

### Komerční banka (KB) CZE

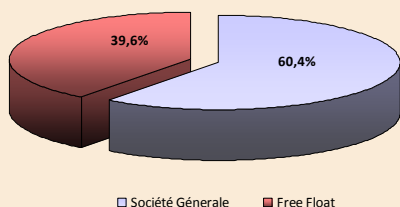
Predikce hospodářských výsledků za 9M2009  
27.10.2009

Aktuální doporučení: DRŽET  
Aktuální cílová cena: 2 900 CZK

#### Vývoj akcií Komerční banky



#### Struktura akcionářů Komerční banky



□ Société Générale    ■ Free Float

#### Základní informace o akciích KB

Data ke dni: 27.10.2009  
Cena akcie: 3 646 CZK  
Počet vydaných akcií: 38,010 mil.  
Tržní kapitalizace CZK: 139 mld.  
Tržní kapitalizace EUR: 5,3 mld.  
52-week max: 3 880 CZK  
52-week min: 1 520 CZK  
Průměrný denní objem: 280 mil. CZK

**Sídlo firmy:** Na Příkopě 33  
114 07 Praha 1  
Česká republika

**Web:** [www.kb.cz](http://www.kb.cz)

ISIN: CZ0008019106  
WKN: 888040  
Bloomberg: KOMB CP  
Reuters: BKOMsp.PR

Komerční banka zveřejní své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za devět měsíců roku 2009 ve středu 4. listopadu 2009, před otevřením trhu.

### PREDIKCE HOSPODÁŘSKÝCH VÝSLEDKŮ KB ZA 9M2009

Komerční banka ve druhém čtvrtletí svými výsledky trhu pozitivně překvapila a do určité míry korigovala očekávání směrem nahoru. Třetí kvartál sice předpokládáme o něco slabší než ten předchozí, přesto by čistý zisk ve výši 2,78 mld. Kč měl Komerční banku přiblížit k celoročnímu zisku v blízkosti 11 mld. Kč. A takový výsledek je uprostřed ekonomické recese nesporně více než solidní. V samotném třetím čtvrtletí Komerční banka zřejmě dosáhla meziročně srovnatelných výnosů i nákladů, což při téměř zdvojnásobených opravných položkách k úvěrům vyústí v cca 20% meziroční pokles čistého zisku. Jako obvykle – právě opravné položky mohou být faktorem, který způsobí odchylku skutečných výsledků od našich potažmo tržních očekávání.

#### Očekávané hospodářské výsledky Komerční banky za 9M2009

(mil. CZK)	3Q2009e	3Q2008	y/y	9M2009e	9M2008	y/y
Čistý úrokový výnos	5 470	5 276	3,7%	16 490	15 586	5,8%
Poplatky a provize	1 899	1 989	-4,5%	5 720	6 048	-5,4%
Čisté provozní výnosy	8 358	8 267	1,1%	25 330	24 446	3,6%
Provozní náklady	-3 469	-3 456	0,4%	-10 402	-10 662	-2,4%
Náklady rizika	-1 427	-729	95,7%	-4 259	-1 639	159,8%
Zisk před zdaněním	3 396	4 271	-20,5%	10 439	12 190	-14,4%
Čistý zisk pro akcionáře	2 780	3 461	-19,7%	8 541	9 873	-13,5%

ZDROJ: KB, CYRRUS, a.s.

Očekáváme, že čisté výnosy Komerční banky za 3Q2009 dosáhnou 8,36 mld. Kč, což je přibližně o procento více než ve stejném období před rokem. Na tento, v prostředí ekonomického útlumu na první pohled takřka neuvěřitelný, výsledek však musíme nahlížet s větší pozorností. Ze tří hlavních výnosových kategorií hloubku krize víceméně reálně odráží jen jedna a tou jsou poplatky a provize. Ty meziročně zřejmě klesnou o 4,5% na 1,9 mld. Kč, za celých 9 měsíců roku 2009 potom bude činit meziroční propad 5,4% (toto číslo je však částečně zkruseno mimořádným výnosem 162 mil. CZK zaúčtovaným v 1H2008). V poklesu výnosů z poplatků a provizí se bude, stejně jako v předchozích čtvrtletích, odrážet především nižší aktivita klientů KB v oblasti peněžních transakcí (očekáváme pokles transakčních poplatků meziročně o -8,7%, tato kategorie přitom tvoří téměř polovinu všech poplatků KB).

