

Bankovníctví | Zahájení pokrývání | Česká republika |

MONETA Money Bank

Doporučujeme *Koupit* s cílovou cenou 90 CZK za akcii

Koupit

Cena 06.09.16	78,5 CZK
12m cíl	90,0 CZK
Pot. růst ceny	14,7%
Dividenda	6,2 CZK
Celkový výnos	22,6%

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

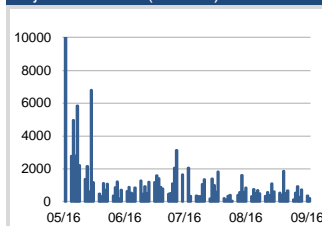
Vysoký dividendový výnos	✓
Citlivost na hospodářský růst	✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Zahájili jsme pokrývání akcií MONETA Money Bank. Roční cílovou cenu jsme stanovili na 90 CZK za akcii a vzhledem k aktuální ceně a očekávané dividendě doporučujeme akcie *Koupit*.

Střednědobá strategie: MMB má za cíl postupně rozšířit celkový obchodní mix, diverzifikovat zdroje příjmů a dosáhnout postavení vedoucí banky pro malé podniky na českém trhu. Ve střednědobém horizontu chce navyšovat své úvěrové portfolio ve vyšších jednotkách procent, tj. v rozsahu převyšujícím současný tržní růst pohybující se v nižších jednotkách procent. V segmentu středně velkých podniků chce využít svoji jedinečnou pozici v rámci zemědělského sektoru a využívat příležitosti ke cross-sellingu ve svém leasingovém segmentu.

Hospodaření společnosti a očekávaný vývoj: Moneta se může pochlubit jednou z nejvyšších ziskovostí v rámci celého bankovního sektoru. Podnikatelské prostředí je ale v České republice nadále sužováno nízkými úrokovými sazbami a tvrdou konkurencí. To mělo za následek úbytek klientů a ztrátu tržního podílu. Tento vývoj se podepsal i pod klesající úrokové marže. Domníváme se, že následující dva roky budou charakterizovány podobnými trendy. Během letošního roku očekáváme pokles čistého zisku z výše uvedených důvodů, výsledky za letošní rok pak budou navíc ovlivněny výdaji v souvislosti se vstupem banky na pražský akciový trh a s novým názvem firmy. Naproti tomu zvýšené náklady by měly být kompenzovány nižšími platbami za využívání značky GE. Námi stanovená cílová cena odpovídá 11,1násobku letošního očekávaného zisku i průměrného zisku v následujících 5 letech.

Dividendová politika: V naší analýze předpokládáme, že Moneta bude vyplácet dividendu ve výši 70 až 80 %. Pro následující tři roky očekáváme její výplatu na spodní hraně vymezeného pásma, což by implikovalo dividendu z letošního zisku na úrovni 6,20 CZK za akcii. To představuje dividendový výnos ve výši 7,8 %, který tak výrazně převyšuje průměr sektoru.

Ocenění společnosti: Pro určení ceny akcií jsme použili průměr ze tří metod: (1) excess return model, (2) dividendový diskontní model a (3) model diskontovaných cash flow. Námi stanovená cena nabízí včetně navrhované dividendy vůči aktuální ceně na trhu celkový výnos 22,5 %, což odpovídá nákupnímu doporučení.

Očekávané události: Výsledky za třetí kvartál banka zveřejní 10. listopadu.

Data o akciích

RIC MONET.PR	Bloom MONET CP
52týdenní rozmezí	68 - 79,5
Tržní kap. (CZK mld.)	40,0
Tržní kap. (EUR mil.)	1482
Volné obchod. (%)	57,49
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcies	7,3 6,5 n/a
Relativně k PX	3,2 7,6 n/a

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

	2015	2016f	2017f	2018f
Výnosy (CZK m)	12102	11698	11466	11493
Cost / Income ratio	45,7	47,6	47,8	48,6
Čistá úroková marže (%)	8,6	8,5	8,3	8,1
Čistý zisk (CZK m)	4506	4156	4030	3854
Zisk na akcii	8,82	8,13	7,89	7,54
Cash flow na akcii	12,0	9,7	9,3	9,1
Dividenda na akcii	38,6	6,2	5,7	5,5
Výplátový poměr (%)	471,3	70,0	70,0	70,0

Poměrové ukazatele

	2015	2016f	2017f	2018f
P/E (akt. cena, x)	8,9	9,7	10,0	10,4
Price / book value (x)	1,4	1,4	1,3	1,3
Price / sales (x)	3,3	3,4	3,5	3,5
Dividendový výnos (%)	49,0	7,9	7,2	7,0
ROE (%)	12,8	14,7	13,7	12,6
ROTE (%)	13,0	14,9	13,8	12,7
ROA (%)	3,2	2,9	2,7	2,5
Úvěry / depozita	99,8	94,4	95,7	96,1

Původní analýza a komentář:

První vydání

SOCIETE
GENERALE
GROUP

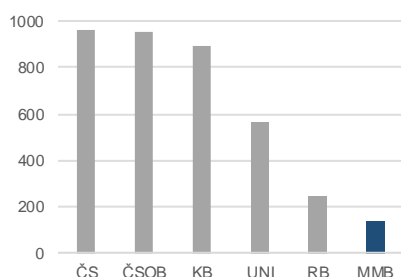
Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_fraye@kb.cz

