

MONETA Money Bank

Doporučení: **Akumulovat**
Cílová cena: **88 Kč**

MONETA Money Bank (BAAGECBA)

Souhrn doporučení

Aktuální doporučení	Akumulovat
Předchozí doporučení (1.6.2017)	Koupit
Cílová cena (12M):	88 Kč
Minulá cílová cena (1. 6. 2017)	92 Kč
Datum vydání:	26. 7. 2018

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Moneta Money Bank	-8,1	-6,7	-2,1
Index PX	-2,3	-3,4	+7,9
STOXX EUR. 600 Banks	-7,0	-15,9	-12,5

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

MONETA Money Bank (BAAGECBA)

Základní informace

Odvětví:	Bankovníctví
Ticker:	BAAGECBA (BCPP)
Počet vydaných akcií:	511,0 mil. ks.
Free float:	100 %
Tržní kapitalizace:	39,65 mld. Kč
Dividenda (2017)	8 Kč
Uzavírací cena (25.7.18, 16:25)	77,8 Kč
Max. 12M (19. 4. 2018, čas 16:25)	86,25 Kč
Min. 12M (23.10. 2018, čas 16:25)	74,45 Kč

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Graf. č. 1: Vývoj akcií Moneta za 12 M



▪ V předkládané analýze akciového titulu společnosti Moneta Money Bank (dále také „Moneta“ nebo „Banka“) aktualizujeme naši cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie Banky. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke **snížení naší cílové ceny pro akcie Monety z 92 Kč na 88 Kč**. Vzhledem k aktuálnímu tržnímu kurzu akciového titulu **snížujeme naše investiční doporučení ze stupně „koupit“ na „akumulovat“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Monety představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců potenciální kapitálový výnos 13 %.

▪ Ke snížení naší cílové ceny jsme přistoupili v návaznosti na nižší očekávanou udržitelnou ziskovost Banky ve střednědobém horizontu a vyšší odhadované náklady na vlastní kapitál. Ve světle výkonnostních cílů pro rok 2018 při dosažení poměru nevýkonných úvěrů (NPL) na úrovni 3,1 % a monetizaci portfolia nevýkonných úvěrů v předpokládané výši 0,75 mld. Kč by Moneta v letošním roce měla s rezervou překonat vlastní výhled pro čistý zisk ve výši 3,5 mld. Kč (naš odhad 3,82 mld. Kč). Po očištění o jednorázové zisky z prodeje nevýkonných úvěrů je naše aktualizovaná projekce čistého zisku za 2018 (EPS 6,3 Kč) vůči předchozím odhadům nižší o 7 %. V porovnání s tržními odhady dle Bloomberg při EPS (2018) 6,8 Kč a EPS (2019) 6,8 Kč jsou naše odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2018 – 2019 při 7,5 a 6,9 Kč optimističtější.

▪ Akcie Monety se aktuálně obchodují při 1,6x P/BV (2018) a 10,4x P/E (2018) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E18 12,1x, P/BV18 1,3x) se Moneta obchoduje s mírnou premií, což dle nás ospravedlňuje nadprůměrná profitabilita Banky při střednědobě udržitelné návratnosti hmotného kapitálu (ROTE) na úrovni ≥ 14 %. Při kumulativním dividendovém výnosu 19 % za období 2018 – 2020 považujeme nadále současné ocenění Monety za atraktivní.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Monety

Projekce hospodaření (mil. Kč)	2017	2018e	2019e	2020e
Provozní výnosy	10 335	9 775	10 179	10 703
Provozní zisk	5 388	4 886	5 208	5 623
Čistý zisk	3 923	3 818	3 549	3 751
Dividenda (DPS)	8 Kč	5,0 Kč	4,8 Kč	5,0 Kč
Valuace	2017	2018e	2019e	2020e
P/BV	1,7x	1,63x	1,6x	1,53x
P/E	11,80x	10,4x	11,2x	10,6x
Dividendový výnos	10,4 %	6,4 %	6,2 %	6,4 %
Vybrané parametry	2017	2018e	2019e	2020e
CET1	17,4 %	16,0 %	15,6 %	15,5 %
Provozní náklady / výnosy	47,9 %	50,0 %	48,8 %	47,4 %

Zdroj: MONETA Money Bank, Fio banka

Investiční teze

Solidní dividendový výnos zůstává kotvou pro akcie Monety, návrat hospodaření k růstu katalyzátorem.

Návrat na růstovou trajektorii hospodaření má své opěrné pilíře.

Úvěrová dynamika Monety zůstává nadprůměrná.

Postupná stabilizace cen spotřebitelských úvěrů přispěje k obratu úrokových výnosů.

Dividendový výnos kotvou, katalyzátorem obrat hospodaření. Silná kapitálová pozice Monety umožnila Bance vyplatit za uplynulé dva roky na dividendách více než 100 % čistého zisku vygenerovaného v letech 2016-17. Kumulativní dividendový výnos 26 % ve vztahu k upisovací ceně akcií zvyšoval atraktivitu akcií Monety v období klesajících provozních výnosů i čistého zisku Banky. V rámci představení střednědobého strategického plánu management uvedl, že souhrnná výplata dividendy za období 2017 – 2020 by měla dosáhnout 11,5 mld. Kč. S vyplacenou dividendou 8 Kč na akcii za rok 2017 na zbývající období 2018 – 2020 připadá průměrná roční dividendy 4,8 Kč s nadále solidním kumulativním dividendovým výnosem 19 % ve vztahu k současnému kurzu akcií Monety. Výplatní poměr pro dividendu tak konverguje přibližně k 70 % čistého zisku, což jsou hodnoty srovnatelné s Komerční bankou (výplatní poměr 65 % za rok 2018) i dalšími kapitálově silnými bankami regionu CEE (Pekao Bank, Bank Handlowy). Domníváme se, že s nižším výplatním poměrem pro dividendu bude o to větší důraz ze strany investorů akcentován **na obrat v klesajícím trendu hospodaření Banky.**

Základy pro růstovou trajektorii hospodaření jsou vybudovány. Obrat v trendu klesajícího hospodaření Banky nebude velmi pravděpodobně ještě otázkou letošního roku. Meziroční růst provozních výnosů předpokládáme od roku 2019, přičemž známky oživení čistého úrokového výnosu Banky by dle výhledu managementu Banky měly být patrné již ve 4Q/18. K celkovému růstu provozních výnosů od roku 2019 by měl přispět a) nadprůměrný růst obchodních objemů Banky, b) stabilizace klientských úrokových sazeb u spotřebitelských úvěrů i c) pokračující růst úrokových sazeb na trhu. Udržitelnou návratnost hmotného kapitálu Banky (ROTE) na úrovni ≥ 14 % by ve střednědobém horizontu měly podpořit rovněž d) nižší normalizované rizikové náklady na pozadí zlepšující se kvality úvěrového portfolia a e) lepší provozní efektivita v návaznosti na probíhající investice do digitalizace Banky.

Silný růst úvěrového portfolia. Moneta se na úvod roku prezentovala silnou úvěrovou dynamikou (+12,7 y/y za 1Q/18), přičemž celoroční cíl pro letošní rok počítá s růstem objemu úvěrů o ≥ 9 %. Banka tak navazuje na minulý rok, kdy svou úvěrovou dynamikou předčila růst tuzemského úvěrového trhu. V souladu s vytčenou strategií posiluje Banka svůj tržní podíl v segmentu hypotečních úvěrů i úvěrů malým a středním podnikům. V rámci střednědobého strategického plánu představila Moneta ambiciózní cíl pro růst svého úvěrového portfolia, když v roce 2020 počítá Banka s akcelerací růstu objemu úvěrů minimálně o 10 %.

Stabilizace cen spotřebitelských úvěrů. Navzdory úspěšným snahám Monety o úvěrovou diverzifikaci zůstávají spotřebitelské úvěry klíčovou úvěrovou kategorií Banky. Postupná stabilizace klientských úrokových sazeb u spotřebitelských úvěrů na trhu je tak stěžejní pro obrat úrokových výnosů Banky. Pokles úrokových rozpětí na trhu se v závěru minulého roku zastavil u nově poskytnutých hypotečních úvěrů i u úvěrů nefinančním podnikům. V rámci konferenčního hovoru za 1Q/18 management poukázal na postupnou stabilizaci úrokových sazeb u nově poskytnutých spotřebitelských úvěrů a poslední veřejně známá data za 2Q/18 (databáze ARAD) postupnou stabilizaci cen spotřebitelských úvěrů na trhu spíše potvrzují. Byť citlivost čistého úrokového výnosu Monety na pohyb tržních úrokových sazeb je menší v porovnání s Komerční bankou, pokračující růst úrokových sazeb ze strany ČNB (od 08/17 vzrostla základní úroková sazba o 95 bps na 1 %) by měl rovněž přispět ve střednědobém období k růstu úrokových výnosů Banky. Podle aktualizované analýzy citlivosti úrokové sazby by růst úrokové míry o 200 bazických bodů v roce 2017 způsobil růst čistého úrokového výnosu o 3,4 % (cca 250 mil. Kč).

Investice do digitalizace přispějí k lepší provozní efektivitě Banky.

V návaznosti na progres v kvalitě úvěrového portfolia předpokládáme nižší normalizované náklady na riziko.

Střednědobě udržitelnou návratnost hmotného kapitálu předpokládáme na úrovni 14 %.

Solidní dividendový výnos by měl posloužit jako kotva pro kurz akcií, návrat hospodaření na růstovou trajektorii by měl podpořit valuaci Banky.

Investice do digitalizace cestou k provozní efektivitě. Patrným trendem (nejen) českého bankovního trhu jsou rostoucí investice finančních domů do digitalizace a s nimi spojená optimalizace pobočkové bankovní sítě. Rostoucí role digitálních kanálů při distribuci bankovních produktů a služeb se promítá i na číslech Monety. Zatímco v roce 2017 bylo online iniciováno uzavření 17,9 % spotřebitelských úvěrů z celkové produkce, za 1Q/18 tvořil podíl spotřebitelských úvěrů sjednaných online již 30 %. „Jízdní řád“ digitální transformace Banky pak počítá v roce 2020 se 40% podílem online prodeje na celkových prodaných objemech, přičemž u spotřebitelských úvěrů by měl podíl činit 50 %, u hypotečních úvěrů 30 % a u běžných účtů 40 %. Přestože investice Banky do digitalizace jsou primárně motivovány posílením výnosové strany (růstem úvěrů prostřednictvím digitálních kanálů, růstem aktivní klientské báze a vybudováním nových zdrojů příjmů z prodeje pojistných a investičních produktů), domníváme se, že úspěšná realizace vytčené strategie by měla přispět rovněž k vyšší provozní efektivitě Banky prostřednictvím zautomatizování jednotlivých procesů i pokračující optimalizace sítě bankovních poboček.

Zlepšující se kvalita úvěrového portfolia. Podíl nevykonných úvěrů (NPL) na úvěrovém portfoliu Banky dosáhl ve 1Q/18 výše 3,7 %, přičemž ještě v roce 2015 dosahoval tento poměr 11,7 %. Mezi cíle definované vedením Banky v rámci klíčových ukazatelů výkonnosti (KPI) pro rok 2018 patří dosažení poměru NPL ve výši 3,1 %, čímž se Banka přiblíží průměrným hodnotám tuzemského bankovního sektoru. V návaznosti na realizované prodeje nevykonných úvěrů ve 2Q/18 a jejich pravděpodobné pokračování ve 2H/18 (plán na monetizaci NPL ve výši 0,75 mld. Kč za 2018) předpokládáme dosažení cílových hodnot. Vzhledem ke struktuře úvěrového portfolia Monety to považujeme za příznivé hodnoty. Na horizontu naší střednědobé projekce předpokládáme, že se zlepšující se kvalitou úvěrového portfolia a vyšším zastoupením zajištěných úvěrů v retailovém segmentu (39 % ve 1Q/18 vs. 33 % ve 4Q/16) se rizikové náklady normalizují při nižších hodnotách 80 – 90 bazických bodů.

Nadprůměrná profitabilita. Z pohledu generované návratnosti hmotného kapitálu i rentability průměrných aktiv patří Moneta k nejziskovějším bankám v regionu CEE. Při našem základním scénáři vývoje klíčových fundamentálních parametrů předpokládáme, že Moneta je schopna generovat ve střednědobém horizontu **udržitelnou návratnost hmotného kapitálu (ROTE) na úrovni ≥ 14 %**, tedy výrazně výše nad odhadovanými náklady vlastního kapitálu (CoE) Banky ve výši 9,1 %. Ve srovnání s deklarovaným cílem managementu Banky pro ROTe ve střednědobém horizontu ve výši ≥ 15 % zůstává naše projekce pro střednědobé období konzervativnější.

Střední valuace. Akcie Monety se aktuálně obchodují při 1,6x P/BV (2018) a 10,4x P/E (2018) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E18 12,1x, P/BV18 1,3x) se Moneta obchoduje s mírnou premií, což dle nás ospravedlňuje nadprůměrná profitabilita Banky při střednědobě udržitelné návratnosti hmotného kapitálu (ROTE) na úrovni ≥ 14 %. Při **kumulativním dividendovém výnosu 19 % za období 2018 – 2020** považujeme nadále současné ocenění Monety za atraktivní. Zastáváme názor, že solidní dividendový výnos by měl posloužit jako kotva pro kurz akcií Monety, přičemž návrat hospodaření na růstovou trajektorii by měl podpořit valuaci Banky.

HOSPODAŘENÍ MONETY ZA Q1/18

Moneta se v prvním čtvrtletí prezentovala silnou úvěrovou aktivitou (+12,6 % y/y), která však na úrovni čistého úrokového výnosu (-5 % y/y) nepřinesla meziroční oživení vlivem slabší marže. Celkové provozní výnosy vlivem slabších poplatkových výnosů zaostaly za tržním konsensem. Zveřejněný výhled pro čistý úrokový výnos v rámci jednotlivých čtvrtletí 2018 naznačuje meziroční stabilizaci čistého úrokového výnosu ve čtvrtém čtvrtletí 2018.

Celkové provozní výnosy Banky zaznamenaly za 1Q/18 meziroční pokles o 5 % na 1,89 mld. Kč. **Čistý úrokový výnos** dosáhl za 1Q/18 výše 1 796 mil. Kč, což představuje meziroční pokles o 5,1 %. Objem úvěrů meziročně vzrostl o silných 12,6 %. V souladu s vytčenou strategií posilovala Moneta svůj tržní podíl v oblasti hypoték (+36 % y/y) i úvěrů malým podnikům (+90,5 % y/y). Svě silné tržní postavení Moneta udržela v segmentu spotřebitelských úvěrů (+9,5 y/y). Čistá úroková marže pokračovala vlivem konkurenčního tlaku na ceny úvěrů v retailovém segmentu i vyššího zastoupení zajištěných úvěrů na celkovém úvěrovém mixu Monety v poklesu. Za 1Q/18 dosáhla čistá úroková marže úrovně 3,8 %, což v porovnání s předchozím čtvrtletím představuje pokles o 45 bps. Podíl neúrokových výnosů na celkových provozních výnosech Monety činil za 1Q/18 25%. **Výnosy z poplatků a provizí** zaznamenaly v prvním čtvrtletí meziroční pokles o 3 % na 445 mil. Kč. Meziroční nárůst provizí z prodeje investičních a pojistných produktů o 14 % na 127 mil. Kč nedokázal vykompenzovat pokračující pokles servisních poplatků z depozitních a úvěrových produktů o 10 % na 252 mil. Kč.

Provozní náklady meziročně vzrostly o 9 % na 1 255 mil. Kč. Na výraznějším nárůstu provozních nákladů Banky se podílely zejména o 5,5 % meziročně vyšší osobní náklady (593 mil. Kč), o 51 % meziročně vyšší odpisy (127 mil. Kč) v návaznosti na investice v oblasti IT, ale i nižší srovnávací základna v 1Q/17 (jednorázové rozpuštění rezerv). Poměr nákladů vůči výnosům dosáhl za 1Q/18 úrovně 52,6 %. **Tvorbu rezerv a opravných položek** v kladné výši 281 mil. Kč pozitivně ovlivnilo zaúčtování jednorázového zisku ve výši 475 mil. Kč z prodeje nezajištěných retailových nevykonných úvěrů. S vyloučením prodeje portfolia nevykonných úvěrů dosáhly rizikové náklady Banky v relativním vyjádření 62 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia. Vůči původnímu celoročnímu cíli vedení banky při 90 – 100 bazických bodech (bez zahrnutí prodeje NPL) jde o lepší čísla. Vedení Banky zlepšilo **celoroční výhled pro rizikové náklady z intervalu 45 – 55 bps na 35 – 45 bps** (při zahrnutí prodeje NPL). Podíl nevykonných úvěrů (NPL) meziročně klesl z 5,6 % na 3,7 % zejména vlivem zmiňovaného prodeje rizikových úvěrů.

Čistý zisk Monety za 1Q/18 dosáhl výše 1 173 mil. Kč, což v meziročním srovnání představuje nárůst o 12,8 %. Ziskovost Monety podpořila ve 1Q/18 rovněž nižší efektivní daňová sazba ve výši 17 %. V návaznosti na příznivější očekávání managementu Banky o vývoji rizikových nákladů v roce 2018 **zvýšila Banka celoroční cíl pro čistý zisk z minimální úrovně 3,4 mld. Kč na 3,5 mld. Kč**. Kapitálová přiměřenost Monety na konci 1Q/18 činila 17,5 %, což představuje výrazně vyšší hodnoty vůči střednědobému cíli Banky na úrovni 15,5 %.

Tabulka č. 2 Hospodaření Monety za Q1/18

mil. Kč	Q1 18	Q1 17	Změna	FY 2016	FY 2017	Změna
Čisté úrokové výnosy	1 796	1 892	(5,1 %)	8 305	7 364	-11,3 %
Výnosy z poplatků a provizí	445	458	(2,8 %)	1 961	1 933	-1,4 %
Ostatní výnosy	144	182	(20,9 %)	792	1 038	+31,1 %
Celkové provozní výnosy	2 385	2 532	(5,8 %)	11 058	10 335	-6,5 %
Provozní náklady	(1 255)	(1 152)	+8,9 %	(4 982)	(4 947)	-0,7 %
Provozní zisk	1 130	1 380	-11,8 %	6 076	5 388	-11,3 %
Tvorba rezerv a opravných položek	281	(81)	+/-	(1 029)	(381)	-63,0 %
Čistý zisk před zdaněním	1 411	1 300	+8,5 %	5 047	4 903	-2,9 %
Daň z příjmu	(238)	(260)	+9,2 %	(993)	(980)	-1,3 %
Čistý zisk připadající akcionářům banky	1 173	1 040	+12,8 %	4 054	3 923	-3,2 %

Zdroj: Moneta Money Bank

Výhled hospodaření pro rok 2018 počítá s návratností vlastního kapitálu Banky (**ROTE**) na úrovni **vyšší než 14 %**. Růst úvěrového portfolia Banky by měl v letošním roce dle výhledu managementu dosáhnout minimálně 9 %. Celkové provozní výnosy Monety by měly v letošním roce dosáhnout výše nejméně 9,5 mld. Kč. Úroveň provozních nákladů by neměla dle předpokladů vedení Banky přesáhnout 4,9 mld. Kč. Oproti původnímu výhledu ze začátku roku zlepšil management Banky předpoklady o výši rizikových nákladů v letošním roce při intervalu 35 – 45 bps. V návaznosti na výše uvedené předpoklady očekává vedení Monety v letošním roce čistý zisk na úrovni minimálně 3,5 mld. Kč. Ziskovost Monety by v letošním roce měla podpořit v porovnání s předchozími roky nižší efektivní daňová sazba ve výši 17 %. Návrat k meziročnímu růstu čistého úrokového výnosu očekává vedení Banky ve 4Q/18. V rámci střednědobého výhledu je cílem Banky dosáhnout návratnosti hmotného kapitálu $\geq 15 %$. Provozní výnosy by v roce 2020 měly činit min. 10,5 mld. Kč. Čistý zisk ve stejném roce projektuje Banka na $\geq 3,8$ mld. Kč.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ MONETA MONEY BANK (2018 – 2021)

Ve světle výkonnostních cílů pro rok 2018 při dosažení poměru nevykonných úvěrů (NPL) na úrovni 3,1 % a monetizaci portfolia nevykonných úvěrů v předpokládané výši 0,75 mld. Kč by Moneta v letošním roce měla s rezervou překonat vlastní výhled pro čistý zisk ve výši 3,5 mld. Kč (naš odhad 3,82 mld. Kč). Návrat na růstovou trajektorii hospodaření očekáváme od roku 2019, přičemž k oživení úrokových výnosů Banky by měl přispět silný růst úvěrů i pokračující růst úrokových sazeb na trhu. Od poplatkových výnosů si na horizontu naší projekce (2018 – 2021) slibujeme pouze nepatrný růst, když rostoucí provizní poplatky z prodeje investičních a pojistných produktů budou kompenzovat postupný výpadek servisních poplatků z depozitních a úvěrových produktů. Vyšší provozní efektivita Banky v návaznosti na realizované investice do digitalizace by měla přispět ve střednědobém období k udržení poměru provozních nákladů k výnosům (C/I) v rozmezí 45 – 50 %. Náklady na riziko dosáhnou v letošním roce svého dna (20 – 30 bps), přičemž prostor pro jejich další zlepšení je omezen vzhledem k tomu, že se nachází poblíž cyklických minim. Ve střednědobém období předpokládáme jejich normalizaci na úrovni 80 – 90 bps. Návratnost hmotného kapitálu Banky (ROTE) by se při dosažení cílového stavu pro kapitálovou přiměřenost (15,5 %) měla ve střednědobém horizontu stabilizovat na úrovni ≥ 14 %.

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření Moneta Money Bank 2018 – 2021

Mil. Kč	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Čistý úrokový výnos	7 364	7 190	7 508	7 954	8 318
Výnosy z poplatků a provizí	1 933	1 894	1 951	2 029	2 090
Ostatní výnosy	1 038	690	720	720	730
Celkové provozní výnosy	10 335	9 775	10 179	10 703	11 138
Provozní náklady	(4 947)	(4 888)	(4 971)	(5 081)	(5 143)
Provozní zisk	5 388	4 886	5 208	5 623	5 995
Tvorba rezerv a opravných položek	(381)	(286)	(853)	(1020)	(1078)
Zisk před zdaněním	4 903	4 600	4 329	4 572	4 919
Daň z příjmů	(980)	(782)	(801)	(846)	(910)
Reportovaný čistý zisk	3 923	3 818	3 549	3 751	4 007
Očištěný čistý zisk	3 587	3 210	3 549	3 751	4 007

Zdroj: Fio banka

Celkové provozní výnosy Banky dosáhnou v letošním roce dle našeho odhadu úrovně 9,8 mld. Kč, což by představovalo jejich meziroční pokles o 5 %. Vyhlížený obrat trendu klesajících provozních výnosů Monety předpokládáme v roce 2019 v návaznosti na oživení čistého úrokového výnosu Banky. Opěrným bodem námi očekávaného růstu čistého úrokového výnosu od roku 2019 je předpokládaná silná úvěrová dynamika Banky na horizontu naší prognózy (2018 – 2021). Ve světle silné úvěrové aktivity Banky v předchozím roce i v úvodu letošního roku se naše předchozí projekce pro růst úvěrového portfolia Banky (6 % CAGR za období 2017 – 2020) ukazuje jako příliš konzervativní. Naše aktualizovaná projekce pro růst úvěrového portfolia Banky v období 2017 – 2020 dosahuje 9,8 % CAGR. Růst úvěrového portfolia Banky se bude pravděpodobně koncentrovat zejména do nízkomaržových hypotečních úvěrů s cílem Banky dosáhnout tržního podílu 5 %. Růst čistého úrokového výnosu Banky na horizontu naší projekce by se měl vyznačovat nižší dynamikou v porovnání s růstem objemu úvěrů. Čistá úroková marže dosáhne letos dle našich odhadů úrovně 3,7 %. Její oživení v příštím roce nepředpokládáme.

Pokračující růst úrokových sazeb ze strany ČNB (od 08/17 vzrostla základní úroková sazba o 95 bps na 1 %) by měl rovněž přispět ve střednědobém období k růstu úrokových výnosů Banky. Podle analýzy citlivosti úrokové sazby by růst úrokové míry o 200 bazických bodů způsobil za rok 2017 růst čistého úrokového výnosu o 3,4 % (cca 250 mil. Kč). Květnová prognóza ČNB počítala s jedním zvýšením repo sazby na přelomu roku a její následný růst ke 2 % ke konci roku 2019. Nová prognóza bude již reflektovat vyšší domácí inflační tlaky a zejména nadále slabší kurz koruny oproti odhadům ČNB, což urychlí projektovaný růst úrokových sazeb. Soudě dle vyjádření členů bankovní rady i chystané nové prognózy by se repo sazba měla dostat na 2 % již v průběhu příštího roku a posléze směřovat k úrovni 3 %, která je konzistentní s odhadem rovnovážné sazby ČNB.

Výnosy z poplatků a provizí očekáváme v letošním roce meziročně slabší o 2 % na úrovni 1,89 mld. Kč. Na klesajícím trendu servisních poplatků z depozitních a úvěrových produktů se v letošním roce pravděpodobně nic nezmění a v horizontu 2 – 3 let poplatkové výnosy Banky za vedení běžných účtů vzhledem k tržnímu vývoji pravděpodobně téměř vymizí. Očekáváme, že pokles servisních poplatků dokáže Moneta na horizontu naší projekce nahradit provizními poplatky při prodeji investičních a pojistných produktů třetích stran. Strategické partnerství s Českou pojišťovnou při prodeji produktů třetích stran oznámené ve 2Q/18 by mělo provizní poplatky Banky podpořit. Rostoucí aktivní klientská základna Banky by měla přispět k růstu transakčních poplatků na horizontu naší projekce. V prvním čtvrtletí navýšila Moneta počet klientů, pro něž představuje primární banku, meziročně o 4 % na 606 tisíc (celkový počet registrovaných klientů 1,03 mil. na konci 1Q/18).

Ve střednědobém výhledu předpokládáme poměr provozních nákladů vůči výnosům v rozmezí 45 – 50 %.

Rizikové náklady dosáhnou v letošním roce pravděpodobně svého dna.

Banka by měla s rezervou splnit celoroční cíl pro čistý zisk min. 3,5 mld. Kč.

Provozní náklady v letošním roce projektujeme v souladu s výhledem managementu Banky na úrovni 4,9 mld. Kč. Míra nezaměstnanosti v České republice je nejnižší v rámci Evropské unie a napjaté podmínky na pracovním trhu budou i v letošním roce vytvářet tlak na růst osobních nákladů. Rovněž náklady na odpisy zaznamenají v návaznosti na realizované investice Banky do IT a digitalizace nárůst v porovnání s předchozím rokem. Na druhou stranu lepší provozní efektivita by tlak ze strany osobních nákladů a odpisů měla na nákladové straně tlumit. Pozitivní dopad na straně nákladů z titulu redukce pobočkové sítě (o 26 z 227 poboček ve 1Q/18) by se měl v hospodářských číslech promítnout ve druhé polovině roku. V rámci představeného střednědobého plánu je cílem Banky udržet provozní náklady v roce 2020 na úrovni \leq 5,1 mld. Kč, což považujeme za dosažitelný cíl. Ve střednědobém výhledu (2018 - 2020) předpokládáme zachování poměru provozních nákladů vůči výnosům Monety v rozmezí 45 – 50 %.

Rizikové náklady dosáhnou v letošním roce pravděpodobně svého dna. Stejně jako v uplynulém roce podpoří nízké rizikové náklady Banky příznivé makroekonomické podmínky a zejména pokračující odprodej portfolia nevýkonných úvěrů. Za 1H/18 realizovala Moneta zisk (před zdaněním) z prodeje nevýkonných úvěrů ve výši 0,64 mld. Kč, přičemž cílem Banky pro letošní rok je monetizace nevýkonných úvěrů ve výši cca 0,75 mld. Kč. V tomto světle zůstává cíl pro rizikové náklady Banky za rok 2018 ve výši 35 – 45 bazických bodů (80 – 90 bps při vyloučení prodeje NPL) z našeho pohledu konzervativní, což ostatně připustil management Banky v rámci konferenčního hovoru za 1Q/18. Za předpokladu naplnění cíle pro monetizaci nevýkonných úvěrů **očekáváme rizikové náklady za rok 2018 v intervalu 20 – 30 bps**. V návaznosti na realizované prodeje portfolia nevýkonných úvěrů se pravděpodobně podaří Monetě dosáhnout ke konci roku 2018 svého cíle pro poměr rizikových úvěrů (NPL) ve výši 3,1 %. Na horizontu naší střednědobé projekce předpokládáme, že se zlepšující se kvalitou úvěrového portfolia Banky a vyšším zastoupením zajištěných úvěrů na úvěrovém portfoliu se rizikové náklady normalizují na úrovni 80 – 90 bazických bodů.

Reportovaný **čistý zisk** Banky v návaznosti na uvedené předpoklady dosáhne v letošním roce dle naší projekce 3,82 mld. Kč (EPS 7,3 Kč). Banka by tak měla s rezervou splnit celoroční plán, který počítá s úrovní čistého zisku minimálně 3,5 mld. Kč. Po očištění o jednorázové vlivy z prodeje portfolia nevýkonných úvěrů by pak čistý zisk Banky měl dosáhnout dle našich odhadů 3,2 mld. Kč (EPS 6,3 Kč). Nižší efektivní daňová sazba na úrovni 17 %, která je pozitivně ovlivněna odpočtem jednorázového dopadu z přechodu na IFRS9, podpoří v letošním roce ziskovost Banky. Ve střednědobém horizontu zůstane efektivní daňová sazba pravděpodobně okolo 20 %. Vůči konsensuálním tržním odhadům pro rok 2018 (EPS 6,8 Kč) jsou naše odhady optimističtější, což přisuzujeme tomu, že starší odhady tržních účastníků pravděpodobně nezahrnují jednorázový očekávaný příjem z prodeje nevýkonných úvěrů v souhrnné výši cca 750 mil. Kč. Vůči naší předchozí projekci nedoznaly naše odhady pro čistý zisk Banky v letech 2019 – 20 výraznějších změn.

V rámci **dividendové politiky** zamýšlí Banka vyplácet roční dividendu ve výši alespoň 70 % konsolidovaného čistého zisku. Podobu dividendové politiky management Monety do značné míry určil deklarovaným záměrem vyplatit akcionářům za období 2017 - 2020 souhrnnou výplatu dividendy ve výši 11,5 mld. Kč. S vyplacenou dividendou 8 Kč na akcii za rok 2017 tak na zbývajícím období 2018 – 2020 připadá průměrná roční dividendy ve výši 4,8 Kč na akcii s kumulativním dividendovým výnosem 19 % ve vztahu k současnému kurzu akcií Monety. Výplatní poměr pro dividendu tak konverguje přibližně k 70 % čistého zisku, což jsou hodnoty srovnatelné s Komerční bankou (výplatní poměr 65 % za rok 2018).

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie Monety se obchodují s premií (P/BV) vůči středním hodnotám referenční skupiny bank regionu střední a východní Evropy. Ve světle silné kapitálové pozice a nadprůměrné rentability Monety v porovnání s bankami v regionu CEE jsou vyšší valuační násobky Monety z našeho pohledu ospravedlnitelné.

Tabulka č. 4 Valuační násobky referenční skupiny za 2017 a 2018

	P/E 17	P/E 18	P/BV 17	P/BV 18
Erste Group	12,28	10,91	1,07	1,00
Komerční banka	11,57	13,44	1,79	1,79
Raiffeisen Bank	9,04	7,95	1,00	0,84
Bank Pekao	13,73	12,33	1,46	1,20
mBank	18,02	13,82	1,38	1,12
BZ Zachodni	17,78	14,38	1,80	1,40
Alior Bank	19,92	10,77	1,52	1,23
Bank Handlowy	19,97	14,29	1,54	1,33
OTP Bank	9,98	10,10	1,71	1,50
PKO Bank	17,87	13,60	1,53	1,24
Moneta Money Bank	10,73	12,33	1,63	1,62
Průměr odvětví	14,63	12,09	1,49	1,30
Medián odvětví	13,73	12,33	1,53	1,24

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 1,3násobku P/BV (2018) a 12násobku očekávaného čistého zisku za rok 2018. Z komparativní analýzy bank středoevropského regionu je patrné, že vyššímu relativnímu ocenění trhem se těší banky se silnou kapitálovou pozicí, nadprůměrnou rentabilitou a vyšším dividendovým výplatním poměrem (Komerční banka, Bank Pekao, Bank Handlowy). Aktuální relativní ocenění akcií Monety na úrovni 1,6x P/BV 2018 a 10,4x P/E 2018 vyznívá pro akcie Banky vzhledem k nadprůměrné rentabilitě a silné kapitálové vybavenosti Monety z našeho pohledu příznivě. Vůči valuačním násobkům Komerční banky (P/E18 13,4x / P/BV18 1,8x / dvd. výnos 4,9 % při předpokladu dividendy 47 Kč) se Moneta obchoduje s diskontem 10 – 30 %. Pokud bychom uplatnili valuační násobky KB na Monetu, dostáváme se dle našich odhadů relevantních vztahových veličin k ocenění 85 – 102 Kč za akcii Monety. Premii Komerční banky částečně ospravedlňuje z našeho pohledu méně rizikový profil KB daný velikostí banky, konzervativnějším obchodním modelem i delší historií KB na kapitálovém trhu. Domníváme se ovšem, že vzhledem k vyšší dosahované rentabilitě bude Moneta valuační mezeru vůči relativnímu ocenění Komerční banky ve střednědobém horizontu umazávat. K tomu by měla přispět i dobrá reputace managementu Banky, kterou si vedení Monety u tržních účastníků získává plněním vytčených cílů i transparentní komunikační politikou.

Tabulka č. 5 Vybrané finanční ukazatele referenční skupiny za FY 2017

	CET 1 (%)	Cost to income (%)	NPL (%)	ROE (%)	ROA (%)
Raiffeisenbank	12,7	59,4	5,7	12,0	0,9
Erste Group	13,4	62,4	4,0	10,1	0,61
Komerční banka	18,0	45,7	1,9	14,3	1,5
Bank Pekao	16,1	44,4	5,39	11,0	1,38
BZ Zachodni	15,3	43,4	5,77	11,00	1,50
Alior Bank	12,1	50,6	10,02	8,0	0,79
Bank Handlowy	17,9	56,9	3,23	7,80	1,21
OTP Bank	12,7	60,3	9,2	18,40	2,30
Banca Transilvania	n.a.	50,4	11,59	18,7	2,22
PKO Bank	16,5	55,2	5,5	9,02	1,07
MONETA Money Bank	17,4	47,9	4,1	14,8	2,2
Průměr odvětví	15,21	52,42	6,04	12,28	1,43
Medián odvětví	15,70	50,60	5,5	11,00	1,38

Zdroj: Bloomberg

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

Hlavní hodnotu společnosti spatřujeme v jejím budoucím výnosovém potenciálu. Pro určení vnitřní hodnoty akcií Monety jsme zvolili dvoufázový dividendový diskontní model.

První fáze pokrývající čtyři roky finančního plánu (2018 – 2021) je založena na diskontovaných projektovaných dividendách. Druhá fáze modelu pokrývající terminální hodnotu společnosti vychází z **implikované hodnoty P/TBV dle vzorce** $P/BV(x) = (ROE-g) / (CoE-g)$ a projektované účetní hodnoty vlastního kapitálu banky očištěného o nehmotná aktiva ke konci první fáze projektovaného období (2021).

Diskontní míru jsme stanovili na úrovni nákladů vlastního kapitálu, které dle našeho názoru nejlépe vyjadřují riziko spojené s předmětem ocenění. Náklady na vlastní kapitál jsme odhadli na základě modelu CAPM, který vychází z výnosů bezrizikové investice, prémie za tržní riziko, koeficientu beta dané společností a dalších případných rizikových přírážek.

Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili dlouhodobý průměrný výnos desetiletých státních dluhopisů České republiky.

Nezadlužený koeficient beta při hodnotě 1 jsme převzali z databáze Bloomberg. Prémii za tržní riziko jsme odvodili z rizikové přírážky pro Českou republiku, která vychází z modelu A. Damodarana.

Tabulka č. 6 Stanovení diskontní míry

	2018e	2019e	2020e	2021e	TH
Bezriziková výnosová míra	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
BETA	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Riziková prémie	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %
Náklady vlastního kapitálu	9,1 %	9,1 %	9,1 %	9,1 %	9,1 %

Zdroj: Fio banka

Pro pokračující hodnotu jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru na úrovni 2 %. V dlouhodobém investičním horizontu považujeme v případě společnosti za udržitelnou návratnost vlastního kapitálu očištěného o nehmotný majetek (RoTE) na úrovni 14 %. Diskontní míra pro terminální hodnotu na úrovni 9,1 % při zachování jinak stejných vstupních parametrů vychází z předpokladu bezrizikové výnosové míry 3 %. Výsledné ocenění akcií Monety metodou dvoufázového dividendového diskontního modelu dokumentují tabulky č. 7 a 8 na následující straně.

Tabulka č. 7 Ocenění společnosti Moneta Money Bank (mil. Kč)

	2018e	2019e	2020e	2021e
Čistý zisk	3 818	3 549	3 751	4 007
Výplatní poměr	67 %	70 %	70 %	70 %
Dividenda na akcii (Kč)	5,0	4,8	5,0	5,5
Výplata dividend	2 558	2 485	2 626	2 805
Diskontní faktor	1,0	1,09	1,19	1,30
Diskontovaný tok dividend	2 558	2 277	2 206	2 160

Zdroj: Fio banka

Tabulka č. 8 Rekapitulace ocenění akcií Moneta Money Bank
Vstupní parametry modelu

RoTE	14 %
Náklady vlastního kapitálu	9,1 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2,0 %
Implikovaná hodnota P/TBV	1,7
TBV (2021e)	27 419 mil. Kč
Terminální hodnota	46 342 mil. Kč
Hodnota TV	35 687 mil. Kč
Současná hodnota vyplacených dividend (2018 – 2021e)	9 201 mil. Kč
Ocenění společnosti	44 888 mil. Kč
Počet emitovaných akcií	511,0 tis.
Cílová cena akcie (12M)	88 Kč

Zdroj: Fio banka

Při potenciálním výnosu 13 % stanovujeme naši cílovou cenu pro akcie Monety pro investiční horizont 12 měsíců na úrovni 88 Kč.

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Monety ve výši 88 Kč**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií společnosti **snižujeme pro akcie Monety investiční doporučení z „koupit“ na „akumulovat“**.

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

Udržitelná návratnost vlastního kapitálu při 14 % představuje z našeho pohledu nejpravděpodobnější scénář vývoje relevantních veličin společnosti.

Níže uvedená tabulka demonstruje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie Monety na vybrané vstupní parametry oceňovacího modelu. V našem případě se jedná o diskontní sazbu v rámci pokračující hodnoty a předpokládanou udržitelnou návratnost vlastního kapitálu banky očištěného o nehmotný majetek.

Terminální hodnota představuje v rámci našeho ocenění 79 % odhadované hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentuje tabulka č. 9.

Tabulka č. 9 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

CoE	RoTE				
	12 %	13 %	14 %	15 %	16 %
8,1 %	86	92	99	106	112
8,6 %	80	87	93	99	105
9,1 %	76	82	88	93	99
9,6 %	72	78	83	88	94
10,1 %	69	74	79	84	89

Zdroj: Fio banka

SWOT ANALÝZA

Následující analýza rekapituluje z našeho pohledu nejvýznamnější příležitosti a hrozby spojené s oceňovanou společností. Shrnuje rovněž silné a slabé stránky oceňované společnosti.

Silné stránky

- Silné tržní postavení Banky na trhu spotřebitelských úvěrů
- Nadprůměrná rentabilita Banky
- Silná kapitálová vybavenost
- Stabilní klientská základna

Slabé stránky

- Slabší tržní podíl v oblasti hypotečních úvěrů
- Omezená regionální diverzifikace

Příležitosti

- Nízká úvěrová penetrace vůči HDP v České republice
- Příznivé makroekonomické prostředí České republiky
- Diverzifikace produktového mixu Banky
- Prodej investičních a pojistných produktů třetích stran
- Zlepšení provozní efektivity na pozadí postupující digitalizace

Hrozby

- Konkurenční tlaky na ceny bankovních služeb a úrokové marže
- Vyšší kapitálové požadavky
- Zpřísnující se regulační požadavky

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu.

Michal Křikava
Fio banka, a.s.
Analytik
michal.krikava@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich zveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přejme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti Moneta Money Bank naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/81315-moneta-money-bank>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílu jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz