

| Bankovníctví | Aktualizace | Česká republika |

MONETA Money Bank

Zvyšujeme cílovou cenu na 109,7 CZK na akcii a opakujeme naše doporučení *Koupit*

Koupit

Cena 31.08.21	87,2 CZK
12m cíl	109,7 CZK
Pot. růst ceny	25,8 %
Dividenda	3,0 CZK
Celkový výnos	29,2 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

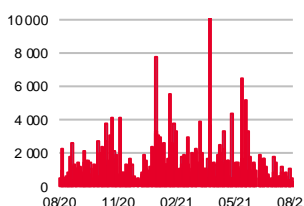
Citlivost na hospodářský růst

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC MONET.PR Bloom MONET CP	
52týdenní rozmezí	50,5 - 89,2
Tržní kap. (mld. CZK)	44,6
Tržní kap. (mil. EUR)	1746
Volně obchod. (%)	57,49
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-0,2 11,4 57,2
Relativně k PX	-5,9 1,0 10,7

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

<http://bit.ly/MONET1910upd>

https://bit.ly/Moneta_AirBank_CZ

https://bit.ly/Moneta_EGMvote_CZ

https://bit.ly/Moneta_2Q21_results_CZ

SOCIETE
GENERALE
GROUP

Investiční doporučení: Aktualizovali jsme náš model pro společnost MONETA Money Bank. Na jeho základě vydáváme novou cílovou cenu 109,7 CZK a doporučení *Koupit*. Naše doporučení a cílová cena byly v revizi, k předchozí cílové ceně se jedná o nárůst o 13,1 %. Ve srovnání s vybranými bankami se akcie Monety obchodují s premií. Moneta je oceněna na P/B 1,6x, P/E 17,3x a P/S 3,7x. Srovnatelné bankovní domy se obchodují na násobcích 0,9x, 11,2x a 1,9x respektive. Vzhledem k vysoké rentabilitě vlastního kapitálu a očekávané vysoké výplatě dividendy je premie Monety do jisté míry opodstatněná.

Monetu se neúspěšně pokusila ovládnout skupina PPF. Jsme přesvědčeni o tom, že tím úsilí PPF nekončí. PPF se jistě v blízké budoucnosti opět pokusí Monetu ovládnout.

Hospodaření společnosti a očekávaný vývoj: Makroekonomické prostředí hodnotíme pro bankovní sektor jako příznivé. Po loňských restriktivních opatřeních očekáváme oživení spotřeby a vyšší investiční aktivitu nejen domácností. To by se mělo projevit nárůstem úvěrové aktivity. Růst čistého úrokového výnosu bude podpořen očekávaným zvýšením sazeb ČNB. K tomu došlo na posledních dvou měnových zasedáních. Navíc očekáváme další utahování měnové v září a listopadu, ale také roce následujícím. Čistá úroková marže klesla z hodnot viděných v minulých letech. Jak roste kvalita úvěrového portfolia měla by se stabilizovat kolem úrovně 3,0 %. Předpokládáme, že čistá úroková marže setrvá vysoko nad úrovněmi konkurentů. V dalších letech by měl poměr NPL klesat a náklady na riziko by měly být kolem 60 bazických bodů.

Dividendová politika Monety je výplata na úrovni 70 % čistého zisku. Letos by po zrušení restrikcí ze strany ČNB mněla Moneta vyplatit ve čtvrtém čtvrtletí 3 CZK na akcii. V následujících letech by podle našich odhadů měla být MMB v situaci, kdy bude schopna platit 90 % čistého zisku. Hrubá dividendový výnos by měl atakovat hranici 9 %. Navíc Moneta má přebytný kapitál ve výši 17,01 CZK na jednu akcii. Očekáváme, že v dalších letech dojde k postupné distribuci přebytného kapitálu akcionářům.

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. Ve srovnání s aktuální cenou Monety na burze nabízí naše cílová cena celkový výnos 29,2 %, což odpovídá nákupnímu doporučení.

Finanční data	2020	2021f	2022f	2023f	Poměrové ukazatele	2020	2021f	2022f	2023f
Výnosy (mil. CZK)	12 098	10 859	11 360	12 531	P/E (akt. cena, x)	17,4	14,6	12,8	10,4
Cost / Income poměr (%)	46,0	51,3	48,9	45,0	Price / book value (x)	1,7	1,6	1,5	1,5
Čistá úroková marže (%)	3,3	2,8	2,8	3,0	Price / sales (x)	3,7	4,1	3,9	3,6
Čistý zisk (mil. CZK)	2 567	3 055	3 495	4 319	Dividendový výnos (%)	0,0	3,4	6,1	7,0
Zisk na akcii	5,0	6,0	6,8	8,5	ROE (%)	9,5	10,7	12,0	14,3
Cash flow na akcii	10,1	9,1	9,5	11,4	ROTE (%)	10,7	12,0	13,5	15,9
Dividenda na akcii	0,0	3,0	5,4	6,2	ROA (%)	0,9	1,0	1,1	1,2
Výplatní poměr (%)	0,0	59,7	90,0	90,0	Úvěry / depozita (%)	87,3	91,9	91,9	92,0

Očekávané události: 29. října – výsledky hospodaření za Q3 21

4. čtvrtletí – mimořádná valná hromada

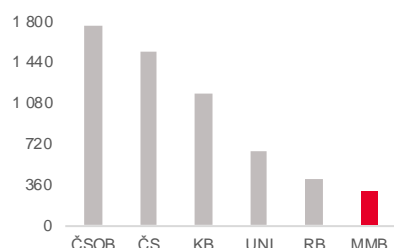


Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

Základní přehled o společnosti

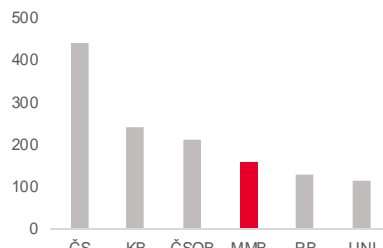
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Silné postavení v retailovém segmentu a segmentu malých a středních podniků Rozsáhlá a rovnoměrně rozložená distribuční síť poboček a bankomatů Vysoká kapitálová vybavenost a úroveň rentability aktiv Nezávislost na externím financování Dlouhodobé zkušenosti managementu s fungováním českého bankovního sektoru 	<ul style="list-style-type: none"> Omezená regionální diverzifikace Vysoká poplatková konkurence Vysoká regulovanost odvětví
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> Příznivý makroekonomický obrázek české ekonomiky Rostoucí úrokové sazby s pozitivním dopadem na hospodaření Nízká penetrace finančních služeb u populace a korporátních klientů Rozšíření poskytovaných služeb Atraktivní cenová politika s pozitivním vlivem na růst klientského portfolia Akviziční růst 	<ul style="list-style-type: none"> Přísnější regulace Neúspěšná strategie bez kýženého efektu nárůstu objemu úvěrů Nižší vyplácená dividendy, než odhadujeme Sektorová daň na banky

Bilanční suma (mld. CZK, konec 2020)

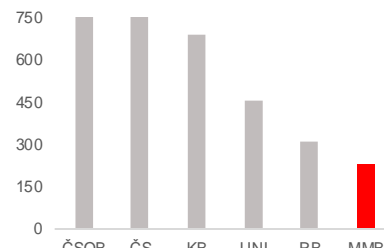


Zdroj: Webové stránky bank

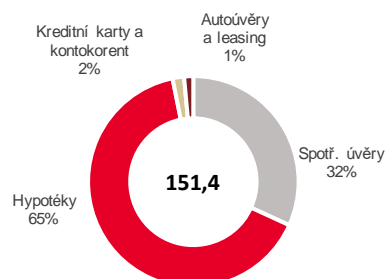
Počet poboček ke konci 2020



Úvěry klientům (mld. CZK, konec 2020)

