

KOMERČNÍ BANKA

Marek Hatlapatka
analytik
hatlapatka@cyrrus.cz

Flash analýza výsledků za rok 2007

22.2.2008

Komerční banka

Výsledky za 4Q2007 a rok 2007

Základní informace

Cena akcie	3 855 CZK
Vydaných akcií	38,01 mil. ks
Tržní kapitalizace	147,5 mld. CZK
52 týdenní max.	4 540 CZK
52 týdenní min.	3 167 CZK
Beta vs. PX	1,01
Váha v PX	15,5%

Zdroj: Bloomberg.

Vývoj akcií Komerční banky



Zdroj: Bloomberg.

AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA

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

Zdroj: KB.

Komerční banka zveřejnila své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za čtvrtý kvartál 2007 a celý rok 2007 dne 22.2.2008 v 10:00:

HOSPODAŘENÍ KOMERČNÍ BANKY V ROCE 2007

Je to už ohraná písnička, nicméně u Komerční banky už jsme si jakoby zvykli, že si vždy dokáže poradit s konsensuálním odhadem trhu a prezentovat se lepšími čísly. Čtvrtý kvartál a potažmo celý rok 2007 v tomto směru nebyl žádnou výjimkou. Od horních až po ty nejspodnější patra výsledovky dokázala KB překonat naše odhady, především díky nečekaně silnému závěru roku v segmentu retailových úvěrů. Ve světle oznámeného čistého zisku není příliš velké překvapení ani výše dividendy – navržených 180 Kč odpovídá 61% čistého zisku, tedy velmi mírně nad námi očekávané rozpětí výplatního poměru 55-60%.

Hospodářské výsledky KB za 4Q2007 a rok 2007

mld. CZK	4Q2007	Očekávání CYRRUS	Tržní konsensus	4Q2006	y/y
Čistý úrokový příjem	4,971	4,838	4,907	4,407	12,8%
Poplatky a provize	2,428	2,348	2,366	2,339	3,8%
Opravné položky	0,481	0,460	0,423	0,419	14,8%
Čisté provozní výnosy	7,883	7,496	7,606	7,152	10,2%
Zisk před zdaněním	3,948	3,553	3,590	3,119	26,6%
Čistý zisk*	3,064	2,727	2,678	2,378	28,8%

mld. CZK	2007	Očekávání CYRRUS	Tržní konsensus	2006	y/y
Čistý úrokový příjem	18,674	18,541	18,610	16,273	14,8%
Poplatky a provize	9,283	9,204	9,222	8,769	5,9%
Opravné položky	1,651	1,630	1,506	1,536	7,5%
Čisté provozní výnosy	29,665	29,333	29,443	26,420	12,3%
Zisk před zdaněním	14,328	13,932	13,970	11,935	20,1%
Čistý zisk*	11,188	10,841	10,802	9,214	21,4%

* po minoritních podílech.

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

V naší predikci jsme uvedli, že Komerční banka se v loňském roce zaměřila na segment spotřebitelů a podnikatelů, který obecně v současné době vykazuje nejvyšší dynamiku růstu z celého bankovního sektoru v ČR, a že podíl retailových úvěrů na celkových úvěrech by měl překročit 40% hranici. Nakonec se toto číslo dostalo na 42% a nastínilo, že ve čtvrtém čtvrtletí se Komerční bance podařilo „ulovit“ více retailových úvěrů než jsme očekávali. Ve velmi dobrém světle se předvedla Modrá Pyramida, která dokázala za celý rok zvýšit objem úvěrů o 34% na 33 mld. Kč, úspěšná byla skupina KB také v nábore klientů s největším budoucím potenciálem – tedy mladých a banka také využila své mateřské společnosti SG k dalšímu zvýšení poměru křížového prodeje z 5,23 na 5,44. Silná poptávka po spotřebitelských úvěrech v předvánočním období, ale také více než solidní (a lepší než očekávaná) dynamika růstu vkladů (+10% y/y u individuálních klientů, +15% y/y u firem) kombinovaná s růstem úrokového spreadu po několikanásobném zvýšení úrokových sazeb vyústila v čistý úrokový výnos 4,97 mld. Kč za čtvrtý kvartál, resp. 18,67 mld. Kč za celý rok 2007. Zároveň se ukazuje, že podíl konsolidovaných částí na celkovém čistém úrokovém výnosu se zvyšuje. Zatímco před rokem činil tento podíl 16%, ve čtvrtém kvartále 2007 to bylo již 18%. Opět je třeba největší zásluhu na tom připsat Modré Pyramidě. Zajímavý je také vývoj podílů úrokových výnosů na celkových výnosech KB. I zde došlo díky silnému růstu zájmu o úvěry o nárůst z 61,5% v roce 2006 na 63% v roce 2007.

