

KOMERČNÍ BANKA

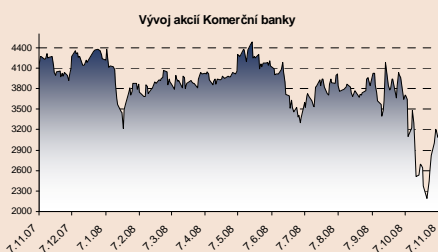
Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

Flash analýza výsledků za 9M2008

7.11.2008
Komerční banka
Výsledky za 9M2008

Základní informace	
Cena akcie	3 120 CZK
Vydaných akcií	38,01 mil. ks
Tržní kapitalizace	119 mld. CZK
52 týdenní max.	4 485 CZK
52 týdenní min.	2 165 CZK
Beta vs. PX	0,94
Váha v PX	16,6%

Zdroj: Bloomberg.



Zdroj: Bloomberg.

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

Zdroj: KB.

Komerční banka zveřejnila své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za prvních devět měsíců 2008 dne 7. listopadu 2008 v 8:30:

HOSPODAŘENÍ KOMERČNÍ BANKY V 9M2008

Komerční banka dnes zveřejnila hospodářské výsledky za devět měsíců 2008. Čistý zisk dosáhl 9,87 mld. Kč, což představuje 21,6% meziroční nárůst a překonání konsensuálního odhadu trhu (9,56 mld. Kč) i našeho odhadu (9,60 mld. Kč). Hlavní zásluha na překonání odhadů trhu mají výnosy z finančních operací, které meziročně vzrostly o 25%, především díky zvýšenému zájmu o měnové zajištění. Naopak hlavní výnosové kategorie, tedy čistý úrokový výnos a výnosy z poplatků zůstaly lehce pod našimi očekáváními. Komerční banka opět potvrdila svoji schopnost držet provozní náklady na uzdě (pouze +6,6% y/y), což vyústilo ve velmi nízký poměr provozních nákladů k výnosům 43,6% a přispělo k vyššímu než očekávanému čistému zisku. A i přesto, že náklady rizika vzrostly více než trh očekával. Celkově tak Komerční banka potvrdila svoji pověst výsledkově nejstabilnější středoevropské banky. Vzhledem k tomu, že lepší než očekávané finanční výnosy považujeme z části za mimořádné, hodnotíme celkově zveřejněné výsledky jako spíše jako neutrální než pozitivní.

Hospodářské výsledky KB za 3Q2008 a 9M2008

mld. CZK	3Q2008	Očekávání CYRRUS	Tržní konsensus	3Q2007	y/y
Čistý úrokový příjem	5,28	5,34	5,34	4,79	10,1%
Poplatky a provize	1,99	2,07	2,01	1,92	3,6%
Provozní výnosy	8,27	8,10	8,13	7,38	12,0%
Provozní náklady	3,46	3,68	x	3,44	0,5%
Tvorba rezerv	0,73	0,51	0,49	0,27	170,0%
Zisk před zdaněním	4,27	3,91	3,92	3,61	18,4%
Čistý zisk*	3,48	3,19	3,15	2,85	22,1%

mld. CZK	9M2008	Očekávání CYRRUS	Tržní konsensus	9M2007	y/y
Čistý úrokový příjem	15,59	15,65	15,65	13,81	12,9%
Poplatky a provize	6,05	6,13	6,07	5,73	5,6%
Provozní výnosy	24,45	24,28	24,31	21,79	12,2%
Provozní náklady	10,67	10,89	x	10,03	6,3%
Tvorba rezerv	1,64	1,42	1,40	1,05	56,1%
Zisk před zdaněním	12,19	11,83	11,84	10,38	17,4%
Čistý zisk*	9,87	9,60	9,56	8,12	21,6%

* po minoritních podílech.

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

Začneme tou výnosovou kategorií, která se nejvíce odchytila od našich předpokladů a tou jsou výnosy z finančních operací. Ty ve třetím kvartále 2008 dosáhly 956 mil. Kč, meziročně o 50,3% více. My jsme přitom počítali pouze s mírným meziročním růstem na 648 mil. Kč. Rozdíl tedy činí více než 300 mil. Kč, což vidíme jako hlavní zdroj překonání našeho i tržního odhadu čistého zisku. Podíváme-li se na důvody tohoto nárůstu, skrývají se především v silném nárůstu operací měnového zajištění (+250 mil. Kč y/y) a 78% meziročním nárůstu zisku z obchodování s cennými papíry. Jediná kategorie, která poklesla, jsou příjmy z úrokových derivátů (-77%). Vzhledem k tomu, že podstatná část nárůstu celé kategorie je úzce spojena se současnou finanční krizí a jejími důsledky, je možné tuto odchylku od našeho očekávání považovat do značné míry za neopakovatelnou, proto jsme při celkovém hodnocení hospodářských výsledků KB spíše zdrženlivější.

Obrátíme-li naši pozornost na hlavní příjmové kategorie, čistý úrokový výnos dosáhl ve třetím kvartále 5,28 mld. Kč (+10,2% y/y), my jsme očekávali 5,34 mld. Kč. Komerční banka dokázala udržet velmi solidní meziroční růst úvěrů i ve třetím kvartále (+21,6% y/y vs. našeho očekávání +19,9% y/y), především díky spotřebitelským úvěrům, naopak dynamika růstu korporátních úvěrů a hypoték se (podle očekávání) snížila. Nižší než námi očekávaný byl nárůst objemu klientských vkladů (+3,5% vs. očekávání +5%), což se následně podepsalo na mírně nižším čistém úrokovém výnosu (NII z vkladů +18% y/y vs. naše očekávání +19,3%).

Čistý příjem z poplatků a provizí dosáhl ve třetím čtvrtletí 1,99 mld. Kč, což také zaostalo za našimi i tržními očekáváními. Hlavní příčinu vidíme v nižším než předpokládaném růstu poplatků z transakcí, meziročním poklesu poplatků z křížového prodeje (vliv negativní situace na kapitálových trzích na prodeje podílových fondů) a nižší než očekávaný růst poplatků z úvěrů, kde se opět projevil negativní vliv růstu provizí vyplácených hypotečním zprostředkovatelům. Zhodnotíme-li tedy v kostce výnosovou část výsledovky, vidíme mírně nižší úrokové výnosy i výnosy z poplatků, které jsou významně kompenzovány silným růstem výnosů z finančních operací. Celkově tak čisté výnosy dosáhly ve 3q2008 8,27 mld. Kč (naše očekávání 8,1 mld. Kč).

Toto vyšší číslo se přenáší i do hodnocení provozní efektivity KB, tedy do hodnocení vývoje provozních nákladů ve srovnání s výnosy. Poměr CIR (provozní náklady/provozní výnosy) dosáhl ve 3q2008 extrémně nízké hodnoty 41,8%, za celých 9M2008 potom klesl z 45,9% na 43,6%. Pokud bychom odečetli 300 mil. Kč pozitivního překvapení u výnosů z finančních operací, dostali bychom poměr CIR za 9M2008 ve výši 44,2%, což je mírně pod naším očekáváním 44,5%. Komerční banka opět ukázala, co je to efektivní řízení provozních nákladů. Ty ve třetím kvartále meziročně vzrostly o minimálních 1,3%, za celých devět měsíců potom vzrostly o 6,6%, očekávali jsem růst o dva procentní body vyšší. Důvodem je meziroční stagnace všeobecných administrativních nákladů a pokles odpisů (úspěšný prodej budovy PF KB). Personální náklady vzrostly ve 3q2008 o 7,2%, o něco více než jsme očekávali, za 9M2008 dosáhly růstu 5% vs. naše očekávání +3,7%.

Položkou, která naopak negativně překvapila, jsou náklady rizika. Komerční banka je vykázala ve třetím kvartále ve výši 729 mil. Kč, přičemž my jsme očekávali pouze 510 mil. Kč. Čistá tvorba opravných položek na sledované úvěry dosáhla 643 mil. Kč, 98 mil. Kč představovaly opravné položky k cenným papírům. Hlavním důvodem nečekaného nárůstu jsou vyšší náklady rizika u několika velkých korporátních klientů, naopak u retailových klientů zůstávají tyto náklady relativně nízké. Zde se ukazuje, že finanční krize se dříve než u spotřebitelů začíná projevovat u velkých podniků. Předpokládáme, že tento trend se v posledním kvartále letošního roku ještě prohloubí.

Vyšší výnosy, nižší náklady a vyšší tvorba opravných položek vyústily v zisk před zdaněním za 3q2008 ve výši 4,27 mld. Kč, což představuje 18,4% meziroční nárůst a částka převyšuje náš odhad o již dříve zmíněných cca 360 mil. Kč. Efektivní sazba daně dosáhla 18,5% (očekávali jsme 18,8%), což vyústilo v čistý zisk 3,48 mld. Kč, po odečtení minoritních podílů potom 3,46 mld. Kč vs. konsensuální odhad trhu 3,15 mld. Kč a náš odhad 3,19 mld. Kč. Za devět měsíců 2008 tak Komerční banka dosáhla čistého zisku po minoritách ve výši 9,87 mld. Kč, meziročně o 21,6% více. Toto číslo nám dává anualizovaný čistý zisk na akcii 340 Kč (P/E 9,2x).

Akcie Komerční banky na zveřejněné výsledky reagují velmi málo (+1,2%), což potvrzuje naše hodnocení výsledků jako spíše neutrálních. Není sporu o tom, že Komerční banka potvrdila, že její hospodaření je velmi stabilní i v době finanční krize, která ukusuje zisky konkurenčním bankám. Důkazem budiž pouhých 11 mil. Kč negativního přecenění finančních aktiv. Na druhou stranu některé výnosové položky již naznačily, že následující kvartály nebudou ani pro Komerční banku jednoduché a lze očekávat sníženou dynamiku růstu zisků.

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
Lucie Kundrátová	Analytik	kundratova@cyrrus.cz	Petrochemie, spotřební zboží
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:

Peter Dömény	Brno	domeny@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@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 (Platinium)
 616 00 Brno
 Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
 Radlická 14, Anděl Park
 150 00 Praha 5, Smíchov
 Tel.: +420 221 592 361