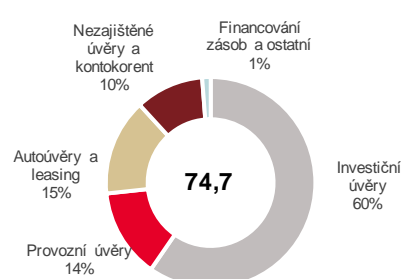


Retailové úvěry (mld. CZK, 2020)

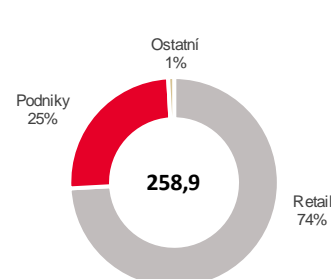


Zdroj: MONETA Money Bank

Korporátní úvěry (mld. CZK, 2020)



Depozita klientů (mld. CZK, 2020)



Finanční situace společnosti

Výsledky hospodaření za Q2 21

mil. CZK	Q2 20	Q2 21	změna	Odhad KB	Konsensus
Čistý úrokový výnos	2 083	2 056	-1,3 %	2 105	2 087
Čistý výnos z poplatků a provizí	423	495	17,0 %	453	495
Celkové provozní výnosy	3 669	2 704	-26,3 %	2 708	2 717
Celkové provozní náklady	-1 384	-1 333	-3,7 %	-1 319	-1 329
Čistý zisk	435	833	91,5 %	812	810
Zisk na akcii	0,85	1,63	91,5 %	1,59	1,59

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; konsensus MONETA Money Bank, konsensus MMB mezi 12 analytiky včetně KB

Hospodářské výsledky za druhé čtvrtletí tohoto roku rozhodně nezklamaly. Na čistém zisku jsou lepší než odhady, ale na ostatních položkách více méně podle toho, co se čekalo. Vedení Monety zvýšilo očekávání na celoroční čistý zisk, který slouží jako základna pro výpočet dividendy.

Kvartální výsledky jsou prakticky bez překvapení, všechny sledované položky jsou podle očekávání.

Co se týká poskytnutých spotřebitelských úvěrů, Moneta tradičně překonala růst trhu. Celkové úvěry vzrostly o 9,2 %, z toho retailové portfolio přidalo 14,0 %, komerční úvěry jsou stabilní. Celkový růst je tažen hypotékami (27,1 %) spolu s úvěry malým a středním podnikům (20,0 %). Celkové vklady vzrostly o 3,9 % (retailové 5,6 %, komerční mírný pokles -0,8 %). Čistý úrokový výnos činil ve druhém kvartále 2,1 mld. CZK (1,5 % y/y), což považujeme ve shodě jak s konsensem, tak s naší projekcí. Čistá úroková marže zůstala meziročně stabilní na 2,7 %. Celkové provozní výnosy klesly v meziročním srovnání o 26,3 % na 2,7 mld. CZK. Nicméně před rokem došlo k zaúčtování mimořádného zisku z akvizice (Wüstenrot) ve výši 1,1 mld. CZK, který se v tomto kvartále samozřejmě neopakoval. Bez této položky by celkové výnosy vzrostly o více než 5 % y/y. Celkové provozní náklady v meziročním srovnání klesly o 3,7 % na 1,3 mld. CZK hlavně kvůli nižším personálním nákladům. Opravné položky k nespláceným úvěrům byly v Q2 pouze 334 mil. CZK, proti loňským 1,85 mld. CZK. Opravné položky se vloni tvořily zejména ve druhém kvartále, což bylo dáno situací související s pandemií. Zejména díky nižším opravným položkám vzrostl čistý zisk o nevídaných 91,5 % na 833 mil. CZK.

Celková kapitálová přiměřenost vzrostla na vysokých 19,2 % z 18,5 % dosažené v Q1 21.

Celoroční cíle vedení Monety. Celkové výnosy by nově měly dosáhnout 10,8 mld. CZK, což je pokles proti původní projekci 11,2 mld. CZK. Důvody mírného snížení jsou vysoký konkurenční tlak, předčasná splacení a úvěry v selhání vzhledem k situaci související s pandemií. Celkové provozní náklady by měly proti původní projekci zůstat beze změny (-5,5 mld. CZK). Stejným tempem jako pokles odhad výnosů bohužel klesne i provozní zisk na 5,3 mld. CZK ze 5,7 mld. CZK. **Nicméně klesnou náklady na riziko na 60-70 bb z 80-100 bb. A na základě toho by čistý zisk měl nově vzrůst na 3,0 mld. CZK z původních 2,8 mld. CZK.** To by mělo být **pozitivní pro výplatu dividendy**, protože základna pro její výplatu se počítá právě z čistého zisku.

Co se týká dividendy, o **možnosti výplaty rozhodne ČNB asi na konci třetího kvartálu. Předpokládáme, že omezení padnou** a Moneta bude moci vyplatit navrženou dividendu ve výši 3 CZK. **V následujících letech** bychom také čekali, kromě dividendy, **distribuci aspoň části přebytečného kapitálu**, který je 8,7 mld. CZK nebo 17,01 CZK na jednu akcii.

Výhled na letošní rok

Příznivé makroprostředí pro bankovní sektor

HDP se loni propadlo vlivem restriktivních opatření souvisejících s vlnami pandemie o 5,8 %. Letos čekáme jeho růst o 4,2 %. Důvod je proti loňskému roku otevření ekonomiky. Odhadujeme nárůst spotřeby domácností zejména v druhém pololetí. Cenové tlaky zůstávají silné a inflace by měla dosáhnout 3,0 %, což je nad 2% inflačním cílem České národní banky. Za tím je výrazně uvolněná hospodářská politika v loňském roce a nárůst cen komodit v čele s ropou. Očekáváme slušnou úvěrovou aktivitu. Očekáváme také, že bankovní sektor bude podpořen růstem úrokových sazeb. Na srpnovém zasedání zvýšila ČNB úrokové sazby podruhé v řadě o 25 bb na 0,75 %. V tomto roce čekáme další dvojí zvýšení po 25 bb na 1,25 %. V příštím roce by mohla ČNB zvýšit sazby čtyřikrát po 25 bb. Více se o našich hospodářských výhledech můžete dočíst v nejnovějších *Ekonomických výhledech* „Motor ekonomiky zažehnut“ <https://bit.ly/KB21Q3CZ>.¹ **Celkově tak hodnotíme makroekonomické prostředí za příznivé pro celý bankovní sektor.**

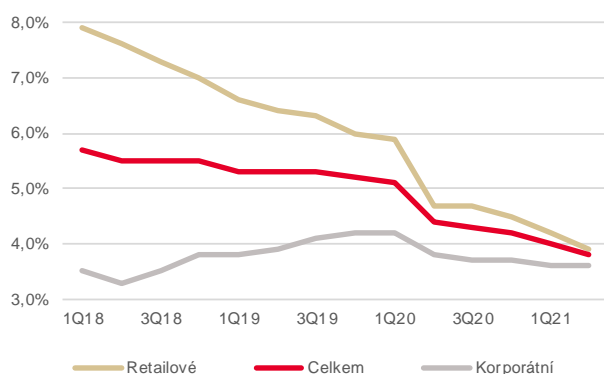
Rychlejší růst nových úvěrů ve srovnání s celým trhem.

Růst poskytnutých úvěrů Monety vloni vysoce překonal zbytek bankovního trhu. Zatímco celkové hrubé úvěry se v bankovním sektoru zvýšily o 3,8 %, Moneta dokázala zvýšit svoje portfolio o 45,5 %, a to zejména díky retailovému segmentu. **Rychlejší růst MMB očekáváme i pro letošní rok**, a to o téměř 7 %, zatímco v případě sektoru by se mělo jednat pouze o necelých 6 %.

Pokles úrokových marží vzhledem k posunu k zajištěným úvěrům.

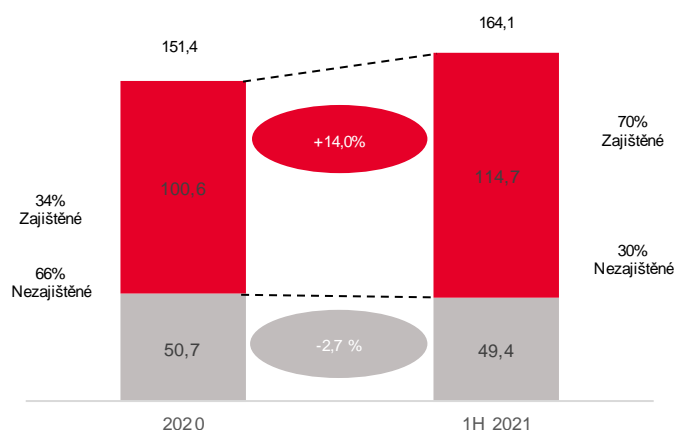
V následujících grafech je vidět pokles úrokových marží. Klesal výnos retailových úvěrů na 3,9 % a mírně se snížil také výnos korporátních úvěrů na 3,6 %. Celkový výnos tak dosáhl v první polovině roku 3,8 %. **Struktura maloobchodního portfolia je jedním z nejdůležitějších faktorů.** Monetě se za poslední rok podařilo výrazně změnit poměr zajištěných a nezajištěných úvěrů. Ke konci roku 2019 bylo retailové portfolio složeno ze 52 % ze zajištěných úvěrů, zatímco v letošním pololetí to bylo již 69 %. Za tím je prudký nárůst hypoték po akvizici Wüstenrotu. 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

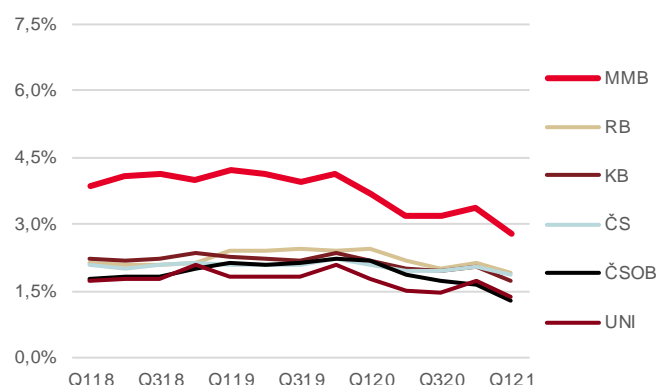
¹ Publikace „Motor ekonomiky zažehnut“ byla zveřejněna 28. července 2021 v 10:32 na našich webových stránkách <https://bit.ly/KB21Q3CZ>.

Čistý úrokový výnos by měl v dalších letech růst.

Čistý úrokový výnos vzrostl v loňském roce o 4,5 %. Mírně klesla čistá úroková marže. V letošním roce v našich projekcích očekáváme, že čistý úrokový výnos bude v meziročním srovnání vyšší o 0,3 % a dosáhne 8,3 mld. CZK. Čistá úroková marže však dále klesne z loňských 3,3 % na 2,8 %. Pokles čisté úrokové marže je způsoben změnou struktury úvěrového portfolia. Graf srovnává

marže šesti největších bank včetně Monety. Je jasné vidět, jaké má Moneta postavení ve srovnání s ostatními. A i v dalších letech odhadujeme, že Moneta bude dosahovat vyšší marže než srovnatelné bankovní domy. Na vývoj úrokových marží v bankovním sektoru bude mít jednoznačně pozitivní vliv očekávané zvyšování úrokových sazeb ze strany ČNB. Management odhaduje, že nárůst úrokových sazeb o 25 bb má na roční bázi pozitivní dopad asi 130 mil. CZK na čistý úrokový výnos.

Srovnání vývoje čistých úrokových marží



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

Letos očekáváme zlepšení čistého výnosu z poplatků a provizí.

Po poklesu v minulém roce (2020) odhadujeme, že čistý výnos z poplatků a provizí v letošním roce přidá 5,1 % a dosáhne 1,99 mld. CZK. Růst souvisí s příjmy z provedených transakcí, správou aktiv, vedením úvěrových i depozitních produktů.

Tlak na růst mezd povede ke zvýšení celkových provozních nákladů.

V našich odhadech pro letošní rok počítáme s mírným růstem provozních nákladů o 0,4 % na téměř 5,6 mld. CZK. Tyto náklady by měly být ovlivněny především vyššími odpisy a amortizací dlouhodobého majetku, což souvisí a investiční aktivitou. Samozřejmě tlak na růst mezd bude souviset s růstem platů samotných a mírným nárůstem počtu zaměstnanců. V tomto roce by také měly vzrůst administrativní náklady. Poměr nákladů vůči výnosům očekáváme ve výši 51,3 %, což je nad loňskými 46,0 %.

Pokles opravných položek k problémovým úvěrům po vypjatém roce 2020.

Loni došlo k prudkému nárůstu opravných položek k nespláceným úvěrům. Tvorba opravných položek samozřejmě souvisela s propuknutím pandemie a s tím spojených restriktivních opatření. **Zatímco vloni se tyto náklady vyšplhaly na rekordních 3,6 mld. CZK, v tomto roce by podle našich projekcí měly klesnout na 1,5 mld. CZK.**

Odhadujeme pokles nákladů na riziko k 60 bb po loňských 174 bb, které byly ovlivněny tvorbou opravných položek souvisejících s pandemií.

Moneta pokračuje v prodeji nevýkonných pohledávek. Moneta utržila vloni navíc díky těmto prodejům 210 mil. CZK. Vloni se banka zbavila části tohoto portfolia v objemu 2,3 mld. CZK, letos plánuje v závislosti na podmínkách na trhu 1,5 až 2,0 mld. CZK. Letos již Moneta prodala 1,2 mld. CZK nevýkonných nezajištěných retailových úvěrových pohledávek, z čehož bude realizovat mimořádný zisk před zdaněním ve výši 104 mil. CZK. Naše odhady naznačují podílů úvěrů v selhání v tomto roce na 2,8 % celkového úvěrového portfolia.

Prudký nárůst čistého zisku vzhledem k poklesu opravných položek.

Čistý zisk by měl letos ukázat podstatný růst. Odhadujeme zvýšení o 19 % na 3,1 mld. CZK. Rozhodujícím důvodem je prudký pokles opravných položek. Na druhou stranu bude negativní vyšší efektivní daňová sazba. Ta by měla dosáhnout 20,3 % po 13,7 % zaúčtovaných vloni.

