

# KOMERČNÍ BANKA

## Flash analýza výsledků hospodaření za 4Q2010

Marek Hatlapatka  
Analytikhatlapatka@cyrrus.cz  
+420 538 705 743

(mil. CZK)	4Q2010	4Q2010e CYRRUS	Tržní konsensus	4Q2009	y/y	FY2010	FY2010e CYRRUS	Tržní konsensus	FY2009	y/y
Čistý úrokový příjem	5 449	5 485	5 370	5 404	0,8%	21 431	21 467	21 352	21 241	0,9%
Poplatky a provize	2 095	2 053	2 060	2 033	3,0%	8 038	7 995	8 002	7 839	2,5%
Čisté provozní výnosy	8 365	8 358	8 200	7 747	8,0%	32 662	32 654	32 496	32 194	1,5%
Provozní náklady	3 455	3 593	3 550	3 583	-3,6%	12 942	13 080	13 037	13 521	-4,3%
Náklady rizika	698	669	675	1 185	-41,1%	3 100	3 070	3 076	5 083	-39,0%
Zisk před zdaněním	4 069	4 009	na	3 219	26,4%	16 075	16 015	na	13 550	18,6%
Čistý zisk pro akcionáře	3 367	3 329	3 150	2 570	31,0%	13 330	13 292	13 113	11 007	21,1%

\*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 akciích KB

Data ke dni:	16.2.2011
Cena akcie:	4 270 CZK
Počet vydaných akcií:	38,0 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	162,3 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	6,7 mld.
52-week max:	4 600 CZK
52-week min:	3 193 CZK
Průměrný denní objem:	310 mil. CZK

### Sídlo firmy:

Na Příkopě 33  
114 07 Praha 1  
Česká republikaWeb: [www.kb.cz](http://www.kb.cz)ISIN: CZ0008019106  
WKN: 888040  
Bloomberg: KOMB CP  
Reuters: BKOMsp.PR

- Výsledky hospodaření KB za 4Q2010 resp. FY2010 zcela odpovídají našim predikcím a to prakticky na všech úrovních výsledovky. Nicméně vzhledem k tomu, že naše projekce byla optimističtější než tržní konsensus, zveřejněné výsledky lze považovat za mírně lepší než očekávané. Co je rozhodně pozitivní, je výše navrhované dividendy ze zisku 2010. Ta činí 270 CZK/akcii, tj. o 100 CZK/akcii více než před rokem a výrazně nad odhady trhu (většinou kolem 200-210 CZK). I když se na trhu částečně o výplatě mimořádné resp. mimořádně vysoké dividendy spekovalo (díky zbytečně vysokému kapitálovému polštáři KB a náznakům chování mateřské SG), rozhodně se jedná o pozitivní překvapení. Místo obvyklého 50-60% výplatního poměru dividendy 270 CZK znamená payout 77%.
- Akcie KB přesto na výsledky reagují negativně. Jedním z důvodů může být výhled na rok 2011, kde KB říká, že náklady porostou rychleji než výnosy (které by měly meziročně vzrůst o cca 5%). Komerční banka hodlá letos poměrně dost investovat včetně plánovaného otevření 5 nových poboček. Je pravdou, že pokles počtu klientů může být určitým vykřičníkem, na který musí management KB reagovat, nicméně nemyslíme si, že by výše popsany výhled byl výrazně jiný, než co se dalo očekávat. Poměr nákladů k výnosům by tak sice letos měl vzrůst zpět nad 40% hranici, nicméně pouze mírně a následně se měl ustálit na úrovni 40-42%.
- Druhým důvodem negativní reakce trhu může být to, že KB odmítla „zaručit“, že letošní vysoká dividendy bude „novým standardem“, což je podle nás logické a jediné možné vyjádření managementu. Náš model ukazuje, že vzhledem k očekávanému vývoji ziskovosti a kapitálu KB by neměl být žádný problém pro banku udržet podobně vysokou dividendu i v příštím roce (na udržení dividendy by podle našeho modelu stačil výplatní poměr cca 74% vs. 77% letos). Pokud by firma implicitně přešla k payout 60-70% místo aktuálních 50-60%, nemělo by ani v následujících letech dojít k propadu dividendy, naopak se dá očekávat její další, i když mírný růst. I v takovém případě by se kapitálová přiměřenost tier 1 udržela na velmi komfortní úrovni nad 14%.

### Čistý úrokový výnos

- U čistého úrokového výnosu (NII), hlavní výnosové položky KB, nedošlo k zásadnímu překvapení. NII v 4Q2010 dosáhl 5,45 mld. CZK, což bylo jen lehce pod naším očekáváním (5,49 mld. CZK), ale nad odhadem trhu (5,37 mld. CZK). Pozitivně nás překvapil vývoj úvěrového portfolia: objem hrubých úvěrů vzrostl o 2,8% vs. 3Q2010 resp. o 3,5% y/y. Z 10,7 mld. CZK kvartálního nárůstu úvěrů v absolutním vyjádření se cca 4 mld. CZK rekrutovaly z úvěrů na bydlení (hypotéky +2,9 mld. CZK, stavební spořitelny +1 mld. CZK), což jen potvrdilo celková dobrá čísla českého trhu v 4Q2010. Důležité je, že k oživení došlo u korporátních úvěrů, tedy nejdůležitější kategorie úvěrů KB. Ty mezikvartálně vzrostly o 7,6 mld. CZK, téměř výhradně díky růstu objemu poskytnutých úvěrů středním a velkým podnikům.
- Mírným zklamáním je pro nás naopak vývoj u klientských depozit, jejichž objem ve 4Q2010 dosáhl 538,1 mld. CZK, což znamenalo nárůst vs. 3Q pouze o 0,5% a meziroční pokles o 2,5%. Zde jsme na základě vývoje ekonomiky a údajů z jiných českých bank očekávali o něco větší nárůst ke konci roku. Na druhou stranu je pravdou, že nižší než námi očekávané číslo je především u poměrně volatilní kategorie depozit obchodních klientů (nikoliv individuálních), což může být pouze dočasný efekt.

### Výnosy z poplatků a provizí a ostatní výnosy

- Čistý výnos z poplatků a provizí (NFC) dosáhl ve 4Q 2,10 mld. CZK, mírně nad naším i tržním očekáváním (2,05 mld. CZK resp. 2,06 mld. CZK). Tradičně velmi silný byl 4Q u poplatků z transakcí (+4,8% q/q), pozitivně nás nicméně překvapil silný nárůst poplatků z křížového prodeje produktů (+42,7% q/q, +34,5% y/y), zapříčiněný jak velmi dobrými prodeji životního pojištění, tak i technickými faktory. Naopak zatím se stále nedaří oživit poplatky za správu, kde pokračuje cenová eroze a absolutní úbytek počtu účtů.
- Ani u ostatních výnosů nedošlo k zásadnímu překvapení, u čistého zisku z finančních operací pokračoval ve 4Q dobrý výkon u výnosů z FX operací, naopak byl relativně slabý výnos z obchodování s cennými papíry. Shrnuto, celkové provozní výnosy ve 4Q dosáhly 8,37 mld. CZK, prakticky na úrovni našeho očekávání (8,36 mld. CZK).

### Provozní náklady a náklady rizika

- Jestli nás KB na provozní úrovni příjemně překvapila, potom na provozních nákladech (OPEX). Ty tradičně ve 4Q rostou, nicméně tentokrát byl nárůst relativně mírný, pouze 6,6% q/q (ve srovnání např. s +9,4% v 4Q2009). Nižší než námi očekávané byly především personální náklady, které mezikvartálně nečekaně poklesly a jsou tak zodpovědné za hlavní část pozitivní překvapení u OPEX. Poměr provozních nákladů k výnosům (CIR) zůstal jen těsně nad 41%, díky čemuž se celoroční CIR udržel pod hranicí 40%. Je zřejmé, že takto nízký OPEX KB nemůže být schopna, zvláště v současné opět sílící konkurenci na trhu, udržet i nadále, což však nepovažujeme za negativní překvapení (viz výše). Nové pobočky si vyžádají vyšší personální náklady, také administrativní náklady nepochybně v roce 2011 porostou, jak však píšeme výše, CIR by se měl i tak udržet jen těsně nad hranicí 40%, na niž je nutné se stále dívat jako na mimořádně nízkou.
- Náklady rizika i ve 4Q2010 potvrdily poměrně příznivý trend posledních čtvrtletí. Podíl klasifikovaných úvěrů zůstal stabilní vs. 3Q, až na několik individuálních korporátních případů je inflow nových úvěrů do LUSR nízký. Náklady rizika tak ve 4Q dosáhly 698 mil. CZK, jen lehce nad naším odhadem 669 mil. CZK. Krytí nevykonných úvěrů opravnými položkami se opět mírně zvýšilo na 55,3%.

### Celkové zhodnocení výsledků

- Celkově hodnotíme výsledky KB jako velmi dobré a negativní reakci trhu považujeme za dočasnou, možná částečně přizhivenou i obnovenými spekulacemi o brzkém příchodu akcií konkurenční ČSOB na burzu.

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Brno	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jan Roh	Brno	<a href="mailto:roh@cyrrus.cz">roh@cyrrus.cz</a>	Automobilový průmysl

**Trading & Sales:**

Pavel Pikna	Brno	<a href="mailto:pikna@cyrrus.cz">pikna@cyrrus.cz</a>
Kamil Kricner	Praha	<a href="mailto:kricner@cyrrus.cz">kricner@cyrrus.cz</a>

**Portfolio management:**

Peter Dömeny	Brno	<a href="mailto:domeny@cyrrus.cz">domeny@cyrrus.cz</a>
Jindřich Rovný	Praha	<a href="mailto:rovny@cyrrus.cz">rovny@cyrrus.cz</a>

**Corporate finance:**

Tomáš Kunčický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
Jiří Běhal	Brno	<a href="mailto:behal@cyrrus.cz">behal@cyrrus.cz</a>

**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