

5.11.2007

Komerční banka

Výsledky za 3Q2007 a 9M2007

### Základní informace

Datum	5.11.2007
Cena akcie	4 175 CZK
Vydaných akcií	38,01 mil. ks
Tržní kapitalizace	158,7 mld. CZK
52 týdenní max.	4 540 CZK
52 týdenní min.	3 055 CZK
Beta vs. PX	1,01
Váha v PX	12,8%

Zdroj: Bloomberg.

Vývoj akcií Komerční banky



Zdroj: Bloomberg

### AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA

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

Zdroj: KB.

Komerční banka zveřejní své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za prvních devět měsíců roku 2007 ve čtvrtek 8. listopadu v 10:00.

### VÝHLED HOSPODAŘENÍ

Komerční banka při pololetních výsledcích příjemně překvapila a nyní se bude snažit dokázat, že i ve třetím čtvrtletí dokázala stejně dobře participovat na pokračujícím úvěrovém boomeru v České republice. I hospodaření KB v měsících s pořadovým číslem 7 až 9 bylo ovlivněno jednorázovými položkami, především vzhledem k tomu, že v loňském roce akvírovaná Modrá Pyramida byla konsolidována až od října 2006. I přesto by měla KB dokázat, že se v posledních měsících změnila ze spící princezny ne snad přímo na draka chrlícího svým akcionářům peníze, ale minimálně na úspěšně hospodařící postarší dámu. Jedním dechem je však třeba poznamenat, že náhled trhu na KB se již v tomto směru také změnil a pokud nás zveřejněné výsledky výrazně pozitivně nepřekvapí, vidíme prostor pro další posílení kurzu akcií KB jako poměrně omezený.

### Predikce výsledků Komerční banky za 9M2007 a 3Q2007

mld. Kč	9M2007e	Tržní konsensus**	9M2006	y/y
Čistý úrokový příjem	13,46		11,87	+13,5%
Poplatky a provize	6,88		6,43	+7,0%
Tvorba rezerv	1,29		1,38	-6,8%
Zisk před zdaněním	10,07		8,82	+14,2%
Čistý zisk*	7,83		6,82	+14,8%
EPS (CZK)	206,0		179,4	+14,8%

mld. Kč	3Q2007e	Tržní konsensus**	3Q2006	y/y
Čistý úrokový příjem	4,54		4,01	+13,2%
Poplatky a provize	2,32		2,11	+10,0%
Tvorba rezerv	0,47		0,53	-11,8%
Zisk před zdaněním	3,30		2,64	+25,0%
Čistý zisk*	2,55		2,00	+27,5%
EPS (CZK)	67,1		52,7	+27,5%

\* po minoritních podílech.

\*\* tržní konsensus zatím není k dispozici, po zveřejnění bude doplněn.

Zdroj: CYRRUS, a. s., Komerční banka.

Z hlediska výnosů zůstala i ve třetím kvartále tíha zodpovědnosti za růst na úrokových příjmech. Ty podle našeho odhadu vzrostly ve 3q2007 meziročně o 13,2% na 4,54 mld. Kč a za prvních devět měsíců letošního roku by tak měly dosáhnout 13,46 mld. Kč (+13,5% y/y). Větší důraz banky na hypoteční úvěry by měl kompenzovat mírný pokles tempa růstu u úvěrů malým a středním podnikům. Ty rostly v 1H2007 nadprůměrným tempem 22% y/y, nyní očekáváme mírné zpomalení na 20% y/y. Naopak u hypotečních úvěrů byl se měl meziroční růst i přes tradiční zpomalení zájmu o hypotéky v letních měsících udržet bezpečně nad 30% hranicí. Pozitivně se u úrokových příjmů projeví očekávaný mírný růst úrokové marže, spojený s vyššími úrokovými sazbami.

U příjmů z výnosů a poplatků pravděpodobně ve třetím kvartále proti sobě působily dvě skutečnosti: ta pozitivní a silnější je spojena s nárůstem platebních transakcí a poskytnutých úvěrů (poplatky spojené s úvěry tvoří cca čtvrtinu celkových příjmů z poplatků) a především s vlivem konsolidace Modré Pyramidy. Nárůst bude mírně brzděn marketingovými akcemi souvisejícími s akvizicemi nových klientů pro úvěrování a také poplatky pro zprostředkovatele úvěrů, které zřejmě i ve třetím kvartále silně rostly. Celkově tak očekáváme čistý příjem z poplatků a provizí ve výši 2,32 mld. Kč za 3q2007 (+10% y/y).

