

16.12.2009

KOMERČNÍ BANKA
bankovníctví

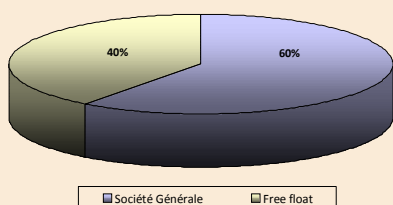
Nové doporučení: Držet (Hold)
Předchozí doporučení: Držet (Hold)

Cílová cena: 3 950 CZK
Předchozí cílová cena: 2 900 CZK

Vývoj akcií Komerční banky



Struktura akcionářů Komerční banky



Základní informace o akciích KB

| | |
|-------------------------|--------------|
| Data ke dni: | 15.12.2009 |
| Cena akcie: | 3 800 CZK |
| Počet vydaných akcií: | 38 mil. |
| Tržní kapitalizace CZK: | 144 mld. |
| Tržní kapitalizace EUR: | 5,5 mld. |
| 52-week max: | 3 941 CZK |
| 52-week min: | 1 520 CZK |
| Průměrný denní objem: | 250 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) | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Čisté provozní výnosy | 29 665 | 33 714 | 33 230 | 33 911 | 35 528 |
| Zisk před zdaněním | 14 328 | 16 257 | 13 238 | 14 253 | 16 444 |
| Čistý zisk | 11 188 | 13 161 | 10 803 | 11 629 | 13 417 |
| Zisk na akcii (EPS) | 294 | 346 | 284 | 306 | 353 |
| Dividenda na akcii (DPS) | 180 | 180 | 156 | 168 | 194 |
| Dividendový výnos | 4,8% | 4,8% | 4,2% | 4,5% | 5,2% |
| ROaE | 22,5% | 23,6% | 17,6% | 18,3% | 19,4% |
| ROaA | 1,78% | 1,93% | 1,59% | 1,75% | 1,94% |
| Cost-Income-Ratio | 45,7% | 43,0% | 42,2% | 41,9% | 41,6% |
| P/BV (x) | 2,9 | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,0 |
| P/E (x) | 12,7 | 10,8 | 13,2 | 12,3 | 10,6 |

Zdroj: KB, CYRRUS, a.s.

- Hospodářské výsledky Komerční banky za dosavadních devět měsíců letošního roku ukázaly, že banka je schopna se s nepříznivými ekonomickými podmínkami zatím vypořádat velmi dobře. Ztráta dynamiky růstu úvěrového trhu a pokles poplatků jsou kompenzovány efektivní kontrolou provozních nákladů, za meziroční pokles čistého zisku tak mohou především výrazně vyšší náklady rizika. Ty však nedosahují takových úrovní, jako jsme v předchozí analýze očekávali, což se příznivě odráží v naší projekci finančních výkazů.
- KB má proti většině ostatních CEE bank, jejichž akcie jsou obchodovány na burzách, několik podstatných výhod, díky nimž je považována za jednu z nejstabilnějších a nejméně rizikových bank v regionu. První výhodou je bezproblémová likvidita banky, související se stále nízkým poměrem úvěrů ke vkladům (70% 2009E). Díky ní banka nemusí spoléhat na financování na velkoobchodním trhu a zároveň má dostatečný prostor pro úvěrovou expanzi v době očekávaného ekonomického oživení bankovního trhu v ČR (2011 a dále). Poměr úvěrů ke vkladům se sice kvůli očekávanému rychlejšímu růstu úvěrů než vkladů bude postupně zvyšovat, po dobu první fáze našeho modelu DDM (do roku 2015) však zůstane bez problémů pod hranicí 100%.
- Další výhodou KB, kterou investoři v současné době oceňují, je skutečnost, že banka působí na relativně rozvinutém trhu v ČR a nemá expozici vůči problémovým trhům jako je Ukrajina, Pobaltí, Rumunsko či Maďarsko. Růstový potenciál českého trhu přitom ani zdaleka ještě není vyčerpán vzhledem ke stále nízkým úrovním průvěrovanosti trhu a pokračujícímu procesu dohánění průměru EU. Banka disponuje dostatečným kapitálovým polštářem, přesto je schopna generovat nadprůměrnou rentabilitu vlastního kapitálu. Tyto zmíněné výhody KB se však odrážejí na ocenění jejich akcií. Ty se obchodují s výraznou premií vůči peer group.
- Pro ocenění akcií KB jsme použili tradiční dvoufázový dividendový diskontní model (DDM). V modelu jsme posunuli první fázi projekce na roky 2010-2015, pro druhou fázi počítáme s dlouhodobě udržitelnou výší ROE 18% a růstem 3% při diskontní míře 10,8%. **Model indikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu akcií KB 3 950 CZK.** Tato cílová cena převyšuje aktuální tržní cenu akcií KB (3 800 CZK, závěrečný kurz k 15.12.2009) o 4%, proto ponecháváme naše investiční doporučení na stupni „Držet“ („Hold“).

HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ZA 9M2009

Hospodářské výsledky za 9M2009 ukazují stabilitu výnosů na pozadí nárůstu nákladů rizika

Prakticky bez překvapení – tak se dají jednoduše shrnout hospodářské výsledky Komerční banky za třetí kvartál a potažmo prvních 9 měsíců letošního roku. Všechny hlavní očekávané trendy se potvrdily, od útlumu výnosů přes nákladové úspory až po silný meziroční nárůst nákladů rizika. Čistý zisk 8,44 mld. Kč za je mírně pod naším očekáváním, nicméně prakticky jen kvůli podprovozním položkám. Pohled na samotný třetí kvartál ukazuje, že výnosy jsou pod určitým tlakem nepříznivých ekonomických podmínek, Komerční banka je však zatím stále schopna snižovat náklady. Největší potíží v hospodaření banky je tak silný meziroční nárůst nákladů rizika, který však nevybočuje z mezí očekávaných trhů, ani z hodnot oznamovaných jinými bankami v regionu.

| Hospodářské výsledky za 9M2009 | | | | | | |
|--------------------------------|--------|-------------------|--------------------|--------|--------|---------------------------|
| (mil. CZK) | 3Q2009 | 3Q2009e CYRRUS | Tržní konsensus | 3Q2008 | y/y | Skutečnost / konsensus |
| Čistý úrokový příjem | 5 484 | 5 470 | 5 570 | 5 276 | 3,9% | -1,5% |
| Poplatky a provize | 1 918 | 1 899 | 1 930 | 1 989 | -3,6% | -0,6% |
| Čisté provozní výnosy | 8 141 | 8 358 | 8 250 | 8 267 | -1,5% | -1,3% |
| Provozní náklady | -3 410 | -3 469 | -3 590 | -3 456 | -1,3% | -5,0% |
| Náklady rizika | -1 327 | -1 427 | -1 340 | -729 | 82,0% | -1,0% |
| Zisk před zdaněním | 3 288 | 3 396 | 3 330 | 4 271 | -23,0% | -1,3% |
| Čistý zisk pro akcionáře | 2 676 | 2 780 | 2 720 | 3 461 | -22,7% | -1,6% |

| (mil. CZK) | 9M2009 | 9M2009e CYRRUS | Tržní konsensus | 9M2008 | y/y | Skutečnost / konsensus |
|--------------------------|---------|-------------------|--------------------|---------|--------|---------------------------|
| Čistý úrokový příjem | 16 504 | 16 490 | 16 590 | 15 586 | 5,9% | -0,5% |
| Poplatky a provize | 5 739 | 5 720 | 5 751 | 6 048 | -5,1% | -0,2% |
| Čisté provozní výnosy | 25 114 | 25 330 | 25 222 | 24 446 | 2,7% | -0,4% |
| Provozní náklady | -10 343 | -10 402 | -10 523 | -10 662 | -3,0% | -1,7% |
| Náklady rizika | -4 160 | -4 259 | -4 172 | -1 639 | 153,8% | -0,3% |
| Zisk před zdaněním | 10 331 | 10 439 | 10 373 | 12 190 | -15,3% | -0,4% |
| Čistý zisk pro akcionáře | 8 438 | 8 541 | 8 481 | 9 873 | -14,5% | -0,5% |

ZDROJ: KB, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Obr. 1: Hospodářské výsledky KB za 9M2009

U poplatků je krize vidět nejvíce, naopak úrokovým výnosům pomáhá vyšší úroková marže

Provozní výnosy banky zůstávají meziročně v růstu (+2,7%), nicméně v samotném třetím kvartále již je vidět vyšší tlak nepříznivého ekonomického prostředí a meziroční mírný pokles čistých výnosů. V souladu s naším očekáváním jsou tyto podmínky nejvíce patrné na výnosech z poplatků a provizí. Ty ve 3Q2009 dosáhly 1,92 mld. Kč, což je meziroční pokles o 3,6%, my jsme očekávali ještě o něco vyšší pokles na 1,90 mld. Kč. Ve srovnání s druhým čtvrtletím poklesly poplatky z transakcí (-1,8% q/q) a poplatky z křížového prodeje (-19,8% q/q), naopak stále solidně si vedou poplatky související s úvěry (+6,6% q/q). Za celých 9M2009 se výnosy z poplatků propadly o 5,1%, nicméně po očištění od mimořádných položek je tento pokles nižší, cca 2,2% y/y.

U čistého úrokového příjmu se i nadále pozitivně projevují vyšší úrokové marže u úvěrů, které dokáží více než kompenzovat přetrvávající tlak u depozitních marží. Navíc u úvěrů stále roste i celkový objem poskytnutých úvěrů (v 3Q2009 to bylo o 1 mld. Kč více, což znamená +0,3% q/q, ale stále +5,2% y/y), zatímco u vkladů dochází k meziročním i mezikvartálním poklesům (-4,8% resp. -1,4%). Ty jsou způsobeny výrazným propadem vkladů podniků (ty tvoří cca polovinu všech vkladů KB), což pochopitelně souvisí se současnou ekonomickou situací, tzn. podniky jsou nuceny i nadále využívat svých hotovostních rezerv k financování provozu. Čistý úrokový příjem z depozit tak meziročně za 9M2009 vzrostl pouze o 1%, zatímco čistý úrokový příjem z úvěrů vzrostl o 14% y/y.

U výnosů z obchodování a ostatních výnosů jsme očekávali o něco vyšší čísla, nakonec dosáhly výnosy z finančních operací ve 3Q2009 699 mil. Kč, my jsme očekávali o více než 200 mil. Kč lepší výsledek. Mezikvartálně se jedná o 22% pokles. Ten je způsoben především poklesem u výnosů z obchodování s cennými papíry (především u dluhopisů kvůli nižším kreditním spreadům a úrokovým sazbám), naopak se objevily první známky oživení poptávky po instrumentech měnového zajištění.

