

AKTUALIZUJEME CÍLOVÉ CENY A INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ PRO ERSTE GROUP, KOMERČNÍ BANKU I MONETU

19. 01. 2024; původní report v angličtině publikován 18. 01. 2024, 16:53

V reakci na představené hospodářské výsledky bank za 9M23 a současný tržní vývoj aktualizujeme naše cílové ceny a investiční doporučení pro akciové tituly námi pokrývaných bank. V rámci našeho sektorového reportu potvrzujeme nákupní doporučení pro akcie Erste Group s cílovou cenou 46 EUR (vs 37 EUR). Investiční doporučení „koupit“ ponecháváme v platnosti rovněž pro akcie Komerční banky a v návaznosti na naši aktualizovanou střednědobou projekci hospodaření a předpoklady ocenění zvyšujeme cílovou cenu z 866 Kč na 879 Kč. Vnitřní hodnotu akcií Monety vidíme na základě naší aktualizované střednědobé projekce ve výši 100 Kč (vs 85 Kč), přičemž vzhledem k očekávanému 4 % potenciálnímu kapitálovému zhodnocení na investičním horizontu 12M snižujeme investiční doporučení pro akcie z „akumulovat“ na „držet“.

Pohled zpětným zrcátkem ukazuje hladší cestu, než jsme očekávali

Všechny tři bankovní domy se za 9M23 prezentovaly silnějším výsledkem čistého zisku, než jsme na začátku uplynulého roku předpokládali. Vedle odolné nadprůměrné ziskovosti se výsledkové reporty bank vyznačují dalšími společnými znaky: I) Čistý úrokový výnos českých bank zůstává pod tlakem vyšších nákladů na financování, nicméně KB i Moneta vykázaly druhé čtvrtletí po sobě mezikvartální nárůst hlavní výnosové položky. II) U Erste je naopak čistý úrokový výnos (+20,2 % y/y) za mohutné podpory vyšších úrokových sazeb v eurozóně stěžejním zdrojem výrazného meziročního růstu čistého zisku (+40 % y/y). III) Rezistentní růst poplatkových výnosů bank (+22 % y/y u Monety) je tažen především pokračujícím silným prodejem investičních a pojistných produktů. IV) Na pozadí pokračující digitální transformace bank jsou na straně provozních nákladů (C/I 46,8 % /48,2 %/46,3 % pro Erste/KB/Moneta) tlumeny inflační tlaky řadou úsporných opatření (snižování počtu kamenných poboček / počtu zaměstnanců). V) Poměr úvěrů v selhání (NPL) přetrvává u všech tří bank na historicky nejnižších úrovních (Erste 2,0 %, KB 2,0 % a Moneta 1,3 %) a rizikové náklady u námi pokrývaných bank dosáhly za 9M23 mimořádně nízkých hodnot (Erste 8 bps, KOMB -16 bps, Moneta 9 bps). VI) České banky reportovaly za 9M23 nízké hodnoty efektivní daňové sazby (ČS 16,3 %, KB 17,7 %, Moneta 15,3 %) v důsledku jejich investic volné likvidity do českých vládních dluhopisů (od roku 2021 úrokový výnos osvobozen od zdanění). Daňová povinnost námi pokrývaných bank z titulu WFT bude za rok 2023 blízka 0. VII) Kapitálová pozice bank je silná (kapitálová přiměřenost 18,7 %/20,2 %/19,9 % pro Erste/KB/Moneta) a komfortní úrovně kapitálového poměru CET1 zůstávají opěrným pilířem pro a) záměry bank v oblasti úvěrové aktivity, b) nadstandardní distribuci kapitálu akcionářům a c) menší aktivity na poli M&A (dle veřejných zdrojů je Erste

jednou z bank, která se zajímá o akviziční příležitost v případě VeloBank (#10 v Polsku dle aktiv a nástupce problémy sužované Getin Noble Bank).

Navzdory silnému zhodnocení za 2023 banky nejsou drahé

Evropský bankovní sektor (reprezentovaný indexem STOXX Europe 600 Banks) doručil za uplynulý rok investorům silný celkový výnos (kapitálové zhodnocení + dividendy) ve výši 27,9 % (top 3 přispěvatelé: Santander Bank Polska +98 %, UniCredit +95 % a Bank Pekao +85%). Solidní finanční výkonnost námi pokrývaných bank v loňském roce se odráží i na celkovém výnosu jejich akcií za rok 2023 (Erste +30,6 %/ KB +20,3 %/ Moneta +35,7 %).