Není sporu o tom, že jednou z největších předností Komerční banky ve srovnání s konkurencí je velmi efektivní provozní hospodaření, odrážející se v nízké úrovni poměru provozních nákladů a výnosů (CIR). V prvním pololetí se KB podařilo poměrně úspěšně udržet personální náklady na uzdě, mzdové tlaky sice ve třetím kvartále zřejmě mírně vzrostly, ale neměly by výše zmíněnou bilanci nějak dramaticky změnit (za 9M2007 očekáváme růst personálních nákladů o 8%/y/y). U výsledků za prvních devět měsíců letošního roku stále nesmíme zapomínat také na vliv akvizice Modré Pyramidy a na rozpuštění rezervy na věrnostní odměny zaměstnanců v prvním kvartále 2006. CIR by tak podle našich odhadů zůstat velmi blízko poslední hodnotě, konkrétně čekáme velmi mírný pokles na 46,3%.

Kvalita úvěrového portfolia se podle našeho názoru ve třetím kvartále nijak nezhoršila. Tvorba opravných položek by ve třetím kvartále neměla přesáhnout 500 mil. Kč (očekáváme 470 mil. Kč) a za 9M2007 by tak měla dosáhnout 1,29 mld. Kč. To je v meziročním srovnání o 6,8% méně, i zde ovšem musíme mít na zřeteli mimořádné položky v prvním pololetí 2006. Předpokládáme, že u opravných položek na nevykonné úvěry ani ve třetím čtvrtletí nepřekonal tempo jejich růstu tempo růstu úvěrů a podíl nevykonných úvěrů na celkových úvěrech zůstal na velmi solidních 4,4%. Zisk před zdaněním očekáváme za třetí kvartál ve výši 3,3 mld. Kč (+25% y/y), za 9M2007 to znamená překročení hranice 10 mld. Kč. Mírný pokles efektivní daňové sazby by měl podle našich kalkulací vyústit v čistý zisk po minoritních podílech ve výši 2,55 mld. Kč a za celých devět měsíců 2007 by měl potom dosáhnout 7,83 mld. Kč (+14,8% y/y). V přepočtu na jednu akcii by tak komerční banka měla svému investorovi „vydělat“ 67,1 Kč za 3q2007 a 206 Kč za 9M2007.

Jak jsme již zmínili v úvodu, očekáváme pozitivní vývoj hospodaření Komerční banky v červenci až září 2007, kdy by měl pokračovat solidní růst úrokových výnosů při absenci výraznějších tlaků na akceleraci administrativních nákladů. Zároveň jsme však toho názoru, že prostor pro pozitivní reakci na případné výsledkové překvapení je momentálně vzhledem k vývoji kurzu akcií KB v posledních týdnech menší, než na straně negativní v případě, že výsledky nebudou úplně podle gusta trhu.

## Analýzy

Jan Procházka	petrochemie, energetika, doprava	prochazka@cyrrus.cz
Marek Hatlapatka	Zahraniční trhy, energetika, banky	hatlapatka@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Nemovitosti, farmacie	potmesil@cyrrus.cz
Lucie Kundrátová	Spotřební zboží	kundratova@cyrrus.cz
Ondřej Moravanský	Telekomunikace	moravansky@cyrrus.cz
Jan Lojda	Textilní průmysl	lojda@cyrrus.cz

## Trading & Sales

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

## Portfolio management

Ondřej Svoboda	Brno	svoboda@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

## Corporate finance

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
----------------	------	--------------------

Upozornění: Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „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. Informace nelze považovat za návrh na koupi a/nebo prodej jakéhokoliv investičního nebo jiného instrumentu nebo výzvy, podnětu nebo návrh na uzavření smlouvy. 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.

Standardně jsou investiční doporučení vydávána jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je v investičním doporučení výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů. Bližší informace k délce investičního horizontu investičních doporučení a stupňům investičních doporučení naleznete na <http://www.cyrrus.cz>.

Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emisi, 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 a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

**Brno**  
 Veveří 111 (Platinum)  
 616 00 Brno  
 tel.: +420 538 705 711

**e-mail:** info@cyrrus.cz, cyrrus@cyrrus.cz  
**www.cyrrus.cz**

**Praha**  
 Anděl Park – Vchod B  
 Radlická 14  
 150 00 Praha 5 Smíchov  
 tel.: + 420 221 592 361