

KOMERČNÍ BANKA

HISTORICKY REKORDNÍ ZISK UŽ PŘÍŠTÍ ROK?

26.08.2010

KOMERČNÍ BANKA
bankovníctví

Nové doporučení: KOUPIT (BUY)

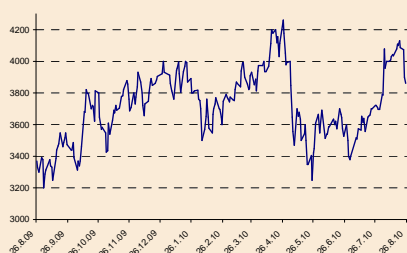
Předchozí doporučení: Držet (Hold)

Cílová cena: 4 503 CZK

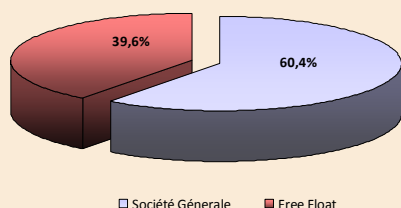
Předchozí cílová cena: 3 950 CZK

Datum vydání předchozí analýzy: 16.12.2009

Vývoj akcií Komerční banky



Struktura akcionářů Komerční banky



Základní informace o akciích KB

Data ke dni:	25.8.2010
Cena akcie:	3 854 CZK
Počet vydaných akcií:	38,010 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	146,5 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	5,9 mld.
52-week max:	4 295 CZK
52-week min:	3 193 CZK
Průměrný denní objem:	280 mil. CZK

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

Web: www.kb.cz

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

(v mil. CZK)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Čisté provozní výnosy	33 714	32 194	32 559	33 679	35 335
Zisk před zdaněním	16 257	13 550	15 494	16 745	17 696
Čistý zisk	13 161	11 007	12 706	13 663	14 438
Zisk na akcii (EPS)	346	290	334	359	380
Dividenda na akcii (DPS)	180	170	201	216	228
Dividendový výnos	4,6%	4,4%	5,1%	5,5%	5,8%
ROaE	23,6%	17,0%	18,1%	18,1%	17,8%
ROaA	1,93%	1,58%	1,82%	1,91%	1,90%
Cost-Income-Ratio	43,0%	42,0%	40,2%	40,1%	40,3%
P/BV (x)	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
P/E (x)	11,3	13,5	11,7	10,8	10,3

Zdroj: KB, CYRRUS, a.s.

- Hospodářské výsledky Komerční banky jsou v prvním pololetí 2010 příjemným překvapením. Solidní vývoj provozních výnosů ani zkrácené provozní náklady nejsou u KB ničím výjimečným, hlavní rozdíl oproti naší předešlé projekci je výrazně lepší vývoj nákladů rizika. U nich došlo ke stabilizaci v segmentu korporátních úvěrů a již také v některých částech retailového úvěrového portfolia. A to vše dříve a na nižších úrovních než jsme očekávali v naší poslední analýze z prosince 2009. Přestože dosavadní čísla ještě neznamenají definitivní konec dopadů ekonomické krize, pesimistické scénáře se s velkou pravděpodobností již nenaplní.
- I díky tomuto příznivějšímu vývoji nákladů rizika jsme zvýšili odhad zisku na akcii (EPS) pro letošní rok z 306 CZK na 334 CZK na akcii resp. z 353 na 359 CZK pro rok 2011. V absolutních číslech by měl čistý zisk letos dosáhnout 12,7 mld. CZK, což by byl druhý nejvyšší zisk v historii Komerční banky. Pokud se tento vývoj potvrdí, již v roce 2011 by Komerční banka měla být schopna překonat rekordní čistý zisk, kterého KB dosáhla v roce 2008 (13,2 mld. CZK). V následujících letech by měl čistý zisk růst průměrným ročním tempem (CAGR 2010-2017) cca 7%.
- Lepší očekávané výsledky by se měly odrazit také na vyšší dividendě. Ze zisku letošního roku očekáváme dividendu v blízkosti 200 CZK hranice, což znamená aktuální dividendový výnos 5,1%, pro následující roky počítáme s dividendami 216 resp. 228 CZK (2011 resp. 2012), dividendový výnos se tak blíží již velmi solidním 6%. Zvláště ve srovnání se současnými velmi nízkými výnosy na dluhopisovém trhu (výnos 10-letého českého vládního bondu klesl k 3,4%) se dividendový výnos KB jeví jako atraktivní.
- K ocenění akcií Komerční banky jsme použili tradiční dvoustupňový dividendový diskontní model s první fází pro roky 2010-2016. Pro druhou fázi počítáme s dlouhodobou mírou růstu 3%, udržitelnou ROE 16,5% a implikovanou P/BV 1,9x. To vše při diskontní sazbě 10,1%. Model indikuje **12-měsíční cílovou cenu akcií Komerční banky ve výši 4 503 CZK**. Tato cílová cena převyšuje aktuální cenu na trhu (závěrečná cena z 25.8.2010) o 17%, proto **zvyšujeme naše investiční doporučení ze stupně „Držet“ na stupeň „KOUPIT“**.

HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ZA 2Q2010

- Komerční banka dokázala ve druhém čtvrtletí překonat naše i tržní očekávání a to poměrně výrazně (+8% vs. tržní konsensus na čistém zisku). Hlavní příčiny lze hledat v lepším čistém úrokovém výnosu a nižší čisté tvorbě opravných položek k úvěrům. To spolu s dobrou kontrolou provozních nákladů vedlo ke zvýšení čistého zisku o 12,2% meziročně na 3,27 mld. CZK, za celé první pololetí dosáhl čistý zisk KB 6,48 mld. CZK. Komerční banka je tak na dobré cestě letos dosáhnout druhého historicky nejvyššího celoročního čistého zisku (doposud nejvyšší zisk byl v roce 2008 – 13,2 mld. CZK).

Hospodářské výsledky Komerční banky za 2Q2010 resp. 1H2010

(mil. CZK)	2Q2010	2Q2010e CYRRUS	Tržní konsensus	2Q2009	y/y	Skutečnost / konsensus
Čistý úrokový příjem	5 415	5 247	5 240	5 350	1,2%	3,3%
Poplatky a provize	1 998	1 947	1 960	1 946	2,7%	1,9%
Čisté provozní výnosy	8 117	7 926	7 960	8 218	-1,2%	2,0%
Provozní náklady	3 221	3 233	3 310	3 383	-4,8%	-2,7%
Náklady rizika	814	1 009	940	1 170	-30,4%	-13,4%
Zisk před zdaněním	3 949	3 622	n.a.	3 555	11,1%	n.a.
Čistý zisk pro akcionáře	3 273	2 952	3 030	2 917	12,2%	8,0%

(mil. CZK)	1H2010	1H2010e CYRRUS	Tržní konsensus	1H2009	y/y	Skutečnost / konsensus
Čistý úrokový příjem	10 709	10 541	10 534	10 578	1,2%	1,7%
Poplatky a provize	3 927	3 876	3 889	3 862	1,7%	1,0%
Čisté provozní výnosy	16 139	15 948	15 982	16 530	-2,4%	1,0%
Provozní náklady	6 247	6 259	6 336	6 664	-6,3%	-1,4%
Náklady rizika	1 765	1 960	1 891	2 660	-33,6%	-6,7%
Zisk před zdaněním	7 863	7 536	n.a.	7 043	11,6%	n.a.
Čistý zisk pro akcionáře	6 482	6 161	6 239	5 761	12,5%	3,9%

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

Provozní výnosy

- Čisté provozní výnosy se ve 2Q meziročně snížily o 1,2% na 8,12 mld. CZK, i přesto hodnotíme výnosy jako velmi dobré a lepší než očekávané. Meziroční pokles je dán především výnosy z obchodování, které byly ve 2Q2009 poměrně vysoké (896 mil. CZK), zatímco ve 2Q letošního roku klesly na 675 mil. CZK. Pokles byl víceméně očekávaný (my jsme v modelu počítali s 703 mil. CZK) a byl způsoben jak nižšími výnosy z FX operací (-14% y/y), tak především nižšími výnosy z obchodování s cennými papíry (-72% y/y). Zde je dobré připomenout, že podobné poklesy ve 2Q2010 zaznamenaly prakticky všechny banky v Evropě.
- Největší pozitivní překvapení vidíme u čistého úrokového výnosu. Ten meziročně vzrostl o 1,2%, zatímco my jsme čekali téměř 2% y/y pokles. Hlavní důvody velmi solidního čísla vidíme ve vyšším než predikovaném růstu objemu poskytnutých úvěrů a stabilní úrokové marži (vs. 1Q2010).
- Očekávali jsme mírný růst objemu úvěrového portfolia KB o 0,6% na 384,3 mld. CZK, nakonec byl nárůst vyšší, +0,9% na 385,6 mld. CZK. Hlavní rozdíl vidíme v nečekaně silném růstu portfolia hypotečních úvěrů (+2,5% q/q resp. +2,5 mld. CZK q/q, objem poskytnutých hypoték ve 2Q 6,2 mld. CZK, nejvyšší úroveň od 2Q2009). Kromě toho jsme očekávali, že tlak na marže, který je na trhu nesporně vidět již několik měsíců, povede ke snížení čisté úrokové marže na 3,2%, nakonec KB reportovala marži na stejné úrovni jako v 1Q, tedy 3,3% (i když meziročně se jedná o pokles z 3,4%). U vkladů došlo k dalšímu poklesu o téměř 5 mld. CZK vs. 1Q, důvod lze opět hledat především u vkladů podniků, vklady individuálních klientů zůstaly relativně stabilní.

- Také výnosy z poplatků a provizí (NFC) mírně překonaly naše i tržní očekávání, když dosáhly téměř 2,0 mld. CZK a meziročně vzrostly o 2,7%. V podrobnějších údajích lze odhalit určitý pozitivní trend u poplatků z obchodních transakcí (+4% vs. 1Q) a poplatcích z úvěrů (+9,6% q/q). Právě tyto dvě kategorie poplatků stojí především za lepšími než odhadovanými čísly.

