

Bankovníctví | Aktualizace | Česká republika |

MONETA Money Bank

Potvrzujeme doporučení *Koupit* a zvyšujeme cílovou cenu na 93 CZK na akcii

Koupit

Cena 06.03.18	84,4 CZK
12m cíl	93,0 CZK
Pot. růst ceny	10,3 %
Dividenda	8,0 CZK
Celkový výnos	19,7 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

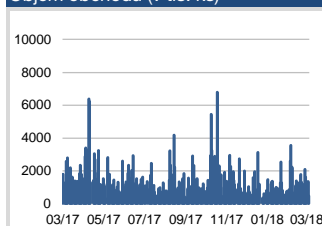
Vysoký dividendový výnos	✓
Citlivost na hospodářský růst	✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Na základě aktualizace našeho modelu potvrzujeme pro akcie MONETA Money Bank doporučení *Koupit* s novou cílovou cenou 93 CZK na akcii. Oproti předchozí cílové ceně se jedná o nárůst o zhruba 3,3 %. Na změnu působilo několik protichůdných faktorů. Ve směru vyšší ceny jde především o lepší ziskovost díky pozitivnímu vývoji čistého úrokového výnosu i čistého příjmu z poplatků a provizí, nižší tvorby opravných položek a nižší diskontní sazby. Naopak směrem dolů tlačily ocenění MMB odhadované nižší dividendy zejména v následujících třech letech a obecně snížení dividendového výplatního poměru v našem modelu. Oproti skupině vybraných bankovních domů se akcie MMB obchodují s premií, což dle nás reflektuje podstatně vyšší dividendový výnos, který si Moneta může dovolit díky jedné z nejvyšších rentabilit mezi bankami, silnou kapitálovou pozici a nezávislost na externím financování. Výši premie v současné době nepovažujeme za příliš vysokou, a proto hodnotíme stávající ocenění akcií Monety vůči konkurentům neutrálně.

Hospodaření společnosti a očekávaný vývoj: Současný příznivý ekonomický vývoj v České republice se projevuje na zvýšené úvěrové aktivitě. Bankovní prostředí je ale nadále sužováno nízkými úrokovými sazbami a tvrdou konkurencí. Postupné zpřísňování měnové politiky, které začalo v minulém roce, by mělo mít pozitivní dopad do úrokových marží. Předpokládáme, že rok 2018 bude pro Monetu posledním rokem s klesající úrokovou marží. V absolutním vyjádření však očekáváme v čistém úrokovém výnosu růst již letos. Pokračující rostoucí tlak na digitalizaci by měl vést k vyšší úvěrové aktivitě. Moneta by měla stát na zdravější bilanci a očekáváme další zlepšování poměru NPL.

Dividendová politika: Očekávané budoucí dividendy byly nejvíce revidovaným faktorem v našem modelu. Poslední návrh managementu byl pro nás zklamáním, když jsme očekávali štedřejší distribuci akcionářům, a to včetně přebytečného kapitálu. Na základě toho jsme snížili zejména vyšší odhadované dividendy za rok 2018 a zredukovali dividendový výplatní poměr k 70 % z předchozích 80 %. Management plánuje vyplatit 8 CZK na akcii jako dividendu z loňského konsolidovaného čistého zisku.

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 očekávané dividendy vůči aktuální ceně na trhu celkový výnos cca 20 %, což odpovídá nákupnímu doporučení.

Data o akciích

RIC MONET.PR	Bloom	MONET CP
52týdenní rozmezí	74,45 - 89,6	
Tržní kap. (mld. CZK)	43,3	
Tržní kap. (mil. EUR)	1702	
Volné obchod. (%)	57,49	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	2,5	8,9 n/a
Relativně k PX	0,5	2,3 n/a

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

	2017	2018f	2019f	2020f
Výnosy (mil. CZK)	10335	9859	10445	11050
Cost / Income poměr	47,9	50,1	48,7	46,3
Čistá úroková marže (%)	4,3	3,8	3,9	4,0
Čistý zisk (mil. CZK)	3923	3541	3608	3889
Zisk na akcii	7,68	6,93	7,06	7,61
Cash flow na akcii	6,3	7,1	8,3	9,1
Dividenda na akcii	9,8	8,0	4,9	4,9
Výplatní poměr (%)	123,5	104,2	70,0	70,0

Poměrové ukazatele

	2017	2018f	2019f	2020f
P/E (akt. cena, x)	11,0	12,2	12,0	11,1
Price / book value (x)	1,7	1,8	1,7	1,6
Price / sales (x)	4,2	4,4	4,1	3,9
Dividendový výnos (%)	11,6	9,5	5,7	5,9
ROE (%)	15,2	14,6	14,4	14,8
ROTE (%)	16,0	15,5	15,0	15,3
ROA (%)	2,0	1,8	1,7	1,8
Úvěry / depozita	94,1	90,0	91,4	92,1

Očekávané události: 25. duben – řádná valná hromada akcionářů

30. duben – první obchodní den bez nároku na dividendu

10. květen – výsledky hospodaření za Q1 18

Původní analýza a komentář:

http://bit.ly/MONETupd_0617
http://bit.ly/MONETupd_1708
http://bit.ly/MONET_Q417cz

SOCIETE
GENERALE
GROUP

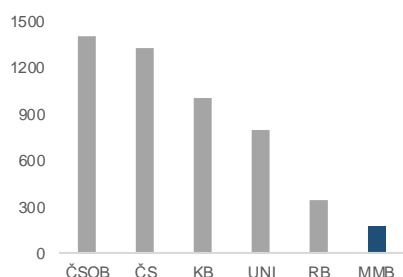


Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_fraye@kb.cz

Základní přehled o společnosti

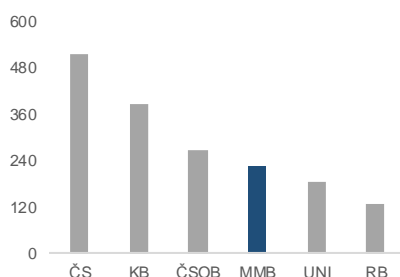
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Silné postavení v retailovém segmentu a segmentu malých a středních podniků Rozsáhlá a rovnoměrně rozložená distribuční síť poboček a bankomatů Vysoká kapitálová vybavenost a úroveň rentability aktiv Nezávislost na externím financování Dlouhodobé zkušenosti managementu s fungováním českého bankovního sektoru 	<ul style="list-style-type: none"> Nízký tržní podíl na hypotečním trhu Omezená regionální diverzifikace Vyšší procento nezajištěných úvěrů v portfoliu Vysoká poplatková konkurence Vysoká regulovanost odvětví Nízká bilanční suma
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 Atraktivní cenová politika s pozitivním vlivem na růst klientského portfolia 	<ul style="list-style-type: none"> Roztříštěná vlastnická struktura s rizikem nejasné strategie s ohledem na potenciální změnu managementu Neúspěšná strategie bez kýženého efektu nárůstu objemu úvěrů Nižší vyplácená dividenda, než odhadujeme

Bilanční suma (mld. CZK, konec 2017)

