

| Bankovníctví | Aktualizace | Česká republika |

MONETA Money Bank

Potvrzujeme doporučení *Koupit* a zvyšujeme cílovou cenu na 97 CZK na akcii

Koupit

Cena 07.03.19	79,9 CZK
12m cíl	97,0 CZK
Pot. růst ceny	21,4 %
Dividenda	6,15 CZK
Celkový výnos	29,1 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

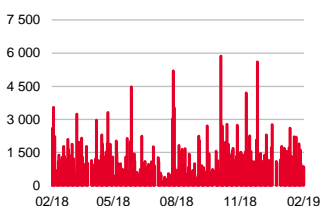
Citlivost na hospodářský růst

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 97 CZK na akcii. Oproti předchozí cílové ceně se jedná o nárůst zhruba 4,3 %. Na změnu působilo několik protichůdných faktorů. Ve směru vyšší ceny jde především o lepší odhady ziskovosti díky pozitivnímu vývoji čistého úrokového výnosu a výplaty dividendy. Naopak směrem dolů tlačily ocenění MMB vyšší náklady na kapitál a nepatrně nižší dlouhodobý růst kvůli uvažovanému vyššímu dividendovému výplatnímu poměru. Oproti skupině vybraných bankovních domů se akcie MMB obchodují s premií (P/BV 2019 na úrovni 1,6x vs. 1,2x, P/E 2019 10,7x vs. 10,3x, DV 7,7 % vs. 4,3 %). Výši premie v současné době vzhledem k jedné z nejvyšších rentabilit a výplatě dividend nepovažujeme za 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. Ta je pozitivně ovlivňována i investicemi do digitalizace, které se podílejí na obrovském růstu poskytnutých úvěrů přes on-line aplikace. Dopad nově zavedených regulačních opatření by měl mít na hospodaření Monety spíše omezený vliv. Růst čistého úrokového výnosu je dále podpořený postupně zvyšujícími se sazbami ČNB, která by měla svoji měnovou politiku v letošním roce dále utáhnout. Z toho důvodu i věříme, že loňský rok byl posledním, kdy klesla čistá úroková marže. Dlouhodobě ale vidíme větší pravděpodobnost její stabilizace než růstu s ohledem na zvyšující se kvalitu úvěrového portfolia. Předpokládáme, že čistá úroková marže setrvá vysoko nad úrovněmi konkurentů. Poměr NPL by měl pokračovat v poklesu, přestože očekáváme růst nákladů na riziko. Střednědobý výhled stanovený managementem je ve srovnání s naší prognózou konzervativní a věříme, že bude postupně docházet k jeho vylepšování.

Dividendová politika: Management revidoval svoji dividendovou politiku a nyní očekává ve střednědobém horizontu minimální výplatu na úrovni 75 % čistého konsolidovaného zisku. Z loňského zisku navrhuje vyplatit 6,15 CZK na akcii. To bylo pro nás příjemným překvapením, což se rovněž promítlo do konečného ocenění společnosti.

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 téměř 30 %, což odpovídá nákupnímu doporučení.

Data o akciích

RIC MONET.PR	Bloom	MONET CP
52týdenní rozmezí	71,3 - 86,3	
Tržní kap. (mld. CZK)	40,8	
Tržní kap. (mil. EUR)	1595	
Volně obchod. (%)	57,49	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	4,0	3,6 -5,4
Relativně k PX	2,2	-0,2 -2,5

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

	2018	2019f	2020f	2021f
Výnosy (mil. CZK)	10162	10513	11378	11916
Cost / Income poměr	47,7	47,4	44,8	43,1
Čistá úroková marže (%)	3,7	3,9	4,1	4,0
Čistý zisk (mil. CZK)	4200	3819	4034	4223
Zisk na akcii	8,22	7,47	7,90	8,26
Cash flow na akcii	6,2	8,2	10,1	10,9
Dividenda na akcii	8,0	6,2	5,6	5,9
Výplatní poměr (%)	104,2	74,8	75,0	75,0

Poměrové ukazatele

	2018	2019f	2020f	2021f
P/E (akt. cena, x)	9,7	10,7	10,1	9,7
Price / book value (x)	1,6	1,6	1,5	1,5
Price / sales (x)	4,0	3,9	3,6	3,4
Dividendový výnos (%)	10,0	7,7	7,0	7,4
ROE (%)	16,6	15,0	15,2	15,2
ROTE (%)	17,9	16,1	16,1	15,9
ROA (%)	2,0	1,8	1,7	1,7
Úvěry / depozita	83,0	85,0	87,1	89,0

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/MONET_1803upd

http://bit.ly/MONET_Q318res

http://bit.ly/MONET_1811akv

http://bit.ly/MONET_Q418pre

Očekávané události: Konec dubna – řádná valná hromada akcionářů

2. květen – výsledky hospodaření za Q1 19

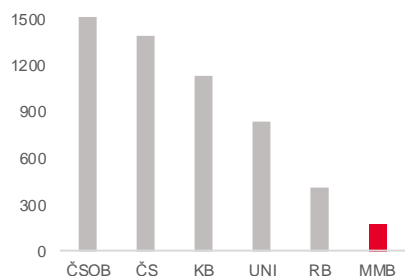
SOCIETE
GENERALE
GROUP

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

Základní přehled o společnosti

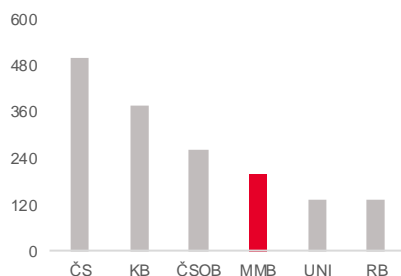
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Silné postavení v retailovém segmentu a segmentu malých a středních podniků Rozsáhlá a rovnoměrně rozložená distribuční síť poboček a bankomatů Vysoká kapitálová vybavenost a úroveň rentability aktiv Nezávislost na externím financování Dlouhodobé zkušenosti managementu s fungováním českého bankovního sektoru 	<ul style="list-style-type: none"> Nízký tržní podíl na hypotečním trhu Omezená regionální diverzifikace 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 a správu aktiv Atraktivní cenová politika s pozitivním vlivem na růst klientského portfolia Akviziční růst 	<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 Sektorová daň na banky

Bilanční suma (mld. CZK, konec Q3 18)

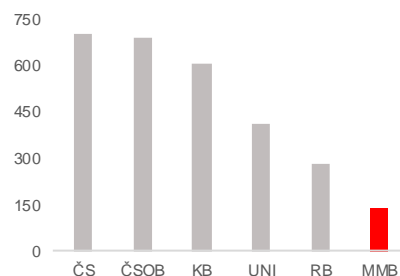


Zdroj: Webové stránky bank

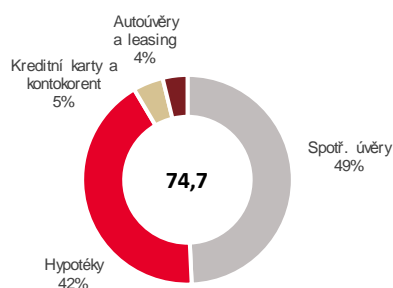
Počet poboček ke konci Q3 18



Úvěry klientům (mld. CZK, konec Q3 18)

