

KOMERČNÍ BANKA

Flash analýza výsledků hospodaření za 3Q/9M2011

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

(mil. CZK)	3Q2011	3Q2011e	Tržní konsensus	3Q2010	y/y	3Q2011*	3Q3011e*	Tržní konsensus*	y/y
Čistý úrokový příjem	5 579	5 510	5 510	5 273	5,8%	5 579	5 510	5 560	5,8%
Poplatky a provize	1 837	1 899	1 900	1 931	-4,9%	1 837	1 899	1 940	-4,9%
Čisté provozní výnosy	8 258	8 103	8 120	8 084	2,2%	8 258	8 103	8 130	2,2%
Provozní náklady	3 269	3 393	3 440	3 167	3,2%	3 269	3 393	3 390	3,2%
Náklady rizika	2 892	2 280	2 390	636	354,7%	257	527	576	-59,6%
Zisk před zdaněním	1 949	2 286	NA	4 143	-53,0%	4 584	4 039	NA	10,6%
Čistý zisk pro akcionáře	1 563	1 865	1 760	3 481	-55,1%	3 750	3 295	3 330	7,7%

*bez vlivu odpisu řeckých dluhopisů - výpočet CYRRUS. Tržní konsensus dle Thomson Reuters

Zdroj: KB, Thomson Reuters, CYRRUS

Platné investiční doporučení: KOUPIT
Cílová cena: 4 150 CZK

Vývoj akcií Komerční banky



Základní informace o akcích KB

Data ke dni:	8.11.2011
Cena akcie:	3 350 CZK
Počet vydaných akcií:	38,0 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	127 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	5,1 mld.
52-week max:	4 600 CZK
52-week min:	2 711 CZK
Průměrný denní objem:	350 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

- Před zveřejněním výsledků KB jsme identifikovali tři možné scénáře z hlediska odpisu řeckých bondů. Nakonec byl realizován ten s největším negativním dopadem do čistého zisku za 3Q/9M 2011 – tedy odpis řeckých bondů na celkovou výši 60% (tj. v souladu s tržní cenou a odpisem mateřské SG). Vzhledem k tomu, že trh očekával ve většině případů spíše 50% haircut, nedosáhla KB na tržní konsensus a vykázala čistý zisk 1,56 mld. CZK (-55% y/y), tedy o 0,3 mld. CZK méně než jsme očekávali.
- Jak jsme však již psali v predikci výsledků, výše odpisu není pro investory tak podstatná, protože při nižším odpisu by trh musel počítat s tím, že pravděpodobně přijde ještě další odpis v následujících kvartálech. Samotný odpis byl o něco vyšší než jsme kalkulovali (2,6 mld. CZK místo 2,4 mld. CZK), což už na situaci nic zásadního nemění. Zbývající expozice vůči Řecku je již jen 2,9 mld. CZK.
- Investoři se pochopitelně nyní zajímají také o další expozici KB vůči „rizikovým“ zemím. Jsme toho názoru, že v centru pozornosti nyní bude expozice KB vůči italským vládním bondům. KB nyní vlastní 7,8 mld. CZK italských bondů ve svém AfS portfoliu a 0,5 mld. CZK v HtM portfoliu. Podle slov COE Bonnetta nyní management KB vidí tržní cenu italských dluhopisů (cca 90c/EUR) jako neatraktivní k prodeji a hodlá prozatím italské bondy držet. Nemyslíme si, že v případě Itálie dojde k dobrovolnému haircutu jako v případě Řecka, pro ilustraci nicméně uvádíme, že při současné tržní ceně italských bondů by odpis portfolia KB činil méně než 1 mld. CZK.
- Čistý zisk KB za 9M2011 činil 7,0 mld. CZK, při očekávaném zisku ve 4Q cca 3,5 mld. CZK se dostáváme na celoroční zisk cca 10,5 mld. CZK, neboli cca 275 CZK/akcii. CEO Komerční banky řekl, že o dividendě bude představenstvo jednat ve 4Q2011, zřejmě i kvůli tomu, že mateřská SG bude muset do konce roku sestavit plán na dosažení požadované výše kapitálu do poloviny roku 2012. Při tradičním 50-60% payout by dividenda mohla činit maximálně 165 CZK (výnos 5%), my si nicméně myslíme, že payout bude vyšší, nejspíše v pásmu 70-80%, což by indikovalo dividendu 193-220 CZK (výnos 5,8-6,6%).

Provozní výsledek – pozitivní překvapení na NII i výnosu z obchodování

- I když hlavní pozornost na sebe strhává odpis řeckých bondů, jádrová čísla provozního hospodaření považujeme u KB ve 3Q2011 za velmi solidní. Na provozních výnosech nás příjemně překvapil jako čistý úrokový výnos (NII), tak i výnosy z obchodování, které byly v posledních kvartálech velmi slabé. Zlepšení bylo ve 3Q vidět na fixed-income obchodování, vyšší byl také zájem klientů o FX hedging (díky oslabení CZK). Výsledkem je výnos z obchodování ve výši 816 mil. CZK vs. 672 mil. CZK v 2Q resp. 713 mil. CZK v 1Q letošního roku. Komerční banka se tak dostala zpět na „běžné“ úroveň, i když především aktivita institucionálních klientů zůstává (a zřejmě ještě nějaký čas zůstane) slabá.
- Jak již bylo řečeno výše, také NII příjemně překvapil. Pozitivně hodnotíme vývoj úvěrového portfolia KB, kde se k již delší dobu trvajícím růstu objemu poskytnutých úvěrů na bydlení (KB překročila tržní podíl 24%) přidal konečně také korporátní segment s 6,9% y/y růstem úvěrů (15,3% včetně SGEF). Celkový objem úvěrů tak dosáhl 435,1 mld. CZK, což je více než jsme předpokládali nejen pro konec 3Q, ale také ke konci roku 2011. Samozřejmě lze jedním dechem dodat otázku, zda je toto oživení trvalé a robustní vzhledem k nepříznivým ekonomickým výhledům pro rok 2012. Vrátime-li se k NII, potom rostoucí objem úvěrů spolu s víceméně stagnující úvěrovou marží (jen mírný pokles především kvůli přetrvávajícímu nízkourokovému prostředí v ČR) vedl k dosažení NII na úrovni 5,58 mld. CZK vs. náš odhad 5,51 mld. CZK.
- Jediným zklamáním na provozních výnosech je kategorie poplatků a provizí. Konkurenční tlaky neustále tlačí na výnosy z poplatků za správu a z transakcí, nepříznivý vývoj finančních trhů vede k odlivu prostředků z podílových fondů a celkově tak čisté výnosy z poplatků a provizí dosáhly ve 3Q pouze 1,84 mld. CZK (-4,9% y/y) vs. naše predikce 1,90 mld. CZK. Díky dvěma výše zmíněným kategoriím výnosů nicméně celkové provozní výnosy překonaly náš odhad a meziročně vzrostly o 2,2% na 8,26 mld. CZK.
- Příznivě se vyvíjely provozní náklady, které byly ve 3Q o více než 100 mil. CZK nižší než jsme předpokládali. Hlavní příčinou jsou výrazně nižší náklady na marketing spojené s nižší aktivitou v této oblasti během letního období. Z toho a z vývoje dalších kategorií nákladů, které již byly víceméně v souladu s naší projekcí, považujeme nižší OPEX za do značné míry přechodný jev a očekáváme akceleraci nákladů během 4Q2011.

Náklady rizika – příznivý vývoj i díky získání již odepsaných úvěrů v korporátní sféře

- Náklady rizika meziročně silně vzrostly, což je ovšem způsobeno výše analyzovaným odpisem řeckých vládních bondů. Bez tohoto vlivu nás naopak vývoj ve 3Q pozitivně překvapil, když náklady rizika dosáhly jen 257 mil. CZK místo námi očekávaných více než 500 mil. CZK. I zde nicméně ze zveřejněných dat lze usuzovat na částečně přechodný efekt zpětného získání již dříve odepsaných úvěrů v segmentu velkých podniků. I bez toho nicméně hodnotíme vývoj nákladů rizika u úvěrů pozitivně.

Celkové zhodnocení výsledků a dopad na trh

- Odpis řeckých dluhopisů je pro KB nepřijemností, neměl by však být v centru pozornosti investorů. Jádrové výsledky ukázaly, že si KB v současném ekonomickém prostředí vede velmi dobře a několik čísel za 3Q ukazuje pozitivní trendy. Samozřejmě je otázkou, zda tyto pozitivní trendy, především u nárůstu objemu úvěrového portfolia, mohou pokračovat i v průběhu roku 2012, v podmínkách zřejmě velmi mírného ekonomického růstu. Do tohoto období nicméně bude KB vstupovat s velmi silnou kapitálovou pozicí (kapitálová přiměřenost tier 1 byla k 30.9.2011 na úrovni 14,7% vs. 13,6% před rokem). Nesporně důležitý bude také další vývoj evropské dluhové krize (z pohledu KB především Itálie) a pozornost investorů by měl poutat také vývoj depozit, jejichž růst ve 3Q za růstem objemu úvěrů pokulhával (zřejmě i kvůli emisi státních dluhopisů pro občany). O tom, že investoři budou také velmi citlivě vnímat nové informace k potenciální výši dividendy ze zisku 2011, se není třeba rozepisovat.
- Akcie KB reagovaly na zveřejněné výsledky růstem až o 3%, nyní se pohybují o cca 1,5% výše vs. včerejší závěr. Reakci trhu považujeme za adekvátní.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Ocelářský a 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 nenesे 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