

18.2.2009

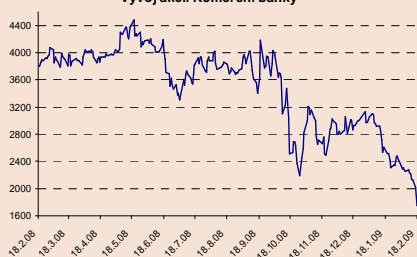
Komerční banka
Výsledky za 4Q2008 a FY2008

Základní informace

Cena akcie	1 525 CZK
Vydaných akcií	38,01 mil. ks
Tržní kapitalizace	60,2 mld. CZK
52 týdenní max.	1 525 CZK
52 týdenní min.	4 485 CZK
Beta vs. PX	1,02
Váha v PX	12,7%

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 2008 resp. celý rok 2008 dne 18. února 2009 v 8:30:

HOSPODAŘENÍ KOMERČNÍ BANKY V ROCE 2008

Dnes ráno zveřejněné hospodářské výsledky Komerční banky za poslední loňský kvartál resp. celý rok 2008 potvrdily dva trendy, které jsme očekávali: na jedné straně velmi dobrou současnou provozní výkonnost (dokonce lepší než jsme očekávali), na straně druhé rychlý nástup důsledků finanční krize na zdraví úvěrového portfolia (nejen) Komerční banky. Na první pohled by se tedy chtělo říci, že lepší než očekávané provozní výsledky kompenzují vyšší náklady rizika a celkově jsou tedy zveřejněné hospodářské výsledky neutrální. Nicméně pokud do těchto úvah zakomponujeme současnou tržní náladu a obavy z výhledu středoevropských ekonomik, je jasné, že váha vyšších nákladů rizika je mnohem vyšší než to, čeho KB dosáhla v minulých měsících. Jinými slovy, trh se jen utvrdí v tom, že rok 2009 bude pro KB o mnoho složitější a zisk půjde dolů. Otázkou tak zůstává, jak velký pokles můžeme očekávat. I proto nelze čekat, že se akcie KB ze současných propadů zotaví bez toho, aniž by se uklidnil trh a snížil současné extrémní rizikové přírážky pro region CEE.

Hospodářské výsledky KB za 4Q2008 a celý rok 2008

mil. CZK	4Q2008	Očekávání CYRRUS	Tržní konsensus	4Q2007	y/y
Čistý úrokový příjem	5 676	5 284	5 400	4 979	14,0%
Poplatky a provize	2 002	2 002	2 060	2 025	-1,1%
Provozní výnosy	9 269	8 369	8 420	7 883	17,6%
Provozní náklady	3 846	3 632	3 570	3 625	6,1%
Tvorba rezerv	1 331	826	731	241	452,3%
Zisk před zdaněním	4 068	3 782	x	3 948	3,0%
Čistý zisk*	3 288	3 142	3 420	3 064	7,3%

mil. CZK	2008	Očekávání CYRRUS	Tržní konsensus	2007	y/y
Čistý úrokový příjem	21 262	20 870	20 986	18 674	13,9%
Poplatky a provize	8 050	8 050	8 108	9 283	-13,3%
Provozní výnosy	33 715	32 815	32 866	29 665	13,7%
Provozní náklady	14 508	14 294	14 232	13 558	7,0%
Tvorba rezerv	2 970	2 465	2 370	1 364	117,7%
Zisk před zdaněním	16 258	15 972	x	14 328	13,5%
Čistý zisk*	13 161	13 015	13 293	11 188	17,6%

* po minoritních podílech.

Zdroj: Komerční banka, Reuters, Bloomberg, CYRRUS, a. s.

Provozní výnosy, to je největší síla dnes zveřejněných výsledků Komerční banky. Začneme kategorií čistých příjmů z poplatků a provizí, protože zde nedošlo k žádnému překvapení a realita byla na chlup stejná jako naše predikce, tedy 2,0 mld. Kč za 4q2008 (-1,1% y/y) resp. 8,05 mld. Kč za celý rok 2008 (po úpravě o změny v účtování +3,8% y/y). Podle očekávání došlo k poklesu výnosu z poplatků z křížového prodeje (-38% y/y), naopak meziročně rostly poplatky z úvěrů (mezikvartálně mírně poklesly), hlavně díky obchodním úvěrům a ESSOX. Výnosy z transakcí zůstaly meziročně na stejné úrovni 999 mil. Kč, potvrdilo se tak očekávání postupného zpomalování této výnosové kategorie kvůli slábnoucímu hospodářskému růstu v ČR a v ostatních regionech.

Pozitivně překvapil čistý úrokový výnos. Ten ve 4q2008 dosáhl úrovně 5,68 mld. Kč, což bylo o téměř 400 mil. Kč více než jsme očekávali (a téměř o 250 mil. více než čekal trh). K pozitivnímu výsledku přispěly jak výnosy z depozit (+13,4% y/y), tak i výnosy z úvěrů (+17,1% y/y). U první zmíněné kategorie za to mohou především vyšší úrokové spready na vklady na viděnou (díky zajištění), u druhé zase rostoucí objemy i v prostředí meziročně mírně nižších marží. Negativní vliv investičního bankovníctví byl offsetován čistým ziskem z finančních operací. Celkově za celý rok 2008 dosáhla KB čistého úrokového výnosu ve výši 21,3 mld. Kč (+13,9% y/y). Lepší než očekávaný výsledek by však očima investora měl být brán s rezervou, protože právě tato hlavní výnosová kategorie zřejmě současnou finanční krizí letos utrpí (ochlazení úvěrového trhu, tlak na marže). Doplníme ještě objem úvěrů, který dosáhl ke konci roku 2008 364 mld. Kč (čisté úvěry), mírně pod naším odhadem 366 mld. Kč, což znamená meziroční nárůst o 19,4%.

K vysokým celkovým čistým tržbám ve 4q2008 výrazně přispěla i třetí výnosová kategorie, ostatní výnosy. Ty dosáhly 1,54 mld. Kč (naše očekávání 1,2 mld. Kč), meziročně o 83% více, především díky mimořádnému výnosu z prodeje podílu v BCPP (485 mil. Kč). Nicméně výrazně více než jsme očekávali rostl i zisk z FX operací, který dosáhl 1,1 mld. Kč díky vysoké volatilitě české koruny. Celkově tak provozní výnosy dosáhly 9,27 mld. Kč (+17,6% y/y), za celý rok 2008 potom 33,7 mld. Kč (+13,7% y/y).

Také provozní náklady o něco překonaly naše i tržní očekávání, když ve 4q2008 dosáhly 3,85 mld. Kč (cca o 200 mil. Kč více než náš odhad). O něco více než jsme predikovali vzrostly v posledních třech měsících roku 2008 personální náklady (+12% y/y), administrativní náklady meziročně mírně vzrostly především kvůli nákladům na marketing. Díky vyšším než očekávaným provozním výnosům však i přesto dokázala KB dosáhnout lepšího CIR (cost-income-ratio, poměr provozních nákladů k provozním výnosům) a to pouhých 41,5%, za celý rok 2008 potom tento poměr dosáhl 43,0% (očekávali jsme 43,5%). I přesto stále počítáme s tím, že v letošním roce již KB nebude schopna tento velmi nízký poměr CIR udržet.

Asi největším negativním překvapením ve výsledcích je vyšší než předpokládaný nárůst nákladů rizika. Ty ve 4q2008 akcelerovaly na 1,33 mld. Kč (z toho opravné položky na úvěry 1,29 mld. Kč), meziročně více než čtyřnásobný nárůst (a dvojnásobek vs. 3q2008). My jsme očekávali náklady rizika „pouze“ 826 mil. Kč (trh dokonce jen 730 mil. Kč), výsledek tak ukazuje, že zhoršení kvality úvěrového portfolia je rychlejší než jsme předpokládali. Stále platí, že výrazný nárůst nákladů rizika je spojen především s menším počtem velkých korporátních klientů, pro letošní rok však musíme počítat i se zhoršením na úrovni retailu a malých podniků. Koneckonců čísla za 4q2008 to již ukazují, když podíl standardních úvěrů mírně klesl z 92% v 3q2008 na 91%. Pokrytí nevykonných úvěrů opravnými položkami kleslo z 65% na 60%. Náklady rizika za celý rok 2008 tak vzrostly z 37 bazických bodů na 53 bp, letos očekáváme výrazný nárůst na hodnoty mezi 90 až 100 bazickými body.

Zisk před zdaněním dosáhla za 4q2008 hodnoty 4,07 mld. Kč (očekávání 3,8 mld. Kč), což představuje meziroční 3% nárůst. Efektivní sazba daně v 4q2008 poklesla na 18% z 21,9%, za celý rok dosáhla 18,6% z 21,7%, mírně nad naším očekáváním 18,6%. To vyústilo v čistý zisk za 4q2008 ve výši 3,3 mld. Kč, po odečtení minoritních podílů 3,29 mld. Kč. To je o 140 mil. Kč více než jsme očekávali, meziročně to znamená nárůst čistého zisku o 7,3%. V celoročním vyjádření dosáhl čistý zisk po minoritních podílech 13,2 mld. Kč (+17,6% y/y, 347 Kč na akcii). KB navrhuje dividendu z tohoto zisku ve výši 180 Kč na akcii (dividendový výnos 11,4%), tedy 51,7% výplatní poměr (vs. 61% výplatní poměr v minulém roce). Komerční banka tak přistoupila na konzervativnější výplatu dividendy, zřejmě s ohledem na ochranu kapitálu ve zhoršující se ekonomické situaci. Trh očekával dividendu 190-200 Kč.

Jak již bylo řečeno v úvodu, trh se nyní soustředí především na vyhlídky Komerční banky do budoucna. Navíc se v posledních dnech projevuje v regionu CEE další silná vlna úprku investorů z rizika, což táhne akcie lokálních bank včetně KB výrazně níže. Dnešní 10% pokles tak můžeme vidět jako kombinaci tržního sentimentu a obav z výrazného růstu nákladů rizika u KB pro letošní a příští rok. Ačkoliv tedy výsledky hodnotíme jako solidní, výše zmíněné faktory budou i nadále vyvíjet tlak na akcie KB.

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:

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 (Platinum)
 616 00 Brno
 Tel.: +420 538 705 711

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