Silnou stránkou KB zůstává efektivní kontrola nákladů, náklady rizika rostou, ale mírněji než jsme původně předpokládali

Solidní je vývoj provozních nákladů, které ve 3Q2009 zůstaly ještě níže než bylo naše očekávání (3,41 mld. Kč vs. očekávání 3,47 mld. Kč) a výrazně níže než očekával trh (3,59 mld. Kč). Meziročně se jedná o 1,3% pokles, za celých 9M potom pokles činí solidní 3%. Poměr provozních nákladů k výnosům, již tak tradičně nízký u KB, se tak dostal na velmi nízkou úroveň 41,5%. Náklady rizika v 3Q2009 meziročně vzrostly o 82% na 1,33 mld. Kč, mezikvartálně o 6%, my jsme očekávali ještě vyšší číslo. Určitým pozitivním překvapením je stagnace podílu nestandardních úvěrů na úrovni 89,5% (tedy stejně jako v 2Q2009). I přesto krytí NPL opravnými položkami opět mírně pokleslo pod 55% úroveň.

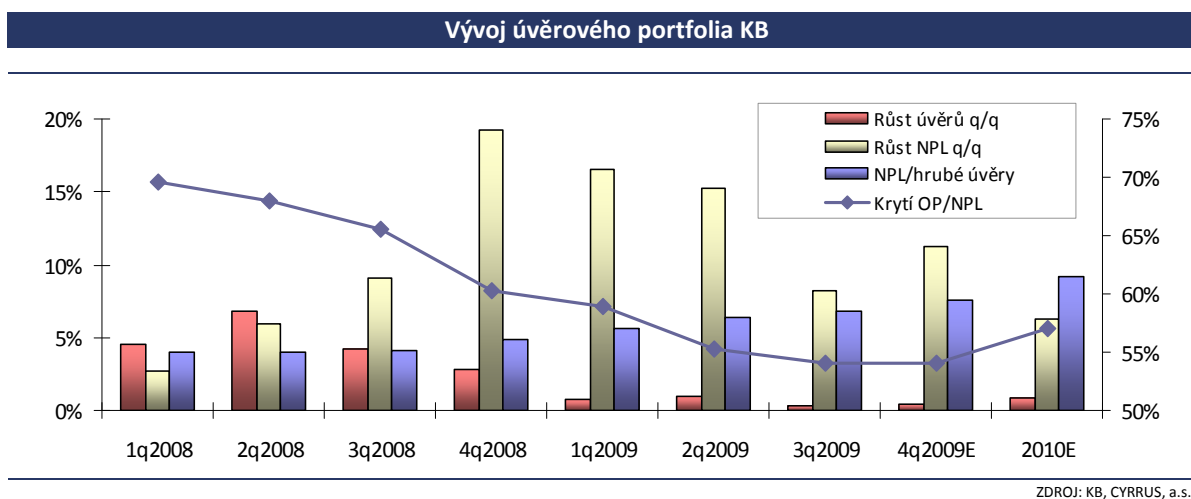
Naopak hůře dopadly výsledky z majetkových účastí, které ve 3Q2009 přispěly do výsledovky KB ztrátou před zdaněním 116 mil. Kč (ztráta účastníků penzijního připojištění) a vyústily tak v celkový zisk před zdaněním ve výši 3,29 mld. Kč. Po odečtení efektivní míry daně 17,9% dosáhla Komerční banka čistého zisku 2,7 mld. Kč, což je meziroční pokles o 22,3%. Po odečtení podílu zisku připadajícího minoritním akcionářům dosáhl čistý zisk 2,68 mld. Kč, za celých 9M2009 potom 8,44 mld. Kč (-14,5% y/y). V anualizovaném vyjádření tak dosáhl čistý zisk na akcii EPS 296 Kč.

AKTUALIZOVANÝ VÝHLED HOSPODAŘENÍ

Ekonomické prostředí se od poloviny roku, kdy jsme vydávali předchozí analýzu KB, stabilizovalo více, než jsme očekávali. Ačkoliv zatím není jasné, jaká část stabilizace a oživení globální a potažmo evropské ekonomiky souvisí s dočasnými podpůrnými opatřeními, díváme se nyní na vývoj ekonomiky a tedy i bankovního trhu v ČR o něco optimističtěji než tomu bylo v první polovině roku.

Následující tabulka ukazuje vývoj úvěrového portfolia KB z hlediska dynamiky růstu celkových úvěrů i vývoje zdraví těchto úvěrů v mezikvartálním srovnání. Na obrázku je patrné výrazné utlumení růstu objemu hrubých úvěrů od konce roku 2008. Předchozí tempa mezikvartálního růstu o cca 5% se během roku 2009 snížila téměř k nule a velmi plytký vývoj lze očekávat i v roce 2010 (očekáváme celkový růst objemu hrubých úvěrů o cca 3,5% y/y na 399 mld. CZK). Naproti tomu je vidět silný nárůst úvěrů se selháním (NPL), jejichž podíl na celkových úvěrech by letos měl dosáhnout 7,6% a v příštím roce se zvýšit k hranici 9%.

