

| Bankovníctví | Aktualizace | Česká republika |

MONETA Money Bank

Digitalizace nese ovoce – potvrzujeme naše nákupní doporučení

Koupit

Cena 29.10.19	76,3 CZK
12m cíl	97,0 CZK
Pot. růst ceny	27,1 %
Dividenda	7,0 CZK
Celkový výnos	36,3 %

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

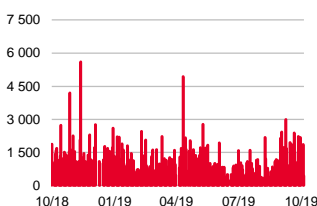
Citlivost na hospodářský růst

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Na základě aktualizace našeho modelu potvrzujeme pro akcie MONETA Money Bank doporučení **Koupit** a cílovou cenu **97 CZK** na akcii. Oproti aktuální tržní ceně tak čekáme celkový výnos 37 % (se zahrnutím dividendového výnosu 9,2 %). Ve srovnání se skupinou vybraných konkurentů se akcie Monety obchodují s premií (P/B 1,5x vs. 1,0x, P/E 2019 9,9x vs. 8,5x, P/E 2020 9,7x vs. 8,4x, DV 2019 8,1% vs. 3,9%). 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 má na hospodaření Monety spíše omezený vliv. Růst čistého úrokového výnosu je podpořený v minulosti zvyšujícími se sazbami ČNB. Cyklus utahování měnových podmínek je zřejmě za námi a my tak očekáváme nyní stabilitu sazeb. Dle nás byl loňský rok tím posledním, kdy klesala čistá úroková marže. Ve střednědobém horizontu vidíme větší pravděpodobnost její stabilizace než růstu s ohledem na zlepšující se kvalitu úvěrového portfolia. Předpokládáme, že čistá úroková marže setrvá vysoko nad úrovněmi konkurentů. Současný poměr NPL se nachází výrazně pod průměrem českého bankovního sektoru a můžeme tak tímto uzavřít, že banka je velmi blízko konci celého procesu monetizace nesplácených pohledávek. Rovněž očekáváme, že náklady na riziko v letošním roce i příštích letech ve srovnání s rokem 2018 porostou. Střednědobý výhled managementu je dle nás splnitelný.

Distribuce akcionářům: Ukončení jednání o akvizici aktiv Air Bank a českého a slovenského Home Creditu, snižování rizikově vážených aktiv a všeobecně silná kapitálová pozice banky přiměly management ke zvýšení zamýšlené dividendové výplaty v následujících třech letech z 8,6 mld. CZK na 10,2 mld. CZK. Dividendu na akcii z let 2019, 2020 a 2021 nyní očekává na minimální úrovni 6,65 CZK na akcii. My čekáme z letošního roku výplatu 7 CZK na akcii, což představuje dividendový výplatní poměr na úrovni 90 %. Tento poměr uvažujeme i ve střednědobém horizontu. Kromě toho chce management spustit program zpětného odkupu akcií, a to v počtu 11 mil. kusů akcií, což představuje 2,15 % celkového počtu. Maximální úhrnná výše je stanovena na 990 mil. CZK.

Hlavní rizika: ekonomické zpomalení, uvolňování měnové politiky, sektorová daň, nižší dividendy

Data o akciích				Finanční data				Poměrové ukazatele					
				2018	2019f	2020f	2021f		2018	2019f	2020f	2021f	
RIC MONET.PR	Bloom	MONET	CP	Výnosy (mil. CZK)	10162	10478	11319	11804	P/E (akt. cena, x)	9,2	9,8	9,7	9,4
52týdenní rozmezí	70 - 80,7			Cost / Income poměr	47,7	47,7	44,6	43,4	Price / book value (x)	1,5	1,5	1,5	1,5
Tržní kap. (mld. CZK)	39,0			Čistá úroková marže (%)	3,7	3,8	3,9	3,8	Price / sales (x)	3,8	3,7	3,4	3,3
Tržní kap. (mil. EUR)	1526			Čistý zisk (mil. CZK)	4200	3948	4015	4131	Dividendový výnos (%)	10,5	8,1	9,2	9,3
Volně obchod. (%)	57,49			Zisk na akcii	8,2	7,7	7,9	8,1	ROE (%)	16,6	15,3	15,4	15,5
Výkon (%)	1m	3m	12m	Cash flow na akcii	6,0	13,0	10,4	11,2	ROTE (%)	17,9	16,7	16,8	16,9
Akcie	4,8	-4,1	0,5	Dividenda na akcii	8,0	6,2	7,0	7,1	ROA (%)	2,0	1,8	1,7	1,6
Relativně k PX	2,2	-3,6	-2,6	Výplatní poměr (%)	104,2	74,8	90,0	90,0	Úvěry / depozita	83,0	85,0	87,5	87,4

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/MONET_1903upd

http://bit.ly/MONET_Q119res

http://bit.ly/MONET_Q219

Očekávané události: 6. listopadu 2019 – výsledky hospodaření za Q3 19
19. listopadu 2019 – rozhodný den pro účast na valné hromadě
26. listopadu 2019 – valná hromada akcionářů

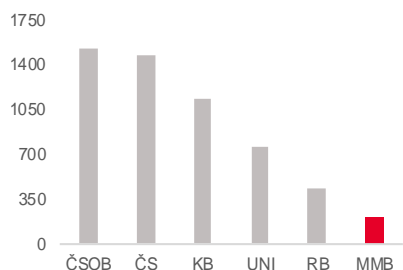
SOCIETE
GENERALE
GROUP

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 mezi bankami 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"> Nepřátelské převzetí s ohledem na roztržitou vlastnickou strukturu s negativním dopadem na současnou strategii banky a potenciální změnu managementu Neúspěšná strategie bez kýženého efektu nárůstu objemu úvěrů Nižší vyplácená dividendy, než odhadujeme Sektorová daň na banky

Bilanční suma (mld. CZK, konec Q2 19)

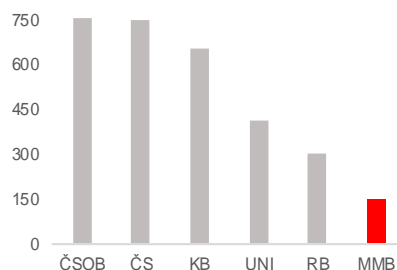


Zdroj: Webové stránky bank

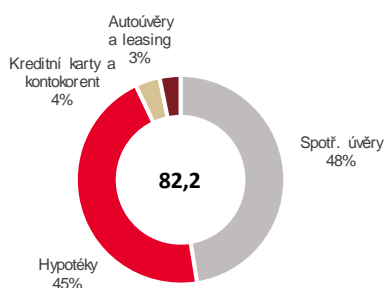
Počet poboček ke konci Q2 19



Úvěry klientům (mld. CZK, konec Q2 19)

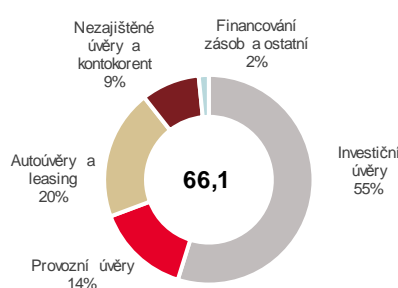


Retailové úvěry (mld. CZK, konec H1 19)

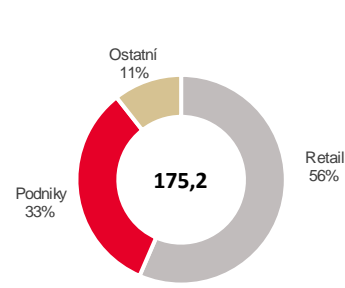


Zdroj: MONETA Money Bank

Korporátní úvěry (mld. CZK, konec H1 19)



Depozita klientů (mld. CZK, konec H1 19)



Shrnutí investičního doporučení

Hlavní důvody našeho doporučení

Pohled KB Equity Research

Evropská centrální banka drží uvolněnou měnovou politiku a pravděpodobně dále zmírní měnové podmínky, zatímco Česká národní banka nedávno ukončila cyklus zvyšování sazeb, po kterém nyní očekáváme stabilitu. Vyšší úrokové sazby centrální banky se promítly ve vyšších cenách nově poskytovaných úvěrů. Ve srovnání se sousedními zeměmi je nastavení cen (úrokových sazeb u úvěrů i depozit) v České republice nejvyšší. Nejde přitom o jediné vedoucí postavení českých bank. Tuzemské bankovní domy patří mezi nejziskovější a nejvíce kapitálově vybavené finanční instituce. Český bankovní sektor se řadí mezi nejvíce rozvinuté v oblasti digitalizace v rámci celého světa. Penetrace poskytovaných služeb skrz online kanály na českém trhu převyšuje evropský průměr a neustále roste bez náznaku jakéhokoliv zpomalování.

MONETA Money Bank (MMB) je z pohledu velikosti bilanční sumy šestou největší bankou v České republice. Je jednou z nejvíce veřejně obchodovaných a nejlikvidnějších společností na pražské burze díky 100% objemu volně obchodovatelných akcií. Nejvyšší akcionářské podíly jsou drženy největšími americkými finančními institucemi. Vzhledem k neexistujícímu většinovému akcionáři je banka kandidátem stát se budoucím akvizičním cílem pro větší domácí nebo zahraniční hráče, což vnímáme pozitivně i negativně. Přestože cena akcií Monety není ve srovnání s konkurenty levná, snaha o ovládnutí by vytvářela tlak na růst ceny. Na druhou stranu nový majoritní vlastník by se nemusel ztotožnit se současnou úspěšnou strategií banky a mohl by se pokusit o její změnu, s čímž by byly pravděpodobně spojeny i změny v managementu.

Ačkoliv bilanční suma banky je více jak sedmkrát menší než u největšího českého konkurenta ČSOB, Moneta drží prvenství v digitální a mobilní vyspělosti poskytovaných služeb. Za několik let byla banka schopna zmnohásobit objem poskytnutých úvěrů přes online kanály. V retailovém segmentu bylo již o zhruba třetinu všech úvěrů požádáno skrz digitální aplikace, v korporátním sektoru tento poměr představuje více jak čtvrtinu. To pomáhá Monetě v oblasti úvěrování překonávat růstovou dynamiku celého českého bankovního sektoru, a to zejména u retailové klientely. Oproti trhu je nárůst MMB dvojnásobný, čímž postupně zvyšuje svůj tržní podíl. Depozita uložená na běžných a spořicíh účtech v Monetě rostou dvouciferným tempem, ve srovnání s trhem je ale dynamika o něco slabší. I tak je ale objem získaných vkladů dostatečně vysoký na to, aby banka byla schopna uspokojovat potřeby svých zákazníků v oblasti poskytování nových úvěrů. MMB tak není závislá na externích zdrojích pro financování své úvěrové aktivity, což je ale jinak charakteristické pro celý český bankovní sektor.

Moneta je jedna z nejziskovějších bank nejen v České republice, ale také v celé střední a východní Evropě. Striktní řízení nákladů společně s příznivou cenovou politikou podporuje silnou výkonnost banky. Ve srovnání s trhem a přes výraznou konkurenci je Moneta schopna prodávat nové spotřebitelské úvěry s vyššími úrokovými sazbami a rovněž své konkurenty předčívá na straně depozit.

Současné prodeje nevýkonných úvěrů měly několik zásadních dopadů na byznys banky. V první řadě byla v minulých letech celková ziskovost pozitivně ovlivněna dodatečnými příjmy. Za druhé se díky tomuto procesu výrazně snížil poměr NPL, který je u Monety jeden z nejnižších mezi středo- a východoevropskými bankami. Za třetí banka díky prodejům značně vylepšila kvalitu svého úvěrového portfolia ve prospěch zajištěných pohledávek. A konečně za čtvrté podobně jako ostatní banky i Moneta těžila z rozpouštění v minulosti vytvořených opravných položek nejen díky této monetizaci nesplácených dluhů, ale i příznivému makroekonomickému prostředí.