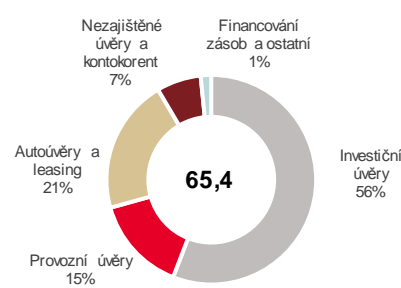


Retailové úvěry (mld. CZK, konec 2018)

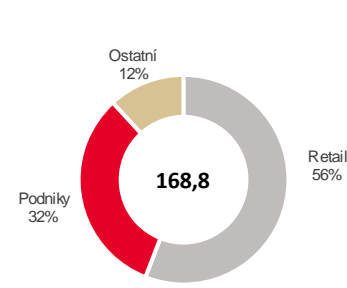


Zdroj: MONETA Money Bank

Korporátní úvěry (mld. CZK, konec 2018)



Depozita klientů (mld. CZK, konec 2018)



Finanční situace společnosti

Výsledky hospodaření za loňský rok

mil. CZK	2017	2018	y/y	Odhad KB	Konsensus
Čistý úrokový výnos	7 364	7 409	0,6 %	7 344	7 332
Čistý výnos z poplatků a provizí	1 933	1 892	-2,1 %	1 820	1 846
Celkové provozní výnosy	10 335	10 162	-1,7 %	10 030	10 063
Čistý zisk	4 027	4 200	4,3 %	4 161	4 137
Zisk na akcii	7,88	8,22	4,3 %	8,14	8,10

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; konsensus MONETA Money Bank, konsensus MMB mezi 9 analytiky včetně KB

Hospodářské výsledky za celý loňský rok hodnotíme pozitivně. Moneta poměrně výrazně předčila naše i tržní očekávání a management s rezervou naplnil svůj několikrát zvyšovaný výhled.

Moneta překonala v loňském roce všechny cíle vytyčené managementem.

Moneta vloni zvýšila objem hrubých výkonných úvěrů o 14,4 %. V rámci segmentů se retailové úvěry zvýšily o 22,1 %. Objem poskytnutých hypoték se navýšil o 55,8 % a celkový tržní podíl Monety dosáhl 2,8 % po 2,0 % v roce 2017. Spotřebitelské úvěry se zvýšily o 7,4 % a tržní podíl mírně klesnul na 18,8 % z předloňských 19,3 %. Korporátní segment zaznamenal nárůst hrubých výkonných úvěrů o 6,7 %, v rámci nichž úvěry pro malé podniky vyskočily o 63,1 %. Výše depozit se zvýšila o 13,0 %.

Čistý úrokový výnos se vrátil k růstu a vloni dosáhl 7,4 mld. CZK. Provozní náklady dosáhly 4,9 mld. CZK, čímž byly meziročně nižší o 1,9 %, když se podařilo nalézt úspory v administrativních nákladech přes tlak na růst mezd a vyšší odpisy hmotného a nehmotného majetku. Čistý zisk dosáhl 4,2 mld. CZK, když pozitivně byl ovlivněn i prodejem nevýkonných pohledávek. Návratnost hmotného kapitálu (ROTE) dosáhla 17,9 %. Všechny vytyčené cíle se tak managementu podařilo v loňském roce naplnit, respektive překonat.

Výhled na letošní rok

Makroekonomické prostředí zůstává stále příznivé pro celý bankovní sektor.

Přes náznaky ekonomického zpomalování vnějšího prostředí zůstává česká ekonomika vůči tomuto vývoji prozatím rezistentní. HDP vloni přidal 3,0 % a pro letošní rok čekáme mírné snížení dynamiky na 2,7 %. Ze shora je letošní růst HDP omezen vyčerpanými výrobními kapacitami a slábnoucí poptávkou ze zahraničí, na straně druhé však pokračuje napětí na trhu práce, které podporuje růst mezd s pozitivním dopadem do spotřeby domácností. Cenové tlaky zůstávají silné a inflace se po celý rok bude držet nad 2% inflačním cílem České národní banky. Společně s vývojem české koruny, která neposiluje tak rychle, jak počítá centrální banka, dle nás dále porostou úrokové sazby. Úvěrová aktivita by měla celkově zůstat stále velmi slušná, ačkoliv předpokládáme, že zejména díky půjčkám domácností na bytové potřeby v růstové dynamice poklesne. Více k očekávanému hospodářskému vývoji naleznete v naší publikaci *Ekonomické výhledy – Na tenkém ledě*.¹ **Celkově tak hodnotíme makroekonomické prostředí za stále příznivé pro celý bankovní sektor.**

Rychlejší růst nových úvěrů ve srovnání s celým trhem.

Růst poskytnutých úvěrů Monety vloni překonal celý bankovní trh. Zatímco celkové hrubé úvěry se v českém bankovním sektoru zvýšily o 7 %, MMB rozšířila svoje portfolio o 12,9 %, a to zejména díky retailovému segmentu. **Rychlejší růst MMB očekáváme i pro letošní rok**, a to okolo 9 %, zatímco v případě sektoru by se mělo jednat pouze o růst přesahující 5 %. 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 vedle kompletního on-line vyřízení žádostí o kreditní karty

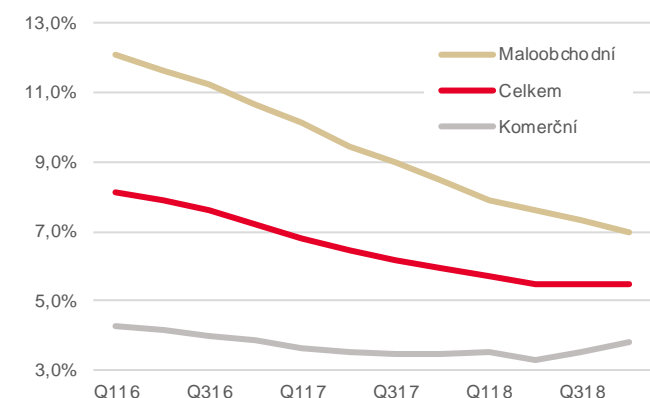
¹ Publikace byla zveřejněna 4. února 2019 v 7:37 na našich webových stránkách <http://bit.ly/2BjZG8R>

v maloobchodním i komerčním segmentu plně zřízení kontokorentních úvěrů či komerčních úvěrů pro malé podniky.

Posun k zajištěným úvěrům má dopad na pokles úrokových marží.