Růst úvěrového portfolia se téměř zastavil, v příštím roce očekáváme jen mírný růst objemu úvěrů KB



Obr. 2: Vývoj úvěrového portfolia KB

Krytí úvěrů v selhání opravnými položkami se snížilo k hranicím, jejichž prolomení již neočekáváme

Z grafu nicméně také vidíme, že dynamika růstu NPL se spíše snižuje a svého vrcholu již zřejmě dosáhla v období 4Q2008-1Q2009 (zde je nutno připomenout jednorázový vliv defaultu Moravia Energo). Na pravé ose je potom znázorněn vývoj krytí NPL opravnými položkami. Zde dochází v průběhu posledních dvou let k postupnému poklesu z relativně vysokých předkrizových úrovní kolem 70% až na 54% v 3Q2009. Otázkou zůstává, do jaké míry tento trend odráží vyšší spoléhání se na kolaterál, jenž sebou přináší problém likvidity a tržní hodnoty. Předpokládáme, že tato relativně nízká úroveň krytí NPL se udrží i v 4Q, v příštím roce v modelu počítáme s mírným nárůstem k hodnotě 57%.

Dosavadní průběh ekonomické krize zřetelně prokázal stabilitu českého bankovního sektoru, jeho více než dostatečnou kapitálovou vybavenost a „netoxičnost“ aktiv českých bank. To vše platí i o Komerční bance, která si tak postupně u investorů opět buduje svoji tradiční pověst stabilního středoevropského finančního ústavu. Pohled na následující obrázek nám ukáže, že toto vnímání je postaveno na reálných základech.

Kapitál, náklady rizika a rentabilita

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kapitálová přiměřenost Tier 1 | 10,8% | 10,1% | 10,8% | 12,4% | 12,7% | 12,6% | 12,7% |
| Čisté úvěry v selhání/Tier 1 | 15,3% | 11,6% | 23,3% | 37,5% | 41,9% | 43,1% | 38,0% |
| Náklady rizika | 0,69% | 0,43% | 0,79% | 1,45% | 1,29% | 0,95% | 0,86% |
| PPP*/Čisté úvěry | 5,44% | 5,15% | 5,28% | 5,12% | 5,16% | 5,09% | 5,05% |
| ROE | 18,2% | 22,5% | 23,6% | 17,6% | 18,3% | 19,7% | 20,4% |
| Pre-provision ROE | 22,6% | 31,6% | 38,8% | 30,4% | 32,0% | 31,5% | 31,9% |
| RoRWA | 3,2% | 3,8% | 3,9% | 3,7% | 3,9% | 4,3% | 4,5% |

* Pre-provision Profit – zisk před opravnými položkami a daněmi

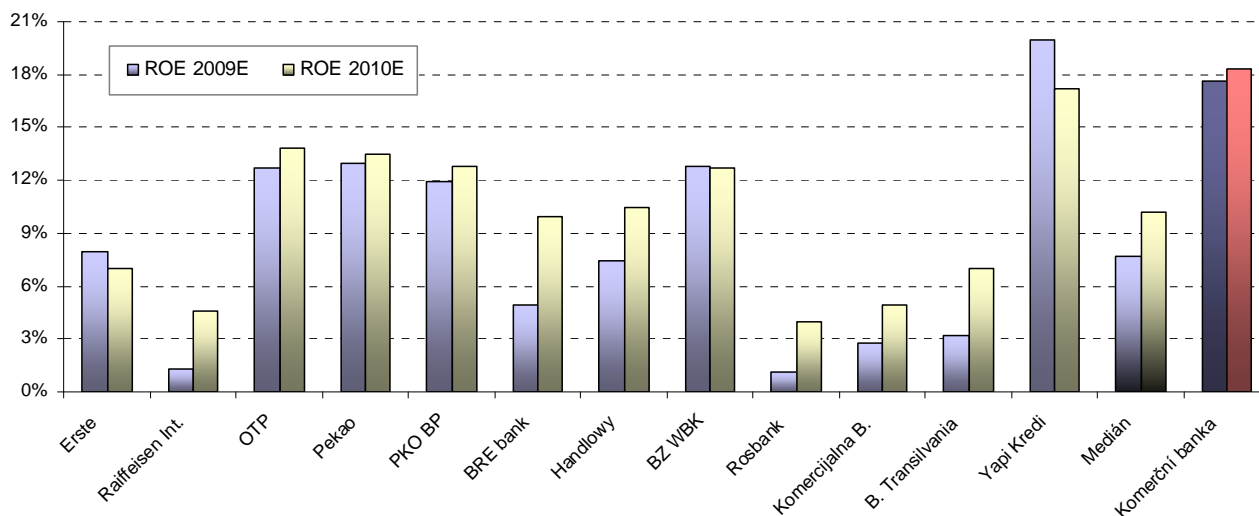
ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

Obr. 3: Kapitál, náklady rizika a rentabilita

Kapitálový polštář Komerční banky je jednou z hlavních konkurenčních výhod ve srovnání s jinými bankami v regionu CEE...