Provozní náklady

- U provozních nákladů (OPEX) se potvrdila naše očekávání o více než 4% meziročním poklesu, výsledek je ještě o něco lepší (3,22 mld. CZK vs. naše oček. 3,23 mld. CZK, trh 3,31 mld. CZK). V souladu s naším očekáváním došlo k mírnému růstu personálních i všeobecných administrativních nákladů vs. 1Q2010, nadále je však vidět, že KB drží na uzdě především útraty na marketing a další administrativní výdaje. Nízké OPEX spolu s lepšími než očekávanými výnosy samozřejmě znamenají také další vylepšení poměru cost-income na 39,7% z 41,2%. Tento poměr pod 40% sice nevidíme jako dlouhodobě udržitelný, nicméně KB již dlouhodobě potvrzuje svoji schopnost řídit své provozní činnosti velmi efektivně.

Náklady rizika

- Zde na nás čekalo největší (pozitivní) překvapení, protože KB vytvořila ve 2Q pouze 814 mil. CZK opravných položek na úvěry, což je o cca 200 mil. CZK méně než jsme očekávali a zároveň se jedná o 30% meziroční pokles. Naposledy byla takto nízká čistá tvorba OP ve 3Q2008, tedy ještě před příchodem ekonomické krize do ČR.
- Vývoj kvality úvěrového portfolia KB je pro nás příjemným překvapením. Podíl nesplácených úvěrů (LUSR) klesl z 7,1% na 6,6%, což je sice částečně způsobeno květnovým odpisem 1,2 mld. CZK nesplácených úvěrů, na něž již KB měla plně vytvořené OP, i bez toho by ovšem došlo ke snížení podílu LUSR pod 7%. Hlavní příčinu vidíme v rychlejším než očekávaném zlepšení kvality korporátních úvěrů a stabilizaci retailových úvěrů. U této položky tak budeme v našem modelu dělat úpravy s pozitivním dopadem do celkových očekávaných výsledků za rok 2010.

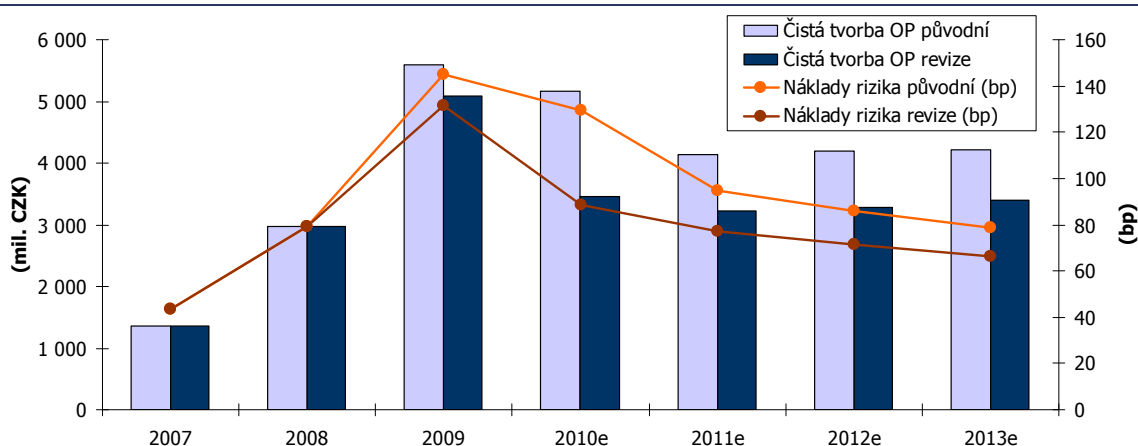
Čistý zisk a celkové zhodnocení

- Komerční banka dosáhla za 2Q zisku před zdaněním ve výši 3,95 mld. CZK, což představuje 11% meziroční nárůst a cca o 300 mil. CZK lepší výsledek než jsme očekávali. Po odpočtu daně a nekontrolních podílů dosáhl čistý zisk pro akcionáře KB 3,27 mld. CZK, za celé první pololetí potom 6,48 mld. CZK (+12,5% y/y). V přepočtu na akcii se jedná o zisk 171 CZK, což představuje anualizované P/E 11,6x.

PESIMISTICKÉ SCÉNÁŘE NÁKLADŮ RIZIKA SE NEPOTVRZUJÍ

- Jak vyplývá z rozboru hospodářských výsledků za 1H2010, vývoj kvality úvěrového portfolia KB je zatím příznivější než jsme očekávali my i trh a čísla ukazují, že pesimistické scénáře z období konce roku 2009 resp. začátku 2010 se nenaplnují a pravděpodobně ani nenaplní.
- V předchozí analýze z prosince 2009 jsme predikovali náklady rizika pro rok 2010 na úrovni 5,1 mld. CZK (129 bp), nyní je zřejmé, letošní čistá tvorba opravných položek bude výrazně nižší: za 1H2010 dosáhly náklady rizika jen 1,77 mld. CZK a celoroční náklady by podle naší nové projekce mohly dosáhnout jen 3,5 mld. CZK (90 bp). To je také hlavním faktorem, díky němuž jsme zvýšili odhad celoročního zisku KB o více než 1 mld. CZK ve srovnání s prosincovou analýzou.

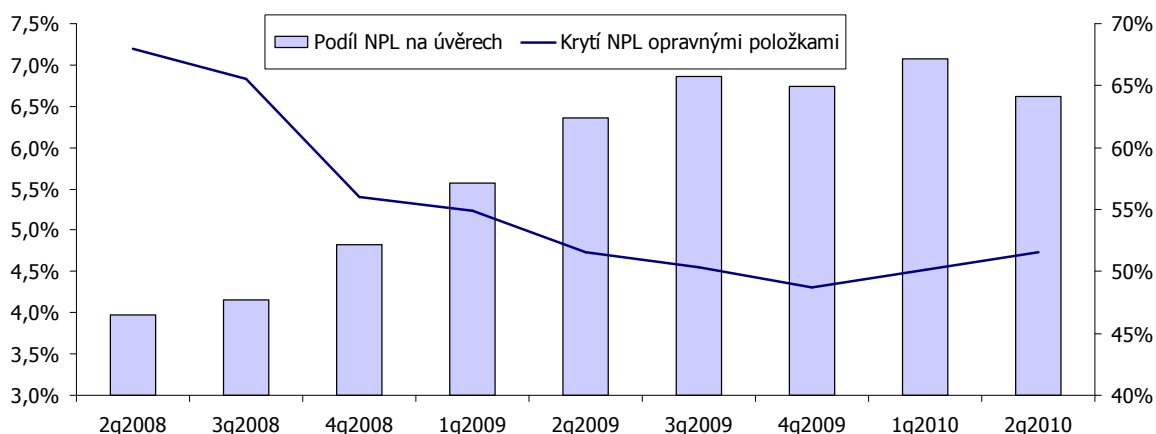
Revize odhadu vývoje nákladů rizika



ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

- Vývoj kvality úvěrového portfolia je patrný na spodním grafu. Podíl nevykonných úvěrů (NPL) na celkových úvěrech dosáhl svého dosavadního maxima na úrovni 7,1% v 1Q2010, v následujícím kvartále nečekaně klesl na 6,6%. I po upravení o 1,2 mld. CZK odpis NPL, na něž již byly plně vytvořeny opravné položky, by podíl NPL klesl pod hranici 7%. Tento vývoj odráží zlepšení v klíčovém segmentu korporátních úvěrů a postupnou stabilizaci u úvěrů domácnostem.

Vývoj kvality úvěrového portfolia KB



ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

BASEL III. : ŽÁDNÝ PROBLÉM PRO KOMERČNÍ BANKU

- Banky v Evropě se v současné době soustředí na vývoj nových pravidel regulace kapitálu a likvidity ze strany Basilejského výboru pro bankovní dohled (BCBS). Pro Komerční banku připravovaná regulace prakticky není žádným významným tématem vzhledem ke značné zásobě kvalitního tier1 kapitálu, velmi nízké úrovni nekontrolních podílů a bezproblémové likviditě (poměr úvěrů ke vkladům 69%).
- Ačkoliv parametry nových pravidel kapitálu se teprve tvoří a zatím není jasné ani to, které položky se budou moci do regulatorního kapitálu počítat a které nikoliv, stejně jako to, na jakých úrovních budou stanoveny minimální hranice, Komerční banka nebude mít se splněním i těch nejpřísnějších zvažovaných variant problémy. To lze dokumentovat následující tabulkou:

Kapitálová přiměřenost Komerční banky							
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	
Tier 1	30 950	37 000	40 665	42 953	46 110	49 438	
Tier 1 as % of Sh. Equity	50,0%	54,8%	56,0%	55,0%	55,0%	55,0%	
RWA	287 000	291 250	301 011	315 684	335 554	364 590	
RWA as % of Total Assets	41,1%	41,9%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	
RWA TOTAL RISK	336 250	340 325	343 012	359 732	382 376	415 463	
RWA TOTAL as % of Total Assets	48,1%	49,0%	49,0%	49,0%	49,0%	49,0%	
Minority interests	1 132	1 219	1 307	1 406	1 509	1 618	
Minority interests as % of sh. equity	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Tier 1 ratio	10,8%	12,7%	13,5%	13,6%	13,7%	13,6%	
Tier 1 total RWA ratio	9,2%	10,9%	11,9%	11,9%	12,1%	11,9%	
Core Tier1 ex minorities ratio	8,9%	10,5%	11,5%	11,5%	11,7%	11,5%	

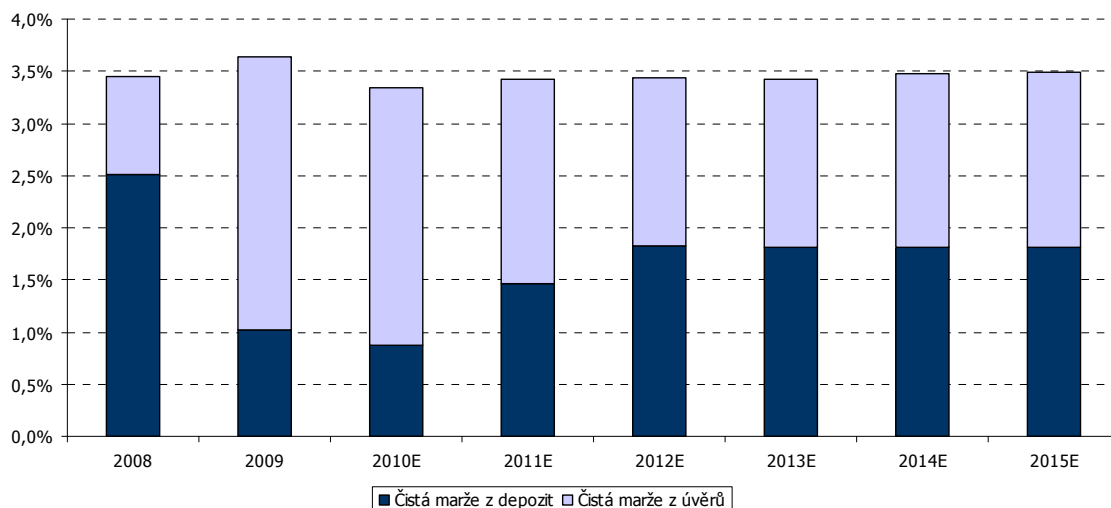
ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

- Jádrová kapitálová přiměřenost tier1 dosáhla v roce 2009 12,7%, v polovině 2010 to bylo již 13,5%. Stejnou hodnotu očekáváme i na konci roku 2010, v následujících letech by měla být udržována na přibližně stejné úrovni. Pokud vezmeme v úvahu nejpřísnější variantu nových pravidel kapitálové přiměřenosti (která se nyní zdá být prakticky bez šance na zavedení, což již naznačily poslední úpravy v návrhu, zveřejněné BCBS na konci července), Komerční banka by se pohybovala nad hranicí 11%, což je výrazně nad potenciální minimální hranicí (6-8%).
- Výše uvedené výpočty jsou založeny na 60% dividendovém výplatním poměru, který odpovídá aktuální dividendové politice Komerční banky. Ani v případě, že bychom počítali s extrémním scénářem 100% dividendového výplatního poměru v následujících letech, nedostala by se kapitálová přiměřenost do problémového pásma okolo předpokládaných minimálních hranic stanovených novými kapitálovými pravidly Basilejského výboru. V nejpřísnější variantě by v takovém případě kapitálová přiměřenost zůstala okolo bezpečné hranice 10%.

NOVÁ PROJEKCE: REKORDNÍ ZISK ZŘEJMĚ JIŽ PŘÍŠTÍ ROK

- Lepší než očekávané výsledky hospodaření Komerční banky v první části letošního roku se odrazily na vyšších očekávaných ziscích pro následující období. Čísla v aktuální predikci nejsou plně porovnatelná s údaji z naší poslední analýzy vzhledem k určitým změnám účtování, k nimž KB přistoupila od začátku roku 2010. Jedná se především o tři základní změny:
 - a) Pojištění vkladů je nově účtováno v čistém úrokovém výnosu (NII) místo původního účtování ve všeobecných administrativních nákladech (GAE). Pro rok 2009 je dopad této změny -507 mil. CZK do NII a zároveň GAE;
 - b) Nesplácené úroky ze ztrátových úvěrů jsou nově účtovány do NII místo do nákladů rizika. Dopad této změny pro rok 2009 byl -339 mil. CZK do NII resp. nákladů rizika;
 - c) Poplatky za zprostředkování jsou nově účtovány do čistých poplatků a provizí (NFC) místo ostatních výnosů. Dopad této změny v roce 2009 činil +94 mil. CZK do NFC resp. -94 mil. CZK do ostatních výnosů.
- V nové predikci počítáme s růstem čistých provozních výnosů za rok 2010 meziročně o 1,1% na 32,6 mld. CZK díky růstu NII i NFC a naopak poklesu výnosů z obchodování a ostatních výnosů. U NII očekáváme mírný růst díky oživení úvěrového portfolia, které by na konci roku mělo dosáhnout 388,6 mld. CZK ve srovnání s 386,7 mld. CZK ke konci roku 2009 resp. 385,6 mld. CZK v 1H2010. Pro rok 2011 nyní počítáme se 7% y/y růstem objemu poskytnutých úvěrů (což odpovídá očekávání KB o růstu úvěrů mezi 5-10%), pro rok 2012 by se potom růst měl zesílit na 12% y/y.

Vývoj čisté úrokové marže a její struktury



ZDROJ: CYRRUS, a.s.

- U čisté úrokové marže očekáváme ve zbytku letošního roku ještě mírné tlaky na pokles, které budou nicméně kompenzovány solidním růstem úvěrů s vyšší marží (především hypotečních úvěrů). První zvýšení základní úrokové sazby ze strany ČNB očekáváme v první polovině roku 2011, postupně by tak měl lehce ustávat tlak na marže z depozit a naopak dojít k jejich postupnému zvyšování. Zároveň ovšem bude docházet k postupnému snižování marže u úvěrů v souvislosti s postupným obnovováním ekonomického růstu a snižování rizikových premií na trhu. Pro samotný rok 2011 proto očekáváme jen mírné pohyby čisté úrokové marže vs. 2010 (mírný růst z 3,34% na 3,41%).

- U výnosů z poplatků a provizí (NFC) je ve 2Q2010 vidět určité oživení, především u poplatků z transakcí a poplatků souvisejících s poskytnutými úvěry (především hypotečními). Předpokládáme, že mírné oživení NFC bude pokračovat i nadále, především díky postupnému zvyšování aktivity v mezinárodním obchodu a procitání úvěrového trhu.

Vývoj výnosů z poplatků a provizí

	2008	2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010E	4Q2010E	2010E	2011E	2012E
Transaction fees	3 988	3 581	851	885	889	898	3 523	3 639	3 847
y/y (q/q)	7,7%	-10,2%	-8,8%	4,0%	0,4%	1,1%	-1,6%	3,3%	5,7%
Cross-selling fees	388	441	117	123	121	123	483	501	522
y/y (q/q)	-15,8%	13,7%	-15,8%	5,1%	-2,0%	2,0%	9,6%	3,6%	4,2%
Loan fees	1 094	1 283	322	353	355	362	1 392	1 440	1 498
y/y (q/q)	9,3%	17,3%	-7,7%	9,6%	0,5%	2,0%	8,5%	3,5%	4,0%
Maintenance fees	2 005	1 889	465	463	465	469	1 862	1 900	1 939
y/y (q/q)	1,6%	-5,8%	13,4%	-0,4%	0,5%	0,8%	1,0%	2,0%	2,1%
Other fees	593	645	174	174	174	177	699	713	726
y/y (q/q)	-3,9%	8,8%	-13,9%	0,0%	0,0%	2,0%	8,4%	2,0%	1,8%
CELKEM POPLATKY A PROVIZE	8 068	7 839	1 929	1 998	2 003	2 030	7 960	8 193	8 532
y/y (q/q)	4,0%	-2,8%	-5,1%	3,6%	0,3%	1,3%	1,5%	2,9%	4,1%

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

- Provozní náklady se v 1H2010 snížily o více než 6%, nicméně za celý rok očekává KB OPEX meziročně nižší o cca 3%, což odpovídá i naší prognóze. V takovém případě by poměr provozních nákladů k výnosům (CIR) klesl za celý rok 2010 ke 40% ze 42% v roce 2009. Vzhledem k tomu, že KB v minulosti již dobře prokázala schopnost držet vysokou provozní efektivitu, očekáváme, že CIR kolem 40% dokáže udržet i v následujících letech.

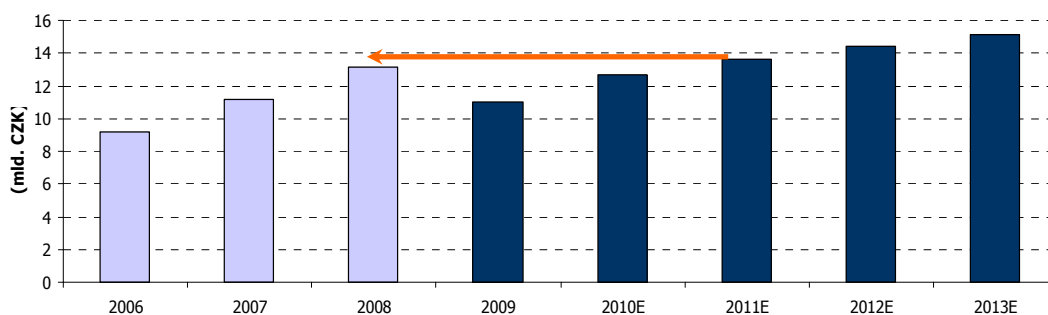
Očekávaný vývoj provozních nákladů

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Personnel costs	6 320	6 434	6 306	6 528	6 891	7 344	7 751
y/y	6,9%	1,8%	-2,0%	3,5%	5,6%	6,6%	5,5%
General admin. expenses	6 606	5 619	5 338	5 498	5 828	6 178	6 548
y/y	5,8%	-7,3%	-5,0%	3,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Depreciation	1 581	1 469	1 456	1 491	1 515	1 539	1 564
y/y	7,3%	-7,1%	-0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Operating costs	14 507	13 522	13 099	13 517	14 234	15 061	15 864
y/y	6,4%	-6,8%	-3,1%	3,2%	5,3%	5,8%	5,3%

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

- Výše uvedené předpoklady nás vedou k očekávání čistého zisku pro letošní rok ve výši 12,7 mld. CZK, což by byl druhý historicky nejvyšší zisk KB a pouze o 3% nižší zisk než byl rekord v roce 2008 (tedy před viditelnými dopady finanční krize). V roce 2011 by pak již Komerční banka měla dosáhnout historicky nejvyššího zisku, naše predikce ukazuje na 13,7 mld. CZK (resp. EPS 359 CZK).

Očekávaný vývoj čistého zisku KB



ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

OCENĚNÍ AKCIÍ KOMERČNÍ BANKY

- Pro stanovení cílové ceny a investičního doporučení jsme u akcií Komerční banky použili tradiční dividendový diskontní model (DDM) v jeho dvoufázové verzi. První fáze modelu, explicitní finanční predikce, byla stanovena na 7-leté období 2010-2016, druhá fáze (continuing value, CV) je odvozena od očekávaného dlouhodobého nominálního růstu a udržitelné rentabilitě vlastního kapitálu (ROE).
- Vstupní předpoklady modelu DDM se od naší poslední analýzy z prosince 2009 v některých parametrech poměrně výrazně změnily. To se týká především bezrizikové sazby, která je aproximována výnosem 10-letého českého státního dluhopisu, a která klesla od prosince 2009 o cca půl procentního bodu. Hlavně kvůli tomuto pohybu klesla požadovaná míra výnosnosti (náklady vlastního kapitálu) z 10,8% na 10,1%. Pro druhou fázi modelu (CV), počítáme i nadále s 3% dlouhodobým růstem, dále s 16,5% udržitelnou ROE (sníženo z 18% minule) a implikovanou P/BV 1,9x.

Dividendový diskontní model								
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Equity	72 616	78 081	83 857	89 900	96 375	103 252	110 448	117 969
Net Income	12 706	13 663	14 438	15 108	16 189	17 192	17 988	18 804
ROE	18,1%	18,1%	17,8%	17,4%	17,4%	17,2%	16,8%	16,5%
Dividends	7 624	8 198	8 663	9 065	9 713	10 315	10 793	11 282
DPS	200,6	215,7	227,9	238,5	255,5	271,4	284,0	296,8
DPS net	170,5	183,3	193,7	202,7	217,2	230,7	241,4	252,3
Discount rate	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Discounted dividends	154,9	151,3	145,3	138,1	134,5	129,7	123,3	128,9
LT Growth rate	3,0%							
ROE	16,5%							
Discount rate	10,1%							
Implied P/BV	1,91							
BVPS	2 906							
Continuing Value per share	5 536							
Present value of CV per share	3 114							
Present Value of DPS	977							
TOTAL PRESENT VALUE	4 091							
Target Price (CZK)	4 503							

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

- Dividendový diskontní model ukazuje 12-měsíční cílovou cenu akcií Komerční banky ve výši 4 503 CZK. Závěr modelu DDM doplňujeme tradiční analýzou citlivosti na změny vstupních parametrů modelu:

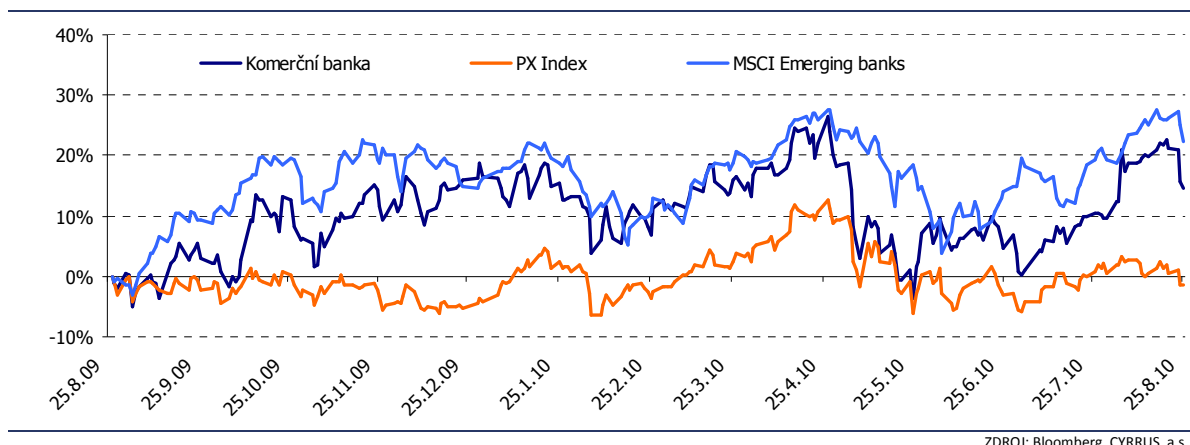
Analýza citlivosti modelu DDM na změny vstupních parametrů						
		Terminal ROE				
		12,5%	14,5%	16,5%	18,5%	20,5%
Cost of equity	9,1%	4 044	4 668	5 291	5 914	6 537
	9,6%	3 745	4 305	4 866	5 426	5 986
	10,1%	3 490	3 997	4 503	5 010	5 517
	10,6%	3 270	3 731	4 192	4 652	5 113
	11,1%	3 080	3 500	3 921	4 342	4 762

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

- Akcie Komerční banky za poslední rok posílily o cca 15% k hodnotě 3900 CZK za akcii (závěrečný kurz z 24.8.2010). Od vydání našeho posledního reportu k tomuto titulu (16.12.2010) akcie KB nicméně spíše stagnovaly, přesněji posílily o 2,6%. Tím se potvrdilo naše investiční doporučení „Držet“. Z níže uvedeného grafu je patrné, že akcie KB se pohybují v poměrně těsné korelaci s indexem MSCI emerging banks a naopak svým výkonem překonaly index PX.