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> ■ Silné postavení v retailovém segmentu a segmentu malých a středních podniků ■ Rozsáhlá a rovnoměrně rozložená distribuční síť poboček a bankomatů ■ Vysoká kapitálová vybavenost a úroveň rentability aktiv ■ Nezávislost na externím financování ■ Dlouhodobé zkušenosti managementu s fungováním českého bankovního sektoru 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Klesající tržní podíl v úvěrování zejména v oblasti půjček domácnostem ■ Zanedbatelný tržní podíl na hypotečním trhu ■ Omezená regionální diverzifikace ■ Vyšší procento nezajištěných úvěrů v portfoliu ■ Vysoká poplatková konkurence ■ Vysoká regulovanost odvětví
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> ■ Příznivý makroekonomický obrázek české ekonomiky ■ Rostoucí úrokové sazby s pozitivním dopadem na čistý úrokový výnos ■ Nízká penetrace finančních služeb u populace a korporátních klientů ■ Rozšíření poskytovaných služeb o pojistné produkty 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Roztříštěná vlastnická struktura po prodeji zbytku podílu GE s rizikem nejasné strategie s ohledem na potenciální změnu managementu a s rizikem přehledu nabídky akcií nad poptávkou ■ Vyšší procento úvěrů v selhání ■ Neúspěšná strategie bez kýženého efektu nárůstu objemu úvěrů ■ Nižší vyplácená dividenda, než odhadujeme

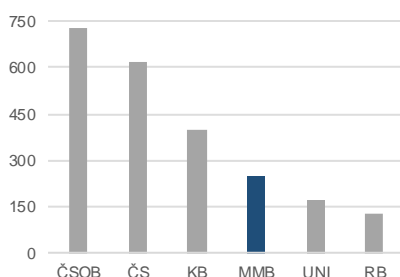
Představení společnosti

MONETA Money Bank (MMB) je novým obchodním názvem dřívější **GE Money Bank**. Ta svoji činnost v ČR zahájila v roce 1997 a byla postupně vybudována akvizicemi **Multiservisu**, části podniku společnosti **Agrobanka**, **IMP Leasingu** a **VB Leasingu**. Dle bilanční sumy se jedná o šestý největší bankovní skupinu v České republice. Svoje služby poskytuje spotřebitelům a klientům v segmentu malých a středních podniků skrz 229 poboček a 628 bankomatů. Ke konci loňského roku zaměstnávala 3 133 pracovníků a svými službami obhospodařovala necelých 1,2 mil. klientů.

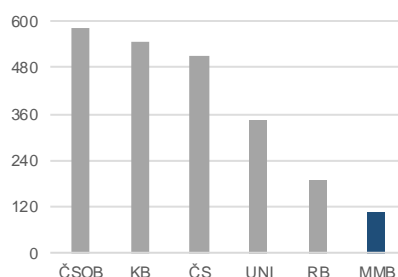
Bilanční suma (rok 2015, mld. CZK)



Počet poboček ke konci roku 2015



Úvěry klientům (rok 2015, mld. CZK)

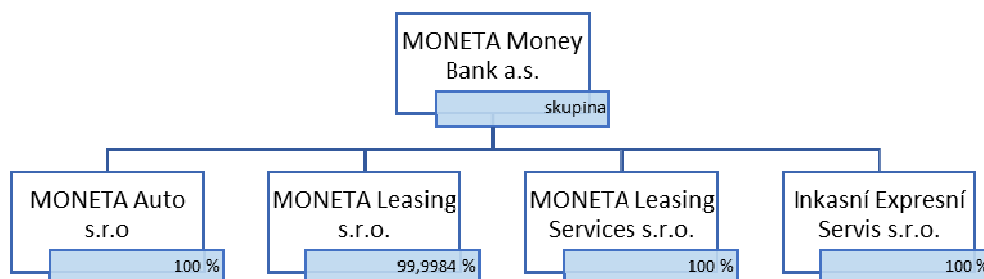


Zdroj: Výroční zprávy bank

Skupinu MMB tvoří kromě mateřské ještě další čtyři dceřiné společnosti. Ty poskytují služby v oblasti financování a leasingu automobilů a jiných movitých věcí. Součástí je i vymahatel pohledávek **Inkasní Expresní Servis**.

Kromě těchto firem MMB vlastní podíly i ve společnostech Czech Banking Credit Bureau (20 %) a Burza cenných papírů Praha (6,56 %).

Skupina MONETA Money Bank

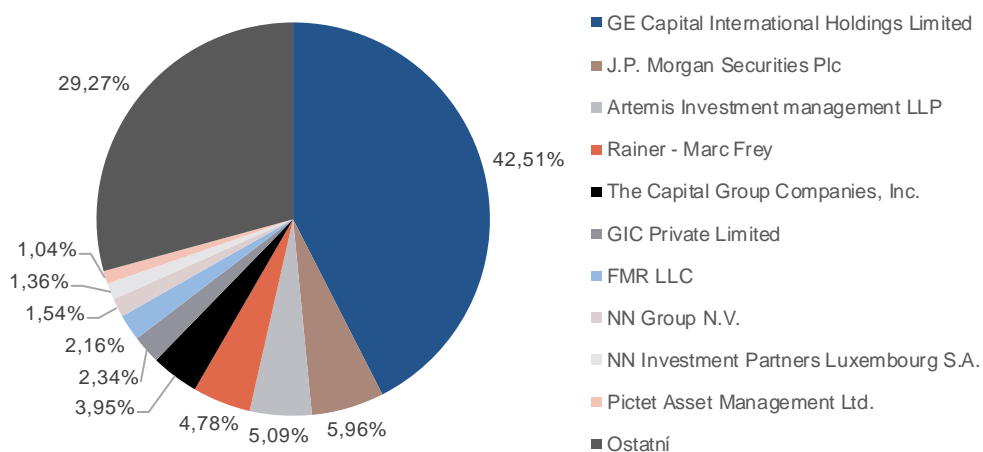


Zdroj: MONETA Money Bank

Změny v akcionářské struktuře

Hlavním akcionářem po veřejném úpisu akcií nadále zůstává společnost GE Capital International Holdings (GE), která před úpisem držela v dřívějším GE Money Bank 100% podíl a nyní vlastní 42,5 % akcií. V listopadu letošního roku uběhne 180denní tzv. lock-up period, po kterou akcionář musí držet tento podíl akcií, poté plánuje GE svůj podíl do dvou let prodat. Důvodem tohoto prodeje je rozhodnutí mateřského koncernu General Electric utlumit většinu svých finančních aktivit po světě a soustředit se na aktivity v oblasti průmyslového odvětví. Více jak 5 % drží ve společnosti ještě J. P. Morgan Securities a Artemis Investment management.

Akcionářská struktura MONETA Money Bank

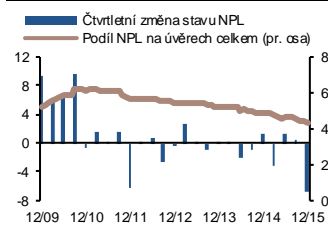


Zdroj: MONETA Money Bank

Bankovní sektor v České republice

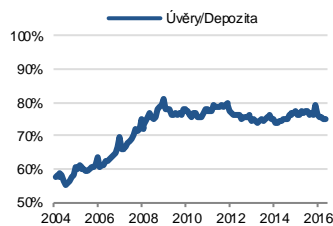
Český bankovní sektor je jako celek velmi odolný. Disponuje obrovským kapitálovým polštářem, který mu umožňuje ustát i velmi nepříznivý hospodářský vývoj s negativním dopadem na kvalitu úvěrového portfolia. Míra defaultu dlouhodobě setrvává na velmi nízkých hodnotách, a to jak v sektoru nefinančních podniků, tak domácností. Dobrou likviditní pozici dokládá významný přebytek klientských depozit vůči poskytnutým úvěrům. Penetrace bankovních služeb v ČR zaostává za zeměmi západní Evropy.

Míra nesplacených úvěrů

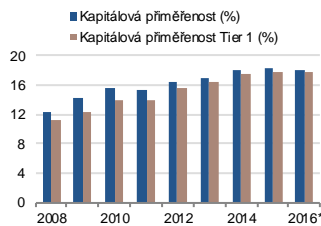


Zdroj: Česká národní banka

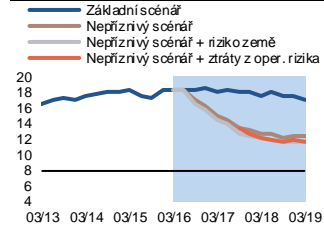
Poměr úvěrů vůči depozitům



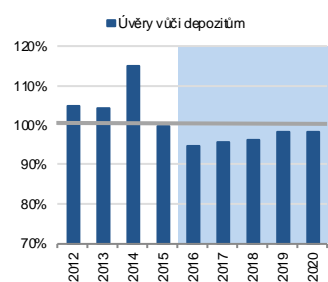
Kapitálová vybavenost bank



Stresové scénáře



Úvěry vůči depozitům



Pozn.: Očištěno o opravné položky k úvěrům

Zdroj: Moneta Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V případě Monety se kapitálová vybavenost vloni výrazně snížila z 30,0 % na konci roku 2014 na 17,7 % (regulační požadavek činí 14 %). Důvodem byla vyplacená mimořádná dividendy v celkové výši 19,7 mld. CZK. Vybavenost ale i tak zůstává mezi bankami nadále nadprůměrná. Objem rizikově vážených aktiv k celkovým ale patří mezi nejvyšší v rámci největších bank, což je dáno portfoliem úvěrů poskytnutých retailovému segmentu bez zajištění. Silné kapitálové postavení banky očekáváme i v následujících letech. **Zároveň předpokládáme, že banka bude nadále schopna poskytnuté úvěry plně financovat svými vlastními zdroji a nebude závislá na externím financování.** Poměr úvěrů k depozitům by tak měl zůstat pod hranicí 100 %.

Střednědobá strategie MMB

Strategií skupiny je nadále udržovat a rozvíjet aktivitu v retailovém segmentu a současně významně posílit postavení v segmentu malých a středních podniků. MMB má za cíl postupně rozšířit celkový obchodní mix, diverzifikovat zdroje příjmů a **dosáhnout postavení vedoucí banky pro malé podniky na českém trhu. Ve střednědobém horizontu chce navyšovat své úvěrové portfolio ve vyšších jednotkách procent, tj. v rozsahu převyšujícím současný tržní růst pohybující se v nižších jednotkách procent.** Skupina MMB plánuje udržet a posílit svoji pozici v retailovém segmentu skrze pokračující úspěšnou cenovou politiku, akvizici nových klientů a rozvoj řízení rizik. Tím chce dosáhnout zejména podpory růstu v oblasti nezajištěných spotřebitelských úvěrů a rozvoje nabídky hypotečních produktů. **Banka též plánuje zvýšit atraktivitu nabídky svých služeb pro retailové klienty rozšířením nabídky pojistných produktů a služeb v oblasti správy majetku.** V segmentu středně velkých podniků chce využít svoji jedinečnou pozici v rámci zemědělského sektoru a využívat příležitosti ke cross-sellingu ve svém leasingovém segmentu. Rovněž klíčem organického růstu je rozvoj dlouhodobých bankovních vztahů a zajištění přístupu malých podniků k řešení a službám v oblasti platebního styku, řízení likvidity a financování.

Stanovené cíle

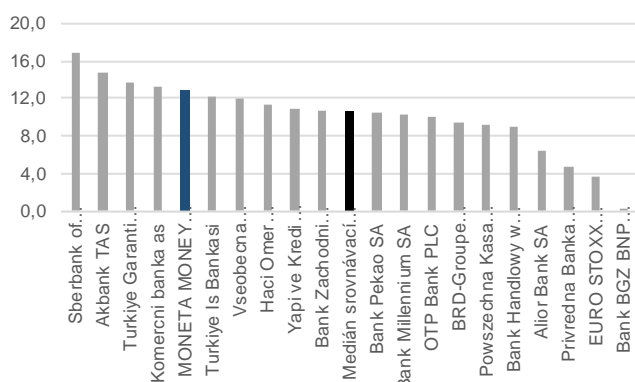
- Růst poskytnutých úvěrů v souladu s růstem HDP
- Poměr úvěrů vůči depozitům pod 100 %
- ROTE převyšující 14 %
- Rizikově očištěný výnos z úvěrů minimálně ve výši 6 %
- Poměr jádrového kapitálu Tier 1 (CET1) vůči rizikově váženým aktivům minimálně na 15,5 %
- Cost-to-income ratio okolo 45 %
- Dividendový výplatní poměr 70 – 80 %

Střednědobá strategie společnosti

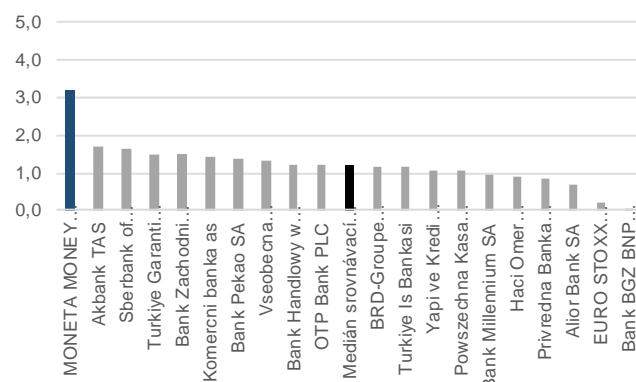
Výsledky hospodaření a jejich predikce

Ziskovost banky patří mezi nejvyšší v rámci celého regionu. Rentabilita aktiv je pak vůbec nejvyšší ve srovnání s konkurenty. Tržby v posledních dvou letech však klesaly, když na jejich vývoji se nepříznivě projevuje prostředí nízkých úrokových sazeb a vysoká konkurence, která se odráží na snižujících se příjmech z poplatků. Tržní podíl MMB v oblasti úvěrování v posledních letech mírně klesal, což bylo ovlivněno zhoršující se situací v retailovém segmentu jak u hypotečních, tak i nehypotečních úvěrů. Naproti tomu korporátnímu segmentu se díky akvizici VB Leasing v roce 2014 dařilo. Provozní náklady zůstávají v posledních třech letech prakticky na totožné úrovni, nicméně se podařilo snížit tvorbu opravných položek na úvěry v selhání. Díky tomu i čistý zisk v loňském roce vzrostl na 4,5 mld. CZK.

ROE (2015, %)



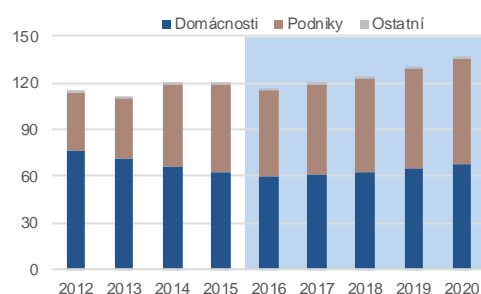
ROA (2015, %)



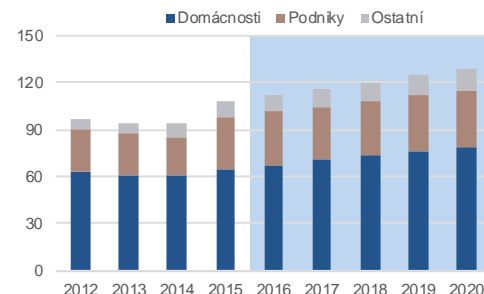
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Struktura poskytnutých úvěrů je vcelku vyvážená, čemuž na konci roku 2014 pomohla akvizice VB Leasing, která přinesla dodatečný objem úvěrů ve výši zhruba 12 mld. CZK. Jejich celková úroveň se v posledních letech pohybovala okolo hranice 120 mld. CZK, podobně by tomu mělo být v letošním i příštím roce, poté očekáváme jejich postupný růst. Depozita ke konci loňského roku dosáhly necelých 110 mld. CZK a byla zhruba ze 60 % zastoupena domácnostmi. V následujících letech očekáváme jejich pozvolný růst, poměr vkladů domácností by se měl mírně zvyšovat na úkor podniků.

Struktura a vývoj úvěrů (mld. CZK)



Struktura a vývoj depozit (mld. CZK)



Zdroj: MONETA Money Bank, Výroční zpráva za rok 2015

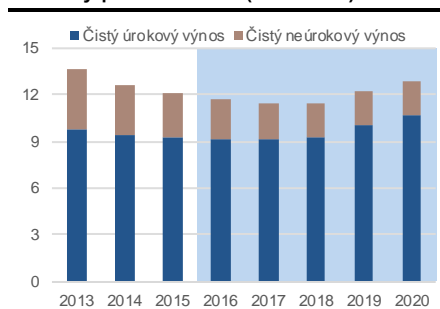
Celkový provozní zisk, který vloni dosáhl 12,1 mld. CZK, je ze tří čtvrtin tvořen čistým úrokovým výnosem. Za poslední tři roky je patrné, že provozní zisk klesá jak vlivem

úrokového, tak i poplatkového výnosu. Čistý úrokový výnos by dle nás měl během letošního i příštího roku dále klesat, v případě poplatků očekáváme dále velmi silnou konkurenci, která bude tlačit na další snižování těchto výnosů. Celkově předpokládáme, že k výraznějšímu nárůstu provozního zisku by mohlo dojít až v roce 2019.

Letošní náklady budou ovlivněny vstupem banky na pražskou burzu a přejmenováním pobočkové sítě, na druhou stranu však budou nižší díky výdajům na obchodní značku GE. Proto neočekáváme výrazný nárůst provozních nákladů a v následujících letech by měl zůstat takřka stabilní. V letošním i příštím roce očekáváme stabilní výši nákladů na tvorbu opravných položek, v budoucích letech kvůli ochlazujícímu hospodářskému růstu by mělo docházet k jejich mírnému nárůstu.

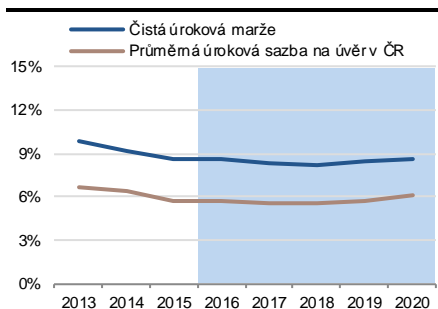
Letošní čistý zisk očekáváme na úrovni 4,2 mld. CZK, což oproti loňskému roku představuje pokles o necelých 8 %. Dle naší predikce by celková ziskovost měla klesat i v letech 2017 a 2018, poté zejména díky zvyšujícím se úrokovým sazbám by měl začít opětovně růst.

Celkový provozní zisk (mld. CZK)

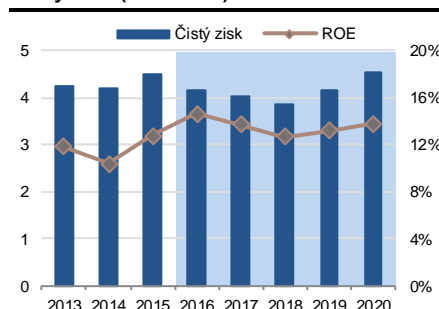


Zdroj: MONETA Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Česká národní banka

Čistá úroková marže



Čistý zisk (mld. CZK)



Sektorové srovnání

Akcie MMB jsou zejména na úrovni P/B a P/S vůči skupině vybraných konkurentů i celému evropskému bankovnímu sektoru poměrně výrazně nadhodnocené. Dle našeho názoru zde ale existují důvody, proč by se měly akcie Monety obchodovat vůči sektoru s premií. MMB nabízí podstatně vyšší dividendový výnos, což si může dovolit díky jedné z nejvyšších rentabilit mezi bankami. Dále je velmi dobře kapitálově vybavena a není závislá na externím financování, což dokládá poměr úvěrů vůči vkladům. Ve srovnání s Komerční bankou by však ocenění akcií mělo být nižší vzhledem k výši bilanční sumy, rizikovosti obchodních aktivit a faktu, že Moneta je nováčkem na trhu oproti mnohaletému obchodování akcií Komerční banky. Celkově věříme, že ocenění akcií MMB by se mělo pohybovat mezi mediánem trhu a Komerční bankou.

MONETA Money Bank vs. konkurenti

	P/E akt.	P/E 2016	P/E 2017	P/BV akt.	P/BV 2016	P/S akt.	P/S 2016	Div. výnos akt.	Div. výnos 2016
MONETA MONEY BANK	8,9	9,7	10,0	1,4	1,4	3,3	3,4	49,0	7,8
Komerční banka as	9,8	12,8	12,8	1,6	1,6	3,5	5,3	7,2	6,0
BRD-Groupe Societe Generale SA	13,7	13,4	12,8	1,2	n/a	2,7	n/a	2,8	2,7
Privredna Banka Zagreb dd	19,2	n/a	n/a	0,9	n/a	2,2	n/a	1,6	n/a
Bank BGZ BNP Paribas SA	283,0	32,9	12,4	0,7	n/a	1,3	n/a	n/a	0,0
Bank Handlowy w Warszawie SA	16,2	16,6	15,8	1,4	1,4	3,9	4,6	6,5	6,1
OTP Bank PLC	15,4	11,9	10,8	1,6	1,5	1,9	2,9	2,2	2,9
Bank Zachodni WBK SA	15,7	16,1	14,9	1,7	n/a	3,5	n/a	4,0	3,1
Bank Pekao SA	14,5	16,2	15,2	1,5	n/a	3,8	n/a	6,8	6,2
Powszechna Kasa Oszczednosci B	11,9	12,9	12,1	1,0	n/a	2,2	n/a	3,8	3,6
Sberbank of Russia PJSC	8,0	7,3	6,3	1,2	n/a	1,1	n/a	1,3	2,8
Bank Millennium SA	10,6	11,8	11,5	1,0	1,0	2,0	2,9	n/a	0,0
Vseobecná Uverová Banka AS	10,7	n/a	n/a	1,3	n/a	2,7	n/a	7,4	n/a
Alior Bank SA	15,4	16,3	22,9	1,2	n/a	1,2	n/a	n/a	0,0
Akbank TAS	7,7	7,6	6,8	1,1	1,1	1,5	2,6	1,9	2,6
Türkiye Garanti Bankası AS	8,2	7,6	6,5	1,0	1,0	1,3	2,3	1,7	2,0
Yapı ve Kredi Bankası AS	6,4	5,9	5,3	0,7	0,7	0,7	1,5	n/a	1,6
Türkiye İş Bankası	5,8	6,2	5,3	0,6	0,6	0,7	1,5	3,5	3,5
Banca Transilvania SA	3,5	12,4	10,5	1,4	n/a	2,5	n/a	13,8	5,2
Hacı Ömer Sabancı Holding AS	7,8	7,1	6,2	0,9	n/a	0,6	n/a	1,6	1,7
Medián srovnávací skupiny	10,7	12,4	11,5	1,2	1,0	2,0	2,7	3,5	2,8
EURO STOXX Banks Price EUR	11,7	11,3	8,7	0,6	0,6	1,2	1,3	4,7	5,0
MMB vs. medián	-17%	-22%	-13%	23%	35%	69%	26%	1289%	180%
MMB vs. STOXX	-24%	-15%	14%	152%	144%	169%	157%	933%	56%
MMB vs. Komerční banka	-9%	-24%	-22%	-11%	-14%	-5%	-36%	576%	31%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Fair value a cílová cena

K ocenění akcií Monety jsme využili tři metody.

Pro stanovení fair value akcií společnosti jsme použili průměr tří metod: metody nadprůměrného výnosu (excess return), diskontovaných dividend (DDM) a diskontovaných volných hotovostních toků (DFCF).

Nadprůměrný výnos, volný cash flow a dividendy ze zisku let 2016-20 jsme diskontovali k začátku září 2016. Cenu vlastního kapitálu jsme vypočetli na základě modelu CAPM, kdy jsme vzali v potaz námi očekávaný vývoj bezrizikové úrokové míry v budoucích letech, betu jsme stanovili na základě srovnání s Komerční bankou a prémii určili podle výpočtů Aswatha Damodarana.

Na základě průměru našich modelů jsme odhadli **fair value akcií MONETA Money Bank na 97,8 Kč za kus.**

Parametry a metody ocenění akcií MONETA Money Bank

	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Míra vlastního kapitálu	9,3%	9,5%	9,8%	9,6%	10,2%	DDM					
Bezriziková úroková míra	0,4%	0,6%	0,9%	0,7%	1,2%	Dividenda na akcii	6,20	5,70	5,50	5,70	6,10
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	Explicit value	23,8				
Riziková premie	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	Terminal value	62,7				
Růst dividendy po roce 2020	3,4%					Fair value (mil. CZK)	44 205				
Růst FCFE po roce 2020	1,0%					Fair value na akcii	86,5				
Výplatní poměr po 2020	75%					DFCF					
ROE po roce 2020	13,7%					Čistý zisk	4 156	4 030	3 854	4 165	4 530
Excess return model						Odpisu majetku	417	319	276	261	259
ROE	14,7%	13,7%	12,6%	13,2%	13,7%	Opravné položky k úvěrům	858	870	1 020	1 187	1 241
Return spread	5,4%	4,2%	2,8%	3,5%	3,6%	Ostatní nepeněžní úpravy	-294	-290	-288	-286	-285
Vlastní kapitál	27 839	28 841	29 962	30 994	32 269	Změna prac. kapitálu	0	0	0	0	0
Nadprůměrný výnos	1 499	1 208	846	1 093	1 158	Kapitálové výdaje	-191	-191	-191	-191	-191
Vlastní kapitál na začátku	27 839					Výnos z prodeje majetku	0	0	0	0	0
Explicit value	4 783					FCFE	4 946	4 738	4 672	5 135	5 554
Terminal value	11 911					Explicit value	20 249				
Fair value (mil. CZK)	44 533					Terminal value	40 940				
Fair value na akcii	87,1					Fair value (mil. CZK)	61 189				
						Fair value na akcii	119,7				

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, MONETA Money Bank, A.Damodaran (New York University, rizikové premie)

Cílová cena je 8 % pod fair value kvůli parametru firemní atraktivity a spekulativnímu faktoru.

Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value.

- **Sektorová atraktivita (0 %):** SG má pro sektor neutrální doporučení.
- **Atraktivita společnosti (-5 %):** Stanovili jsme na -5 %. Současný majoritní vlastník se chystá prodat svůj zbylý podíl pravděpodobně přes trh. Bance klesá tržní podíl a čelí vysoké konkurenci v sektoru.
- **Spekulativní potenciál (-3 %):** Tento parametr hodnotíme na -3 %. Násobky P/B jsou vůči evropskému bankovnímu sektoru více jak dvojnásobně vyšší, což nemusí být atraktivní pro spekulativní kapitál.

Za pomoci výše uvedených parametrů **stanovujeme cílovou cenu pro akcie MONETA Money Bank na 90 CZK za kus** (fair value -8 %), což implikuje tržní kapitalizaci společnosti na 45,99 mld. CZK.

Analýza citlivosti ocenění

Excess return					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	2,4%	2,9%	3,4%	3,9%	4,4%
-100bp	92,2	92,4	92,5	92,7	92,8
-50bp	89,4	89,5	89,6	89,7	89,9
9,28%/10,15% *	86,9	87,0	87,1	87,3	87,4
+50bp	84,8	84,9	85,0	85,1	85,2
+100bp	83,0	83,1	83,2	83,3	83,4

DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	2,4%	2,9%	3,4%	3,9%	4,4%
-100bp	100,2	100,6	101,0	101,3	101,7
-50bp	92,5	92,8	93,2	93,5	93,8
9,28%/10,15% *	85,9	86,2	86,5	86,8	87,1
+50bp	80,2	80,5	80,8	81,1	81,3
+100bp	75,3	75,5	75,8	76,1	76,3

FCFE					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
-100bp	133,1	133,6	134,0	134,5	135,0
-50bp	125,6	126,1	126,5	126,9	127,3
9,28%/10,15% *	119,0	119,3	119,7	120,1	120,5
+50bp	113,0	113,3	113,7	114,1	114,4
+100bp	107,6	107,9	108,3	108,6	109,0

Pozn.: * první hodnota odpovídá průměru za roky 2016-20, druhá hodnota po roce 2020

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Regulace:** Bankovníctví je velmi regulovaným odvětvím. Rostoucí tlaky na informační povinnosti, compliance, navyšování kapitálových a likviditních požadavků má nepříznivý dopad na profitabilitu banky a rozdělování zisků akcionářům.
- **Vývoj úrokových sazeb:** Dlouhodobě uvolněná měnová politika vede k poklesu úrokových marží. Pokud ČNB nepřistoupí v roce 2018 ke zvyšování úrokových sazeb, ziskovost banky bude v horizontu 3 až 5 let horší.
- **Ekonomická situace:** Výrazné zhoršení vývoje české ekonomiky povede k horší platební morálce podnikatelských subjektů i domácností, což se promítne na vyšší tvorbu opravných položek k úvěrům a růstu míry defaultu s negativním dopadem na profitabilitu firmy.
- **Geografická koncentrace:** Prakticky veškeré aktivity banky jsou koncentrovány na Českou republiku, což může mít v okamžiku nepříznivých podmínek, vyšší konkurence či přísnější regulace větší negativní dopad na MMB než v případě orientace na více států.
- **Vysoká konkurence:** Tuzemské prostředí je velmi konkurenční, což se například projevilo na úbytku klientů v roce 2014 a 2015 a poklesu poplatků za služby spojené s retailovým bankovníctvím.
- **Korporátní bankovníctví a strategie:** Jedním z pilířů banky je další rozvoj služeb v oblasti zemědělství. Vyšší koncentrace na toto odvětví může ovlivnit negativně celkovou ziskovost MMB v případě nepříznivého vývoje v tomto sektoru.
- **Reputační riziko:** Dopady plynoucí z negativní reputace banky se mohou promítnout na nezájmu potenciálních klientů o služby MMB, popř. i odchodu stávajících klientů. Takový scénář by se nepříznivě promítl do hospodaření bankovního domu.
- **Risk management:** Nedostatečné nebo neúplné ohodnocení rizikového profilu zákazníka může vést v budoucnu ke ztrátovým odpisům poskytnutých úvěrů.
- **Používání značky GE:** Omezení využívání dlouhodobě zažitě značky GE a nedostatečný marketing nové značky MONETA může vést ke ztrátě povědomí klientů o této bance.
- **Prodej podílu majoritního akcionáře:** Pokud se nepodaří při zamýšleném prodeji zbývajících podílů GE nalézt nového přímého investora, GE prodá svůj podíl přes burzu. Vyšší nabídka akcií způsobí pokles jejich ceny.
- **Výplata dividendy:** Nižší výplata dividendy v budoucnu by vedla k přehodnocení našich očekávání a snížení ocenění akcií.

Finanční ukazatele MONETA Money Bank

mil. CZK	2013	2014	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Čistý úrokový výnos	9 828	9 385	9 310	9 144	9 076	9 215	9 996	10 735
Čistý neúrokový výnos	3 746	3 246	2 792	2 554	2 390	2 278	2 192	2 110
Provozní výnosy celkem	13 574	12 631	12 102	11 698	11 466	11 493	12 188	12 846
Mzdové náklady	-2 275	-1 991	-2 243	-2 288	-2 357	-2 464	-2 577	-2 681
Ostatní správní náklady	-1 887	-1 933	-1 792	-1 882	-1 825	-1 862	-1 899	-1 937
Odpisy	-531	-479	-520	-417	-319	-276	-261	-259
Provozní náklady celkem	-5 579	-5 448	-5 533	-5 564	-5 480	-5 581	-5 714	-5 855
Tvorba opravných položek k úvěrům	-2 547	-1 742	-849	-858	-870	-1 020	-1 187	-1 241
Nezdaněný zisk	5 441	5 441	5 720	5 276	5 116	4 892	5 287	5 750
Čistý zisk	4 259	4 180	4 506	4 156	4 030	3 854	4 165	4 530

ROZVAHA								
Pokladní hotovost a peněžní ekvivalenty	9 372	11 746	15 475	22 394	22 040	22 525	21 456	22 124
Realizovatelná finanční aktiva	22 835	20 401	13 255	13 255	13 255	13 255	13 255	13 255
Úvěry a pohledávky za bankami	1 114	533	139	139	139	139	139	139
Úvěry a pohledávky za klienty	97 493	107 197	108 437	106 125	111 282	115 492	121 863	126 299
Nehmotný majetek a goodwill	889	750	533	319	211	158	131	117
Aktiva celkem	134 622	143 403	140 037	144 539	149 350	154 113	159 514	164 738
Závazky vůči klientům	93 641	93 343	108 698	112 373	116 229	120 117	124 394	128 355
Rezervy	359	390	543	516	490	466	442	420
Ostatní závazky	2 575	3 424	2 957	2 809	2 669	2 535	2 408	2 288
Závazky celkem	96 575	97 157	112 198	115 698	119 388	123 118	127 245	131 063
Vlastní kapitál celkem	38 047	42 583	27 839	28 841	29 962	30 994	32 269	33 675
Rizikově vážená aktiva	121 454	124 607	126 565	130 085	134 415	138 701	143 562	148 264

CASH FLOW								
Čisté peněžní toky z provozních činností	4 275	1 744	15 883	11 125	3 628	4 541	3 233	5 269
Peněžní toky z investičních činností	-14 309	53	7 152	n/f	n/f	n/f	n/f	n/f
Čisté peněžní toky z finančních činností	-2	-4	-19 700	n/f	n/f	n/f	n/f	n/f
Free cash flow to equity	5 803	-2 243	6 114	4 946	4 738	4 672	5 135	5 554

ÚDAJE V PŘEPOČTU NA AKCII (CZK)								
EPS	8,3	8,2	8,8	8,1	7,9	7,5	8,1	8,9
Vlastní kapitál (book value)	74,5	83,3	54,5	56,4	58,6	60,7	63,1	65,9
Volný cash flow	11,4	-4,4	12,0	9,7	9,3	9,1	10,0	10,9
Hrubá dividendy	0,0	0,0	38,6	6,2	5,7	5,5	5,7	6,1

POMĚROVÉ UKAZATELE								
Hrubý výnos	10,4%	9,4%	8,8%	8,6%	8,6%	8,6%	8,8%	9,3%
Náklady financování	0,6%	0,3%	0,2%	0,1%	0,2%	0,4%	0,4%	0,6%
Čistá úroková marže	9,9%	9,2%	8,6%	8,5%	8,3%	8,1%	8,4%	8,7%
Cost/Income ratio	41,1%	43,1%	45,7%	47,6%	47,8%	48,6%	46,9%	45,6%
ROE	11,8%	10,4%	12,8%	14,7%	13,7%	12,6%	13,2%	13,7%
ROTE	12,1%	10,6%	13,0%	14,9%	13,8%	12,7%	13,2%	13,8%
ROA	3,2%	3,0%	3,2%	2,9%	2,7%	2,5%	2,7%	2,8%
Vlastní kapitál / aktiva	28,3%	29,7%	19,9%	20,0%	20,1%	20,1%	20,2%	20,4%
Poměr úvěrů vůči depozitům	104,1%	114,8%	99,8%	94,4%	95,7%	96,1%	98,0%	98,4%
Výplatní poměr	0,0%	0,0%	471,3%	70,0%	70,0%	70,0%	75,0%	75,0%

OCENĚNÍ								
P/E	9,4	9,6	8,9	9,7	10,0	10,4	9,7	8,9
P/BV	1,1	0,9	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
P/S	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5	3,3	3,1
Dividendový výnos	0,0%	0,0%	49,0%	7,8%	7,2%	7,0%	7,2%	7,8%

Zdroj: MONETA Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Akčioví analytici



Josef Němý, CFA
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz



Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_drima@kb.cz



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw.janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom



Simona Tamas
(40) 213 014 472
simona.tamas@brd.ro

Akčiový analytik



Laura Simion, CFA
(40) 213 014 370
laura.simion@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com

Eurozóna



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com

Severní Amerika



Aneta Markowska
(1) 212 278 66 53
aneta.markowska@sgcib.com

Asia a Pacifik



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com

Korea



Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



Wei Yao
(852) 2166 5437
wei.yao@sgcib.com



Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.cz



Yacine Rouimi
(33) 1 42 13 84 04
yacine.rouimi@sgcib.com



Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com



Takuji Aida
(81) 3 5549 5187
takuji.aida@sgcib.com



Vaibhav Tandon
(91) 80 6731 9449
vaibhav.tandon@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Kiyoko Katahira
(81) 3 5549 5190
kiyoko.katahira@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Patrick Legland
(33) 1 42 13 97 79
patrick.legland@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Vincent Chaigneau
(44) 20 7676 7707
vincent.chaigneau@sgcib.com

Dluhopisový trh



Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@sgcib.com



Rahul Desai
(44) 20 7676 7904
rahul.desai@sgcib.com



Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Jean-David Ciotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.ciotteau@sgcib.com



Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com

Měnové kurzy



Jason Daw
(65) 63267890
jason.daw@sgcib.com



Alvin T. Tan
(44) 20 7676 7971
alvin-t.tan@sgcib.com



Olivier Korber (Derivatives)
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com



Amit Agrawal
(91) 80 6758 4096
amit.agrawal@sgcib.com



Roxana Hulea
(44) 20 7676 7433
roxana.hulea@sgcib.com



Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com

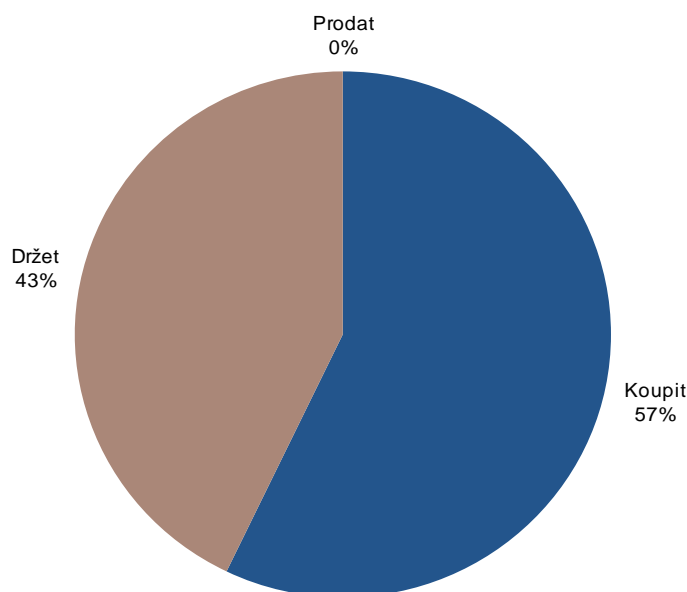
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odráželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (7 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 6. září 2016)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	MONETA Money Bank
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*									
Doporučení	koupit	držet	držet	koupit	konec pokrývání	koupit	konec pokrývání	držet	koupit
Cílová cena	CZK 420	CZK 260	USD 2,5	CZK 13500	n/a	CZK 863	n/a	CZK 96	CZK 90
Datum	12/2/16	22/3/16	12/8/15	13/6/16	20/6/16	20/5/16	23/4/15	20/5/16	6/9/16
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	koupit		koupit	prodat	koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 608	CZK 251		CZK 11890	-	CZK 800		v revizi	
Datum	18/9/15	12/11/15		2/9/15	11/12/15	3/12/15		10/3/16	
Doporučení		v revizi				prodat		koupit	
Cílová cena		v revizi				CZK 819		CZK 79	
Datum		1/6/15				11/9/15		28/8/15	
Doporučení						v revizi		v revizi	
Cílová cena						v revizi		v revizi	
Datum						27/8/15		27/8/15	
Doporučení									
Cílová cena									
Datum									
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty									
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem,	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny,								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>