

czwartek, 11 grudnia 2014 | aktualizacja raportu

Komercni Banka: redukuje (podwyższona)

KOMB CP; BKOM.PR | Banki, Czechy

Wyniki pod presją

Podwyższamy naszą rekomendację dla Komercni Banka ze sprzedaży do redukcji oraz 9-miesięczną ceną docelową do poziomu 4 549 CZK na akcję. Chociaż kurs akcji spadł (w USD) o 0,5% od początku roku Komercni Banka zachowywał się znacznie lepiej od indeksu WIG Banki (-8,0%) oraz indeksu MSCI EME Financials (-23,6%). Uważamy, iż Komercni Banka oferuje z jednej strony jedną z najwyższych dywidend w sektorze, ale z drugiej strony będzie musiał się zmagać z równie trudnym środowiskiem operacyjnym co polskie banki. Ze względu na wyższą dywidendę uważamy, iż historyczne dyskonto z jakim Komercni Banka było notowane do banków polskich powinno się zawęzić.

Zbyt optymistyczne oczekiwania rynku

Podwyższyliśmy nasze prognozy o 2% na rok obecny ze względu na znacznie niższe od oczekiwań saldo rezerw. Niemniej jednak uważamy, iż wynik na działalności bankowej zawiódł w 2014 roku zarówno rynek, jak i pierwotne oczekiwania Spółki. W 2015 roku oczekujemy dalszej presji na wyniki, przez co obniżyliśmy nasze oczekiwania o 5,8%. Nasze prognozy znajdują się o 3,1% poniżej średnich oczekiwań rynku na rok 2015 (według Bloomberg) oraz o 5,2% na rok 2016.

Kolejny rok presji na wyniki

Zarząd przedstawił swoje oczekiwania odnośnie wyników banku w 2015 roku. Komercni Banka zakłada stabilny wynik na działalności bankowej, przy wzroście wyniku odsetkowego i spadku wyniku z tytułu prowizji i opłat o 2-3%. Marża odsetkowa, według Zarządu, pozostanie pod presją ze względu na niskie środowisko stóp procentowych. Bank oczekuje wzrostu kredytów na poziomie 5-6%. Bank utrzyma także dyscyplinę kosztową, ale oczekuje normalizacji po stronie kosztów ryzyka (około 35 p.b.). Nasze oczekiwania są zgodne z prognozami Zarządu, co implikuje spadek zysku netto w 2015 roku o 1,6%.

Wysoka dywidenda

Z jednym z najwyższych współczynników wypłacalności w regionie Zarząd Komercni Banka postanowił zwiększyć poziom wypłaty dywidendy do 70-100%. Oczekujemy, iż Komercni Banka będzie mogło wypłacać około 90% zysku netto w najbliższych latach tak, aby wskaźnik wypłacalności nie spadł poniżej wewnętrznego limitu 15-16%. Przekłada się to na dividend yield na poziomie 6,1% w latach 2015-16.

Zasługuje na dyskonto do polskich banków

Obecnie, Komercni Banka notowany jest na wskaźniku 2015 P/E 14,9x z 5% premią do polskich banków (14,2x). Uważamy, iż premia Komercni Banka do polskiego sektora jest nieuzasadniona ze względu na słabsze perspektywy rynku w kolejnych latach. Uważamy, iż bank nadal zasługuje na dyskonto względem polskiego sektora bankowego aczkolwiek jego historyczny 13% poziom jest zbyt wysoki ze względu na ponadprzeciętną dywidendę.

(mln CZK)	2013	2014P	2015P	2016P
Wynik odsetkowy	21 207	21 396	21 642	22 904
Wynik pozaodsetkowy	9 687	9 087	9 027	9 138
Koszty operacyjne	13 148	13 026	13 069	13 335
Zysk operacyjny*	17 746	17 456	17 601	18 706
Zysk netto	12 528	12 667	12 468	13 066
Koszty/przychody (%)	42,6	42,7	42,6	41,6
ROE (%)	13,1	13,3	12,9	13,5
P/E (x)	14,8	14,7	14,9	14,2
P/BV (x)	2,0	1,9	1,9	1,9
DPS	230,0	230,0	300,0	300,0
Stopa dywidendy (%)	4,7	4,7	6,1	6,1

*Zysk operacyjny przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	4 920 CZK
Cena docelowa	4 549 CZK
Kapitalizacja	185,8 mld CZK
Free float	112,2 mld CZK
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	411,3 mln CZK

Struktura akcjonariatu

Société Générale S.A.	60,40%
Pozostali	39,60%

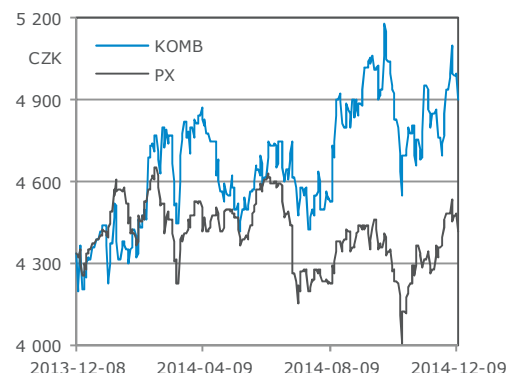
Profil spółki

Komercni Banka jest jednym z największych banków w Czechach. Bank prowadzi uniwersalną działalność obsługując zarówno korporacje, jak i klientów detalicznych. Bank doceniany jest przez inwestorów za wysoki współczynnik wypłaty dywidendy oraz wysokie wskaźniki adekwatności kapitałowej.

Ważne daty

12.02.2015 – publikacja skonsolidowanego raportu rocznego za rok 2014

Kurs akcji KOMB na tle PX



Analityk:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl

Podsumowanie inwestycyjne

Podwyższamy naszą rekomendację dla Komercni Banka ze sprzedaj do redukuj jednocześnie podwyższając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 4 549 CZK/akcję. Uważamy, iż Komercni Banka w dalszym ciągu zasługuje na dyskonto do polskiego sektora bankowego chociaż niższe. Oczekujemy, iż w kolejnym roku Komercni tak samo jak polski sektor bankowy borykać się będzie z problemami takimi jak niskie środowisko stóp procentowych czy presja na dochody pozaodsetkowe (np. obniżka opłaty interchange). Prognoza Zarządu na 2015 rok implikuje presję na marżę, słaby wynik prowizyjny, wzrastający koszt ryzyka, a w efekcie, według nas, spadek zysku netto. Uważamy, iż wysoka dywidenda, którą możemy również znaleźć w polskich bankach (Bank Pekao oraz Bank Handlowy), nie uzasadnia całkowitego zamknięcia dyskonta na jakim bank był historycznie notowany. Uważamy, iż pomimo trudnego roku 2015, a szczególnie 1H'15, polski sektor nadal przedstawia się jako bardziej atrakcyjna alternatywa dla Komercni Banka, zaś sam bank uważamy za przewartościowany.

Prognozy Zarządu Komercni Banka oraz mDM

Zmiana R/R	2014P		2015P	
	KB*	mDM	KB**	mDM
Wynik odsetkowy	+2%	+0,9%	+	+1,2%
NIM (p.b.)	do -5 p.b.	-14 p.b.	(-)	-6 p.b.
Wzrost kredytów	+6%	+2,2%	+5-6%	+4,3%
Prowizje i opłaty	(-)	-5,0%	(2%-3%)	-2,0%
Wynik handlowy		-10,0%	+	+3,0%
WNDB	+0,9-1,0%	-1,3%	=	+0,6%
Koszty ogółem	+1%	-0,9%	=	+0,3%
Koszt Ryzyka	=	-9 p.b.	~35 p.b.	31 p.b.
Wyplata dywidendy			70-100%	89%

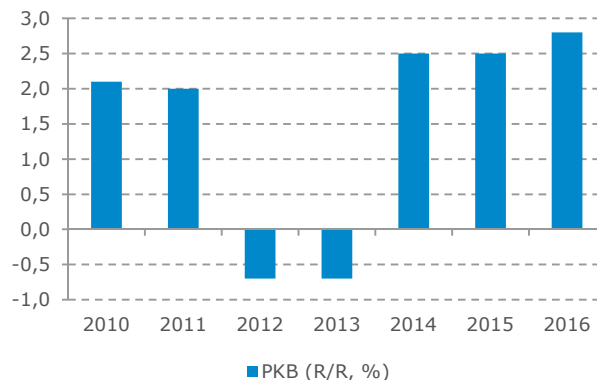
*prognoza z 3Q'13; **prognoza z 3Q'14

Źródło: Komercni Banka, Dom Maklerski mBanku

Otoczenie makroekonomiczne

Bazując na szacunkach czeskiego Banku Centralnego oczekujemy wzrostu gospodarczego na poziomie 2,5% w latach 2014-15 oraz lekkiego przyspieszenia do 2,8% w 2016 roku (2,3% w 2014 oraz 2015 według założeń KB oraz 2,5% i 2,7% według założeń CS). Wzrost gospodarczy w roku obecnym wsparty jest przez popyt wewnętrzny, niskie środowisko stóp procentowych, osłabienie waluty oraz powrót do inwestycji rządowych. Ponadto, wzrost gospodarczy powinien przełożyć się na poprawę na rynku pracy, co skutkuje spadkiem stopy bezrobocia. Bank Centralny przewiduje, że środowisko stóp procentowych utrzyma się na rekordowo niskim poziomie aż do 2016 roku, co przełoży się na utrzymanie waluty na poziomie 27 CZK / EUR co najmniej do 1Q 2016. W 2Q 2016 Bank Centralny przewiduje podwyżki stóp procentowych na poziomie około 0,8%. BC oczekuje, iż inflacja stopniowo będzie wzrastać i przekroczy 2 p.p w 2016 roku.

Czechy: Wzrost PKB (%)



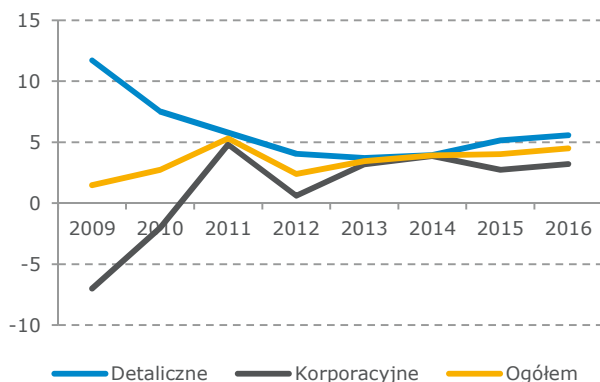
Źródło: Bank Centralny, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z prognozami Banku Centralnego oczekujemy, iż niskie środowisko stóp procentowych utrzyma się aż do 2016 roku. Niemniej jednak w 2016 roku, zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi (Bloomberg), zakładamy podwyżkę stóp zaledwie o 50 p.b., a nie o 80 p.b. jak zakłada Bank Centralny. Jednocześnie, średnie oczekiwania rynkowe wskazują, iż rentowności 10-letnich obligacji pozostaną na niskim poziomie <1,5% przez kolejne 3 lata.

Kredyty

Oczekujemy, iż wzrost kredytów w Czechach będzie się stopniowo poprawiał w kolejnych latach. Według danych dla monetarnych instytucji finansowych, kredyty ogółem od początku roku (do września) wzrosły o 1,9%, głównie dzięki wzrostowi kredytów hipotecznych (+3,8% YTD). Rosnące zainteresowanie kredytami hipotecznymi widoczne jest również po stronie oprocentowania gdzie spread do średniego 3M PRIBORu zawęził się o 21 p.b. w przeciągu 12 miesięcy. Silny wzrost akcji kredytowej zanotował także sektor rządowy (+14,8% YTD), aczkolwiek z niskiej bazy. Uważamy, iż za relatywnie niskim poziomem wzrostu akcji kredytowej po stronie detalicznej stoi awersja czeskiego klienta do ryzyka. Nasza teoria znajduje potwierdzenie we wskaźniku obciążenia z tytułu rat do dochodów, który w Czechach znajdował się średnio na poziomie 13-14% w latach 2010-2012 oraz wskaźnikiem LTV średnio na poziomie 58,9%. Niską skłonność do ryzyka obrazuje również korelacja wzrostu PKB oraz kredytów detalicznych. Uważamy, iż wraz z poprawą sytuacji makroekonomicznej w kolejnych latach rynkowy wzrost kredytów znajdzie się na poziomie 4,0% w 2015 oraz 4,5% w 2016. Jednocześnie zaznaczamy, iż penetracja kredytów w Czechach znajduje się na znacznie niższym poziomie niż w strefie euro. Uważamy, iż stwarza to dobre perspektywy dla rynku szczególnie po stronie detalicznej, gdzie luka w penetracji stopniowo się niweluje.

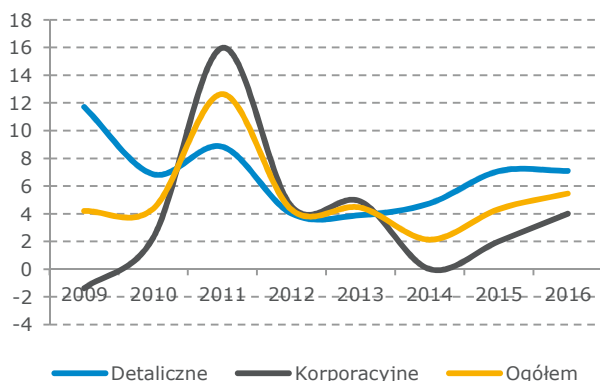
Czechy: Wzrost kredytów (%)



Źródło: Bank Centralny, Dom Maklerski mBanku

Oczekujemy, iż wzrost gospodarczy przełoży się na bardziej dynamiczny wzrost kredytów w Komerční Banku. Niemniej jednak wzrost ten pozostanie nadal poza zasięgiem, który osiągną banki porównywalne w Polsce. Od początku roku kredyty brutto ogółem w Komerční Banku wzrosły o 0,7% przy 2,3% wzroście w segmencie kredytów detalicznych oraz przy spadku 0,7% w kredytach korporacyjnych. Na uwagę zasługują kredyty hipoteczne w Komerční Banku, które urosły o 6,3% od początku roku. Oczekujemy, iż kredyty netto w Komerční Banku wzrosną o 4,3% w 2015 roku oraz o 5,5% w 2016.

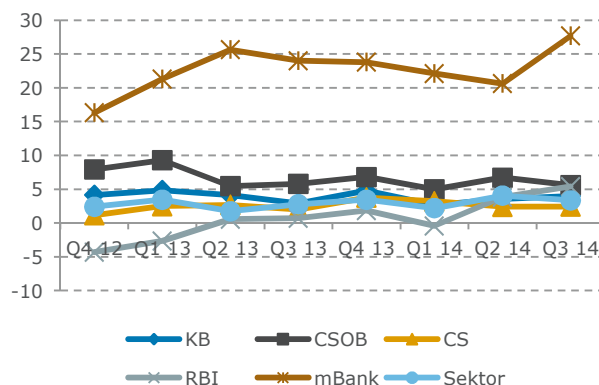
Komerční Banka: Wzrost kredytów (%)



Źródło: Komerční Banka, Dom Maklerski mBanku

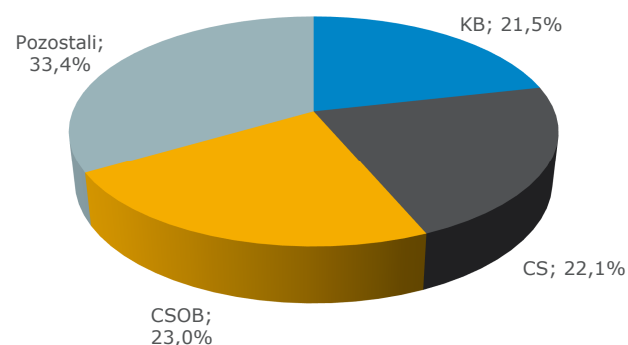
Niska dynamika wzrostu kredytów charakteryzuje nie tylko Komerční Banka, ale również pozostałych głównych graczy rynku. Wzrost kredytów KB od początku roku (+0,7% w 4Q'13-3Q'14) jest porównywalny z Česká Spořitelna (+0,5%; Erste Bank), ale słabszy od CSOB (+4,1%; KBC). Silny wzrost akcji kredytowej jest wyraźny wśród znacznie mniejszych banków takich jak Raiffeisen (+4,1%) czy mBank (+21,1%), które dopiero budują swoją pozycję na rynku. Niemniej jednak trzech głównych graczy rynku posiada obecnie około 67% rynku

Czechy: Wzrost kredytów banków (% R/R)



Źródło: Banki, Dom Maklerski mBanku

Udziały rynkowe w kredytach

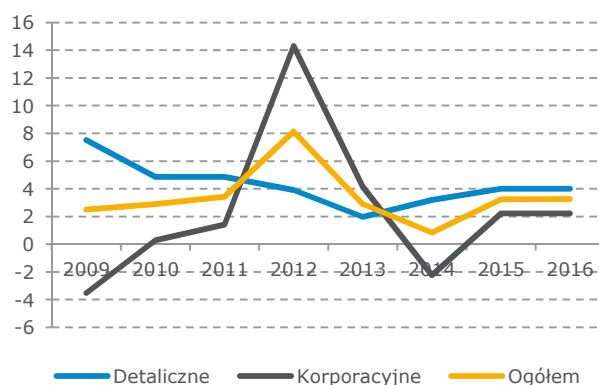


Źródło: Banki, Bank Centralny, Dom Maklerski mBanku

Depozyty

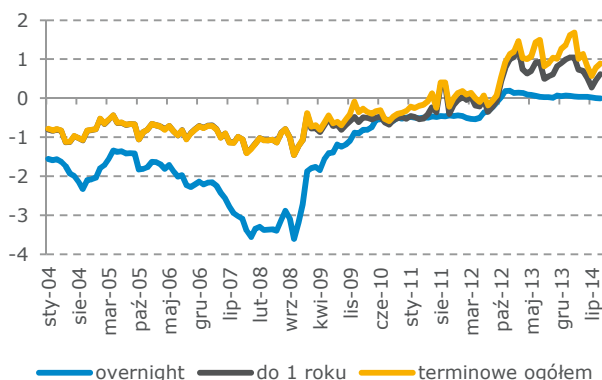
Rynek depozytów od początku roku (do 3Q'14) zanotował lekki spadek (-0,6%) przy jednoczesnym wzroście depozytów detalicznych (+3,2%) i spadkiem depozytów korporacyjnych (-5,4%). Pomimo wyraźnego spadku oprocentowania depozytów terminowych w Czechach (-42 p.b. od początku roku do 3Q'14) to stawki nadal pozostają znacznie powyżej 3M PRIBORu (+89 p.b.) wskazując na nieustępującą konkurencję. W całym 2014 roku oczekujemy wzrostu depozytów na poziomie 0,8% R/R. Jednocześnie, wraz z mocniejszą akcją kredytową w latach 2015-16 oczekujemy przyspieszenia również po stronie depozytów do poziomu odpowiednio 3,2-3,3%. Wskaźnik kredytów do depozytów w omawianym okresie nie powinien przekroczyć 71%.

Czechy: Wzrost depozytów (%)



Źródło: Bank Centralny, Dom Maklerski mBanku

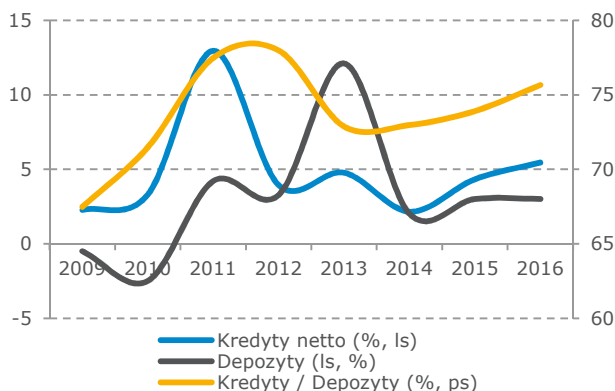
Czechy: Spread depozytów do 3M PRIBORu (p.b.)



Źródło: Bank Centralny, Dom Maklerski mBanku

Oczekujemy, iż depozyty w Komerční Banka będą rosły w wolniejszym tempie niż kredyty. Wskaźnik kredytów do depozytów w banku jest na bezpiecznym poziomie 70% dzięki czemu Komerční Banka nie potrzebuje konkurować na wymagającym rynku. Niemniej jednak, aby zabezpieczyć się przed nadmiernym odpływem depozytów Komerční Banka wprowadził programy lojalnościowe takie jak „Moje Odmeny”. Oczekujemy, iż wzrost depozytów w Komerční Banka wyniesie 3,0% w 2015 oraz 2016 roku.

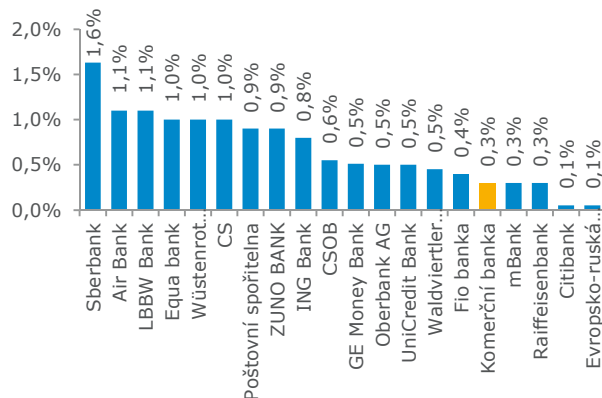
Komerční Banka: Wzrost kredytów i depozytów (%)



Źródło: Bank Centralny, Dom Maklerski mBanku

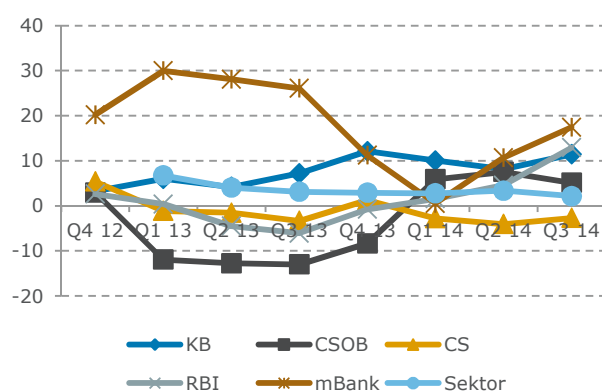
Sytuacja na rynku depozytów indywidualnych w Czechach pozostaje wymagająca. Podobnie jak w przypadku kredytów, rynek jest napędzany przez mniejszych graczy, którzy szukają większego udziału w rynku zdominowanym przez trzech głównych graczy. Naszą tezę potwierdzają dostępne dane rynkowe, które wskazują na wysoki wzrost depozytów (od początku roku do 3Q'14) wśród małych graczy takich jak mBank (14,4%) czy RBI (+7,0%) wobec niskiego wzrostu u liderów rynku (CSOB -0,7%; CS -8,0% czy KB +4,6%). Jednocześnie, na koniec 3Q'14 Ceska Sporitelna, CSOB oraz KB posiadały udział w rynku na poziomie 58%. Silna konkurencja po stronie depozytowej spowodowała ujemną marżę po stronie indywidualnych depozytów terminowych, gdzie oprocentowanie na poziomie 0,97% znacząco przekracza poziom 3M PRIBORu na poziomie 0,35%. W podziale na poszczególne banki, najwyższe stawki depozytów oferują obecnie Sberbank (1,63%), a następnie Air Bank, LLBW Bar (1,1%) oraz CS, Equa Bank, Wüstenrot (1,0%). Według zestawienia, KB ze stawką na poziomie 0,3% znajduje się pośród banków z najniższym oprocentowaniem depozytów na rynku.

Czechy: Oprocentowanie depozytów terminowych



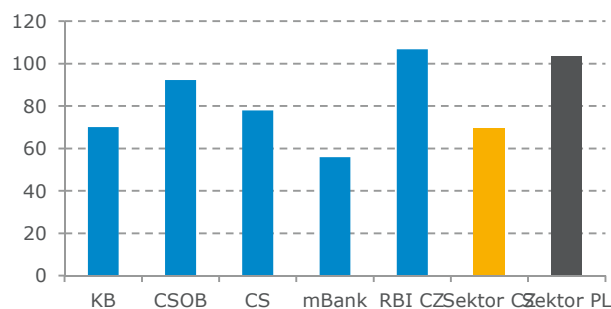
Źródło: Air Bank, Dom Maklerski mBanku

Wzrost depozytów banków w Czechach (% R/R)



Źródło: Banki, Dom Maklerski mBanku

Kredyty do depozytów banków w Czechach (% 3Q'14)

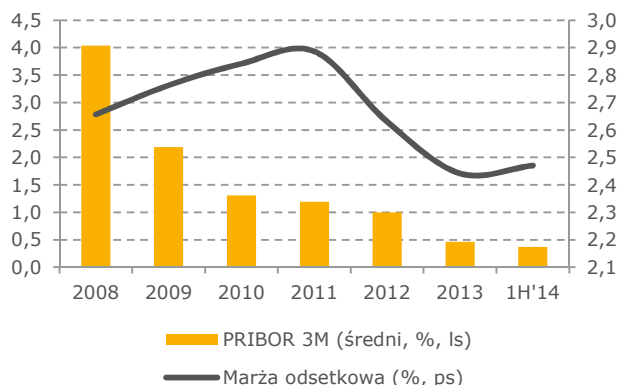


Źródło: Banki, Dom Maklerski mBanku

Presja na marżę pozostaje

Marża odsetkowa (do średnich aktywów) w Czechach na poziomie 2,47% w 1H'14 znajdowała się na wyższym poziomie niż marża w polskim sektorze bankowym na poziomie 2,29% w analogicznym okresie. Marża w Czechach znajduje się na wyższym poziomie pomimo niższego środowiska stóp procentowych z średnim 3M PRIBORem na poziomie 0,37% wobec średniego 3M WIBORu na poziomie 2,61%. Zwracamy również uwagę, iż marża odsetkowa w bankach w krajach Europy rozwiniętej znajduje się na średnim poziomie 1,1%, co może wskazywać kierunek konwergencji w długim terminie. Uważamy, iż marża odsetkowa w sektorze ulegnie dalszemu pogorszeniu ze względu na silną konkurencję po stronie depozytów terminowych oraz na zmieniającą się strukturę portfela kredytowego w kierunku niskomarżowych kredytów hipotecznych.

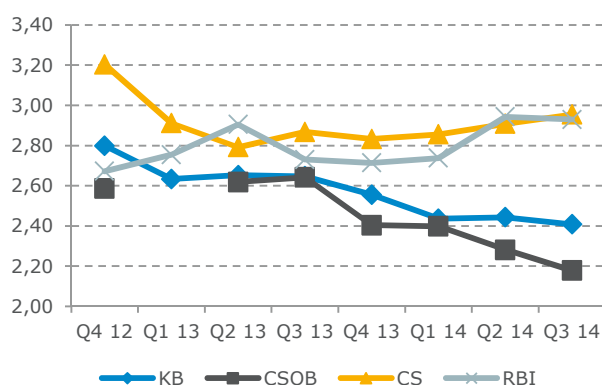
Czechy: Marża odsetkowa i średni 3M PRIBOR (%)



Źródło: Bank Centralny, Dom Maklerski mBanku

Marża odsetkowa (do średnich aktywów) Komercni Banka znajduje się pod presją od 2011 roku i oczekujemy, iż będzie znajdowała się również w 2015 roku. Presja na marżę wynika z coraz niższego środowiska stóp procentowych, zmiany kompozycji portfela w kierunku niskomargowych produktów czy też presji cenowej po stronie depozytowej. Oprócz Komercni Banka, presja na marżę jest również widoczna w wynikach CSOB (z 2,64% w 3Q'13 do 2,41% w 3Q'14), chociaż marża odsetkowa w CS oraz RBI uległa w analogicznym okresie znaczącej poprawie o odpowiednio +9 p.b. oraz +20 p.b. Uważamy, iż główny czynnik presji na marżę, czyli niskie środowisko stóp procentowych utrzyma się aż do 2016 roku. Niemniej jednak w 2016 roku zgodnie ze średnimi oczekiwaniami rynkowymi (Bloomberg) zakładamy podwyżkę stóp zaledwie o 50 p.b. (analogicznej podwyżki oczekujemy w Polsce). Przy utrzymującej się konkurencji po stronie depozytowej oczekujemy, iż przełoży się to na presję na marżę również w 2015 roku. Oczekujemy, iż marża odsetkowa KB w 2014 spadnie do poziomu 2,43% (-14 p.b. R/R) oraz do 2,36% w 2015 roku (-6 p.b.), aby następnie nieznacznie wzrosnąć o 4 p.b. do poziomu 2,40% w 2016 roku.

Porównanie NIM banków w Czechach (%)

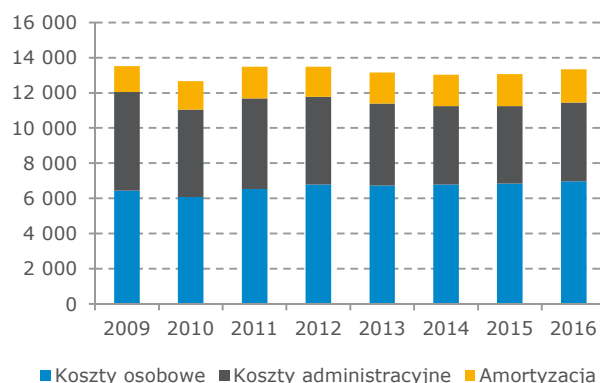


Źródło: Banki, Dom Maklerski mBanku

Koszty pod kontrolą

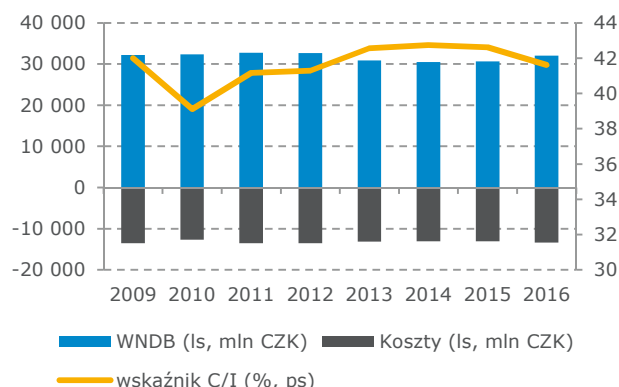
Spadek wyniku na działalności bankowej w 9M'14 o 1,8% R/R pociągnął za sobą większą dyscyplinę kosztową. Komercni Banka ograniczyło koszty o 1,0% R/R w 9M'14 głównie dzięki niższym kosztom administracyjnym (-5,3% R/R) przy jednoczesnym wzroście kosztów osobowych (+0,7% R/R) oraz amortyzacji (+3,8% R/R). Liczba pracowników w grupie spadła w przeciągu 12 miesięcy o 85 osób (1%) przy prawie niezmiennym liczbie oddziałów banku (414, +1 R/R). Wskaźnik kosztów do dochodów w 9M'14 wyniósł 41,9%, nieco powyżej średniej bardzo efektywnego sektora bankowego w Czechach (37,6% dla rynku w 1H'14). Ograniczenie kosztów administracyjnych w Komercni Banka nastąpiło głównie w obszarze infrastruktury oraz telekomunikacji, podczas gdy koszty marketingu pozostały na prawie niezmiennym poziomie. Zarząd Komercni Banka oczekuje, iż koszty pozostaną pod kontrolą także w 2015 roku a ich wzrost uzależniony będzie od dynamiki przychodów. Oczekujemy, iż koszty ogółem pozostaną pod pełną kontrolą w 2015 roku rosnąć zaledwie o 0,3%, aby następnie przyspieszyć do 2,0% w 2016 roku. Wskaźnik kosztów do dochodów pozostanie na poziomie 43% w latach 2014-15, aby następnie nieznacznie się poprawić do poziomu 42% w 2016 roku.

Komercni Banka: Kompozycja kosztów (mln CZK)



Źródło: Komercni Banka, Dom Maklerski mBanku

Komercni Banka: Koszty do dochodów

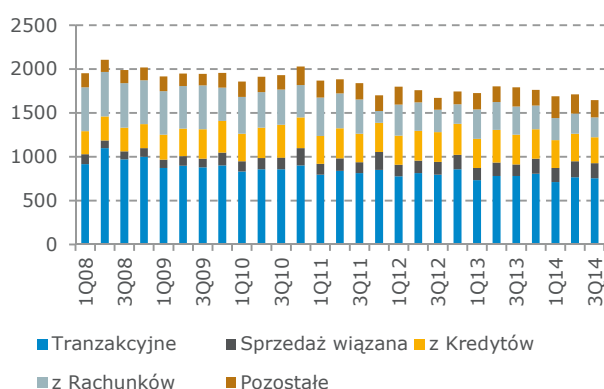


Źródło: Bank Centralny, Dom Maklerski mBanku

Wynik prowizyjny pod presją

Wynik prowizyjny Komercni Banka uległ znacznemu pogorszeniu w przeciągu 9M'14 spadając 5,0% R/R. Niskie środowisko stóp procentowych razem ze wzmożoną presją na ceny depozytów zmusiło KB do wprowadzenia programu lojalnościowego 'MojeOdmeny', który ma za zadanie powstrzymać odpływ klientów. 'MojeOdmeny' jest zbiorem gratyfikacji dla klientów takich jak darmowe rachunki, cashback czy darmowe bankomaty. Wprowadzenie systemu gratyfikacji dla klientów miało negatywny wpływ na prowizję i opłaty z tytułu depozytów, które spadły aż o 28% R/R na koniec 9M'14. Negatywny rozwój prowizji i opłat był również widoczny w segmencie kredytów (-11% R/R) ze względu na słabe wolumeny oraz w prowizjach z transakcji (-3% R/R).

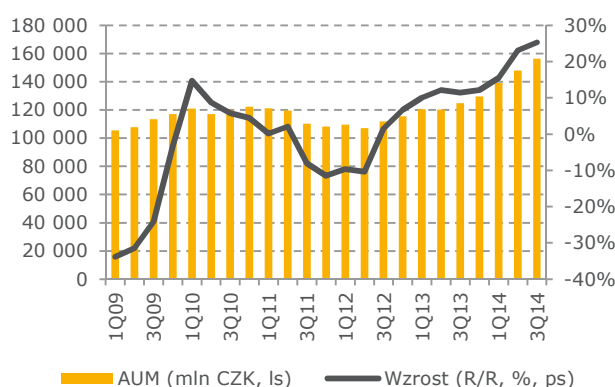
Komercni Banka: Wynik prowizyjny (mln CZK)



Źródło: Komercni Banka, Dom Maklerski mBanku

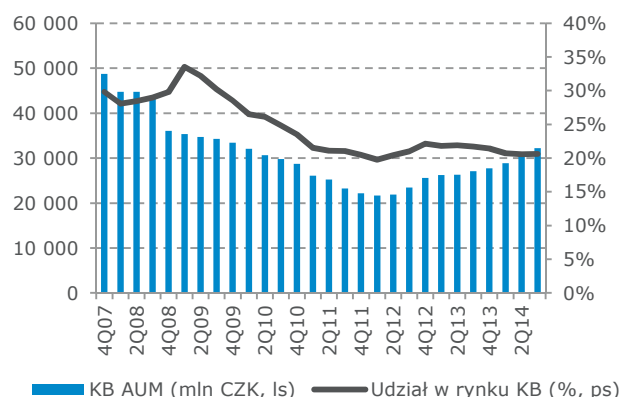
W środowisku niskich stóp procentowych klienci banków szukają alternatywnych źródeł dochodów, co z kolei napędza wzrost aktywów pod zarządzaniem. Według AKAT, aktywa pod zarządzaniem w Czechach wzrosły o 25,3% R/R na koniec 9M'14 oraz o 12,3% na 3-letnim wskaźniku CAGR. Chociaż aktywa pod zarządzaniem KB rosną również w wysokim dwucyfrowym tempie 19,0% R/R to od 4Q'12 bank konsekwentnie traci udział w rynku. Niemniej jednak należy nadmienić, iż udział w rynku KB znajduje się nadal na bardzo wysokim poziomie 21%. Wyższa sprzedaż funduszy inwestycyjnych pozytywnie przekłada się na wynik prowizyjny, który w kategorii sprzedaży wiązanej wzrósł o 21% R/R na koniec 9M'14. Uważamy, iż niskie środowisko stóp procentowych będzie się utrzymywało również w 2015 roku, co w dalszym ciągu będzie wspomagało sprzedaż funduszy inwestycyjnych.

Czechy: AUM funduszy inwestycyjnych



Źródło: AKAT, Dom Maklerski mBanku

Komercni Banka: AUM funduszy inwestycyjnych



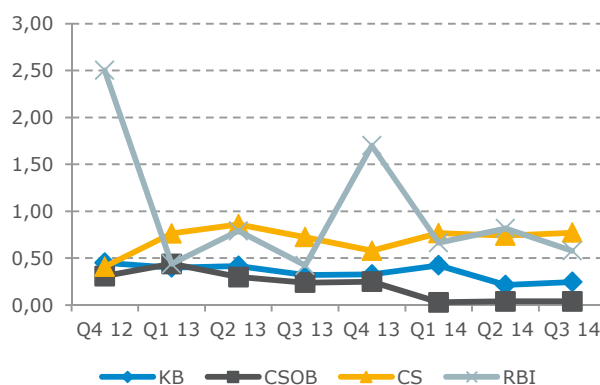
Źródło: AKAT, Dom Maklerski mBanku

Oczekujemy, iż po spadku o 5% w 2014 roku wynik prowizyjny w Komercni Banka spadnie o 2% w 2015 roku oraz wzrośnie o 1,8% w 2016. Uważamy, iż kluczowe dla wyniku prowizyjnego banku w 2015 roku będzie niskie środowisko stóp procentowych, które z jednej strony wyrwie presję ze względu na programy lojalnościowe, zaś z drugiej będzie dalej wspomagać wzrost aktywów pod zarządzaniem. Dodatkowo widzimy realne ryzyko, iż od 2016 roku stawka interchange w Czechach zostanie dostosowana do poziomu UE, który ma zostać zmniejszony do poziomu 0,2-0,3% wobec czeskich banków z opłatą na poziomie około 1%.

Koszt ryzyka i jakość aktywów

Wskaźnik kredytów niepracujących na rynku czeskim zanotował wzrost od początku 2014 roku z poziomu 6,6% do 6,9% na koniec 3Q'14 ze względu na słabszą jakość aktywów segmentu korporacyjnego (z 8,9% do 10,0%). Jednocześnie jakość kredytów detalicznych pozostała na prawie niezmiennym poziomie 4,8% na koniec 3Q'14. Niemniej jednak, w omawianym okresie jakość aktywów największych czeskich banków uległa poprawie lub pozostała na niezmiennym poziomie. Na koniec 3Q'14 wskaźnik NPL w Komercni Banka wyniósł 5,5% (-10 p.b. YTD), CS 4,7% (+8 p.b. YTD) oraz CSOB na poziomie 4,45% (-20 p.b. YTD). Pomimo wzrostu wskaźnika NPL, koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) spadł na rynku do poziomu 48 p.b. (na koniec 1H'14) z 70 p.b. w 2013 roku. Wśród banków na koniec 9M'14 bardzo niski koszt ryzyka charakteryzował CSOB oraz KB (odpowiednio 13 p.b. oraz 30 p.b.), zaś relatywnie wysoki CS (76 p.b.). Jednocześnie, wskaźnik pokrycia rezerwami w CS oraz CSOB znajduje się powyżej 70%, zaś w KB na poziomie 68%.

Porównanie kosztów ryzyka (%)



Źródło: Banki, Dom Maklerski mBanku

Banki: Porównanie wskaźnika NPL (%)

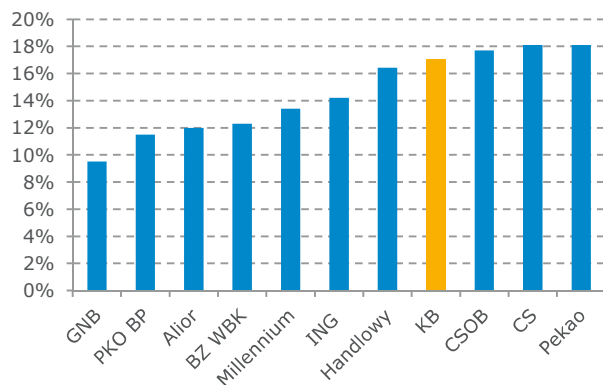
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Czechy							
CS	5,2	5,2	4,7	4,6	4,6	4,6	4,7
RBI	6,7	6,8	6,6	6,8	6,5	6,4	6,1
KB	5,8	5,7	5,8	5,6	5,7	5,5	5,5
CSOB	5,1	5,1	4,9	4,7	4,6	4,4	4,5
Polska							
RBI	9,3	9,7	10,3	10,0	10,0	10,1	10,2
PKO BP	9,2	9,1	8,6	8,2	8,1	7,2	7,1
Pekao	7,5	7,5	7,3	7,3	7,1	7,0	6,9
Handlowy	8,2	7,4	7,2	7,6	6,3	6,2	6,4
ING BSK	4,4	4,8	4,4	4,6	4,6	4,4	4,6
Millennium	5,0	4,6	4,5	4,4	4,3	4,3	4,3
GNB	13,5	13,3	13,4	13,6	12,9	13,7	13,7

Źródło: Banki, Dom Maklerski mBanku

Niski poziom salda rezerw Komercyjnego Banku zawdzięcza głównie segmentowi korporacyjnemu, gdzie koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) w 9M'14 znajdował się na poziomie 22 p.b. wobec 34 p.b. w 9M'13. Koszt ryzyka w działalności detalicznej również uległ poprawie w 9M'14 do poziomu 36 p.b. z 44 p.b. w 9M'13. Zarząd oczekuje normalizacji kosztu ryzyka do poziomu 35-40 p.b. w 2015 roku. Niemniej jednak uważamy, iż prognoza Zarządu może być zbyt konserwatywna szczególnie biorąc pod uwagę poprawiającą się sytuację gospodarczą. Oczekujemy, iż koszt ryzyka w Komercyjnym Banku wzrośnie z poziomu 27 p.b. w 2014 do 31 p.b. w 2015 oraz do 36 p.b. w 2016 roku.

Sytuacja kapitałowa oraz dywidenda

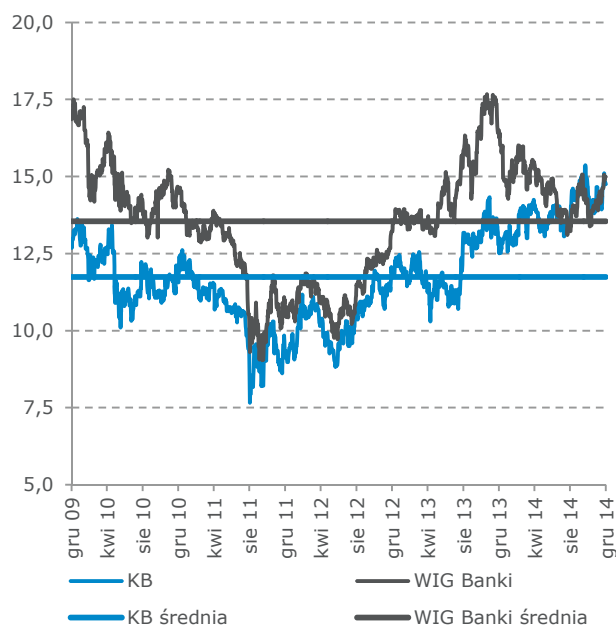
Komercyjny Bank jest jednym z najlepiej skapitalizowanych banków w regionie. Na koniec 9M'14 wskaźnik wypłacalności Tier1 Komercyjnego Banku znajdował się na poziomie 17,1% (powyżej wewnętrznie ustalonego poziomu 15-16%). Wraz z publikacją wyników za 3Q'14 Zarząd przedstawił nową politykę dywidendową, która zakłada wypłatę 70-100% zysku netto. Oczekujemy, iż aby podtrzymać wyższy współczynnik wypłaty oraz jednocześnie nie przekroczyć wewnętrznych limitów, Komercyjny Bank w latach 2015-16 wypłaci 90-91% zysku netto, co przełoży się na dividend yield na poziomie około 6%. Uważamy, iż poziom dywidendy jest atrakcyjny, ale porównywalny z takimi bankami jak Pekao czy Bank Handlowy.

Porównanie wskaźnika Tier 1 (%)

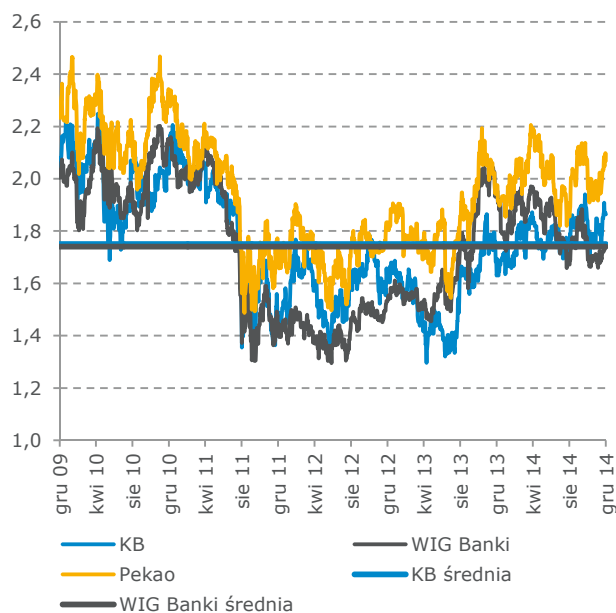
Źródło: Banki, Dom Maklerski mBanku

Wycena

Na naszych prognozach, Komercyjny Bank notowany jest na wskaźniku P/E 15,1x na 2015 oraz 14,4x na 2016, które przekładają się na odpowiednio 5% oraz 17% premię do indeksu WIG Banki. Historycznie, na średnim 5-letnim wskaźniku 12M forward P/E 11,7x bank notowany był z 13% dyskontem do polskiej średniej na poziomie 13,5x, podczas gdy obecnie dyskonto to wynosi zaledwie 2%. Analogicznie, na wskaźniku 12M forward P/BV Komercyjny Bank historycznie notowany było z zaledwie 1% premią wobec 7% premii obecnie.

12M forward P/E

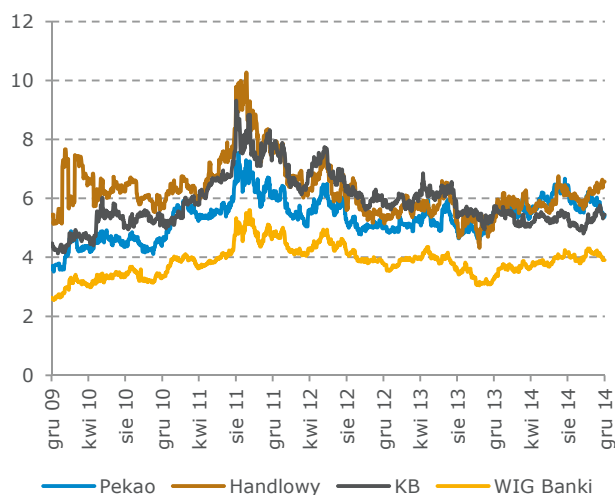
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

12M forward P/BV

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

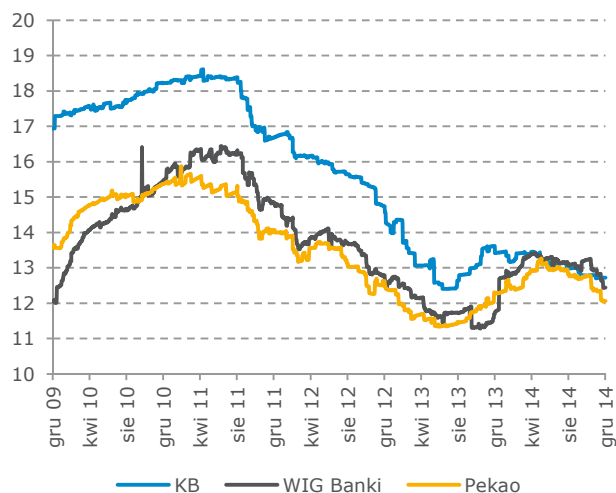
Jednocześnie zaznaczamy, iż średnia prognozowana rentowność Komercni Banka znajduje się obecnie na poziomie szerokiego indeksu WIG Banki, podczas gdy to Komercni Banka historycznie charakteryzowało się znacznie lepszym wskaźnikiem ROE. Z drugiej strony, wskaźnik dywidendy dla Komercni Banka znajduje się powyżej średniego wskaźnika 12M forward dividend yield dla polskich banków, ale na porównywalnym poziomie względem Pekao oraz Banku Handlowego.

12M forward dividend yield



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

12M forward ROE



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Uważamy, iż ze względu na wyższą dywidendę historyczne dyskonto na wskaźniku P/E powinno się zawęzić. Uważamy, iż pomimo trudnego 2015 roku polski sektor bankowy będzie charakteryzował się wyższą dynamiką wolumenów kredytowych oraz w dłuższej perspektywie lepszą rentownością. Ponadto, dywidenda oferowana przez Komercni Banka jest porównywalna z tą oferowaną przez Pekao czy Bank Handlowy, gdzie obecnie widzimy mniejszy potencjał spadku. Naszą 9-miesięczną cenę docelową podwyższamy do poziomu 4 549 CZK na akcję, która implikuje 7,5% potencjał spadku. Nasz koszt kapitału składa się ze stopy wolnej od ryzyka na poziomie 1,5%, premii za ryzyko na poziomie 4,5% oraz parametru Beta na poziomie 1.

Rachunek wyników

(CZK mln)	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14
Wynik odsetkowy	5 452	5 259	5 327	5 293	5 328	5 279	5 335	5 395
Wynik prowizyjny	1 742	1 725	1 800	1 790	1 761	1 690	1 711	1 647
Wynik handlowy	727	597	729	661	503	571	506	646
Pozostałe przychody i dywidendy	30	33	38	30	20	26	36	24
WNDB	7 951	7 614	7 895	7 774	7 612	7 566	7 588	7 712
Koszty operacyjne	-3 643	-3 116	-3 293	-3 266	-3 473	-3 124	-3 201	-3 254
Wynik operacyjny przed rezerwami	4 308	4 498	4 602	4 508	4 139	4 441	4 387	4 458
Koszty ryzyka	-526	-470	-494	-380	-395	-518	-262	-305
Wynik operacyjny	3 782	4 027	4 108	4 128	3 744	3 923	4 125	4 154
Zysk (strata) netto jednostek zależnych	31	35	40	23	110	40	55	48
Wpłata świadczeń planów emerytalnych	-62	-133	-126	-113	-112	-121	-127	-115
Zysk brutto	3 751	3 929	4 022	4 038	3 742	3 843	4 053	4 087
Podatek dochodowy	-634	-705	-753	-710	-657	-666	-638	-729
Zyski udziałowców mniejszościowych	83	78	105	80	114	95	109	90
Zysk netto	3 035	3 146	3 164	3 248	2 970	3 081	3 305	3 268

Bilans

(CZK mln)	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14
Kredyty netto	451 547	454 052	457 551	457 301	473 090	466 168	472 929	475 522
Inne aktywa oprocentowane	288 874	311 777	301 061	308 886	352 673	363 760	358 832	392 982
Inne aktywa nieoprocentowane	46 415	45 203	37 196	37 938	38 217	39 638	45 832	46 120
Aktywa ogółem	786 836	811 032	795 808	804 125	863 980	869 566	877 593	914 624
Depozyty	579 067	598 735	606 859	609 284	649 158	658 896	656 518	679 002
Inne zobowiązania oprocentowane	78 114	76 412	68 635	71 548	89 627	76 623	84 498	91 988
Inne zobowiązania nieoprocentowane	29 117	33 274	30 400	29 463	28 657	32 050	36 239	39 484
Zobowiązania ogółem	686 298	708 421	705 894	710 295	767 442	767 569	777 255	810 474
Zyski udziałowców mniejszościowych	2 769	2 848	2 683	2 764	2 879	2 975	2 959	3 049
Kapitał własny	97 769	99 763	87 230	91 065	93 659	99 021	97 379	101 101

Wskaźniki finansowe

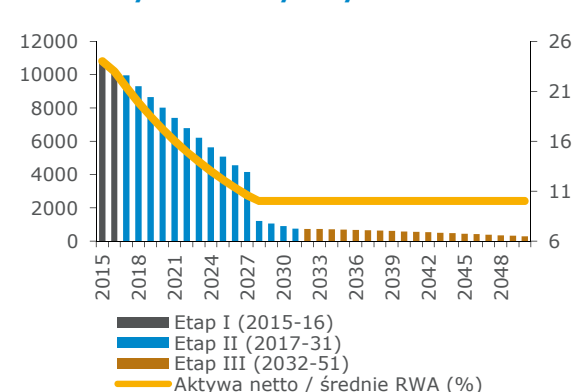
(%)	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14
Wzrost kredytów (r/r)	4,0	4,6	4,2	2,7	4,8	2,7	3,4	4,0
Wzrost depozytów (r/r)	3,3	6,0	4,2	7,2	12,1	10,0	8,2	11,4
Marża odsetkowa netto	2,8	2,6	2,7	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4
Koszty / Przychody	45,8	40,9	41,7	42,0	45,6	41,3	42,2	42,2
Wskaźnik NPL (%)	5,8	5,8	5,7	5,8	5,6	5,7	5,5	5,5
Wskaźnik pokrycia rezerwami (%)	62,7	64,1	64,0	64,0	64,2	65,5	66,7	67,9
Saldo rezerw / Kredyty brutto ogółem	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2
Efektywna stopa podatkowa (%)	16,9	17,9	18,7	17,6	17,6	17,3	15,7	17,8
ROE	12,8	12,7	13,5	14,6	12,9	12,8	13,5	13,2
Wskaźnik Tier 1	14,7	14,9	16,2	16,7	15,8	16,2	16,7	17,1
Wskaźniki wypłacalności kapitałowej	14,7	14,9	16,2	16,7	15,8	16,2	16,7	17,1

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mln CZK)	%
Etap I (2015-16)	20 775	12,6
Korekta o wartość pieniądza w czasie	5 188	3,2
Etap II (2017-31)	79 634	48,5
Etap III (2032-51)	10 920	6,6
Wartość rezydualna	47 771	29,1
Wartość godziwa kapitałów własnych	164 288	100,0
Liczba akcji (mln)	37,8	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	4 350	
Koszt kapitału (%)	6,0	
9M cena docelowa (CZK)	4 545	

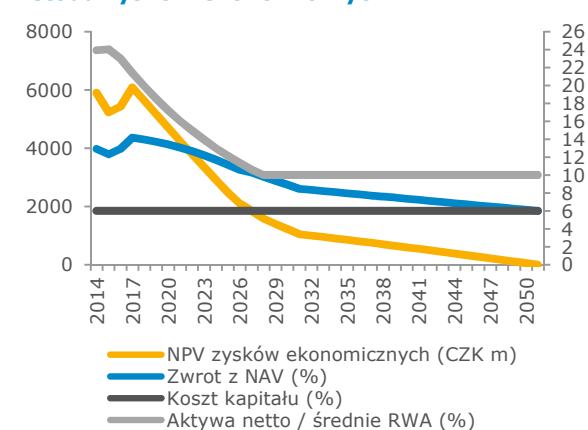
Metoda zdyskontowanych dywidend



Metoda zysków ekonomicznych

	(mln CZK)	%
Początkowe TNAV	81 528	49,5
Etap I (2014-16)	16 556	10,1
Korekta o wartość pieniądza w czasie	8 794	5,3
Etap II (2017-31)	47 518	28,9
Etap III (2032-51)	10 177	6,2
Wartość godziwa kapitałów własnych	164 573	100,0
Liczba akcji (mln)	37,8	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	4 357	
Koszt kapitału (%)	6,0	
9M cena docelowa (CZK)	4 553	

Metoda zysków ekonomicznych



Główne wskaźniki finansowe

(%)	2014	2015	2016	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	5,7	5,6	5,6	3,8
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	2,4	2,3	2,3	1,9
Koszty / średnie RWA	-3,5	-3,4	-3,3	-3,0
Koszty / dochody	42,7	42,6	41,6	53,3
Saldo rezerw / średnie RWA	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Efektywna stopa podatkowa	-17,2	-18,2	-18,2	-18,2
Pozostałe / RWA	-1,2	-1,2	-1,1	-0,6
Wynik netto / średnie RWA	3,1	3,0	3,0	1,7
Aktywa netto / średnie RWA	23,9	24,0	23,0	13,9
Zwrot z aktywów netto	12,9	12,3	12,9	11,6
Wzrost zysku netto	1,1	-1,6	4,8	-1,6
Średnie RWA (mln CZK)	377 260	388 123	405 963	775 100
Wzrost średnich RWA	2,0	2,9	4,6	7,5

*średnia dla lat 2017-31P

Koszty/dochody jako % RWA



Analiza wrażliwości

		Etap III		
		20	25	30
Premia za ryzyko rynkowe	4,0	4 672	4 775	4 857
	4,5	4 353	4 342	4 506
	5,0	4 097	4 147	4 196

Podsumowanie wyceny

	(CZK)
Metoda zdyskontowanych dywidend	4 350
Metoda zysków ekonomicznych	4 357
Średnia wartość godziwa	4 353
9M cena docelowa (CZK)	4 549

Rachunek wyników (IFRS, skonsolidowane)

(mln CZK)	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Wynik odsetkowy netto	21 431	22 190	21 969	21 207	21 396	21 642	22 904
Wynik prowizyjny	7 725	7 305	6 971	7 077	6 724	6 592	6 626
Wynik handlowy	3 135	3 158	3 598	2 489	2 240	2 307	2 377
Pozostałe przychody	95	111	125	121	122	128	135
WNDB	32 386	32 764	32 663	30 894	30 483	30 669	32 041
Koszty działalności operacyjnej	-12 666	-13 489	-13 484	-13 148	-13 026	-13 069	-13 335
Wynik operacyjny przed rezerwami	19 720	19 275	19 179	17 746	17 456	17 601	18 706
Rezerwy na ryzyko kredytowe	-3 115	-1 988	-1 846	-1 733	-1 365	-1 574	-1 960
Rezerwy na instrumenty finansowe	8	-5 355	0	0	0	0	0
Pozostałe rezerwy	7	18	-25	-6	-27	-28	-29
Koszty ryzyka	-3 100	-7 325	-1 871	-1 739	-1 392	-1 602	-1 989
Zysk operacyjny netto	16 620	11 950	17 308	16 007	16 065	15 999	16 717
Zysk (strata) netto jednostek zależnych	75	81	121	208	223	234	245
Wypłata świadczeń planów emerytalnych	-620	-575	-489	-484	-480	-480	-480
Zysk brutto	16 075	11 456	16 940	15 731	15 807	15 752	16 482
Podatek dochodowy	-2 665	-1 738	-2 708	-2 825	-2 766	-2 914	-3 049
Zyski udziałowców mniejszościowych	80	243	278	378	374	370	367
Zysk netto	13 330	9 475	13 954	12 528	12 667	12 468	13 066

Bilans (IFRS, skonsolidowane)

(mln CZK)	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	13 689	16 980	28 057	44 405	59 947	62 944	66 091
Należności od sektora finansowego	112 180	101 393	64 111	125 735	132 022	133 342	134 675
Kredyty i pożyczki	384 593	434 386	451 547	473 089	483 310	504 255	531 783
Dłużne papiery wartościowe	157 160	164 261	196 706	182 533	184 076	191 439	199 096
Aktywa trwałe & wartości niematerialne i prawne	14 379	14 534	15 659	15 396	15 270	15 093	14 862
Inne aktywa	16 013	23 256	30 756	22 822	23 963	25 161	26 419
Aktywa ogółem	698 014	754 810	786 836	863 980	898 588	932 234	972 927
Zobowiązania wobec sektora finansowego	29 075	37 455	38 903	49 681	63 734	74 169	89 467
Depozyty	538 051	560 701	579 067	649 158	662 307	682 254	702 854
Wyemitowane papiery wartościowe	31 104	42 399	39 213	39 947	43 143	45 300	47 565
Otrzymane pożyczki podporządkowane	6 001	6 002	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	17 705	26 403	29 115	28 656	29 797	30 618	32 253
Kapitały własne	74 779	79 217	97 769	93 659	96 584	96 720	97 455
Zyski udziałowców mniejszościowych	1 299	2 633	2 769	2 879	3 023	3 174	3 333
Pasywa ogółem	698 014	754 810	786 836	863 980	898 588	932 234	972 927

Wskaźniki finansowe

%	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	3,3	12,9	4,0	4,8	2,2	4,3	5,5
Depozyty	-2,5	4,2	3,3	12,1	2,0	3,0	3,0
Kapitały własne	10,7	5,9	23,4	-4,2	3,1	0,1	0,8
Aktywa	0,4	8,1	4,2	9,8	4,0	3,7	4,4
Zysk netto	21,1	-28,9	47,3	-10,2	1,1	-1,6	4,8
Wynik odsetkowy	0,9	3,5	-1,0	-3,5	0,9	1,2	5,8
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	71,5	77,5	78,0	72,9	73,0	73,9	75,7
Depozyty / aktywa	77,1	74,3	73,6	75,1	73,7	73,2	72,2
Kredyty / aktywa	55,1	57,5	57,4	54,8	53,8	54,1	54,7
Kapitały własne / aktywa (wł. u. mniejszości)	10,9	10,8	12,8	11,2	11,1	10,7	10,4
Współczynnik wypłacalności	15,3	14,6	14,7	15,8	16,3	15,7	15,0
Współczynnik Tier 1	14,0	13,4	14,7	15,8	16,3	15,7	15,0
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	6,5	5,7	5,8	5,6	6,0	5,9	5,9
Rezerwy / kredyty brutto	3,8	3,7	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7
Rezerwy / NPL	59,3	64,6	65,8	67,4	62,9	64,0	64,0
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4
Zyskowość							
Marża odsetkowa*	3,2	3,2	3,0	2,7	2,5	2,5	2,5
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	3,1	3,1	2,9	2,6	2,4	2,4	2,4
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	1,6	1,5	1,4	1,2	1,0	1,0	1,0
Koszty / średnie aktywa	1,8	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4
Koszty / przychody	39,1	41,2	41,3	42,6	42,7	42,6	41,6
Rezerwy netto / średnie aktywa	0,4	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zysk brutto / średnie aktywa	2,3	1,6	2,2	1,9	1,8	1,7	1,7
Efektywna stopa podatkowa	16,6	15,2	16,0	18,0	17,5	18,5	18,5
ROA	1,9	1,3	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4
ROE	18,7	12,3	15,8	13,1	13,3	12,9	13,5
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	38,0	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8
Średnia liczba akcji (mln)	38,0	37,9	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8
EPS (CZK)	351,2	250,2	369,4	331,7	335,4	330,1	345,9
BVPS (CZK)	1970,2	2097,3	2588,5	2479,6	2557,1	2560,7	2580,1
P/E (x)	14,0	19,7	13,3	14,8	14,7	14,9	14,2
P/BV (x)	2,5	2,3	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9
DPS (CZK)	170,0	270,0	160,0	230,0	230,0	300,0	300,0
Stopa dywidendy (%)	3,5	5,5	3,3	4,7	4,7	6,1	6,1

*do średnich aktywów

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Zdyskontowanych dywidend – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Komerční Banka

rekomendacja	Sprzedaj
data wydania	2014-10-07
kurs z dnia rekomendacji	5000,00
WIG w dniu rekomendacji	53992,31

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl