

| Bankovníctví | Aktualizace | Česká republika |

# MONETA Money Bank

Potvrzujeme doporučení Koupit s cílovou cenou na 102,8 CZK za akcii

## Koupit

Cena 19.10.23	<b>84,0 CZK</b>
12m cíl	<b>102,8 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>22,4 %</b>
Dividenda	<b>8,5 CZK</b>
Celkový výnos	<b>32,5 %</b>

**Sektorové doporučení**  
Zvýšit váhu

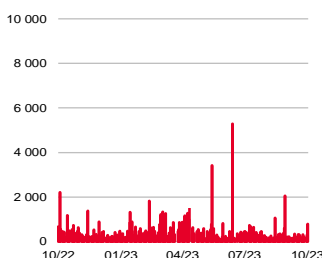
**Typ investice**  
Vysoký dividendový výnos  
Citlivost na hospodářský růst

### Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akciích

	RIC MONET.PR	Bloom MONET CP
52týdenní rozmezí	70,6 - 88,2	
Tržní kap. (mld. CZK)	42,9	
Tržní kap. (mil. EUR)	1738	
Volně obchod. (%)	57,49	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>
Akcie	-0,7	1,0
Relativně k PX	-1,2	-1,1
		-2,0

Zdroj: Bloomberg

### Poslední analýza a komentář:

[https://bit.ly/Moneta\\_1Q23](https://bit.ly/Moneta_1Q23)

[https://bit.ly/Moneta\\_ex-diviCZK8](https://bit.ly/Moneta_ex-diviCZK8)

[https://bit.ly/Moneta\\_2Q23](https://bit.ly/Moneta_2Q23)

SOCIETE  
GENERALE  
GROUP

**Investiční doporučení:** Aktualizovali jsme naše odhady pro společnost MONETA Money Bank. Na základě upraveného modelu jsme mírně snížili naši cílovou cenu pro akcie Monety na **102,8 CZK** ze 104,6 CZK. Zároveň **potvrzujeme doporučení Koupit**, které zůstává beze změny. (Předchozí cena 104,6 CZK a doporučení Koupit byly vydány 5. 9. 2022). V relativním srovnání se srovnatelnými bankami se akcie Monety obchodují s premií. Naše cílová cena oceňuje Monetu na P/B 1,8x, P/E 11,0x a P/S 4,4x. Ostatní banky ze skupiny srovnatelných společností se obchodují na násobcích 1,1x, 6,8x a 1,0x. Vzhledem k silné kapitálové pozici, velmi konzervativnímu byznys modelu a schopnosti vyplácet vysokou dividendu považujeme premii Monety vůči sektoru za opodstatněnou.

**Hospodaření společnosti a očekávaný vývoj:** Letos čekáme mírný pokles (-1,6 % y/y) celkových výnosů. Je to dáno poklesem čistého úrokového výnosu (-8,9 % y/y), a to zejména kvůli vyšším nákladům na financování. Poplatky a provize by měly dosáhnout slušného růstu (+13,9 % y/y). To bude ale jen z části kompenzovat pokles čistého úrokového výnosu. Čistá úroková marže by měla zůstat na kvartální bázi stabilní (+2,1 %), ale klesne v meziročním srovnání. Pro roky 2023, 2024 a 2025 byla zavedena speciální daň z neočekávaných zisků (windfall tax). Nicméně podle několika prohlášení generálního ředitele Monety bude její vliv na hospodaření marginální. Za letošní rok odhadujeme čistý zisk na úrovni 4,8 mld. CZK.

**Dividendová politika:** Podle Monety by mělo dojít k distribuci minimálně 70 % čistého zisku mezi její akcionáře. Nicméně management banky cílí na výplatu aspoň 80 %. Letos, ze zisku minulého roku, Moneta vyplatila 8 CZK na akcii. To znamená výplatní poměr 79 %. V našich projekcích počítáme s tím, že si moneta bude moci dovolit vyplácet 90 % čistého zisku ročně. V příštím roce čekáme dividendu 8,5 CZK na akcii, což reprezentuje zmíněný 90% výplatní poměr. Ve srovnání s naší novou cílovou cenou to naznačuje hrubý dividendový výnos ve výši +8,3 %. V dalších letech sledovaného období by měla dividendu na 9,4 CZK. Tomu by odpovídal výnos +9,1 %. Moneta měla k 1H23 nadbytečný kapitál nad Tier1 cílem ve výši 3,3 mld. CZK, což odpovídá 6,5 CZK na akcii.

**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 se současnou cenou akcií Monety nabízí naše cílová cena potenciál růstu ve výši +32,5 %. To odpovídá doporučení Koupit.

Finanční data	2022	2023e	2024e	2025e	Poměrové ukazatele	2022	2023e	2024e	2025e
Výnosy (CZKm)	12 116	11 925	12 644	12 882	P/E (akt. cena, x)	10,1	10,8	10,8	11,1
Cost / Income ratio (%)	46,2	48,1	46,1	46,4	Price / book value (x)	1,7	1,6	1,6	1,6
Čistá úroková marže (%)	2,6	2,1	2,0	1,9	Price / sales (x)	4,3	4,4	4,2	4,1
Čistý zisk (CZKm)	5 187	4 843	4 864	4 724	Dividendový výnos (%)	9,7	7,8	8,3	8,3
Zisk na akcii	10,2	9,5	9,5	9,2	ROE (%)	16,7	15,2	15,0	14,4
Cash flow na akcii	9,0	10,8	11,6	11,8	ROTE (%)	18,7	17,0	16,8	16,1
Dividenda na akcii	10,0	8,0	8,5	8,6	ROA (%)	1,3	1,1	1,0	0,9
Výplatní poměr (%)	128,3	78,8	90,0	90,0	Úvěry / depozita (%)	80,4	68,5	64,0	59,2

**Očekávané události:** 26. října 2023 – výsledky hospodaření za 3Q23

2. února 2024 – výsledky hospodaření za 4Q22 / 2024

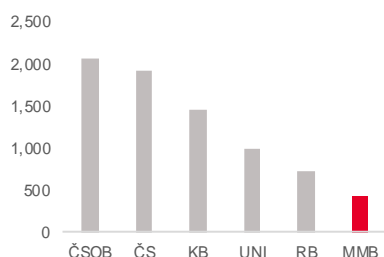


**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumi\_l trampota@kb.cz

## Základní přehled o společnosti

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

Bilanční suma (mld. CZK, Q2 23)

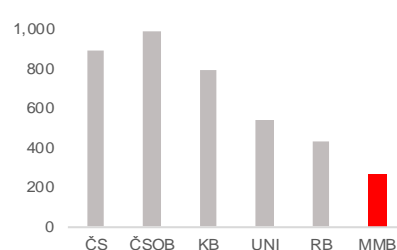


Zdroj: Webové stránky bank

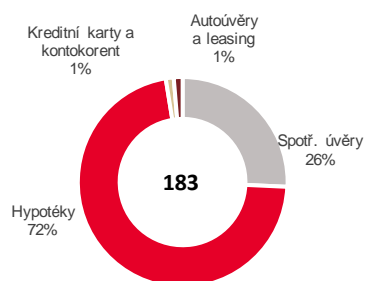
Počet poboček (Q2 23)



Úvěry klientům (mld. CZK, Q2 23)

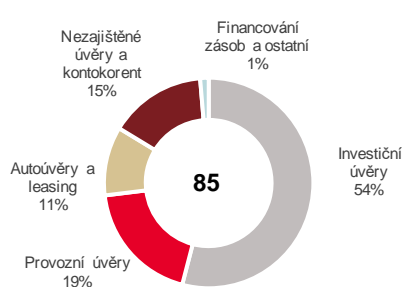


Retailové úvěry (mld. CZK, Q2 23)

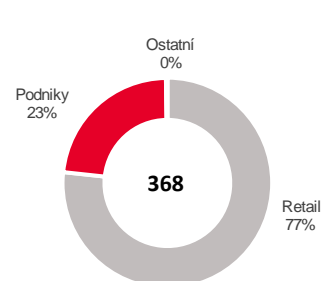


Zdroj: MONETA Money Bank

Korporátní úvěry (mld. CZK, Q2 23)



Depozita klientů (mld. CZK, Q2 23)



## Finanční situace společnosti

### Výsledky hospodaření za Q2 23

mil. CZK	Q2 22	Q2 23	změna	odhad KB	konsensus
Čistý úrokový výnos	2 458	2 167	-11,8 %	2 134	2 104
Čistý výnos z poplatků a provizí	545	663	21,7 %	573	625
Ostatní	63	198	214 %	190	215
<b>Celkové provozní výnosy</b>	<b>3 066</b>	<b>3 028</b>	<b>-1,2 %</b>	<b>2 896</b>	<b>2 944</b>
<b>Celkové provozní náklady</b>	<b>-1 275</b>	<b>-1 372</b>	<b>7,6 %</b>	<b>-1 310</b>	<b>-1 351</b>
<b>Provozní zisk</b>	<b>1 791</b>	<b>1 656</b>	<b>-7,5 %</b>	<b>1 586</b>	<b>1 593</b>
Opravné položky	155	-146	n.m.	-120	-152
Před zdaněním	1 946	1 510	-22,4 %	1 465	1 441
<b>Čistý zisk</b>	<b>1 582</b>	<b>1 263</b>	<b>-20,2 %</b>	<b>1 225</b>	<b>1 174</b>

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

**Oznámená čísla Monety za druhé čtvrtletí tohoto roku překonala tržní očekávání. Došlo také na zvýšení celoročních cílů na čistý zisk.**

Výsledky za druhý kvartál překonaly konsensus, zároveň se zvýšil celoroční cíl na čistý zisk.

Úvěrové portfolio vzrostlo v meziročním srovnání o +0,8 % a dosáhlo 269 mld. CZK. Úvěry retailu tvořily před 68 % (184 mld. CZK) celkového objemu, což je lehký meziroční pokles (-0,2 % y/y). To ale kompenzoval nárůst komerčního portfolia o +2,9 % y/y (85 mld. CZK). Čistý úrokový výnos dosáhl 2,17 mld. CZK, což znamená meziroční pokles o 11,8 %. Trvá trend posledních kvartálů, kdy raketově rostou úrokové náklady. Jejich růst (+157 % y/y) je vysoce nad růstem úrokových výnosů (+45 % y/y). To má samozřejmě vliv na čistou úrokovou marži, která v Q2 23 klesla na 2,1 % ve srovnání s 2,7 % v Q2 22, ale zastavil se její pokles a na kvartální bázi je stabilní. Výnos z poplatků a provizí 0,66 mld. CZK (+21,7 %, y/y) spolu s ostatními výnosy (0,2 mld. CZK, +214 % y/y) téměř dokázal kompenzovat pokles čistého úrokového výnosu. Celkové provozní výnosy dosáhly 3,0 mld. CZK (-1,2 % y/y). Celkové provozní náklady sice vzrostly na 1,37 mld. CZK (+7,6 % y/y). Je to ale dáno srovnávací základnou, když před rokem zaúčtovala Moneta jednorázovou kompenzaci akvizičních nákladů (+0,11 mld. CZK). Poměr úvěrů v selhání zůstává na historickém minimu 1,3 %. Podle očekávání došlo k tvorbě opravných položek ve výši -0,15 mil. CZK (loni +0,16 mil. CZK). Efektivní daňová sazba byla podobně jako minulý kvartál nižší na úrovni 16,4 % vzhledem k investicím do státních dluhopisů, které jsou osvobozeny od daně z příjmů. Čistý zisk dosáhl v Q2 23 1,26 mil. CZK (-20,2 % y/y).

Celková kapitálová přiměřenost je 19,7 %. Poměr Tier 1 kapitálové přiměřenosti dosáhl 15,4 %, což je nad cílem 13,5 % (včetně rezervy 75 bb managementu MMB). Nadbytečný kapitál nad Tier 1 je 3,3 mld. CZK, což odpovídá 6,5 CZK na jednu akcii.

### Výhled na letošní rok

Zvýšení projekce s reportem za Q2 23.

Vedení MMB v reportu za Q2 23 zvýšilo celoroční cíl na čistý zisk na 4,7 mld. CZK (z předchozích 4,3 mld. CZK). Klesla také projekce nákladů na riziko na 15-35 bb (oproti původním 25-45 bb). Ostatní cíle zůstaly nezměněny. Celkové provozní výnosy minimálně 12 mld. CZK, náklady do 5,7 mld. CZK, provozní zisk aspoň 6,3 mld. CZK. Nicméně na výsledky hospodaření ve druhém pololetí, respektive v posledním kvartálu tohoto roku negativně dopadne rozhodnutí ČNB ukončit úročení povinných minimálních rezerv (s platností od 5. října, viz níže).

Do konce roku stabilita úrokových sazeb. Na začátku příštího roku očekáváme jejich snížení.

Klíčová 2T Repo sazba České národní banky je na úrovni 7,00 %. Naposledy se zvyšovala v květnu roku 2022. Od té doby ji bankovní rada neměnila a stále tedy zůstává na zmíněné úrovni tedy 7,00 %. V našich projekcích očekáváme, že prvního snížení bychom se mohli dočkat v únoru příštího roku. V průběhu roku (březen, červenec, srpen, listopad a prosinec) odhadujeme další uvolňování monetární politiky, kdy by na konci roku měla základní sazba klesnout na 4,00 %. Více o hospodářské projekci naleznete nejnovějším vydáním ekonomických

výhledů z dílny kolegů Ekonomického a strategického výzkumu. Publikace je jmenuje „Sazby: letos nic a pak víc“ a je k dispozici zde [https://bit.ly/CEO\\_3Q23\\_CZ](https://bit.ly/CEO_3Q23_CZ)<sup>1</sup>. Pokles úrokových sazeb se projeví na výsledcích celého bankovního sektoru.

Zrušení úročení povinných minimálních rezerv znamená pokles úrokových výnosů.

Výsledky ovlivní také rozhodnutí ČNB zrušit úročení povinných minimálních rezerv. K tomu došlo od 5. října, ovlivní to tedy výsledky ve čtvrtém čtvrtletí tohoto roku.

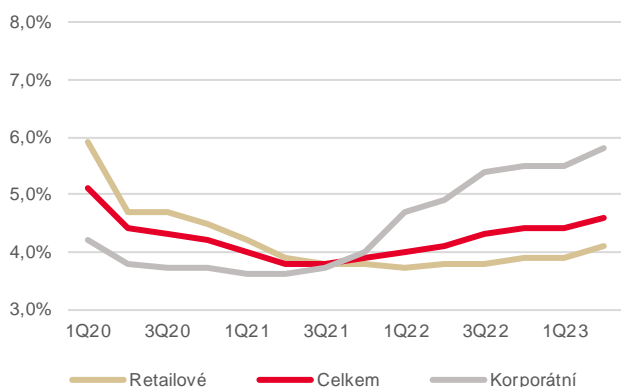
Banky jsou povinny udržovat minimální rezervy ve výši 2 % u ČNB. Tyto rezervy byly úročeny 2T repo sazbou, která je nyní 7,00 %. MMB měla v polovině roku povinné minimální rezervy zhruba ve výši 7 mld. CZK. Vzhledem k tomu, že do konce roku nečekáme změnu úrokových sazeb, to pro MMB znamená výpadek úrokového výnosu ve čtvrtém kvartále, respektive celém roce 2023 ve výši asi 120 mil. CZK, a 450 mil. CZK v roce 2024 (odhad Monety).

V příštím roce (2024) očekáváme začátek cyklu snižování úrokových sazeb (viz výše), kdy na jeho konci by základní sazba měla klesnout až na 4,00 %. Za celý příští rok tak odhadujeme pokles úrokových výnosů ve výši 390 mil. CZK (není jasné jestli odhad Monety 450 mil. CZK zahrnuje očekávané snížení úrokových sazeb). Podle tiskové zprávy bude MMB hledat obchodní příležitosti, aby tento negativní dopad eliminovala.

Růst výnosnosti úvěrového portfolia.

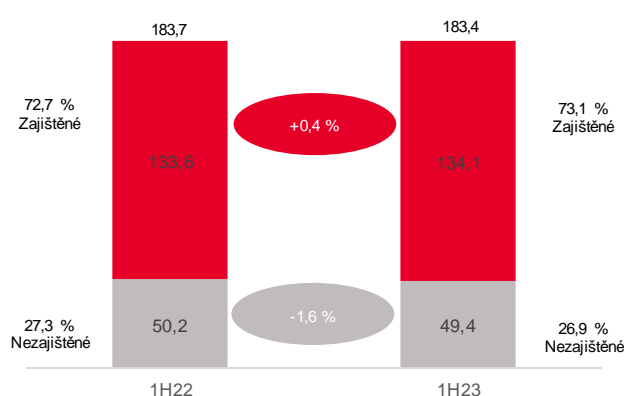
V grafu níže je zachycena výnosnost úvěrového portfolia. Celkový výnos je v první polovině roku +4,6 % (+4,1 % ve stejném období loňského roku). Výnosy vzrostly u obou segmentů, jak retailových, tak i korporátních úvěrů. Vyšší tempo růstu je u korporátních úvěrů, kde výnos dosáhl 5,8 % (loni 4,9 %). Výnos retailových úvěrů je v 1H23 4,1 % (loni 3,8 %). Retailové úvěry tvoří přes 68 % celkového objemu. Jejich **struktura je důležitým faktorem**. Zajištěné retailové úvěry představují téměř tři čtvrtiny všech retailových úvěrů. V meziročním srovnání jejich podíl lehce vzrostl (+0,4 % y/y). Nezajištěné naopak mírně klesly (-1,6 % y/y) a jejich poměr k celkovým retailovým úvěrům je 27 %. Největší objem zajištěných retailových úvěrů jsou bez překvapení hypotéky s téměř 72 %. 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

<sup>1</sup> „Sazby: letos nic a pak víc“ byla zveřejněna 25. července 2023 v 14:21 na našich webových stránkách [https://bit.ly/CEO\\_3Q23\\_CZ](https://bit.ly/CEO_3Q23_CZ).

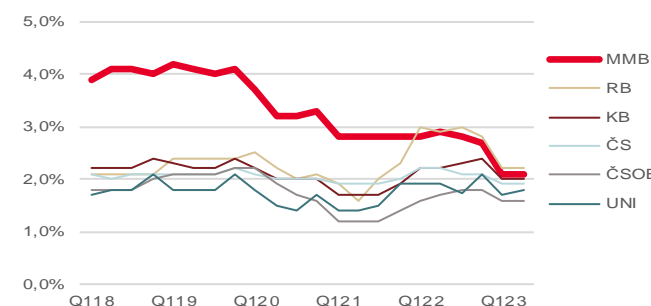
Čistý úrokový by měl být více méně stabilní.

### Čistý úrokový výnos činil v druhém kvartále 2,2 mld. CZK.

To představuje pokles ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku o 11,8 %. Za poklesem je prudký nárůst nákladových úroků související s vysokými úrokovými sazbami ČNB. Co se týká čisté úrokové marže, tak rychlý pokles z konce minulého roku se zastavil a na kvartální úrovni je marže stabilní +2,1 %. Letos odhadujeme, že čistý

úrokový výnos klesne meziročně na 8,5 mld. CZK (-8,9 % y/y). Čistá úroková marže by tak měla zůstat na +2,1 %. Graf srovnává marže šesti největších bank včetně Monety. Z něho patrné, že Moneta má jednu z nejvyšších marží v množině srovnávaných bank.

### Srovnání vývoje čistých úrokových marží



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

Na vývoj úrokových marží v bankovním sektoru mají samozřejmě vliv vysoké úrokové sazby. Podobně jak rostou úrokové výnosy, rostou ale i nákladové úroky a zvyšuje se náročnost financování. Základní sazby ČNB je nyní na hladině 7,00 % a neměnila se od června 2022. V našich odhadech čekáme její postupný uvolňování měnové politiky v příštím roce, kdy by měla sazba klesnout až na 4,00 % na konci roku.

Výnosy z poplatků a provizí by měly letos slušně vzrůst.

### Poplatky a provize by podle našich odhadů měly letos vzrůst o +13,9 % na 2,6 mld. CZK.

To je mírně vyšší tempo růstu než v loňském roce (+12,1 %, 2,3 mld. CZK). Růst souvisí s prodejem produktů třetích stran (zejména penzijního připojištění a životního pojištění).

Mírný růst provozních nákladů. Inflaci mezd tlumí pokles počtu zaměstnanců.

**Provozní náklady odhadujeme v letošním roce na 5,7 mld. CZK (+2,5 % y/y).** Mírný nárůst je dán vyššími regulačními poplatky a administrativními náklady. U personálních nákladů kompenzuje inflaci mezd nižší počet zaměstnanců. Poměr nákladů vůči výnosům očekáváme ve výši 48,1 % po 46,2 % v 2022.

Po rozpouštění rezerv v prvním kvartále růst nákladů na riziko ve druhém. Opravné položky za celý rok stále velmi nízké.

**Vzhledem k pandemii koronaviru došlo k vysokému nárůstu opravných položek (3,6 mld. CZK, 174 bb) k nespláceným úvěrům v roce 2020.** Opravné položky se ale v dalších letech rozpouštěly a došlo na jejich strmý pád na -90 mil. CZK v minulém roce. To znamená, že náklady na riziko byly nízkých 3 bb. Letos v prvním čtvrtletí došlo k rozpouštění opravných položek a tvorbě ve druhém. Za celý půl rok jsou ve výši nízkých 30 mil. CZK nebo pouhé 2 bb. **Poměr úvěrů v selhání (NPL) klesl na historické minimum 1,3 % výkonných úvěrů.** Prodej NPL, lepší platební morálka a jejich překlasifikování jsou důvody za jejich poklesem. **V druhé polovině roku odhadujeme jejich nárůst. Celkem by měly letos dosáhnout 417 mil. CZK nebo 16 bb.**

Meziroční pokles čistého zisku

**Čistý zisk** v tomto roce podle našich odhadů **poklesne** ve srovnání v předchozím rokem (2022) **o 6,6 % a dosáhne 4,8 mld. CZK.** Na poklesu se podepsaly meziročně **nižší výnosy, které negativně ovlivnily vyšší náklady na financování a vyšší provozní náklady.** Také **náklady na riziko** jsou ve srovnání s minulým rokem **více než dvojnásobné.**

### Speciální daň

Dopad speciální daně z neočekávaných zisků bude marginální.

Kvůli energetické krizi a vysokému nárůstu cen energií zavedla vláda daň z neočekávaných zisků (windfall tax - WFT), která se mimo jiné vztahuje i na banky s čistým úrokovým výnosem nad 6 mld. CZK. Týká se tedy i Monety, která test splňuje. Platí pro roky 2023, 2024 a 2025. Veškerý zisk nad průměrem za roky 2018-2021 navýšeným o 20 % je touto optikou považováno za neočekávaný zisk a daní se sazbou 60 %.

Podle několika prohlášení generálního ředitele Monety bude **vliv této speciální daně na hospodaření banky marginální**.

### Projekce 2023

V další tabulce uvádíme výhled vedení Monety na tento rok včetně našich odhadů. Naše odhady jsou více méně ve shodě s výhledem Monety.

Odhady Monety nezahrnují zrušení úročení povinných minimálních rezerv, ke kterému došlo od 5. října a ovlivní to tedy výsledky za čtvrtý kvartál. Podle tiskového prohlášení Monety bude negativní dopad v tomto období 120 mil. CZK (viz výše).

Výsledky za rok 2022, projekce Monety pro 2023 ve srovnání s našimi odhady

	2022	2023 cíl Monety	2023 odhady KB
Celkové provozní výnosy (mld. CZK)	12,1	≥12,0	11,9
Celkové provozní náklady (mld. CZK)	5,6	≤5,7	5,7
Provozní zisk (mld. CZK)	6,5	≥6,3	6,2
Náklady na riziko (bb)	3	15-35	16
Efektivní daňová sazba (%)	19,4	16	16,1
Čistý zisk (mld. CZK)	5,2	≥4,7	4,8
Zisk na akcii (CZK)	10,2	≥9,2	9,5
Návratnost hmotného kapitálu (%)	18,7	≥16,0	17,0

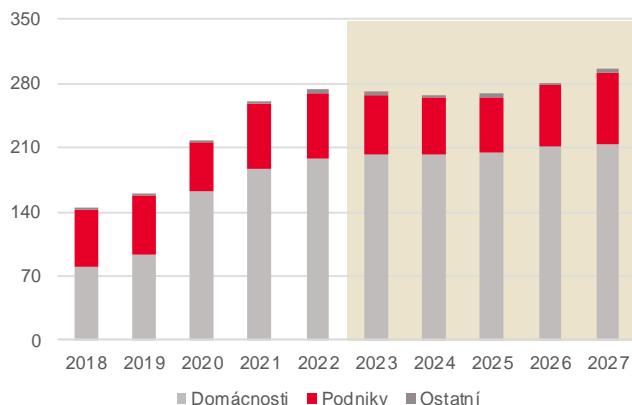
Zdroj: Moneta Money Bank, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Dlouhodobé výhledy

**Naše dlouhodobé projekce vychází z odhadů úrokových sazeb.**

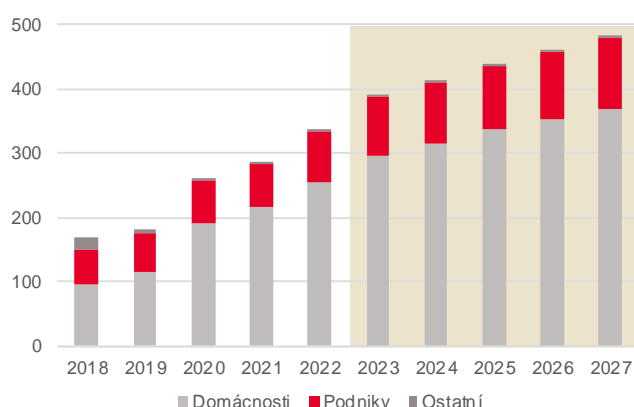
V naší projekci čekáme ve sledovaném období (2023-2027) růst úvěrového portfolia v retailovém i korporátním segmentu. Odhadujeme průměrný roční růst celkových úvěrů o +2,2 % (CAGR). Předpokládáme růst retailových úvěrů o +1,4 a u komerčních úvěrů čekáme tempo +4,6 % ve sledovaném období.

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)



Podobně čekáme také růst u klientských vkladů. Jejich průměrný roční růst (CAGR 2023-2027) odhadujeme na +6,2 %. V segmentu retailu (domácnosti) máme v projekci mírně vyšší tempo,

kdy se by měla depozita zvýšit o +6,3 %. Komerční vklady porostou v naše výhledu o +5,7 %. Retail by měl tvořit asi tři čtvrtiny zdrojů financování a komerční sektor cca čtvrtinu.

Odhadujeme lehký pokles čisté úrokové marže.

V prvním pololetí dosáhla čistá úroková marže +2,1 %. To je pokles z +2,3 % v 4Q22. Nicméně tento pokles se zastavil a na kvartální bázi je marže konstantní. Letos počítáme s čistou úrokovou marží na úrovni +2,1 %, tedy beze změny proti druhému i prvnímu čtvrtletí tohoto roku. Na jednu stranu jsou pozitivní vysoké úrokové sazby, ale to bylo více než kompenzováno vyššími náklady na financování. V dalších letech odhadujeme mírný pokles čisté úrokové marže na +1,8 %.

Čistý úrokový výnos by podle naší projekce měl dosáhnout průměrného ročního růstu +3,4 % a měl by dosáhnout 9,7 mld. CZK v roce 2027.

Prodeje produktů třetích stran solidně vzrostou.

Růst poplatků a provizí bude vyšší ve srovnání s čistým úrokovým výnosem. Odhadujeme, že čistý výnos z poplatků a provizí poroste o +6,0 % (CAGR 2023-2027). Za tím by měl být úspěšný prodej produktů třetích stran.

Celkové provozní výnosy by podle našich projekcí měly průměrně růst o +3,8 % na 13,9 mld. CZK v roce 2027.

Personální náklady porostou rychleji než administrativní.

Celkové provozní náklady by se měly letos vyšplhat na 5,7 mld. CZK. V posledním roce (2027) našeho sledovaného období by měly dále vzrůst na 6,1 mld. CZK. To odpovídá průměrnému růstu +1,7 % (CAGR). Největší podíl na provozních nákladech mají personální náklady (cca 45 %). Kvůli inflaci a napjatému trhu práce porostou v rámci nákladů nejrychleji (+2,8 %). U administrativních nákladů odhadujeme mírný asi +1,0 % růst.

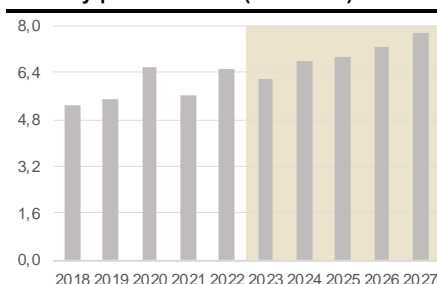
Náklady na riziko vzrostou z nízkých úrovní.

Letos čekáme nárůst nákladů na riziko. Loni činily bezprecedentních pouhých 3 bb, kdy klesly z vysokých úrovní vytvořených během pandemie covidu. V letošním roce cílíme na nárůst na 16 bb (417 mil. CZK) a v posledním sledovaném roce (2027) na 45 bb (1 267 mil. CZK).

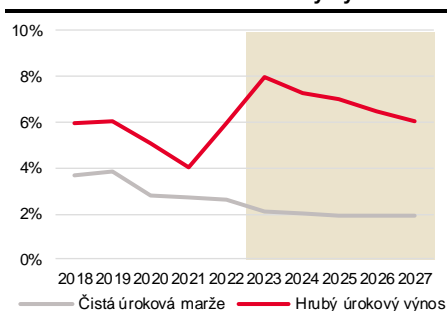
Čistý zisk poroste průměrně o +2,4 %.

Výše rizikových nákladů ovlivní čistý zisk. V letošním roce čekáme pokles na 4,8 mld. CZK (-6,6 % y/y). V posledním roce projektované periody odhadujeme čistý zisk na 5,3 mld. CZK. Průměrný roční růst je +2,4 % (CAGR).

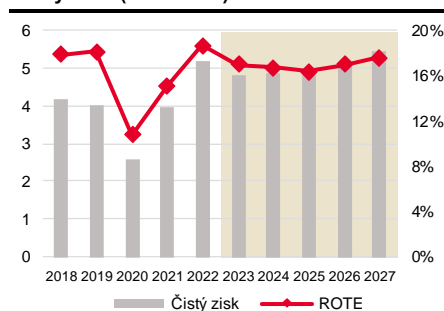
Celkový provozní zisk (mld. CZK)



Čistá úroková marže vs. hrubý výnos



Čistý zisk (mld. CZK)



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

Výhled hospodaření Monety na nejbližší roky ve rovnání s naším očekáváním jsou v následující tabulce.

**Střednědobý výhled hospodaření**

	2022	2027 cíl Monety	2027 odhady KB
Celkové provozní výnosy (mld. CZK)	12,1	≥14,0	13,9
Celkové provozní náklady (mld. CZK)	5,6	≤6,1	6,1
Provozní zisk (mld. CZK)	6,5	≥7,9	7,7
Náklady na riziko (bb)	3	35-55	45
Efektivní daňová sazba	19,4	16,5	17,5
Čistý zisk (mld. CZK)	5,2	5,6	5,3
Zisk na akcii (CZK)	10,2	≥11,0	10,4
Návratnost hmotného kapitálu	18,7	16,0	17,3

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

Naše prognóza počítá s vyšším průměrným růstem celkových výnosů než nákladů. Provozní zisk by tedy měl růst.

## Kapitálová vybavenost

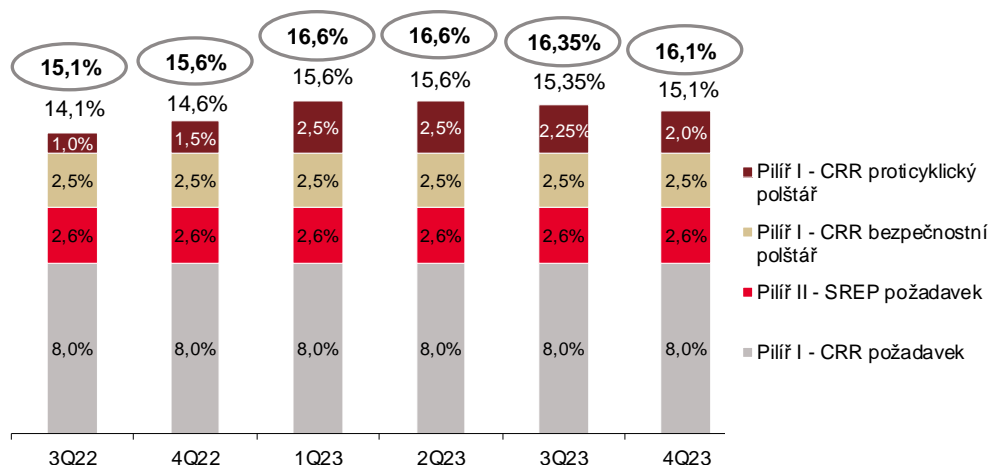
Silná kapitálová pozice.

**Moneta Money Bank pohodlně splňuje požadavky regulátora na kapitálovou vybavenost.**

Kapitálový regulační požadavek je od 1. října 2023 stanoven ve výši 15,1 %. Skládá se z 10,6 % SREP požadavku, 2,5 % bezpečnostní kapitálové rezervy, 2,0 % proticyklické kapitálové rezervy. Navíc nad tento regulační požadavek si management Monety stanovil dobrovolnou interní kapitálovou rezervu ve výši 1,0 %. Celkový cíl v kapitálové přiměřenosti je tedy 16,1 %. Mění se zejména proticyklická kapitálová přírážka. ČNB hodnotí systémová rizika na kvartální bázi a následně se rozhodne o nastavení této sazby. Struktura kapitálových požadavků je vidět na dalším grafu.

Kapitálová přiměřenost Monety byla v prvním pololetí tohoto roku na 19,7 %. Moneta tedy komfortně splňuje požadavek 16,1 %, ve kterém je již zahrnuta interní rezerva managementu 100bb.

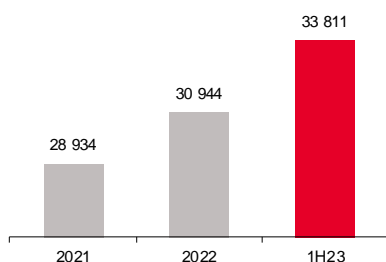
### Vývoj kapitálového požadavku



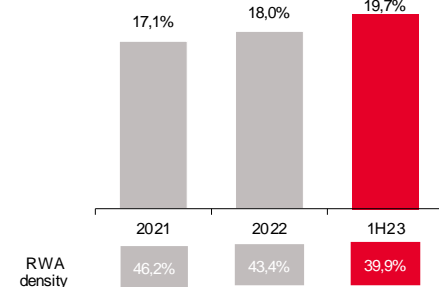
Zdroj: Moneta Money Bank

Podle reportu za druhé čtvrtletí je regulační kapitál na konsolidované bázi za první pololetí 33,8 mld. CZK. Nadbytečný kapitál byl na konci 1H23 3,3 mld. CZK. To představuje celkem 6,5 CZK na jednu akcii. Rizikově vážená aktiva (RWA) dosáhla 171,4 mld. CZK.

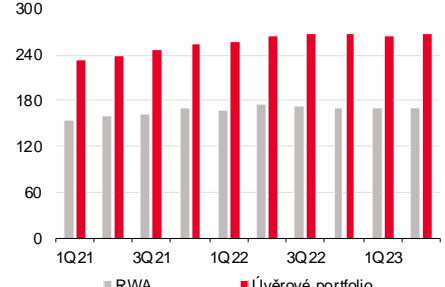
Regulatorní kapitál (mil. CZK)



Kapitálová přiměřenost



RWA a vývoj úvěr. portfolia (mil. CZK)



Zdroj: Moneta Money Bank

Rizikově vážená aktiva v poměru k celkovým aktivům banky odhadujeme ve sledovaném období výrazně pod hranicí 50 %. Tento násobek klesl v roce 2021. Moneta průběžně přistupuje k prodeji portfolia úvěrů v selhání (NPL). Pozitivní vliv mělo překlasifikování některých NPL vzhledem k dobré platební morálce. Očekáváme také, že banka bude schopna financovat poskytnuté úvěry získanými depozity a nebude závislá na externím financování. Ukazatel úvěrů vůči depozitům by tak měl zůstat hluboko pod hranicí 100 %.

## Dividendová politika

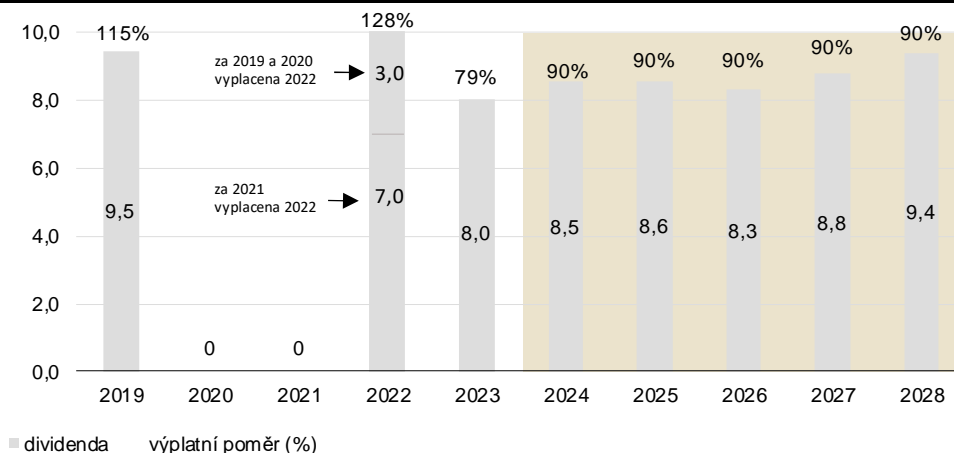
Dividendová politika Monety je minimálně 70 % čistého zisku.

Dividendová politika Monety je vyplácet akcionářům minimálně 70 % čistého zisku. Nicméně vedení Monety jasně deklarovalo záměr vyplácet minimálně 80 %, což mu umožňuje silná kapitálová pozice.

Letos, tzn. ze zisku roku 2022 vyplatila Moneta 8,0 CZK na jednu akcii. To odpovídá právě 79 % výplatního poměru. Příští rok očekáváme dividendu ve výši 8,5 CZK na akcii. To znamená hrubý výnos +10,1 %, nebo výplatní poměr 90 % čistého zisku. Výplatní poměr 90 % je z našeho pohledu pro Monetu udržitelný i v následujících letech.

Na grafu níže jsou naše odhady distribuce dividend ve sledovaném období. Připomínáme, že v letech 2020 a 2021 se dividendy kvůli regulaci ČNB nevyplácely.

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

Žádné potenciální dění M&A v nejbližší době nečekáme.

Po několika pokusech skupiny PPF ovládnout Monetu tyto snahy skončily. Podle stávajícího generálního ředitele PPF není nyní prostor pro jakékoli další aktivity v této věci. PPF tak nadále

bude v Monetě vlastnit podíl 29,94 %. Můžeme spekulovat o tom, jestli by ho skupina neprodala nějakému strategickému investorovi.

Jsme ale přesvědčeni o tom, že Moneta nadále sleduje a vyhodnocuje jakékoli příležitosti konsolidace v sektoru. Na druhou stranu se také sama může stát akvizičním cílem.

## Ocenění společnosti

### Sektorové srovnání

Moneta se obchoduje s opodstatněnou premií.

Akcie 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). Moneta vyplácí ve srovnání s mediánem skupiny podstatně vyšší dividendu. 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 2023	P/E 2024	P/BV akt.	P/TBV akt.	P/S akt.	Div. výnos 2024	ROE akt.	ROA akt.
<b>MONETA MONEY BANK</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>10.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>4.4</b>	<b>8.3</b>	<b>16.3</b>	<b>1.1</b>
Komerční Banka AS	7.3	8.1	8.9	1.1	1.2	1.1	8.3	14.4	1.2
BRD-Groupe Societe Generale SA	7.5	7.5	8.7	1.3	1.4	1.9	11.5	20.8	2.0
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	11.0	5.1	5.6	0.7	0.8	0.9	n/a	7.2	0.6
Bank Handlowy w Warszawie SA	3.8	4.8	6.5	1.3	1.5	2.0	10.9	26.0	2.8
OTP Bank Nyrt	4.3	4.3	4.9	1.1	1.1	0.9	4.1	25.8	2.6
Santander Bank Polska SA	12.2	8.6	9.3	1.4	1.5	2.5	4.3	12.0	1.4
Bank Polska Kasa Opieki SA	9.2	5.8	7.0	1.2	1.4	1.7	8.7	14.7	1.2
Powszechna Kasa Oszczednosci B	14.6	7.0	6.9	1.3	1.4	1.6	5.3	9.8	0.8
Sberbank of Russia PJSC	n/a	n/a	n/a	1.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bank Millennium SA	n/a	4.6	6.6	1.4	1.5	1.0	0.0	-6.5	-0.4
Vseobecna Uverova Banka AS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	12.4	1.0
Alior Bank SA	6.8	4.7	6.3	1.0	1.1	0.9	0.0	18.0	1.4
Akbank TAS	2.3	2.9	2.9	1.0	1.0	0.7	4.6	51.3	5.6
Türkiye Garanti Bankası AS	2.8	3.3	2.7	1.1	1.1	0.8	4.6	47.2	4.7
Yapı ve Kredi Bankası AS	2.7	3.4	3.1	1.1	1.1	0.7	3.7	49.4	4.7
Türkiye İş Bankası AS	3.3	4.3	3.7	1.1	1.1	0.8	n/a	42.1	3.8
Banca Transilvania SA	12.0	7.3	7.3	1.5	1.6	3.1	5.8	27.6	2.0
Hacı Omer Sabancı Holding AS	2.5	3.8	2.8	1.0	1.2	0.4	3.4	50.1	3.4
<b>Medián srovnávací skupiny</b>	<b>6.8</b>	<b>4.7</b>	<b>6.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>4.6</b>	<b>19.4</b>	<b>1.7</b>
<b>EURO STOXX Banks Price EUR</b>	<b>6.3</b>	<b>6.2</b>	<b>6.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>7.3</b>	<b>11.3</b>	<b>0.6</b>
MMB vs. medián	60%	129%	68%	62%	69%	349%	81%	-16%	-33%
MMB vs. STOXX	73%	76%	74%	137%	136%	251%	14%	43%	93%
MMB vs. Komerční banka	49%	33%	21%	65%	64%	319%	0%	13%	-3%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Fair value a cílová cena

K ocenění akcií Monety jsme využili tři metody. Cílovou cenu jsme stanovili na 102,8 CZK.

**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 (2023-2027) diskontovali k říjnu 2023. 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. Hlavní parametry a výstupy najdete v následující tabulce. Cena vlastního kapitálu se pro sledované období pohybuje v rozmezí 11,3-10,8 %. 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 102,8 CZK** za kus.

### Parametry a metody ocenění akcií MONETA Money Bank

	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
<b>Míra vlastního kapitálu</b>	<b>11,3 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>DDM</b>					
Bezriziková úroková míra	4,4 %	3,8 %	3,8 %	3,9 %	3,9 %	Dividenda na akcii	8,50	8,60	8,30	8,80	9,40
Beta	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	Explicit value	34,2				
Riziková premie	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	Terminal value	63,2				
Růst dividendy po roce 2027	1,2 %					Fair value (mil. CZK)	49 771				
Růst FCFE po roce 2027	1,0 %					<b>Fair value na akcii</b>	<b>97,4</b>				
Výplatní poměr po 2027	90,0 %										
ROE po roce 2027	12,0 %										
<b>Excess return model</b>											
ROE	15,2 %	15,0 %	14,4 %	14,9 %	15,5 %	<b>DFCF</b>					
Return spread	3,9 %	4,3 %	3,7 %	4,1 %	4,8 %	Čistý zisk	5 187	4 843	4 864	4 724	4 990
Vlastní kapitál	31 091	31 856	32 373	32 732	33 484	Odpisy majetku	1 249	1 257	1 253	1 293	1 237
Nadprůměrný výnos	1 219	1 373	1 208	1 346	1 592	Opravné položky k úvěrům	90	417	950	1 184	1 211
						Ostatní nepeněžní úpravy	-770	157	6	-5	-16
Vlastní kapitál na začátku	29 481					Změna prac. kapitálu	0	0	0	0	0
Explicit value	5 585					Kapitálové výdaje	-1 145	-1 156	-1 168	-1 180	-1 191
Terminal value	10 309					Výnos z prodeje majetku	12	12	12	12	12
						FCFE	4 623	5 529	5 917	6 029	6 243
Fair value (mil. CZK)	45 375					Explicit value	22 865				
<b>Fair value na akcii</b>	<b>88,8</b>					Terminal value	39 525				
						Fair value (mil. CZK)	62 390				
						<b>Fair value na akcii</b>	<b>122,1</b>				

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

## Analýza citlivosti ocenění (fair value)

<b>Excess return</b>					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,2 %	0,7 %	1,2 %	1,7 %	2,2 %
-100bp	93,5	94,9	96,6	98,4	100,5
-50bp	89,9	91,1	92,5	94,0	95,7
10,84% / 10,78% *	86,7	87,7	<b>88,8</b>	90,0	91,4
+50bp	83,8	84,6	85,5	86,5	87,5
+100bp	81,1	81,8	82,5	83,3	84,1

<b>DDM</b>					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,2 %	0,7 %	1,2 %	1,7 %	2,2 %
-100bp	91,5	94,6	98,1	101,9	106,2
-50bp	91,2	94,3	97,7	101,6	105,8
10,84% / 10,78% *	90,9	94,0	<b>97,4</b>	101,2	105,5
+50bp	90,6	93,6	97,1	100,9	105,1
+100bp	90,2	93,3	96,7	100,5	104,7

<b>FCFE</b>					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %
-100bp	122,1	126,7	131,8	137,5	143,9
-50bp	118,0	122,1	126,7	131,8	137,5
10,84% / 10,78% *	114,2	118,0	<b>122,1</b>	126,7	131,8
+50bp	110,8	114,2	118,0	122,1	126,7
+100bp	107,7	110,8	114,2	118,0	122,1

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	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b>								
Čistý úrokový výnos	8 282	8 609	9 311	8 478	8 917	9 010	9 251	9 680
Čistý výnos z poplatků a provizí	1 891	2 050	2 298	2 618	2 860	3 003	3 153	3 310
Provozní výnosy celkem	12 098	11 168	12 116	11 925	12 644	12 882	13 276	13 864
Mzdové náklady	-2 519	-2 562	-2 528	-2 494	-2 543	-2 622	-2 704	-2 788
Ostatní správní náklady	-1 372	-1 518	-1 523	-1 595	-1 611	-1 627	-1 643	-1 660
Odpisy	-1 129	-1 196	-1 249	-1 257	-1 253	-1 293	-1 237	-1 250
Provozní náklady celkem	-5 526	-5 538	-5 594	-5 735	-5 834	-5 972	-6 016	-6 131
Tvorba opravných položek k úvěrům	-3 562	-695	-90	-417	-950	-1 184	-1 211	-1 267
Nezdaněný zisk	3 010	4 935	6 432	5 774	5 860	5 726	6 049	6 465
Čistý zisk	2 601	3 984	5 187	4 843	4 864	4 724	4 990	5 334

<b>ROZVAHA</b>								
Pokladní hotovost a peněžní ekvivalenty	7 782	11 204	12 467	32 453	56 907	91 027	104 785	113 526
Realizovatelná finanční aktiva	0	0	0	0	0	0	0	0
Úvěry a pohledávky za bankami	22 872	15 602	37 886	54 012	51 884	51 365	50 852	50 343
Úvěry a pohledávky za klienty	226 072	255 612	268 752	265 823	262 495	263 936	274 189	289 038
Nehmotný majetek a goodwill	2 957	3 184	3 379	3 313	3 380	3 413	3 448	3 482
Aktiva celkem	300 958	340 222	387 510	444 322	466 763	502 746	527 208	551 274
Závazky vůči klientům	258 906	285 145	334 251	387 969	410 149	445 800	469 531	492 757
Rezervy	289	234	306	291	276	262	249	237
Ostatní závazky	3 516	4 760	3 570	3 606	3 642	3 678	3 715	3 752
Závazky celkem	273 908	310 741	356 419	412 466	434 390	470 014	493 723	516 932
Vlastní kapitál celkem	27 050	29 481	31 091	31 856	32 373	32 732	33 484	34 342
Rizikově vážená aktiva	154 131	169 241	171 718	170 640	169 743	170 209	173 515	178 214

<b>CASH FLOW</b>								
Čisté peněžní toky z provozních činností	3 411	13 977	36 712	47 271	34 786	42 003	21 491	16 787
Peněžní toky z investičních činností	-3 971	-16 960	-11 273	-1 140	-1 152	-1 164	-1 175	-1 187
Čisté peněžní toky z finančních činností	111	-300	-1 808	-4 088	-4 358	-4 377	-4 252	-4 491
Free cash flow to equity	5 213	6 358	4 623	5 529	5 917	6 029	6 243	6 633

<b>ÚDAJE V PŘEPOČTU NA AKCII (CZK)</b>								
EPS	5,1	7,8	10,2	9,5	9,5	9,2	9,8	10,4
Vlastní kapitál (book value)	52,9	57,7	60,8	62,3	63,4	64,1	65,5	67,2
Volný cash flow	10,2	12,4	9,0	10,8	11,6	11,8	12,2	13,0
Hrubá dividenda ze zisku předchozího roku	0,0	0,0	10,0	8,0	8,5	8,6	8,3	8,8

<b>POMĚROVÉ UKAZATELE</b>								
Hrubý výnos	5,1%	4,0%	5,9%	8,0%	7,3%	7,0%	6,5%	6,0%
Náklady financování	0,6%	0,4%	2,0%	3,6%	2,6%	2,2%	1,8%	1,5%
Čistá úroková marže	2,8%	2,7%	2,6%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%
Cost/Income ratio	45,7%	49,6%	46,2%	48,1%	46,1%	46,4%	45,3%	44,2%
ROE	9,6%	13,5%	16,7%	15,2%	15,0%	14,4%	14,9%	15,5%
ROTE	10,8%	15,2%	18,7%	17,0%	16,8%	16,1%	16,6%	17,3%
ROA	0,9%	1,2%	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	1,0%
Vlastní kapitál / aktiva	9,0%	8,7%	8,0%	7,2%	6,9%	6,5%	6,4%	6,2%
Poměr úvěrů vůči depozitům	87,3%	89,6%	80,4%	68,5%	64,0%	59,2%	58,4%	58,7%
Výplatní poměr	0,0%	0,0%	128,3%	78,8%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%

<b>OCENĚNÍ</b>								
P/E	20,2	13,2	10,1	10,8	10,8	11,1	10,5	9,8
P/BV	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5
P/S	4,3	4,7	4,3	4,4	4,2	4,1	4,0	3,8
Dividendový výnos	0,0%	0,0%	9,7%	7,8%	8,3%	8,3%	8,1%	8,6%

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 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 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>

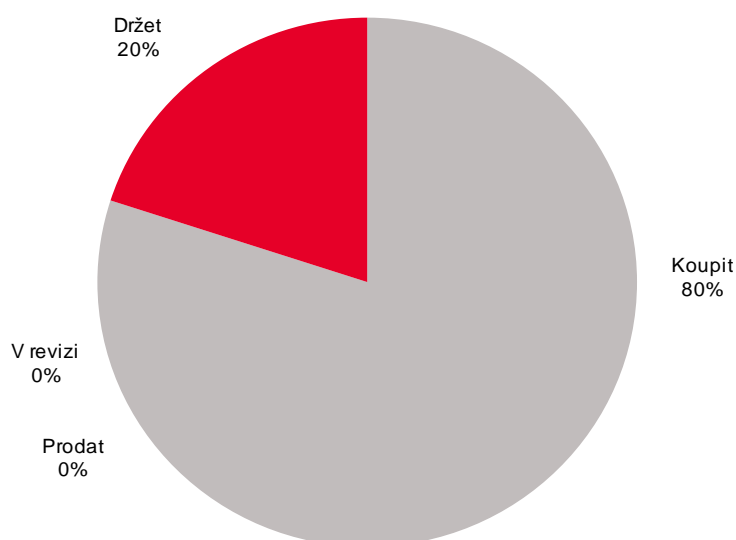
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

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

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (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

	ČEZ	Colt CZ Group SE	Kofola	MONETA Money Bank	Philip Morris ČR	Avast	O2 CR
<b>Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů</b>							
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	držet	konec pokrývání	konec pokrývání
Cílová cena	1 034 CZK	652 CZK	313 CZK	102,8 CZK	18 349 CZK	07.09.2022	25.02.2022
Datum	07.09.2022	16.12.2022	29.05.2023	19.10.2022	03.03.2023		
Cena v den publikace	923 CZK	559 CZK	244 CZK	84 CZK	17 200 CZK	205,1 CZK	270 CZK
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota		
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>							
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	1 393 CZK	645 CZK	381 CZK	104,6 CZK	18 183 CZK	600 GBp	362 CZK
Datum	07.06.2022	17.01.2022	12.05.2022	05.09.2022	11.02.2022	11.02.2021	26.03.2021
Doporučení	v revizi	v revizi	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	v revizi	v revizi	109,7 CZK	16 512 CZK	466 GBp	293 CZK
Datum	10.05.2022	31.03.2021	15.02.2022	31.08.2021	20.11.2020	30.08.2019	08.01.2020
Doporučení	koupit	koupit	koupit	v revizi	koupit	v revizi	koupit
Cílová cena	905 CZK	357 CZK	367 CZK	v revizi	18 308 CZK	v revizi	298 CZK
Datum	10.12.2021	27.11.2020	12.01.2021	07.05.2021	03.12.2018	14.08.2019	12.12.2018
Doporučení	koupit		v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	621 CZK		v revizi	97 CZK	17 546 CZK	342 GBp	270 CZK
Datum	23.07.2020		26.11.2020	29.10.2019	22.08.2017	15.06.2018	18.08.2017
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DDM	DFCF	DFCF DDM
Četnost doporučení	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
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	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
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	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
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>							
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců	ne	ano	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
KB market making pro tituly příslušného emitenta	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