

Investiční výzkum

Moneta Money Bank



13. 1. 2021

Doporučení: Držet

Cílová cena (12měsíční): 75 Kč

Předchozí doporučení (z 1. 12. 2020): Akumulovat

Předchozí cílová cena (z 1. 12. 2020): 75 Kč

Závěrečná cena ke 12.1. 2021 (16:15h): 72 Kč

Optimismus na trzích v posledních týdnech výrazně podpořil vývoj bankovních titulů na pražské burze. Od obnoveného pokrývání Moneta Money Bank na začátku prosince loňského roku se kurz zvýšil o téměř 10 % a aktuálně se dostal do blízkosti naší cílové ceny. Fundamentální pohled na titul prozatím neměníme. Pro titul potvrdíme cílovou cenu na úrovni 75 Kč a měníme doporučení na stupeň „držet“ z původního „akumulovat“.

Jan Tománek, analytik, Fio banka a.s.

Upozorňujeme, že v porovnání s posledním námi publikovaným investičním výzkumem týkajícím se akcií společnosti Moneta Money Bank nyní pouze aktualizujeme stupeň investičního doporučení k těmto akciím. Níže přikládáme poslední námi publikovaný investiční výzkum týkající se akcií společnosti Moneta Money Bank.

MONETA Money Bank

Doporučení: **AKUMULOVAT**
Cílová cena: **75 Kč**

MONETA Money Bank (BAAGECBA)

Souhrn doporučení

Doporučení	AKUMULOVAT
Předchozí doporučení (2.9.2019)	Koupit
Cílová cena (12M)	75 Kč
Předchozí cílová cena (2.9.2019)	91 Kč
Datum vydání	1. 12. 2020

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Moneta	21	(31)	(18)
Index PX	6	7	(13)
STOXX EUR. 600 Banks	16	23	(22)

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:	34,7 mld. Kč
Dividenda (2020E)	4 Kč
Závěrečná cena (1. 12. 2020, 16:25)	66,4 Kč
Max. 12M (5. 2. 2020, čas 16:25)	86,9 Kč
Min. 12M (19.05. 2020, čas 16:25)	48,8 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“) obnovujeme naši cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie Banky po reportovaných výsledcích za Q3/2020. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke **snížení naší cílové ceny pro akcie Monety z 91 Kč na 75 Kč**. Vzhledem k aktuálnímu tržnímu kurzu akciového titulu obnovujeme v souladu s naší interní metodikou **investiční doporučení na stupni „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 ziskovost Banky na horizontu naší střednědobé projekce (2020-23) vlivem utlumené ekonomické aktivity v důsledku šíření epidemie koronaviru a následných preventivních vládních opatření. Útlum ekonomické aktivity se na hospodářských číslech Monety s vysokou pravděpodobností promítne I) nižším růstem obchodních objemů Banky, II) poklesem čisté úrokové marže, III) nižší transakční aktivitou klientů a IV) významným nárůstem rizikových nákladů v letech 2020-21 nad normalizovanou úroveň 40 - 60bps úvěrové expozice. V porovnání s poslední publikovanou analýzou jsme snížili naše odhady čistého zisku Monety v letech 2020-21 o 30 – 34 % zejména vlivem vyšších rizikových nákladů. V porovnání s tržními odhady dle agentury Bloomberg při EPS (2020) 4,4 Kč a EPS (2021) 4,8 Kč vyznívá naše projekce čistého zisku na akcii při 5,1 Kč a 5,6 Kč optimističtěji.

▪ Akcie Monety se aktuálně obchodují při 1,2 P/BV (2020) a 13,0x P/E (2020) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Vůči průměrným valuačním násobkům referenční skupiny bank regionu CEE (P/E20 11,5x, P/BV20 0,7x) se akcie Monety obchodují s premií, kterou dle nás ospravedlňuje nadprůměrná profitabilita Banky ve srovnání s referenční skupinou bank regionu CEE. Při střednědobé udržitelné návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni $\geq 14\%$ považujeme současné tržní ocenění nadále za relativně atraktivní. Nicméně příznivější rizikově výnosový profil vidíme při současném tržním ocenění u zbylých dvou bankovních emisí na BCPP.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Monety

Projekce hospodaření (mil. Kč)	2019	2020e	2021e	2022e
Provozní výnosy	10 590	11 990	11 310	11 680
Provozní zisk	5 500	6 573	5 851	6 164
Čistý zisk	4 019	2 581	2 883	3 801
Dividenda (DPS)	3,3 Kč	4 Kč	4,5 Kč	6 Kč
Valuace a finanční výkonnost	2019	2020e	2021e	2022e
P/BV	1,1 x	1,2x	1,1x	1,0x
P/E	9,4 x	13,0 x	11,9 x	9,3 x
Dividendový výnos	5,0 %	6,0 %	6,5 %	8,6 %
Provozní náklady / výnosy	47,4 %	45,2 %	48,3 %	47,2 %

Zdroj: MONETA Money Bank, Fio banka

HOSPODAŘENÍ MONETY ZA 9M/2020

Reportovaným čistým ziskem ve výši 1,97 mld. Kč za 9M/2020 při návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) 10,9 % je Moneta na dobré cestě k naplnění aktualizovaného celoročního cíle pro čistý zisk ve výši 2,4 mld. Kč. Meziroční pokles čistého zisku o 36 % za první tři čtvrtletí jde na vrub zejména nárůstu rizikových nákladů, které odráží zhoršení makroekonomického výhledu na pozadí preventivních vládních opatření proti šíření pandemie COVID-19. Naopak příspěvek z konsolidace akvírovaných aktiv od 2Q/2020 a významné jednorázové výnosy z přecenění akvírovaných aktiv a prodeje dluhopisového portfolia tlumí v letošním roce tlak na ziskovost Banky.

Provozní výnosy Monety vzrostly za 9M/2020 meziročně o 19 % na 9,35 mld. Kč. Růst provozních výnosů za první tři čtvrtletí letošního roku podpořily jednorázové výnosy z akvizice (1,1 mld. Kč) a prodeje dluhopisového portfolia (0,29 mld. Kč). **Čistý úrokový výnos** dosáhl za 9M/2020 výše 6,17 mld. Kč, což představuje jeho meziroční nárůst o 4,4 %. Růst čistého úrokového výnosu Monety podpořil zejména růst obchodních objemů Banky v návaznosti na konsolidaci akvírovaných aktiv Wüstenrot CZ od 2Q/2020. Meziroční nárůst objemu úvěrů Monety dosáhl 46 %, depozita klientů Banky pak meziročně vzrostly o 48 %. Hlavní zdroj růstu úvěrového portfolia představují hypoteční úvěry (122 % y/y). Čistá úroková marže klesla na 2,9 % za devět měsíců zakončených 30. zářím 2020 (3,7 % za 9M/2019) zejména vlivem změny obchodního mixu Banky. Podíl neúrokových výnosů na celkových provozních výnosech Banky dosáhl za první tři čtvrtletí 34 %. **Výnosy z poplatků a provizí** meziročně klesly o 3 % na 1,41 mld. Kč. Meziroční pokles poplatkových výnosů jde na vrub zejména výpadku transakčních poplatků vlivem utlumení ekonomické aktivity na pozadí vládních opatření proti šíření pandemie COVID-19. Propad transakčních poplatků částečně kompenzovaly vyšší výnosy z provizí od třetích stran z prodeje investičních a pojistných produktů.

Provozní náklady vzrostly meziročně o 9,3 % na úroveň 4,07 mld. Kč zejména vlivem osobních nákladů a vyšších nákladů na odpisy a amortizaci v návaznosti na realizované investice do digitalizace banky a akvizici aktiv Wüstenrot CZ. Poměr provozních nákladů vůči výnosům dosáhl za 9M/2020 úrovně 43,4 %.

Tvorba rezerv a opravných položek dosáhla za uplynulé tři čtvrtletí v meziročním srovnání výrazného růstu na úroveň 3,09 mld. Kč v návaznosti na zhoršení makroekonomického vývoje na pozadí vládních preventivních opatření proti šíření pandemie COVID-19. Náklady na riziko v relativním vyjádření dosáhly 207 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia. Poměr rizikových úvěrů (NPL) přetrvával na konci třetího čtvrtletí při velmi nízké úrovni 1,5 % (1,8 % ve 1H/2019) i vzhledem k platnosti úvěrového moratoria, vládních stabilizačních programů i realizovaného prodeje portfolia nevykonných pohledávek. Celkové pokrytí nevykonných úvěrů opravnými položkami se zvýšilo na 166,3 % z 109,2 % na konci roku 2019.

Čistý zisk Monety za 9M/2020 dosáhl výše 1,97 mld. Kč, což v meziročním srovnání představuje pokles o 36,0 %. To reprezentuje návratnost hmotného kapitálu (RoTE) na úrovni 10,9 %. Ukazatel kapitálové přiměřenosti dosáhl na konci třetího čtvrtletí komfortní úrovně 17,4 % (14,4 % CET1 poměr), přičemž interní cíl Banky pro kapitálovou přiměřenost představuje úroveň 14,4 %. Akvírovaná aktiva Wüstenrot CZ se pozitivně odrazila na rizikovém profilu Banky. Zatímco tempo růstu úvěrů dosáhlo od začátku roku 41 %, rizikově vážená aktiva od počátku roku vzrostla o 22 %.

Tabulka č. 2 Hospodaření MONETA Money Bank za 9M/2020

mil. Kč	9M/2019	9M/2020	Změna	FY 2018	FY 2019	Změna
Čisté úrokové výnosy	5 911	6 169	4,4 %	7 409	7 925	7,0 %
Výnosy z poplatků a provizí	1 449	1 409	-2,8 %	1 892	1 950	3,1 %
Ostatní výnosy	474	1 776	11,2 %	861	644	-25,2 %
Provozní výnosy	7 834	9 354	19,4 %	10 162	10 519	3,5 %
Provozní náklady	(3 718)	(4 065)	9,3 %	(4 852)	(5 019)	3,4 %
Provozní zisk	4 116	5 289	28,5 %	5 310	5 500	3,6 %
Tvorba rezerv a opravných položek	(301)	(3 087)	926 %	(274)	(517)	88,7 %
Čistý zisk před zdaněním	3 815	2 202	-42,3 %	5 036	4 983	-1,1 %
Daň z příjmu	(745)	(286)	-62,0 %	(836)	(964)	15,3 %
Čistý zisk připadající akcionářům banky	3 070	1 916	-37,4 %	4 200	4 019	-4,3 %

Zdroj: MONETA Money Bank

Aktualizovaný střednědobý výhled hospodaření Banky pro rok 2020 počítá s čistým ziskem na úrovni $\geq 2,4$ mld. Kč při návratnosti hmotného kapitálu (RoTE) ≥ 10 %. Provozní výnosy Monety v letošním roce by dle výhledu vedení Monety měly dosáhnout minimálně 12 mld. Kč. V rámci provozních nákladů je cílem managementu udržet jejich výši pod hranici 5,5 mld. Kč. Výhled pro náklady na riziko je nastaven na úrovni 175 – 190 bps průměrného úvěrového portfolia. Efektivní daňová sazba by v letošním roce měla dosáhnout přibližně 13 %. Na tříletém horizontu do roku 2022 je ambicí Banky dosáhnout na úrovni očištěných provozních výnosů 11,6 mld. Kč. Provozní náklady by měly setrvat pod úrovní 5,5 mld. Kč. Návrat nákladů na riziko k normalizovaným úrovním očekává management Banky v roce 2022 (50-70 bps průměrného úvěrového portfolia).

PROJEKCE HOSPODAŘENÍ (2020 – 2023)

Navzdory zahrnutí příspěvku akvírovaných aktiv Wüstenrot CZ jsme v rámci aktualizované střednědobé projekce hospodaření Banky snížili v porovnání s předchozí analýzou naše odhady čistého zisku v letech 2020-21 o 30-34 %. Prognóza pro hlavní generátory ziskovosti Banky je v důsledku pandemie koronaviru a vládních opatření proti jejímu šíření méně příznivá v porovnání s obdobím na začátku roku. Předpokládaný růst obchodních objemů na horizontu naší projekce jsme upravili v souladu s revidovaným výhledem managementu Banky pro období 2020-25 (úvěry +6,5 % CAGR, depozita +6,7 % CAGR). I v následujícím roce předpokládáme pokračující sestupnou trajektorii čisté úrokové marže vlivem změny obchodního mixu Banky. Probíhající digitální transformace by naopak ve střednědobém horizontu měla přispět k vyšší provozní efektivitě vyjádřené poměrem provozních nákladů k výnosům (C/I) na úrovni cca 45 %. Náklady na riziko zaznamenají návrat k normalizovaným úrovním 40-60 bps úvěrové expozice nejdříve v roce 2022. Od roku 2022 by pak dle naší projekce měla být Banka schopna dosahovat střednědobě udržitelné návratnosti kapitálu (RoTE) při $\geq 14\%$.

Tabulka č. 3 Projekce hospodaření 2020 – 2023

Mil. Kč	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Čistý úrokový výnos	7 925	8 218	8 548	8 827	9 314
Výnosy z poplatků a provizí	1 965	1 916	2 002	2 082	2 186
Ostatní výnosy	700	1 856	760	770	770
Celkové provozní výnosy	10 590	11 990	11 310	11 680	12 270
Provozní náklady	(5 019)	(5 416)	(5 459)	(5 516)	(5 585)
Provozní zisk	5 500	6 573	5 851	6 164	6 685
Tvorba rezerv a opravných položek	(517)	(3 589)	(2 292)	(1 471)	(1 574)
Zisk před zdaněním	4 983	2 984	3 559	4 693	5 111
Daň z příjmů	(997)	(403)	(676)	(892)	(971)
Čistý zisk na úrovni akcionářů	4 019	2 581	2 883	3 801	4 140
Zisk na akcii (Kč)	7,9	5,1	5,6	7,4	8,1

Zdroj: Fio banka, MONETA Money Bank

Čistý úrokový výnos na horizontu naší střednědobé projekce by měl být podpořen zejména růstem obchodních objemů. V souladu s předpoklady, na nichž je postaven aktualizovaný střednědobý finanční plán Banky jsme na horizontu naší projekce upravili očekávaný růst hrubých výkonných úvěrů tempem 6,6 % CAGR ve tříletém období do konce roku 2023. Tempo růstu klientských vkladů by ve tříletém období do konce roku 2023 mělo dosáhnout 6,5 %. Čistá úroková marže klesla na 2,9 % za devět měsíců zakončených 30. zářím 2020 (3,7 % za 9M/2019) a její sestupnou trajektorii předpokládáme i v následujícím roce. Proti posílení čisté úrokové marže bude na horizontu naší střednědobé projekce působit konkurenční tlak na úrokovou rozpětí i rostoucí podíl zajištěných úvěrů v rámci úvěrového mixu Banky. V návaznosti na vytyčený střednědobý cíl při dosažení tržního podílu 10 % (6,6 % ve 3Q/2020) se bude růst úvěrového portfolia Banky koncentrovat nadále zejména do hypotečních úvěrů. Naproti tomu komunikovaný střednědobý cíl pro tržní podíl v oblasti spotřebitelských úvěrů (17,5 %) je defenzivní (nyní 17,8 %), přičemž pokračující pokles klientských úrokových sazeb u spotřebitelských úvěrů je pravděpodobný i vzhledem k poklesu nákladů na financování a přetrvávajícímu rozpětí mezi cenami spotřebitelských úvěrů v ČR a eurozóně. Rovněž předpoklad vedení Banky o růstu úrokových sazeb od Q2/2021 se nám ve světle aktuální druhé koronavirové vlny jeví jako spíše nerealistický. Naopak tlak na čistou úrokovou marži bude v následujících čtvrtletích tlumit pokles nákladů na financování v návaznosti na přecenění klientských depozit v průběhu Q3/2020.

Výnosy z poplatků a provizí budou od letošního roku negativně zasaženy zavedením stropu na poplatky účtované za přeshraniční platby v rámci jednotné evropské platební oblasti (SEPA) a nižší transakční aktivitou klientů vlivem pandemie koronaviru a preventivních vládních opatření proti jejímu šíření. Očekávaný pokles výnosů z transakčních poplatků bude částečně kompenzován meziročním růstem provizních výnosů z prodeje investičních a pojistných produktů třetích stran. Schopnost Banky generovat ve střednědobém období vyšší poplatkové výnosy byla posílena akvizicí aktiv Wüstenrot CZ. Růst klientské základny o 350 tis. nových klientů otevírá Bance nové příležitosti pro křížové prodeje.

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

Návrat nákladů na riziko k normalizovaným úrovním 40 – 60 bazických bodů úvěrové expozice předpokládáme od roku 2022.

Obnovení výplaty dividend očekáváme v rámci našeho základního scénáře v první polovině příštího roku.

Provozní náklady Banky by v letošním i příštím roce měly být zatíženy restrukturalizačními a integračními náklady ve výši cca 0,4 mld. Kč v návaznosti na realizovanou akvizici. Od roku 2021 by nicméně měla Banka dosáhnout až 300 milionů Kč úspor ze vzájemných synergií. Ke zvýšení provozní efektivity Banky na horizontu naší střednědobé projekce přispěje pokračující optimalizace pobočkové sítě na pozadí probíhající digitální transformace Banky. Ve střednědobém horizontu je cílem Monety provozovat 130 kamenných poboček (230 bankovních poboček ve 2017). Střednědobým cílem vedení Banky zůstává dosáhnout ukazatele provozních nákladů vůči výnosům pod úrovní 50 %. V rámci naší střednědobé projekce předpokládáme hladké dosažení těchto cílových hodnot.

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

	2019	2020e	2021e	2022e
Provozní výnosy	10 590	11 990	11 310	11 680
Provozní náklady	5 019	5 416	5 459	5 516
Provozní náklady / provozní výnosy	47,4 %	45,2 %	48,3 %	47,2 %

Zdroj: Fio banka

Náklady na riziko by v letošním i příštím roce měly setrvat nad normalizovanou úrovní 40-60 bazických bodů průměrného úvěrového portfolia. V souladu s aktualizovaným výhledem managementu Banky předpokládáme v letošním roce úroveň rizikových nákladů ve výši 190 bazických bodů úvěrové expozice. Návrat k normalizovaným úrovním nákladů na riziko ve výši 40–60 bazických bodů předpokládáme od roku 2022. Útlum ekonomické aktivity v důsledku administrativního uzavření ekonomiky v letošním roce je bezprecedentní, nicméně vzhledem k úvěrovému moratoriu a jiným stabilizačním vládním opatřením nepředpokládáme v rámci letošního roku výrazný nárůst nevykonných úvěrů Banky. V našem základním scénáři předpokládáme, že většina úvěrových ztrát se začne materializovat v první polovině roku 2021, přičemž poměr nevykonných úvěrů dosáhne pravděpodobně dvojnásobných hodnot oproti současnému stavu.

Naši aktualizovanou projekci **čistého zisku** Banky pro období 2020-21 jsme snížili v porovnání s poslední publikovanou analýzou o 30 - 34 % zejména v návaznosti na vyšší náklady na riziko. Vůči konsensuálním tržním odhadům dle dat agentury Bloomberg při EPS (2020) 4,4 Kč a EPS (2021) 4,8 Kč vyznívají naše aktualizované odhady reportovaného zisku na akcii v letech 2020–21 při 5,1 Kč a 5,6 Kč optimističtěji. **Návratnost hmotného kapitálu (RoTE)** by ve střednědobém horizontu měla na základě naší projekce dosáhnout úrovně $\geq 14\%$.

V rámci dividendové politiky předpokládá Banka **výplatní poměr pro dividendu ve výši 80 % čistého zisku při zachování interního cíle pro kapitálovou přiměřenost ve výši 14,4 %**. Výplata dividendy za rok 2020, případně druhou polovinu roku 2019 je však podmíněna změnou postoje regulátora. Do konce letošního roku je v platnosti doporučení ČNB adresované tuzemským bankovním domům, aby se zdržely výplaty dividend do doby odeznění dlouhodobějších důsledků epidemie koronaviru. Potenciální schválení výplaty dividendy by mělo být ze strany regulátora posuzováno v příštím roce na individuálním základě. Na základě veřejných výstupů reprezentantů ČNB by výplata dividend měla být tuzemským bankám umožněna až po vypršení veškerých vládních programů na podporu ekonomiky.

Ukazatel kapitálové přiměřenosti dosáhl na konci třetího čtvrtletí úrovně 17,4 % (CET1 14,4 %), přičemž minimální požadovaný kapitálový poměr pro Monetu ze strany regulátora je 13,3 %. Byť v tuto chvíli neznáme minimální kritéria pro získání souhlasu regulátora k výplatě dividendy, předpokládáme v našem základním scénáři obnovení její výplaty v první polovině příštího roku. Při předpokládaném 80% výplatním poměru pro dividendu na horizontu naší střednědobé projekce by návrh dividendy za rok 2020 měl dle našich odhadů dosáhnout 4 Kč na akcii.

SEKTOROVÉ SROVNÁNÍ

Akcie Monety se obchodují s 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 regionu CEE jsou vyšší valuační násobky Monety z našeho pohledu ospravedlnitelné.

Tabulka č. 5 Valuační násobky referenční skupiny za 2019 a 2020

	P/E 19	P/E 20	P/BV 19	P/BV 20
Komerční banka	10,5x	13,5x	1,48x	0,95x
Erste Group	10,4x	15,3x	0,97x	0,68x
OTP Bank	9,7x	11,8x	1,89x	1,25x
Raiffeisen Bank	6,3x	8,0x	0,62x	0,44x
PKO Bank	10,7x	12,1x	1,04x	0,75x
Bank Pekao	12,2x	12,0x	1,13x	0,58x
Bank Handlowy	14,1x	15,3x	0,96x	0,59x
Santander Bank Polska	14,7x	16,9x	1,23x	0,64x
Alior Bank	14,8x	n.a.	0,56x	0,34x
mBank	16,3x	18,7x	1,02x	0,41x
MONETA Money Bank	10,8x	13,0x	1,78x	1,19x
Průměr odvětví	14,0x	11,5x	0,68x	0,71x
Medián odvětví	13,4x	11,7x	0,63x	0,61x

Zdroj: Bloomberg

Banky v regionu střední a východní Evropy (CEE) jsou nyní oceněny v průměru při 0,7násobku P/BV (2020) a 11,5násobku očekávaného čistého zisku za rok 2020. Akcie Monety se aktuálně obchodují při 1,2x P/BV (2020) a 13,0x P/E (2020) dle naší projekce vývoje relevantních veličin. Optikou historických průměrných valuačních násobků akcií Monety jde o podprůměrné hodnoty. Z komparativní analýzy bank střeoevropského 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. Ve světle předpokládaného nadprůměrného kumulativního dividendového výnosu za období 2020-23 a očekávané střednědobě udržitelné návratnosti hmotného kapitálu > 14 % považujeme současné ocenění Banky při 1,2x P/BV (2020) a 13,0x P/E (2020) za relativně atraktivní. Příznivější rizikově výnosový profil na současných tržních úrovních nicméně sledujeme u akcií Erste Group a Komerční banky.

Tabulka č. 6 Vybrané ukazatele referenční skupiny za FY 2019

	CET1 (%)	Náklady / výnosy (%)	ROE (%)	ROA (%)
MONETA Money Bank	19,1	45,8	14,5	1,39
Komerční banka	16,4	47,7	16,5	1,90
Erste Group	13,70	59,0	10,1	0,61
Raiffeisen Bank	15,4	56,5	11,0	0,84
PKO Bank	17,2	41,9	10,0	1,2
Bank Pekao	15,0	41,3	10,1	1,10
Bank Handlowy	17,20	55,0	7,3	0,9
Santander Bank Polska	15,2	47,3	9,7	1,0
Alior Bank	13,5	43,0	3,8	0,34
OTP Bank	13,9	52,7	20,3	2,4
Průměr odvětví	15,7	49,0	11,3	1,17
Medián odvětví	15,3	47,5	10,10	1,05

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 (2020 – 2023) 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 (2023).

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

	2020e	2021e	2022e	2023e	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	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %
Náklady vlastního kapitálu	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %

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 10,0 % 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)

	2020e	2021e	2022e	2023e
Čistý zisk	2 581	2 883	3 801	4 140
Výplatní poměr	80 %	80 %	80 %	80 %
Dividenda na akcii (Kč)	4	4,5	5,9	6,5
Výplata dividend	2 065	2 306	3 041	3 312
Diskontní faktor	1,0	1,10	1,21	1,33
Diskontovaný tok dividend	2 065	2 097	2 513	2 488

Zdroj: Fio banka

Tabulka č. 9 Rekapitulace ocenění akcií Monety

Vstupní parametry modelu	
ROTE	14 %
Náklady vlastního kapitálu (CoE)	10 %
Dlouhodobá růstová míra (g)	2 %
Implikovaná hodnota P/BV	1,5x
TBV (2023e)	26 085 mil. Kč
Terminální hodnota	39 127 mil. Kč
Současná hodnota TH	29 397 mil. Kč
Současná hodnota vyplacených dividend (2019 – 2022e)	9 163 mil. Kč
Ocenění společnosti	38 560 mil. Kč
Počet emitovaných akcií	511,0 mil. ks
Cílová cena akcie (12M)	75 Kč

Zdroj: Fio banka

Při potenciálním kapitálovém výnosu ve výši 13 % stanovujeme cílovou cenu pro akcie Monety na investičním horizontu dvanácti měsíců ve výši 75 Kč.

Na základě výše uvedených předpokladů **odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Monety ve výši 75 Kč**. Cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu dvanácti měsíců. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Banky obnovujeme **pro akcie Monety naše investiční doporučení na stupni „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 76 % 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 %
9,0 %	78	81	84	87	90
9,5 %	74	77	80	83	86
10 %	71	73	75	78	81
10,5 %	68	70	72	75	78
11 %	65	67	69	71	73

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
- 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
- Konkurence Fin-tech sektoru
- Nové regulační požadavky (MREL, regulace cen u přeshraničních plateb)
- Vyšší regulační 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, Jan Tománek
Fio banka, a.s.
Analytici
michal.krikava@fio.cz, jan.tomanek@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 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 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