Vývoj poplatků a provizí je pro nás o něco větší (pozitivní) překvapení než u výnosů úrokových. Především díky tomu, že se potvrdilo naše očekávání, že diskontní akce KB na akvirování nových hypotečních úvěrů vyústily v meziroční pokles příjmů z poplatků z úvěrů (-3,3% y/y). To ovšem více než vykompenzoval nárůst počtu a objemu transakcí. Zde se ukázal především silný růst v oblasti plateb kreditními a debetními kartami a také nárůst počtu klientů. Navíc Komerční banka využila své mateřské banky Société Générale k velmi solidnímu nárůstu křížových prodejů (poměr cross-selling vzrostl z 5,23 na 5,44 na klienta, +18% y/y). I proto tedy ve čtvrtém kvartále vzrostl příjem z poplatků a provizí o 3,8% meziročně, resp. o 5,9% za celý rok 2007. Tato čísla jsou příslibem pro letošní rok, kdy očekáváme oslabení dynamiky růstu úvěrů a právě schopnost zvyšovat příjmy z poplatků se tak může ukázat jako důležitá pro růst výnosů i zisků v letošním roce.

K vyššímu než očekávanému nárůstu celkových čistých výnosů (+12,3% y/y) ovšem přispěly také dobré výsledky v oblasti obchodování. Výnos z obchodování vzrostl o silných 23% y/y, u samotné Komerční banky potom dokonce o 42% y/y. Tato čísla sice představují pouze cca 5% výnosů KB, nicméně v porovnávání odhadů trhu a skutečnosti mohou hrát důležitou roli.

Vyšší výnosy byly do určité míry doprovázeny také vyššími provozními náklady. Jejich meziroční nárůst o 9,3% překonal náš odhad +8,3%, především kvůli nejpodstatnější položce – personálním nákladům a také administrativním nákladům. Osobní náklady místo námi predikovaného 13% nárůstu vzrostly o 14,3% y/y, zatímco pokles odpisů o 11,2% zůstal v souladu s naším očekáváním. Vývoj personálních nákladů může být mementem pro letošní rok (kdy očekáváme další akceleraci osobních nákladů), na druhou stranu je třeba vidět vyšší provozní náklady v souvislosti s výnosy, které jak již bylo řečeno, překonaly naše očekávání také. Proto si dokázala Komerční banka za rok 2007 udržet své výsostní postavení z hlediska provozní efektivnosti, když poměr nákladů k výnosům (CIR) dosáhl 45,7% (náš odhad 45,3%) z loňského 46,9%.

Největší odchylka mezi našimi očekáváním i očekáváním trhu a skutečností se odehrála na úrovni nákladů na riziko (opravné položky k úvěrům a dalším rizikům). Samotné opravné položky k úvěrům se sice vyvíjely víceméně podle naší predikce (1,65 mld. Kč vs. očekávání 1,63 mld. Kč), nicméně nepočítali jsme s plusovým saldem u tvorby rezerv na ostatní rizika (+200 mil. Kč v 4q2007). Díky tomu se zisk před zdaněním vyšplhal na 14,3 mld. Kč. Na úrovni čistého zisku jsme počítali s nižší efektivní daňovou sazbou kvůli daňovým změnám, konkrétně s 22,1%, skutečná daň však byla ještě nižší, konkrétně 21,7%, což ještě přidalo dalších cca 65 mil. Kč k čistému zisku. Ten tedy dosáhl 11,19 mld. Kč (po minoritních podílech) vs. námi očekávaných 10,84 mld. Kč. V přepočtu na jednu akcii to představuje 295 Kč/akcii.

Navržená dividenda podle našeho názoru byla částečně ovlivněna děním v mateřské Société Générale, avizovaný výplatní poměr 55-60% čistého zisku byl totiž mírně převyššen (cca 61%), i když zřejmě částečně se jedná o vliv zaokrouhlování dividendy (management se pravděpodobně rozhodoval mezi 175 Kč a 180 Kč). Celkově dopadly hospodářské výsledky i s ohledem na dividendu lépe než trh předpokládal. Na druhou stranu Komerční banka má proti sobě celkově špatný tržní sentiment a na lepší výsledky si investoři v jejím případě již zvykli. I proto neočekáváme v nejbližších dnech výrazně pozitivní reakce, přestože podle našeho názoru Komerční banka znovu ukázala svoji sílu a ospravedlnila naši cílovou cenu 4 670 Kč.

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, doprava
Jan Lojda	Analytik	lojda@cyrrus.cz	Textilní průmysl, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz
----------------	-------	--

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@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. („BCPP“) a 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 není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. 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. 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 výstupy je možno nalézt na 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