

KOMERČNÍ BANKA a.s.

Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

Predikce výsledků za rok 2008

13.2.2009

Komerční banka

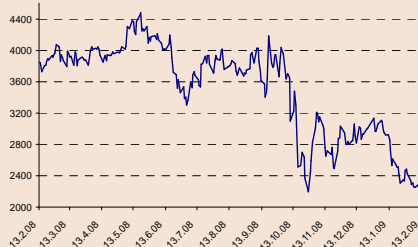
Výsledky za 4Q2008 a FY2008

Základní informace

Datum	13.2.2009
Cena akcie	2 125 CZK
Vydaných akcií	38,01 mil. ks
Tržní kapitalizace	80,8 mld. CZK
52 týdenní max.	4 485 CZK
52 týdenní min.	2 003 CZK
Beta vs. PX	1,02
Váha v PX	14,4%

Zdroj: Bloomberg.

Vývoj akcií Komerční banky



Zdroj: Bloomberg

AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA

Societe Generale	60,4%
Free float	39,6%

Zdroj: KB.

Komerční banka zveřejní své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za čtvrtý kvartál a celý rok 2008 ve středu 18.2.2009 v 8:30 CET.

VÝHLED HOSPODAŘENÍ

Komerční banka vstupuje, podobně jako ostatní banky v České republice, do složitějšího období, ovlivněného výrazným propadem ekonomického růstu u nás i v okolních zemích. I přesto, že například česká ekonomika rostla ve čtvrtém kvartále podle dnes zveřejněných údajů pouze o 1% y/y, v hospodářských výsledcích Komerční banky za 4q2008 resp. celý rok 2008 to zatím ještě příliš poznat nepůjde. I když podrobnější pohled na výsledky už náznaky krize ukáže. Stačí se podívat na výrazně rostoucí náklady rizika (především očekávanou tvorbu opravných položek na nevýkonné úvěry). Na druhou stranu Komerční banka si konečný výsledek za rok 2008 zpříjemní mimořádným výnosem z prodeje podílu v Burze cenných papírů Praha. Celkově tak očekáváme, že dosáhne čistého zisku ve výši 13,0 mld. Kč, což znamená aktuálně 6,2 násobek P/E a očekávaný dividendový výnos 9,4% (při předpokládané dividendě 200 Kč na akcii).

Predikce výsledků Komerční banky za 4Q2008 a celý rok 2008

mil. CZK	4Q2008e	4Q2007	y/y
Čistý úrokový příjem	5 284	4 979	6,1%
Poplatky a provize	2 002	2 025	-1,1%
Provozní výnosy	8 369	7 883	6,2%
Provozní náklady	3 632	3 625	0,2%
Náklady rizika	822	241	241,1%
Zisk před zdaněním	3 782	3 948	-4,2%
Čistý zisk*	3 142	3 064	2,5%

mil. CZK	2008e	2007	y/y
Čistý úrokový příjem	20 870	18 674	11,8%
Poplatky a provize	8 050	9 283	-13,3%
Provozní výnosy	32 815	29 665	10,6%
Provozní náklady	14 294	13 558	5,4%
Náklady rizika	2 461	1 364	80,4%
Zisk před zdaněním	15 972	14 328	11,5%
Čistý zisk*	13 015	11 188	16,3%

* po minoritních podílech.

Zdroje: CYRRUS, a. s., Komerční banka.

Začneme jako obvykle očekávanými výnosy banky. Ty by se celkově podle naší projekce měly ve čtvrtém kvartále zvýšit meziročně o 6,2%, což znamená přibližně poloviční tempo růstu než ve třetím kvartále (+12% y/y). To bude podle nás způsobeno jednak tím, že se finanční krize ve čtvrtém čtvrtletí 2008 začala teprve výrazněji projevovat (na rozdíl od 3q2008), jednak budou hrát roli i velmi dobré výsledky ve 4q2007 (tedy vysoká srovnávací základna). U hlavní kategorie výnosů, čistého úrokového příjmu, očekáváme meziroční nárůst o 6,1% na 5,28 mld. Kč, za celý rok tedy 20,9 mld. Kč (+11,8% y/y). To pokládáme za velmi solidní nárůst, pokud vezmeme v úvahu to, že úvěrový trh v ČR v roce 2008 zpomalil tempo svého růstu přibližně na polovinu a hlavní trh pro KB, tedy úvěry podnikům, vzrostly v roce 2008 podle údajů České bankovní asociace o 14,3%. Komerční banka přitom podle našich odhadů v roce 2008 dokázala navýšit své úvěrové portfolio o téměř 20% na 366 mld. Kč (čistě úvěry). U vkladů počítáme s meziročním tempem růstu o 3,6% na 560 mld. Kč. V současné krizi důležitý a pozorně sledovaný údaj poměru úvěrů ke vkladům by tak měla Komerční banka udržet v roce 2008 na stále velmi příznivé úrovni 65,4%.

U čistého výnosu z poplatků očekáváme o něco méně příznivý vývoj, když predikujeme celkový čistý výnos u této kategorie ve 4q2008 ve výši 2,0 mld. Kč, meziročně mírný pokles o 1,1%. Je třeba počítat s vlivem finanční krize, která se bude i nadále projevovat na klesajících výnosech z poplatků z křížového prodeje (již v 9M2008 KB zaznamenala pokles této výnosové kategorie o 18%), ale určité zpomalení lze čekat také u hlavní kategorie poplatků, tedy u poplatků z transakcí.

Třetí kategorie výnosů – příjmy z finančních operací – byla v posledních dvou reportovaných kvartálech (2q2008 resp. 3q2008) poměrně silná, především kvůli vysokým výnosům souvisejícím s měnovým zajištěním. Ve čtvrtém kvartále sice tento efekt pravděpodobně o něco poklesl kvůli oslabení koruny, tento pokles však více než vykompenzuje mimořádný výnos z prodeje podílu Komerční banky v BCPP. Tento podíl ve výši 11,5% znamená mimořádný výnos ve výši 480 mil. Kč (12,6 Kč na akcii) a díky němu očekáváme meziroční nárůst této kategorie příjmů ve 4q2008 o 44% na 1,22 mld. Kč. Celkově tak očekáváme, že Komerční banka dosáhne čistých výnosů ve čtvrtém kvartále ve výši 8,4 mld. Kč (+6,2% y/y), za celý rok 2008 by se potom celkové čisté výnosy měly dostat na úroveň 32,8 mld. Kč, meziročně o 10,6% více.

Jednou z klíčových oblastí pro udržení ziskovosti i v době finanční krize bude (nejen) pro Komerční banku schopnost udržet resp. snižovat provozní náklady. To se zatím KB daří, očekáváme, že ve 4q2008 budou provozní náklady meziročně prakticky stagnovat na úrovni 3,63 mld. Kč, za celý rok by to v takovém případě znamenalo meziroční 5,4% nárůst provozních nákladů na 14,3 mld. Kč. Příznivý vývoj nákladů je dílem nižších odpisů (prodej budovy PF KB), ale i personálních nákladů, které dokáže KB držet na uzdě. Očekáváme, že poměr provozních nákladů k výnosům (CIR, ukazatel provozní ziskovosti) by měl ve 4q2008 dosáhnout 43,4%, za celý rok 2008 potom 43,5%. Tato úroveň by zároveň měla být dočasným dnem, protože oslabující dynamika růstu výnosů by se měla v letošním roce projevit nárůstem CIR na úroveň minimálně 45%.

Jednou z nejdůležitějších kategorií, která ovlivní konečné výsledky KB za rok 2008, jsou náklady rizika. Očekáváme, že trend růstu dynamiky tvorby opravných položek na nevykonné úvěry, který byl patrný především v 3q2008, bude zachován. Konkrétně tak očekáváme, že především kvůli velkým a středním podnikům bude muset Komerční banka ve 4q2008 vytvořit opravné položky v celkové výši 822 mil. Kč (v 3q2008 to bylo 729 mil. Kč), čímž se celkové náklady rizika za rok 2008 dostanou na 2,5 mld. Kč, meziročně o 80,4% výše. Nelze vyloučit ani riziko ještě vyšší nutnosti tvorby opravných položek, což by se pochopitelně odrazilo v nižším než očekávaném čistém zisku.

Na základě výše popsaných předpokladů a po započtení výsledku z majetkových účastí očekáváme zisk před zdaněním za 4q2008 ve výši 3,78 mld. Kč (meziročně pokles o 4,2%), respektive za celý rok 2008 16,0 mld. Kč, což představuje 11,5% meziroční nárůst. Efektivní sazba daně z příjmů by ve čtvrtém kvartále měla být poměrně nízká (očekáváme 16,9%) především díky výše zmíněnému výnosu z prodeje BCPP, který nepodléhá příjmové dani. Za celý rok 2008 by pak efektivní daňová sazba dosáhla úrovně 18,1%. Přibližně na podobných úrovních by ji banka měla být schopna udržet i v následujících letech, což také odpovídá vyjádřením představitelů banky (očekávají efektivní sazbu daně o 1-2 procentní body pod nominální sazbou daně). Za tohoto předpokladu by čistý zisk Komerční banky po odečtení minoritních podílů dosáhl za čtvrtý kvartál 3,1 mld. Kč (+2,5% y/y), za celý rok 2008 potom rovných 13,0 mld. Kč (+16,3% y/y, EPS 342 Kč, P/E 6,2x).

Předpokládáme, že Komerční banka zachová svoji dosavadní dividendovou politiku (snížení dividendového výplatního poměru nepředpokládáme jednak díky vysoké kapitálové přiměřenosti KB, jednak kvůli finančním potřebám majoritního vlastníka). Při předpokladu cca 60% výplatního poměru by tak dividendy na akcii mohla dosáhnout 200 Kč, což by dalo dividendový výnos 9,4%.

I když tedy očekáváme pozitivní hospodářské výsledky Komerční banky za rok 2008, finanční trhy mnohem více zajímá budoucí vývoj v souvislosti s ekonomickým útlumem ve střední Evropě. My předpokládáme, že růst úvěrového trhu se v ČR letos téměř zastaví, objem úvěrů KB by měl vzrůst pouze o 3%. Naopak počítáme s dalším růstem nákladů rizika (až na 90 bazických bodů), což by mělo snížit čistý zisk KB pro letošní rok na 11,6 mld. Kč (-10,8% y/y), zvýšit CIR na 45,2% a snížit ROE z 25% na 20%. I přesto zůstane KB solidně zisková, což by spolu s vysokou dividendou měl trh postupně začít oceňovat. Krátkodobě však i nadále počítáme s negativním vlivem finanční a ekonomické krize na kurz akcií Komerční banky.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Head of research	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Chief analyst	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Senior 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:

Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz
Peter Dömény	Brno	domeny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jan Michelfeit	Praha	michelfeit@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 uzavřeno 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