Navzdory skutečnosti, že Erste výrazným zhodnocením za rok 2023 překonala výkonnost evropského bankovního sektoru, akcie rakouské bankovní skupiny nejsou dle našeho názoru drahé. Erste se aktuálně obchoduje za 6.2násobek námi očekávaného zisku za rok 2024 a při 0,76násobku účetní hodnoty vlastního kapitálu. Dané valuační teritorium náleží spíše bankovním domům, jež nejsou dlouhodobě schopny vytvářet akcionářskou hodnotu (generovat návratnost vlastního kapitálu nad náklady vlastního kapitálu). S očekávanou návratností vlastního kapitálu (ROTE) nad úrovní 15 % to není příklad Erste. Domníváme se, že přecenění akcií Erste trhem by mělo být podpořeno právě stabilně vyšší generovanou rentabilitou banky ve střednědobém období v porovnání s reportovanými hodnotami v letech 2017-21.

Rovněž tržní ocenění akcií Komerční banky při P/E24 9,5x a P/BV24 1,1x dle našeho přesvědčení plně neodráží střednědobé ziskové vyhlídky banky (ROE ~ 14 %) a „defenzivní“ kvality KB (silná rozvaha v evropském bankovním měřítku vyjádřená kapitálovým poměrem CET1 při ~ 20 %, nízkým podílem úvěrů v selhání při 2 % a poměrem úvěrů vůči vkladům při 79 %).

Relativní ocenění a tržní srovnání

Společnost	P/E23	P/E24	P/BV23	P/BV24
ERSTE GROUP	5.6	6.2	0.84	0.76
KOMERČNÍ BANKA	8.8	9.5	1.11	1.08
MONETA MONEY BANK	9.5	9.6	1.51	1.46
RAIFFEISEN BANK	2.7	4.1	0.36	0.34
OTP BANK	4.6	5.3	1.09	0.95
PKO	8.2	7.4	1.31	1.23
PEKAO	6.2	7.2	1.30	1.23
SANTANDER BANK POLSKA	9.9	9.9	1.52	1.46
MBANK	8.8	6.6	1.62	1.40
BANK MILLENIUM	3.8	4.6	1.47	1.31
ALIOR BANK	4.8	5.7	1.02	0.88
BANCA TRANSILVANIA	7.0	7.6	1.75	1.51
NOVA LJUBLJANSKA BANKA	3.4	3.6	0.61	0.54

Source: Patria Finance, Bloomberg

Myslíme si, že stlačená valuace finančního sektoru v CEE odráží obavy tržních účastníků ohledně udržitelnosti současných zisků / návratnosti kapitálu vzhledem I) k očekávanému poklesu tržních úrokových sazeb a II) velmi nízkým (dlouhodobě neudržitelným) hodnotám rizikových nákladů, které v loňském roce výrazným dílem přispěly k odolné ziskovosti bank navzdory nijak

oslnivé hospodářské výkonnosti střeoevropských ekonomik a jejich hlavních obchodních partnerů.

ČNB započala proces uvolňování měnové politiky v prosinci 2023 snížením 2T repo sazby o 25 bps na 6,75 %. Ve světle probíhající dezinflace očekávají naši makroekonomové další snížení hlavní měnově-politické sazby na únorovém zasedání o 50bps, přičemž dle jejich výhledu by na konci roku 2024 měla 2T repo sazba dosáhnout 4 %. V případě ECB počítá naše prognóza s prvním snížením depozitní sazby o 25 bps v červnu, přičemž na konci roku by její hodnota měla dosáhnout 2,75 %. **V případě výhledu ziskovosti námi pokrývaných bank zaujímáme na základě dostupných informací konstruktivnější přístup.** Neočekáváme, že pokles úrokových sazeb by měl mít významnější negativní dopad na čistý úrokový výnos bank v letošním roce. Dle informací z konferenčních hovorů s vedením bank jsou rozvahy Erste i Monety (dle údajů za 3Q23 aktiva s pohyblivou sazbou ve výši 202 mld. Kč jsou kompenzována závazky ve výši 245 mld. Kč, u kterých může být sazba změněna v průběhu 3M) „pozicionovány“ na pokles českých úrokových sazeb. Dle zjednodušené citlivosti čistého úrokového výnosu na pohyb sazeb odhaduje Moneta, že paralelní pokles výnosové křivky o 100 bps by bance přinesl na roční bázi dodatečný výnos 0,44 mld. Kč. Management Komerční banky uvedl, že banka není vystavena riziku z pohybu tržních úrokových sazeb vzhledem k zajišťovací politice banky.

Naši střednědobou projekci čistého zisku bank pro období 2023-25E jsme v porovnání s předchozími odhady zvýšili zejména vlivem příznivějších hodnot rizikových nákladů. Reportované výsledky bank za 9M23 ukázaly, že nejhorší obavy z úvodu roku 2023 ohledně nárůstu úvěrových ztrát na pozadí energetické krize se nematerializovaly. Všechny tři banky v průběhu minulého roku přistoupily k pozitivní revizi výhledu nákladů na riziko (Erste pod 10bps, KOMB ~ 0bps a Moneta dolní hranice rozpětí 15-35 bps). Naše odhady jsme aktualizovali tak, aby příznivější výhledy bank reflektovaly. Pro rok 2024e předpokládáme, že banky budou nadále vykazovat rizikové náklady pod jejich normalizovanou úrovní napříč hospodářským cyklem, a to ze tří důvodů: 1) Banky zaujaly v minulosti obezřetnější přístup k tvorbě rezerv a opravných položek v návaznosti na nejistý makroekonomický výhled. Management overlays (Erste ~ 940 mil. EUR / Moneta ~ 916 mil. Kč ve 3Q23) poskytují „polštář“ pro případné budoucí zhoršení kvality úvěrů. 2) Nízká nezaměstnanost – hlavní prediktor vývoje kvality úvěrů a III) očekávaný pokles tržních úrokových sazeb by rovněž měly přispět k nízké míře úvěrových selhání.

Některá regulatorní opatření budou limitovat na horizontu naší projekce progresi ziskovosti

- I) S účinností od 5. října 2023 přestala ČNB úročit českým bankám povinné minimální rezervy (2 % primárních závazků), které byly do té doby úročeny 2T repo sazbou.** Vzhledem k tomu, že předmětná změna vstoupila v platnost ve 4Q23, bude v hospodářských číslech bank za rok 2023 patrná pouze část negativního dopadu. Většina se projeví v číslech letošního roku. Banky komunikovaly tržním účastníkům poměrně materiální dopad tohoto rozhodnutí (za předpokladu neměnné úrokové sazby) na své hospodářské výsledky (Erste 18 mil. EUR ve 4Q23 ~ 1,5 % PBT23e na roční bázi, KB 460 mil. Kč ve 4Q23 ~ 7 % PBT23e a Moneta 120 mil. Kč ve 4Q23 ~ 7 % PBT23e). Nicméně pokud vezmeme v úvahu očekávaný pokles

úrokových sazeb i pozorované iniciativy bank zmírnit dopad opatření prostřednictvím přecenění depozitních produktů, očekáváme, že výsledný dopad na hospodářská čísla bude nižší. U Erste je relativně menší dopad na finanční výsledky "vynahrazen" faktem, že ke stejnému rozhodnutí dospěla dříve i **ECB, která s účinností od 20. září 2023 rovněž přestala úročit povinné minimální rezervy držené u centrální banky**. Dopad tohoto rozhodnutí na čistý úrokový výnos odhaduje Erste (za předpokladu neměnné sazby) na 16 mil. EUR ve 4Q23.

- II) **Daň z nadměrných zisků (windfall tax) ani vyšší sazba daně z příjmu právnických osob pravděpodobně nepovedou k významnějšímu omezení ziskovosti bank.** S účinností od roku 2024 byla v České republice zvýšena daň z příjmu právnických osob z 19 % na 21 %. Daň z nadměrných zisků je platná od 1. ledna 2023 a měla by trvat do konce roku 2025. Za rok 2023 zaplatilo šest největších bank na dani z nadměrných zisků 0,7 mld. Kč (kontribuce Erste i Monety byla nulová) vs 33 mld. Kč dříve očekávaných vládou. KB zaplatila (jako zálohu) 0,4 mld. Kč, přičemž její skutečná daňová povinnost z titulu WFT bude za rok 2023 dle našich odhadů rovněž blízká 0. Za 9M23 vykázaly české banky nízkou efektivní daňovou sazbu (viz tabulka níže). Pozitivní daňový dopad odráží zejména výši úrokových výnosů ze státních dluhopisů, které jsou (od roku 2021) osvobozeny od zdanění. Předpokládáme, že efektivní daňová sazba bank zůstane ve střednědobém období pod sazbou daně z příjmu právnických osob v důsledku pokračujících investic volné likvidity bank do vládních dluhopisů.

Efektivní daňová sazba českých bank za 9M23

Company	9M23 PBT (bn CZK)	Income tax (bn CZK)	ETR
1. CESKA SPORITELNA (EBS)	17.49	2.84	16.3%
2. KOMERCNI BANKA	15.23	2.69	17.6%
3. CSOB	15.08	1.47	9.7%
4. UNICREDIT CZ & SK	9.70	1.49	15.3%
5. FIO BANKA	5.57	0.85	15.2%
6. RAIFFEISENBANK	5.03	1.07	21.2%
7. MONETA MONEY BANK	4.69	0.72	15.3%

Source: Patria Finance, company reports

- III) **Banky na Slovensku čelí od začátku roku 2024 dodatečné 30 % dani ze zisku.** Sazba dodatečného bankovního odvodu bude každý rok klesat o 5 procentních bodů, až v roce 2027 dosáhne 15 % sazby. Společně s běžnou korporátní daní by tak banky měly podléhat 45 % efektivní daňové sazbě (vs 22 % pro Slovenskou sporitelňu v 1H23). Na základě našich prvotních odhadů by dodatečná daň mohla mít negativní dopad na dceřinou společnost Erste ve výši přibližně 70-80 mil. EUR v roce 2024E.

ERSTE GROUP

Pro akcie Erste Group potvrzujeme naše nákupní doporučení a zvyšujeme cílovou cenu na 46 EUR (vs 37 EUR). Ve vztahu k současnému tržnímu ocenění představuje naše aktualizovaná cílová cena pro investiční horizont 12 měsíců potenciální kapitálové zhodnocení 20 %. Stabilní čistý úrokový výnos, rezistentní růst poplatkových výnosů, náklady pod kontrolou (2024-25e C/I ~ 50 %) a rizikové náklady pod jejich normalizovanou úrovní podporují v letech 2024-25e návratnost vlastního kapitálu (ROTE) při 15 %.

(EUR mn)	2022	2023E	2024E	2025E
Čistý úrokový výnos	5 951	7 302	7 425	7 536
Čistý výnos z poplatků	2 452	2 599	2 729	2 866
Zisk z finančních operací	-47	345	250	250
Ostatní výnosy	121	295	360	360
Celkové výnosy	8 571	10 566	10 764	11 011
Provozní náklady	-4 575	-5 013	-5 238	-5 500
Tvorba rezerv a opravných položek	-300	-206	-343	-669
Daň z příjmu	-556	-924	-1 007	-943
Čistý zisk	2 054	2 966	2 681	2 452
Zisk na akcii (Kč)	4.8	7.0	6.3	5.8
Dividenda (Kč)	1.9	2.7	2.8	2.6

- ♦ **Erste za 9M23 demonstrovala silnou výkonnost na úrovni čistého úrokového výnosu (+20,2 % y/y).** Banka v průběhu roku zvýšila výhled pro čistý úrokový výnos za 2023, který nově počítá s meziročním růstem o více než 20 %. Silná dynamika hlavní výnosové položky byla v uplynulém roce podpořena vyššími sazbami v eurozóně, nízkou depozitní betou (Rakousko, Slovensko) i slušným růstem úvěrového portfolia (+5 % y/y). Vzhledem k tomu, že **čistá úroková marže zřejmě dosáhla ve 3Q23 svého vrcholu (2,5 %)**, pokračující růst objemu úvěrů o střední jednotky procent v roce 2024 by měl být hlavním opěrným pilířem meziročně stabilního čistého úrokového výnosu.
- ♦ **Růst celkových výnosů banky v letech 2024-25e by měl být tažen zejména výnosy z poplatků,** ve kterých banka vidí klíčovou příležitost pro dlouhodobý strukturální růst. Hlavní růstovou kategorií poplatkových výnosů banky zůstanou pravděpodobně poplatky ze služeb asset managementu.
- ♦ **Výhled Erste pro rok 2024 při návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) 15 % (implikuje čistý zisk min. 2,6 mld. EUR) považujeme za povzbudivý** vzhledem k tradičním konzervativním předpokladům banky a řízení tržních očekávání. Naše aktualizovaná projekce čistého zisku banky za rok 2024e (2,68 mld. EUR) je 7 % nad tržním konsensem dle dat agentury Bloomberg. Náš optimističtější pohled je dán nižšími očekávanými rizikovými náklady (15 bps dle PATRI Ae), jejichž přetrvávající nízké hodnoty by měly být mj. podpořeny avizovaným částečným rozpuštěním management overlays (940 mil. EUR ve 3Q23) v odhadované výši 250 mil. EUR. Přestože za letošní rok očekáváme pokles čistého zisku z historicky rekordních úrovní loňského roku (2,97 mld. EUR PATRI Ae), rentabilita vlastního kapitálu by měla dosáhnout cílovaných hodnot.
- ♦ **Odolná ziskovost banky na horizontu naší projekce podporuje atraktivní distribuci kapitálu akcionářům.** Přestože management zvýšil cílový kapitálový

poměr CET1 na 14 % v návaznosti na vyšší kapitálové požadavky, kapitálová pozice Erste zůstává komfortní (CET1 15 % ve 3Q23). Erste by navíc dle našich odhadů měla vygenerovat v letech 2024-25e cca 200 bps kapitálu před rozdělením (čistý zisk po AT1 / rizikově vážená aktiva). Z rekordního hospodářského výsledku roku 2023 Erste již avizovala plánovanou výplatu dividendy ve výši 2,7 EUR na akcii, která je doplněna finišujícím zpětným odkupem akcií ve výši 300 mil. EUR. **V letech 2024-25e počítáme s dividendovým výplatním poměrem ve výši 45 % doplněným dalšími koly zpětného odkupu akcií** vzhledem k modelovaným hodnotám kapitálového poměru CET1 nad 14 %. Celkový odhadovaný výnos z distribuce kapitálu akcionářům by měl v letech 2024-25e dosáhnout 8,5 – 9 % (z toho dividendový výnos cca 7 %) ve vztahu k současné tržní ceně.

- ♦ **Valuace:** Erste se aktuálně obchoduje za 6,2násobek námi očekávaného zisku za rok 2024 a při 0,76násobku hodnoty vlastního kapitálu. Při odhadované návratnosti vlastního kapitálu (ROTE) na úrovni 15 % v roce 2024 považujeme na současných úrovních rizikově výnosový profil akcií stále za atraktivní.

KOMERČNÍ BANKA

Na seznamu našich nákupních doporučení zůstává i Komerční banka s aktualizovanou cílovou cenou 879 Kč (vs 866 Kč). Vůči současnému tržnímu ocenění nabízí náš aktualizovaný odhad vnitřní hodnoty akcií potenciální kapitálové zhodnocení ve výši 17 %. Akcie KB by navíc měly být podpořeny námi odhadovaným kumulativním dividendovým výnosem ~ 22 % za období 2023-25e.

(CZK mn)	2022	2023E	2024E	2025E
Čistý úrokový výnos	28 632	25 750	26 729	28 049
Čistý výnos z poplatků	6 121	6 427	6 781	7 086
Zisk z finančních operací	3 666	3 860	3 700	3 700
Ostatní výnosy	213	220	220	220
Celkové výnosy	38 632	36 258	37 430	39 055
Provozní náklady	-16 014	-17 295	-17 641	-17 906
Tvorba rezerv a opravných položek	-1 181	687	-1 508	-1 754
Daň z příjmu	-3 998	-3 514	-3 327	-4 138
Čistý zisk	17 556	16 200	14 912	15 319
Zisk na akcii (Kč)	93	86	79	81
Dividenda (Kč)	60	60	51	53

- ♦ **Akcie Komerční banky v uplynulém roce zaostaly svou výkonností za vývojem evropského bankovního sektoru (kapitálové zhodnocení +10,6 % vs +23,5 % SX7E).** Domníváme se, že to odráží slabší dynamiku celkových výnosů banky za 9M23 (-6,9 % y/y) zejména v důsledku vyšších nákladů na financování. Čistý úrokový výnos KB by za celý rok 2023 měl dle aktualizovaného výhledu meziročně klesnout o cca 10 %.
- ♦ **Od letošního roku si navzdory některým regulatorním i tržním protivětrům slibujeme oživení čistého úrokového výnosu KB.** Zejména vyšší růst objemu úvěrů v porovnání s minulým rokem by měl podpořit naše aktualizované odhady čistého úrokového výnosu ve výši 26,7 mld. Kč v roce 2024e a 28,0 mld. Kč v roce 2025e. Komerční banka v rámci konferenčního hovoru k výsledkům za 3Q23 představila svou ambici překonat v roce 2024 růst trhu v oblasti retailových úvěrů i vkladů. V rámci našich předpokladů očekáváme za rok 2024 pro český bankovní sektor růst úvěrů o střední jednotky procent.
- ♦ **Naše aktualizované odhady čistého zisku KB za období 2024-25e doznaly jen dílčích změn.** Vyšší odhadované výnosy z poplatků a nižší rizikové náklady vůči předchozí projekci vedly ke zvýšení našich odhadů čistého zisku v průměru o 3 %. Vůči konsensuálním odhadům dle dat agentury Bloomberg jsou naše odhady čistého zisku pro období 2024-25e postaveny o 4-5 % výše. Hlavním faktorem našich optimističtějších předpokladů jsou nižší odhadované rizikové náklady (18-20 bps), které by měly setrvat pod 30 bps, jež představují jejich normalizovanou úroveň napříč hospodářským cyklem. **Vůči finančním cílům střednědobé strategie KB s návratností vlastního kapitálu (ROE) 15 % v roce 2025 (vs 13,5 % za 9M23) a poměrem C/I na úrovni 40 % (48,2 % za 9M23) zůstávají naše předpoklady více konzervativní.**

- ♦ **Vzhledem k silné kapitálové pozici banky zůstává dividendový potenciál KB základním stavebním kamenem investice do akcií.** Ve vztahu k minimálním kapitálovým požadavkům (~17,1 % od ledna 2024) je kapitálová vybavenost banky nadstandardní (CAR 20,2 % / CET1 19,6 % ve 3Q23). Dividendová politika banky počítá s výplatním poměrem 65 % čistého zisku a stejný výplatní poměr komunikovala banka tržním účastníkům i za rok 2023. Ve vztahu k naším odhadům hospodaření banky (EPS 86 Kč) by to znamenalo dividendu ve výši 55 – 56 Kč na akcii. **Sázíme však na to, že nezanedbatelný kapitálový polštář banky povede management KB k rozhodnutí vyplatit minimálně za rok 2023 větší podíl ze zisku akcionářům (než dosud zamýšlených 65 %).** Námi očekávaných 70 % výplatního poměru ze zisku 2023 s dividendou 60 Kč na akcii považujeme stále za spíše konzervativní předpoklad.
- ♦ **Valuace:** Tržní ocenění Komerční banky při P/E24 9,5x a P/BV24 1,1x dle našeho přesvědčení plně neodráží střednědobé ziskové vyhlídky banky (ROE ~ 14 %).

MONETA MONEY BANK

Pro akcie Monety zvyšujeme naši cílovou cenu na 100 Kč z původních 85 Kč, přičemž vzhledem k potenciálnímu kapitálovému zhodnocení 5 % snižujeme naše investiční doporučení na "držet". Na finanční výkonnost banky pohlížíme stále pozitivně. Generovanou návratností kapitálu (19,1 % ROTE za 9M23) dosahuje Moneta dlouhodobě jedné z nejvyšších hodnot v rámci evropského bankovního měřítka. Prémiové ocenění banky (P/BV24 1,5x) trhem však z našeho pohledu již ve velké míře odráží solidní finanční výkonnost Monety, její komfortní kapitálovou pozici i vyhlídku štědrých dividend.

(mil.Kč)	2022	2023e	2024e	2025e
Čistý úrokový výnos	9 311	8 596	8 898	9 385
Čistý výnos z poplatků	2 298	2 661	2 847	2 961
Zisk z finančních operací	357	820	800	800
Ostatní výnosy	146	50	150	110
Celkové výnosy	12 116	12 127	12 695	13 256
Provozní náklady	-5 594	-5 650	-5 821	-5 871
Tvorba rezerv a opravných položek	-262	-352	-794	-927
Daň z příjmu	-1 245	-980	-1 003	-1 066
Čistý zisk	5 187	5 145	5 077	5 393
Zisk na akcii (Kč)	10.2	10.0	9.9	10.6
Dividenda (Kč)	8.0	8.1	7.9	8.4

- ♦ **V porovnání s krátkodobým ziskovým cílem banky (5,0 mld. Kč) očekáváme za rok 2023 mírně lepší výsledek.** Náš odhad čistého zisku v roce 2023e (5,2 mld. Kč; -0,8 % r/r) je o 3 % vyšší než cíl společnosti. Silný růst poplatkových výnosů (+22 % y/y), tradiční nákladová disciplína banky (CIR 46 %) a nízké rizikové náklady (9bps) jsou hlavními faktory solidní finanční výkonnosti Monety za 9M23.
- ♦ **Na základě výrazně lepšího výsledku poplatkových výnosů za 9M23 vůči naší předchozí projekci jsme zvýšili naše odhady pro výnosy z poplatků na období 2023-24e.** Pokračující růst poplatkových výnosů by společně s obnoveným růstem čistého úrokového výnosu měl vést v letošním roce k 5 % růstu celkových výnosů na 12,7 mld. V současné době tvoří neúrokové výnosy cca 21 % výnosů a očekáváme, že výnosy z poplatků a provizí v roce 2024 vzrostou o 7 % zejména díky distribuci produktů třetích stran (podílové fondy a pojistné produkty).
- ♦ **Naše aktualizovaná střednědobá projekce hospodaření Monety pro období 2024-25e je optimističtější v porovnání se ziskovým výhledem banky (4,8-5,0 mld. Kč)** navzdory tomu, že stanovený cíl pro celkové výnosy ve výši min. 12,8 mld. v roce 2024 bude pro Monetu obtížné naplnit vzhledem ke zrušení úročení povinných minimálních rezerv. To i avizoval management v průběhu konferenčního hovoru k výsledkům za 3Q23. Na druhou stranu "polštář" managementu pro naplnění / překonání ziskových střednědobých cílů banky vidíme v konzervativních předpokladech rizikových nákladů (30 – 50 bps ve 2024e), které očekáváme nižší i vzhledem k pravděpodobnému pokračujícímu prodeji portfolia úvěrových pohledávek v selhání (jednorázový zisk před zdaněním 220 mil. Kč v roce 2023).
- ♦ **Vyhlídka štědré dividendy poskytuje akciím Monety podporu.** Moneta zůstává komfortně kapitalizovaná (CET1/CAR 15,5 %/19,9 % ve 3Q23) vůči

kapitálovým požadavkům na konsolidované úrovni (14,8 % od ledna 2024). Dividendová politika banky počítá s minimálním výplatním poměrem 80 % čistého zisku. **Na základě našich aktualizovaných odhadů čistého zisku banky to implikuje průměrný dividendový výnos 8 % za období 2023-24e.**

- ♦ **Valuace:** Akcie Monety se aktuálně obchodují při 9,6násobku námi očekávaného zisku za 2024e a 1,5násobku hodnoty vlastního kapitálu. **Prémiová valuace z našeho pohledu férově odráží dlouhodobě nadprůměrnou ziskovost Monety. Stále z našeho pohledu platí, že vyhlídka nadprůměrného dividendového výnosu a potenciálního převzetí banky strategickým investorem představují na současných cenách dobrý motiv, proč zůstat zainvestovaný v akcích Monety.** Nicméně příznivější rizikově výnosový profil vidíme u akcií Erste a Komerční banky.

Michal Křikava, akciový analytik Patria Finance

Disclaimer

Informace o společnostech jsou k nahlédnutí na našich webových stránkách <http://www.patria.cz/stocks/research/recommendation.html>

Patria Finance
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 111
regulovaná ČNB

Patria – institucionální
klienti
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 151
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 109
regulovaná ČNB

Patria - Research
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 128
regulovaná ČNB

Tento dokument, investiční doporučení a jiné ekonomické či investiční analýzy (dále jen „analýzy“) byl připraven analytickým oddělením společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Část oddělení vypracovávající investiční doporučení zahrnuje analytiky: Michal Kříkava, Cuong Manh Le. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby než analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Metoda oceňování:

Při přípravě analýz používá Patria všeobecně uznávané metody oceňování, zejména: (i) diskontování budoucího volného cash-flow (Discounted Cash Flow valuation, DCF), (ii) diskontování budoucích dividend (Dividend Discount Model, DDM), (iii) porovnání ve skupině srovnatelných společností (Market-Based Valuation, MBV) a (iv) screeningový systém. Méně často jsou pak využívány některé další metody stanovení férového ocenění, resp. cílové ceny, jako například Residual Income Valuation.

DCF a DDM: výhodou těchto metod je, že jsou propočítány budoucí finanční výsledky, jejich nevýhodou však je, že prognóza budoucích finančních výsledků je ovlivněna vlastním úsudkem analytika.

Porovnání ve skupině srovnatelných společností: je více nezávislé na úsudku analytika, ale je obvykle založeno na současných finančních výsledcích, které se mohou od výsledků budoucích lišit.

Screeningový systém: je založen na dvou dimenzích – (i) ohodnocení potenciálního růstu a (ii) identifikaci atraktivní hodnoty akcií. Podle výsledků screeningu se tak jednotlivé sektory a tituly dají seřadit ve dvojrozměrném prostoru, což umožňuje posoudit jejich relativní atraktivnost.

Patria Finance používá pouze své proprietární modely, jejichž popis je součástí textu analýzy.

Datum a čas uvedené komunikace jsou shodné s datem a časem dokončení a vytvoření investičního doporučení a datem a časem prvního zveřejnění. Doporučení je vytvořeno v datu a čase zveřejnění, a pokud není uvedeno jinak, vztahuje se pouze k časovému období následujícímu bezprostředně po zveřejnění. Patria Finance neaktualizuje doporučení v žádný předem stanovený čas ani v předem stanovené frekvenci. Patria Finance bude provádět aktualizace doporučení pokrývaných firm na základě specifického vývoje dané společnosti, oznámení, tržních podmínek či jakýchkoli dalších veřejně dostupných informací.

Investiční doporučení Definice

KOUPIT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) 15 % a více během období 12 měsíců
AKUMULOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi 0 % a 15 % během období 12 měsíců
DRŽET	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -5 % a 5 % během období 12 měsíců
REDUKOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -15 % a 0 % během období 12 měsíců
PRODAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) -15 % a níže během období 12 měsíců

Vzhledem k vnějším faktorům a v mimořádných situacích může Patria Finance použít i doporučení jako: AKCEPTOVAT NABÍDKU, V REVIZI, POZASTAVENO apod.

Konflikt zájmů:

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria Finance nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do konfliktu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz. Taková situace se zatím nevyskytla.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, tak Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční tipy analytiků Patria Finance. Doporučení makléřů Patria Finance či jiných jejich zaměstnanců ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Přestože tento dokument a analýzy byly vytvořeny v souladu s pravidly k zamezení střetu zájmů, propojené osoby a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou realizovat investiční rozhodnutí, která jsou nekonsistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v těchto analýzách. Investoři by proto měli tuto konkrétní analýzu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování.

Patria Finance analytikům vnitřními pravidly zakazuje provádět osobní obchody s investičními nástroji, které spadají do působení daného analytika, tj. s nástroji, ke kterým daný analytik vytváří analýzu investiční příležitosti. Analytici mají dále zakázáno ve vztahu k těmto investičním nástrojům poskytovat investiční služby, kromě služby investičního doporučení. Analytici nepřijímají pobídky od těch, subjektů, které mají zájem na předmětu investičního výzkumu. Bližší informace o omezení střetu zájmů jsou uvedeny na internetové stránce www.patria-direct.cz v sekci "Dokumenty", v dokumentu nazvaném „Opatření k omezení střetu zájmů“.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnost ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovnictví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejně nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost

EBS, KOMB, MONET

Střet zájmů

1, 2

Patria Finance, a.s.

Výmolova 353/3, 150 27 Praha 5, IČ 26455064
zapsaná v obchodním rejstříku odd. B, vložka 7215
vedeném Městským soudem v Praze

PATRIA
FINANCE

Investiční	% z pokrývaných za 12 měsíců	% z pokrývaných se vztahem v investičním bankovníctví za 12 měsíců
KOUPIT	60,0%	0,00%
AKUMULOVAT	0,0%	0,00%
DRŽET	20,0%	0,00%
REDUKOVAT	0,0%	0,00%
PRODAT	20,0%	0,00%

Část analytického týmu vytvářející investiční doporučení je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Historie doporučení:

Financials	
Erste Bank	17.1.24 (Buy; EUR 46), 2.9.22 (Buy; EUR 37), 6.9.21 (Buy; EUR 41), 26.8.20 (Buy; EUR 26), 2.4.20 (Under review), 17.10.17 (Accum; EUR 39), 14.3.16 (Accum; EUR 26.5), 21.9.15 (Buy; EUR 30), 30.4.15 (Buy; EUR 28), 26.1.15 (Buy; EUR 24)
Komerční Banka	17.1.24 (Buy, 879), 2.9.22 (Buy, CZK 866), 6.9.21 (Buy, CZK 934), 24.5.21 (Buy, CZK 833), 3.6.20 (Buy, CZK 715), 2.4.20 (Under review), 30.4.19 (Accum, CZK 990), 28.6.18 (Accum, CZK 980), 8.11.16 (Reduce, CZK 820), 3.11.16 (Under review), 14.3.16 (Buy; CZK 1 140*), 23.11.15 (Buy, CZK 1 170*), 30.4.15 (Hold; CZK 1 120*)
Moneta	17.1.24 (Buy, CZK 100), 2.9.22 (Accum, CZK 85), 6.9.21 (Hold, CZK 92), 4.6.20 (Buy, CZK 72), 2.4.20 (Under review), 22.11.19 (Buy, CZK 86), 25.3.19 (Buy, CZK 83), 2.5.18 (Buy, CZK 86.8), 6.5.16 (Buy, CZK 83)
OTP Bank Nyrt.	2.4.20 (Under review), 8.1.20 (Akum, HUF 15,500), 26.6.19 (Akum, HUF 12,501)
* zohledněn split 1:5 (přepočítáno)	
Utilities	
CEZ	29.3.22 (Buy; CZK 1317), 23.2.21 (Under review), 8.4.20 (Buy; CZK 545), 12.7.18 (Reduce; CZK 526), 17.3.17 (Reduce; CZK 395), 15.10.15 (Accum; CZK 555), 10.4.14 (Hold; CZK 625), 23.3.14 (Hold; CZK 600), 12.2.14 (Hold; CZK 600)
Consumer Staples	
Philip Morris	30.9.20 (Under review), 8.10.19 (Accum; CZK 15 200), 13.10.15 (Hold; CZK 11 850), 17.2.15 (Hold; CZK 11 000), 17.10.14 (Buy; CZK 11 000), 19.9.14 (Accum; CZK 11 000), 18.10.23 (Sell; CZK 329); 30.6.23 (Reduce; CZK 362); 5.6.23 (Reduce; CZK 393); 10.10.22 (Sell; CZK 597); 19.5.22 (Sell; CZK 677); 11.11.21 (Sell; CZK 968); 30.3.21 (Sell; CZK 804)
Pilulka	

Informace společnosti lze konzultovat na: <http://www.patria.cz/stocks/research/recommendation.html>

Odměna analytiků:

Analytici jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných analýzách.

Autor analýzy, která je vám komunikována, prohlašuje, že na svém účtu nevlastní finanční instrument, jenž je předmětem analýzy.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoliv finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.

Patria bude poskytovat pravidelné aktualizace o společnostech/odvětvích na základě konkrétního vývoje nebo oznámení společnosti, tržních podmínek nebo jakýchkoli jiných veřejně dostupných informací.

Patria Finance, a.s.

Výmolova 353/3, 150 27 Praha 5, IČ 26455064
zapsaná v obchodním rejstříku odd. B, vložka 7215
vedeném Městským soudem v Praze

