeným poklesem poplatků z transakcí a v nárůstu nákladů rizika u několika velkých korporátních klientů. Předpokládáme, že v následujících čtvrtletích náklady rizika dále porostou (s určitým zpožděním za vývojem ekonomiky) a s kulminací u spotřebitelských úvěrů až v roce 2011.

Čistý zisk Komerční banky by letos podle naší projekce měl ve srovnání s rokem 2008 klesnout o 29% na 9,3 mld. Kč, především vlivem výše zmíněných rostoucích nákladů rizika. Rentabilita vlastního kapitálu se však i přesto udrží bezpečně nad náklady kapitálu (letos očekáváme ROE 15,2%). Horší hospodářské výsledky očekáváme v roce 2010, kdy se bude projevovat další oslabení na úrovni výnosů a kdy by také měla kulminovat tvorba opravných položek na úvěry. Na úroveň čistého zisku 2008 by se potom KB měla dostat v roce 2012.

Roční výkonnost akcií Komerční banky (-26%) odpovídá vývoji indexu bank z rozvíjejících se zemí MSCI Emerging Banks (-24%) a překonává vývoj indexu pražské burzy PX (-39%).

Roční vývoj akcií KB ve srovnání s indexem PX a indexem MSCI Emerging markets banks



ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 15: Roční vývoj akcií KB ve srovnání s indexem PX a MSCI emerging markets banks

Pro ocenění akcií KB jsme použili tradiční dividendový diskontní model (DDM). V něm jsme kromě aktualizované projekce účetních výkazů zvýšili požadovanou míru výnosnosti na 11,3% a prodloužili první fázi modelu do roku 2014. **Model indikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu akcií Komerční banky 2 900 CZK.** Tato cena převyšuje aktuální tržní cenu akcií KB o 13%. Vzhledem k tomu, že rizikovost bankovního sektoru stále považujeme za nadprůměrnou, tento růstový potenciál nepovažujeme za dostatečný pro to, abychom ponechali investiční doporučení na stupni „koupit“. **Proto snižujeme naše investiční doporučení pro akcie Komerční banky na stupeň „držet“.**