Komerční banka dosahuje v průběhu krize stále velmi solidního zisku, což v kombinaci s výraznou ztrátou dynamiky růstu úvěrů a bilance obecně (včetně rizikově vážených aktiv RWA) znamená růst kapitálové přiměřenosti nad 12% (tier 1 ratio), tedy výrazně nad hranice dobře kapitalizované banky. Dobrá ziskovost Komerční banky je v tabulce (obr. 3) dokumentována také vývojem rentability vlastního kapitálu i rizikově vážených aktiv. ROE sice letos klesne pod 20%, nicméně hodnoty kolem 18% lze na pozadí současného ekonomického prostředí i výkonnosti jiných bank v regionu považovat za vysoce nadprůměrné (viz následující graf).

Srovnání vývoje rentability vlastního kapitálu bank v CEE



ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Obr. 4: Srovnání ROE bank v CEE

...i v případě extrémně negativního scénáře dalšího vývoje české ekonomiky by KB byla schopna udržet bez problémů dostatečný kapitálový polštář

Náklady rizika sice rostou a za letošní rok se přiblíží hranici 150 bp, přesto je vývoj pozitivnější než jsme predikovali v naší předchozí analýze z července 2009 (tehdy jsme předpokládali nárůst nákladů rizika 2009 až na 170 bp). V tabulce na obr. 3 ukazujeme poměr zisku před opravnými položkami a daněmi (pre-provision profit, PPP) na celkových úvěrech. Tento poměr se u KB pohybuje kolem 5% a udává nám de facto ziskový polštář, který KB generuje k pokrytí případných ztrát z úvěrů. Jinými slovy, aby náklady rizika umazaly veškerý provozní zisk, musely by dosáhnout cca 500 bp (5%) ve srovnání se současnou úrovní kolem 150 bp (viz výše). Z toho vyplývá, že ani další výrazné zhoršení kvality úvěrů KB by s největší pravděpodobností nevedlo ke ztrátě před zdaněním a negativním důsledkům pro kapitálovou přiměřenost.

OCENĚNÍ AKCIÍ KOMERČNÍ BANKY

K ocenění akcií Komerční banky jsme jako obvykle použili dividendový diskontní model...

...který indikuje 12-ti měsíční cílovou cenu ve výši 3950 Kč

Pro ocenění akcií Komerční banky jsme tradičně použili dvoustupňový dividendový diskontní model (DDM). První fázi modelu jsme posunuli o jeden rok, tj. na roky 2010 až 2015. Druhá fáze, pokračující hodnota (continuing value, CV), je následně odvozena od očekávaného dlouhodobého nominálního růstu a dlouhodobé rovnovážné hodnoty rentability vlastního kapitálu (ROE). Vzhledem k současné turbulentní situaci na trhu doplňujeme ocenění akcií Komerční banky porovnáním multiplikátoru P/BV a rentability ROE s ostatními bankami v regionu.

Požadovaná míra výnosnosti ve srovnání s předchozí analýzou (červenec 2009) klesla o půl procentního bodu z 11,3% na 10,8%. Hlavním důvodem poklesu nákladů kapitálu je pokles výnosů dlouhodobých státních dluhopisů, tedy benchmarku bezrizikové sazby na trhu. Dále předpokládáme stabilní dividendový výplatní poměr na úrovni 55% čistého zisku. Pro druhou fázi počítáme s 3% dlouhodobou mírou růstu, 18% udržitelnou rentabilitou vlastního kapitálu (ROE) a tedy implikovanou P/BV ve výši 1,92x (minule ROE 17% a P/BV 1,65x).

| Dividendový diskontní model | | | | | | | |
|-------------------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e |
| Equity | 66 006 | 72 043 | 78 312 | 84 951 | 91 995 | 99 577 | 107 484 |
| Net Income | 11 629 | 13 417 | 15 672 | 16 597 | 17 610 | 18 956 | 19 767 |
| ROE | 18,3% | 19,4% | 20,8% | 20,3% | 19,9% | 19,8% | 19,1% |
| Dividends | 6 396 | 7 379 | 9 403 | 9 958 | 10 566 | 11 373 | 11 860 |
| DPS | 168,3 | 194,1 | 247,4 | 262,0 | 278,0 | 299,2 | 312,0 |
| DPS net | 143,0 | 165,0 | 210,3 | 222,7 | 236,3 | 254,3 | 265,2 |
| Discount rate | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% |
| Discounted dividends | 129,1 | 134,4 | 154,6 | 147,7 | 141,5 | 137,4 | 129,3 |
| LT Growth rate | 3,0% | | | | | | |
| ROE | 18,0% | | | | | | |
| Discount rate | 10,8% | | | | | | |
| Implied P/BV | 1,92 | | | | | | |
| BVPS | 2 620 | | | | | | |
| Continuing Value per share | 5 035 | | | | | | |
| Present value of CV per share | 2 720 | | | | | | |
| Present Value of DPS | 845 | | | | | | |
| TOTAL PRESENT VALUE | 3 565 | | | | | | |
| Target Price (CZK) | 3 950 | | | | | | |

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 5: Dividendový diskontní model

Z výše uvedené tabulky vyplývá současná hodnota akcie Komerční banky 3 565 CZK, což dává dvanáctiměsíční cílovou cenu **3 950 CZK**. Tento závěr modelu DDM doplňujeme analýzou citlivosti na změnu vstupních parametrů modelu:

| Analýza citlivosti modelu DDM na změny vstupních parametrů | | | | | | |
|--|-------|--------------|-------|--------------|-------|-------|
| | | Terminal ROE | | | | |
| | | 14,0% | 16,0% | 18,0% | 20,0% | 22,0% |
| Cost of equity | 9,8% | 3 612 | 4 099 | 4 586 | 5 072 | 5 559 |
| | 10,3% | 3 362 | 3 803 | 4 244 | 4 686 | 5 127 |
| | 10,8% | 3 146 | 3 548 | 3 950 | 4 352 | 4 753 |
| | 11,3% | 2 958 | 3 325 | 3 693 | 4 060 | 4 428 |
| | 11,8% | 2 792 | 3 130 | 3 467 | 3 805 | 4 142 |

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 6: Citlivostní analýza

Závěru modelu DDM doplňujeme analýzou srovnání ocenění akcií Komerční banky a ostatních bank působících v regionu CEE (peer group). Komerční banka patří k dlouhodobě nejvýše oceněným bankám v CEE dle ukazatelů P/BV i P/E. Tato prémie ocenění vůči peer group vychází z dlouhodobě nadprůměrné výkonnosti KB z hlediska rentability vlastního kapitálu a také ze stability a relativně nižší rizikovosti aktiv KB.

Srovnání tržního ocenění Komerční banky a peer group

| Bank | ROE 2009E | ROE 2010E | Cena akcie* | P/BV 2009E | P/BV 2010E | P/E 2009E | P/E 2010E |
|--------------------|--------------|--------------|----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Erste | 7,9% | 7,0% | 27,4 | 0,85 | 0,80 | 12,9 | 11,7 |
| Raiffeisen Int. | 1,3% | 4,6% | 42,4 | 1,18 | 1,15 | 59,2 | 27,5 |
| OTP | 12,7% | 13,8% | 5517 | 1,24 | 1,13 | 10,4 | 10,2 |
| Pekao | 13,0% | 13,5% | 168,5 | 2,44 | 2,31 | 19,6 | 17,6 |
| PKO BP | 11,9% | 12,8% | 37,8 | 2,37 | 2,25 | 18,1 | 17,4 |
| BRE bank | 4,9% | 9,9% | 252,7 | 1,83 | 1,64 | 37,6 | 16,6 |
| Handlowy | 7,4% | 10,5% | 71,3 | 1,53 | 1,46 | 20,8 | 14,9 |
| BZ WBK | 12,8% | 12,7% | 177 | 2,30 | 2,05 | 18,1 | 16,1 |
| Rosbank | 1,1% | 4,0% | 101 | 1,40 | 1,36 | n.a. | 44,3 |
| Komercijalna Banka | 2,8% | 4,9% | 27886 | 0,82 | 0,79 | 24,2 | 15,0 |
| Banca Transilvania | 3,2% | 7,0% | 2,28 | 1,51 | 1,41 | 45,6 | 21,5 |
| Yapi Kredi Bankasi | 20,0% | 17,2% | 3,16 | 1,63 | 1,37 | 9,0 | 8,5 |
| Median | 7,7% | 10,2% | - | 1,52 | 1,39 | 19,6 | 16,4 |
| Komerční banka | 17,6% | 18,3% | 3750 | 2,35 | 2,16 | 13,2 | 12,3 |

* Závěrečná cena ze dne 14.12.2009

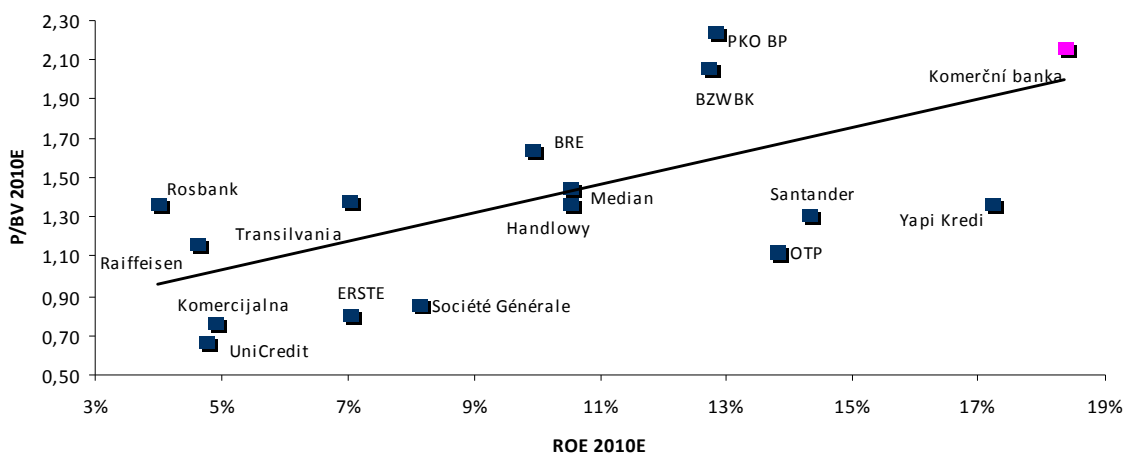
ZDROJ: KB, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Obr. 7: Srovnání tržního ocenění Komerční banky a peer group

KB se obchoduje s premií vůči peer group, ta je však oprávněná vzhledem k vysoce nadprůměrné rentabilitě vlastního kapitálu KB

Komerční banka se obchoduje za 2,35x BV09E resp. 2,16x BV10E. Tyto hodnoty jsou značně nad mediánem peer group (1,52x resp. 1,39x BV), což odpovídá výše uvedené hypotéze o dlouhodoběji nadprůměrně oceněným akciím KB. Sloupce v tabulce na obr. 7 ukazující očekávanou rentabilitu vlastního kapitálu však zároveň jednoznačně ukazují hlavní příčinu tohoto vysokého ocenění: Komerční banka dosahuje téměř dvojnásobné ROE než průměrná banka v regionu CEE. K tomu připočteme nadprůměrné provozní ukazatele jako je poměr provozních nákladů k výnosům, stabilní podnikatelské prostředí a relativně vysoký výplatní poměr. Ocenění KB dle P/BV se tedy jeví jako oprávněně vysoké.

Srovnání ROE a P/BV peer group

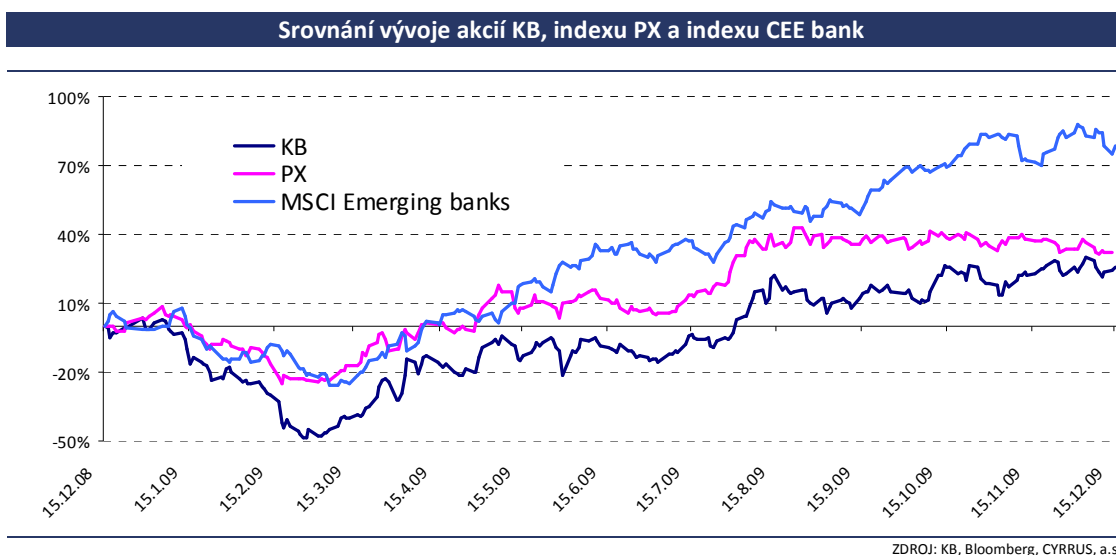


ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 8: Srovnání ROE a P/BV peer group

SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

Akcie Komerční banky dosáhly svého dna v únoru letošního roku, kdy si klesly až na úroveň 1520 Kč (tj. o 66% pod maximy v květnu 2008). Poté začaly díky stabilizaci finančních trhů, pozitivnímu tržnímu sentimentu a lepším makrodatům ze světové ekonomiky silně růst a v tomto růstovém trendu zůstávají akcie do dnešní doby. Při aktuální tržní ceně akcií KB na úrovni 3800 Kč tak akcie od svého únorového dna zaznamenaly 250% nárůst.



Obr. 9: Srovnání ROE a P/BV peer group

Hospodářské výsledky Komerční banky za dosavadních devět měsíců letošního roku ukázaly, že banka je schopna se s nepříznivými ekonomickými podmínkami zatím vypořádat velmi dobře. Ztráta dynamiky růstu úvěrového trhu a pokles poplatků jsou kompenzovány efektivní kontrolou provozních nákladů, za meziroční pokles čistého zisku tak mohou především výrazně vyšší náklady rizika. Ty však nedosahují takových úrovní, jako jsme v předchozí analýze očekávali, což se příznivě odráží v naší projekci finančních výkazů.

Výhodou KB je příznivý likvidní profil banky, stabilní podnikatelské prostředí a stále ještě značný růstový potenciál českého bankovního trhu

Komerční banka má proti většině ostatních bank z regionu CEE, jejichž akcie jsou obchodovány na burzách, několik podstatných výhod, díky nimž je považována za jednu z nejstabilnějších a nejméně rizikových bank v peer group. První výhodou je bezproblémová likvidita banky, související se stále nízkým poměrem úvěrů ke vkladům (70% 2009E). Další výhodou KB, kterou investoři v současné době oceňují, je skutečnost, že banka působí na relativně rozvinutém trhu v ČR a nemá expozici vůči problémovým trhům jako je Ukrajina, Pobaltí, Rumunsko či Maďarsko. Růstový potenciál českého trhu přitom ani zdaleka ještě není vyčerpán vzhledem ke stále nízkým úrovním průvěrovanosti trhu a pokračujícímu procesu dohánění průměru EU. Banka disponuje dostatečným kapitálovým polštářem, přesto je schopna generovat nadprůměrnou rentabilitu vlastního kapitálu. Tyto zmíněné výhody KB se však odrážejí na ocenění jejich akcií. Ty se obchodují s výraznou premií vůči peer group.

Náš dividendový diskontní model potvrzuje závěry srovnávací analýzy, podle níž jsou akcie KB oceněny přibližně správně. Model DDM dává **12-měsíční cílovou cenu akcií Komerční banky ve výši 3 950 CZK**. Tato cílová cena převyšuje aktuální tržní cenu akcií KB o 4%, proto ponecháváme naše investiční doporučení na stupni „**DRŽET**“.

ZKRÁCENÉ PRO-FORMA VÝKAZY A FINANČNÍ UKAZATELE

Zkrácené pro-forma výkazy a finanční ukazatele

| INCOME STATEMENT | | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e |
|------------------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>(mil. CZK)</i> | | | | | | | |
| Net interest Income | | 18 674 | 21 262 | 21 999 | 22 428 | 23 396 | 26 499 |
| Fees & Commissions | | 9 283 | 8 050 | 7 665 | 7 881 | 8 314 | 8 712 |
| Other net op. Income | | 1 566 | 4 402 | 3 566 | 3 601 | 3 817 | 3 932 |
| Total net revenues | | 29 665 | 33 714 | 33 230 | 33 911 | 35 528 | 39 143 |
| Operating Costs | | 13 558 | 14 507 | 14 024 | 14 193 | 14 779 | 15 600 |
| Costs of risk | | 1 364 | 2 970 | 5 587 | 5 164 | 4 129 | 4 185 |
| Pre-tax profit | | 14 328 | 16 257 | 13 238 | 14 253 | 16 444 | 19 208 |
| Tax | | 3 103 | 3 024 | 2 343 | 2 566 | 2 960 | 3 457 |
| Net Income | | 11 225 | 13 233 | 10 895 | 11 688 | 13 484 | 15 751 |
| Minorities | | 37 | 72 | 93 | 58 | 67 | 79 |
| Net Income after m. | | 11 188 | 13 161 | 10 803 | 11 629 | 13 417 | 15 672 |
| BALANCE SHEET | | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e |
| <i>(mil. CZK)</i> | | | | | | | |
| Net Loans | | 304 938 | 364 040 | 367 855 | 376 182 | 407 959 | 455 958 |
| Provisions | | 9 626 | 12 027 | 17 614 | 22 778 | 26 908 | 31 093 |
| Gross loans | | 314 564 | 376 067 | 385 469 | 398 960 | 434 866 | 487 050 |
| Loans to banks | | 203 690 | 146 098 | 126 000 | 129 780 | 133 673 | 137 684 |
| Fair Value assets | | 31 914 | 37 250 | 38 500 | 39 655 | 40 845 | 42 070 |
| AVS assets | | 81 826 | 88 350 | 110 438 | 113 751 | 117 163 | 120 678 |
| HTM assets | | 2 999 | 1 300 | 6 500 | 6 695 | 6 896 | 7 137 |
| Total Assets | | 661 819 | 699 044 | 655 785 | 672 723 | 713 601 | 771 162 |
| Shareholder's equity | | 49 594 | 61 842 | 60 772 | 66 006 | 72 043 | 78 312 |
| Deposits | | 540 230 | 554 570 | 526 842 | 534 744 | 556 134 | 578 379 |
| Bank deposits | | 12 268 | 11 114 | 12 225 | 12 592 | 12 970 | 13 359 |
| Bonds | | 27 917 | 24 128 | 22 922 | 23 380 | 23 848 | 24 325 |
| Fair Value liabilities | | 7 725 | 20 154 | 18 139 | 18 683 | 19 243 | 19 821 |
| RATIOS & MULTIPLES | | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e |
| Earnings per share | (CZK) | 294 | 346 | 284 | 306 | 353 | 412 |
| Payout ratio | (x) | 0,61 | 0,52 | 0,55 | 0,55 | 0,55 | 0,55 |
| Dividend per share | (CZK) | 180 | 180 | 156 | 168 | 194 | 227 |
| Dividend yield | (%) | 4,8% | 4,8% | 4,2% | 4,5% | 5,2% | 6,0% |
| ROaE | (%) | 22,5% | 23,6% | 17,6% | 18,3% | 19,4% | 20,8% |
| ROaA | (%) | 1,8% | 1,9% | 1,6% | 1,8% | 1,9% | 2,1% |
| Cost-income-ratio | (%) | 45,7% | 43,0% | 42,2% | 41,9% | 41,6% | 39,9% |
| Net interest margin | (%) | 3,1% | 3,2% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% |
| Cost of risk | (bp) | 43 | 79 | 145 | 129 | 95 | 86 |
| NPL/gross loans | (%) | 4,1% | 4,8% | 7,6% | 9,2% | 9,5% | 9,1% |
| NPL coverage | (%) | 75,3% | 66,3% | 60,1% | 62,1% | 65,1% | 64,0% |
| Effective tax rate | (%) | 21,7% | 18,6% | 17,7% | 18,0% | 18,0% | 18,0% |
| P/E | (x) | 12,7 | 10,8 | 13,2 | 12,3 | 10,6 | 9,1 |
| P/BV | (x) | 2,9 | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,0 | 1,8 |

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 **16.12.2009**:

| Stupeň doporučení | Počet | Podíl v % |
|-------------------|-------|-----------|
| Koupit | 0 | 0,0 |
| Akumulovat | 2 | 20,0 |
| Držet | 6 | 60,0 |
| Prodat | 2 | 20,0 |

- 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:

Tituly ČR: 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:

Tituly ČR: 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

Tituly ČR: 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

Tituly ČR: 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.

Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databázi Bloomberg, příp. Reuters.

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 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 nenese 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. 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