

KOMERČNÍ BANKA

4. května 2012

Flash analýza výsledků hospodaření za 1Q 2012

Marek Hatlapatka
Analytik
hatlapatka@cyrrus.cz
+420 538 705 743

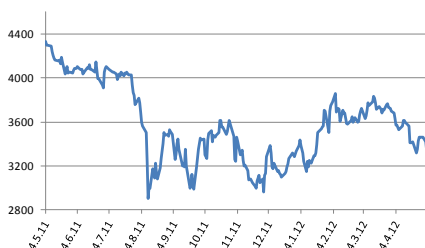
(mil. CZK)	1Q2012	1Q2012e	Tržní konsensus*	1Q2011	y/y	4Q2011	q/q
Čisté úrokové výnosy	5 543	5 430	5 580	5 372	3,2%	5 671	-2,3%
Poplatky a provize	1 807	1 808	1 750	1 866	-3,2%	1 720	5,1%
Čisté provozní výnosy	8 395	8 118	8 200	7 966	5,4%	8 388	0,1%
Provozní náklady	3 209	3 306	3 350	3 148	1,9%	3 672	-12,6%
Náklady rizika	628	682	654	548	14,6%	1 727	-63,6%
Zisk před zdaněním	4 268	4 012	NA	4 114	3,7%	2 926	45,9%
Čistý zisk pro akcionáře	3 488	3 260	3 290	3 376	3,3%	2 434	43,3%

*dle ThomsonReuters

Zdroj: KB, ThomsonReuters, CYRRUS

Platné investiční doporučení: KOUPIIT
Cílová cena: 4 150 CZK

Vývoj akcií Komerční banky (CZK)



Základní informace o akcích KB

Data ke dni:	4.5.2012
Cena akcie:	3 335 CZK
Počet vydaných akcií:	38,0 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	127 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	5,1 mld.
52-week max:	4 335 CZK
52-week min:	2 711 CZK
Průměrný denní objem:	310 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

- Komerční banka dnes představila vyšší než očekávaný čistý zisk a to především zásluhou nižších provozních nákladů a nákladů rizika, než jsme očekávali. Vyšší byly i provozní výnosy, kde ovšem za pozitivní překvapení lze považovat jen čistý úrokový výnos (vs. naše projekce, vůči tržnímu konsensu to bylo naopak zklamání). Hlavní rozdíl oproti naší projekci se skrývá ve výnosu z obchodování, který více než jsme očekávali pozitivně ovlivnil zisk z prodeje dluhopisů v rámci snižování durace portfolia penzijního fondu (což souvisí s nastávající penzijní reformou, viz dále). Ten však nemá prakticky žádný dopad na hospodářský výsledek, viz dále. Výnosy z poplatků a provizí dopadly téměř na chlup na úrovni naší projekce.
- Výsledky tedy nad očekáváním, nicméně podívejme se na ně optikou udržitelnosti pro zbytek roku 2012 (a dále). Provozní náklady byly nízké především na úrovni všeobecných administrativních nákladů (GAE). Z nich potom KB evidentně našla úspory opět v nákladech na IT a ani marketingové výdaje se zatím nikterak významně nezvýšily. Je zřejmé, že podobně jako v 1Q2011, i tentokrát je třeba počítat s tím, že OPEX v příštích kvartálech bude vyšší, i když plánovaná redukce počtu zaměstnanců o 2% y/y by měla zajistit nižší OPEX než jsme původně projektovali. Na straně výnosů jsou evidentní pokračující negativní trendy u poplatků z transakcí (vliv silně konkurenčního prostředí s příchodem nových bank na trh v ČR), tedy u nejdůležitější poplatkové kategorie. Je zřejmé, že tady letos musíme očekávat meziroční pokles. A úrokové výnosy? Při jen volně rostoucím úvěrovém portfoliu a pokračující tlaku na úrokové marže bude úspěchem alespoň mírný růst NII v letošním roce.
- Shrnutí: výsledky KB sice byly lepší než očekávané, nicméně na výhledech vývoje hlavních provozních kategorií toho mnoho nezměnily – náš oceňovací model ukazuje jen lehce vyšší provozní zisk 2012, než jsme měli započítán v modelu před zveřejněním výsledků.
- KB kromě výsledků včera oznámila, že prodává svůj 13% podíl v ČMZRB (jako důsledek tlaku EK na změnu akcionářské struktury ČMZRB). Prodejní cena byla stanovena na 889,6 mil. CZK, očekáváme ve 2Q2012 zaúčtování zisku z prodeje ve výši cca 290 mil. CZK před zdaněním. I díky tomuto výnosu je KB podle nás na dobré cestě letos dosáhnout historicky nejvyššího čistého zisku a investorům z něj vyplatit dividendu přes 200 CZK/akcii.

Provozní výnosy

- Jak bylo řečeno v úvodu, provozní výnosy překonaly naše i tržní očekávání a meziročně vzrostly o 5,4%. Čistý úrokový výnos (NII) sice zaostal za očekáváním trhu, my jsme však byli pesimističtější a vůči našemu modelu je reportovaný NII mírně pozitivním překvapením. Pro celoroční výhled to však mnoho neznamená, protože v číslech za 1Q2012 nevidíme žádné známky oživení úvěrového portfolia nad rámec toho, co již máme započítáno v modelu. Tlak na úrokové marže přitom zůstává jasný, i když KB se s ním podle našeho názoru zatím vypořádává velmi dobře. Při námi očekávaném 3,2% y/y nárůstu objemu úvěrů KB v roce 2012 (management KB stále trvá na 3-5%) a čisté úrokové marži mírně pod 3,2% tak očekáváme jen velmi malý y/y růst NII v letošním roce.
- Poplatky jsou pod tlakem již delší dobu, zvláště ty z transakcí. Čísla za první kvartál 2012 potvrzují tento negativní trend, i když meziročně se tempo poklesu snížilo. Vývoj nicméně jasně indikuje, že letos se KB bude muset vypořádat s y/y poklesem čistého výnosu z této kategorie. Výnosy z finančních operací byly významně podpořeny ziskem z prodeje bondů penzijního fondu KB. Realizovaný výnos byl 260 mil. CZK, mnohem více než jsme očekávali (KB zřejmě využila příznivých podmínek na trhu v 1Q). Připomínáme, že PF KB prodával bondy kvůli snížení durace portfolia, což souvisí s nutnými změnami v rámci připravované penzijní reformy. Tento realizovaný výnos je nicméně kompenzován ve finančním výsledku a nemá tedy na hospodářský výsledek KB prakticky žádný vliv.

Provozní náklady a náklady rizika

- Jak již bylo řečeno, provozní náklady (OPEX) byly nižší než jsme očekávali a to prakticky v jediné kategorii, všeobecné administrativní náklady (GAE). V prvním kvartále KB tradičně vykazuje nižší OPEX, předpokládáme, že během roku dojde k jejich (také tradičnímu) navýšení. Přesto zde vidíme určitý pozitivní dopad na náš valuační model, především v tom, že KB letos předpokládá 2% meziroční pokles počtu zaměstnanců vs. 2011. My jsme v modelu zatím pracovali s y/y stagnací počtu zaměstnanců a naši celoroční projekci OPEX tak budeme snižovat s adekvátním pozitivním dopadem na provozní a čistý zisk.
- Náklady rizika sice meziročně výrazně narostly (+15%), nicméně to jsme očekávali vzhledem k tomu, že v loňském roce byly výrazně snižovány odlivem z NPL (splacení již odepsaných úvěrů). Náklady rizika dle naší metodiky v 1Q2012 dosáhly 56 bazických bodů a předpokládáme podobný vývoj i v následujících kvartálech.

Celkové zhodnocení výsledků

- Výsledky KB nedopadly tak dobře, jak naznačuje lepší čistý zisk, ale rozhodně nedopadly špatně. Žádný významný zvrát klíčových trendů se nekonal a výsledky ve zbytku roku by měly v každém kvartále zůstat snadno nad 3 mld. CZK hranicí. Dohromady a s přispěním pár mimořádných položek, jako například výnos z prodeje podílu v ČMZRB, by se investoři mohli dočkat historicky rekordního zisku kolem 13,5 mld. CZK, což by implikovalo dividendu pro příští rok nad 200 CZK hranicí.
- Akcie KB po prvotní pozitivní reakci nakonec zakončily obchodní den 2,5% poklesem, částečně způsobeným celkovou změnou tržního sentimentu. Nemyslíme si, že existuje důvod pro negativní reakci trhu.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Automobilky, ocelárny, spotřební zboží
Tomáš Menčík	Brno	mencik@cyrrus.cz	Farmacie, chemie, technologie, telekomy

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@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 nenes 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