Následující tabulka ukazuje zveřejněný výhled managementu pro letošní rok ve srovnání s našimi odhady. Očekáváme, že Moneta cíle splní. Naše odhady jsou mírně nad projekcí banky. Považujeme je za spíše konzervativní.

Výsledky za rok 2020 a výhled pro rok 2021

	2020	2021 výhled managementu	2021 odhady KB
Celkový provozní výnos	12,1 mld. CZK	≥ 10,8 mld. CZK	10,9 mld. CZK
Provozní náklady	5,6 mld. CZK	≤ 5,5 mld. CZK	5,6 mld. CZK
Náklady na riziko	174 bb	60 – 70 bb	60 bb
Efektivní daňová sazba	13,7 %	~ 20 %	20 %
Čistý konsolidovaný zisk	2,6 mld. CZK	≥ 3,0 mld. CZK	3,1 mld. CZK
Čistý zisk na akcii	5,0 CZK	≥ 5,9 CZK	6,0 CZK
Dividenda na akcii*	3 CZK (návrh)		5,40 CZK
Rentabilita hmotného vlastního kapitálu	18,2 %	≥ 12,0 %	18,4 %

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

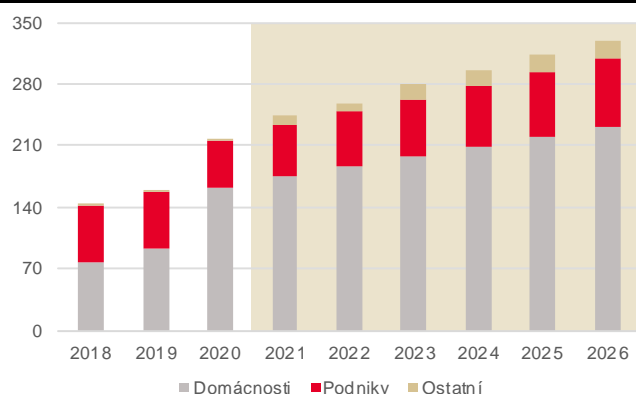
Dlouhodobé výhledy

Naše dlouhodobé projekce jsou založené na očekávaném růstu úrokových sazeb a zvyšujícím se objemu poskytnutých úvěrů.

Očekáváme rychlejší růst úvěrů Monety ve srovnání s trhem.

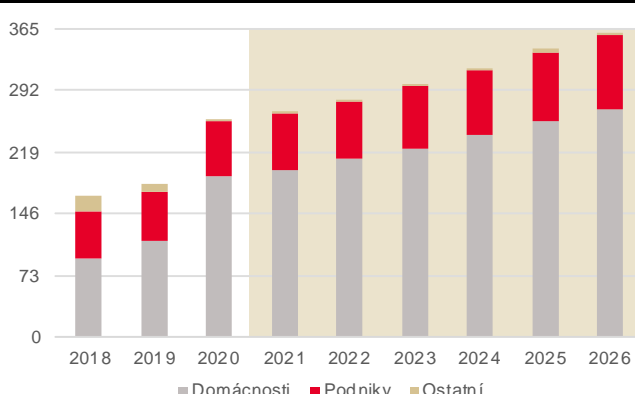
Díky investicím do zvyšování prodejních kapacit očekáváme rostoucí úvěrové portfolio v retailovém i korporátním segmentu. Pro období 2021 až 2026 odhadujeme průměrný roční růst celkových úvěrů o 6,1 % (CAGR). Maloobchodní sektor by měl růst stejným průměrným ročním tempem a zvyšovat se o 6,1 %. A velmi obdobné tempo bude i u korporátních úvěrů, kde odhadujeme průměrný roční růst o 6,3 %. Ve srovnání s trhem čekáme u Monety mírně rychlejší nárůst úvěrové aktivity. Trh by měl růst o 6,0 % ve zmíněném horizontu.

Rozložení úvěrů a jejich očekávaný vývoj (mld. CZK)



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

Rozložení depozit a jejich očekávaný vývoj (mld. CZK)



Vklady by podle naší projekce měly v období 2021-2026 vzrůst v průměru o zhruba 5,7 % (CAGR). Naše odhady pro růst celého trhu jsou na úrovni 5,1 %. Rostoucí úspory domácností by měly být klíčovým faktorem s průměrnou roční růstovou dynamikou 5,9 %. Korporátní depozita by měla vzrůst o 5,1 %.

Čistá úroková marže by se měla ve sledovaném období stabilizovat.

Z očekávaných letošních 2,8 % by se měla čistá úroková marže vyšplhat v následujících dvou letech na úroveň 3,0 %. Pozitivně se projeví očekávané zvyšování úrokových sazeb. V námi sledovaném období odhadujeme stabilizaci čisté úrokové marže lehce pod hranici 3 %. Čistý úrokový výnos poroste ve sledovaném období průměrně o 3,1 % a na konci našeho horizontu dosáhne 11,7 mld. CZK.

Klasické poplatky budou klesat, ostatní výnosy naopak porostou a tento pokles překonají.

Průměrný růst celkových provozních nákladů předpokládáme v následujících letech kolem 1,2 %.

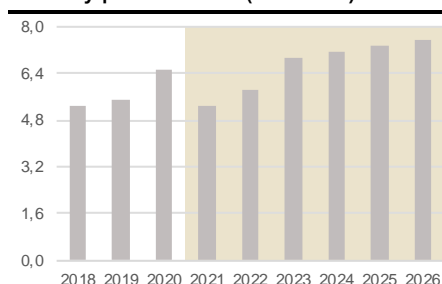
Čistý zisk ve sledovaném období poroste.

Čistý výnos z poplatků a provizí by měl v letech 2021 až 2026 růst průměrným ročním tempem 3,9 %. Stále budou přetrvávat tlaky na pokles klasických poplatků, na druhou stranu služby v oblasti správy aktiv a ostatní by měly tento negativní trend více než kompenzovat.

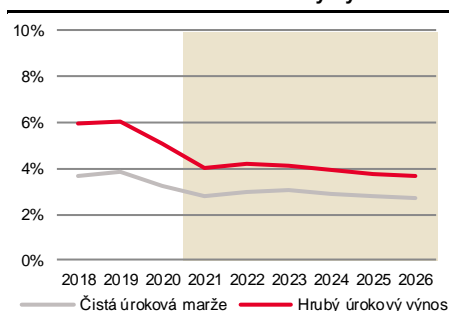
Celkové provozní náklady by měly ve sledovaném období směřovat k hladině 6 mld. CZK. Průměrné roční tempo růstu (CAGR) by mělo být 1,2 %. Personální náklady jsou v této skupině největší položkou a vzhledem k současnému tlaku na trhu práce porostou nejrychleji. U administrativních nákladů čekáme pouze mírný růst.

Po propadu čistého zisku v roce 2020 na 2,6 mld. CZK odhadujeme postupný růst k 4,7 mld. CZK v roce 2026. Čistý zisk je pravidelně pozitivně ovlivňován prodeji nevýkonných úvěrových pohledávek. Dochází k tomu i v tomto roce. Nicméně objemy budou klesat tak, jak se zlepšuje úvěrová bilance. Efektivní daňovou sazbu čekáme na úrovni 20 %.

