

KOMERČNÍ BANKA

Flash analýza výsledků hospodaření za 2Q2011

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

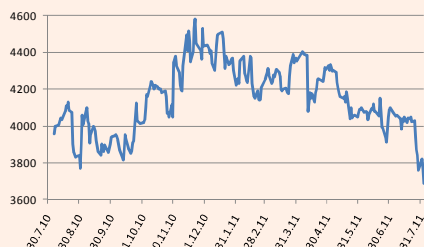
(mil. CZK)	2Q2011	2Q2011e	Tržní konsensus*	2Q2010	y/y	1H2011	1H2011e	1H2010	y/y
Čistý úrokový příjem	5 569	5 510	5 510	5 415	2,8%	10 941	10 882	10 709	2,2%
Poplatky a provize	1 882	1 915	1 930	1 911	-1,5%	3 748	3 781	3 766	-0,5%
Čisté provozní výnosy	8 152	8 195	8 200	8 040	1,4%	16 118	16 161	15 997	0,8%
Provozní náklady	3 401	3 299	3 300	3 144	8,2%	6 549	6 447	6 105	7,3%
Náklady rizika	2 158	665	619	814	165,1%	2 706	1 213	1 765	53,3%
Zisk před zdaněním	2 466	4 081	NA	3 949	-37,6%	6 580	8 195	7 863	-16,3%
Čistý zisk pro akcionáře	2 102	3 362	3 380	3 273	-35,8%	5 478	6 737	6 482	-15,5%

*tržní konsensus dle Thomson Reuters

Zdroj: KB, Thomson Reuters, CYRRUS

Platné investiční doporučení: KOUPIIT
Cílová cena: 4 503 CZK

Vývoj akcií Komerční banky



Základní informace o akcích KB

Data ke dni:	3.8.2011
Cena akcie:	3 680 CZK
Počet vydaných akcií:	38,0 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	140,0 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	5,8 mld.
52-week max:	4 600 CZK
52-week min:	3 580 CZK
Průměrný denní objem:	320 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

- Úrokové výnosy a náklady rizika vůči úvěrům na straně pozitivních překvapení, ostatní výnosové kategorie a provozní náklady na straně negativních odchylek od našeho i tržního očekávání. A především odpis řeckých vládních dluhopisů ve výši 1,66 mld. CZK, s jehož zaúčtováním do druhého kvartálu jsme my ani trh ještě nepočítali. Z hlediska férové hodnoty KB je nicméně nepodstatné, zda se odpis uskutečnil nyní nebo o kvartál později (samotný odpis by měl být v ocenění KB již započítán) – proto by investoři neměli brát vliv této operace a v jeho důsledku nižší než očekávaný čistý zisk negativně. Zaúčtovaný odpis je podle našeho názoru blízko tomu, jaký „haircut“ očekává trh obecně u řeckého dluhu, myslíme si, že hlavní část odpisu je již za námi.
- Vrátíme-li se zpět k provozním číslům, lze identifikovat několik mírných negativních překvapení. Pozitivní překvapení je na provozní úrovni jen jedno, zato podstatné: čistý úrokový výnos (NII) byl povzbuzen nečekaným růstem objemu úvěrů i vkladů, což se při meziročně i mezikvartálně stabilní čisté úrokové marži (NIM) projevilo silnějším než námi očekávaným růstem NII (2,8% y/y místo 1,8% očekávaných). Podstatné pro hodnotu akcií KB však je, že pokud by vývoj ve 2Q na úvěrovém poli pokračoval i v dalších čtvrtletích, měl by NII potenciál více než vykompenzovat nepříznivý vývoj u obou zbývajících hlavních výnosových kategorií.
- Kvůli odpisu části hodnoty řeckých dluhopisů z bankovního portfolia KB je již nyní evidentní, že Komerční banka letos vykáže nižší čistý zisk než v roce 2010. Po prvních úpravách v našem oceňovacím modelu na základě dnešních výsledků vidíme celoroční čistý zisk KB na úrovni 12,5 mld. CZK, cca -6% y/y. Je pravděpodobné, že odpis řeckých bondů negativně ovlivní výši dividendy, kterou mohou investoři příští rok od KB očekávat. Námi očekávaný celoroční čistý zisk znamená v přepočtu 329 CZK/akcii, což by při 70% payout znamenalo dividendu 230 CZK. To by sice bylo snížení vs. 270 CZK z letošního roku, nicméně vzhledem k tomu, že letošní dividendy měla (což bylo již dopředu indikováno managementem KB) mimořádný charakter z hlediska své výše, nevidíme pokles negativně. Naopak, KB bude mít pro příští roky dobrý prostor k dalšímu postupnému zvyšování dividendy na akcii. Jen pro úplnost, dividendy 230 CZK by při aktuální ceně znamenala stále velmi solidní dividendový výnos 6,2%.

Čistý úrokový výnos

- Jak již bylo naznačeno výše, NII překvapil pozitivně díky oživení na straně úvěrů i vkladů. Objem poskytnutých úvěrů po dlouhých kvartálech jen minimálního q/q růstu poskočil ve 2Q2011 o téměř 6% a poprvé překonal hranici 400 mld. CZK. Ačkoliv přibližně polovinu nárůstu lze přisoudit nově konsolidované SGEF, 2,7% q/q očištěný nárůst objemu úvěrů je solidnější než v předchozích kvartálech. A co je podstatné, určité známky oživení jsou konečně vidět u klíčového segmentu úvěrů pro KB – korporátních úvěrů (+19,2 mld. CZK q/q).
- Také u vkladů vidíme větší nárůst než jsme predikovali – konkrétně objem klientských vkladů vzrostl mezikvartálně o 2% na 546,8 mld. CZK. Opět vidíme jako pozitivní, že se mírně zvýšil objem vkladů korporátních klientů (cca +3 mld. CZK). Při poměrně stabilní čisté úrokové marži (která se drží stále v okolí 3,3%) je výsledkem velmi solidní NII. Vzhledem k tomu, že SGEF byla konsolidována až od května, její příspěvek do NII (který byl v 2Q cca +100 mil. CZK) by se měl od 3Q ještě zvýšit.

Výnosy z poplatků a provizí a ostatní výnosy, provozní náklady

- Ostatní dvě výnosové kategorie opět zklamaly. Výnos z poplatků dosáhl 1,88 mld. CZK, očekávali jsme 1,92 mld. CZK. V souladu s naším očekáváním se vyvíjely poplatky z křížového prodeje a z úvěrů, mírně horší byly poplatky z transakcí, kde přetrvávají konkurenční tlaky. Pod tlakem zůstávají „maintenance fees“ s negativním vlivem nových balíčků pro klienty představených v průběhu 2Q. A KB se opět nepodařilo oživit výnosy z obchodování. Ty trpí nízkou aktivitou na finančních trzích, již delší dobu přetrvávající nízkou poptávkou po FX hedgingu a obecně nízkou aktivitou institucionálních klientů.
- Celkové provozní výnosy tak ve 2Q2011 dosáhly 8,15 mld. CZK vs. oček. 8,20 mld. CZK. Provozní náklady byly vyšší než naše projekce, rozdíl cca 100 mil. CZK byl dán vyššími než očekávanými personálními náklady. Ty meziročně vzrostly o 9,2% vinou mírně vyššího počtu zaměstnanců, ale především zvýšení mezd od 2Q. Dopad konsolidace SGEF do OPEX byl minimální (38 mil. CZK). Poměr provozních nákladů k výnosům (CIR) vzrostl v samotném 2Q na 41,7% a nyní se jeví, že celoroční CIR se dostane na horní hranici managementem KB avizovaného cíle (40-41%).

Náklady rizika – odpis řeckých dluhopisů

- Odpisu části hodnoty řeckých státních dluhopisů držených bankovní knize KB jsme se částečně věnovali již v úvodu flash analýzy. Expozice KB vůči řeckému suverénnímu dluhu je dle slov CEO banky cca 7 mld. CZK – odpis 1,663 mld. CZK tak představuje poníženi hodnoty o cca 20%. To je v souladu se závěry nedávného summitu EU – oficiálně byly podmínky zapojení soukromých investorů nastaveny na 21% haircut, tato částka nicméně zřejmě bude ve skutečnosti vyšší a my nyní počítáme s odpisem cca 25-30% hodnoty řeckých dluhopisů. V tomto smyslu není vyloučen ještě další odpis ve výši cca 0,5-1,0 mld. CZK.
- Čistá tvorba opravných položek vůči úvěrům byla naopak nečekaně nízká – pod 500 mil. CZK. To při stabilním podílu standardních úvěrů a mírném růstu nesplácených úvěrů z 6,2% na 6,4% (mj. vliv konsolidace SGEF). Krytí NPL opravnými položkami tak ve 2Q kleslo z 58,7% na 55,6%. Náklady rizika tak klesly pod 50 bazických bodů, což jsou podle nás neudržitelné hodnoty. Z výše uvedeného předpokládáme, že ve druhé části letošního roku by se náklady rizika vůči úvěrům měly opět mírně zvýšit nad 500 mil. CZK (kvartálně) resp. nad 50 bps s tím, že předpokládáme nižší pozitivní příspěvek z regenerace dříve odepsaných úvěrů.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, 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, média
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

Pavel Píkna	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 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. 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