ZKRÁCENÉ PRO-FORMA VÝKAZY A UKAZATELE

| Zkrácené pro-forma výkazy a ukazatele | | | | | | | |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| INCOME STATEMENT | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e | |
| <i>(mil. CZK)</i> | | | | | | | |
| Net interest Income | 18 674 | 21 262 | 20 962 | 20 664 | 21 533 | 23 465 | |
| Fees & Commissions | 9 283 | 8 050 | 7 494 | 7 622 | 7 800 | 8 022 | |
| Other net op. Income | 1 566 | 4 402 | 4 314 | 4 400 | 4 708 | 4 944 | |
| Total net revenues | 29 665 | 33 714 | 32 771 | 32 686 | 34 042 | 36 431 | |
| Operating Costs | 13 558 | 14 507 | 14 450 | 14 324 | 14 801 | 15 448 | |
| Costs of risk | 1 364 | 2 970 | 6 688 | 7 158 | 4 175 | 3 187 | |
| Pre-tax profit | 14 328 | 16 257 | 11 432 | 11 004 | 14 866 | 17 596 | |
| Tax | 3 103 | 3 024 | 2 058 | 1 981 | 2 676 | 3 167 | |
| Net Income | 11 225 | 13 233 | 9 374 | 9 023 | 12 190 | 14 429 | |
| Minorities | 37 | 72 | 70 | 45 | 61 | 72 | |
| Net Income after m. | 11 188 | 13 161 | 9 304 | 8 978 | 12 129 | 14 357 | |
| BALANCE SHEET | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e | |
| <i>(mil. CZK)</i> | | | | | | | |
| Net Loans | 304 938 | 364 040 | 372 394 | 380 881 | 403 145 | 430 281 | |
| Provisions | 9 626 | 12 027 | 18 715 | 25 873 | 30 049 | 33 236 | |
| Gross loans | 314 564 | 376 067 | 391 110 | 406 754 | 433 193 | 463 517 | |
| Loans to banks | 203 690 | 146 098 | 150 000 | 153 000 | 156 060 | 159 181 | |
| Fair Value assets | 31 914 | 37 250 | 38 500 | 39 655 | 40 845 | 42 070 | |
| AVS assets | 81 826 | 88 350 | 91 001 | 92 821 | 94 677 | 96 570 | |
| HTM assets | 2 999 | 1 300 | 1 339 | 1 379 | 1 421 | 1 470 | |
| Total Assets | 661 819 | 699 044 | 653 234 | 667 736 | 696 147 | 729 573 | |
| Shareholder's equity | 49 594 | 61 842 | 60 563 | 64 604 | 69 455 | 75 198 | |
| Deposits | 540 230 | 554 570 | 549 024 | 568 240 | 593 811 | 614 594 | |
| Bank deposits | 12 268 | 11 114 | 12 225 | 12 470 | 12 719 | 12 974 | |
| Bonds | 27 917 | 24 128 | 22 922 | 23 380 | 23 848 | 24 325 | |
| Fair Value liabilities | 7 725 | 20 154 | 21 162 | 21 797 | 22 450 | 23 124 | |
| RATIOS & MULTIPLES | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e | |
| Earnings per share | (CZK) | 294 | 346 | 245 | 236 | 319 | 378 |
| Payout ratio | (x) | 0,61 | 0,52 | 0,50 | 0,55 | 0,58 | 0,58 |
| Dividend per share | (CZK) | 180 | 180 | 122 | 130 | 191 | 208 |
| Dividend yield | (%) | 6,8% | 6,8% | 4,6% | 4,9% | 7,3% | 7,9% |
| ROaE | (%) | 22,5% | 23,6% | 15,2% | 14,3% | 18,1% | 19,9% |
| ROaA | (%) | 1,8% | 1,9% | 1,4% | 1,4% | 1,8% | 2,0% |
| Cost-income-ratio | (%) | 45,7% | 43,0% | 44,1% | 43,8% | 43,5% | 42,4% |
| Net interest margin | (%) | 3,1% | 3,2% | 3,1% | 2,9% | 3,0% | 3,1% |
| Cost of risk | (bp) | 43 | 79 | 171 | 176 | 96 | 69 |
| NPL/gross loans | (%) | 4,1% | 4,8% | 7,7% | 10,1% | 10,5% | 9,8% |
| NPL coverage | (%) | 75,3% | 66,3% | 62,5% | 63,3% | 66,4% | 68,0% |
| Effective tax rate | (%) | 21,7% | 18,6% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% |
| P/E | (x) | 9,0 | 7,6 | 10,8 | 11,2 | 8,3 | 7,0 |
| P/BV | (x) | 2,0 | 1,6 | 1,7 | 1,6 | 1,4 | 1,3 |

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

Analytické oddělení:

| | | | |
|-------------------|----------|--|-------------------------------|
| Marek Hatlapatka | Analytik | hatlapatka@cyrrus.cz | Banky, energetika, zahr. trhy |
| Jan Procházka | Analytik | prochazka@cyrrus.cz | Energetika, letecká doprava |
| Karel Potměšil | Analytik | potmesil@cyrrus.cz | Farmacie, development |
| Ondřej Moravanský | Analytik | moravansky@cyrrus.cz | Telekomunikace, IT, média |

Trading & Sales:

| | | |
|---------------|-------|--|
| Pavel Pikna | Brno | pikna@cyrrus.cz |
| Kamil Kricner | Praha | kricner@cyrrus.cz |

Portfolio management:

| | | |
|----------------|-------|--|
| Peter Dömény | Brno | domeny@cyrrus.cz |
| Jindřich Rovný | Praha | rovny@cyrrus.cz |

Corporate finance:

| | | |
|----------------|-------|--|
| Tomáš Kunčický | Brno | kuncicky@cyrrus.cz |
| Karel Potměšil | Praha | potmesil@cyrrus.cz |

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodu a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenesे odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure): Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřeno dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
 Veveří 111 (Platinum)
 616 00 Brno
 Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
 Radlická 14, Anděl Park
 150 00 Praha 5, Smíchov
 Tel.: +420 221 592 361