Srovnání vývoje akcií KB, indexu PX a indexu MSCI emerging banks



- Komerční banka v prvním pololetí letošního roku hospodařila lépe než jsme v naší předchozí analýze očekávali, příznivější je především vývoj nákladů rizika. Spolu s poklesem diskontní sazby se tak tento vývoj odrazil ve vyšší cílové ceně pro akcie Komerční banky. Model DDM ukazuje na **12-měsíční cílovou cenu ve výši 4 503 CZK** (vs. předchozí cílová cena 3 950 CZK). Tato cena je o 17 % vyšší než aktuální tržní cena (závěrečná cena z 25.8.2010), **proto zvyšujeme naše investiční doporučení ze stupně „Držet“ na stupeň „Koupit“**.

ZKRÁCENÉ PRO-FORMA VÝKAZY A FINANČNÍ UKAZATELE

Zkrácené pro-forma výkazy a finanční ukazatele								
INCOME STATEMENT		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
<i>(mil. CZK)</i>								
Net interest Income		18 674	21 262	21 241	21 548	22 266	23 471	24 842
Fees & Commissions		9 283	8 050	7 839	7 960	8 193	8 532	8 810
Other net op. Income		1 566	4 402	3 114	3 052	3 220	3 332	3 449
Total net revenues		29 665	33 714	32 194	32 559	33 679	35 335	37 101
Operating Costs		13 558	14 507	13 521	13 099	13 517	14 234	15 061
Costs of risk		1 364	2 970	5 083	3 450	3 218	3 306	3 423
Pre-tax profit		14 328	16 257	13 550	15 494	16 745	17 696	18 517
Tax		3 103	3 024	2 454	2 711	3 014	3 185	3 333
Net Income		11 225	13 233	11 096	12 783	13 731	14 511	15 184
Minorities		37	72	89	77	69	73	76
Net Income after m.		11 188	13 161	11 007	12 706	13 663	14 438	15 108
BALANCE SHEET		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
<i>(mil. CZK)</i>								
Net Loans		304 938	364 040	372 303	373 305	396 768	445 241	491 599
Provisions		9 626	12 027	14 352	15 283	19 022	20 443	20 654
Gross loans		314 564	376 067	386 655	388 588	415 789	465 684	512 253
Loans to banks		203 690	146 098	131 271	131 271	135 209	139 265	143 443
Fair Value assets		31 914	37 250	24 442	25 175	25 931	26 708	27 510
AVS assets		81 826	88 350	114 067	117 489	121 014	118 593	122 151
HTM assets		2 999	1 300	6 785	6 989	7 198	7 450	7 711
Total Assets		661 819	699 044	695 076	700 025	734 148	788 866	847 883
Shareholder's equity		49 594	61 842	67 534	72 616	78 081	83 857	89 900
Deposits		540 230	554 570	551 808	540 772	556 995	588 744	619 358
Bank deposits		12 268	11 114	18 739	19 395	19 977	20 576	21 193
Bonds		27 917	24 128	18 172	18 535	18 906	19 284	19 670
Fair Value liabilities		7 725	20 154	12 273	12 641	13 020	13 411	13 813
RATIOS & MULTIPLES		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Earnings per share	(CZK)	294	346	290	334	359	380	397
Payout ratio	(x)	0,61	0,52	0,59	0,60	0,60	0,60	0,60
Dividend per share	(CZK)	180	180	170	201	216	228	238
Dividend yield	(%)	4,6%	4,6%	4,4%	5,1%	5,5%	5,8%	6,1%
ROaE	(%)	22,5%	23,6%	17,0%	18,1%	18,1%	17,8%	17,4%
ROaA	(%)	1,8%	1,9%	1,6%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%
Cost-income-ratio	(%)	45,7%	43,0%	42,0%	40,2%	40,1%	40,3%	40,6%
Net interest margin	(%)	3,1%	3,2%	3,4%	3,2%	3,4%	3,5%	3,6%
Cost of risk	(bp)	43	79	131	89	77	71	67
Loans/Deposits	(%)	56,4%	65,6%	67,5%	69,0%	71,2%	75,6%	79,4%
Deposits/Loans	(%)	177,2%	152,3%	148,2%	144,9%	140,4%	132,2%	126,0%
Effective tax rate	(%)	21,7%	18,6%	17,7%	17,5%	18,0%	18,0%	18,0%
P/E	(x)	13,2	11,3	13,5	11,7	10,8	10,3	9,8
P/BV	(x)	3,0	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	1,6

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

**Informace CYRRUS, a.s. dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci
investičních doporučení**

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

- a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **26.8.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	5	38,5
Akumulovat	4	30,8
Držet	2	15,4
Prodat	2	15,4

- b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvlášť pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

Koupit:

Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Akumulovat:

Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Držet

Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

Prodat

Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz
Peter Dömeny	Brno	domeny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem 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 obchodů 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 nenesе 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 uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. 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