

| Bankovníctví | Aktualizace | Česká republika |

MONETA Money Bank

Upravujeme cílovou cenu na 104,6 CZK za akcii a opakujeme naše doporučení *Koupit*

Koupit

Cena 05.09.22	73,2 CZK
12m cíl	104,6 CZK
Pot. růst ceny	42,9 %
Dividenda	7,5 CZK
Celkový výnos	53,1 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

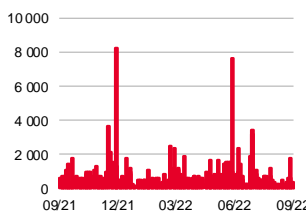
Citlivost na hospodářský růst

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC MONET.PR Bloom	MONET CP
52týdenní rozmezí	73 - 97,9
Tržní kap. (mld. CZK)	37,4
Tržní kap. (mil. EUR)	1519
Volně obchod. (%)	57,49
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-10,7 -4,8 -17,8
Relativně k PX	-3,5 11,0 -6,8

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

https://bit.ly/Moneta_2Q22results_CZ

https://bit.ly/Moneta_PPF_end_CZ

SOCIETE
GENERALE
GROUP

Investiční doporučení: Vzhledem k aktualizaci našeho modelu společnosti MONETA Money Bank jsme upravili cílovou cenu. Naše nová cílová cena pro akcie Monety je 104,6 CZK s doporučením *Koupit*. Doporučení zůstává beze změny, cílová cena se snížila z 109,7 CZK (vydáno 31. 8. 2021). Akcie Monety se při porovnání se srovnatelnými bankami obchodují s premií. Moneta je oceněna na P/B 1,3x, P/E 9,4x a P/S 3,4x. Srovnatelné bankovní domy se obchodují na násobcích 0,8x, 6,3x a 0,9x respektive. Moneta ale nabízí vyšší rentabilitu vlastního kapitálu ve srovnání s konkurencí a očekáváme, že bude také vyplácet vyšší dividendy. Premii Monety tak považujeme za opodstatněnou.

Hospodaření společnosti a očekávaný vývoj: Prostředí současných vysokých úrokových sazeb je pro bankovní sektor příznivé, navíc letos na podzim čekáme ještě další drobné utažení měnové politiky. Mělo by to mít pozitivní vliv na růst čistého úrokového výnosu. Čistá úroková marže by měla i nadále být vysoko nad srovnatelnými bankami. Jako velmi vysoké vnímáme riziko zavedení speciální daně pro bankovní sektor. Konzervativně předpokládáme, že dojde ke zvýšení daňové sazby ze zisku dvou následujících let. Odhadujeme, že by měla vzrůst ze současných asi 20 % a dosáhnout 40 %. To samozřejmě ovlivní čistý zisk v těchto letech. Letos očekáváme čistý zisk na úrovni 4,8 mld. CZK a 3,5 a 3,6 mld. CZK v letech 2023 respektive 2024. Pokud by k speciální dani nedošlo, reportovala by Moneta, podle naší odhadů, 4,6 a 4,9 mld. CZK. Nižší čistý zisk ovlivní také výši vyplácené dividendy.

Dividendová politika Monety je distribuce minimálně 70 % čistého zisku. Cílem managementu je ale vyplácet alespoň 80 %. Kvůli regulaci ze strany ČNB došlo letos poprvé po dvou letech k výplatě dividend. Pro následující roky předpokládáme konzervativně výplatní poměr na úrovni 80 % čistého zisku. Ze zisku roku 2021 vyplatila Moneta 7 CZK na akcii. Příští rok odhadujeme 7,5 CZK (ze zisku 2022). Nicméně v následujících dvou letech 2024 a 2025 by výplata měla klesnout kvůli zavedení speciální daně na 5,4 a 5,7 CZK. Následně se dividendy podle našich odhadů vrátí téměř k 8 CZK a hrubý dividendový výnos by měl přesáhnout hranici 9 %. Moneta má navíc přebytný kapitál ve výši 5,2 mld. CZK (10,2 CZK na akcii) včetně 2,3 mld. CZK na budoucí výplatu dividendy.

Ocenění společnosti: Pro určení ceny akcí 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 53,1 %, což odpovídá nákupnímu doporučení.

Finanční data	2021	2022e	2023e	2024e	Poměrové ukazatele	2021	2022e	2023e	2024e
Výnosy (CZKm)	11 168	12 206	12 662	13 263	P/E (akt. cena, x)	10,1	8,4	11,6	11,0
Cost / Income ratio (%)	49,6	46,1	45,6	44,5	Price / book value (x)	1,4	1,3	1,3	1,3
Čistá úroková marže (%)	2,7	2,8	2,7	2,7	Price / sales (x)	3,6	3,3	3,2	3,0
Čistý zisk (CZKm)	3 984	4 770	3 472	3 641	Dividendový výnos (%)	0,0	8,9	9,5	6,9
Zisk na akcii	7,8	9,3	6,8	7,1	ROE (%)	13,5	15,6	11,5	11,8
Cash flow na akcii	12,4	10,6	8,7	9,4	ROTE (%)	15,2	17,5	12,9	13,2
Dividenda na akcii	0,0	7,0	7,5	5,4	ROA (%)	1,2	1,3	0,9	0,9
Výplatní poměr (%)	0,0	89,8	80,0	80,0	Úvěry / depozita (%)	89,6	88,0	86,2	86,7

Očekávané události: 27. října – výsledky hospodaření za Q3 22

3. února – výsledky hospodaření za Q4 22

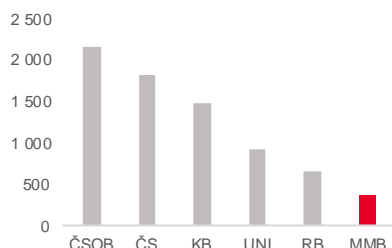


Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

Základní přehled o společnosti

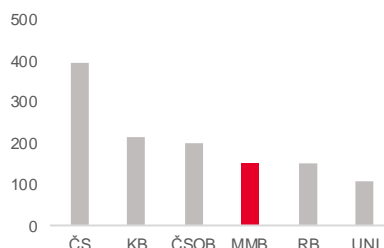
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Silné postavení v retailovém segmentu a segmentu malých a středních podniků Rozsáhlá a rovnoměrně rozložená distribuční síť poboček a bankomatů Vysoká kapitálová vybavenost a úroveň rentability aktiv Nezávislost na externím financování Dlouhodobé 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 dividenda, než odhadujeme Sektorová daň na banky

Bilanční suma (mld. CZK, Q2 22)

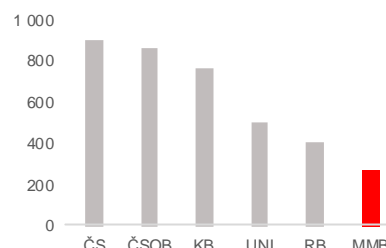


Zdroj: Webové stránky bank

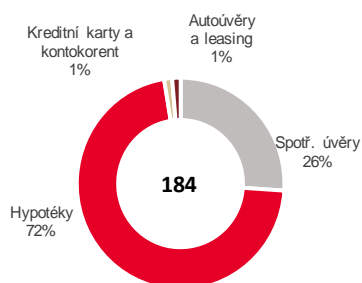
Počet poboček (Q2 22)



Úvěry klientům (mld. CZK, Q2 22)

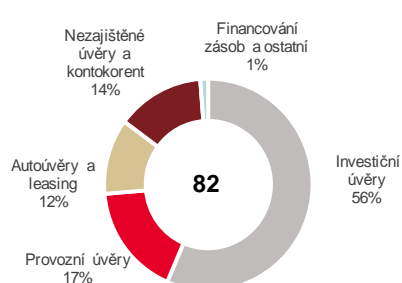


Retailové úvěry (mld. CZK, Q2 22)

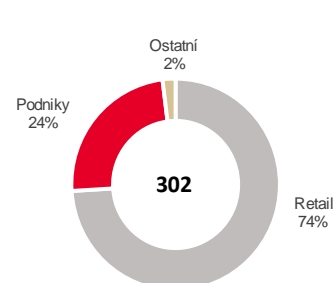


Zdroj: MONETA Money Bank

Korporátní úvěry (mld. CZK, Q2 22)



Depozita klientů (mld. CZK, Q2 22)



Finanční situace společnosti

Výsledky hospodaření za Q2 22

mil. CZK	Q2 21	Q2 22	změna	Odhad KB	Konsensus
Čistý úrokový výnos	2 056	2 458	19,6 %	2 414	2 476
Čistý výnos z poplatků a provizí	495	545	10,1 %	507	520
Celkové provozní výnosy	2 704	3 066	13,4 %	2 997	3 081
Celkové provozní náklady	-1 333	-1 275	-4,4 %	-1 300	-1 299
Čistý zisk	833	1 582	89,9 %	1 368	1 492
Zisk na akcii (CZK)	1,63	3,10	89,9 %	2,68	2,92

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

Hospodářské výsledky Monety za druhé čtvrtletí tohoto roku podstatně vzrostly v meziročním srovnání. Pozitivní vliv měly **vysoké úrokové sazby** a na úrovni čistého zisku **rozpouštění opravných položek**. Výsledky byly **ve shodě s konsensem**, malý rozdíl byl u čistého zisku, který je o 6 % lepší, než se čekalo.

Výsledky za druhý kvartál
vykázaly podstatný růst.

Úvěrové portfolio dosáhlo 267,1 mld. CZK, což znamená meziroční růst o 11,7 %. Z 69 % se na tom podílely retailové úvěry, které dosáhly 184,2 mld. CZK. Komerční portfolio vzrostlo na 83 mld. CZK (9,4 % y/y). Vzhledem k rychlému růstu úrokových sazeb dosáhl čistý úrokový výnos 2,5 mld. CZK (19,6 % y/y). Čistá úroková marže 2,7 % je v meziročním srovnání beze změny a proti předchozímu kvartálu klesla o jednu desetinu. Čistý výnos z poplatků a provizí vzrostl vzhledem k vyššímu počtu transakcí o 10,1 % a dosáhl 545 mil. CZK. Celkové provozní výnosy byly vyšší o 13,4 % na 3,1 mld. CZK. Provozní náklady byly ovlivněny vratkou 113 mil. CZK jako kompenzace nákladů za zrušenou akvizici. Inflace se projevila v ostatních nákladech. Personální náklady vzrostly, nicméně nárůst byl částečně eliminován poklesem počtu zaměstnanců. Celkové provozní náklady jsou meziročně nižší o 4,4 % a dosáhly 1,3 mld. CZK. Objem úvěrů v selhání klesl o 39,3 % na 3,8 mld. CZK. Vzhledem k platební morálce je to dáno překlasifikováním části portfolia a také jejich prodejem. Druhý kvartál posobě Moneta rozpouštěla opravné položky, kdy zaúčtovala 155 mil. CZK (-334 mil. CZK v Q2 21). Čistý zisk dosáhl 1,6 mld. CZK a představoval meziroční růst o téměř 90 %. Za vysokým růstem je zejména rozdíl v opravných položkách.

Kapitálová přiměřenost je 16,8 %. Tato hodnota byla bezpečně nad kapitálových požadavkem ve výši 15,1 % (včetně rezervy stanovené vedením MMB).

RoTE návratnost hmotného kapitálu vzrostla na 24,9 % (loni 13,1 %).

Nadbytečný kapitál dosáhl 5,2 mld. CZK, což odpovídá 10,2 CZK na jednu akcii. Tato suma již obsahuje 2,3 mld. CZK na budoucí výplatu dividendy.

Reportované výsledky za Q2 22 jsou ve shodě s odhady, pouze čistý zisk je o 6 % lepší. Management Monety potvrdil své celoroční projekce. Dosažené výsledky za celou první polovinu roku prezentují zhruba polovinu očekávaných výnosů (50,8 %) i nákladů (49 %). U čistého zisku je to 65,3 %. Z tohoto pohledu se zdá cíl Monety jako velmi konzervativní. Nicméně v druhé polovině se dá vzhledem k očekávanému zhoršení makroprostředí předpokládat tvorba rezerv proti jejich rozpouštění v první polovině roku. Podle stávajících cílů by měla Moneta dosáhnout celkových **výnosů nejméně 12 mld. CZK, provozních nákladů do 5,7 mld. CZK a čistý zisk nad 4,4 mld. CZK. Náklady na riziko** by měly být v intervalu **20 až 40 bb a RoTE nad 16 %**.

Výhled na letošní rok

Je pravděpodobné, že vláda zavede pro bankovní sektor speciální daň. V našich projekcích čekáme, že daň z neočekávaného zisku, tzv. windfall tax, se bude vztahovat na zisk následujících dvou let. Viz níže.

Růst úrokových sazeb.

Letošní HDP by podle našich odhadů mělo vykázat růst o 2,5 % s tím, že v druhé polovině tohoto roku čekáme mělkou recesi. Příští rok by to měl být růst o 1,7 %. Inflace, zejména kvůli současné vypjaté situaci respektive energetickým komoditám, se na koci roku pravděpodobně přehoupne přes 20 %. Ve snaze udržet cenovou stabilitu přistoupila ČNB ke agresivnímu zvyšování úrokových sazeb. Klíčová úroková sazba je nyní 7 % a do konce roku odhadujeme její další nárůst na 7,5 %. Bankovní sektor jako celek by měl být růstem úrokových sazeb podpořen. Více o hospodářské projekci naleznete nejnovějším vydání ekonomických výhledů z dílny kolegů Ekonomického a strategického výzkumu. Publikace je jmenuje „Strasti inflačního cílovače“ a je k dispozici zde <https://bit.ly/CEOQ322CZ>¹.

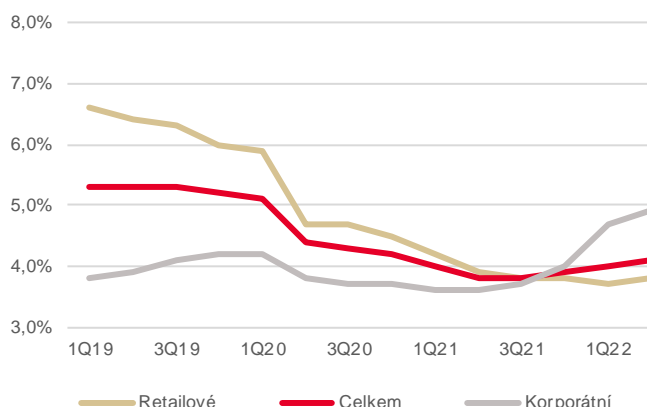
Rychlejší růst nových úvěrů ve srovnání s celým trhem.

Úvěry klientům rostly v první polovině tohoto roku tempem 11,7 %, což překonaly růst celého trhu. Prim bez překvapení hrají růst retailových úvěrů. **Rychlejší růst úvěrového portfolia Monety očekáváme i za celý letošní rok.**

Růst výnosnosti úvěrového portfolia následovala růst úrokových sazeb.

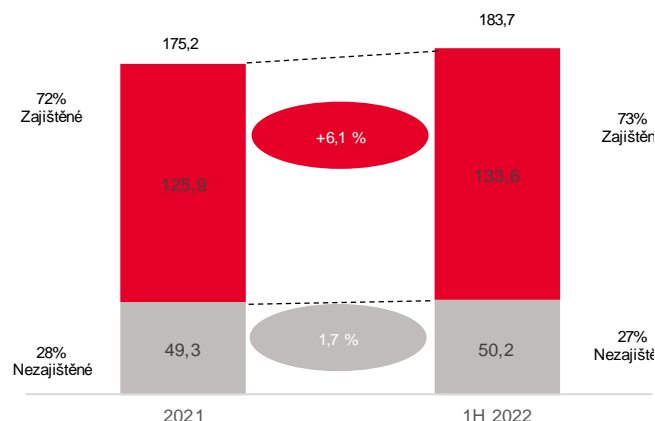
V levém spodním grafu je vidět růst výnosnosti úvěrového portfolia. Zejména to je patrné u korporátních úvěrů, kde výnos dosáhl 4,9 % z 3,6 % před rokem. Výnos retailových úvěrů je téměř beze změny na 3,8 %. Celkový výnos se vyšplhal v první polovině roku 4,1 %. Z celkových úvěrů je 69 % retailových. Jejich **struktura je významným faktorem**. Poměr zajištěných retailových úvěrů vzrostl za poslední rok o 6,1 %, zatímco nezajištěných jen o 1,7 %. Celkový poměr zajištěných se mírně zvýšil na 73 % a nezajištěné tvořily zbylých 27 %. Největší objem retailových úvěrů formují hypotéky s téměř 71 %. To ovlivňuje výnos v tomto segmentu. Ze všech úvěrů to pak znamená téměř polovinu.

Výnosy úvěrového portfolia



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

Struktura maloobchodního portfolia (mld. CZK)



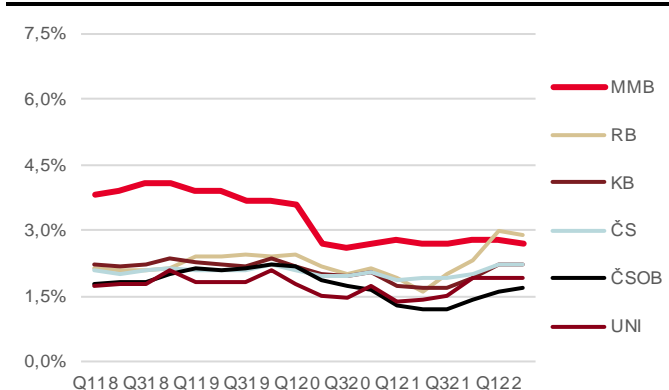
Poznámka: Součástí maloobchodních zajištěných úvěrů jsou hypotéky, autopůjčky a finanční leasing. Mezi nezajištěné se řadí spotřebitelské úvěry, kontokorenty a kreditní karty.
Zdroj: Moneta Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

¹ „Strasti inflačního cílovače“ byla zveřejněna 26. července 2022 v 13:56 na našich webových stránkách <https://bit.ly/CEOQ322CZ>.

Čistý úrokový by měl být více méně stabilní.

V loňském roce vzrostl čistý úrokový výnos o téměř 4 %. O desetinu procentního bodu na 2,7 % klesla čistá úroková marže. Odhadujeme, že letos vzroste čistý úrokový výnos o 14,1 % na 9,8 mld. CZK. Čistá úroková marže by se měla mírně zvýšit na 2,8 % a vrátit se na úroveň předchozího roku. Čistou úrokovou marži ovlivňuje struktura úvěrového portfolia. Vedlejší graf srovnává marže šesti

Srovnání vývoje čistých úrokových marží



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

největších bank včetně Monety. Moneta má nadprůměrné marže ve srovnání s ostatními. I v následujících letech odhadujeme, že Moneta bude dosahovat vyšší marže ve srovnání s konkurenčními bankovními domy. Na vývoj úrokových marží v bankovním sektoru mají samozřejmě pozitivní vliv vysoké úrokové sazby. ČNB začala rychle zvyšovat úrokové sazby v červnu 2021 ve snaze snížit inflaci. Z tehdejších 0,25 % vyskočila základní repo sazba na dnešních 7,0 %. Odhadujeme, že vrcholu tato sazba dosáhne letos na podzim, kdy by se měla dostat na 7,5 %. Následně by mělo docházet k postupnému uvolňování měnové politiky.

Letos očekáváme zlepšení čistého výnosu z poplatků a provizí.

Poplatky a provize rostly vloni o vysokých 8,4 % (2,05 mld. CZK). Letos čekáme také zlepšení, nicméně tempo růstu bude nižší. Odhadujeme tak jejich růst o 3,7 % na 2,12 mld. CZK. Růst souvisí s příjmy z provedených transakcí, správou aktiv a 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 1,6 % na 5,6 mld. CZK. Vzhledem k inflačním tlakům vzrostou personální náklady. To bude ale alespoň částečně kompenzovat pokles počtu zaměstnanců. Administrativní náklady v meziročním srovnání klesnou. To bude souviset i s kompenzací nákladů spojených se zrušenou akvizicí. Jedná se o jednorázovou položku zaúčtovanou v Q2 22 ve výši 113 mil. CZK. Poměr nákladů vůči výnosům očekáváme ve výši 46,1 % po 49,6 % v 2021.

Po rozpouštění rezerv v první polovině roku jejich tvorba v druhém semestru.

V roce 2020 došlo k prudkému nárůstu opravných položek (3,6 mld. CZK, 174 bb) k nespláceným úvěrům. Souviselo to s propuknutím pandemie koronaviru a z ní vyplývajících restriktivních opatření. Ale již vloni tyto náklady klesly na 0,7 mld. CZK nebo 29 bb. Letos došlo v prvním i druhé kvartále k jejich rozpouštění. Důvodem je lepší platební morálka vedoucí k překlasifikování části portfolia. Ve druhém pololetí se ale dá vzhledem k očekávanému zhoršení makroprostředí očekávat jejich nárůst. Celkem letos čekáme tvorbu rezerv na úrovni podobně jako v loňském roce 0,7 mld. CZK, což představuje 26 bb.

Moneta dále pokračuje v prodeji nevýkonných pohledávek. Za první polovinu roku prodala další část tohoto portfolia a realizovala dodatečný zisk kolem 120 mil. CZK. V první polovině roku klesl poměr nesplácených úvěrů na 1,4 %. To je historicky nejnižší úroveň. V našich odhadech počítáme s růstem do konce roku, kdy by poměr měl směřovat ke 2 %.

Prudký nárůst čistého zisku vzhledem k poklesu opravných položek.

Nárůst čistého zisku by měl letos činit téměř 20 % na 4,8 mld. CZK. Je to dáno růstem provozních výnosů, zatímco náklady by měly růst nižším tempem. Efektivní daňová sazba byla v tomto případě 19 %.

V tabulce níže najdete projekci managementu pro letošní rok, které byly potvrzeny u příležitosti zveřejnění reportu za první polovinu tohoto roku, a její srovnání s našimi odhady. Cíle se zdají ve srovnání s reportovanými výsledky za Q2 22 konzervativní i s přihlédnutím k očekávanému zhoršení makroprostředí. Podle našich odhadů Moneta své cíle překoná.

Výsledky za rok 2021 a výhled pro rok 2022 – bez zahrnutí speciální daně

	2021	2022 výhled managementu	2022 odhady KB
Celkový provozní výnos	11,2 mld. CZK	≥12,0 mld. CZK	12,2 mld. CZK
Provozní náklady	5,5 mld. CZK	≤5,7 mld. CZK	5,6 mld. CZK
Náklady na riziko	29 bb	20–40 bb	26 bb
Efektivní daňová sazba	19,3 %	~ 20 %	19,0 %
Čistý konsolidovaný zisk	4,0 mld. CZK	≥4,4 mld. CZK	4,8 mld. CZK
Čistý zisk na akcii	7,8 CZK	≥8,6 CZK	9,3 CZK
Dividenda na akcii	7 CZK	≥6,8 CZK	7,5 CZK
Rentabilita hmotného vlastního kapitálu	15,2 %	≥16,0 %	17,5 %

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

Speciální daň

Pravděpodobnost zavedení speciální daně je opravdu vysoká.

Vzhledem k současné situaci a očekávání stále vysokého schodku státního rozpočtu je pravděpodobné, že vláda přistoupí k zavedení speciální daně nejen pro bankovní sektor. Mělo by se jednat o tzv. daň z neočekávaných zisků (windfall). Předpokládáme, že se na tom shodne většina vládní koalice.

Zatím ale nejsou známy žádné návrhy jak nebo na jakou část zisků by se speciální daň měla vztahovat.

V našich odhadech počítáme s tím, že se zvýší efektivní daňová sazba na zhruba dvojnásobek a dosáhne 40 %. To by se mělo aplikovat na zisky příštích dvou let (2023 a 2024).

Čistý zisk příštího roku jsme původně čekali na úrovni 4,6 mld. CZK a pro rok 2024 4,8 mld. CZK. Po zavedení speciální daně však podle nás klesne zisk na 3,5 respektive 3,6 mld. CZK.

Speciální daň ovlivní výplatu dividendy.

To bude mít samozřejmě vliv na výplatu dividendy ze zisku obou zahrnutých let. Místo dosavadního očekávání na 7,2 CZK a 7,6 CZK na akcii vlivem vyšší daně odhadujeme pokles dividendy na 5,4 a 5,7 CZK.

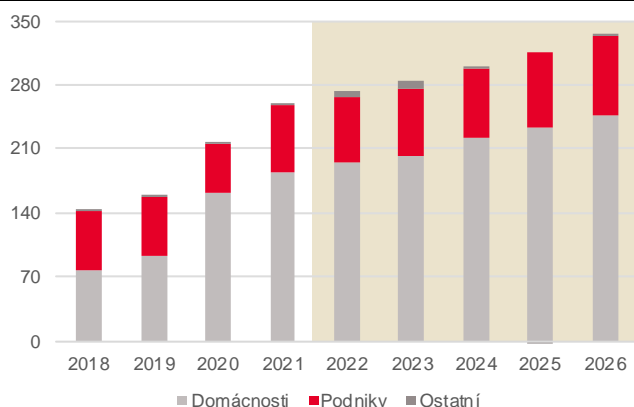
Dlouhodobé výhledy

Naše dlouhodobé projekce jsou založené na očekávané výši úrokových sazeb a zvyšujícím se objemu poskytnutých úvěrů.

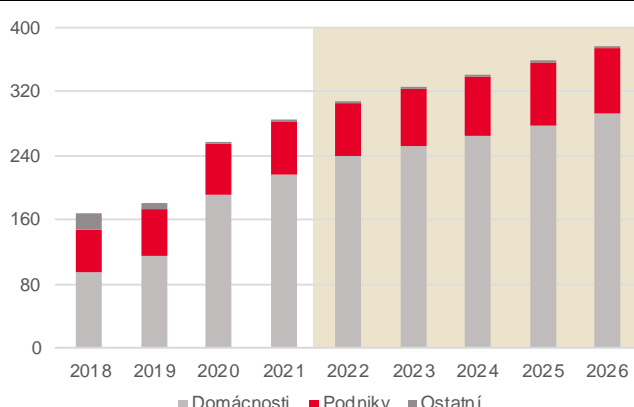
Retailové úvěry porostou rychleji ve srovnání s trhem.

Předpokládáme, že úvěrové portfolio poroste v retailovém i korporátním segmentu. Ve sledovaném období 2022 až 2026 odhadujeme průměrný roční růst celkových úvěrů o 5,2 % (CAGR). Tempo růstu retailových úvěrů by mělo být mírně vyšší na úrovni 6,0 % a překoná tak očekávaný tržní růst. U komerčních úvěrů čekáme tempo 3,6 %.

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

Co se týká vkladů, v období 2022-2026 odhadujeme jejich růst o 5,2 % (CAGR). U domácností odhadujeme průměrnou roční růstovou dynamiku na 6,0 %, kde se projeví rostoucí úspory retailového segmentu. Komerční depozita by měla vzrůst o 3,6 %. Přičemž pro trh jako celek očekáváme tempo růstu na 4,9 %.

Čistá úroková marže by měla ve sledovaném období zůstat více méně stabilní.

Očekáváme, že letos by měla čistá úroková marže dosáhnout 2,8 %. Pozitivně se projeví vysoké úrokové sazby. Ve sledovaném období (2022-2026) pak odhadujeme stabilizaci kolem 2,7 %. Čistý úrokový výnos poroste ve sledovaném období průměrně o 5,1 % a na konci našeho horizontu dosáhne 11,1 mld. CZK.

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

Čistý výnos z poplatků a provizí by podle našich odhadů ve sledovaném období měl růst průměrným ročním tempem 4,8 %. 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 výnosy by podle našich projekcí měly průměrně růst o 4,7 % na 14 mld. CZK v roce 2026.

Průměrný růst celkových provozních nákladů předpokládáme v následujících letech kolem 2,4 %.

Celkové provozní náklady odhadujeme v posledním sledovaném roce na 6,2 mld. CZK. To bude znamenat průměrné roční tempo růstu (CAGR) 2,4 %. Největší díl celkových nákladů tvoří personální náklady. Vzhledem k současné situaci vysoké inflace a velmi napjatému trhu práce porostou nejrychleji (4,0 %). U administrativních nákladů čekáme pouze mírný růst.

Odhadujeme růst čistého zisku ve sledovaném období.

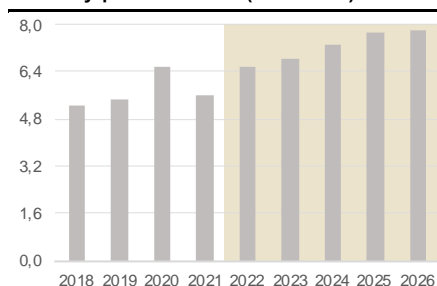
Odhadujeme, že čistý zisk vzroste z 4,0 mld. CZK v 2021 na téměř 5 mld. CZK v 2026. U nákladů na riziko předpokládáme růst na 50 bb z letos očekávaných 26 bb. Počítáme s efektivní daňovou sazbou ve výši 20 %.

Speciální daň sníží čistý zisk a samozřejmě bude mít vliv i na dividendu.

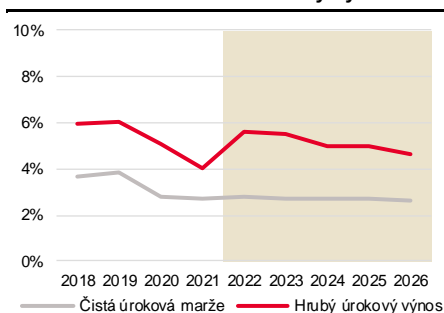
Bohužel reálně hrozí, že bude zavedena speciální daň. Dosud nejsou známy žádné konkrétní návrhy. V našich odhadech konzervativně předpokládáme pro následující dva roky růst efektivní daňové sazby na 40 %.

Více se věnujeme této problematice v předchozích odstavcích a níže včetně dopadu na dividendy.

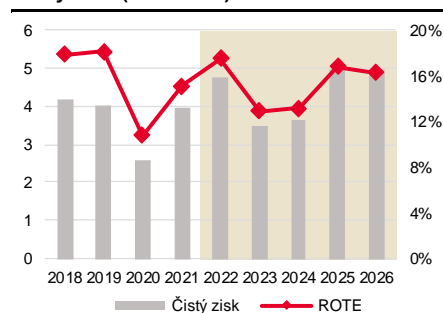
Celkový provozní zisk (mld. CZK)



Čistá úroková marže vs. hrubý výnos



Čistý zisk (mld. CZK)



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

Naše odhady spolu s projekcí vedení Monety jsou v následující tabulce.

Střednědobý výhled hospodaření

	2021	2025 výhled managementu	2026 odhady KB
Celkový provozní výnos	11,2 mld. CZK	≥13,8 mld. CZK	14,0 mld. CZK
Provozní náklady	5,5 mld. CZK	≤6,1 mld. CZK	6,2 mld. CZK
Zisk před náklady na riziko	5,6 mld. CZK	≥7,7 mld. CZK	7,8 mld. CZK
Náklady na riziko	29 bb	40-60 bb	50 bb
Čistý konsolidovaný zisk	4,0 mld. CZK	≥4,9 mld. CZK	5,0 mld. CZK
Čistý zisk na akcii	7,8 CZK	≥9,6 CZK	9,7 CZK
Dividenda na akcii*	7 CZK	7,6 CZK	7,8 CZK

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

Podle našich odhadů Moneta své cíle splní.

V našich odhadech bude tempo růstu celkových výnosů vyšší než růst provozních nákladů. To bude znamenat růst provozního zisku. Podle našich odhadů Moneta své cíle splní.

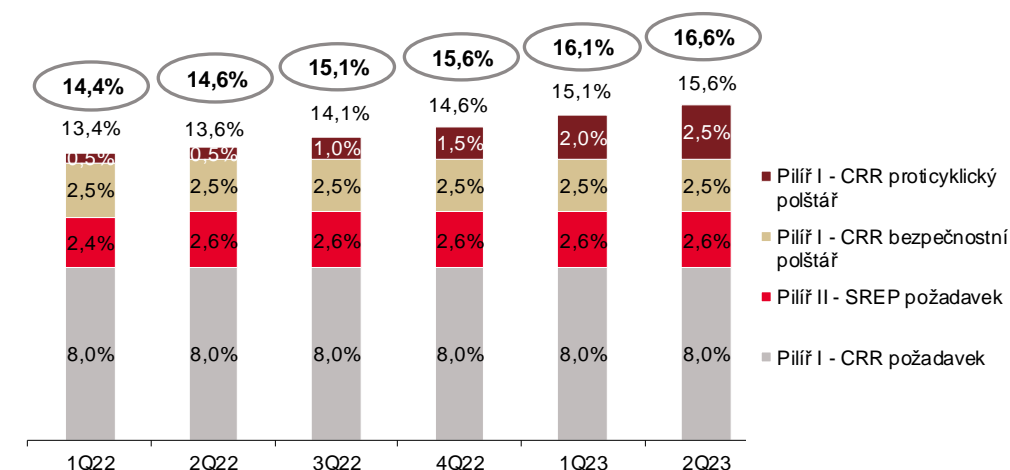
Kapitálová vybavenost

Moneta má vysokou kapitálovou pozici.

Moneta Money Bank patří k nejlépe kapitálově vybaveným bankám v celém regionu střední a východní Evropy. Kapitálový regulatorní požadavek je od prvního července 14,1 %. Skládá se z 10,6 % SREP požadavku, 2,5 % bezpečnostní kapitálové rezervy, 1,0 % proticyklické kapitálové rezervy. Nad tento rámec stanovilo vedení Monety navíc dobrovolnou rezervu 1,0 %. Celkem tedy 15,1 %. Proticyklická kapitálová rezerva postupně vzroste k dubnu příštího roku na 2,5 %. Celkový regulatorní požadavek na kapitál bude tak dosáhnout 15,6 % respektive 16,6 % při zahrnutí interní rezervy. Názorně je vidět složení kapitálových rezerv v grafu níže.

Na konci prvního pololetí tohoto roku byla kapitálová přiměřenost Monety ve výši 16,8 %. Moneta tedy komfortně splňuje požadavek 15,1 %, ve kterém je již zahrnuta interní rezerva managementu 100bb.

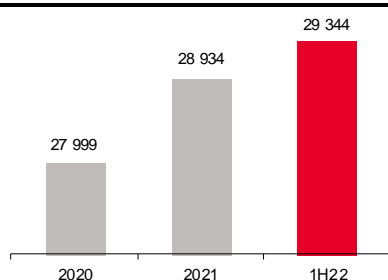
Vývoj kapitálového požadavku



Zdroj: Moneta Money Bank

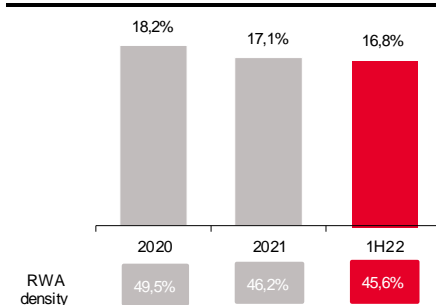
Na konci druhého kvartálu dosáhl regulační kapitál 29,3 mld. CZK. Rizikově vážená aktiva (RWA) dosáhla 175,2 mld. CZK. Nadbytečný kapitál byl na konci Q222 5,2 mld. CZK a to včetně 2,3 mld. CZK na budoucí výplatu dividendy. Celkem to představuje 10,2 CZK na jednu akcii.

Regulační kapitál (mil. CZK)

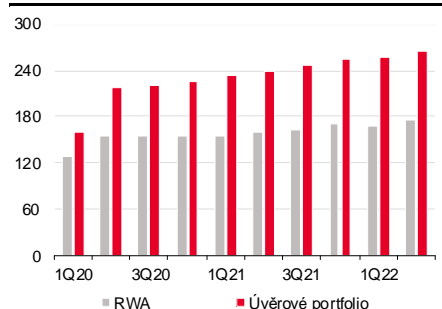


Zdroj: Moneta Money Bank

Kapitálová přiměřenost



RWA a vývoj úvěr. portfolia (mil. CZK)



Poměr rizikově vážených aktiv vůči celkovým aktivům banky odhadujeme ve sledovaném období výrazně pod hranici 50 %. Tento poměr podstatně klesl již v minulých letech. Moneta pokračuje v prodeji portfolia úvěrů v selhání (NPL). Pozitivně se také projevilo překlasifikování NPL vzhledem k platební morálce. V naší prognóze rovněž předpokládáme, že banka bude nadále schopna poskytnuté úvěry plně financovat získanými depozity a nebude závislá na externím financování. Poměr úvěrů k depozitům by tak měl zůstat pod hranicí 100 %.

Dividendová politika

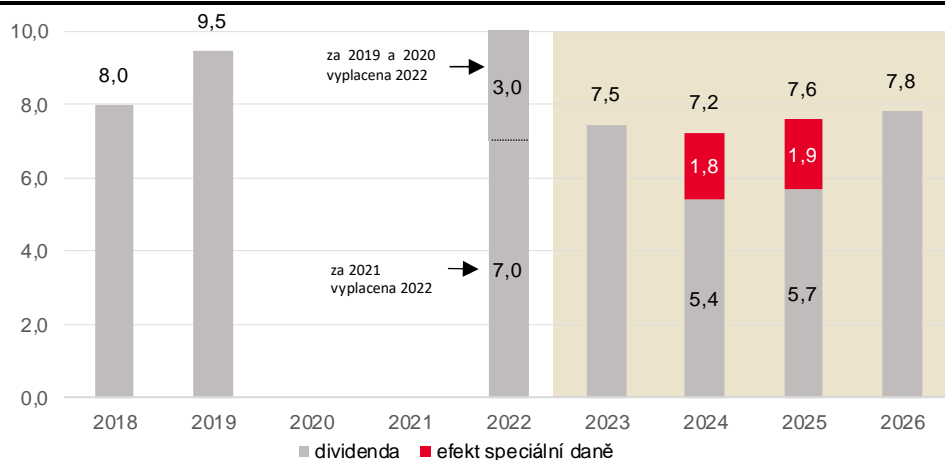
Dividendová politika Monety je minimálně 70 % čistého zisku.

Standardní dividendová politika Monety je alespoň 70 % čistého zisku. Nicméně vedení Monety ale jasně deklarovalo záměr vyplácet minimálně 80 %. V minulých dvou letech se dividendy kvůli regulaci ČNB nevyplácely.

Letos v lednu vyplatila Moneta nejdříve dividendu ze zisku roku 2019 a 2020 ve výši 3 CZK na jednu akcii. A následně v květnu vyplatila dalších 7 CZK na akcii ze zisku roku 2021. To znamenalo výplatní poměr 90 %. Příští rok odhadujeme výplatu na hranici 7,5 CZK na akcii. Pokud bude hospodaření Monety zatíženo v letech 2023 a 2024 speciální daní, dividendy v těchto letech klesne na 5,4 CZK a 5,7 CZK. Bez speciální daně by došlo k distribuci 7,2 a 7,6 CZK na akcii. Hrubý výnos by se měl příští rok dostat přes 9 %.

Následující graf ukazuje naše odhady dividend v následujících letech. Včetně srovnání scénářů standardního hospodaření a se speciální daní, která výši dividend ovlivní.

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 ukončila snahy ovládnout Monetu.

PPF a Moneta ukončily proces akvizice skupiny Air Bank. Jednalo se o druhý pokus PPF ovládnout Monetu.

PPF nahradila Monetě náklady týkající se transakce ve výši 113 mil. CZK (patrné ve výsledcích za Q2 22). Jedná se o jednorázovou kompenzaci. PPF také následujících 12 měsíců nebude svůj dosavadní podíl 29,94 % zvyšovat ani snižovat. Může ho ale prodat strategickému investorovi. Více informací je v našem komentáři zde https://bit.ly/Moneta_PPF_end_CZ.

Předpokládáme, že Moneta bude dále aktivní na poli M&A. Buď sama může akvírovat atraktivní cíle, anebo se sama stane akvizičním cílem.

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 vyšší rentabilitu 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 2022	P/E 2023	P/BV akt.	P/TABV akt.	P/S akt.	Div. výnos 2022	ROE akt.	ROA akt.
MONETA MONEY BANK	9,4	7,9	10,8	1,3	1,2	3,4	9,5	13,5	1,2
Komerční Banka AS	6,8	6,8	7,5	0,9	1,0	1,6	11,6	13,2	1,1
BRD-Groupe Societe Generale SA	6,9	n/a	n/a	1,5	1,6	2,4	n/a	16,2	1,9
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	17,4	4,1	3,5	0,6	0,7	1,0	0,0	3,6	0,3
Bank Handlowy w Warszawie SA	7,3	6,0	6,5	1,1	1,3	2,4	9,5	14,3	1,6
OTP Bank Nyrt	7,2	6,0	5,4	0,7	0,8	0,9	3,7	9,7	1,0
Santander Bank Polska SA	9,1	6,4	6,1	0,8	0,9	1,8	3,6	8,7	1,0
Bank Polska Kasa Opieki SA	6,0	8,5	4,4	0,8	0,8	1,4	6,2	11,5	1,0
Powszechna Kasa Oszczedności B	6,6	6,1	4,7	0,9	1,0	1,3	5,9	11,9	1,0
Sberbank of Russia PJSC	2,6	2,4	2,3	0,6	0,6	0,8	20,3	23,3	3,2
Bank Millennium SA	n/a	n/a	3,1	0,8	0,9	0,9	0,0	-15,3	-1,0
Vseobecna Uverova Banka AS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6,6	0,5
Alior Bank SA	5,4	5,6	3,7	0,6	0,7	0,6	1,7	10,7	0,8
Akbank TAS	2,4	2,2	2,9	0,7	0,7	0,7	5,0	34,3	3,8
Türkiye Garanti Bankası AS	3,6	2,9	4,1	0,9	0,9	0,8	4,0	32,0	3,4
Yapi ve Kredi Bankası AS	2,6	2,0	3,2	0,7	0,7	0,7	6,0	35,4	3,4
Türkiye İş Bankası AS	2,9	1,9	2,5	0,7	0,8	0,6	8,4	33,4	3,0
Banca Transilvania SA	7,4	6,1	5,9	1,5	1,6	2,2	8,5	19,6	1,6
Hacı Ömer Sabancı Holding AS	2,2	2,1	2,4	0,8	1,0	0,4	5,5	44,9	3,1
Medián srovnávací skupiny	6,3	5,6	3,9	0,8	0,9	0,9	5,7	13,2	1,1
EURO STOXX Banks Price EUR	7,4	6,7	6,2	0,6	0,7	1,5	6,4	8,1	0,4
MMB vs. medián	49%	40%	176%	62%	42%	254%	68%	3%	3%
MMB vs. STOXX	27%	17%	75%	117%	85%	121%	48%	68%	187%

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, volný peněžní tok a dividendy jsme ve sledovaném období (2022-2026) diskontovali k září 2022. Cenu vlastního kapitálu jsme vypočetli na základě modelu CAPM, kdy jsme vzali v potaz námi očekávaný vývoj bezrizikové úrokové míry v budoucích letech, a rizikovou prémii určili podle výpočtů Aswatha Damodarana. Cena vlastního kapitálu se pro sledované období pohybuje v rozmezí 10,2-8,6 %. Pro terminální fázi zohledňujeme normalizované hodnoty úrokových měr a akciových rizikových přírůžek.

Na základě průměru zmíněných modelů jsme stanovili **fair value akcií MONETA Money Bank na 104,6 CZK** za kus.

Parametry a metody ocenění akcií MONETA Money Bank

	2022	2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026	2027
Míra vlastního kapitálu	10,2 %	9,7 %	9,0 %	8,7 %	8,6 %	DDM					
Bezriziková úroková míra	4,6 %	4,1 %	3,3 %	3,1 %	3,0 %	Dividenda na akcii	7,50	5,40	5,70	7,80	7,80
Beta	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	Explicit value	26,3				
Riziková premie	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	Terminal value	66,8				
Růst dividendy po roce 2026	2,4 %					Fair value (mil. CZK)	47 555				
Růst FCFE po roce 2026	1,0 %					Fair value na akcii	93,1				
Výplatní poměr po 2026	80,0 %										
ROE po roce 2026	12,0 %										
Excess return model							2022	2023	2024	2025	2026
ROE	15,6 %	11,5 %	11,8 %	15,2 %	14,7 %	DFCF					
Return spread	5,4 %	1,8 %	2,8 %	6,5 %	6,1 %	Čistý zisk	4 770	3 472	3 641	4 999	4 973
Vlastní kapitál	29 481	30 584	30 152	30 927	32 927	Odpisy majetku	1 221	1 208	1 201	1 213	1 225
Nadprůměrný výnos	1 585	549	849	1 998	2 005	Opravné položky k úvěrům	687	1 099	1 292	1 515	1 604
						Ostatní nepeněžní úpravy	114	40	42	42	43
Vlastní kapitál na začátku	29 481					Změna prac. kapitálu	0	0	0	0	0
Explicit value	5 220					Kapitálové výdaje	-1 372	-1 385	-1 399	-1 413	-1 427
Terminal value	15 571					Výnos z prodeje majetku	11	11	11	11	11
						FCFE	5 431	4 445	4 787	6 366	6 429
Fair value (mil. CZK)	50 272					Explicit value	20 812				
Fair value na akcii	98,4					Terminal value	41 674				
						Fair value (mil. CZK)	62 485				
						Fair value na akcii	122,3				

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

Analýza citlivosti ocenění (fair value)

Excess return					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	1,4 %	1,9 %	2,4 %	2,9 %	3,4 %
-100bp	98,4	100,6	103,3	106,3	109,9
-50bp	96,4	98,4	100,6	103,3	106,3
9,39% / 10,1% *	94,6	96,4	98,4	100,7	103,3
+50bp	93,0	94,6	96,4	98,4	100,7
+100bp	91,6	93,1	94,6	96,4	98,4
DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	1,4 %	1,9 %	2,4 %	2,9 %	3,4 %
-100bp	93,1	98,1	103,8	110,5	118,3
-50bp	88,7	93,1	98,1	103,8	110,5
8,87% / 10,1% *	84,8	88,7	93,1	98,1	103,8
+50bp	81,4	84,8	88,7	93,1	98,1
+100bp	78,3	81,4	84,8	88,7	93,1
FCFE					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %
-100bp	122,2	127,4	133,2	139,8	147,3
-50bp	117,6	122,3	127,4	133,2	139,8
8,87% / 10,1% *	113,5	117,7	122,3	127,5	133,3
+50bp	109,7	113,5	117,7	122,3	127,5
+100bp	106,3	109,8	113,5	117,7	122,4

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 do vyšší tvorby 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	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Čistý úrokový výnos	7 925	8 282	8 609	9 820	10 056	10 536	10 956	11 063
Čistý výnos z poplatků a provizí	1 950	1 891	2 050	2 126	2 241	2 353	2 471	2 594
Provozní výnosy celkem	10 519	12 098	11 168	12 206	12 662	13 263	13 809	14 048
Mzdové náklady	-2 318	-2 519	-2 562	-2 653	-2 786	-2 884	-2 986	-3 122
Ostatní správní náklady	-1 286	-1 372	-1 518	-1 435	-1 464	-1 493	-1 523	-1 553
Odpisy	-967	-1 129	-1 196	-1 221	-1 208	-1 201	-1 213	-1 225
Provozní náklady celkem	-5 019	-5 526	-5 538	-5 628	-5 776	-5 903	-6 046	-6 228
Tvorba opravných položek k úvěrům	-517	-3 562	-695	-687	-1 099	-1 292	-1 515	-1 604
Nezdaněný zisk	4 983	3 010	4 935	5 891	5 787	6 068	6 248	6 216
Čistý zisk	4 019	2 601	3 984	4 770	3 472	3 641	4 999	4 973

ROZVAHA								
Pokladní hotovost a peněžní ekvivalenty	6 697	7 782	11 204	11 633	16 673	15 096	16 456	13 103
Realizovatelná finanční aktiva	0	0	0	0	0	0	0	0
Úvěry a pohledávky za bankami	23 485	22 872	15 602	26 108	25 847	25 589	25 333	25 080
Úvěry a pohledávky za klienty	156 409	226 072	255 612	269 792	279 468	294 701	311 110	330 529
Nehmotný majetek a goodwill	2 283	2 957	3 184	3 380	3 216	3 248	3 280	3 313
Aktiva celkem	219 053	300 958	340 222	371 696	388 600	404 771	425 193	444 059
Závazky vůči klientům	181 523	258 906	285 145	306 755	324 251	339 801	358 374	376 497
Rezervy	209	289	234	222	211	201	191	181
Ostatní závazky	3 224	3 516	4 760	4 808	4 856	4 904	4 953	5 003
Závazky celkem	194 642	273 908	310 741	341 111	358 448	373 844	392 266	410 242
Vlastní kapitál celkem	24 411	27 050	29 481	30 584	30 152	30 927	32 927	33 816
Rizikově vážená aktiva	125 629	154 131	169 241	173 670	176 784	181 602	186 658	192 483

CASH FLOW								
Čisté peněžní toky z provozních činností	-2 038	3 411	13 977	4 305	14 489	7 340	10 777	7 391
Peněžní toky z investičních činností	-6 556	-3 971	-16 960	-1 358	-1 371	-1 385	-1 399	-1 413
Čisté peněžní toky z finančních činností	-2 840	111	-300	-3 577	-3 816	-2 778	-2 913	-3 999
Free cash flow to equity	4 767	5 213	6 358	5 431	4 445	4 787	6 366	6 429

ÚDAJE V PŘEPOČTU NA AKCII (CZK)								
EPS	7,9	5,1	7,8	9,3	6,8	7,1	9,8	9,7
Vlastní kapitál (book value)	47,8	52,9	57,7	59,9	59,0	60,5	64,4	66,2
Volný cash flow	9,3	10,2	12,4	10,6	8,7	9,4	12,5	12,6
Hrubá dividendy ze zisku předchozího roku	9,5	0,0	0,0	7,0	7,5	5,4	5,7	7,8

POMĚROVÉ UKAZATELE								
Hrubý výnos	6,0 %	5,1 %	4,0 %	5,6 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	4,7 %
Náklady financování	0,6 %	0,6 %	0,4 %	1,6 %	1,6 %	1,2 %	1,2 %	1,1 %
Čistá úroková marže	3,8 %	2,8 %	2,7 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,6 %
Cost/Income ratio	47,7 %	45,7 %	49,6 %	46,1 %	45,6 %	44,5 %	43,8 %	44,3 %
ROE	16,5 %	9,6 %	13,5 %	15,6 %	11,5 %	11,8 %	15,2 %	14,7 %
ROTE	18,2 %	10,8 %	15,2 %	17,5 %	12,9 %	13,2 %	16,9 %	16,3 %
ROA	1,8 %	0,9 %	1,2 %	1,3 %	0,9 %	0,9 %	1,2 %	1,1 %
Vlastní kapitál / aktiva	11,1 %	9,0 %	8,7 %	8,2 %	7,8 %	7,6 %	7,7 %	7,6 %
Poměr úvěrů vůči depozitům	86,2 %	87,3 %	89,6 %	88,0 %	86,2 %	86,7 %	86,8 %	87,8 %
Výplatní poměr	115,0 %	0,0 %	0,0 %	89,8 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %

OCENĚNÍ								
P/E	9,3	14,4	9,4	7,9	10,8	10,3	7,5	7,5
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
P/S	3,6	3,1	3,4	3,1	3,0	2,8	2,7	2,7
Dividendový výnos	12,9 %	0,0 %	0,0 %	9,5 %	10,2 %	7,4 %	7,8 %	10,7 %

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 nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

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

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

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

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

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

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

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

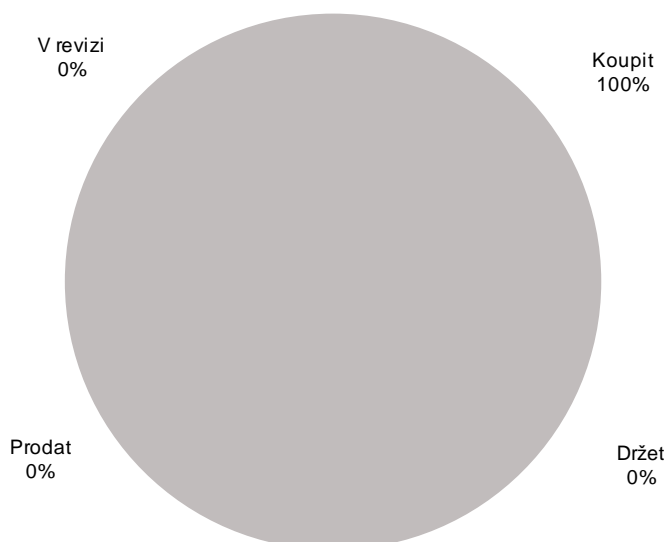
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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

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

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (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	Colt CZ Group SE	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon-wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů									
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	konec	konec	koupit	konec
Cílová cena	GBP 600	CZK 645	CZK 1 393	CZK 381	CZK 104,6	pokrývání	pokrývání	CZK 18183	pokrývání
Datum	11.02.2021	17.01.2022	07.06.2022	12.05.2022	31.08.2021	25.02.2022	15.02.2021	11.02.2022	22.11.2019
Cena v den publikace	CZK 147	CZK 506	CZK 1 154	CZK 293	CZK 73,2	CZK 270	CZK 800	CZK 16760	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	
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	v revizi	v revizi	v revizi	koupit	koupit	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 466	v revizi	v revizi	v revizi	CZK 109,7	CZK 362	v revizi	CZK 16512	EUR 26
Datum	30.08.2019	31.03.2021	10.05.2022	15.02.2022	31.08.2021	26.03.2021	30.04.2020	20.11.2020	03.03.2017
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	koupit	v revizi	koupit	koupit	koupit	
Cílová cena	v revizi	CZK 357	CZK 905	CZK 367	v revizi	CZK 293	CZK 924	CZK 18308	
Datum	14.08.2019	27.11.2020	10.12.2021	12.01.2021	07.05.2021	08.01.2020	01.04.2019	03.12.2018	
Doporučení	koupit		koupit	v revizi	koupit	koupit	držet	koupit	
Cílová cena	GBP 342		CZK 621	v revizi	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 17546	
Datum	15.06.2018		23.07.2020	26.11.2020	29.10.2019	12.12.2018	26.10.2018	22.08.2017	
Doporučení			koupit	koupit	koupit	koupit	v revizi	držet	
Cílová cena			CZK 717	CZK 482	CZK 97	CZK 270	v revizi	CZK 13500	
Datum			10.06.2019	04.07.2019	07.03.2019	18.08.2017	17.05.2018	25.05.2017	
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