

MONETA Money Bank

Doporučení: **KOUPIT**
Cílová cena: **91 Kč**

MONETA Money Bank (BAAGECBA)

Souhrn doporučení

Doporučení	KOUPIT
Minulé doporučení (26.7.2018)	Akumulovat
Cílová cena (12M):	91 Kč
Minulá cílová cena (26.7.2018)	88 Kč
Datum vydání:	2. 9. 2019

Výkonnost (%)

	3M	6M	12M
Moneta	0,8	(5,1)	(3,1)
Index PX	(0,9)	(3,4)	(4,1)
STOXX EUR. 600 Banks	(9,0)	(16,2)	(22,0)

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:	39,0 mld. Kč
Dividenda (2019E)	6,7 Kč
Závěrečná cena (30. 8. 19, 16:25)	76,4 Kč
Max. 12M (3. 10. 2018, čas 16:25)	82,4 Kč
Min. 12M (13.05.2019, čas 16:25)	71,0 Kč

Zdroj: Fio banka, Bloomberg

Graf. č 1: Vývoj akcií Monety za 12 M



Zdroj: Fio banka

▪ V předkládané analýze akciového titulu společnosti MONETA Money Bank (dále jen „Moneta“ nebo „Banka“) aktualizujeme naši cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie Banky. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke **zvýšení naší cílové ceny pro akcie Monety z 88 Kč na 91 Kč**. Vzhledem k aktuálnímu tržnímu kurzu akciového titulu zvyšujeme v souladu s naší interní metodikou **investiční doporučení na stupeň „koupit“**. Naše aktuální cílová cena pro akcie Monety představuje v uvažovaném investičním horizontu 12 měsíců potenciální kapitálový výnos 19 %.

▪ Ke zvýšení naší cílové ceny jsme přistoupili v návaznosti na vyšší očekávanou ziskovost Banky na horizontu naší střednědobé projekce (2019-22). V porovnání s poslední publikovanou analýzou jsme zvýšili naše odhady čistého zisku Monety v letech 2019-22 o 5 - 9 % zejména vlivem vyšších odhadů čistého úrokového výnosu. Ten je podpořen nadprůměrnou úvěrovou aktivitou Banky i stabilizující se čistou úrokovou marží. V porovnání s tržními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2019) 7,5 Kč a EPS (2020) 7,5 Kč jsou naše aktualizované odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2019 – 2020 při 7,6 Kč a 7,6 Kč optimističtější.

▪ Akcie Monety se aktuálně obchodují při 1,5x P/BV (2019) a 10,1x P/E (2019) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E19 10,9x, P/BV19 1,0x) se akcie Monety obchodují s mírnou premií, kterou dle nás ospravedlňuje nadprůměrná profitabilita Banky ve srovnání s referenční skupinou bank regionu CEE. Při střednědobě udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni $\geq 15,5\%$ a kumulativním dividendovým výnosu 26 % za období 2019–21 považujeme současné tržní ocenění Monety nadále za investičně atraktivní.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Monety

Projekce hospodaření (mil. Kč)	2018	2019e	2020e	2021e
Provozní výnosy	10 162	10 501	10 968	11 681
Provozní zisk	5 036	5 531	5 924	6 545
Čistý zisk	4 200	3 864	3 901	4 193
Dividenda (DPS)	6,2 Kč	6,65 Kč	6,65 Kč	6,65 Kč
Valuace	2018	2019e	2020e	2021e
P/BV	1,6 x	1,5x	1,5x	1,4x
P/E	9,4 x	10,1 x	10,0 x	9,3 x
Dividendový výnos	8,1 %	8,7 %	8,7 %	8,7 %
Vybrané parametry	2018	2019e	2020e	2021e
CET1	16,4 %	16,0 %	15,6 %	15,5 %
Provozní náklady / výnosy	47,7 %	47,3 %	46,0 %	44,0 %

Zdroj: MONETA Money Bank, Fio banka

INVESTIČNÍ TEZE

Na tuzemském bankovním trhu se Bance daří úspěšně naplňovat roli vyzyvatelské banky.

Silná úvěrová dynamika Banky představuje jeden z pilířů návratu hospodaření Banky na růstovou trajektorii.

Banka počátkem letošního roku představila velkorysý plán na distribuci kapitálu akcionářům.

Progresivní štika zdravého bankovního sektoru. Český bankovní sektor je charakteristický svou dlouhodobě nadprůměrnou ziskovostí (RoA 1,1 % ve 2018) i vysokou kapitálovou přiměřeností (19,6 % ve Q1/19). Podíl úvěrů v selhání (NPL) na úrovni 2,3 % (05/19) patří k nejnižším v rámci Evropské unie. Česká ekonomika se v posledních letech řadí z pohledu růstu produktu i míry nezaměstnanosti k nejvýkonnějším v rámci EU a tuzemské banky se na pozadí dobrých makroekonomických podmínek těší příznivějšímu prostředí tržních úrokových sazeb v porovnání s bankami v eurozóně. Z pohledu ziskovosti (RoA 1,9 % za 1H/19) patří Moneta k premiantům tuzemského bankovního trhu, na kterém se Bance daří s úspěchy naplňovat roli vyzyvatelské banky. Svou úvěrovou aktivitou nejen v prvním pololetí letošního roku (+10,9 % y/y vs. +5,5 % y/y) Banka výrazně překonává vývoj domácího úvěrového trhu a ve vybraných úvěrových segmentech posiluje v souladu s vytčenou střednědobou strategií své tržní postavení (hypoteční úvěry). Důraz, který je ze strany managementu kladen na digitální transformaci Banky nese své ovoce mj. v podobě objemu spotřebitelských úvěrů založených online (35 % nové produkce za 1H/19) i rostoucí penetrace mobilního bankovníctví.

Obrat v klesajícím trendu hospodaření. Silná úvěrová dynamika Banky představuje jeden z pilířů návratu hospodaření Banky na růstovou trajektorii od letošního roku. V rámci střednědobého strategického plánu představila Moneta ambiciózní cíl pro růst svého úvěrového portfolia, který počítá s růstem hrubých úvěrů tempem 11,5 % CAGR ve tříletém období do konce roku 2021. Rostoucí obliba mobilního bankovníctví, které je charakteristické častější interakcí uživatelů s bankou, by měla na střednědobém horizontu podpořit nejen růst úvěrového portfolia, ale i transakční poplatky Banky v návaznosti na předpokládaný růst počtu transakcí. Provozní výnosy Banky by dle výhledu vedení Monety měly dosáhnout do konce roku 2021 úrovně min. 11,6 mld. Kč (+4,5 % CAGR 2018-21), přičemž střednědobým cílem Monety pro normalizovaný čistý zisk (bez výnosů z prodeje NPL) je hodnota min. 4,0 mld. Kč.

Přestože management Banky v rámci konferenčního hovoru za 2Q/19 s poukazem na nepříznivý vývoj klientských sazeb u spotřebitelských a hypotečních úvěrů označil cíl pro provozní výnosy v roce 2020 na úrovni 11 mld. Kč za velkou výzvu, zůstává naše aktualizovaná střednědobá projekce víceméně v souladu s výhledem Monety. Na základě dobrých historických zkušeností s plněním vytčených cílů ze strany vedení Monety se domníváme, že předpoklady, na nichž je střednědobý plán Banky postaven, v sobě zahrnují rezervy pro případ horšího scénáře vývoje relevantních veličin. Námi odhadovaný růst normalizovaného čistého zisku Monety za období 2018-21E (+8 % CAGR) by měla podpořit vedle silného růstu úvěrového portfolia rovněž vyšší provozní efektivita Banky v návaznosti na realizovanou digitální strategii. V souladu s deklarovaným cílem vedení Banky předpokládáme v rámci střednědobého období (2019-21) návratnost hmotného kapitálu (RoTE) nad úroveň 15,5 %.

Velkorysá distribuce kapitálu akcionářům. Po ukončení jednání ohledně potenciální akvizice Air Bank a českého a slovenského Home Creditu představila Moneta nový střednědobý plán na distribuci kapitálu akcionářům. V rámci něhož využívá Banka velkoryse všech forem distribuce kapitálu zpět k akcionářům. Záměrem Monety je v průběhu následujících 3 let distribuovat akcionářům zpět kapitál ve výši min. 11,2 mld. Kč (10,2 mld. Kč prostřednictvím dividend a 1 mld. Kč v rámci potenciálního zpětného odkupu akcií), což představuje téměř **30 % tržní kapitalizace Banky**. Průměrná roční dividendová výše ve výši 6,65 Kč za období 2019-21 představuje na tříletém horizontu ve vztahu k současné tržní ceně akcií kumulativní dividendový výnos 26 % a v kombinaci s předpokládaným solidním organickým růstem Banky na horizontu naší projekce činí akcie Monety v našich očích velmi atraktivními. S minimálním výplatním poměrem pro dividendu ve výši 80 % čistého zisku za období 2019-21 vyčnívá Banka se svou dividendovou politikou rovněž v rámci své referenční skupiny veřejně obchodovaných bank regionu CEE.

Moneta v našich očích představuje v rámci evropského bankovního prostoru relativně vzácnou kombinaci štědré dividendové politiky a perspektivy solidního organického růstu.

Rizika makroekonomické prognózy ČNB s ohledem na zpomalování tempa růstu důležitých obchodních partnerů lze vnímat spíše jako protiinflační, tedy ve směru pomalejšího růstu oproti současnému očekávání.

Vývoj na trhu klíčových úvěrových kategorií v podobě spotřebitelských úvěrů a hypoték je stěžejní pro naplnění střednědobého plánu Banky.

Valuace / investiční doporučení. Akcie Monety se aktuálně obchodují při 1,5x P/BV (2019), 10,1x P/E (2019) a průměrnému ročnímu dividendovému výnosu na horizontu následujících tří let 8,7 % dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E19 10,9x, P/BV19 1,0x) se Moneta obchoduje s premií. Při kumulativním dividendovém výnosu 26 % za období 2019-21 považujeme nadále současné ocenění Monety za atraktivní. Moneta v našich očích představuje v rámci evropského bankovního prostoru relativně vzácnou kombinaci štědré dividendové politiky a perspektivy solidního organického růstu. Při současném ocenění Monety na trhu vnímáme její akcie za podhodnocené.

Největší rizika pro naplnění naší střednědobé projekce / cílové ceny z našeho pohledu představují 1) potenciální zhoršení makroekonomických podmínek České republiky s negativním dopadem na obchodní objemy Banky i náklady na riziko, 2) pokračující eroze klientských sazeb u spotřebitelských a hypotečních úvěrů a 3) vyšší regulatorní odvody v návaznosti na vznik Národního rozvojového fondu.

Ad 1) Česká ekonomika si nadále soudě dle příchozích dat vede solidně, přičemž prognóza ČNB počítá s pokračováním růstu blízko současných úrovní v tomto, i v příštím roce. V roce 2019 očekává meziroční tempo růstu HDP 2,6 %, v roce příštím dokonce o 30 bazických bodů vyšší. Rizika prognózy však s ohledem na zpomalování tempa růstu důležitých obchodních partnerů lze vnímat spíše jako protiinflační, tedy ve směru pomalejšího růstu oproti současnému očekávání. I přes aktuální vykazovanou slušnou odolnost vůči zpomalování tempa růstu v eurozóně lze předpokládat, že případné setrvalější výrazné zpomalování zahraniční poptávky by se z titulu velké provázanosti české ekonomiky se zeměmi EMU podepsalo na slabší dynamice růstu české ekonomiky.

Ad 2) Přes úspěšnou úvěrovou diverzifikaci zůstává retailový úvěrový segment a v rámci něj vývoj na trhu klíčových úvěrových kategorií v podobě spotřebitelských úvěrů a hypoték stěžejní pro naplnění střednědobého plánu Banky. Ostatně dle klíčových ukazatelů výkonnosti Banky (KPI) pro rok 2019 by se na předpokládaných provozních výnosech Monety ve výši min. 10,3 mld. Kč měl retailový segment podílet téměř ze 70 % (6,9 mld. Kč). Poslední veřejně dostupná data za 2Q/19 (ARAD) naznačují jak u spotřebitelských, tak hypotečních úvěrů sestupnou trajektorii klientských sazeb. Vzhledem k výraznému rozpětí (být v odlišném prostředí tržních úrokových sazeb) mezi cenami spotřebitelských úvěrů v ČR a eurozóně není pokračující eroze klientských sazeb vyloučena. V případě hypotečních úvěrů otevírá v rámci konkurenčního boje prostor pro další snížení klientských sazeb na trhu vývoj ceny pětiletého úrokového swapu (pokles o 60 bps od začátku roku na 1,21 %).

Ad 3) Na základě veřejně dostupných informací je pravděpodobný vznik Národního rozvojového fondu v první polovině roku 2020, přičemž v prvním roce by se na prvotním vkladu ve výši 6-7 mld. Kč měly podílet čtyři největší banky České republiky (ČSOB, Česká spořitelna, Komerční banka a Unicredit). V tuto chvíli vnímáme prostřednictvím médií poměrně rozdílnou interpretaci ze strany vrcholných politických představitelů a reprezentantů bankovní sféry toho, jak by měl fond fungovat. Z tohoto důvodu je nyní obtížné kvantifikovat možné budoucí dopady do hospodaření Banky. Přestože dle současných veřejně dostupných informací by účast ve fondu měla být na ryze dobrovolné bázi, nelze vyloučit budoucí zapojení dalších bank (včetně Monety) do fondu s negativním dopadem do jejich hospodaření.

HOSPODAŘENÍ MONETY ZA 1H/2019

Reportovaným čistým ziskem ve výši 2,01 mld. Kč za 1H/19 při nadprůměrné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) 18,2 % je Moneta na dobré cestě k naplnění aktualizovaného celoročního cíle pro čistý zisk ve výši 3,8 mld. Kč. Na výsledcích Monety vnímáme pozitivně zejména silnou úvěrovou dynamiku banky (+12,6 % y/y) při meziročně stabilní čisté úrokové marži i skutečnost, že na obratu klesajícího trendu provozních výnosů Banky se podílí všechny výnosové kategorie. Podporu pro vývoj kurzu akcií Monety by měl představovat štedrý plán managementu na distribuci kapitálu směrem k akcionářům v podobě vyšší dividendy i potenciálního zpětného odkupu akcií.

Provozní výnosy Monety vzrostly za 1H/19 meziročně o 8,8 % na 5,19 mld. Kč zejména díky růstu čistého úrokového výnosu. Ten dosáhl za 1H/19 výše 3,90 mld. Kč, což představuje jeho meziroční nárůst o 9,1 %. Růst čistého úrokového výnosu Monety podpořil nadprůměrný růst obchodních objemů Banky i pokračující růst základní úrokové sazby ČNB (2 % od 05/2019). Meziroční nárůst objemu úvěrů Monety dosáhl nadprůměrných 12,6 %, depozita klientů Banky pak meziročně vzrostly o 12,7 %. Čistá úroková marže při zahrnutí oportunistických repo operací zaznamenala mírný meziroční nárůst na 3,8 % (3,7 % za 1H/18). Podíl neúrokových výnosů na celkových provozních výnosech Banky dosáhl za první polovinu roku 25 %. **Výnosy z poplatků a provizí** vzrostly meziročně o 5,0 % na 950 mil. Kč. Růst poplatkových výnosů Banky táhly zejména meziročně vyšší transakční poplatky (+15,4 % y/y) a výnosy z provizí od třetích stran (+36,1 % y/y), které kompenzovaly propad servisních a sankčních poplatků (-21 % y/y).

Provozní náklady vzrostly meziročně o 7,8 % na úroveň 2,56 mld. Kč zejména vlivem vyšších regulačních odvodů (+56,2 % y/y) a vyšších nákladů na odpisy a amortizaci (+79,1 % y/y) v návaznosti na realizované investice do digitalizace banky a změnu účetní metodiky dle IFRS 16. Osobní náklady Banky klesly meziročně o 4,0 % na 1,13 mld. Kč díky nižšímu průměrnému počtu zaměstnanců. Poměr provozních nákladů vůči výnosům dosáhl za první polovinu roku 2019 úrovně 49,3 %. **Tvorba rezerv a opravných položek** dosáhla za uplynulý rok výše 133 mil. Kč. Moneta v prvním pololetí realizovala výnosy ve výši 313 mil. Kč z prodeje úvěrů v selhání v nominální hodnotě 2,3 mld. Kč. Náklady na riziko v relativním vyjádření tak dosáhly 18 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia (59 bps bez výnosů z prodeje NPL). Poměr rizikových úvěrů (NPL) dosáhl na konci prvního pololetí nízké úrovně 1,8 % (3,3 % ve 1H/18), což je v souladu s cílem Banky udržet NPL poměr v roce 2019 pod úrovní 2,5 %.

Čistý zisk Monety za první pololetí 2019 dosáhl výše 2,01 mld. Kč, což v meziročním srovnání představuje pokles o 5,1 %. Návratnost hmotného kapitálu (RoTE) dosáhla silné úrovně 18,2 %. Bez zahrnutí mimořádných výnosů z prodeje portfolia nevykonných úvěrů dosáhl čistý zisk Monety 1,76 mld. Kč (+13,4 % y/y). Ukazatel kapitálové přiměřenosti dosáhl na konci prvního pololetí komfortní úrovně 16,7 % (120 bps nad cílovou hodnotou managementu Banky).

Tabulka č. 2 Hospodaření MONETA Money Bank za 1H/2019

mil. Kč	1H/18	1H/19	Změna	FY 2017	FY 2018	Změna
Čisté úrokové výnosy	3 578,0	3 902,0	+9,1 %	7 364	7 409	+0,6 %
Výnosy z poplatků a provizí	905,0	950,0	+5,0 %	1 933	1 892	-2,1 %
Ostatní výnosy	287	337	+11,2 %	1 038	861	-17,1 %
Provozní výnosy	4 770,0	5 189,0	8,8 %	10 335	10 162	-1,7 %
Provozní náklady	(2 370)	(2 556)	7,8 %	(4 947)	(4 852)	-1,9 %
Provozní zisk	2 400	2 633	+9,7 %	5 388	5 310	+8,9 %
Tvorba rezerv a opravných položek	151	(133)	+/-	(381)	(274)	-28,1 %
Čistý zisk před zdaněním	2 551	2 500	-2,0 %	4 903	5 036	+2,7 %
Daň z příjmu	(430)	(488)	+13,5 %	(980)	(836)	-18,9 %
Čistý zisk připadající akcionářům banky	2 121	2 012	-5,1 %	3 923	4 200	+7,1 %

Zdroj: MONETA Money Bank

Aktualizovaný výhled hospodaření Banky pro rok 2019 počítá s čistým ziskem na úrovni $\geq 3,8$ mld. Kč (původně 3,7 mld. Kč) při návratnosti hmotného kapitálu (RoTE) ≥ 16 %. Provozní výnosy Monety v letošním roce by dle výhledu vedení Monety měly dosáhnout minimálně 10,3 mld. Kč. Navzdory 5% meziročnímu růstu poplatkových výnosů Banky za 1H/19 zůstává celoroční výhled managementu pro čistý výnos z poplatků a provizí konzervativní při meziročně stabilních hodnotách. V rámci provozních nákladů zůstává cílem managementu udržet jejich výši pod hranici 5 mld. Kč. Oproti původnímu výhledu ze začátku roku zlepšila Moneta mírně výhled pro náklady na riziko na 35 – 45 bps průměrného úvěrového portfolia (60 – 70 bps bez prodeje NPL). Efektivní daňová sazba by v letošním roce měla dosáhnout přibližně 20 %.

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ (2019 – 2022)

Moneta se po několikaletém klesajícím trendu provozních výnosů vrátí v letošním roce na růstovou trajektorii hospodaření. Opěrný bod předpokládaného růstu čistého úrokového výnosu na horizontu naší střednědobé projekce by měla představovat nadprůměrná úvěrová dynamika Banky podpořená rostoucí úlohou digitálních kanálů při distribuci úvěrových produktů. Růst obchodních objemů Banky na horizontu naší projekce by měl více než kompenzovat přetrvávající konkurenční tlak na úroková rozpětí u spotřebitelských úvěrů. 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) < 50 %. Na základě naší aktualizované projekce předpokládáme dosažení cílových hodnot managementu Banky pro návratnost hmotného kapitálu (RoTE) na úrovni $\geq 15,5\%$.

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření 2019 – 2022

Mil. Kč	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Čistý úrokový výnos	7 409	7 890	8 318	8 943	9 182
Výnosy z poplatků a provizí	1 892	1 911	1 930	1 988	2 048
Ostatní výnosy	861	700	720	750	750
Celkové provozní výnosy	10 162	10 501	10 968	11 681	11 979
Provozní náklady	(4 852)	(4 970)	(5 044)	(5 136)	(5 182)
Provozní zisk	5 310	5 531	5 924	6 545	6 797
Tvorba rezerv a opravných položek	(274)	(702)	(1 048)	(1 304)	(1 523)
Zisk před zdaněním	5 036	4 828	4 928	5 316	5 310
Daň z příjmů	(836)	(966)	(986)	(1 063)	(1 062)
Čistý zisk na úrovni akcionářů	4 200	3 864	3 901	4 193	4 219
Zisk na akcii (Kč)	8,2	7,6	7,6	8,2	8,3

Zdroj: Fio banka, MONETA Money Bank

Provozní výnosy Banky zaznamenají v letošním roce obrát v klesajícím trendu posledních let. Růst provozních výnosů na horizontu naší střednědobé projekce (2019-22) odhadujeme na 4,2 % CAGR zejména v návaznosti na předpokládaný růst čistého úrokového výnosu. Růst **čistého úrokového výnosu** na horizontu naší střednědobé projekce podpoří zejména silná úvěrová aktivita Banky. V souladu s předpoklady, na nichž je postaven střednědobý finanční plán managementu Banky očekáváme na horizontu naší projekce růst hrubých výkonných úvěrů tempem 11,5 % CAGR ve tříletém období do konce roku 2021. Tempo růstu klientských vkladů by ve tříletém období do konce roku 2021 mělo dosáhnout 11,2 %. Čistá úroková marže (očistěná o oportunistické repo operace) dosáhne ve druhé polovině letošního roku dle indikací ze strany managementu Banky úrovně 4,1 – 4,2 %, přičemž její výraznější posílení v následujícím roce nepředpokládáme. Proti posílení čisté úrokové marže Banky bude dle našeho názoru nadále působit konkurenční tlak na úroková rozpětí i rostoucí podíl zajištěných úvěrů v rámci struktury aktiv Banky. S cílem dosáhnout v rámci střednědobého období tržního podílu 5 % se bude růst úvěrového portfolia Banky koncentrovat zejména do nízkomaržových hypotečních úvěrů.

V rámci konferenčního hovoru za 2Q/19 management Banky avizoval, že ve světle současného vývoje tržních úrokových sazeb u spotřebitelských i hypotečních úvěrů bude pro Banku **velkou výzvou splnit v roce 2020 cíl pro provozní výnosy na úrovni ≥ 11 mld. Kč**. Průměrné klientské sazby u nově poskytnutých spotřebitelských úvěrů dosáhly na trhu ve 2Q/19 výše 8,3 %, což představuje jejich meziroční pokles o 20 bps. Průměrné klientské sazby u nových hypoték pak ve srovnání s 1Q/19 klesly o 10 bps na 2,9 %, přičemž konkurenční tlak a vývoj ceny pětiletého úrokového swapu (pokles o 60 bps od začátku roku na 1,21 %) otevírá prostor pro další pokles cen hypoték. V rámci klíčové úvěrové kategorie Banky spotřebitelských úvěrů uvedl management v rámci konferenčního hovoru za 2Q/19, že pokud by se ceny spotřebitelských úvěrů vyvíjely jako doposud, pak by na horizontu pěti čtvrtletí mohly klesnout a stabilizovat se až v rozmezí 7 – 7,5 %. Dle vedení Banky jde ale o velmi konzervativní předpoklad a v rámci základního scénáře tento vývoj nepředpokládá. Ve světle přetrvávajícího výrazného spreadu (byť v jiném úrokovém prostředí) mezi průměrnými sazbami spotřebitelských úvěrů v eurozóně a České republice tento scénář za tak nepravděpodobný nepovažujeme.

Poplatkové výnosy Banky by navzdory 5% růstu za 1H/19 měly v letošním roce zůstat meziročně stabilní při hodnotě 1,91 mld. Kč. Na horizontu naší střednědobé projekce očekáváme pokračující trend poklesu servisních a sankčních poplatků vlivem konkurenčního tlaku a regulačních omezení. Pokles servisních poplatků by měl být naopak vyvažován růstem transakčních poplatků i poplatkových výnosů z provizí třetích stran (investiční a pojistné produkty). Transakční poplatky Banky na horizontu naší projekce podpoří rostoucí počet transakcí v návaznosti na rostoucí oblibu mobilního bankovníctví, které je charakteristické častější interakcí uživatelů s bankou. Rostoucí výnosy z prodeje investičních a pojistných produktů na horizontu naší projekce podpoří postupné bohatnutí obyvatel. V závěru letošního roku naopak vejdu v účinnost regulační opatření, které budou oslabovat schopnost Banky generovat vyšší poplatkové výnosy. Dopad regulace poplatků za přeshraniční platby, která by měla sjednotit ceny mezistátních transakcí v rámci Evropské unie s vnitrostátními platbami, do poplatkových výnosů Banky by dle konzervativních odhadů vedení Monety měl představovat 60 - 70 mil. Kč. To reprezentuje zhruba 4 % celoročních poplatkových výnosů Banky. Z tohoto důvodu nepředpokládáme výraznější oživení poplatkových výnosů Banky v příštím roce.

Ke zvýšení provozní efektivity Banky přispěje pokračující optimalizace pobočkové sítě v návaznosti na digitální transformaci Banky.

V následujících letech by měly rizikové náklady v podstatně menší míře těžit z prodeje portfolia úvěrů v selhání (NPL).

Provozní náklady by v letošním roce měly růst pomalejším tempem v porovnání s růstem provozních výnosů. Rekordně nízká míra nezaměstnanosti v ČR bude na horizontu naší projekce vytvářet tlak na růst mzdových nákladů. V návaznosti na realizované investice do digitalizace Banky i reklasifikaci nákladů na nájemné do odpisů dle IFRS 16 vzrostou od letošního roku náklady na odpisy a amortizaci (cca 1 mld. Kč). Ke zvýšení provozní efektivity Banky přispěje pokračující optimalizace pobočkové sítě. Za 1H/19 uzavřela Moneta 10 bankovních poboček, přičemž dalších 12 poboček uzavře Moneta v průběhu 3Q/19. Na konci 3Q/19 by tak Moneta měla provozovat 180 bankovních poboček (vs. 230 bankovních poboček ve 2017). Střednědobým cílem vedení Banky zůstává dosáhnout ukazatele provozních nákladů vůči výnosům pod úroveň 50 %. V rámci naší střednědobé projekce předpokládáme hladké dosažení těchto cílových hodnot, jak demonstruje tabulka č. 4 níže.

Tabulka č. 4 Provozní výnosy / provozní náklady (mil. Kč)

	2018	2019e	2020e	2021e
Provozní výnosy	10 162	10 501	10 968	11 681
Provozní náklady	4 852	4 970	5 044	5 136
Provozní náklady / provozní výnosy	47,74 %	47,33 %	46,0 %	44,0 %

Zdroj: Fio banka

Náklady na riziko by ve druhé polovině letošního roku i v následujících letech měly v podstatně menší míře těžit z prodeje portfolia úvěrů v selhání (NPL), jako tomu bylo v první polovině letošního roku i v minulých letech (zisk před zdaněním 1,7 mld. Kč za období 2017-1H/19). V rámci posledního konferenčního hovoru management Banky uvedl, že 2,5letý proces „čištění bilance“ byl v prvním pololetí v podstatě dokončen. To podporuje současná úroveň poměru nevykonných úvěrů Banky ve výši 1,8 % (cíl pro poměr NPL < 2,5 %) i realizovaný jednorázový zisk z prodeje nevykonných úvěrů za 1H/19 ve výši 313 mil. Kč (cíl Banky 350 mil. Kč v roce 2019). V rámci střednědobého období zůstává cílem udržet náklady na riziko v intervalu 75 – 85 bps průměrného úvěrového portfolia, což je v souladu s naší prognózou.

Naši aktualizovanou projekci **čistého zisku** Banky pro období 2019-21 jsme zvýšili v porovnání s poslední publikovanou analýzou o 5 - 9 % zejména v návaznosti na předpokládaný rychlejší růst čistého úrokového výnosu, který je podpořen silnou úvěrovou aktivitou Banky. Vůči konsensuálním tržním odhadům dle dat agentury Bloomberg při EPS (2019) 7,5 Kč a EPS (2020) 7,5 Kč jsou naše aktualizované odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2019 – 2020 při 7,6 Kč a 7,6 Kč mírně optimističtější. Námi předpokládaná **návratnost hmotného kapitálu** (RoTE) ve střednědobém horizontu je v souladu s vytyčeným střednědobým cílem managementu Banky při úrovni $\geq 15,5$ %.

Ukazatel kapitálové přiměřenosti dosáhl na konci prvního pololetí komfortní úroveň 16,7 %, přičemž střednědobým cílem Monety pro kapitálovou přiměřenost zůstává hranice 15,5 %. Současný minimální požadovaný kapitálový poměr pro Monetu ze strany regulátora je 14,35 %, přičemž od druhé poloviny roku 2020 by minimální požadovaná úroveň celkového kapitálu Banky měla činit 15,1 % v porovnání s objemem rizikově vážených aktiv. V rámci plánů na využití kapitálu představila Moneta v úvodu roku poměrně **štědrý záměr na distribuci kapitálu akcionářům** Banky. Management Banky při prezentaci výsledků za 2Q/19 potvrdil záměr doručit akcionářům **za tříleté období 2019 – 2021 při minimálním 80% dividendovém výplatním poměru kumulativní dividendu minimálně ve výši 10,2 mld. Kč (6,65 Kč na akcii v letech 2019-21)**. Při současném tržním kurzu akcií Monety to představuje kumulativní dividendový výnos za tříleté období ve výši 26 %. Ve vztahu k atraktivitě akcií Monety pozitivně vnímáme diskuzi na úrovni vedení Banky o možné budoucí pololetní výplatě dividendy, jak bylo zmíněno v rámci konferenčního hovoru za 2Q/19. Vedle toho podal management žádost České národní bance o schválení **zpětného odkupu akcií do souhrnné výše 1 mld. Kč**, což představuje přibližně 2,5 % současné tržní kapitalizace Banky. V rámci „pilotního programu“, jak záměr zpětného odkupu akcií představil CEO Monety, je snahou Banky snížit počet emitovaných akcií z 511 mil. ks. na 500 mil. ks. S cílem optimalizovat kapitálovou strukturu plánuje Moneta emitovat T2 dluhopisy v souhrnné výši 2,5 mld. Kč.

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

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

Tabulka č. 5 Valuační násobky referenční skupiny za 2018 a 2019

	P/E 18	P/E 19	P/BV 18	P/BV 19
Komerční banka	10,8x	10,9x	1,60x	1,50x
Erste Group	7,2x	8,8x	0,89x	0,89x
OTP Bank	9,29x	9,42x	1,72x	1,60x
Raiffeisen Bank	6,03x	5,98x	0,69x	0,58x
PKO Bank	13,20x	11,65x	1,26x	1,19x
Bank Pekao	12,51x	11,24x	1,25x	1,10x
Bank Handlowy	14,13x	12,55x	1,28x	0,98x
Santander Bank Polska	15,10x	13,19x	1,46x	1,23x
Alior Bank	9,68x	8,74x	1,07x	0,81x
mBank	13,64x	10,98x	1,18x	0,84x
MONETA Money Bank	9,4	10,1	1,60x	1,50x
Průměr odvětví	11,65	10,94	1,26	1,04
Medián odvětví	11,16	10,34	1,24	1,07

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 1,0násobku P/BV (2019) a 10,9násobku očekávaného čistého zisku za rok 2019. Akcie Monety se aktuálně obchodují při 1,5x P/BV (2019) a 10,1x P/E (2019) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Optikou historických průměrných valuačních násobků akcií Monety jde spíše o podprůměrné hodnoty. 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, mezi které se Moneta řadí.

Přes vyšší dosahovanou rentabilitu Monety v porovnání s Komerční bankou je optikou valuačních násobků současné ocenění obou bank na trhu téměř shodné. To lze částečně vysvětlit rizikovějším profilem Monety (měřeno podílem rizikově vážených aktiv na celkových aktivech) vůči Komerční bance (50,3% vs. 38% za 1H/19). Ve světle nadprůměrného kumulativního dividendového výnosu 26 % za období 2019-21 a očekávané střednědobě udržitelné návratnosti hmotného kapitálu > 15,5 % považujeme současné ocenění Banky při 1,50x P/BV (2019) a 10,1x P/E (2019) za atraktivní.

Tabulka č. 6 Vybrané ukazatele referenční skupiny za FY 2018

	CET1 (%)	Náklady / výnosy (%)	ROE (%)	ROA (%)
MONETA Money Bank	16,40	47,74	17,90	2,10
Komerční banka	18,97	42,84	16,96	1,57
Erste Group	13,50	60,50	13,66	0,78
Raiffeisen Bank	15,00	57,53	11,78	0,92
PKO Bank	17,54	52,77	9,93	1,21
Bank Pekao	15,80	55,77	9,93	1,20
Bank Handlowy	16,80	54,13	9,13	1,38
Santander Bank Polska	14,11	42,23	10,06	1,32
Alior Bank	12,81	43,17	10,83	1,00
OTP Bank	16,50	62,36	18,31	2,29
Průměr odvětví	15,74	51,90	12,85	1,38
Medián odvětví	16,10	53,45	11,31	1,27

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 (2019 – 2022) je založena na diskontovaných projektovaných dividendách. Druhá fáze modelu pokrývající terminální hodnotu společnosti vychází z **implikované hodnoty P/BV dle vzorce $P/BV(x) = (ROE-g) / (CoE-g)$** a projektované účetní hodnoty vlastního kapitálu Banky ke konci první fáze projektovaného období (2022).

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 společnosti 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. 7 Stanovení diskontní míry

	2019e	2020e	2021e	2022e	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 (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. 8 a 9 na následující straně.

Tabulka č. 8 Ocenění společnosti Moneta (mil. Kč)

	2019e	2020e	2021e	2022e
Čistý zisk	3 864	3 901	4 193	4 219
Výplatní poměr	88 %	87 %	81 %	70 %
Dividenda na akcii (Kč)	6,65	6,65	6,65	5,9
Výplata dividend	3 398	3 398	3 398	2 953
Diskontní faktor	1,0	1,09	1,19	1,30
Diskontovaný tok dividend	3 398	3 115	2 855	2 290

Zdroj: Fio banka

Tabulka č. 9 Rekapitulace ocenění akcií Monety
Vstupní parametry modelu

ROTE	14 %
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	9,1 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2 %
Implikovaná hodnota P/BV	1,7x
TBV (2022e)	26 853 mil. Kč
Terminální hodnota	45 385 mil. Kč
Současná hodnota TH	34 949 mil. Kč
Současná hodnota vyplacených dividend (2019 – 2022e)	11 642 mil. Kč
Ocenění společnosti	46 592 mil. Kč
Počet emitovaných akcií	511,0 mil. ks

Cílová cena akcie (12M)
91 Kč

Zdroj: Fio banka

Při potenciálním kapitálovém výnosu ve výši 19 % stanovujeme cílovou cenu pro akcie Monety na investičním horizontu dvanácti měsíců ve výši 91 Kč.

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Monety ve výši 91 Kč**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Banky zvyšujeme **pro akcie Monety naše investiční doporučení na „koupit“**.

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

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

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 75 % odhadované hodnoty společnosti. Ocenění společnosti je tedy poměrně citlivé na vstupní předpoklady pokračující hodnoty, jak dokumentuje tabulka č. 10.

Tabulka č. 10 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

CoE	ROTE				
	13 %	13,5 %	14 %	14,5 %	15 %
8,1 %	96	99	103	106	109
8,6 %	91	94	97	100	103
9,1 %	86	89	91	94	97
9,6 %	82	84	87	90	92
10,1 %	78	81	83	86	88

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
- Zpřísnující se kapitálové požadavky
- Konkurence Fin-tech sektoru
- Nové regulatorní požadavky (MREL, regulace cen u přeshraničních plateb)
- Vyšší regulatorní odvody v návaznosti na vznik národního rozvojového fondu

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 nenesе odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

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 spoluvědoucím 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 zájmů 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. Přijme-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 – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

Akumulovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5% až -5%

Redukovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %

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 podílů 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