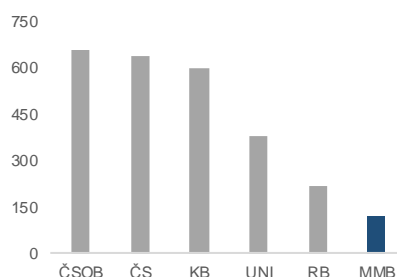


Zdroj: Výroční zprávy a webové stránky bank, finparada.cz

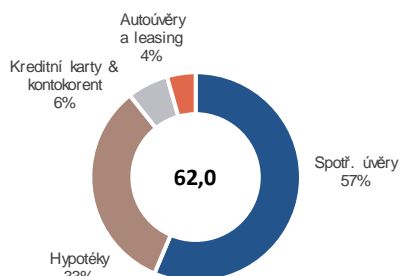
Počet poboček ke konci roku 2017



Úvěry klientům (mld. CZK, konec 2017)

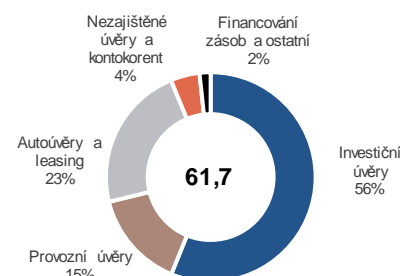


Retailové úvěry (mld. CZK, konec 2017)

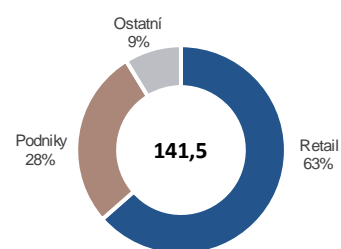


Zdroj: MONETA Money Bank

Korporátní úvěry (mld. CZK, konec 2017)



Depozita klientů (mld. CZK, konec 2017)



Finanční situace společnosti

Výsledky hospodaření

Výsledky za čtvrtý kvartál 2017

mil. CZK	Q4 16	Q4 17	y/y	Odhad KB	Konsensus
Čistý úrokový výnos	1 977	1 844	-6,7 %	1 757	1 788
Čistý výnos z poplatků a provizí	500	541	8,2 %	505	490
Celkové provozní výnosy	2 726	2 580	-5,4 %	2 537	2 478
Čistý zisk	867	804	-7,3 %	837	797
Zisk na akcii	1,70	1,57	-7,5 %	1,64	1,56

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

Zveřejněná čísla za Q4 17 přinesla překvapení zejména v podobě celkového provozního výnosu.

(1) Ve čtvrtém kvartále letošního roku Moneta Money Bank (MMB) zaznamenala vysoký meziroční růst poskytnutých úvěrů v retailovém i korporátním segmentu, a to o 13,5 % na 62,0 mld. CZK, respektive o 7,8 % na 61,7 mld. CZK.

(2) Čistý úrokový výnos se snížil o 6,7 % na 1,8 mld. CZK. Čistá úroková marže pokračovala v poklesu na 4,0 % z 5,5 % ve Q4 16. Zde kromě současných trendů (refinancování úvěrů, změna úvěrového portfolia, prodeje rizikových úvěrů) měly dopad i repo operace s ČNB, které vedly k mezikvartální stabilizaci čistého úrokového výnosu a hlubšímu poklesu čisté úrokové marže.

(3) Milým překvapením byl pro nás vývoj čistého výnosu z poplatků a provizí, který meziročně vzrostl o 8,2 % na 541 mil. CZK, zatímco jsme čekali jeho stagnaci. Jednalo se tak o druhý kvartál v řadě, kdy banka reportovala meziroční nárůst.

(4) Provozní náklady meziročně vzrostly o 8,0 % k 1,5 mld. CZK, čímž zaostaly za tržním i naším očekáváním. To bylo ovlivněno zejména jednorázovým nákladem na restrukturalizaci ve výši 115 mil. CZK spojenou s plánovaným redukováním pobočkové sítě a reorganizací ve společnosti MONETA Leasing.

(5) Moneta reportovala další výrazné zlepšení v oblasti tvorby opravných položek k úvěrům. NPL poměr se dále snížil na 4,1 % oproti 4,4 % ve Q3 17 a 6,3 % ve Q4 16.

Zveřejněné údaje naplnily očekávání managementu.

Celoroční výsledky ukázaly na čistý zisk ve výši 3,9 mld. CZK, což bylo v souladu s nahoru revidovaným výhledem managementu. ROTE se zvýšilo na 16 % ve srovnání s 15,3 % o rok dříve. Moneta vloni výrazně snížila svoje náklady na riziko, které dosáhly 32 bb oproti 93 bb v roce 2016.

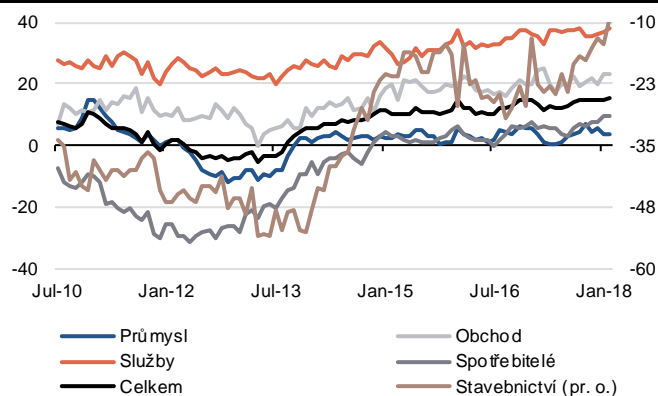
Výhled na letošní rok

Silné makroekonomické ukazatele podporují příznivý vývoj v tuzemském bankovním sektoru.

Makroekonomické prostředí zůstává stále příznivé pro celý bankovní sektor. Po loňských 4,6 % očekáváme růst ekonomiky v letošním roce o 3,6 %, což je stále výrazně nad potenciálním růstem. Domácí poptávka bude letos hlavním motorem hospodářského růstu. Spotřeba domácností těží z utaženého trhu práce a vysoká ziskovost domácích podniků zvyšuje požadavky zaměstnanců na růst mezd a platů. My očekáváme jejich nominální zvýšení o 6,6 % v loňském roce a o 6,2 % letos. Historicky nejnižší nezaměstnanost ztěžuje společnostem najímání nové pracovní síly. Pokud tedy chtějí zvyšovat svoji produktivitu, je potřeba přijít s novými investicemi. Proto očekáváme zrychlení růstu fixního kapitálu v letošním roce k 6,4 % po loňských 5,7 %. Více k našemu aktuálnímu výhledu pro českou

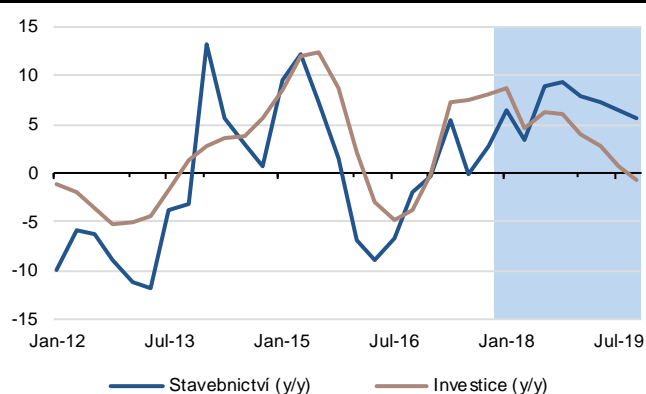
ekonomiku můžete nalézt v naší publikaci *Ekonomické výhledy – 2018: bohatší Česko, silnější koruna*.¹

Spotřebitelská důvěra naznačuje další růst ve spotřebě



Zdroj: ČSÚ, MPSV, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Příliv z fondů EU by měl popohnat letošní růst investic (% , y/y)



Normalizace měnové politiky bude pokračovat.

Na začátku února Česká národní banka zvýšila svoji dvoutýdenní reposazbu o 25 bb na 0,75 %. **Očekáváme, že bankovní rada rozhodne o 25bb zvýšení každý kvartál, a reposazba tak dosáhne na konci letošního roku 1,5 %.** Podle naší prognózy česká ekonomika operuje v prostředí silnějších inflačních tlaků pramenících z rychlejšího hospodářského a mzdového růstu. Centrální banka tak bude mít dostatek důvodů pro další zvyšování sazeb, ačkoliv jejich nejnovější prognóza počítá prakticky se stabilními sazbami. Nicméně guvernér Jiří Rusnok na tiskové konferenci hovořil o jednom dalším zvýšení. Naše prognóza se tak zdá být ve srovnání s ČNB velmi agresivní.

Rychlejší růst nových úvěrů ve srovnání s celým trhem.

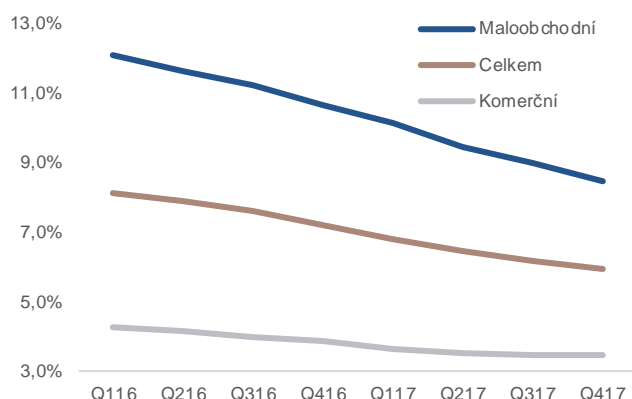
Růst poskytnutých úvěrů Monety vloni překonal celý bankovní trh. Zatímco celkové úvěry se v českém bankovním sektoru zvýšily o zhruba 6 %, MMB rozšířila svoje portfolio o více jak 8 %. **Rychlejší růst MMB očekáváme i pro letošní rok, a to okolo 9 %, zatímco v případě sektoru by se mělo jednat pouze o poloviční nárůst.** Poskytování úvěrů přes on-line aplikace Smart Banka & Internet Banka se stává mezi domácnostmi a malými podniky stále oblíbenějším. Díky svým investicím chce Moneta dále zlepšovat svoje služby jako je kompletní vyřízení žádostí o kreditní karty v maloobchodním i komerčním segmentu skrz mobilní telefony nebo zlepšení v oblasti předschválených nezajištěných úvěrů prostřednictvím tabletů. Podporou v těchto činnostech by měla být i nová webová prezentace společnosti.

Čistá úroková marže by měla pokračovat v poklesu, ale čistý úrokový výnos by měl v absolutním vyjádření mírně vzrůst.

Předpokládáme, že čistá úroková marže dosáhne v letošním roce svého dna na úrovni 3,8 % po loňských 4,3 %. To bude důsledkem poklesu výnosu v maloobchodním segmentu kvůli silnému konkurenčnímu prostředí, refinancování dříve poskytnutých půjček a vyváženějšího portfolia zajištěnými úvěry. Výnos komerčního segmentu se ve Q4 17 stabilizoval mírně nad hranicí 3,4 %, přestože zvýšení sazeb se do úrokového výnosu ještě zcela nepromítlo. Management odhaduje, že nárůst o 25 bb má na roční bázi pozitivní dopad 35 až 40 mil. CZK na čistý úrokový výnos díky přecenění podnikových variabilně úročených úvěrů, které se na celkovém komerčním portfoliu podílejí 40 %. V absolutních číslech však očekáváme, že čistý úrokový výnos dosáhl vloni svého dna na 7,36 mld. CZK a letos mírně vzroste k 7,46 mld. CZK.

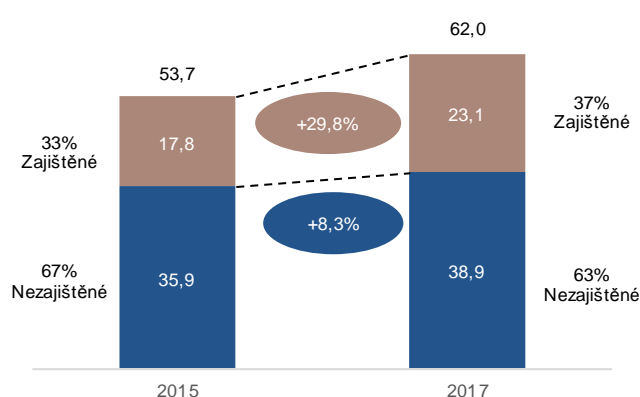
¹ Publikace byla zveřejněna na našich webových stránkách 30. ledna 2018 ve 14h <http://bit.ly/EkVy1Q18cz>

Výnosy úvěrového portfolia



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

Struktura maloobchodního portfolia (mld. CZK)



Poznámka: Součástí maloobchodních zajištěných úvěrů jsou hypotéky, autopůjčky a finanční leasing. Mezi nezajištěné se řadí spotřebitelské úvěry, kontokorenty a kreditní karty.

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

Letos očekáváme mírné zlepšení u čistého výnosu z poplatků a provizí.

Čistý výnos z poplatků a provizí nás v druhé polovině uplynulého roku pozitivně překvapil. Poplatky za vedení běžného účtu a penále či poplatky za dřívější ukončení kvůli zlepšující se kvalitě úvěrové knihy MMB budou dle nás pokračovat v poklesu, ale na druhou stranu očekáváme, že by tento negativní trend měl být kompenzován provizemi z uzavřených pojistných smluv, poplatky za správu aktiv či příjmy z provedených transakcí. **Proto celkově odhadujeme nepatrný růst čistého výnosu z poplatků a provizí k téměř 2,0 mld. CZK.**

Vyšší produkční efektivita by měla vést ke stabilním provozním nákladům.

V modelu počítáme se stabilizací provozních nákladů na loňské úrovni 4,9 mld. CZK. Očekáváme zhruba 30% nárůst v odpisech a amortizaci dlouhodobého majetku kvůli předchozím provedeným investicím. Tyto zvýšené náklady by měly být kompenzovány poklesem ostatních provozních a administrativních nákladů. U personálních nákladů předpokládáme mírné zvýšení k 2,5 mld. CZK.

Náklady na riziko letos pravděpodobně dosáhnou svého dna. Za celý rok by však měly být již vyšší než vloni.

Odhadujeme mírný vzestup nákladů na riziko k 51 bb. V lednu letošního roku Moneta zaúčtovala jednorázovou negativní položku z přecenění aktiv podle nové metodiky IFRS9 ve výši 638 mil. CZK. Na druhé straně však Moneta v tom samém měsíci získala dodatečný příjem (cca 400 mil. CZK) z realizovaného prodeje části maloobchodního nezajištěného úvěrového portfolia. Při prezentaci posledních výsledků hospodaření zaznělo, že banka bude nadále pokračovat v prodeji bilančních i mimobilančních nesplácených úvěrů. Naše odhady naznačují letošní pokles úvěrů v selhání k 3,5% podílu na celkovém úvěrovém portfoliu. Očekáváme, že tvorba opravných položek poroste nad 650 mil. CZK z loňských 381 mil. CZK.

Zejména nižší výnos z finančních operací by měl vést k 10% poklesu čistého zisku.

Čistý zisk by měl letos klesnout téměř o 10 % na 3,5 mld. CZK, což bude také ovlivněno nižšími čistými příjmy z finančních operací a z ostatních provozních výnosů. Zároveň Moneta prodala vloni státní dluhopisy za 343 mil. CZK. Na druhou stranu management sdělil, že čeká nižší efektivní daň okolo 17 %.

Následující tabulka ukazuje zveřejněný výhled managementu pro letošní rok ve srovnání s našimi odhady. Domníváme se, že výhled je splnitelný. Naše odhady jsou více pozitivní, výhled banky považujeme za konzervativní.

Výsledky za rok 2017 a výhled pro rok 2018

	2017	2018 výhled mng	2018 odhady KB
Růst úvěrového portfolia	10,8 %	≥ 9 %	9,1 %
Celkový provozní výnos	10,3 mld. CZK	≥ 9,5 mld. CZK	9,86 mld. CZK
Provozní náklady	4,9 mld. CZK	~ 4,9 mld. CZK	4,94 mld. CZK
Náklady na riziko	32 bb	45-55 bb	51 bb
Čistý konsolidovaný zisk	3,9 mld. CZK	≥ 3,4 mld. CZK	3,54 mld. CZK
Rentabilita hmotného vlastního kapitálu	16,0 %	≥ 14 %	15,5 %
Efektivní daňová sazba	20 %	~ 17 %	17 %

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

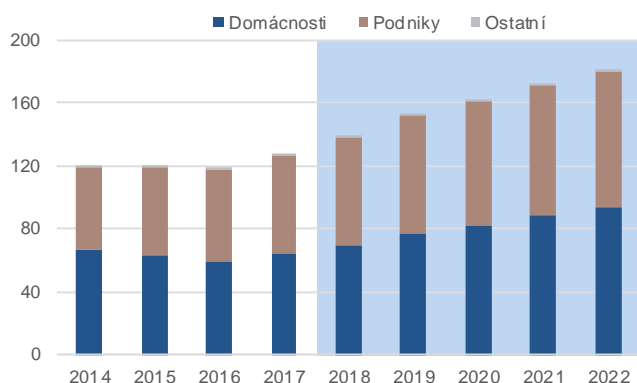
Dlouhodobé výhledy

Naše dlouhodobé projekce jsou založené na postupném růstu úrokových sazeb a zvyšujícím se objemu poskytnutých úvěrů (s výjimkou v roce 2020, když v druhé polovině 2019 očekáváme recesi ve Spojených státech, která povede k celosvětovému poklesu tržních úrokových sazeb a výnosů). Investiční aktivita podniků a silná pozice domácností by měly podporovat rostoucí zájem o nové úvěry.

Očekáváme, že úvěrová kniha MMB poroste v následujících letech oproti trhu rychleji.

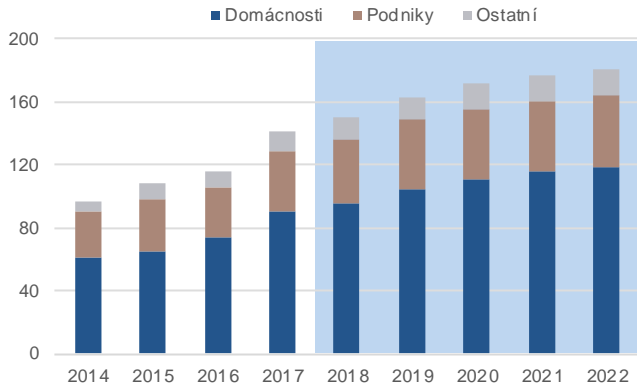
Díky investicím do digitalizace a zvyšování prodejních kapacit pro malé podniky očekáváme rostoucí úvěrové portfolio v retailovém i korporátním segmentu. Pro období 2018 až 2022 odhadujeme průměrný růst celkových úvěrů o 7,3 %, z čehož maloobchodní segment by se měl navýšit o 8,0 %, zatímco korporátní úvěry by se měly zvýšit o 6,6 %. Ve srovnání s trhem čekáme u Monety rychlejší nárůst úvěrové aktivity (trh +5,6 % v 5letém horizontu).

Rozložení úvěrů a jejich očekávaný vývoj (mld. CZK)



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

Rozložení depozit a jejich očekávaný vývoj (mld. CZK)

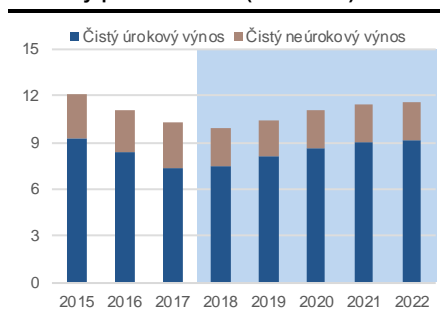


Depozita by dle naší prognózy měla v následujících pěti letech vzrůst v průměru o zhruba 5 %, což koresponduje s našimi očekáváním pro růst vkladů za celý český bankovní sektor. Úspory domácností by měly být klíčovým faktorem s průměrnou růstovou dynamikou o 5,7 %. Na druhou stranu korporátní vklady by měly vzrůst pouze o 3,1 %. Příznivý makroekonomický obrázek by měl podpořit investiční aktivitu. Ve střednědobém horizontu čekáme, že růstová dynamika zvolní kvůli klesající míře úspor a nižším ziskovým maržím.

Rok 2018 by měl být pro Monetu posledním rokem, kdy banka zaznamená pokles v čisté úrokové marži, kterou očekáváme na úrovni 3,8 % po loňských 4,3 %. Namísto očekávaného růstu předpokládáme v následujících letech spíše stabilizaci okolo 4 %. Jak jsme již zmínili výše, čistý úrokový výnos v korunách dosáhl dle nás dna v minulém roce a očekáváme

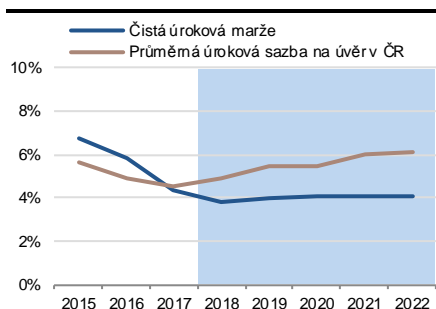
v budoucnu jeho růst. Čistý výnos z poplatků a provizí by měl v letech 2018 až 2022 zůstat stabilní. Rok 2019 by měl také přinést obrát v čistém zisku, kdy počítáme s jeho růstem o 1,9 % na 3,61 mld. CZK po letošním poklesu o 9,7 %. V horizontu 3 let management plánuje udržet provozní náklady na stejné úrovni díky zlepšení efektivity o 10 až 15 %, která tak vykompenzuje nárůst odpisů a amortizace dlouhodobého majetku.

Celkový provozní zisk (mld. CZK)

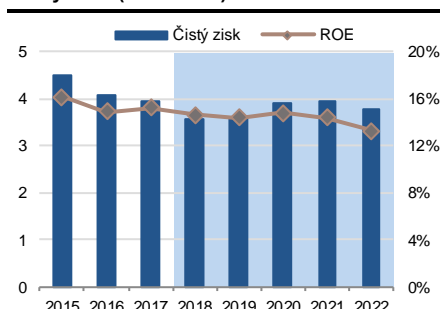


Zdroj: MONETA Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Česká národní banka

Čistá úroková marže



Čistý zisk (mld. CZK)



Při prezentaci výsledků za rok 2017 banka rovněž poskytla svoji střednědobou prognózu. Následující tabulka shrnuje základní předpoklady a jejich porovnání mezi výhledem managementu a našimi odhady.

Střednědobý výhled hospodaření

	2017	2020 výhled mng	2020 odhady KB
Růst úvěrového portfolia	10,8 %	≥ 10 %	5,9 %
Celkový provozní výnos	10,3 mld. CZK	≥ 10,5 mld. CZK	11,05 mld. CZK
Provozní náklady	4,9 mld. CZK	~ 5,1 mld. CZK	5,12 mld. CZK
Náklady na riziko	32 bb	70-80 bb	70 bb
Čistý konsolidovaný zisk	3,9 mld. CZK	≥ 3,8 mld. CZK	3,89 mld. CZK
Rentabilita hmotného vlastního kapitálu	16,0 %	≥ 15 %	15,3 %
Efektivní daňová sazba	20 %	~ 20 %	20 %

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

Přes předpokládané ekonomické zpomalení v České republice očekáváme naplnění výhledu managementu.

Předpokládaná recese ve Spojených státech, která bude mít negativní dopad i na evropské státy včetně České republiky, by měla zpomalit úvěrovou aktivitu, a proto nejsme tak optimističtí pro růst úvěrů v roce 2020, jako je výhled managementu. Přesto stabilizace čisté úrokové marže, rostoucí objem úvěrů a stabilní výnos z poplatků a provizí by měl podpořit růst celkového provozního výnosu nad 11 mld. CZK. Čistý zisk by měly pozitivně ovlivnit i efektivnější řízení nákladů a pouze mírný nárůst nákladů na riziko. **Celkově by tak ziskovost banky měla dle našich výpočtů mírně překonat výhled managementu.**

Řízení přebytečného kapitálu a kapitálová vybavenost

MMB se může pochlubit vysokou kapitálovou vybaveností.

Moneta Money Bank patří k nejlépe kapitálově vybaveným bankám v celém regionu střední a východní Evropy. Kapitálová přiměřenost ke konci loňského roku dosáhla 17,4 %. Banka potvrdila svůj střednědobý cíl udržovat svoji kapitálovou přiměřenost ve výši 15,5 %, který se skládá z (a) 11% SREP požadavku, (b) 2,5% bezpečností kapitálové rezervy, (c) 1%

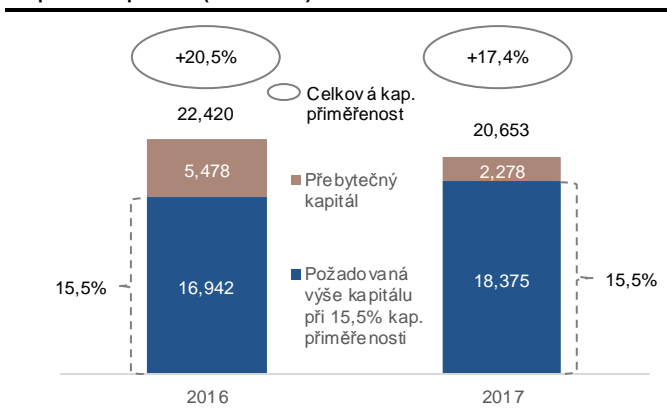
proticyklické kapitálové rezervy (zahrnující další požadované zvýšení o 0,5 pb od 1. července 2018)² a (d) 1% rezervy stanovené management společností.

Banka postupně spotřebovává svůj přebytečný kapitál.

Přebytečný kapitál činil ke konci uplynulého roku 2,278 mld. CZK, zatímco o rok dříve to bylo 5,478 mld. CZK. Snížení tohoto kapitálu bylo způsobeno výplatou dividendy nad rámec čistého zisku, růstem rizikově vážených aktiv, investicemi do nehmotného majetku a tvorbou rezerv k poskytnutým úvěrům. Velká část zbývajících přebytečného kapitálu bude

použita na pokrytí dopadu IFRS9 ve výši 638 mil. CZK, další investice v oblastech digitalizace a IT (0,3 až 0,5 mld. CZK) a zamýšlený organický růst dle oznámeného výhledu managementu. Pouze 165 mil. CZK přebytečného kapitálu bude rozdělena v tomto roce mezi akcionáře.

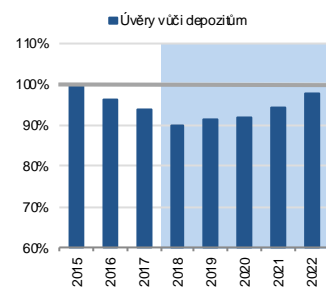
Kapitálová pozice (mld. CZK)



Zdroj: Moneta Money Bank

Podle našeho modelu očekáváme, že Moneta Money Bank bude v následujících letech schopna splnit svůj střednědobý cíl pro kapitálovou přiměřenost na úrovni 15,5 %.

Nezávislost na externím financování



Zdroj: Moneta Money Bank

Poměr rizikově vážených aktiv vůči celkovým aktivům banky odhadujeme pro 5letý horizont okolo 60 %. Ten již výrazně klesl v loňském roce, kdy Moneta odprodala část úvěrů retailového i komerčního segmentu v selhání a očistila tím svoji bilanci. Management uvedl, že v této monetizaci bude nadále letos pokračovat, což by potenciálně mohlo vést i k nižším požadavkům na kapitál. V naší prognóze rovněž předpokládáme, že banka bude nadále schopna poskytnuté úvěry plně financovat získanými depozity a nebude závislá na externím financování. Poměr úvěrů k depozitům by tak měl zůstat pod hranicí 100 %.

Emise dluhopisů

V lednu 2017 obdržela banka od mezinárodní ratingové agentury Standard & Poor's dlouhodobé a krátkodobé ratingové hodnocení na investičním stupni "BBB/A-2" se stabilním výhledem. Tento rating byl agenturou potvrzen v únoru letošního roku. V lednu 2017 banka rovněž obdržela rating "Baa2/P-2" od jejího konkurenta Moody's se stabilním výhledem. Na základě toho management vytvořil svůj vlastní emisní program, čímž si může zajistit dodatečný zdroj likvidity. **V rámci něho může Moneta vydávat kryté dluhopisy, přednostně nezajištěné dluhopisy a podřízené dluhopisy až do celkové výše 50 mld. CZK.** Doposud však k žádnému rozhodnutí o konkrétní emisi cenných papírů nedošlo. V našem modelu s žádnou emisí dluhu nepočítáme, tento krok však letos nemůžeme zcela vyloučit.

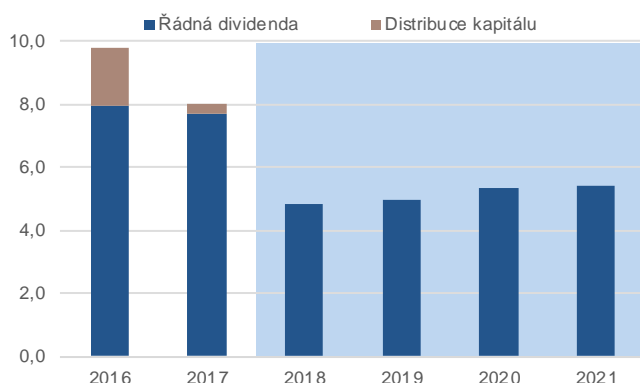
² 18. prosince 2017 Česká národní banka oznámila, že s účinností od 1. ledna 2019 zvyšuje požadavek proticyklické kapitálové rezervy z 1 % na 1,25 % celkového objemu rizikově vážených aktiv. V současnosti tento požadavek činí 0,5 % s tím, že s účinností od 1. července 2018 bude tato sazba zvýšena na 1 %.

Dividendová politika

Management plánuje za období 2017 až 2020 navrhnout celkovou výplatu akcionářům na úrovni 22,5 CZK na akcii.

Dividendová politika MMB je nastavena na dlouhodobou výplatu dividendy ze zisku na minimální úrovni 70 % čistého zisku. Střednědobý výhled managementu počítá se záměrem rozdělit mezi akcionáře za období 2017 až 2020 celkovou částku 11,5 mld. CZK. Zároveň představenstvo navrhuje dividendový výplatní poměr na úrovni 104 % z konsolidovaného čistého zisku za loňský rok, tj. 8 CZK na akcii. To znamená, že zhruba 165 mil. CZK z plánované výplaty bude pokryto přebytečným kapitálem. Oznámený střednědobý záměr představuje pro následující roky výplatní poměr na úrovni 70 %. To bylo pro nás zklamáním a přimělo nás v modelu ke snížení předpokládaného výplatního poměru. Spodní pravý graf ukazuje, že největší rozdíl mezi novou a původní prognózou dividend je pro distribuci ze zisku za rok 2018. To bylo způsobeno (1) naším předchozím očekáváním, že management bude ochoten dále vyplácet část přebytečného kapitálu a (2) dříve předpokládaným vyšším dividendovým výplatním poměrem.

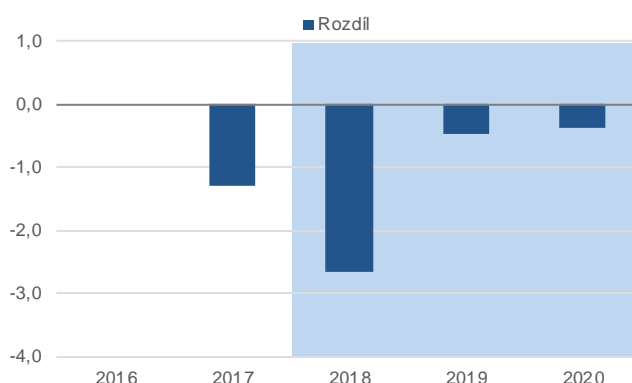
Dividenda na akcii (CZK)



Poznámka: Dividendy vyplácené v následujícím roce

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

Naše aktuální prognóza dividend vs. předchozí odhady (CZK)



Ocenění společnosti

Sektorové srovnání

Akcie MMB se zejména na úrovni P/B a P/S obchodují s prémie vůči skupině vybraných konkurentů i celému evropskému bankovnímu sektoru. Dle našeho názoru zde existují důvody, proč by tomu tak mělo být. 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 či rizikovosti obchodních aktivit. Velkým plusem je vysoká dosavadní likvidita na trhu. Ocenění akcií MMB by se dle nás tak mělo celkově pohybovat mezi mediánem trhu a Komerční bankou. V současné době si nemyslíme, že by prémie byla vůči skupině vybraných bankovních domů příliš vysoká, a proto hodnotíme stávající ocenění akcií Monety vůči konkurentům jako neutrální.

MONETA Money Bank vs. konkurenti

	P/E akt.	P/E 2018	P/E 2019	P/BV akt.	P/BV 2018	P/S akt.	P/S 2018	Div. výnos akt.	Div. výnos 2018
MONETA MONEY BANK	11,0	12,2	12,0	1,7	1,8	4,2	4,4	11,6	9,5
Komerční banka as	11,7	13,1	12,8	1,8	1,8	4,7	5,6	5,1	4,8
BRD-Groupe Societe Generale SA	6,9	9,9	10,1	1,3	1,3	3,4	3,3	5,2	7,1
Privredna Banka Zagreb dd	11,2	n/a	n/a	1,0	n/a	2,6	n/a	1,9	n/a
Bank BGZ BNP Paribas SA	24,8	17,0	12,9	0,9	0,9	1,5	2,9	n/a	0,0
Bank Handlowy w Warszawie SA	20,4	17,0	14,7	1,6	1,6	4,5	5,0	5,4	5,3
OTP Bank PLC	10,3	11,6	11,0	1,9	1,8	2,7	3,6	1,6	2,5
Bank Zachodni WBK SA	16,9	15,2	13,0	1,7	n/a	3,9	4,5	1,4	2,6
Bank Pekao SA	17,5	14,8	12,6	1,5	n/a	4,5	4,3	6,7	6,4
Powszechna Kasa Oszczednosci B	18,8	17,5	15,5	1,5	n/a	3,5	4,1	n/a	1,2
Sberbank of Russia PJSC	8,1	7,2	6,6	1,8	n/a	2,0	2,9	2,1	6,1
Bank Millennium SA	15,4	13,9	11,5	1,3	1,3	3,0	3,9	n/a	1,0
Vseobecna Uverova Banka AS	12,8	n/a	n/a	1,4	n/a	3,5	n/a	6,5	n/a
Alior Bank SA	14,0	19,4	12,9	1,6	n/a	2,1	n/a	n/a	0,0
Akbank Turk AS	7,0	6,3	5,6	1,0	n/a	1,5	n/a	3,8	4,4
Turkiye Garanti Bankasi AS	7,6	6,6	5,6	1,2	n/a	1,4	n/a	3,6	4,1
Yapi ve Kredi Bankasi AS	5,6	5,0	4,4	0,7	n/a	0,7	n/a	n/a	0,4
Turkiye Is Bankasi AS	6,2	5,9	5,3	0,8	n/a	0,8	n/a	3,9	4,5
Banca Transilvania SA	7,9	11,1	9,6	1,5	1,5	3,0	3,7	2,1	6,3
Haci Omer Sabanci Holding AS	6,3	6,0	5,2	0,8	n/a	0,5	n/a	2,8	2,5
Medián srovnávací skupiny	11,2	11,6	11,0	1,4	1,5	2,7	3,9	3,7	4,1
EURO STOXX Banks Price EUR	11,7	10,9	9,6	0,8	0,8	1,9	1,9	3,5	4,3
MMB vs. medián	-2%	6%	9%	23%	17%	56%	12%	212%	131%
MMB vs. STOXX	-6%	12%	25%	107%	121%	125%	126%	229%	119%
MMB vs. Komerční banka	-6%	-7%	-7%	-7%	-2%	-11%	-22%	128%	96%

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, ERM), diskontovaných dividend (DDM) a diskontovaných volných hotovostních toků (DFCF).

Nadprůměrný výnos, volný cash flow a dividendy ze zisku let 2017-21 jsme diskontovali k začátku března 2018. 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 91,2 Kč za kus.**

Parametry a metody ocenění akcií MONETA Money Bank

	2018	2019	2020	2021	2022		2018	2019	2020	2021	2022
Míra vlastního kapitálu	9,2%	9,0%	8,8%	9,6%	9,8%	DDM					
Bezriziková úroková míra	2,2%	2,0%	1,8%	2,6%	2,9%	Dividenda na akcii	8,00	4,90	4,90	5,30	5,40
Beta	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	Explicit value	24,2				
Riziková premie	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	Terminal value	61,4				
Růst dividendy po roce 2022	3,5%					Fair value (mil. CZK)	43 766				
Růst FCFE po roce 2022	1,0%					Fair value na akcii	85,6				
Výplatní poměr po 2022	70%					DFCF					
ROE po roce 2022	11,7%					Čistý zisk	3 541	3 608	3 889	3 953	3 790
Excess return model						Odpisu majetku	527	569	530	503	484
ROE	14,6%	14,4%	14,8%	14,4%	13,3%	Opravné položky k úvěrům	653	850	1 073	1 299	1 548
Return spread	5,4%	5,4%	6,0%	4,8%	3,5%	Ostatní nepeněžní úpravy	-411	-301	-324	-299	-297
Vlastní kapitál	25 763	24 185	25 125	26 300	27 538	Změna prac. kapitálu	0	0	0	0	0
Nadprůměrný výnos	1 402	1 304	1 507	1 253	954	Kapitálové výdaje	-700	-500	-500	-500	-500
Vlastní kapitál na začátku	25 763					Výnos z prodeje majetku	0	0	0	0	0
Explicit value	5 111					FCFE	3 610	4 227	4 668	4 956	5 025
Terminal value	10 198					Explicit value	17 428				
Fair value (mil. CZK)	41 072					Terminal value	37 548				
Fair value na akcii	80,4					Fair value (mil. CZK)	54 976				
						Fair value na akcii	107,6				

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

Cílová cena je 2 % nad fair value kvůli parametru sektorové atraktivita.

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 (+5 %):** SG má pro sektor doporučení *Nadvážit*.
- **Atraktivita společnosti (-3 %):** Ponechali jsme na -3 %. Roztříštěná akcionářská struktura může vést k nejasné firemní strategii. Oproti Komerční bance či Erste Group může nepříznivě působit velikost bilanční sumy. Vzhledem k postavení banky, která ceny za své produkty nestanovuje, ale spíše přebírá, působí negativně na ziskovost silná konkurence.
- **Spekulativní potenciál (0 %):** Prémii oproti trhu nepovažujeme za vysokou.

Za pomoci výše uvedených parametrů **stanovujeme cílovou cenu pro akcie MONETA Money Bank na 93 CZK za kus** (fair value +2 %), což implikuje tržní kapitalizaci společnosti na 47,523 mld. CZK. Oproti předchozí cílové ceně se jedná o nárůst o zhruba 3,3 %. Na

změnu působilo několik protichůdných faktorů. Ve směru vyšší ceny jde především o vyšší ziskovost díky pozitivnímu vývoji čistého úrokového výnosu i čistého příjmu z poplatků a provizí, nižší tvorbě opravných položek a nižší diskontní sazbě. Naopak směrem dolů tlačily ocenění MMB odhadované nižší dividendy zejména v následujících třech letech a obecně snížení dividendového výplatního poměru v našem modelu.

Analýza citlivosti ocenění (fair value)

Excess return					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
-100bp	81,3	83,2	85,5	88,2	91,5
-50bp	79,3	80,8	82,7	84,9	87,6
9,2%/9,8% *	77,5	78,8	80,4	82,2	84,4
+50bp	75,9	77,1	78,4	79,9	81,7
+100bp	74,5	75,5	76,7	78,0	79,5
DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
-100bp	87,8	93,6	100,5	108,8	119,0
-50bp	81,9	86,7	92,4	99,2	107,4
9,2%/9,8% *	76,7	80,9	85,6	91,3	97,9
+50bp	72,2	75,8	79,9	84,6	90,1
+100bp	68,3	71,4	74,9	78,9	83,6
FCFE					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
-100bp	111,1	116,1	121,7	128,1	135,4
-50bp	104,9	109,3	114,2	119,7	126,0
9,2%/9,8% *	99,4	103,3	107,6	112,4	117,8
+50bp	94,5	97,9	101,7	105,9	110,6
+100bp	90,0	93,0	96,4	100,1	104,2

Pozn.: * první hodnota odpovídá průměru za roky 2018-22, druhá hodnota po roce 2022

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Regulace:** Bankovníctví je velmi regulovaným odvětvím. Rostoucí tlaky na informační povinnosti, compliance a navyšování kapitálových a likviditních požadavků má nepříznivý dopad na profitabilitu banky a rozdělování zisků akcionářům.
- **Vývoj úrokových sazeb:** Dlouhodobě uvolněná měnová politika vedla k poklesu úrokových marží. Pokud ČNB nebude pokračovat v postupném 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 bank s expozicí 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 pro malé a střední podniky. Tento segment je obecně více rizikový, což v případě nepříznivého hospodářského vývoje může vést k problémům se splácením poskytnutých úvěrů. Podobným rizikům je banka vystavena u zemědělského sektoru, vůči kterému má Moneta vyšší expozici než její konkurenti.
- **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 ztrátám kvůli odpisům poskytnutých úvěrů.
- **Výplata dividendy:** Nižší výplata dividendy v budoucnu by vedla k přehodnocení našich očekávání a snížení ocenění akcií.

Finanční ukazatele MONETA Money Bank

mil. CZK	2015	2016	2017	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Čistý úrokový výnos	9 310	8 305	7 364	7 460	8 044	8 641	8 973	9 083
Čistý neúrokový výnos	2 792	2 753	2 971	2 399	2 401	2 409	2 442	2 451
Provozní výnosy celkem	12 102	11 058	10 335	9 859	10 445	11 050	11 415	11 534
Mzdové náklady	-2 243	-2 263	-2 456	-2 505	-2 607	-2 672	-2 753	-2 836
Ostatní správní náklady	-1 792	-1 984	-1 893	-1 902	-1 908	-1 914	-1 920	-1 929
Odpisy	-520	-310	-414	-527	-569	-530	-503	-484
Provozní náklady celkem	-5 533	-4 982	-4 947	-4 935	-5 084	-5 116	-5 175	-5 250
Tvorba opravných položek k úvěrům	-849	-1 029	-381	-653	-850	-1 073	-1 299	-1 548
Nezdaněný zisk	5 720	5 047	4 903	4 271	4 510	4 861	4 942	4 737
Čistý zisk	4 506	4 054	3 923	3 541	3 608	3 889	3 953	3 790

ROZVAHA								
Pokladní hotovost a peněžní ekvivalenty	15 475	20 235	7 127	18 703	19 937	19 443	15 161	4 312
Realizovatelná finanční aktiva	13 255	13 749	57	57	57	57	57	57
Úvěry a pohledávky za bankami	139	189	53 380	43 478	42 174	40 909	39 682	38 491
Úvěry a pohledávky za klienty	108 437	111 860	123 680	134 569	148 833	157 659	167 029	176 885
Nehmotný majetek a goodwill	533	848	1 301	1 354	1 083	866	693	555
Aktiva celkem	140 037	149 379	199 734	200 538	214 500	221 393	225 124	222 851
Závazky vůči klientům	108 698	116 252	141 469	149 521	162 916	171 148	176 986	181 109
Rezervy	543	416	364	364	346	329	312	296
Ostatní závazky	2 439	2 470	2 154	1 987	1 887	1 793	1 703	1 618
Závazky celkem	112 198	122 111	173 971	176 354	189 376	195 093	197 586	194 283
Vlastní kapitál celkem	27 839	27 268	25 763	24 185	25 125	26 300	27 538	28 568
Rizikově vážená aktiva	126 565	109 301	118 642	113 967	128 700	132 836	135 075	133 710

CASH FLOW								
Čisté peněžní toky z provozních činností	15 795	10 486	-35 748	11 312	5 100	5 776	3 088	918
Peněžní toky z investičních činností	7 240	-1 068	-844	-676	-476	-476	-476	-476
Čisté peněžní toky z finančních činností	-19 700	-4 506	-5 008	-4 088	-2 479	-2 526	-2 722	-2 767
Free cash flow to equity	6 114	6 551	3 219	3 610	4 227	4 668	4 956	5 025

ÚDAJE V PŘEPOČTU NA AKCII (CZK)								
EPS	8,8	7,9	7,7	6,9	7,1	7,6	7,7	7,4
Vlastní kapitál (book value)	54,5	53,4	50,4	47,3	49,2	51,5	53,9	55,9
Volný cash flow	12,0	12,8	6,3	7,1	8,3	9,1	9,7	9,8
Hrubá dividenda ze zisku předchozího roku	38,6	8,8	9,8	8,0	4,9	4,9	5,3	5,4

POMĚROVÉ UKAZATELE								
Hrubý výnos	8,8%	7,7%	6,4%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,7%
Náklady financování	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
Čistá úroková marže	6,7%	5,9%	4,3%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%
Cost/Income ratio	45,7%	45,1%	47,9%	50,1%	48,7%	46,3%	45,3%	45,5%
ROE	16,2%	14,9%	15,2%	14,6%	14,4%	14,8%	14,4%	13,3%
ROTE	16,5%	15,3%	16,0%	15,5%	15,0%	15,3%	14,7%	13,5%
ROA	3,2%	2,7%	2,0%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,7%
Vlastní kapitál / aktiva	19,9%	18,3%	12,9%	12,1%	11,7%	11,9%	12,2%	12,8%
Poměr úvěrů vůči depozitům	99,8%	96,2%	94,1%	90,0%	91,4%	92,1%	94,4%	97,7%
Výplatní poměr	471,3%	100,0%	123,5%	104,2%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

OCENĚNÍ								
P/E	9,6	10,7	11,0	12,2	12,0	11,1	10,9	11,4
P/BV	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5
P/S	3,6	3,9	4,2	4,4	4,1	3,9	3,8	3,8
Dividendový výnos	45,5%	10,4%	11,6%	9,5%	5,7%	5,8%	6,3%	6,4%

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

Akioví analytici



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



Marek Drímal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz



Monika Junicke
(420) 222 008 509
monika_junicke@kb.cz



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



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@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



Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



Florian Libcor
(40) 213 016 869
florian.libcor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



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

Ekonom

Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Akiový analytik



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



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

Eurozóna



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

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com

Čína



Wei Yao
(852) 2166 5437
wei.yao@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



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



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



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



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



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



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



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



Ankur Shukla
(91) 80 6731 4432
ankur.shukla@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

Fixed Income



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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



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

Vedoucí strategie sazeb pro USA



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



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



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



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



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



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



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

Měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



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

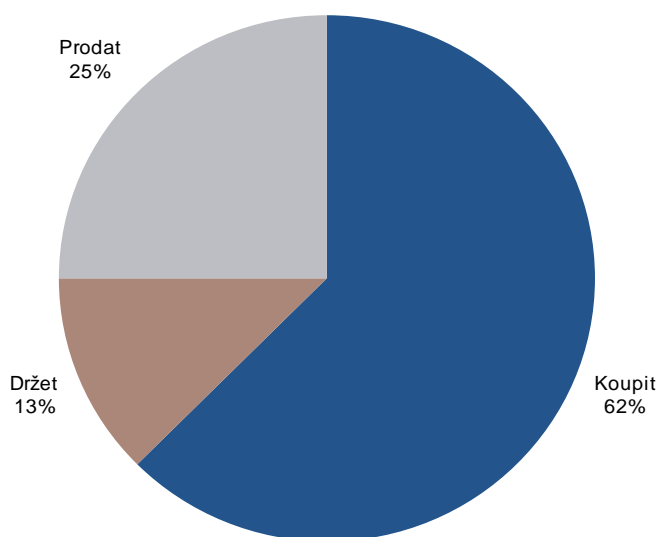
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 premie 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 (8 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (ke dni 6. března 2018)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezičase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

Přehled doporučení a vztahy s jednotlivými emitenty

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	Pegas Nonwovens	Vienna Insurance	Fortuna	MONETA Money Bank
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD								
Doporučení	koupit	držet	koupit	koupit	prodat	koupit	prodat	koupit
Cílová cena	CZK 542	CZK 270	USD 5	CZK 17546	v revizi	EUR 26	CZK 198	CZK 93
Datum	20.9.2017	18.9.2017	27.7.2017	22.8.2017	16.11.2017	3.3.2017	4.1.2018	6.3.2018
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)								
Doporučení	držet	držet	koupit	držet	prodat		koupit	koupit
Cílová cena	CZK 48	CZK 267	USD 4,2	CZK 13500	CZK 876		CZK 198	CZK 90
Datum	14.9.2016	31.1.2017	27.4.2017	25.5.2017	13.9.2017		30.11.2017	17.8.2017
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	držet		v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 420	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	CZK 876		v revizi	CZK 95
Datum	12.2.2016	9.12.2016	10.3.2017	13.6.2016	19.4.2017		9.11.2017	9.6.2017
Doporučení		držet			koupit		držet	koupit
Cílová cena		CZK 260			CZK 863		CZK 128	CZK 90
Datum		22.3.2016			20.5.2016		12.6.2017	6.9.2016
Doporučení							držet	
Cílová cena							CZK 96	
Datum							20.5.2016	
Metody ocenění	DFCF	DFCF DDM	DFCF	DDM	DFCF DDM	DDM ERM	DFCF	DFCF DDM ERM
Četnost doporučení	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	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
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	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	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
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
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Do uvedeného přehledu nezahrnujeme naše jednorázová krátkodobá doporučení založená na analýzách Sociétés Générale.

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.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat akcie emitentů zmíněných v tomto dokumentu před veřejnou nabídkou těchto akcií.

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