Další výnosové kategorie, tzn. úrokové výnosy a výnosy z obchodování, nám na první pohled o tom, že na českém trhu probíhá výrazný útlum ekonomické aktivity, mnoho nenapoví. Je třeba se ovšem podívat více pod povrch. Začneme u výnosů z obchodování, což je kategorie, která je poměrně volatilní čtvrtletí od čtvrtletí a v současné době patří u velké většiny bank v Evropě i USA k hlavním motorům růstu (či zamezení poklesu) výnosů. U ní očekáváme meziročně +3,5%, tedy relativně stabilní číslo, v němž se ovšem potenciálně ukrývá možnost větší odchylky, která může následně ovlivnit i konečný čistý zisk.

Hlavní výnosová kategorie, čistý úrokový výnos, v sobě skrývá záludnost v podobě předchozích silných, dvouciferných, nárůstů. Ty u KB pokračovaly de facto až do konce roku 2008, čímž meziroční srovnání velmi zkreslují. Proto se vyplatí více se soustředit na mezikvartální změny, kde už situace tak růžově nevypadá: -4% q/q v 1Q2009, +2,2% v 2Q2009 a nyní očekáváme -1,8%. Ve druhém kvartále došlo k nárůstu především díky vyšším úvěrovým maržím a nárůstu hypotečního portfolia, které se ve 3Q2009 zřejmě již opakovat nebude. Marže zůstanou relativně vysoko, když přetrvávající tlaky na maržích z depozit budou i nadále kompenzovány vyššími úvěrovými maržemi.

U provozních nákladů očekáváme meziročně podobné číslo a mezikvartální pokles o 1,4% na 3,47 mld. Kč. Předpokládáme, že Komerční banka bude se bude i nadále snažit šetřit na administrativních nákladech, meziročně nižší očekáváme také odpisy. Tyto úspory budou kompenzovat meziročně vyšší osobní náklady související s mírným nárůstem počtu zaměstnanců i mezd a odměn. Při těchto předpokladech o vývoji provozních nákladů a výnosů by poměr těchto dvou veličin (cost-income ratio) měl ve 3Q2009 zůstat na mimořádně nízkých úrovních (41,5% ve srovnání s 41,8% v 3Q2008 resp. s 41,7% v 2Q2009).

Nyní věčné téma: opravné položky k úvěrům. KB ve druhém čtvrtletí vytvořila opravné položky ve výši 1,25 mld. Kč, což bylo pod naším i tržním odhadem. Díky tomu jsme mírně snížili náš odhad nákladů rizika za celý rok 2009 na 5,82 mld. Kč (149 bp). Předpokládáme další pokles podílu standardních úvěrů na celkových úvěrech k hodnotě 88%, za třetí kvartál předpokládáme čistou tvorbu opravných položek k úvěrům a dalším rizikům ve výši 1,43 mld. Kč, což znamená meziročně přibližně zdvojnásobení nákladů rizika.

Po započtení všech výše uvedených předpokladů se dostáváme k zisku před zdaněním za 3Q2009 ve výši 3,4 mld. Kč, meziročně o 20,5% méně. Po odečtení daně z příjmu (předpokládaná efektivní sazba daně 17,5%) se dostáváme k čistému zisku 2,8 mld. Kč, bez podílu zisku připadajícího minoritním akcionářům by potom čistý zisk za 3Q2009 měl dosáhnout 2,78 mld. Kč (-19,7% y/y). To představuje trailing 12M EPS 311 Kč na akcii (P/E 11,7x) resp. anualizovaný EPS ve výši 292,4 Kč (P/E 12,5x).

Akcie Komerční banky od zveřejnění hospodářských výsledků za druhé čtvrtletí 2009 posílily o cca 12% a dosáhly úrovní ze září loňského roku (tedy z období před největší vlnou poklesů na akciových trzích). Současná cena akcií KB podle našeho názoru již započítá relativně solidní výsledky ve zbytku letošního roku a očekávané mírné zlepšení ekonomiky v roce příštím. I přesto, že tedy očekáváme solidní výsledky za 3Q2009, prostor pro další růst ceny akcií KB vidíme jako velmi omezený. Jako tradičně i tentokrát musíme zdůraznit, že cena akcií KB se více než od aktuálních hospodářských výsledků odvíjí od celkového sentimentu v bankovním sektoru.

### Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Analytik	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Analytik	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>	Farmacie, development
Ondřej Moravanský	Analytik	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, média

### 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 Dömény	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>
Karel Potměšil	Praha	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>

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 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 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