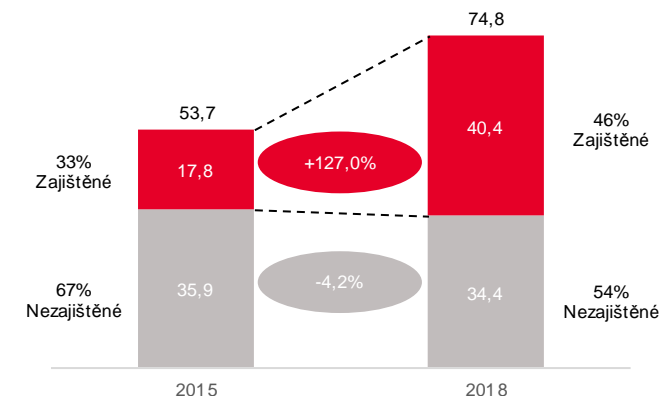
Jak je patrné z následujících grafů, výnos úvěrového portfolia se ke konci loňského roku stabilizoval na úrovni 5,5 %. Na jedné straně pokračoval pokles výnosu u retailového portfolia k 7,0 % ve Q4 18 (8,5 % ve Q4 17), na straně druhé ale Moneta vykázala vzestup výnosu u komerčních úvěrů na 3,8 % z 3,4 % o rok dříve. **Struktura maloobchodního portfolia je jedním z nejdůležitějších faktorů.** Je z ní patrné, že Moneta za poslední tři roky výrazně změnila proporci zajištěných a nezajištěných úvěrů. Ke konci roku 2017 bylo retailové portfolio složeno ze 37 % ze zajištěných úvěrů, zatímco na konci loňského roku již zajištěné úvěry představovaly 46 %. To zvyšuje tlak na pokles výnosu v tomto segmentu.

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

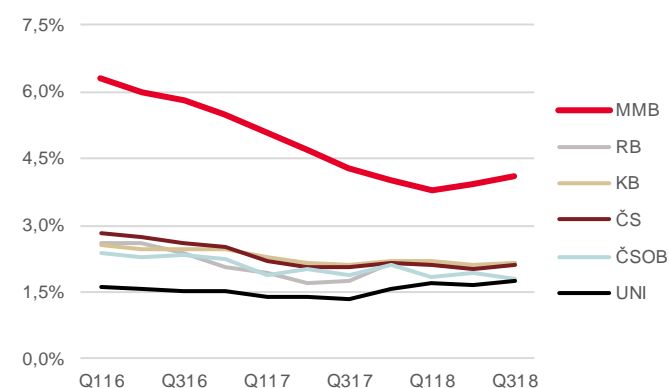
Pokles čistého úrokového výnosu a čistě úrokové marže je již minulostí.

Čistý úrokový výnos se v loňském roce vrátil k růstu. Zastavil se i pokles čistě úrokové marže.

V letošním roce očekáváme, že čistý úrokový výnos dále poroste, a to o 9,3 % na 8,1 mld. CZK. Nárůst čistě úrokové marže však nebude tak razantní, když po loňských 3,7 % letos odhadujeme její výši na 3,9 %. Právý graf ukazuje na suverénní postavení Monety mezi šestkou největších bank působících na

tuzemském trhu. Z delší perspektivy je patrné, že se rozdíl v maržích snižuje, což si vysvětlujeme právě změnou struktury úvěrového portfolia. Předpokládáme, že Moneta bude i v budoucnu vykazovat výrazně vyšší marže než její konkurenti. Na vývoj úrokových marží v bankovním sektoru bude pozitivně působit zvyšování úrokových sazeb ze strany ČNB. Management odhaduje, že nárůst úrokových sazeb o 25 bb má na roční bázi pozitivní dopad až 80 mil. CZK na čistý úrokový výnos, z čehož zhruba polovinu obstarává úvěrové portfolio a druhá připadá na finanční instrumenty související s řízením likvidity.

Srovnání vývoje čistých úrokových marží



* Raiffeisenbank a Unicredit – údaj pouze za české pobočky

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, hospodářské výsledky jednotlivých bank

Letos nečekáme žádné zlepšení čistého výnosu z poplatků a provizí.

U vývoje čistého výnosu z poplatků pro letošní rok vesměs žádné změny nečekáme. Jeho výše by měla být prakticky totožná s úrovní loňského roku, tedy 1,9 mld. CZK. Nepředpokládáme změnu v dosavadních trendech, kdy na jedné straně negativně působí přetrvávající propad klasických poplatků souvisejících s vedením úvěrových i depozitních produktů či spojených s předčasným splácením nebo pokutami, na straně druhé však rostou provize za zprostředkování pojistných smluv, poplatky za správu aktiv nebo příjmy z provedených transakcí. Propady u zmíněných poplatků jsou však charakteristické pro celý bankovní sektor, klesající příjmy z pokut jsou pak i důsledkem kvalitnějšího úvěrového portfolia.

Odpisy dlouhodobého majetku a tlak na růst mezd povede ke zvýšení celkových provozních nákladů.

V modelu počítáme s růstem provozních nákladů o 2,6 % na téměř 5,0 mld. CZK. Ty by měly být ovlivněny především vyššími odpisy a amortizací dlouhodobého majetku kvůli předchozím provedeným investicím. Tlak na růst mezd bude dle nás z velké části kompenzován snižováním počtu pracovních míst i s ohledem na uzavírání některých poboček. Zároveň odhadujeme nižší ostatní provozní a administrativní náklady. Poměr nákladů vůči výnosům očekáváme ve výši 47,4 %, což je nepatrně méně než loňských 47,7 %.

Očekáváme nárůst nákladů na riziko zejména z důvodu nižších prodejů nevýkonných úvěrů.

Odhadujeme vzestup nákladů na riziko k 51 bb po loňských 21 bb. Přestože Moneta bude pokračovat v prodeji nevýkonných pohledávek, jejich dopad do letošního hospodaření by měl být zhruba třetinový ve srovnání s loňskem. Moneta utržila vloni navíc díky těmto prodejům 1,1 mld. CZK. Vloni se banka zbavila části tohoto portfolia v objemu 5,3 mld. CZK, letos plánuje v závislosti na podmínkách na trhu 1,5 až 2,0 mld. CZK. Už v lednu oznámila, že dokončila prodej nevýkonných nezajištěných retailových úvěrových pohledávek v nominální hodnotě přibližně 1 mld. CZK, z čehož bude realizovat mimořádný zisk před zdaněním ve výši 100 mil. CZK. Naše odhady naznačují letošní pokles podílu úvěrů v selhání k 2,4 % celkového úvěrového portfolia. Očekáváme, že tvorba opravných položek poroste na 761 mil. CZK z loňských 274 mil. CZK.

Nižší výnos z prodeje nevýkonných pohledávek povede k 9% poklesu čistého zisku.

Čistý zisk by měl letos klesnout o zhruba 9 % na 3,8 mld. CZK, což bude především důsledkem nižšího výnosu z prodeje nevýkonných pohledávek. Nepříznivě bude působit i vyšší efektivní daň, kterou odhadujeme na 20 % oproti loňským 16,6 %.

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 2018 a výhled pro rok 2019

	2018	2019 výhled managementu	2019 odhady KB
Celkový provozní výnos	10,16 mld. CZK	≥ 10,3 mld. CZK	10,51 mld. CZK
Provozní náklady	4,85 mld. CZK	≤ 5,0 mld. CZK	4,98 mld. CZK
Náklady na riziko	21 bb	45 – 55 bb	52 bb
Efektivní daňová sazba	16,6 %	~ 20 %	20 %
Čistý konsolidovaný zisk	4,20 mld. CZK	≥ 3,7 mld. CZK	3,82 mld. CZK
Čistý zisk na akcii	8,22 CZK	≥ 7,2 CZK	7,47 CZK
Dividenda na akcii*	6,15 CZK	≥ 5,4 CZK	5,60 CZK
Rentabilita hmotného vlastního kapitálu	17,9 %	≥ 15,5 %	16,1 %

Zdroj: Moneta Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * dividenda z daného roku vyplácená v roce následujícím, dividenda z čistého zisku 2018 ve výši 6,15 CZK nebyla ještě schválena valnou hromadou

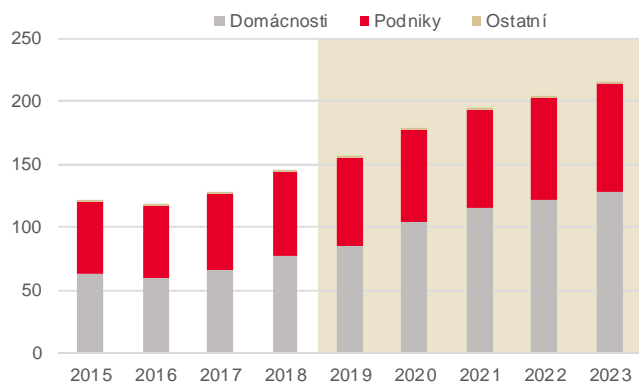
Dlouhodobé výhledy

Naše dlouhodobé projekce jsou založené na dalším postupném růstu úrokových sazeb a zvyšujícím se objemu poskytnutých úvěrů (s výjimkou v roce 2021, když v druhé polovině 2020 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.

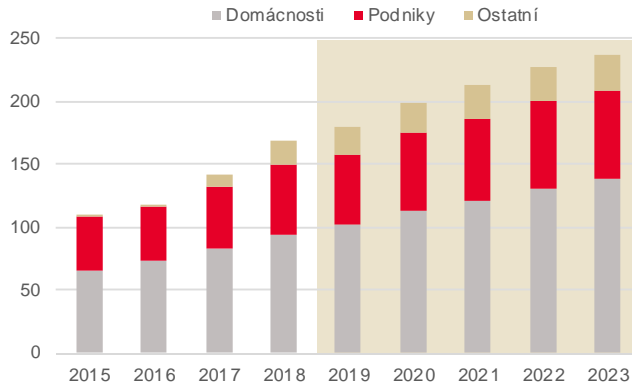
Díky investicím do digitalizace a zvyšování prodejních kapacit pro malé podniky očekáváme rostoucí úvěrové portfolio v retailovém i korporátním segmentu. Pro období 2019 až 2023 odhadujeme průměrný růst celkových úvěrů o 8,4 %, z čehož maloobchodní segment by měl navýšit o 10,6 %, zatímco korporátní úvěry by se měly zvýšit o 5,6 %. Ve srovnání s trhem čekáme u Monety rychlejší nárůst úvěrové aktivity (trh +5,1 % v 5letém horizontu).

Rozložení úvěrů a jejich očekávaný vývoj (mld. CZK)



Zdroj: Moneta Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * struktura úvěrů v roce 2018 je odhad KB

Rozložení depozit a jejich očekávaný vývoj (mld. CZK)



Čistá úroková marže dle nás dlouhodobě neporoste, ale spíše se stabilizuje. Větší důraz klademe na očekávaný růst čistého úrokového výnosu v CZK.

Rok 2018 by měl být pro Monetu posledním rokem, kdy banka zaznamenala pokles v čisté úrokové marži. Po loňských 3,7 % očekáváme v následujících dvou letech postupný růst k hranici 4 %. Očekávané zvyšování úrokových sazeb se bude na tomto vývoji podílet nejvíce, na druhou stranu ale rychlý růst zajištěných úvěrů bude vzestup čisté úrokové marže omezovat. V absolutním vyjádření čekáme, že čistý úrokový výnos v následujících pěti letech poroste v průměru o 6,3 %, nicméně čistá úroková marže by měla dlouhodobě prakticky stagnovat těsně pod hranicí čtyř procent. Vzhledem ke kvalitnějšímu úvěrovému portfolio nebudeme stabilizaci čisté úrokové marže negativně a dáváme větší důraz na rostoucí čistý úrokový výnos vyjádřený v absolutní hodnotě.

Poplatková struktura se bude měnit ve prospěch výnosů z poskytnutých služeb v oblasti pojištění a správy majetku.

Čistý výnos z poplatků a provizí by měl v letech 2019 až 2023 zůstat stabilní, respektive očekáváme průměrný nárůst v tomto období o zhruba 0,5 %. Stále budou přetrvávat tlaky na pokles klasických poplatků, na druhou stranu ale snaha banky nabídnout i komplexní služby v oblasti pojištění a správy aktiv by měla tyto negativní trendy postupně více jak kompenzovat.

Průměrný růst celkových provozních nákladů předpokládáme v následujících letech pod 2 %.

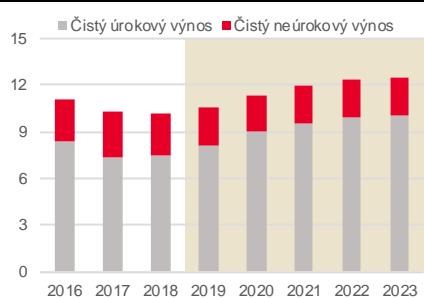
Celkové provozní náklady by se měly v příštích letech přehoupnout přes 5 mld. CZK a postupně se zvyšovat v průměru o 1,7 % ročně. Hlavní příspěvek čekáme zejména od personálních nákladů, mírně zřejmě porostou i administrativní náklady. Naopak investiční boom je zřejmě za námi, což by se mělo v delším období promítat i do postupného snižování odpisů a amortizací dlouhodobého majetku.

Po letošním propadu čistého zisku čekáme jeho dlouhodobý pozvolný růst.

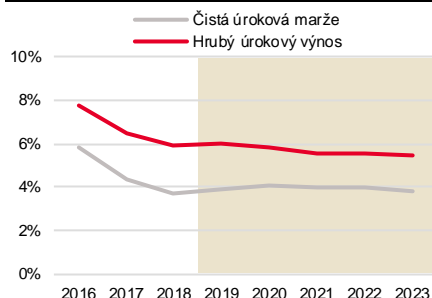
Vykazovaný čistý zisk v uplynulých letech byl do velké míry pozitivně ovlivňován prodeji nevykonných úvěrových pohledávek. Během letošního roku management plánuje další odprodej, nicméně si myslíme, že tato aktivita bude v budoucích letech postupně slábnout s tím, jak úvěrová bilance bude stále zdravější a zdravější. Díky tomu lze letos očekávat poměrně

razantní propad čistého zisku, v následujících letech pak odhadujeme jeho postupný růst. **Za nadcházející pětileté období tak čekáme průměrné roční zvýšení ziskovosti o 1,9 %.**

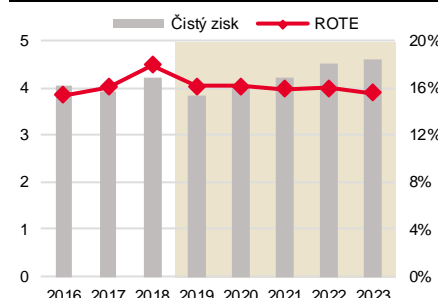
Celkový provozní zisk (mld. CZK)



Čistá úroková marže vs. hrubý výnos



Čistý zisk (mld. CZK)



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

Při prezentaci výsledků za rok 2018 banka rovněž poskytla svoji střednědobou prognózu. Následující tabulka shrnuje základní předpoklady a jejich porovnání mezi výhledem managementu a našimi odhady.

Střednědobý výhled hospodaření

	2018	2021 výhled managementu	2021 odhady KB
Celkový provozní výnos	10,16 mld. CZK	≥ 11,6 mld. CZK	11,92 mld. CZK
Provozní náklady	4,85 mld. CZK	≤ 5,2 mld. CZK	5,13 mld. CZK
Náklady na riziko	21 bb	75 – 85 bb	83 bb
Efektivní daňová sazba	16,6 %	~ 20 %	20 %
Čistý konsolidovaný zisk	4,20 mld. CZK	≥ 4,0 mld. CZK	4,22 mld. CZK
Čistý zisk na akcii	8,22 CZK	≥ 7,8 CZK	8,26 CZK
Dividenda na akcii*	6,15 CZK	≥ 5,9 CZK	6,20 CZK
Rentabilita hmotného vlastního kapitálu	17,9 %	≥ 15,5 %	15,9 %

Zdroj: Moneta Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * dividendy z daného roku vyplácené v roce následujícím, dividendy z čistého zisku 2018 ve výši 6,15 CZK nebyla ještě schválena valnou hromadou

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

Ze zveřejněné prezentace rovněž vyplynulo, že management očekává během následujících třech let nárůst objemu hrubých výkonných pohledávek v průměru o 11,5 % ročně. My čekáme dynamiku okolo 10 %, když počítáme s určitým zpomalením úvěrové aktivity v roce 2021 v souvislosti s předpokládanou recesí ve Spojených státech, která bude mít negativní dopad i na evropské státy včetně České republiky. Moneta zároveň počítá s tím, že během letošního roku již k žádnému zvýšení úrokových sazeb ČNB nedojde, zatímco my předpokládáme další dvojí zvýšení sazeb po 25 bb. Na druhou stranu pro rok 2021 očekáváme sazby nepatrně nižší, když ČNB bude reagovat na hospodářské zpomalení v České republice. Přesto stabilizace čisté úrokové marže, rostoucí objem úvěrů a stabilní výnos z poplatků a provizí by měl podpořit růst celkového provozního výnosu k téměř 12 mld. CZK v roce 2021. Čistý zisk by mělo pozitivně ovlivnit i efektivní řízení nákladů. **Celkově očekáváme, že střednědobý výhled managementu je naplnitelný, a dle nás má Moneta schopnost stanovené cíle překonávat.**

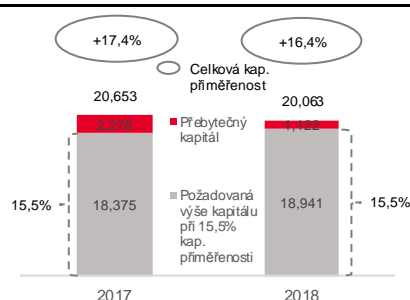
Kapitálová vybavenost

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 16,4 %. Banka potvrdila svůj střednědobý cíl udržovat svoji kapitálovou přiměřenost ve výši 15,5 %, který se aktuálně skládá z (a) 10,6% SREP požadavku, (b) 2,5% bezpečnostní kapitálové rezervy, (c) 1,25% proticyklické kapitálové rezervy a (d) 1,15% rezervy stanovené vedením

společnosti.² Přebytný kapitál se vloni snížil kvůli výplatě dividendy nad rámec čistého zisku v objemu 165 mil. CZK, zavedení nového účetního standardu IFRS9 (638 mil. CZK), zvýšení rizikově vážených aktiv o 567 mil. CZK (součástí je i optimalizace kapitálu v rámci zajištěných úvěrů ve výši 697 mil. CZK) a ve změně hodnoty drženého dlouhodobého nehmotného majetku ve výši 423 mil. CZK v souvislosti s jeho pořízením. Naopak součástí přebytného kapitálu je pouze 30 % čistého zisku za první polovinu 2018 (636 mil. CZK). Nad rámec cíle managementu tak Moneta disponovala přebytným kapitálem ve výši 1,1 mld. CZK oproti 2,3 mld. CZK o rok dříve. **Podle našeho modelu očekáváme, že Moneta Money Bank bude v následujících letech schopna plnit svůj střednědobý cíl pro kapitálovou přiměřenost na úrovni 15,5 %.**

Kapitálová pozice (mld. CZK)



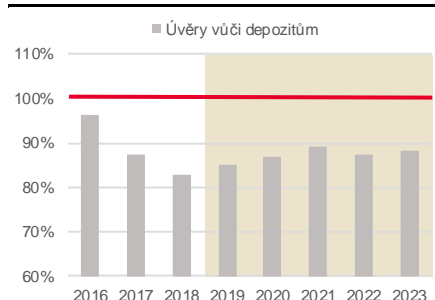
Zdroj: Moneta Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přebytný kapitál (mld. CZK)



* Přebytný kapitál nad 15,5% cílem managementu

Nezávislost na externím financování



Poměr rizikově vážených aktiv vůči celkovým aktivům banky odhadujeme pro 5letý horizont pod hranici 60 %. Ten již výrazně klesl v předchozích letech, kdy Moneta odprodávala portfolia nevykonných úvěrových pohledávek a očistila tím svoji bilanci. Management uvedl, že v této monetizaci bude pokračovat i letos. 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 listopadu 2018 obdržela banka od mezinárodní ratingové agentury Moody's potvrzující stanovisko k dlouhodobému a krátkodobému ratingovému hodnocení na investičním stupni „Baa2/P-2“ se změněným výhledem ze *stabilní* na *pozitivní*. Management v minulosti 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, přičemž se o ní mluvilo v souvislosti s chystanou akvizicí. V našem modelu s žádnou emisí dluhu nepočítáme, tento krok však letos nemůžeme zcela vyloučit. Dle slov generálního ředitele Tomáše Spurného bude management o těchto možnostech diskutovat v průběhu prvního kvartálu letošního roku.

Dividendová politika

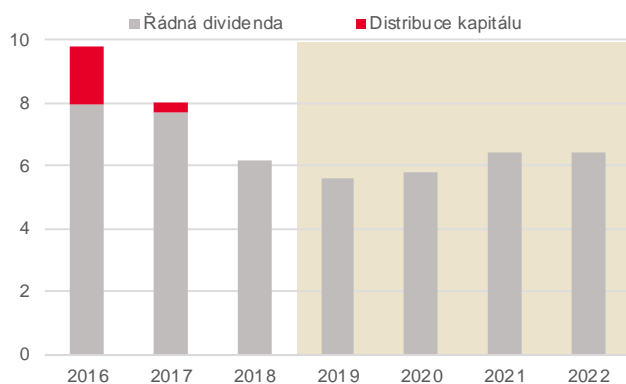
Management zvýšil minimální výši dividendového výplatního poměru na 75 %.

Management při prezentaci hospodářských výsledků za loňský rok rovněž navrhl změnu v dosavadní dividendové politice. Doposud byla nastavena na výplatu dividendy ze zisku na minimální úrovni 70 % konsolidovaného čistého zisku, **nicméně dosavadní hospodářský vývoj přiměl management k návrhu vyplácet ve střednědobém horizontu 75 %.** Z loňského zisku management navrhuje dividendu ve výši 6,15 CZK na akcii, což překonalo původní odhady

² Na konci roku 2018 činil celkový regulatorní požadavek 14,5 %. Ten byl od začátku letošního roku snížen na 14,35 %. Od 1. července 2019 dojde ke zvýšení proticyklické kapitálové rezervy na 1,5 % a od 1. ledna 2020 dále na 1,75 %. Současný celkový kapitálový požadavek Monety ve výši 14,35 % se tak za jinak nezměněných podmínek zvýší na 14,6 %, respektive 14,85 %.

managementu. Změnu dividendové politiky jsme zohlednili i v našem modelu. Následující grafy ukazují na odhady námi očekávaných dividend a jejich změnu oproti původní prognóze.

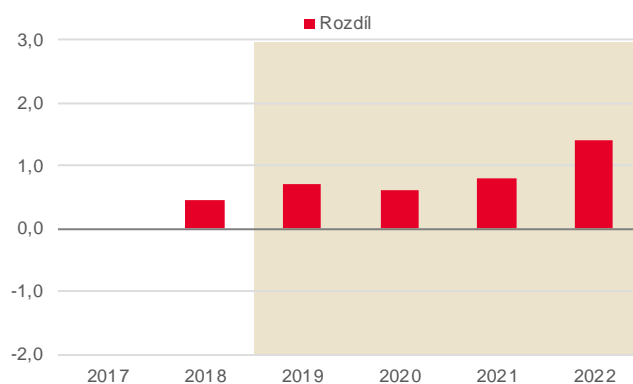
Dividenda na akcii (CZK)



Poznámka: Dividendy vyplácené v následujícím roce, dividendy za rok 2018 čeká na schválení valnou hromadou a bude vyplacena během letošního roku

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

Naše aktuální prognóza dividend vs. předchozí odhady (CZK)



Zrušenou akvizici hodnotíme pozitivně.

Akvizice

Management v říjnu loňského roku oznámil chystanou akvizici Air Bank a českého a slovenského Home Creditu (společně označeny jako HCCZ) za celkovou cenu 19,75 mld. CZK, z čehož 6,75 mld. CZK mělo být placeno v hotovosti a zbytek emisí nových akcií, čímž by se prodávající akvizovaných aktiv (PPF a Emma Capital) stali 24,48% akcionářem v nové entitě. V únoru management Monety informoval o návrzích na snížení ceny na 18,5 mld. CZK, nižší podíl prodávajících na nové firmě a další změny v podmínkách ve prospěch stávajících akcionářů.

V listopadu jsme se podmínkám akvizice věnovali detailněji v našem reportu <http://bit.ly/MONET1811aky>, jehož závěrem bylo, že transakce za tehdy zveřejněných podmínek zejména z pohledu celkové ceny nám nepřijde pro současné akcionáře přínosná. **Únorové vylepšení podmínek dle nás nebylo dostatečné, abychom názor změnili**, navíc management neinformoval o aktuálních hospodářských výsledcích akvizovaných společností. Vezmeme-li v potaz velmi slušné výsledky Monety za loňský rok a zvýšení minimálního dividendového výplatního poměru, muselo by dojít k razantnímu zlepšení hospodářského výhledu na kupované společnosti HCCZ, potažmo na celou novou entitu.

Z tiskových zpráv bylo patrné, že prodávající vyhodnotili návrhy managementu Monety jako neopodstatněné, a tím byla jednání o akvizici ukončena. Vzhledem ke zmíněným podmínkám je to pro nás vítaná zpráva, protože cenu akvizovaných aktiv považujeme za příliš vysokou.

Moneta ve svém prohlášení uvedla, že se bude nadále soustředit na naplňování své stávající strategie s cílem překonávat český bankovní trh prostřednictvím organického růstu. **Zároveň je vedení banky nadále otevřené jiným akvizičním příležitostem přinášejícím přidanou hodnotu pro akcionáře.**

Ocenění společnosti

Sektorové srovnání

Akcie MMB se zejména na úrovni P/B a P/S obchodují s premií 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 vlastního kapitálu i aktiv 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 vyšší 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 premie 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 2019	P/E 2020	P/BV akt.	P/BV 2019	P/S akt.	P/S 2019	Div. výnos akt.	Div. výnos 2019
MONETA MONEY BANK	9,7	10,7	10,1	1,6	1,6	4,0	3,9	10,0	7,7
Komerční banka a.s.	12,3	12,6	12,4	1,8	1,8	4,6	5,4	5,3	5,2
BRD-Groupe Societe Generale SA	6,4	10,3	11,0	1,1	1,2	3,1	2,8	13,1	7,1
Privredna Banka Zagreb dd	9,0	n/a	n/a	0,9	n/a	2,7	n/a	9,1	n/a
Bank BGZ BNP Paribas SA	12,2	11,7	23,1	0,7	n/a	1,2	n/a	n/a	n/a
Bank Handlowy w Warszawie SA	13,6	13,3	12,2	1,2	1,2	3,6	3,9	6,2	6,6
OTP Bank Nyrt	10,0	10,3	9,6	1,8	1,7	2,7	3,4	1,8	2,4
Santander Bank Polska SA	16,1	14,9	13,0	1,6	n/a	3,5	n/a	5,2	3,2
Bank Polska Kasa Opieki SA	12,7	12,0	10,8	1,3	n/a	3,1	n/a	5,9	6,0
Powszechna Kasa Oszczedności B	12,8	11,9	11,0	1,2	n/a	2,9	n/a	1,4	4,0
Sberbank of Russia PJSC	5,4	4,9	4,4	1,1	n/a	1,5	2,0	5,9	10,3
Bank Millennium SA	14,0	14,3	11,3	1,3	1,2	3,0	3,5	n/a	0,3
Vseobecna Uverova Banka AS	14,5	n/a	n/a	1,4	n/a	3,7	n/a	6,2	n/a
Alior Bank SA	11,2	9,5	8,5	1,2	1,1	1,5	1,9	n/a	0,0
Akbank T.A.S.	5,4	6,4	4,9	0,7	n/a	0,8	n/a	5,1	3,9
Türkiye Garanti Bankası AS	5,6	5,8	4,3	0,8	n/a	0,7	n/a	n/a	4,6
Yapi ve Kredi Bankası AS	3,7	4,8	3,5	0,5	n/a	0,4	n/a	n/a	0,0
Türkiye İş Bankası AS	4,0	4,3	3,7	0,5	n/a	0,5	n/a	n/a	5,1
Banca Transilvania SA	8,4	8,4	8,5	1,3	1,2	2,2	2,4	8,3	6,2
Hacı Ömer Sabancı Holding AS	4,7	4,7	3,9	0,6	n/a	0,3	n/a	3,4	3,8
Medián srovnávací skupiny	10,0	10,3	9,6	1,2	1,2	2,7	3,1	5,9	4,3
EURO STOXX Banks Price EUR	10,4	9,1	8,5	0,7	0,7	1,8	1,8	5,3	5,8
MMB vs. medián	-3%	4%	6%	31%	32%	50%	24%	71%	79%
MMB vs. STOXX	-7%	17%	20%	117%	119%	118%	117%	88%	33%
MMB vs. Komerční banka	-21%	-15%	-18%	-11%	-12%	-13%	-28%	89%	47%

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 a volný cash flow let 2019-23 a dividendy ze zisku let 2018-22 jsme diskontovali k začátku března 2019. 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 premii určili podle výpočtů Aswatha Damodarana.

Na základě průměru našich modelů jsme odhadli **fair value akcií MONETA Money Bank na 95,1 Kč za kus.**

Parametry a metody ocenění akcií MONETA Money Bank

	2019	2020	2021	2022	2023		2019	2020	2021	2022	2023
Míra vlastního kapitálu	9,2 %	8,9 %	9,6 %	10,4 %	10,6 %	DDM					
Bezriziková úroková míra	2,0 %	1,8 %	2,4 %	3,2 %	3,4 %	<i>Dividenda na akcii</i>	6,15	5,60	5,90	6,20	6,60
Beta	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	Explicit value	25,1				
Riziková premie	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	Terminal value	60,2				
Růst dividendy po roce 2022	3,0 %					Fair value (mil. CZK)	43 562				
Růst FCFE po roce 2022	1,0 %					Fair value na akcii	85,2				
Výplatní poměr po 2022	75,0 %										
ROE po roce 2022	12,0 %					DFCF					
Excess return model						Čistý zisk	3 819	4 034	4 223	4 502	4 582
ROE	15,0 %	15,2 %	15,2 %	15,5 %	15,1 %	Odpisu majetku	766	774	720	681	656
Return spread	5,8 %	6,3 %	5,6 %	5,1 %	4,5 %	Opravné položky k úvěrům	761	1 240	1 504	1 550	1 530
Vlastní kapitál	25 237	25 513	26 504	27 713	29 060	Ostatní nepeněžní úpravy	-631	-377	-377	-349	-359
<i>Nadprůměrný výnos</i>	<i>1 463</i>	<i>1 603</i>	<i>1 489</i>	<i>1 413</i>	<i>1 309</i>	Změna prac. kapitálu	0	0	0	0	0
Vlastní kapitál na začátku	25 237					Kapitálové výdaje	-500	-500	-500	-500	-500
Explicit value	5 715					Výnos z prodeje majetku	0	0	0	0	0
Terminal value	11 253					<i>FCFE</i>	<i>4 214</i>	<i>5 172</i>	<i>5 570</i>	<i>5 884</i>	<i>5 909</i>
Fair value (mil. CZK)	42 205					Explicit value	20 569				
Fair value na akcii	82,6					Terminal value	39 478				
						Fair value (mil. CZK)	60 047				
						Fair value na akcii	117,5				

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 atraktivity.

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 drží 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. Úvěrové portfolio Monety má rizikovější profil než u jejích nejbližších konkurentů.
- **Spekulativní potenciál (0 %):** Premii oproti trhu nepovažujeme za vysokou.

Za pomoci výše uvedených parametrů **stanovujeme cílovou cenu pro akcie MONETA Money Bank na 97 CZK za kus** (fair value +2 %), což implikuje tržní kapitalizaci společnosti na 49,567 mld. CZK. Oproti předchozí cílové ceně se jedná o nárůst zhruba 4,3 %. Na změnu působilo několik protichůdných faktorů. Ve směru vyšší ceny jde především o vyšší odhady ziskovosti díky pozitivnímu vývoji čistého úrokového výnosu a výplaty dividendy. Naopak

směrem dolů tlačily ocenění MMB vyšší náklady na kapitál a nepatrně nižší dlouhodobý růst kvůli uvažovanému vyššímu dividendovému výplatnímu poměru.

Analýza citlivosti ocenění (fair value)

Excess return					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
-100bp	83,6	85,4	87,3	89,6	92,3
-50bp	81,6	83,1	84,8	86,7	89,0
9,17% / 10,63% *	79,9	81,1	82,6	84,3	86,2
+50bp	78,3	79,4	80,7	82,1	83,7
+100bp	76,8	77,8	78,9	80,2	81,6

DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
-100bp	87,5	92,1	97,5	103,7	111,1
-50bp	82,3	86,3	90,9	96,2	102,4
9,17% / 10,63% *	77,8	81,3	85,2	89,8	95,0
+50bp	73,7	76,8	80,3	84,2	88,6
+100bp	70,1	72,8	75,8	79,3	83,1

FCFE					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %
-100bp	121,3	126,1	131,4	137,4	144,2
-50bp	115,1	119,4	124,1	129,3	135,3
9,17% / 10,63% *	109,5	113,3	117,5	122,1	127,3
+50bp	104,5	107,9	111,6	115,7	120,2
+100bp	99,9	102,9	106,2	109,9	113,9

Pozn.: * první hodnota odpovídá průměru za roky 2019-23, druhá hodnota po roce 2023

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Regulace:** Bankovnínictví 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.
- **Zdanění:** Speciální bankovní odvody nebo sektorová daň by vedla ke snížení čistého zisku, a tím i k nižšímu ocenění společnosti.
- **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 promítá například na dlouhodobém poklesu poplatků za běžné 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	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Čistý úrokový výnos	8 305	7 364	7 409	8 100	8 964	9 478	9 906	10 051
Čistý výnos z poplatků a provizí	1 961	1 933	1 892	1 891	1 887	1 907	1 925	1 943
Provozní výnosy celkem	11 058	10 335	10 162	10 513	11 378	11 916	12 366	12 533
Mzdové náklady	-2 263	-2 456	-2 324	-2 359	-2 462	-2 549	-2 639	-2 745
Ostatní správní náklady	-1 984	-1 893	-1 646	-1 654	-1 659	-1 664	-1 669	-1 674
Odpisy	-310	-414	-610	-766	-774	-720	-681	-656
Provozní náklady celkem	-4 982	-4 947	-4 852	-4 979	-5 095	-5 133	-5 189	-5 275
Tvorba opravných položek k úvěrům	-1 029	-381	-274	-761	-1 240	-1 504	-1 550	-1 530
Nezdaněný zisk	5 047	4 903	5 036	4 774	5 043	5 279	5 627	5 728
Čistý zisk	4 054	3 923	4 200	3 819	4 034	4 223	4 502	4 582

ROZVAHA								
Pokladní hotovost a peněžní ekvivalenty	20 235	7 127	8 139	10 326	9 675	7 644	11 544	10 683
Realizovatelná finanční aktiva	13 749	57	0	0	0	0	0	0
Úvěry a pohledávky za bankami	189	53 380	33 436	27 234	26 417	25 624	24 856	24 110
Úvěry a pohledávky za klienty	111 860	123 680	140 123	152 744	173 611	188 890	198 552	209 468
Nehmotný majetek a goodwill	848	1 301	1 789	1 862	1 489	1 191	953	763
Aktiva celkem	149 379	199 734	206 932	215 805	235 516	248 378	261 661	271 532
Závazky vůči klientům	116 252	141 469	168 792	179 698	199 385	212 305	226 995	237 328
Rezervy	416	364	261	261	248	236	224	213
Ostatní závazky	2 470	2 154	1 431	1 320	1 254	1 191	1 132	1 075
Závazky celkem	122 111	173 971	181 695	190 291	209 012	220 665	232 600	241 251
Vlastní kapitál celkem	27 268	25 763	25 237	25 513	26 504	27 713	29 060	30 281
Rizikově vážená aktiva	109 301	118 547	122 202	127 402	136 135	142 125	145 760	149 767

CASH FLOW								
Čisté peněžní toky z provozních činností	10 384	44 434	34 672	9 161	5 266	4 463	12 140	6 531
Peněžní toky z investičních činností	-1 068	640	-700	-500	-500	-500	-500	-500
Čisté peněžní toky z finančních činností	-4 506	-5 008	-4 088	-3 143	-2 864	-3 026	-3 167	-3 376
Free cash flow to equity	6 551	3 128	3 189	4 214	5 172	5 570	5 884	5 909

ÚDAJE V PŘEPOČTU NA AKCII (CZK)								
EPS	7,9	7,7	8,2	7,5	7,9	8,3	8,8	9,0
Vlastní kapitál (book value)	53,4	50,4	49,4	49,9	51,9	54,2	56,9	59,1
Volný cash flow	12,8	6,1	6,2	8,2	10,1	10,9	11,5	11,5
Hrubá dividendy ze zisku předchozího roku	8,8	9,8	8,0	6,2	5,6	5,9	6,2	6,6

POMĚROVÉ UKAZATELE								
Hrubý výnos	7,7 %	6,4 %	5,9 %	6,0 %	5,8 %	5,6 %	5,6 %	5,4 %
Náklady financování	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %
Čistá úroková marže	5,9 %	4,3 %	3,7 %	3,9 %	4,1 %	4,0 %	3,9 %	3,8 %
Cost/Income ratio	45,1 %	47,9 %	47,7 %	47,4 %	44,8 %	43,1 %	42,0 %	42,1 %
ROE	14,9 %	15,2 %	16,6 %	15,0 %	15,2 %	15,2 %	15,5 %	15,1 %
ROTE	15,3 %	16,0 %	17,9 %	16,1 %	16,1 %	15,9 %	16,0 %	15,5 %
ROA	2,7 %	2,0 %	2,0 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Vlastní kapitál / aktiva	18,3 %	12,9 %	12,2 %	11,8 %	11,3 %	11,2 %	11,1 %	11,2 %
Poměr úvěrů vůči depozitům	96,2 %	87,4 %	83,0 %	85,0 %	87,1 %	89,0 %	87,5 %	88,3 %
Výplatní poměr	100,0 %	123,5 %	104,2 %	74,8 %	75,0 %	75,0 %	75,0 %	75,0 %

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

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

Akcioví analytici



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



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



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



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

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janacki
(48) 225 284 162
jaroslaw_janacki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
evgeny_koshelev@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

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



Akciový analytik
Laura Simon, 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



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

Severní Amerika



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

Čína



Wei Yao
(33) 1 57 29 69 60
wei.yao@sgcib.com



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



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



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3-6777-8063
takuji.aida@sgcib.com



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



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



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



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



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



Korea
Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@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



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



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



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



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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



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



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



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



Vedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com

Fixed Income



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



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



Kevin Ferret
(44) 20 7676 7073
kevin.ferret@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



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



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



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



Marek Drimal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com



Bertrand Delgado
+1 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com

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, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. 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. 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.

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

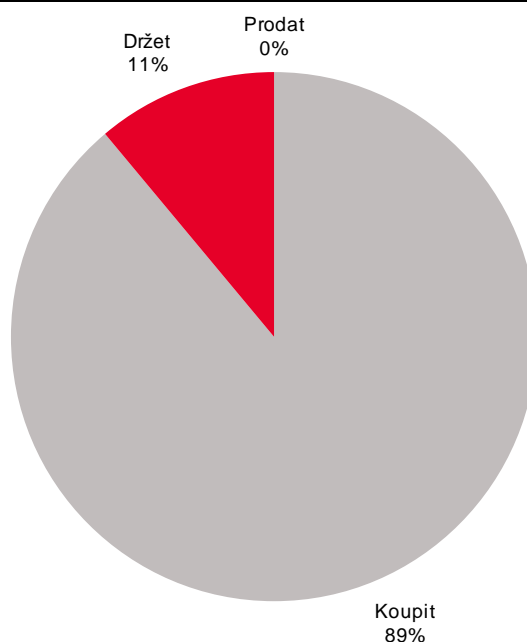
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. 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 (9 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB



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.

	Avast	CME	ČEZ	Fortuna	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon- wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů										
Doporučení	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	koupit	koupit	držet	koupit	koupit
Cílová cena	GBp 342	USD 5	CZK 620	pokrývání	CZK 484	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 18308	EUR 27
Datum	15.6.2018	27.7.2017	11.6.2018	9.5.2018	26.9.2018	7.3.2019	12.12.2018	26.10.2018	3.12.2018	11.9.2018
Cena v den publikace	GBp 214	USD 4,3	CZK 557	CZK 206	CZK 282	CZK 79,9	CZK 239	CZK 888	CZK 14800	EUR 23,2
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců
Autor	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	M. Frayer	M. Frayer	J. Kostka	M. Frayer
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)										
Doporučení		koupit	koupit	prodat		koupit	držet	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena		USD 4,2	CZK 542	CZK 198		CZK 93	CZK 270	v revizi	CZK 17546	EUR 26
Datum		27.4.2017	20.9.2017	4.1.2018		6.3.2018	18.9.2017	17.5.2018	22.8.2017	3.3.2017
Doporučení		koupit	držet	koupit		koupit	držet	prodat	držet	
Cílová cena		USD 3,7	CZK 448	CZK 198		CZK 90	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		10.3.2017	14.9.2016	30.11.2017		17.8.2017	31.1.2017	13.9.2017	25.5.2017	
Doporučení			koupit	v revizi		koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena			CZK 420	v revizi		CZK 95	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum			12.2.2016	9.11.2017		9.6.2017	9.12.2016	13.9.2017	13.6.2016	
Doporučení				držet			držet	držet		
Cílová cena				CZK 128			CZK 260	CZK 876		
Datum				12.6.2017			22.3.2016	19.4.2017		
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	2x ročně	2x ročně	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	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	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	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	ne	ne
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	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	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	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

* Autor investičního doporučení vlastní 635 ks akcií emitenta Moneta Money Bank. Autor není oprávněn nabývat další akcie žádného emitenta zde uvedeného.

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka