

KOMERČNÍ BANKA

16. února 2012

Flash analýza výsledků hospodaření za 4Q/FY 2011

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

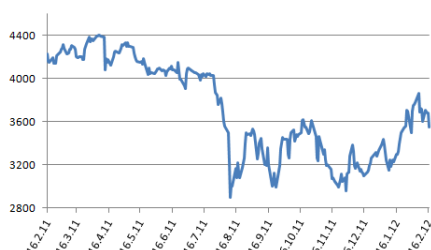
(mil. CZK)	4Q2011	CYRRUS 4Q2011e	Tržní konsensus*	4Q2010	y/y	FY2011	CYRRUS FY2011e	FY2010	y/y
Čistý úrokový příjem	5 671	5 664	5 620	5 449	4,1%	22 190	22 184	21 431	3,5%
Poplatky a provize	1 720	1 918	1 910	2 028	-15,2%	7 305	7 503	7 726	-5,4%
Čisté provozní výnosy	8 388	8 399	8 300	8 305	1,0%	32 764	32 776	32 387	1,2%
Provozní náklady	-3 672	-3 582	-3 590	-3 395	8,2%	-13 490	-13 399	-12 667	6,5%
Náklady rizika	-1 727	-1 595	-1 470	-698	147,4%	-7 325	-7 193	-3 100	136,3%
Zisk před zdaněním	2 989	3 073	NA	4 069	-26,5%	11 455	11 603	16 075	-28,7%
Čistý zisk pro akcionáře	2 434	2 461	2 470	3 367	-27,7%	9 475	9 503	13 330	-28,9%

*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:	16.2.2012
Cena akcie:	3 550 CZK
Počet vydaných akcií:	38,0 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	135,0 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	5,4 mld.
52-week max:	4 425 CZK
52-week min:	2 711 CZK
Průměrný denní objem:	340 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

➤ Výsledky Komerční banky splnily většinu očekávání, která jsme v naší predikci uvedli. V některých kategoriích nicméně za naší projekci zaostaly, tou nejviditelnější (i když podle nás nikoliv nejdůležitější z hlediska valuace KB) je nižší než trhem i námi předpokládaná dividenda. Tu management KB navrhuje ve výši 160 CZK, což je víceméně v souladu s dosavadní dividendovou politikou KB (nepočítáme mimořádně vysokou dividendu loňského roku), nicméně trh počítal s navýšením payout někam k 75-80% a s dividendou jen lehce pod 200 CZK hranicí.

➤ Na druhou stranu nižší dividendu je třeba vidět v kontextu mimořádných odpisů řeckých dluhopisů v roce 2011 a naopak extrémně vysoké dividendy ze zisku 2010. Navíc náš aktualizovaný oceňovací model ukazuje, že v příštím roce by se dividenda měla již relativně snadno přehoupnout nad 200 CZK úroveň. Podle nás tedy není důvod, aby si investoři KB vyškrtli ze seznamu těch nejzajímavějších dividendových titulů CEE regionu.

➤ Vraťme se nicméně k výsledovce KB, která za 4Q2011 obsahuje výši čistého zisku připadajícího akcionářům KB 2,43 mld. CZK, což je de facto na úrovni naší projekce i blízko konsenzu trhu. Ten byl nicméně, jak jsme psali již v predikci, velmi roztržštěn a některé odhady s dodatečným odpisem řeckých bondů ve 4Q nepočítaly. Odpis nicméně přišel a byl téměř přesně na úrovni našeho odhadu, tedy 1,1 mld. CZK. Jinými slovy, Komerční banka odepsala hodnotu řeckých bondů na aktuální úroveň 25% (tj. haircut 75%) a celkový loňský odpis se tak vyšplhal na 5,4 mld. CZK.

➤ Hlavně kvůli výše uvedenému odpisu se celoroční zisk KB propadl o téměř 29% na 9,48 mld. CZK, neboli v absolutním vyjádření bezmála o 4 mld. CZK. Podíváme-li se na aktuální portfolio zahraničních vládních dluhopisů v držení KB, potom letošní rok vidíme výrazně lépe než ten loňský. KB již drží jen cca 2 mld. CZK řeckých bondů a jediná výraznější riziková pozice je podle nás expozice vůči italským bondům ve výši cca 7 mld. CZK. U italských dluhopisů nicméně letos nepředpokládáme žádný odpis. Díky tomu by se čistý zisk v letošním roce měl přiblížit rekordním úrovním let 2008 a 2010 (v obou letech zisk nad 13 mld. CZK). Zdá se, že sudé roky jsou nyní pro KB mnohem úspěšnější než ty liché.

Provozní výnosy

- Celkové provozní výnosy ve 4Q2011 téměř dosáhly naší (v rámci konsensu téměř neoptimističtější) projekce – 8,39 mld. CZK vs. náš odhad 8,40 mld. CZK. Struktura výnosů se nicméně od našeho očekávání do určité míry odlišuje. To neplatí pro hlavní výnosovou kategorii – čistý úrokový výnos (NII) – jenž meziročně vzrostl o 4,1%, tedy ještě mírně více než jsme čekali. Hlavní příčinu lze bezpochyby nalézt ve vyšším než námi predikovaném růstu úvěrového portfolia. Objem poskytnutých úvěrů vzrostl mezikvartálně o 3,5%, pozitivně překvapilo především velmi solidní oživení poptávky po úvěrech ze strany malých podniků, dobrý růst si zachoval i klíčový segment úvěrů velkým korporacím (+4,6% q/q). Také tempo růstu vkladů předčilo naši projekci – objem vkladů vzrostl mezikvartálně o téměř 10 mld. CZK.
- Jestliže úrokové výnosy potěšily, výnosy z poplatků a provizí výrazně propadly, meziročně o více než 15%. Zde je však nutné upozornit na cca 160 mil. CZK negativního vlivu souvisejícího s náklady na klientské akvizice PF KB v souvislosti s přijetím penzijní reformy. Tato částka je nicméně v P&L Komerční banky kompenzována ve finančním výsledku. Po očištění o tuto částku by čistý výnos z poplatků a provizí byl někde kolem 1,88 mld. CZK vs. náš odhad 1,92 mld. CZK. I tak tedy číslo nižší – přecenili jsme především vliv předvánoční sezóny na výnosy z transakcí.
- Horší NFC byl nicméně vykompenzován nečekaně silným výsledkem výnosů z obchodování. Ty byly nejvyšší od 1Q2009, i když vysoký podíl kategorie „ostatní“ dává tušit, že tato úroveň bude z hlediska následujících kvartálů spíše výjimkou než novou normou.

Provozní náklady a náklady rizika

- Provozní náklady dosáhly ve 4Q 3,67 mld. CZK, tedy více než jsme predikovali (3,58 mld. CZK). Hlavní příčinu rozdílu lze najít ve značném nárůstu marketingových nákladů v daném kvartále, který jsme sice očekávali, ale nikoliv v takové intenzitě. O něco vyšší než námi projektované byly i personální náklady, nic z toho nicméně neovlivňuje náš pohled na OPEX v letošním roce (kde již nárůst marketingových nákladů předpokládáme). Poměr provozních nákladů k provozním výnosům (CIR) dosáhl v 4Q2011 úrovně 43,8%, nejvyšší hodnoty za poslední dva roky. Celoroční CIR se díky tomu vrátil nad 41% a podobnou hodnotu očekáváme i v letošním roce.
- O hlavním tématu nákladů rizika – odpisu řeckých dluhopisů – jsme psali již na úvodní straně této flash analýzy. Nyní ještě pár řádků k nákladům rizika souvisejícím s úvěry: tyto náklady po očištění od vlivu řeckých bondů dosáhly 0,68 mld. CZK vs. naše projekce 0,52 mld. CZK. Celkový objem nevykonných úvěrů (NPL) se mezikvartálně zvýšil o 4,2%, dle údajů v prezentaci KB hlavně kvůli jednomu velkému korporátnímu klientovi, jehož úvěr byl přeřazen z výkonného do NPL. Celkově nicméně v trendech NPL i opravných položek k těmto úvěrům nevidíme zásadní překvapení a odchylku od naší projekce, v letošním roce očekáváme mírný pokles vytvořených rezerv.

Celkové zhodnocení výsledků, reakce trhu

- Jak jsme napsali již na úvodní stránce, celkově hodnotíme výsledky KB jako mírné zklamání, především kvůli vyšším provozním nákladům, nákladům rizika, nižším výnosům z poplatků a nižší navrhované dividendě. Na druhou stranu žádná z výše uvedených odchylek od naší projekce nemá významný dopad na očekávané veličiny pro letošní a následující roky, o které se opíráme v naší valuaci akcií KB. Potvrzujeme proto naše investiční doporučení „koupit“ s cílovou cenou 4 150 CZK (analýza je dostupná na www.cyrrus.cz).
- Akcie KB na zveřejněné výsledky reagovaly poklesem o cca 3,5% na hodnoty kolem 3550 CZK. Tato reakce je nicméně také ovlivněná dnešním celkovým negativním sentimentem na trzích. My považujeme tržní reakce za relativně adekvátní, z krátkodobého pohledu bychom viděli jako zajímavý vstupní bod hodnotu kolem 3500 CZK.

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	Ocelářenský a automobilový průmysl
Tomáš Menčík	Brno	mencik@cyrrus.cz	Farmaceutický a chemický průmysl

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