Nastavenou dividendovou politiku považujeme za štědrú. V 5letém horizontu počítáme s dividendovým výplatním poměrem na úrovni 90 %. Očekávaná dividendy z letošního čistého zisku ve výši 7 CZK na akcii představuje vzhledem k aktuální ceně akcií dividendový výnos více jak 9 %. Představenstvo Monety svolalo na 26. listopadu 2019 valnou hromadu. Navrhuje výplatu mezitímní dividendy z letošního čistého zisku ve výši 3,30 CZK na akcii. Kromě toho chce management spustit program zpětného odkupu akcií. Moneta by mohla odkoupit až 11 mil. vlastních akcií (2,15 % všech akcií) při maximální ceně 90 CZK za kus.

Strategie firmy je zaměřena na organický růst skrz rostoucí tržní podíl v retailovém a korporátním sektoru s využitím digitálních a online kanálů. Po ukončení jednání o akvizici Air Bank a českého a slovenského Home Creditu ve Q1 19 zůstává management nadále otevřený k jiným fúzím či akvizicím. Žádná nová potenciální transakce nebyla v poslední době oznámena.

Naše nová analýza počítá s rostoucími náklady na riziko kvůli očekávanému ekonomickému zpomalování. Zdá se nyní, že Česká republika je zatím vůči vývoji v zahraničí odolná, ale myslíme si, že ekonomika bude na nepříznivou situaci u našeho největšího obchodního partnera Německa reagovat s určitým zpožděním. To tak považujeme za největší riziko pro naši predikci. Horší než očekávaná ekonomická situace by vedla k horší platební morálce dlužníků a snižující se úrokové sazby by tlačily na úrokové marže.

Česká vláda založila Národní rozvojový fond namísto zavedení sektorové daně. Ten by měl jeho účastníkům přinést nové příležitosti, jak se v rámci partnerství veřejného a soukromého sektoru zapojit do investic směřujících na výstavbu nové infrastruktury. Doposud se tohoto nového projektu účastní čtyři největší banky. Zda i ostatní bankovní domy (včetně Monety) nebo i společnosti z jiných sektorů budou součástí nového fondu, nebylo ještě stanoveno. Z našeho pohledu začlenění nemusí být čistě negativní pro další nové účastníky.

Naše predikce versus konsensus

Naše odhady jsou oproti střednědobému výhledu managementu mírně optimističtější. Pro tento rok jsou naše předpovědi velmi podobné konsensu trhu (Bloomberg) a od Monety očekáváme, že naplní cíle stanovené managementem. Jsme ale mnohem optimističtější s vývojem pro rok 2020. Naš odhad celkového provozního výnosu a čistého zisku je o 3 %, respektive 6 % vyšší, než ukazuje konsensus. Rovněž počítáme s nižšími provozními náklady. Výsledky za Q3 19 by měly být zveřejněny 6. listopadu, celoroční čísla pak budou k dispozici 6. února 2020.

Kalkulace naší cílové ceny

Pro určení ceny akcií jsme použili průměr ze tří metod: (1) excess return model, (2) dividendový diskontní model a (3) model diskontovaných cash flow. Novou cílovou cenu pro akcie MONETA Money Bank jsme stanovili na 97 CZK za kus, což implikuje tržní kapitalizaci společnosti na 49,567 mld. CZK. Oproti předchozí cílové ceně se naše cílová cena nezměnila. Ve srovnání s aktuální tržní cenou akcie naše cena představuje potenciální růst 27 %. Společně s předpokládaným dividendovým výnosem činí odhadovaný celkový výnos 36 %, což koresponduje s nákupním doporučením.

Ve srovnání se skupinou vybraných konkurentů a celým evropským bankovním sektorem se akcie Monety obchodují s premií (P/B 1,5x vs. 1,0x/0,7x, P/E 2019 9,9x vs. 8,5x/9,1x, P/E 2020 9,7x vs. 8,4x/8,8x, DV 2019 8,1% vs. 3,9%/5,9%). 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. V současné době si tak nemyslíme, že by premie byla vůči skupině vybraných bankovních domů příliš vysoká, a proto hodnotíme stávající ocenění akcií Monety vůči konkurentům jako neutrální.

Bankovní sektor v České republice

Hospodářský vývoj a Česká národní banka

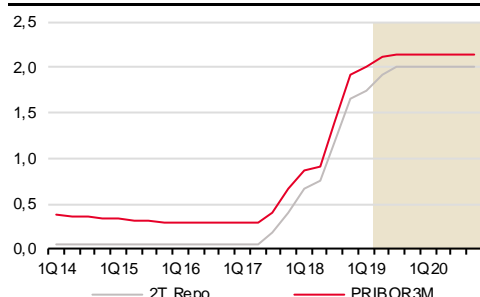
Silná domácí poptávka jako štít vůči hospodářskému zpomalení v zahraničí.

Česká republika je malá otevřená ekonomika. Jejími největšími obchodními partnery jsou Německo, Slovensko, Polsko, Velká Británie, Francie a Rakousko. Z 90 % míří celkové exporty na evropský trh. Hospodářské problémy v zahraničí se tak odráží zejména na náladě tuzemských průmyslníků, nicméně celková důvěra v ekonomiku zůstává nadále vysoká. **Česká republika se může nyní opřít o silnou domácí poptávku. Míra nezaměstnanosti je aktuálně historicky nejnižší a mzdy za posledních několik let výrazně vyskočily.** Využití výrobních kapacit v ekonomice se nyní pohybuje nad dlouhodobým průměrem, ale investiční aktivita zůstává vzhledem přetrvávajícím nejistotám v zahraničí umírněná. Ziskové marže podniků klesají. Přesto ale česká ekonomika vykazuje nečekanou odolnost. Ačkoliv problémy v německém průmyslu jsou více jak viditelné, čísla z českého zahraničního obchodu ukazují na rekordní přebytky a průmyslový sektor si udržuje slušnou pozitivní dynamiku. Očekáváme, že si tuzemské hospodářství letos udrží loňský růst, zatímco v příštím roce svoje tempo výrazněji zvolní v důsledku zpomalující globální ekonomiky. Domácí inflační tlaky zůstanou silné. Ty plynou především z rostoucích mezd a vysoké zaměstnanosti. Proto se inflace nachází na horní hraně tolerančního pásma centrální banky. Externí prostředí však působí protiinflačně.¹

Očekáváme stabilní úrokové sazby ČNB.

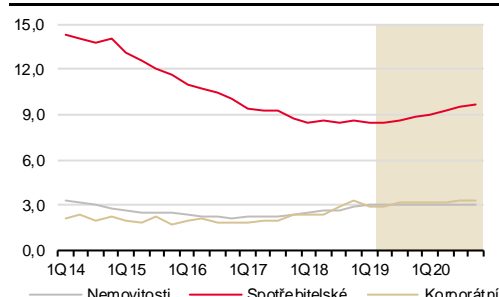
Česká národní banka opustila svůj kurzový závazek na jaře 2017 a **od té doby zvýšila svoji dvoutýdenní repo sazbu z technické nuly na 2,0 %, což je v kontrastu s uvolněnou měnovou politikou ECB a dalších centrálních bank v regionu.** Cyklus zvyšování sazeb je však u konce. Stabilní úrokové sazby v následujících kvartálech jsou dle nás nejpravděpodobnější scénář. Přestože externí rizika jsou vychýlena ve prospěch slabšího růstu a tedy i nižších úrokových sazeb, domácí ekonomika stále generuje silné inflační tlaky, které ospravedlňují naše očekávání, že sazby zůstanou do konce roku 2021 beze změny.²

2T klíčová sazba ČNB a 3M Pribor sazba (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Česká národní banka

Očekávané úrokové sazby na úvěry v ČR (%)

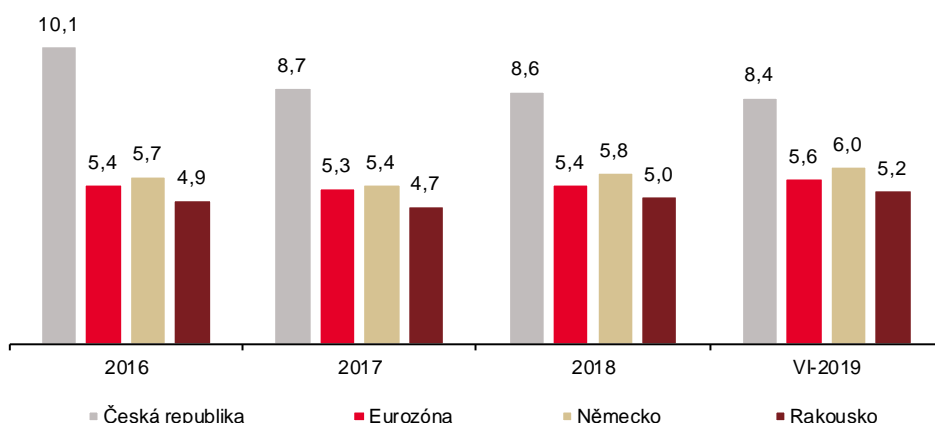


Vyšší úrokové sazby centrální banky se promítly ve vyšších cenách nově poskytnutých spotřebitelských a hypotečních úvěrů. Na následujících grafech je patrné, že ve srovnání se zahraničními sousedy jsou české úrokové sazby nových úvěrů nejvyšší.

¹ Více o ekonomickém výhledu pro Českou republiku naleznete v naší publikaci *Ekonomické výhledy – Všude nízko, doma nejvyšší*, která byla publikována 30. července 2019, 14:10 CEST

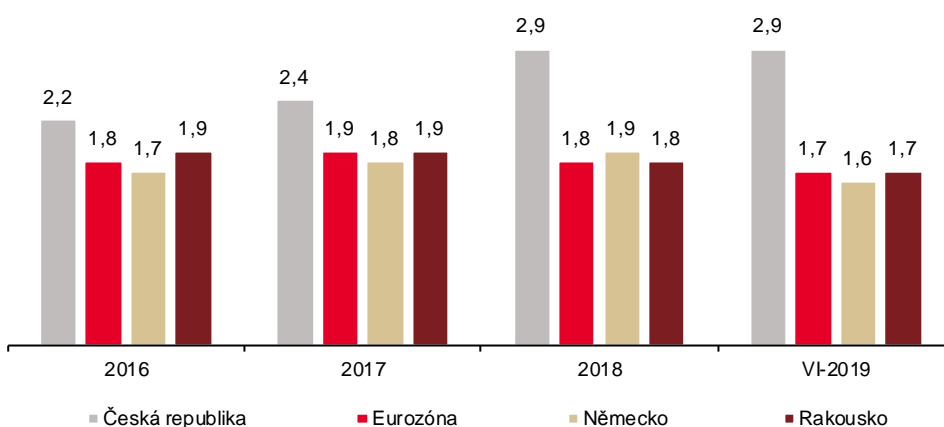
² Více v našem reportu *ČNB Focus – Jestřábi bankovní rady vymřeli*, která byla vydaná 1. srpna 2019, 17:49 CEST

Úrokové sazby u nově poskytnutých spotřebitelských úvěrů (%)



Zdroj: MONETA Money Bank

Úrokové sazby u nově poskytnutých hypotečních úvěrů (%)



Zdroj: MONETA Money Bank

Bankovní sektor

Centrální banka přitvrdila kreditní podmínky na poskytované spotřebitelské a hypoteční úvěry.

Dva hlavní faktory sehrály v českém bankovním sektoru důležitou roli v posledních několika kvartálech. Za prvé zvyšování úrokových sazeb ČNB vedlo ke stabilizaci čistých úrokových marží a za druhé obrovská poptávka po nových nemovitostech na bydlení spojená s výrazným nárůstem jejich cen se promítla do robustního nárůstu poskytnutých hypotečních úvěrů. Centrální banka ohodnotila rizika spojená s pokračující expanzí bankovních úvěrů a potenciálním podceňováním stávající situace bankami a klienty jako zvýšená. **Reagovala na ně postupným navyšováním proticyklické rezervy a zpřísnila úvěrové podmínky.** ČNB představila specifická opatření či limity na celkovou výši poskytnutých úvěrů a měsíční splátku dluhu žadatele vzhledem k jeho čistým příjmům či maximální strop pro výši úvěru v relaci k hodnotě nemovitosti.

Dvouciferný růst cen nemovitostí je minulostí. Ceny už výrazně zpomalily. Doporučení ze strany ČNB tak splnila svůj účel. Ale ceny nebrzdí jen doporučení ze strany ČNB. **Poptávka po bydlení se již hodně nasytila a ceny jsou v tuto chvíli tak vysoko, že si stále více rodin nemůže dovolit koupit vlastní bydlení.** Pokles tržních úrokových sazeb na konci 2018 a v průběhu letoška trhu pomáhal, ale jejich další snižování už ve zbytku roku ani příští rok nečekáme. Pro

ceny nemovitostí v příštím roce předpokládáme růst v nižších jednotkách procent. To je spojeno se zpomalením cenového růstu bydlení i s doporučeními centrální banky.

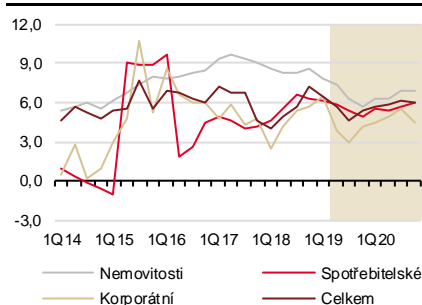
Korporátní sektor by měl trpět nejistotami ohledně hospodářského růstu, zatímco retailové úvěry by mohly být podporovány spotřebitelskou důvěrou.

Korporátní úvěrování stále zaostává za ekonomickým růstem. Mnoho z loňských investičních projektů bylo financováno z EU fondů, a tak nepotřebovalo dlouhodobý úvěr. **Ani zpomalení investic kvůli ochlazení globální ekonomiky korporátní úvěry pravděpodobně nenastartuje.** I když spotřební úvěry vloni mírně zpomalily svůj růst, stále si udržují poměrně slušnou dynamiku. Spotřebitelská důvěra se zvýšila a trh práce je pro domácnosti stále velmi příznivý. Celkově si myslíme, že se solidní dynamika udrží ve zbytku letošního roku i v následujících letech.

Výrazný nárůst depozit.

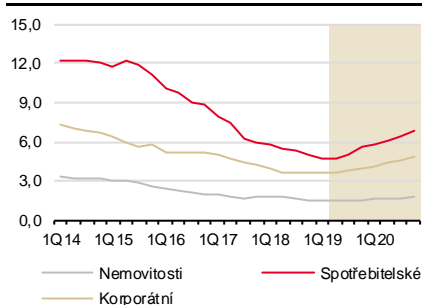
Rostoucí úrokové sazby, solidní dynamika mezd a zvýšení míry úspor letos podporují tvorbu depozit domácností. Očekáváme, že jejich růst bude mírně zvolňovat s tím, jak bude ochlazovat dynamika mezd. I korporátní depozita by měla růst, i když jejich dynamika zůstane utlumená. Ziskové marže podniků se stabilizovaly, ale zpomalení ekonomického růstu bude nárůst depozit brzdit.

Růst úvěrů (y/y, %)

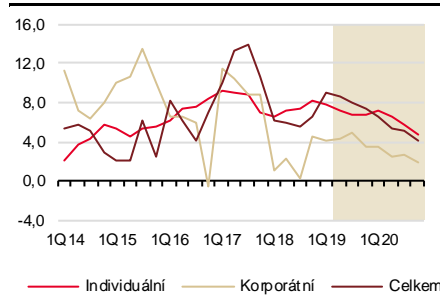


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Česká národní banka

Poměr NPL (%)

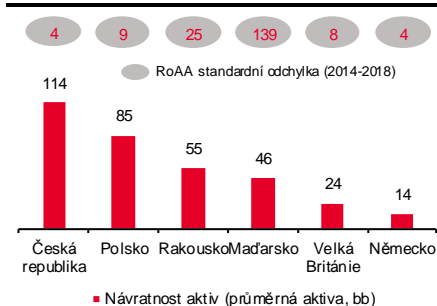


Růst depozit (y/y, %)



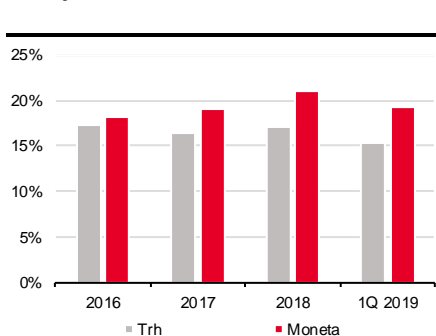
Český bankovní sektor je jako celek velmi odolný. **Disponuje obrovským kapitálovým polštářem, což mu umožňuje dostatečně pokrýt negativní vlivy související s nepříznivým ekonomickým dopadem a zhoršující se kvalitou úvěrového portfolia.** Míry defaultů zůstávají v obou sektorech, retailovém i korporátním, velmi nízké. Dobrá likvidní pozice je podpořena výrazným přebytkem získaných depozit nad poskytnutými úvěry. České banky patří mezi nejziskovější v Evropské unii.

ROAA českých bank patří mezi nejvyšší a nejstabilnější v EU

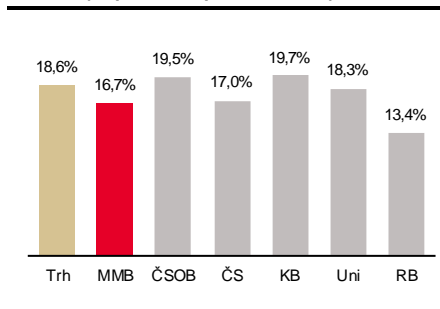


Zdroj: MONETA Money Bank

Český bankovní sektor – ROE



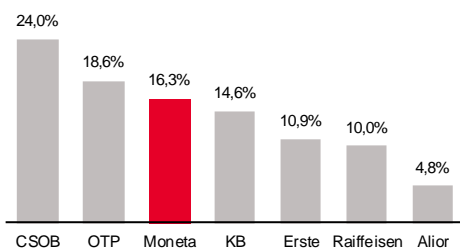
Kapitálově dobře vybavený bankovní sektor (kapitálová přiměřenost)



Pozn.: Unicredit a Raiffeisenbank – české pobočky, data k polovině roku 2019

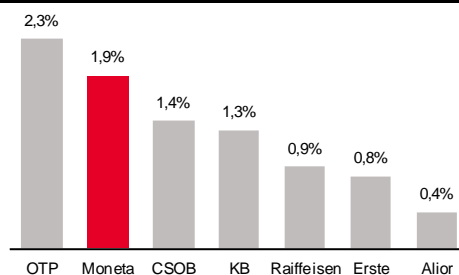
Následující čtyři grafy ukazují na silnou pozici Monety mezi největšími lokálními i regionálními konkurenty.

Návratnost vlastního kapitálu (ROAE)

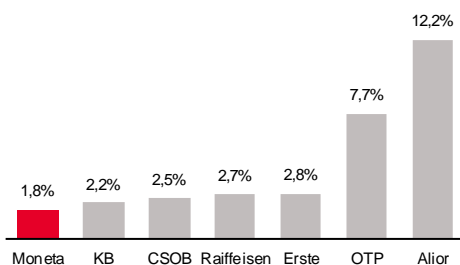


Zdroj: MONETA Money Bank

Návratnost aktiv (ROAA)

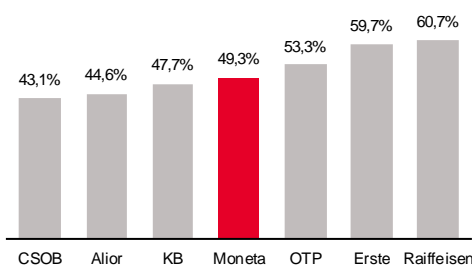


Poměr NPL



Zdroj: MONETA Money Bank

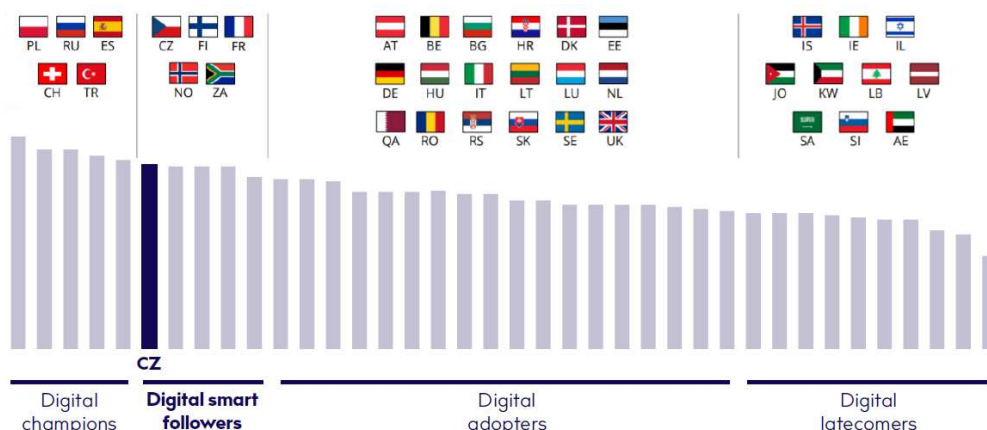
Poměr nákladů vůči výnosům



Digitalizace

Český bankovní sektor patří k nejvíce digitálně rozvinutým trhům na světě. Penetrace digitálního bankovníctví v České republice převyšuje průměr Evropské unie a dále pokračuje v růstu bez známek zpomalování.

% poskytnutých služeb zákazníkům digitálními / online kanály



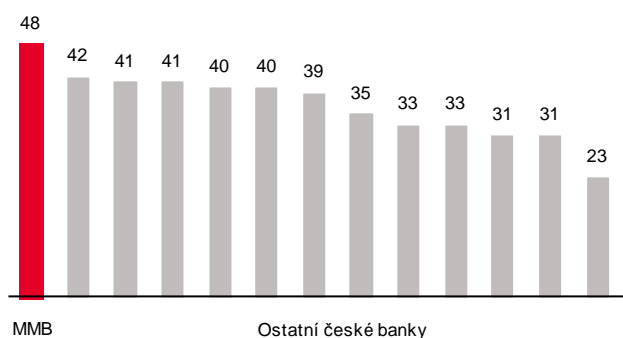
Zdroj: MONETA Money Bank

82 % českých zákazníků plánujících koupit nový finanční produkt o něj požádá online, 54 % z nich koupí online i dokončí. 31 % Čechů by bylo ochotno změnit instituci, pokud by mu nabídla

lepší online bankovní služby. A 25 % populace by poskytlo více informací o svých osobních aktivitách výměnou za lepší či více šitých služeb na míru.³

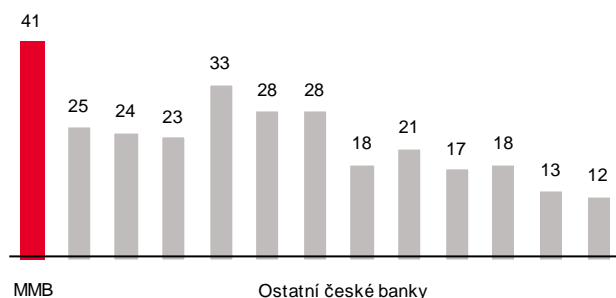
Dle publikace Deloitte EMEA Digital Banking Maturity Report 2018 byla Moneta oceněna jako digitální leader na českém trhu.

Celkové hodnocení digitální vyspělosti českých bank (%)



Zdroj: MONETA Money Bank, Deloitte EMEA Digital Banking Maturity Report 2018

Hodnocení vyspělosti mobilního kanálu českých bank (%)

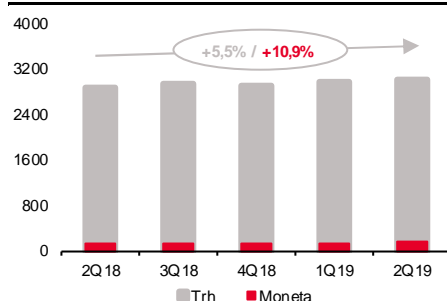


³ EY Consumer Banking Survey 2018 https://www.ey.com/cz/cs/newsroom/news-releases/2018_kazdy-treti-cech-by-nevahal-prejit-ke-konkurenci--ktera-nabidne-lepsi-online-financni-sluzby

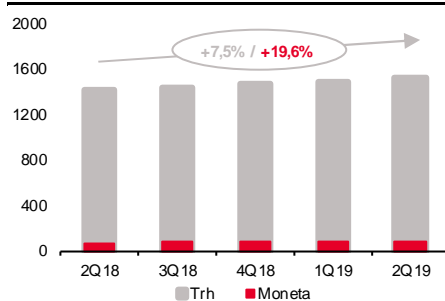
Strategie společnosti

Nedávný vývoj v oblasti poskytnutých úvěrů i vybraných depozit ukázal, že Moneta je schopna opakovaně překonávat trh, a to zejména v retailovém segmentu.

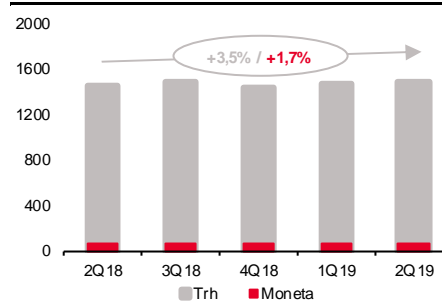
Trh s úvěry (hrubá výše, mld. CZK)



Hrubé retailové úvěry (mld. CZK)

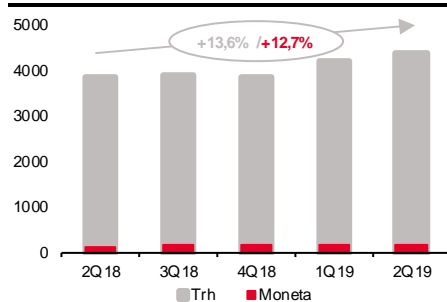


Hrubé korporátní úvěry (mld. CZK)

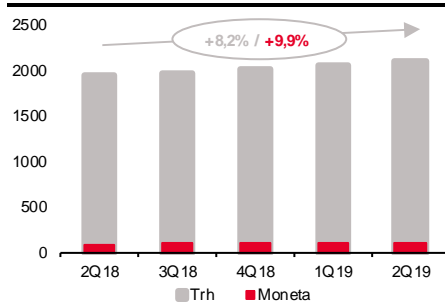


Zdroj: MONETA Money Bank

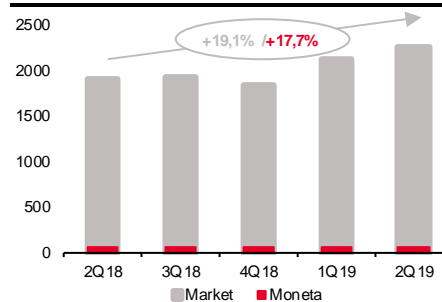
Trh s depozity (mld. CZK)



Retailová depozita (mld. CZK)



Korporátní depozita (mld. CZK)



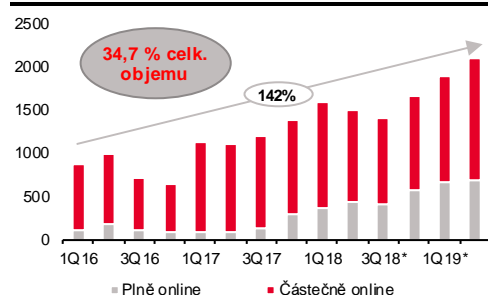
Zdroj: MONETA Money Bank

V případě korporátního segmentu MMB praktikuje odlišnou strategii, která je zaměřena zejména na ziskovost než objem. Proto také dynamika těchto úvěrů zaostává za růstem celého trhu.

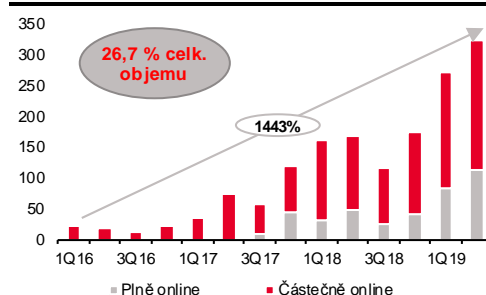
Výrazný nárůst počtu uživatelů online aplikací.

Moneta se těší silnému zájmu o své služby prostřednictvím online kanálů, který je podporován rozšířením předschválených úvěrových limitů pro stávající klienty. Využívání služeb mobilního a internetového bankovníctví kontinuálně roste již mnoho kvartálů. Například počet uživatelů mobilní aplikace Smart Banka v Q2 19 meziročně vyskočil o třetinu. Internetové bankovníctví využívá o 4 % více klientů. Výrazně nižší dynamiku lze do jisté míry vysvětlit přesunem k mobilní aplikaci. Nové platební platformy (Apple Pay a Google Pay) se těší enormnímu zájmu.

Objem spotřebitelských úvěrů poskytnutých online (mld. CZK)



Objem splátkových úvěrů poskytnutých malým podnikům online (mld. CZK)



Pozn.: V první půlce roku došlo k reklasifikaci produktů poskytnutých plně nebo částečně online
Zdroj: MONETA Money Bank

Cílem Monety je zvyšovat objem poskytnutých úvěrů zejména prostřednictvím rozsáhlejší digitální distribuce. V retailovém segmentu si management stanovil tři hlavní cíle v rámci své Strategie digitalizace 2018 – 2020:

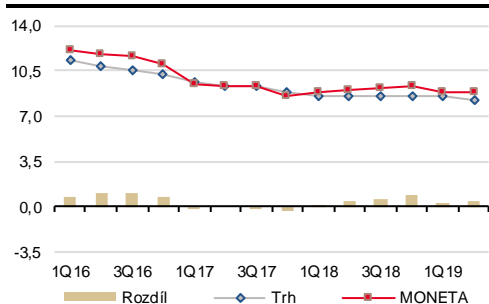
- udržet 20% podíl na trhu spotřebitelských úvěrů (18,7 % ve Q2 19) a do roku 2020 poskytnout 50 % těchto nových úvěrů online (34,7 % ve Q2 19);
- získat 5,0 až 7,5 % na trhu hypoték (nové úvěry) prvotním financováním nebo refinancováním (2,9 % ve Q2 19), z čehož 30 % bude poskytnuto do roku 2020 online;
- udržet 20% podíl na trhu financování koupě automobilů, a to prostřednictvím prodejců a zároveň rozvíjet přímý spotřebitelský byznys (zaměření na ojetá vozidla).

Ve financování malých podniků chce dosáhnout následujícího:

- 6 až 10% tržní podíl v poskytnutých úvěrech malým podnikům (v současnosti 6 %), z čehož 15 % nových úvěrů bude do roku 2020 poskytnuto online;
- řízení krátkodobé likvidity podniků a nezajištěné financování;
- financování obchodních prostor;
- financování vozového parku a technologického vybavení.

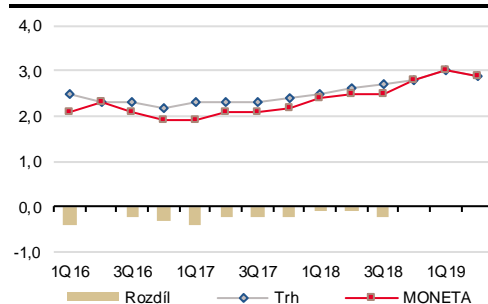
Silná konkurence v bankovním sektoru neumožnila, aby se několikeré zvýšení sazeb centrální banky plně promítlo do cenové politiky úvěrové aktivity. Přesto je Moneta schopna překonávat trh svými cenami v oblasti spotřebitelských úvěrů a depozit (viz grafy níže).

Cena nového spotřebitelského úvěru (%)

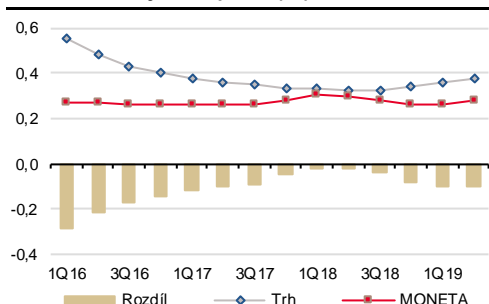


Zdroj: MONETA Money Bank

Cena nového hypotečního úvěru (%)

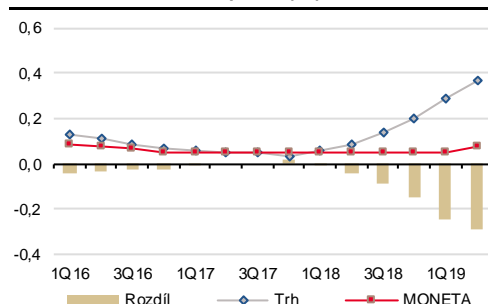


Cena retailových depozit (%)



Zdroj: MONETA Money Bank

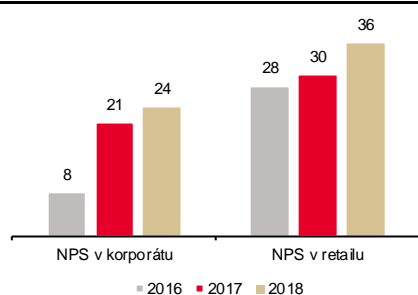
Cena komerčních depozit (%)



Zájem a poptávka po produktech Monety se odráží i v loajální klientské základně, která v současné době čítá zhruba milión zákazníků. Více jak 60 % z nich využívá služby banky více

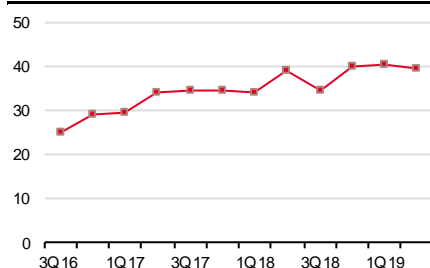
jak 8 let. Povědomí o značce dlouhodobě roste. Jedno z klíčových kritérií, tzv. net promoter score,⁴ v minulých třech letech rostlo v retailovém i korporátním segmentu.

Net promoter score

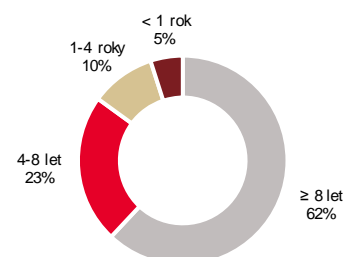


Zdroj: MONETA Money Bank

Povědomí o značce



Klientská základna



⁴ Tzv. net promoter score je rozdíl mezi % podporovatelů a % odpůrců a je založeno na hodnocení spotřebitelských produktů.

Finanční situace společnosti

Výhled na letošní rok

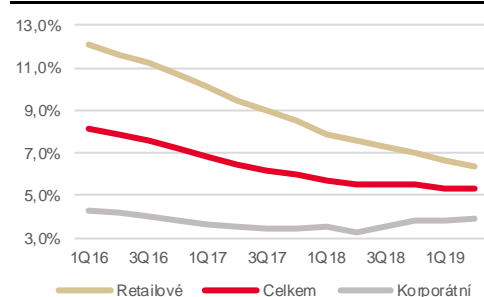
Rychlejší růst nových úvěrů ve srovnání s celým trhem.

Jak bylo již uvedeno, Moneta je schopna překonávat v úvěrové aktivitě celý bankovní trh, a to zejména díky retailovému segmentu. Zatímco celkové portfolio hrubých úvěrů u Monety rostlo ve Q2 19 o 10,9 %, trh přidal pouze 5,5 %. **Rychlejší růst úvěrů poskytnutých MMB očekáváme za celý letošní rok**, a to okolo 12 %, zatímco v případě sektoru by se mělo jednat pouze o růst nepatrně 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 v maloobchodním i komerčním segmentu plné zřízení kontokorentních úvěrů či komerčních úvěrů pro malé podniky. Dalšími stanovenými úkoly je možnost ocenění nemovitostí skrz automatický model propojený s plně poskytnutou hypotékou online. Součástí toho by měl být plně automatický proces poskytování hypoték, které zprostředkovávají třetí strany. Dalšími službami by mělo být investiční poradenství na pobočkách a aktivní správa investic prostřednictvím aplikace Smart Banka se širokou nabídkou investičních fondů.

Posun k zajištěným úvěrům má dopad na pokles úrokových marží.

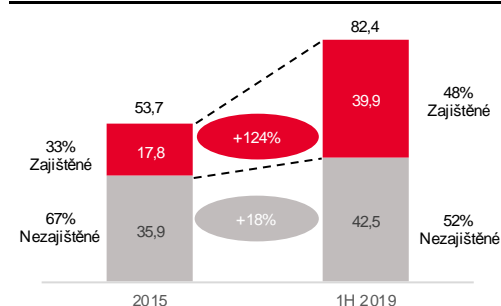
Jak je patrné z následujících grafů, výnos úvěrového portfolio se v polovině roku stabilizoval na úrovni 5,3 %. Na jedné straně pokračoval pokles výnosu u retailového portfolio k 6,5 % ve Q2 19 (7,6 % ve Q2 18), na straně druhé ale Moneta vykázala vzestup výnosu u komerčních úvěrů na 3,9 % z 3,3 % o rok dříve. Struktura maloobchodního portfolio je jedním z nejdůležitějších faktorů. **Je z ní patrné, že Moneta za poslední více jak tři roky výrazně změnila proporcí zajištěných a nezajištěných úvěrů.**⁵ Následující graf ukazuje tuto výraznou změnu ve struktuře retailového portfolio.

Výnosy úvěrového portfolio



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

Struktura retailového portfolio (mld. CZK)



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

Vyšší kvalita úvěrového portfolio tlačí na pokles výnosu.

V polovině letošního roku bylo retailové portfolio složeno z 48 % ze zajištěných úvěrů, zatímco na konci roku 2015 zajištěné úvěry představovaly pouze 33 %. **To mimo jiné zvyšuje tlak na pokles výnosu v tomto segmentu.**

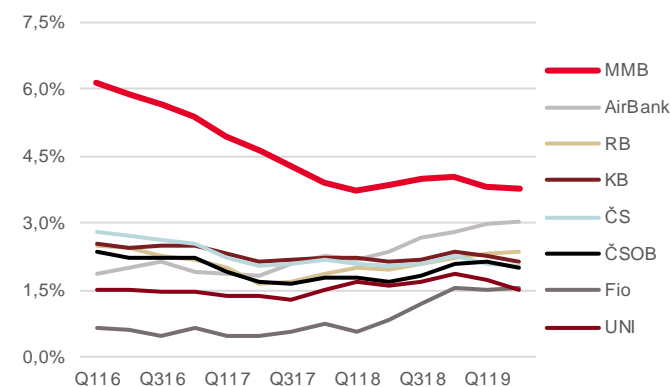
Čistý úrokový výnos se v loňském roce vrátil k růstu. Zastavil se i pokles čisté úrokové marže. **V letošním roce očekáváme, že čistý úrokový výnos dále poroste, a to o 7,4 % k 8,0 mld. CZK.** U čisté úrokové marže přes krátkodobý růst nad 4 % v druhé polovině loňského roku čekáme letos spíše stabilizaci pod touto úrovní (3,8 % vs. 3,7 % v roce 2018).

⁵ Součástí maloobchodních zajištěných úvěrů jsou hypotéky, autopůjčky a finanční leasing. Mezi nezajištěné se řadí spotřebitelské úvěry, kontokorenty a kreditní karty.

Čistá úroková marže Monety by se měla udržet nejvyšší i nadále.

Graf vpravo ukazuje na suverénní postavení Monety mezi osmičkou největších bank působících na tuzemském trhu. **Věříme, že Moneta bude i v budoucnu vykazovat výrazně vyšší marži než její konkurenti.** Ačkoliv ČNB je již zřejmě u konce se zvyšováním sazeb, myslíme si, že nedávné zpřísnování měnové politiky bude vývoj úrokových marží ovlivňovat ještě s určitým zpožděním. Management odhaduje, že nárůst 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 čistých úrokových marží



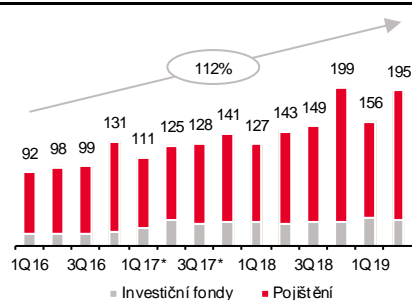
Pozn.: Raiffeisenbank a Unicredit – data pouze za české pobočky
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, MONETA Money Bank

Období poklesu čistého výnosu z poplatků a provizí je zřejmě u konce.

Čistý výnos z poplatků za posledních několik let neustále klesal. **První polovina letošního roku přinesla změnu**, když v meziročním srovnání vzrostl o 5 % a dosáhl 950 mil. 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 portfolio.

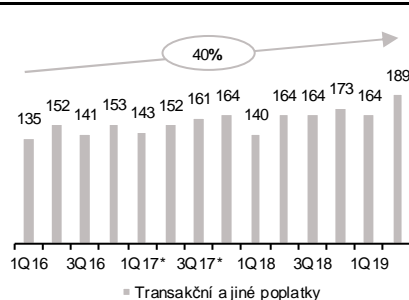
Nevnímáme vývoj v H1 19 jako jednorázový faktor, ale věříme, že **banka nakonec za letošek vykáže nárůst**. Tento rok by tak měl být prvním, který po mnoha letech poklesů uzavře růstem. Čekáme zvýšení čistého příjmu z poplatků a provizí o 1,6 % na více jak 1,9 mld. CZK.

Provize od třetích stran (mil. CZK)

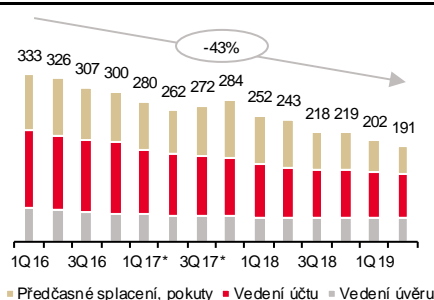


Pozn.: Q1 17 až Q3 17 jsou ovlivněny reklasifikací mezi provizemi z pojištění a jinými poplatky
Zdroj: MONETA Money Bank

Transakční a jiné poplatky (mil. CZK)



Poplatky za vedení a pokuty (mil. CZK)



Letos očekáváme mírný nárůst provozních nákladů.

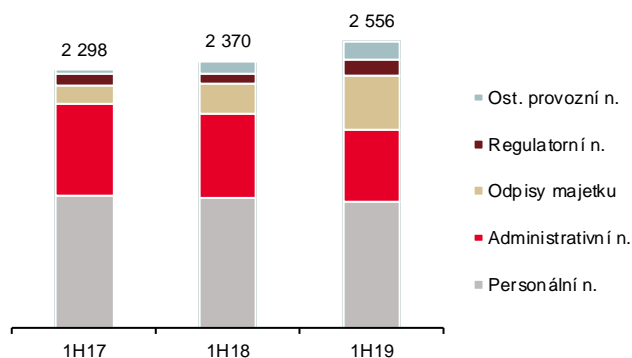
Provozní náklady v první polovině roku rostly o 7,8 %, což bylo způsobeno především výdaji na regulaci a odpisy a amortizaci majetku. Konkrétně regulační náklady činily 139 mil. CZK a byly meziročně o 50 mil. CZK vyšší. Za tím stál především vyšší odvod do rezolučního fondu, který byl způsoben oportunistickým využitím repo operací ČNB. Roční nárůst odpisů o 212 mil. CZK na 480 mil. CZK souvisí s novým účetním standardem IFRS16 a rostoucí amortizací nehmotných aktiv kvůli předešlým investicím do IT a digitalizace. Na druhou stranu přes výrazný nárůst mzdových tlaků v ekonomice byla banka schopna snížit personální náklady (-4,0 % y/y) díky

úsporným opatřením a snížení průměrného počtu zaměstnanců (z 3240 na 3055 lidí). Administrativní a jiné náklady (-3,4 % y/y) byly v první polovině roku pozitivně ovlivněny reklasifikací nájemného v rámci změny účetního standardu IFRS16. Poměr nákladů k výnosům dosáhl 49,3 % ve srovnání se 49,7 % před rokem. Management stanovil ambiciózní cíl udržet celkové náklady pod nebo na úrovni 5 mld. CZK. **Naše predikce ukazuje, že by mohly dosáhnout právě této úrovně, což by znamenalo meziroční nárůst o 3 %.** Důvody stojící za tímto očekávaným vývojem jsou totožné s první půlkou roku.

Náklady na riziko půjdou nahoru.

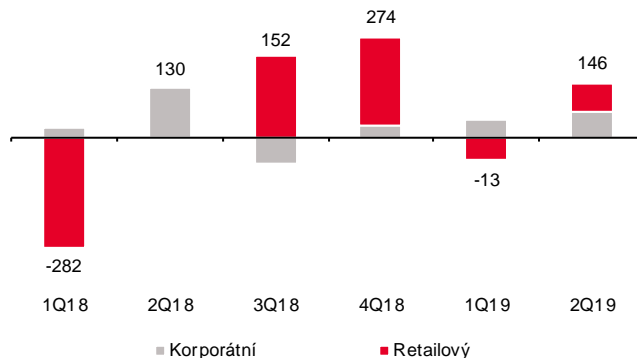
Odhadujeme vzestup nákladů na riziko k 38 bb po loňských 21 bb. Přestože Moneta pokračovala v prodeji nevýkonných pohledávek, jejich dopad do letošního hospodaření by měl být zhruba třetinový ve srovnání s loňskem. Moneta utržila vloni díky těmto prodejům 1,1 mld. CZK navíc. Vloni se banka zbavila části tohoto portfolia v objemu 5,3 mld. CZK, pro letošek plánovala v závislosti na podmínkách na trhu 1,5 až 2,0 mld. CZK. Letos doposud již prodala portfolio nevýkonných nezajištěných retailových úvěrových pohledávek v objemu 2,3 mld. CZK. Díky tomu banka vygenerovala dodatečný nezdaněný zisk ve výši 313 mil. CZK. Ve zbytku roku nepočítáme v naší analýze s další monetizací NPL. Proto očekáváme letošní opravné položky k úvěrům (včetně zahrnutí prodeje NPL) na úrovni 561 mil. CZK po loňských 274 mil. CZK.

Rozložení provozních nákladů (mil. CZK)



Zdroj: MONETA Money Bank

Tvorba opravných položek (mld. CZK)



Nížeší výnos z prodeje nevýkonných pohledávek povede k 6% poklesu čistého zisku.

Čistý zisk by měl letos klesnout o zhruba 6 % na 3,95 mld. CZK, což bude především důsledkem nižšího výnosu z prodeje nevýkonných pohledávek. Nepříznivě bude působit i vyšší efektivní daň, kterou odhadujeme lehce pod 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.

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	10,48 mld. CZK
Provozní náklady	4,85 mld. CZK	≤ 5,0 mld. CZK	5,00 mld. CZK
Náklady na riziko	21 bb	35 – 45 bb	38 bb
Efektivní daňová sazba	16,6 %	~ 20 %	19,8 %
Čistý konsolidovaný zisk	4,20 mld. CZK	≥ 3,8 mld. CZK	3,95 mld. CZK
Čistý zisk na akcii	8,22 CZK	≥ 7,4 CZK	7,73 CZK
Dividenda na akcii*	6,15 CZK	≥ 6,65 CZK	7,00 CZK
Rentabilita hmotného vlastního kapitálu	17,9 %	≥ 16,0 %	16,7 %

Zdroj: Moneta Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * dividenda z daného roku vyplácená v roce následujícím

Dlouhodobé výhledy

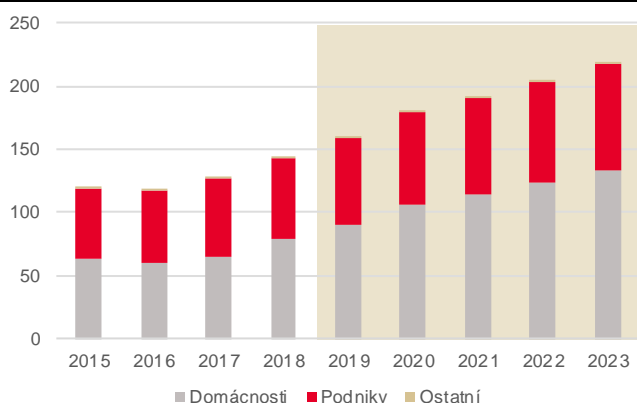
Naše dlouhodobé projekce jsou založené na stabilních úrokových sazbách v následujících dvou letech a jejich následném mírném růstu a zvyšujícím se objemu poskytnutých úvěrů.

Silná pozice domácností by měla podporovat přetrvávající zájem o nové úvěry. Investiční aktivita podniků by měla být negativně ovlivněna očekávaným ekonomickým zpomalením v budoucnu. Pro nadcházející rok stále očekáváme dvouciferný nárůst úvěrového portfolia, ale tempo by mělo zpomalit v roce 2021 kvůli ochlazení hospodářského růstu globální ekonomiky.

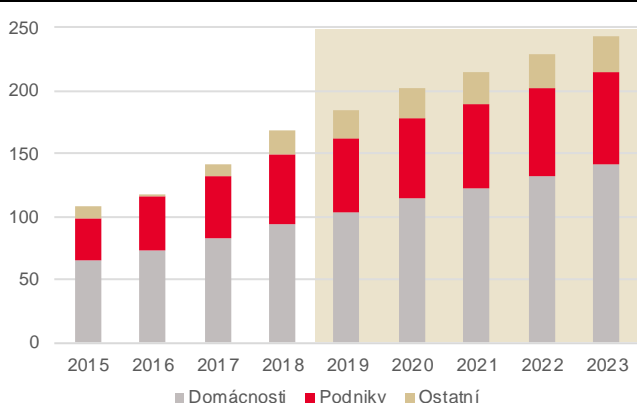
Očekáváme, že úvěrová kniha MMB poroste v následujících letech oproti trhu rychleji.

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 8,7 %, z čehož maloobchodní segment by měl navýšit o 10,9 %, zatímco korporátní úvěry by se měly zvýšit o 5,8 %. **Ve srovnání s trhem čekáme u Monety rychlejší nárůst úvěrové aktivity (trh +5,0 % v 5letém horizontu).**

Rozložení úvěrů a jejich očekávaný vývoj (mld. CZK)



Rozložení depozit a jejich očekávaný vývoj (mld. CZK)



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

Rovněž předpokládáme vyšší růst u depozit ve srovnání s trhem.

Depozita by dle naší prognózy měla v následujících pěti letech vzrůst v průměru o zhruba 7,6 %, což je více ve srovnání s našimi očekáváními pro růst vkladů za celý český bankovní sektor (+5,2 %). **Rostoucí úspory domácností by měly být klíčovým faktorem** s průměrnou růstovou dynamikou 8,5 %. Korporátní vklady by měly vzrůst o 5,9 %.

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 horizontu střednědobé predikce její stabilizaci. Moneta výrazně změnila strukturu svého úvěrového portfolia ve prospěch zajištěných pohledávek, což koresponduje s nižším výnosem, a tím pádem i nižší úrokovou marží. To nehodnotíme negativně a klademe větší důraz na rostoucí čistý úrokový výnos vyjádřený v absolutní hodnotě. Ten by měl na pětiletém horizontu růst v průměru o 5,3 % ročně.

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 mírně růst, a to v průměru o 2,1 %. 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 více jak kompenzovat.** Očekáváme rovněž nárůst transakčních poplatků zejména díky zavedení platebních platforem Apple Pay a Google Pay, které budou v budoucnu následovány dalšími.

Provozní náklady mírně porostou.

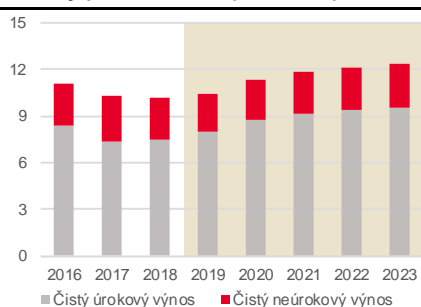
Celkové provozní náklady by se měly v příštích letech přehoupnout přes 5 mld. CZK a postupně se zvyšovat v průměru o 1,7 % ročně. Hlavní příspěvek čekáme zejména od personálních nákladů, mírně zřejmě porostou i administrativní náklady. Budoucí zlepšování

a zrychlování služeb poskytovaných klientům si vyžádá další investice, které se odrazí ve vyšších odpisech dlouhodobých aktiv.

Po letošním propadu čistého zisku čekáme jeho dlouhodobý pozvolný růst.

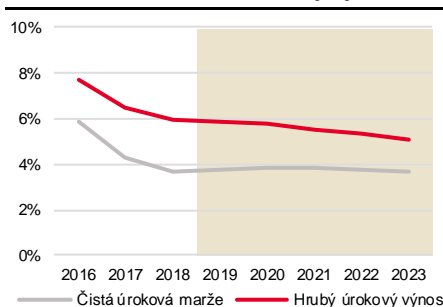
Vykazovaný čistý zisk v uplynulých letech byl do velké míry pozitivně ovlivňován prodeji nevýkonných úvěrových pohledávek. Během letošního roku management rovněž realizoval dodatečný zisk z těchto operací, nicméně tato aktivita bude v budoucích letech postupně slábnout s tím, jak úvěrová bilance bude stále zdravější a zdravější. Díky tomu lze letos očekávat propad čistého zisku, v následujících letech pak odhadujeme jeho postupný růst. **Pro nadcházející pětileté období tak čekáme průměrné roční zvýšení ziskovosti o 0,7 % (-6,0% letos a 2,3 % v průměru v následujících letech).**

Celkový provozní zisk (mld. CZK)

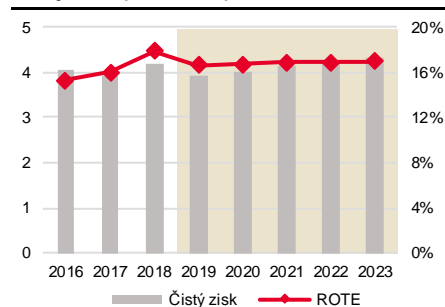


Zdroj: MONETA Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Česká národní banka

Čistá úroková marže vs. hrubý výnos



Čistý zisk (mld. CZK)



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	11,80 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	4,13 mld. CZK
Čistý zisk na akcii	8,22 CZK	≥ 7,8 CZK	8,08 CZK
Dividenda na akcii*	6,15 CZK	≥ 6,65 CZK	7,10 CZK
Rentabilita hmotného vlastního kapitálu	17,9 %	≥ 15,5 %	16,9 %

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

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.

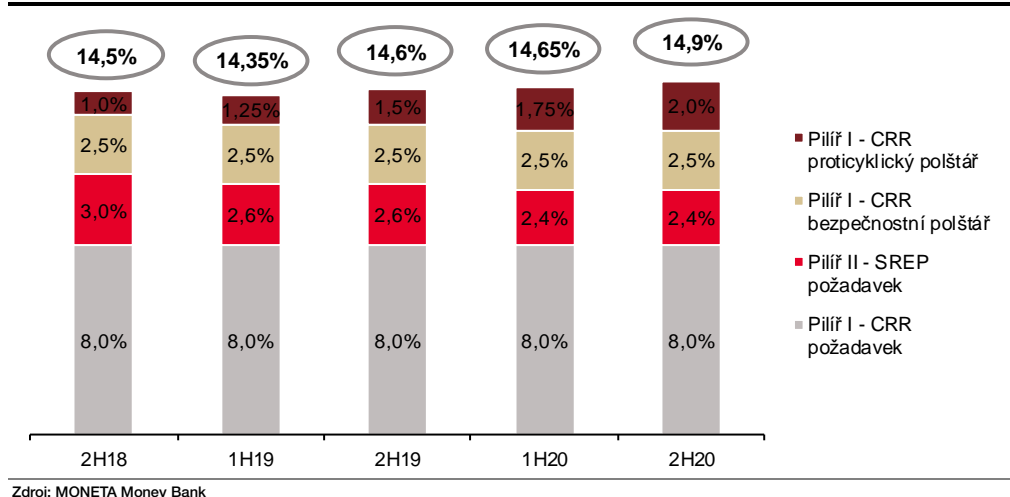
Přesto stabilizace čisté úrokové marže, rostoucí objem úvěrů a zlepšující se výnos z poplatků a provizí by měl podpořit růst celkového provozního výnosu k 11,8 mld. CZK v roce 2021. Čistý zisk by mělo pozitivně ovlivnit i efektivní řízení nákladů. **Celkově očekáváme, že střednědobý výhled managementu je splnitelný, a dle nás má Moneta schopnost stanovené cíle překonávat.**

Kapitálová vybavenost

MMB se může pochlubit vysokou kapitálovou vybaveností.

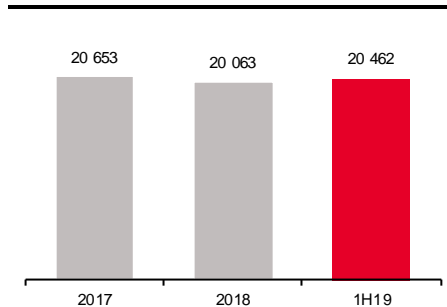
Moneta Money Bank patří k nejlépe kapitálově vybaveným bankám v celém regionu střední a východní Evropy. Banka potvrdila svůj střednědobý cíl udržovat svoji kapitálovou přiměřenost ve výši 15,5 %, která se aktuálně skládá z (a) 10,6% SREP požadavku, (b) 2,5% bezpečnostní kapitálové rezervy, (c) 1,5% proticyklické kapitálové rezervy a (d) 0,9% rezervy stanovené vedením společnosti.⁶

Vývoj kapitálového požadavku



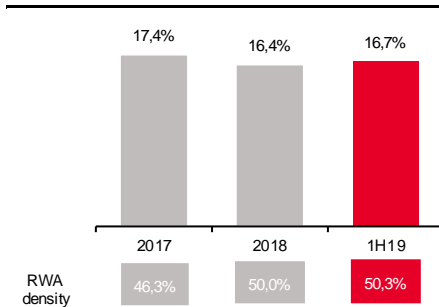
Regulační kapitál Monety ke konci první poloviny roku činil 20,5 mld. CZK, což koresponduje s kapitálovou přiměřeností 16,7 % při rizikově vážených aktivech (RWA) 122,7 mld. CZK. Banka tak disponovala přebytečným kapitálem ve výši 2,851 mld. CZK, než který by odpovídal regulačnímu požadavku 14,35 %, nebo ve výši 1,44 mld. CZK v relaci ke střednědobému cíli managementu na úrovni 15,5 %. Objem rizikově vážených aktiv vzrostl od roku 2017 o 3,5 %, zatímco objem celkových poskytnutých úvěrů se zvýšil o 19,9 %.

Regulační kapitál (mil. CZK)



Zdroj: MONETA Money Bank

Kapitálová přiměřenost



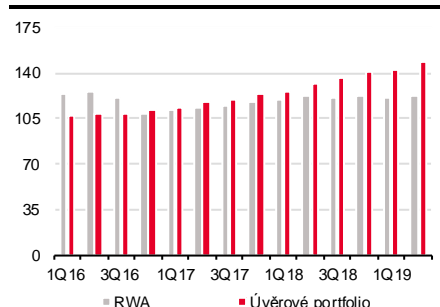
RWA density

2017

2018

1H19

RWA vs. vývoj úvěr. portfolia (mil. CZK)



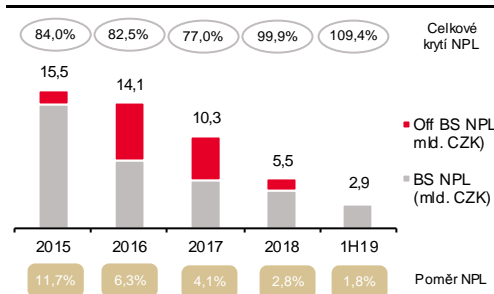
Razantní pokles v poměru NPL.

Poměr rizikově vážených aktiv vůči celkovým aktivům banky se v minulých letech pohyboval nad hranicí 70 %. To bylo ovlivněno rizikovější strukturou úvěrového portfolia. Jak jsme již uvedli, ta prošla výraznou změnou. Moneta za posledních pět let zlepšila kvalitu úvěrového portfolia prodejem nesplácených pohledávek a obezřetným odepisováním. Od roku 2015 banka prodala

⁶ Celkový regulační požadavek nyní činí 14,6 %, když se od 1. července 2019 zvýšil z předchozích 14,35 %. Od 1. ledna 2020 dojde ke zvýšení proticyklické kapitálové rezervy z 1,5 % na 1,75 % rizikově vážených aktiv banky a ta bude následně od 1. července 2020 dále zvýšena na 2,0 %. Česká národní banka zároveň s platností od 1. ledna 2020 rozhodla o snížení celkového SREP kapitálového požadavku o 20 bb na 10,4 %. Současný celkový kapitálový požadavek Monety ve výši 14,6 % se tak za jinak nezměněných podmínek zvýší na 14,65 % od začátku příštího roku, respektive 14,9 % od poloviny 2020.

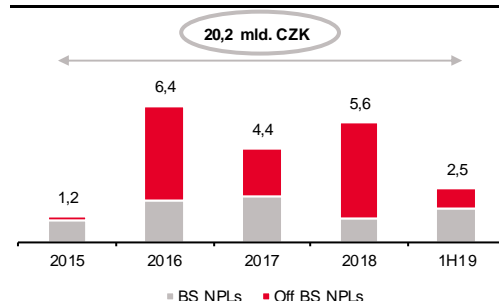
portfolio nevýkonných pohledávek v objemu 20 mld. CZK. **Zatímco poměr NPL v roce 2015 byl 11,7 %, v polovině letošního roku dosáhl pouze 1,8 %, což je jedná z nejnižších úrovní v celém regionu střední a východní Evropy.** Naše odhady ukazují, že by se poměr NPL mohl letos snížit k 1,6 %, což by mělo být dno před budoucím mírným růstem.

Vývoj NPL a celkové krytí NPL



Zdroj: MONETA Money Bank

Prodeje NPL (nom. hodnota úvěrů v mil. CZK)



Emise dluhopisů

Moneta posílila svoji kapitálovou vybavenost emisí podřízeného dluhu.

V červnu 2019 mezinárodní ratingová agentura Moody's zvýšila dlouhodobý rating banky o tři stupně na „A2“ z předchozího „Baa2“ se změnou výhledu na „stabilní“ z „pozitivní“. Zároveň vylepšila krátkodobé ratingové hodnocení na „Prime-1“ z předchozího „Prime-2“. Management v minulosti vytvořil svůj vlastní emisní program, čímž si může zajistit dodatečný zdroj likvidity. V rámci něho může Moneta vydávat kryté dluhopisy, přednostní nezajištěné dluhopisy a podřízené dluhopisy až do celkové výše 50 mld. CZK. Koncem září banka vydala podřízený dluhopis Tier 2 v celkovém objemu 2 mld. CZK s ratingem od Moody's na úrovni Baa2. Tyto cenné papíry byly emitovány v české koruně se splatností 10 let a call opcí po 5 letech. Dluhopisy nesou v prvních pěti letech fixní kupón 3,3 % p.a. Celý objem byl upsán institucionálními investory. **Výsledkem je nárůst kapitálové přiměřenosti o 160 bb.**

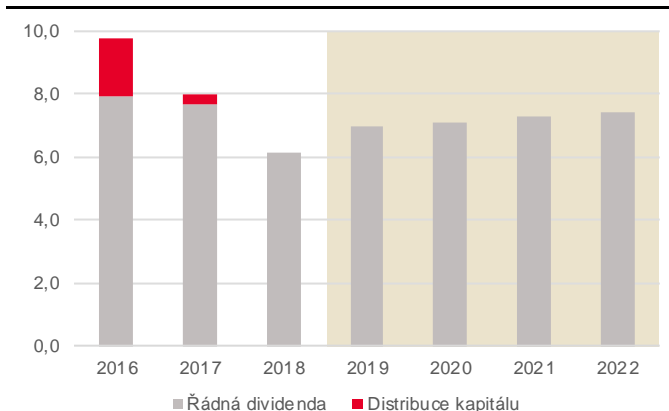
Distribuce akcionářům

Štědrá dividendová politika.

Během posledních let dividendová politika Monety doznala několika změn. Díky vysokému přebytku kapitálu banka v letech 2017 a 2018 vyplatila mimořádnou dividendu. Při prezentaci hospodářských výsledků za loňský rok management navrhl změnu v dosavadní dividendové politice. Do té doby 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 valná hromada odsouhlasila výplatu dividendy výši 6,15 CZK na akcii, což překonalo původní odhady managementu. Ukončení jednání o akvizici Air Bank a českého a slovenského Home Creditu, snížení rizikově vážených aktiv a obecně silná kapitálová vybavenost **přiměly vedení ke zvýšení zamýšlené celkové výplaty dividendy pro následující tři roky z 8,6 mld. CZK na 10,2 mld. CZK.** Dividendy za roky 2019,

Dividenda na akcii (CZK)



Pozn.: Dividendy počítané z čistého zisku uvedeného roku

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

2020 a 2021 jsou tak navrženy v minimální výši 6,65 CZK na akcii. To indikuje výplatní poměr v těchto letech 92 %, 89 % a 85 % vzhledem ke střednědobému výhledu managementu.

Čekáme vyšší dividendy.

Předchozí graf ukazuje na naši střednědobou predikci. Je založena na předpokladu, že Moneta udrží výplatní poměr na úrovni 90 %. Jsme optimističtější ohledně budoucího vývoje ziskovosti, než naznačuje predikce managementu, a tedy očekáváme i vyšší výplatu dividendy. **Naše odhady jsou položeny na úrovních 7,0 CZK, 7,1 CZK a 7,3 CZK na akcii z čistého zisku za roky 2019, 2020 a 2021.**

Představenstvo Monety svolalo na 26. listopadu 2019 valnou hromadu. Navrhuje výplatu mezitímní dividendy z letošního čistého zisku ve výši 3,30 CZK na akcii, kdy rozhodným, respektive výplatním dnem bude 2. prosince 2019, respektive 17. prosince 2019, pokud bude návrh valnou hromadou schválen.

Zpětný odkup akcií v procesu.

Kromě toho chce management spustit program zpětného odkupu akcií. V zaslané pozvánce specifikoval, že by měl trvat od jeho schválení do 31. prosince 2020. Moneta by mohla odkoupit až 11 mil. vlastních akcií (2,15 % všech akcií) při maximální ceně 90 CZK za kus. Úhrnná cena tak může dosáhnout maximálně 990 mil. CZK.

Se spuštěním programu zpětného odkupu souvisí i návrh managementu navýšit základní kapitál na 10,22 mld. CZK ze současných 511 mil. CZK, a to z emisního ážia a nerozděleného zisku minulých let. Nominální hodnota akcie se zvýší ze současné 1 CZK na 20 CZK. Počet akcií zůstane tedy beze změny.

Ocenění společnosti

Sektorové srovnání

Akcie MMB se 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 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 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/TABV akt.	P/S akt.	Div. výnos 2019	ROE akt.	ROA akt.
MONETA MONEY BANK	9,3	9,9	9,7	1,5	1,5	3,8	8,1	16,6	2,0
Komerční banka as	9,8	10,2	10,5	1,5	1,7	3,1	6,4	16,1	1,3
BRD-Groupe Societe Generale SA	6,4	7,5	8,4	1,4	1,4	3,3	10,5	22,7	2,9
Privredna Banka Zagreb dd	9,2	n/a	n/a	1,0	1,0	2,9	n/a	11,3	1,6
BNP Paribas Bank Polska SA	13,9	12,2	9,0	0,8	0,8	1,4	0,0	6,4	0,6
Bank Handlowy w Warszawie SA	13,5	12,7	10,8	1,0	1,3	2,7	6,4	7,5	1,1
OTP Bank Nyrt	10,6	10,2	9,6	1,9	n/a	2,8	1,8	18,5	2,2
Santander Bank Polska SA	14,2	14,0	12,2	1,3	1,5	2,8	3,9	9,5	1,2
Bank Polska Kasa Opieki SA	13,5	13,0	11,2	1,3	1,4	3,1	5,8	10,0	1,1
Powszechna Kasa Oszczednosci B	11,7	11,1	10,7	1,2	1,3	2,7	4,1	10,8	1,3
Sberbank of Russia PJSC	5,9	6,0	5,3	1,3	1,3	1,7	8,0	23,7	2,9
Bank Millennium SA	9,9	9,7	8,0	0,8	0,8	1,7	0,0	8,8	0,9
Vseobecna Uverova Banka AS	16,2	n/a	n/a	1,3	1,4	3,6	n/a	8,0	0,8
Alior Bank SA	7,9	7,3	5,8	0,6	0,6	0,7	0,0	7,6	0,7
Akbank T.A.S.	7,1	6,8	4,5	0,7	0,7	0,8	3,0	10,7	1,3
Türkiye Garanti Bankası AS	6,2	5,8	4,1	0,8	0,8	0,7	1,6	13,5	1,6
Yapi ve Kredi Bankası AS	4,4	4,8	3,6	0,5	0,5	0,4	0,0	11,6	1,2
Türkiye İş Bankası AS	4,7	4,5	3,2	0,5	0,5	0,4	4,8	11,8	1,1
Banca Transilvania SA	9,6	8,5	8,7	1,6	1,7	2,8	7,1	17,4	1,7
Hacı Omer Sabancı Holding AS	5,0	4,7	3,6	0,6	0,6	0,3	3,7	12,2	0,9
Medián srovnávací skupiny	9,6	8,5	8,4	1,0	1,2	2,7	3,9	11,3	1,2
EURO STOXX Banks Price EUR	10,9	9,1	8,8	0,7	0,8	1,8	5,9	6,8	0,4
MMB vs. medián	-3%	16%	15%	50%	30%	41%	107%	48%	70%
MMB vs. STOXX	-15%	8%	10%	122%	83%	117%	37%	146%	425%
MMB vs. Komerční banka	-5%	-3%	-7%	1%	-11%	26%	27%	3%	52%

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 2019-23 jsme diskontovali ke konci října 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 97,0 Kč za kus.

Parametry a metody ocenění akcií MONETA Money Bank

	2019	2020	2021	2022	2023		2019	2020	2021	2022	2023
Míra vlastního kapitálu	8,9 %	8,7 %	9,2 %	10,2 %	10,7 %	DDM					
Bezriziková úroková míra	1,5 %	1,3 %	1,8 %	2,8 %	3,3 %	Dividenda na akcii	6,15	7,00	7,10	7,30	7,40
Beta	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	Explicit value	28,6				
Riziková prémie	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	Terminal value	50,6				
Růst dividendy po roce 2023	1,2 %					Fair value (mil. CZK)	40 458				
Růst FCFE po roce 2023	1,0 %					Fair value na akcii	79,2				
Výplatní poměr po 2023	90,0 %					DFCF					
ROE po roce 2023	12,0 %					Čistý zisk	3 948	4 015	4 131	4 214	4 329
Excess return model						Odpisy majetku	843	999	1 051	1 081	1 111
ROE	15,3 %	15,4 %	15,5 %	15,5 %	15,6 %	Opravné položky k úvěrům	561	1 254	1 516	1 650	1 660
Return spread	6,4 %	6,7 %	6,3 %	5,3 %	4,9 %	Ostatní nepeněžní úpravy	2 018	-198	-199	-190	-212
Vlastní kapitál	25 237	25 843	26 125	26 654	27 163	Změna prac. kapitálu	0	0	0	0	0
Nadprůměrný výnos	1 605	1 721	1 637	1 413	1 328	Kapitálové výdaje	-750	-750	-750	-750	-750
Vlastní kapitál na začátku	25 237					Výnos z prodeje majetku	0	0	0	0	0
Explicit value	6 373					FCFE	6 620	5 320	5 749	6 005	6 138
Terminal value	9 451					Explicit value	24 452				
Fair value (mil. CZK)	41 061					Terminal value	42 700				
Fair value na akcii	80,4					Fair value (mil. CZK)	67 152				
						Fair value na akcii	131,4				

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

Cílová cena je totožná s fair value.

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

- **Sektorová atraktivita (0 %):** SG drží pro sektor doporučení *Neutrální*.
- **Atraktivita společnosti (0 %):** Vidíme několik protichůdných faktorů. Roztříštěná akcionářská struktura může vést k nejasné firemní strategii. Na druhou stranu kvůli absenci majoritního akcionáře může být Moneta zajímavým akvizičním cílem. Oproti Komerční bance či Erste Group může nepříznivě působit velikost bilanční sumy. Úvěrové portfolio Monety má rizikovější profil než u jejích nejbližších konkurentů. Její úrokové marže a ziskovost jsou ale mnohem vyšší. Cenová politika u poskytovaných retailových úvěrů a depozit je ziskovější než u celého českého trhu.
- **Spekulativní potenciál (0 %):** Prémii oproti trhu nepovažujeme za vysokou.

Za pomoci výše uvedených parametrů **stanovujeme cílovou cenu pro akcie MONETA Money Bank na 97 CZK za kus** (stejná úroveň jako odhadovaná fair value), což implikuje tržní kapitalizaci společnosti na 49,567 mld. CZK. Oproti předchozí cílové ceně se nejedná o žádnou změnu. Na tom se podepsalo několik faktorů, které se navzájem kompenzují. Od naší poslední analýzy (publikovaná 7. března 2019) SG snížila doporučení pro bankovní sektor z *Nadvážit* na *Neutrální*. Na základě změněné střednědobé predikce managementu jsme zvýšili dividendový výplatní poměr, který se promítl do vyšší očekávané dividendy v následujících letech. Struktura nákladů v první polovině roku byla lehce odlišná od té, co jsme očekávali, když ukázala na vyšší odpisy dlouhodobého majetku a naopak nižší personální a administrativní náklady. To jsme zohlednili i v naší predikci a výsledkem bylo zvýšené FCFE, což se odrazilo ve vyšší valuaci.

Analýza citlivosti ocenění (fair value)

Excess return					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,2 %	0,7 %	1,2 %	1,7 %	2,2 %
-100bp	81,2	82,3	83,6	85,1	86,7
-50bp	79,7	80,8	81,9	83,2	84,6
8,92% / 10,73% *	78,4	79,3	80,4	81,5	82,7
+50bp	77,3	78,1	79,0	80,0	81,1
+100bp	76,2	76,9	77,7	78,6	79,6
DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,2 %	0,7 %	1,2 %	1,7 %	2,2 %
-100bp	81,5	84,6	88,1	92,0	96,4
-50bp	77,6	80,3	83,4	86,8	90,6
8,92% / 10,73% *	74,0	76,5	79,2	82,2	85,5
+50bp	70,7	72,9	75,4	78,0	81,0
+100bp	67,8	69,7	71,9	74,3	76,9
FCFE					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %
-100bp	134,9	140,0	145,7	152,1	159,4
-50bp	128,6	133,1	138,2	143,8	150,1
8,92% / 10,73% *	122,9	126,9	131,4	136,4	141,9
+50bp	117,7	121,3	125,3	129,7	134,6
+100bp	112,9	116,2	119,8	123,7	128,0

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

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.
- **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. Cyklus zvyšování sazeb ze strany ČNB je u konce a nyní v naší analýze očekáváme období stabilních úrokových sazeb. Pokud ČNB opětovně začne sazby snižovat, 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	7 957	8 732	9 155	9 413	9 585
Čistý výnos z poplatků a provizí	1 961	1 933	1 892	1 922	1 967	2 014	2 054	2 095
Provozní výnosy celkem	11 058	10 335	10 162	10 478	11 319	11 804	12 117	12 346
Mzdové náklady	-2 263	-2 456	-2 324	-2 294	-2 305	-2 317	-2 347	-2 378
Ostatní správní náklady	-1 984	-1 797	-1 559	-1 428	-1 442	-1 457	-1 471	-1 486
Odpisy	-310	-414	-610	-843	-999	-1 051	-1 081	-1 111
Provozní náklady celkem	-4 982	-4 947	-4 852	-4 996	-5 046	-5 125	-5 199	-5 274
Tvorba opravných položek k úvěrům	-1 029	-381	-274	-561	-1 254	-1 516	-1 650	-1 660
Nezdaněný zisk	5 047	4 903	5 036	4 921	5 019	5 164	5 267	5 411
Čistý zisk	4 054	3 923	4 200	3 948	4 015	4 131	4 214	4 329
ROZVAHA								
Pokladní hotovost a peněžní ekvivalenty	20 235	7 127	8 139	10 641	7 705	9 024	9 027	8 599
Realizovatelná finanční aktiva	13 749	57	0	0	0	0	0	0
Úvěry a pohledávky za bankami	189	53 380	33 436	27 877	27 041	26 229	25 443	24 425
Úvěry a pohledávky za klienty	111 860	123 680	140 123	157 051	177 287	187 976	200 366	214 747
Nehmotný majetek a goodwill	848	1 301	1 789	2 160	2 182	2 203	2 225	2 248
Aktiva celkem	149 379	199 734	206 932	224 220	241 387	253 309	265 664	278 765
Závazky vůči klientům	116 252	141 469	168 792	184 766	202 591	215 178	229 499	243 620
Rezervy	416	364	261	246	234	222	211	200
Ostatní závazky	2 470	2 154	1 431	3 247	3 085	2 931	2 784	2 617
Závazky celkem	122 111	173 971	181 695	196 377	213 262	224 655	236 501	249 051
Vlastní kapitál celkem	27 268	25 763	25 237	25 843	26 125	26 654	27 163	27 714
Rizikově vážená aktiva	109 301	118 547	122 202	126 283	134 419	138 471	143 034	148 167
CASH FLOW								
Čisté peněžní toky z provozních činností	10 384	44 434	-4 605	11 733	4 253	8 966	9 231	7 403
Peněžní toky z investičních činností	-1 068	640	-10 239	-750	-750	-750	-750	-750
Čisté peněžní toky z finančních činností	-4 506	-5 008	-4 088	-3 143	-3 554	-3 613	-3 718	-3 792
Free cash flow to equity	6 551	3 128	3 077	6 620	5 320	5 749	6 005	6 138
ÚDAJE V PŘEPOČTU NA AKCII (CZK)								
EPS	7,9	7,7	8,2	7,7	7,9	8,1	8,2	8,5
Vlastní kapitál (book value)	53,4	50,4	49,4	50,6	51,1	52,2	53,2	54,2
Volný cash flow	12,8	6,1	6,0	13,0	10,4	11,2	11,8	12,0
Hrubá dividenda ze zisku předchozího roku	8,8	9,8	8,0	6,2	7,0	7,1	7,3	7,4
POMĚROVÉ UKAZATELE								
Hrubý výnos	7,7 %	6,4 %	5,9 %	5,9 %	5,7 %	5,5 %	5,3 %	5,1 %
Náklady financování	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Čistá úroková marže	5,9 %	4,3 %	3,7 %	3,8 %	3,9 %	3,8 %	3,7 %	3,6 %
Cost/Income ratio	45,1 %	47,9 %	47,7 %	47,7 %	44,6 %	43,4 %	42,9 %	42,7 %
ROE	14,9 %	15,2 %	16,6 %	15,3 %	15,4 %	15,5 %	15,5 %	15,6 %
ROTE	15,3 %	16,0 %	17,9 %	16,7 %	16,8 %	16,9 %	16,9 %	17,0 %
ROA	2,7 %	2,0 %	2,0 %	1,8 %	1,7 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Vlastní kapitál / aktiva	18,3 %	12,9 %	12,2 %	11,5 %	10,8 %	10,5 %	10,2 %	9,9 %
Poměr úvěrů vůči depozitům	96,2 %	87,4 %	83,0 %	85,0 %	87,5 %	87,4 %	87,3 %	88,1 %
Výplatní poměr	100,0 %	123,5 %	104,2 %	74,8 %	90,0 %	90,0 %	90,0 %	90,0 %
OCENĚNÍ								
P/E	9,6	9,9	9,3	9,9	9,7	9,4	9,2	9,0
P/BV	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4
P/S	3,5	3,8	3,8	3,7	3,4	3,3	3,2	3,2
Dividendový výnos	11,6 %	12,9 %	10,5 %	8,1 %	9,1 %	9,3 %	9,5 %	9,7 %

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



Michal Brožka
(420) 222 008 569
michal_brozka@kb.cz



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



Finanční trhy
František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Akciové analytici



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

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

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

Ekonom BRD-GSG



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



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



Ekonom Rosbank
Anna Zaigrina
(7) 495 662 1300
anna.zaigrina@rosbank.ru

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



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



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



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

Severní Amerika



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



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



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



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

Čína



Wei Yao
(33) 1 5729 6960
wei.yao@sgcib.com



Čína a okolí
Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcib.com



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3 6777 8063
takuji.aida@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 4213 7846
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Guy Stear
(33) 1 4113 6399
guy.stear@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb



Adam Kurpiel
(33) 1 4213 6342
adam.kurpiel@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro Evropu
Ciaran O'Hagan
(33) 1 4213 5860
ciaran.ohagan@sgcib.com



Dluhopisový trh a SSA
Cristina Costa
(33) 1 5898 5171
cristina.costa@sgcib.com



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



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



Jean-David Cirotteau
(33) 1 4213 7252
jean-david.cirotteau@sgcib.com



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



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



Rohit Gaurav
(91) 80 6731 8958
rohit.gaurav@sgcib.com



Michael Chang
(1) 212 278 5307
michael.chang@sgcib.com

Vedoucí strategie pro 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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



Marek Dřimal
(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>

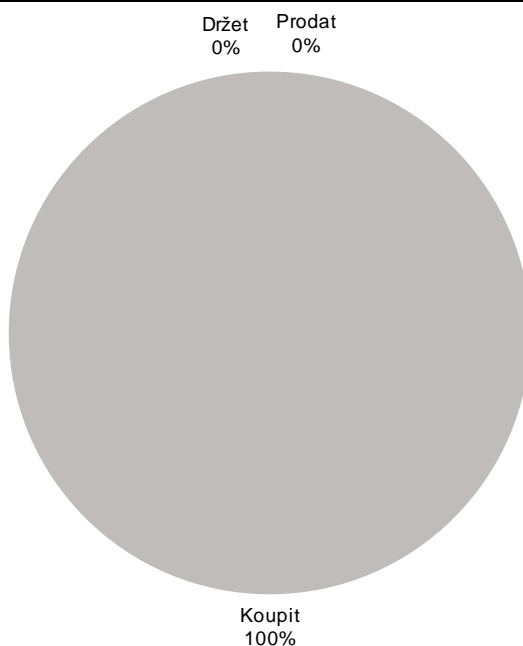
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odraželo 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 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 mezitím 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	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	GBp 466	USD 5,2	CZK 717	pokrývání	CZK 482	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 18308	EUR 27
Datum	30.8.2019	28.3.2019	10.6.2019	9.5.2018	4.7.2019	29.10.2019	12.12.2018	1.4.2019	3.12.2018	11.9.2018
Cena v den publikace	GBp 380	USD 3,8	CZK 536	CZK 206	CZK 291	CZK 76,3	CZK 239	CZK 782	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	v revizi	koupit	koupit	prodat	koupit	koupit	držet	držet	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	USD 5	CZK 620	CZK 198	CZK 484	CZK 97	CZK 270	CZK 924	CZK 17546	EUR 26
Datum	14.8.2019	27.7.2017	11.6.2018	4.1.2018	26.9.2018	7.3.2019	18.9.2017	26.10.2018	22.8.2017	3.3.2017
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit		koupit	držet	v revizi	držet	
Cílová cena	GBp 342	USD 4,2	CZK 542	CZK 198		CZK 93	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum	15.6.2018	27.4.2017	20.9.2017	30.11.2017		6.3.2018	31.1.2017	17.5.2018	25.5.2017	
Doporučení		koupit		v revizi		koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena		USD 3,7		v revizi		CZK 90	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		10.3.2017		9.11.2017		17.8.2017	9.12.2016	13.9.2017	13.6.2016	
Doporučení				držet		koupit	držet	prodat		
Cílová cena				CZK 128		CZK 95	CZK 260	CZK 876		
Datum				12.6.2017		9.6.2017	22.3.2016	13.9.2017		
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