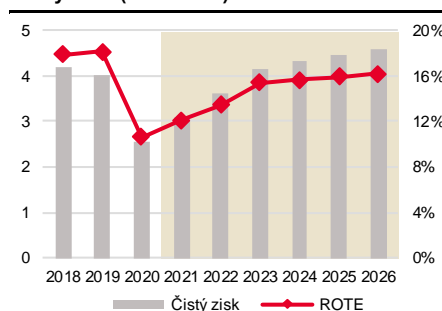
Celkový provozní zisk (mld. CZK)



Čistá úroková marže vs. hrubý výnos



Čistý zisk (mld. CZK)



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

Vedení Monety poskytlo svoji střednědobou prognózu do roku 2026. Tyto projekce jsou spolu s našimi odhady v následující tabulce.

Střednědobý výhled hospodaření

	2020	2026 výhled managementu	2026 odhady KB
Celkový provozní výnos	12,1 mld. CZK	13,9 mld. CZK	13,6 mld. CZK
Provozní náklady	5,6 mld. CZK	6,0 mld. CZK	6,0 mld. CZK
Zisk před náklady na riziko	6,6 mld. CZK	7,9 mld. CZK	7,6 mld. CZK
Náklady na riziko	3,6 mld. CZK	1,7 mld. CZK	1,8 mld. CZK
Čistý konsolidovaný zisk	2,6 mld. CZK	5,0 mld. CZK	4,7 mld. CZK
Čistý zisk na akcii	5,0 CZK	9,8 CZK	9,1 CZK
Dividenda na akcii*	3 CZK*	7,8 CZK	8,0 CZK

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

Očekáváme, že Moneta své cíle splní.

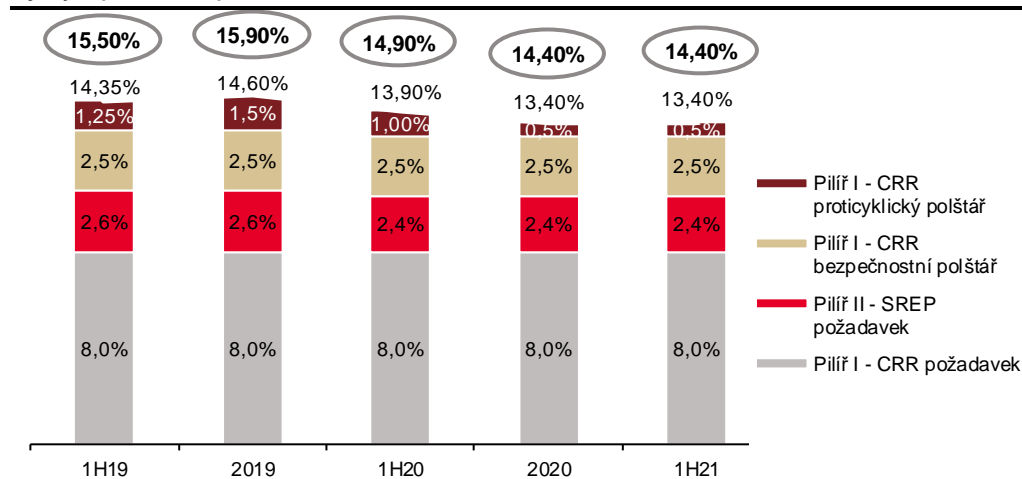
Očekáváme, že ČNB bude v tomto a příštím roce zvyšovat úrokové sazby. Růst provozního zisku bude dán růstem výnosových položek a nižším růstem nákladových. **Na základě našich odhadů (viz tabulka výše) si myslíme, že cíle jsou splnitelné.**

Kapitálová vybavenost

Moneta má vysokou kapitálovou pozici.

Moneta Money Bank patří k nejlépe kapitálově vybaveným bankám v celém regionu střední a východní Evropy. Cíl banky je udržovat svoji kapitálovou přiměřenost ve výši 14,4 %. Ta se v současnosti skládá z 10,4 % SREP požadavku, 2,5 % bezpečnostní kapitálové rezervy, 0,5 % proticyklické kapitálové rezervy. Nad tento rámec stanovilo vedení Monety navíc rezervu 1,0 %.

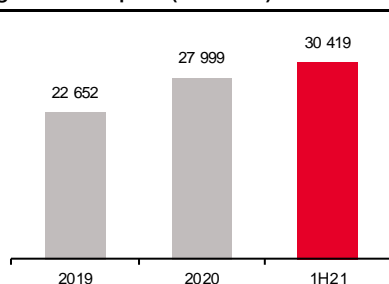
Vývoj kapitálového požadavku



Zdroj: Moneta Money Bank

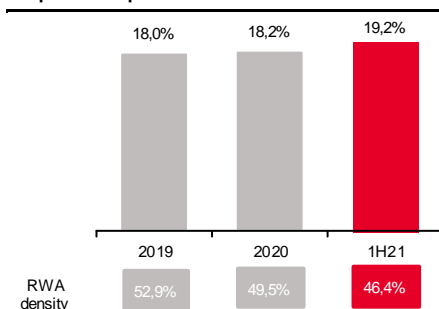
Na konci prvního pololetí tohoto roku je ukazatel kapitálové přiměřenosti na výši 19,2 %. Regulační kapitál dosáhl 30,4 mld. CZK. Rizikově vážená aktiva (RWA) dosáhla 158,8 mld. CZK. Objem rizikově vážených aktiv se od konce minulého roku zvýšil o 3,0 % zatímco objem celkových poskytnutých úvěrů narostl o 5,9 %. Přebytný kapitál se na konci Q2 21 zvýšil vzhledem k nevyplacení dividend na 8,7 mld. CZK respektive 17,01 CZK na jednu akcii. Očekáváme, že v dalších letech dojde k postupné distribuci přebytného kapitálu akcionářům.

Regulační kapitál (mil. CZK)

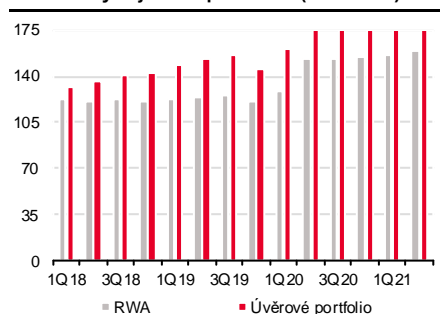


Zdroj: Moneta Money Bank

Kapitálová přiměřenost



RWA a vývoj úvěr. portfolia (mil. CZK)



Poměr rizikově vážených aktiv vůči celkovým aktivům banky odhadujeme pro 5letý horizont pod hranici 50 %. Ten již výrazně klesl v předchozích letech, kdy Moneta odprodávala portfolia nevykonných úvěrových pohledávek a očistila tím svoji bilanci. 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 hranici 100 %.

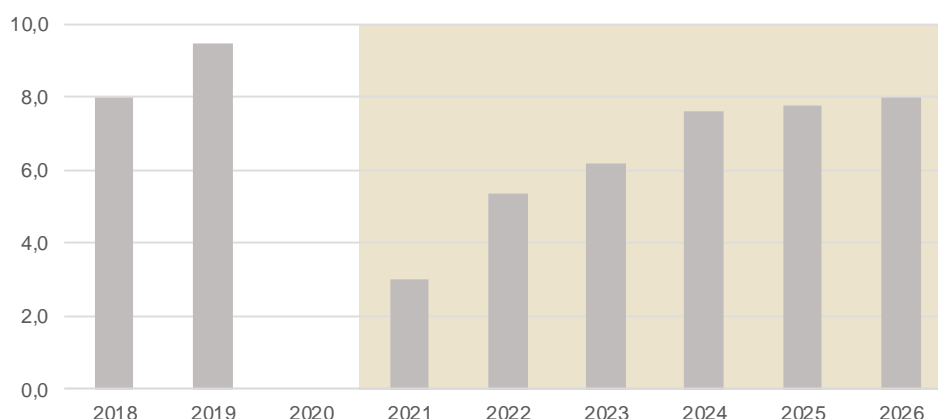
Dividendová politika

Dividendová politika Monety je minimálně 70 % čistého zisku.

Standardní dividendová politika Monety je podle jejího managementu alespoň 70 % čistého ročního zisku. Připomeňme, že vloni dividendy vyplacena nebyla kvůli doporučení ČNB. Toto doporučení zadržet zisky vzhledem ke krizové situaci platí minimálně do konce letošního třetího kvartálu. Nicméně pak čekáme, že ČNB své postavení přehodnotí. Management již navrhl dividendu ve výši 3 CZK, o které bude ČNB jednat asi na konci třetího čtvrtletí. Předpokládáme, že omezení padne a Moneta bude moci dividendu vyplatit. Hrubý výnos by se měl v příštích letech dostat až k 9 %. Navíc, Moneta je v postavení, že mohla také vyplácet přebytný kapitál nad rámec standardní dividendy v následujících letech.

Následující graf ukazuje naše odhady dividend v následujících letech.

Dividenda na akcii* (CZK)



Zdroj: Moneta Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; *v roce, ve kterém je vyplacena

Aktivita na poli M&A

Skupina PPF se podruhé pokusila ovládnout Monetu, neúspěšně.

Na konci ledna tohoto roku **vyhlásila skupina PPF dobrovolnou nabídku akcionářům Monety za 80 CZK za jednu akcii** (naš komentář naleznete zde https://bit.ly/Moneta_PPFOfferCZE).

V tomto tendru se podařilo získat PPF 27,73 % akcií Monety (naš komentář je k dispozici zde https://bit.ly/Moneta_PPFOffer_acceptance_CZ). Spolu s podílem, který PPF již držela (0,63 %), a dalšími nákupy **PPF nyní ovládá 29,941 % akcií Monety**.

Následným krokem k ovládnutí Monety skupinou PPF měla být **akvizice Air Bank, českého a slovenského Home Creditu a Benxy ze skupiny PPF Monetou**. Celková kupní cena za tato aktiva byla 25,9 mld. CZK. Moneta měla 2,59 mld. CZK zaplatit v hotovosti a dále měla vydat 291 375 000 ks nových akcií za 80 CZK na akcii do rukou PPF. **Celkový počet akcií Monety by se tak zvýšil na 802 375 000 ze současných 511 000 000. Po vypořádání transakce by skupina PPF ovládala asi 55,38 % akcií Monety.** Znamenalo by to nařazení stávajících akcionářů o 36,31 %. **Následovat měla povinná nabídka odkupu na zbylé akcie Monety od PPF, pravděpodobně za 80 CZK za jeden kus** (naš komentář je zde https://bit.ly/Moneta_AirBank_CZ).

O celé transakci měla rozhodnout mimořádná valná hromada Monety, která se konala 22. června. Na programu byly dva hlavní body:

1. Hlasování o akvizici Air Bank a ostatních aktiv PPF. Podmínkou byla účast minimálně 50 % všech akcionářů plus jedna akcie (255 500 001) a z nich více než 50 % musí hlasovat pro.

2. Hlasování o vydání nových akcií. Stejně jako v předchozím bodu muselo být přítomno minimálně 50 % všech akcionářů a z nich muselo 75 % hlasovat pro.

Zatímco bod číslo jedna byl akcionáři schválen, investoři odmítli druhý bod a navýšení kapitálu. Transakce na jejímž konci by PPF ovládla Monetu se tak neuskuteční, alespoň ne nyní. Detailnější komentář si přečtete zde https://bit.ly/Moneta_EGM_CZ.

Tím vlastně akcionáři říkají, že akvizice Air Bank se jim líbí, ale nelíbí se jim vypořádání transakce. Tedy vydání nových akcií bez možnosti přednostního úpisu. To by totiž vedlo k nařazení jejich podílů o cca 36,31 %.

Jaké mohou být další kroky?

1. Moneta bude dále aktivní na poli M&A a podívá se po jiných akvizičních cílech.
2. Moneta se stane akvizičním cílem.
3. **Mnohem pravděpodobnější je, že PPF svou snahu ovládnout Monetu nevzdá. Toto byl již druhý neúspěšný pokus o získání kontroly nad Monetou. PPF investovala spoustu času, úsilí a kapitálu, aby to vzdala. PPF nyní drží 29,941 % akcií Monety a odhadujeme, že se PPF k jednáním vrátí. Z našeho pohledu je to jen otázka času.**

Ocenění společnosti

Sektorové srovnání

Aktie Monety se na sledovaných násobcích (P/E, P/BV, P/S) obchodují s premií vůči skupině vybraných konkurentů i celému evropskému bankovnímu sektoru (EURO STOXX Banks). MMB nabízí jednu z největších rentabilit vlastního kapitálu a aktiv ve srovnání s konkurencí. Navíc, bude podle našeho názoru v nejbližších letech vyplácet vyšší dividendy než konkurence. Je velmi dobře kapitálově vybavena a podle poměru úvěrů vůči vkladům není závislá na externím financování.

Z našeho pohledu je premie MMB opodstatněná. Její ocenění bychom viděli nad mediánem trhu.

MONETA Money Bank vs. konkurenti

	P/E akt.	P/E 2021	P/E 2022	P/BV akt.	P/TABV akt.	P/S akt.	Div. výnos 2021	ROE akt.	ROA akt.
MONETA MONEY BANK	17,3	14,6	12,7	1,6	1,6	3,7	3,4	9,5	0,9
Komerční banka a.s.	17,9	15,2	13,1	1,3	n/a	n/a	5,1	7,7	0,7
BRD-Groupe Societe Generale SA	11,3	11,9	11,0	1,3	1,4	3,8	8,0	12,6	1,8
Privredna Banka Zagreb dd	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,4	0,7
BNPP Bank Polska SA	14,6	12,0	10,1	0,8	0,9	1,8	0,0	5,9	0,6
Bank Handlowy w Warszawie SA	11,2	8,6	15,4	0,8	0,9	2,3	2,8	7,0	0,9
OTP Bank Nyrt	12,3	10,6	9,7	1,8	2,0	3,1	2,2	15,8	1,7
Santander Bank Polska SA	31,8	21,0	13,7	1,1	1,2	3,1	1,5	3,5	0,4
Bank Polska Kasa Opieki SA	19,7	15,0	12,3	1,1	1,2	3,2	3,9	5,6	0,6
Powszechna Kasa Oszczednosci B	n/a	11,0	10,8	1,2	1,3	3,1	4,4	-3,4	-0,4
Sberbank of Russia PJSC	6,7	6,4	6,1	1,4	1,5	2,0	8,3	21,7	3,1
Bank Millennium SA	n/a	n/a	13,9	0,9	1,0	1,9	0,0	-6,4	-0,5
Vseobecna Uverova Banka AS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,0	0,4
Alior Bank SA	13,3	13,7	11,1	0,9	0,9	1,2	0,0	6,7	0,6
Akbank TAS	4,0	3,4	2,8	0,4	0,5	0,6	5,5	12,0	1,5
Türkiye Garanti Bankası AS	4,9	3,4	2,9	0,6	0,6	0,6	7,4	13,4	1,5
Yapi ve Kredi Bankası AS	3,5	3,0	2,4	0,4	0,4	0,4	4,4	13,1	1,3
Türkiye İş Bankası AS	3,4	2,8	2,0	0,4	0,4	0,3	7,6	11,4	1,0
Banca Transilvania SA	11,1	11,3	10,3	1,6	1,7	3,2	5,3	17,4	1,6
Hacı Omer Sabancı Holding AS	3,5	3,4	2,7	0,5	0,6	0,3	4,7	15,8	1,2
Medián srovnávací skupiny	11,2	10,8	10,3	0,9	0,9	1,9	4,4	7,7	0,9
EURO STOXX Banks Price EUR	10,8	8,9	8,9	0,7	0,7	1,8	5,5	6,4	0,3
MMB vs. medián	54%	35%	24%	79%	65%	91%	-21%	23%	-4%
MMB vs. STOXX	60%	63%	44%	148%	109%	105%	-37%	49%	155%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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 2021-26 a dividendy ze zisku let 2020-25 jsme diskontovali k září 2021. Cenu vlastního kapitálu jsme vypočetli na základě modelu CAPM, kdy jsme vzali v potaz námi očekávaný vývoj bezrizikové úrokové míry v budoucích letech, a prémii určili podle výpočtů Aswatha Damodarana. Cena vlastního kapitálu se pro sledované období pohybuje v rozmezí 7,8-9,3 % a pro terminální fázi na úrovni 9,3 %.

Na základě průměru našich modelů jsme odhadli **fair value akcií MONETA Money Bank na 109,7 Kč za kus.**

Parametry a metody ocenění akcií MONETA Money Bank

	2021	2022	2023	2024	2025	2026		2021	2022	2023	2024	2025	2026
Míra vlastního kapitálu	7,8 %	8,9 %	9,2 %	9,3 %	9,4 %	9,3 %	DDM						
Bezriziková úroková míra	1,4 %	2,5 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %	2,9 %	Dividenda na akcii	3,00	5,40	6,20	7,60	7,80	8,00
Beta	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	Explicit value	29,1					
Riziková premie	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	Terminal value	62,8					
Růst dividendy po roce 2026	1,2 %						Fair value (mil. CZK)	46 984					
Růst FCFE po roce 2026	1,0 %						Fair value na akcii	91,9					
Výplatní poměr po 2026	90,0 %						DFCF						
ROE po roce 2026	12,0 %						Čistý zisk	3 055	3 495	4 319	4 415	4 529	4 646
Excess return model							Odpisy majetku	1 174	1 200	1 217	1 217	1 229	1 241
ROE	10,7 %	12,0 %	14,3 %	14,4 %	14,5 %	14,7 %	Opravné položky k úvěrům	1 456	1 411	1 496	1 589	1 677	1 769
Return spread	3,0 %	3,1 %	5,1 %	5,1 %	5,2 %	5,4 %	Ostatní nepeněžní úpravy	223	-8	28	29	30	31
Vlastní kapitál	27 050	28 484	29 143	30 231	30 676	31 150	Změna prac. kapitálu	0	0	0	0	0	0
Nadprůměrný výnos	799	895	1 476	1 537	1 592	1 667	Kapitálové výdaje	-1 274	-1 275	-1 276	-1 277	-1 275	-1 276
Vlastní kapitál na začátku	27 050						Výnos z prodeje majetku	23	23	23	23	23	23
Explicit value	6 006						FCFE	4 656	4 846	5 807	5 997	6 213	6 434
Terminal value	13 032						Explicit value	26 106					
Fair value (mil. CZK)	46 087						Terminal value	48 977					
Fair value na akcii	90,2						Fair value (mil. CZK)	75 083					
							Fair value na akcii	146,9					

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 atraktivitu.

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 (-2 %):** Odráží zejména nejistotu hlavně na poli M&A. Moneta a snaha skupiny PPF ji ovládnout znamená pro trh nejistotu. A tu nemají investoři rádi.
- **Spekulativní potenciál (-3 %):** MMB se obchoduje s premií oproti sektoru srovnatelných společností.

Za pomoci výše uvedených parametrů **stanovujeme cílovou cenu pro akcie MONETA Money Bank na 109,7 CZK za kus,** což implikuje tržní kapitalizaci společnosti na 56,052 mld. CZK. Ve srovnání s předchozí cílovou cenou je to nárůst o 13,1 %.

Analýza citlivosti ocenění (fair value)

Excess return					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,2 %	0,7 %	1,2 %	1,7 %	2,2 %
-100bp	92,0	93,7	95,6	97,8	100,3
-50bp	89,5	91,1	92,9	94,9	97,2
8,97% / 9,33% *	87,1	88,6	90,2	92,0	94,1
+50bp	84,8	86,0	87,5	89,2	91,0
+100bp	82,4	83,5	84,8	86,3	88,0

DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,2 %	0,7 %	1,2 %	1,7 %	2,2 %
-100bp	91,9	96,4	101,5	107,3	114,1
-50bp	88,0	91,9	96,4	101,5	107,3
8,97% / 9,33% *	84,5	88,0	91,9	96,4	101,5
+50bp	81,4	84,5	88,0	91,9	96,4
+100bp	78,5	81,4	84,5	88,0	91,9

FCFE					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %
-100bp	136,5	141,9	147,9	154,7	162,4
-50bp	136,1	141,4	147,4	154,2	161,8
8,97% / 9,33% *	135,7	141,0	146,9	153,6	161,3
+50bp	135,3	140,5	146,5	153,1	160,8
+100bp	134,9	140,1	146,0	152,6	160,2

Pozn.: * první hodnota odpovídá průměru za roky 2021-26, druhá hodnota po roce 2026

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 vedly ke snížení čistého zisku, a tím i k nižšímu ocenění společnosti.
- **Vývoj úrokových sazeb:** Dlouhodobě uvolněná měnová politika vedla k poklesu úrokových marží. Trvale velmi nízké sazby ČNB by přirozeně ovlivnily ziskovost banky.
- **Ekonomická situace:** Výrazné zhoršení vývoje české ekonomiky by mohlo vést k horší platební morálce podnikatelských subjektů i domácností, což by se promítlo 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:** Segment malých a středních podniků je obecně více rizikový, což v případě nepříznivého hospodářského vývoje může vést k problémům se splácením poskytnutých úvěrů.
- **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	2019	2020	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Čistý úrokový výnos	7 925	8 282	8 309	8 881	9 927	10 131	10 362	10 598
Čistý výnos z poplatků a provizí	1 950	1 891	1 987	1 957	2 059	2 162	2 270	2 384
Provozní výnosy celkem	10 519	12 098	10 859	11 360	12 531	12 850	13 202	13 564
Mzdové náklady	-2 318	-2 519	-2 507	-2 482	-2 557	-2 634	-2 713	-2 795
Ostatní správní náklady	-1 286	-1 406	-1 643	-1 610	-1 594	-1 610	-1 626	-1 643
Odpisy	-967	-1 129	-1 174	-1 200	-1 217	-1 217	-1 229	-1 241
Provozní náklady celkem	-5 019	-5 560	-5 569	-5 550	-5 636	-5 742	-5 862	-5 988
Tvorba opravných položek k úvěrům	-517	-3 562	-1 456	-1 411	-1 496	-1 589	-1 677	-1 769
Nezdaněný zisk	4 983	2 976	3 835	4 399	5 398	5 519	5 662	5 807
Čistý zisk	4 019	2 567	3 055	3 495	4 319	4 415	4 529	4 646

ROZVAHA								
Pokladní hotovost a peněžní ekvivalenty	6 697	7 782	4 206	5 862	8 159	12 418	18 835	22 023
Realizovatelná finanční aktiva	0	0	0	0	0	0	0	0
Úvěry a pohledávky za bankami	23 485	22 872	21 728	21 511	21 296	21 083	20 872	20 663
Úvěry a pohledávky za klienty	156 409	226 072	245 633	258 539	275 863	291 672	307 382	324 302
Nehmotný majetek a goodwill	2 283	2 957	3 077	3 202	3 107	3 138	3 170	3 202
Aktiva celkem	219 053	300 958	315 241	329 856	349 381	369 481	391 643	411 791
Závazky vůči klientům	181 523	258 906	267 341	281 479	299 944	319 624	341 336	361 015
Rezervy	209	289	275	261	248	235	224	212
Ostatní závazky	3 224	3 516	3 633	3 669	3 706	3 743	3 780	3 818
Závazky celkem	194 642	273 908	286 757	300 713	319 149	338 804	360 493	380 152
Vlastní kapitál celkem	24 411	27 050	28 484	29 143	30 231	30 676	31 150	31 639
Rizikově vážená aktiva	125 629	154 131	160 225	164 434	170 033	174 905	179 615	184 559

CASH FLOW								
Čisté peněžní toky z provozních činností	-2 038	3 411	-3 715	7 910	8 777	11 696	14 039	11 015
Peněžní toky z investičních činností	-6 556	-3 971	-1 249	-1 250	-1 251	-1 252	-1 250	-1 251
Čisté peněžní toky z finančních činností	-2 840	111	-1 533	-2 749	-3 146	-3 887	-3 974	-4 076
Free cash flow to equity	4 767	5 179	4 656	4 846	5 807	5 997	6 213	6 434

ÚDAJE V PŘEPOČTU NA AKCII (CZK)								
EPS	7,9	5,0	6,0	6,8	8,5	8,6	8,9	9,1
Vlastní kapitál (book value)	47,8	52,9	55,7	57,0	59,2	60,0	61,0	61,9
Volný cash flow	9,3	10,1	9,1	9,5	11,4	11,7	12,2	12,6
Hrubá dividenda ze zisku předchozího roku	9,5	0,0	3,0	5,4	6,2	7,6	7,8	8,0

POMĚROVÉ UKAZATELE								
Hrubý výnos	6,0 %	5,1 %	3,9 %	4,0 %	4,0 %	3,9 %	3,8 %	3,7 %
Náklady financování	0,6 %	0,6 %	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Čistá úroková marže	3,8 %	3,3 %	2,8 %	2,8 %	3,0 %	2,9 %	2,8 %	2,7 %
Cost/Income ratio	47,7 %	46,0 %	51,3 %	48,9 %	45,0 %	44,7 %	44,4 %	44,1 %
ROE	16,5 %	9,5 %	10,7 %	12,0 %	14,3 %	14,4 %	14,5 %	14,7 %
ROTE	18,2 %	10,7 %	12,0 %	13,5 %	15,9 %	16,0 %	16,2 %	16,3 %
ROA	1,8 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,1 %
Vlastní kapitál / aktiva	11,1 %	9,0 %	9,0 %	8,8 %	8,7 %	8,3 %	8,0 %	7,7 %
Poměr úvěrů vůči depozitům	86,2 %	87,3 %	91,9 %	91,9 %	92,0 %	91,3 %	90,1 %	89,8 %
Výpltní poměr	115,0 %	0,0 %	59,7 %	90,0 %	90,0 %	90,0 %	90,0 %	90,0 %

OCENĚNÍ								
P/E	11,1	17,4	14,6	12,8	10,4	10,1	9,9	9,6
P/BV	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4
P/S	4,3	3,7	4,1	3,9	3,6	3,5	3,4	3,3
Dividendový výnos	10,8 %	0,0 %	3,4 %	6,1 %	7,0 %	8,7 %	8,9 %	9,1 %

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

Upozornění

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

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, 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 vázáni 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 vyplývajícimu 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>

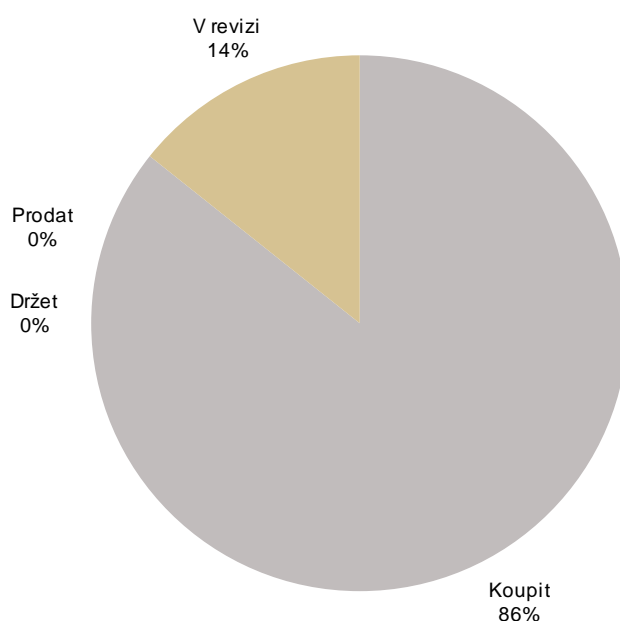
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 (8 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.

Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

	Avast	Česká zbrojovka	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon- wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů									
Doporučení	koupit	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	konec
Cílová cena	GBP 600	v revizi	CZK 621	CZK 367	CZK 109.7	CZK 362	pokryvání	CZK 16 512	pokryvání
Datum	11.02.2021	31.03.2021	23.07.2020	12.01.2021	31.08.2021	26.03.2021	15.02.2021	20.11.2020	22.11.2019
Cena v den publikace	CZK 147	CZK 370	CZK 474	CZK 246	CZK 87,1	CZK 259	CZK 800	CZK 14 320	EUR 24.7
Investiční horizont	12 měsíců		12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		12 měsíců	
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota		B. Trampota	
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	koupit	koupit	v revizi	v revizi	koupit	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 466	CZK 357	CZK 717	v revizi	v revizi	CZK 293	v revizi	CZK 18308	EUR 26
Datum	30.08.2019	27.11.2020	10.06.2019	26.11.2020	07.05.2021	08.01.2020	30.04.2020	03.12.2018	03.03.2017
Doporučení	v revizi		koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	
Cílová cena	v revizi		CZK 620	CZK 482	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 17546	
Datum	14.08.2019		11.06.2018	04.07.2019	29.10.2019	12.12.2018	01.04.2019	22.08.2017	
Doporučení	koupit		koupit	koupit	koupit	koupit	držet	držet	
Cílová cena	GBP 342		CZK 542	CZK 484	CZK 97	CZK 270	CZK 924	CZK 13500	
Datum	15.06.2018		20.09.2017	26.09.2018	07.03.2019	18.08.2017	26.10.2018	25.05.2017	
Doporučení					koupit	držet	v revizi	koupit	
Cílová cena					CZK 93	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum					06.03.2018	31.01.2017	17.05.2018	13.06.2016	
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	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
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	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	ano	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny.								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

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

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka