VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2017 **Tomáš Potůček**

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

Studijní obor: Finance a oceňování podniku

Ocenění MONETA Money Bank, a.s.

Autor diplomové práce: Bc. Tomáš Potůček

Vedoucí diplomové práce: doc. JUDr. Ing. Milan Hrdý, Ph.D.

Rok obhajoby: 2017

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma Ocenění MONETA Money Bank, a.s. vypracoval samostatně. Veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v příloze.

V Praze dne 28. 8. 2017 .....……

Podpis

Poděkování:

Rád bych na tomto místě poděkoval vedoucímu mé diplomové práce doc. JUDr. Ing. Milanovi Hrdému, Ph.D. za odborné rady, vedení, ochotu a vstřícnost, které mi pomohly při tvorbě této práce.

Obsah

Úvod ... 3
1 Metodika ... 4
1.1 Finanční analýza ... 4
1.1.1 Analýza finančních ukazatelů ... 4
1.2 Ocenění ... 10
1.2.1 Primární metoda ocenění ... 10
1.2.2 Sekundární metoda ocenění ... 13
2 Praktická část ... 15
2.1 Předmět ocenění ... 15
2.1.1 Historie banky ... 15
2.2 Strategická analýza ... 16
2.2.1 Regulace a dohled ... 16
2.2.2 Charakteristika trhu ... 18
2.2.3 Pozice Monety dle velikosti a zaměření ... 22
2.2.4 Pozice Monety dle skupin produktů a klientů ... 26
2.2.5 Prognóza vývoje trhu na základě strategické analýzy ... 31
2.2.6 Prognóza tržního podílu a poskytnutých úvěrů MMB na základě strategické analýzy 32
2.3 Finanční analýza ... 33
2.3.1 Analýza vrcholových ukazatelů ... 33
2.3.2 Analýza výsledovky ... 34
2.3.3 Analýza aktiv ... 37
2.3.4 Analýza závazků ... 42
2.3.5 Analýza vlastního kapitálu ... 45
2.3.6 Podrozvahové položky ... 46
2.4 Finanční plán ... 47
2.4.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty ... 47

2.4.2 Plán rozvahy 51
2.4.3 Finanční analýza plánu 56
2.5 Ocenění 57
2.5.1 DCF model 57
2.5.2 Metoda tržního porovnání 61
2.5.3 Porovnání výsledků 62
Závěr 66
Seznam tabulek 67
Seznam grafů 68
Seznam použité literatury 69
Elektronické zdroje 70
Přílohy 73

Úvod

Období po finanční krizi v roce 2008 bývá někdy označováno jako ztracená dekáda. Jednalo se o období vleklé stagnace, zvýšené nezaměstnanosti a nejistoty ve vyspělém světě. Ceny akcií a nemovitostí dramaticky poklesly, státy se začaly významně zadlužovat a některé z nich dokonce bankrotovat. Centrální banky, zejména FED a ECB, bojovaly s propadem poptávky a nulovou inflací nákupy státních dluhopisů a dalších finančních aktiv, čímž způsobily bezprecedentní pokles úrokových sazeb v rozvinutých zemích k nulovým až záporným hodnotám a zároveň s tím významný nárůst cen dluhopisů a akcií.

V České republice byl vývoj v tomto období o něco klidnější než v jiných zemích. Česká národní banka nemusela přistupovat ke stanovování záporných úrokových sazeb a kromě neočekávaných měnových intervencí České národní banky v roce 2013 zde panoval na finančním trhu větší klid. Tento klid byl patrný také na akciovém trhu, jehož aktivita ani cenová úroveň dosud nedosáhly hodnot z roku 2007. Pokles aktivity na zdejším trhu se projevil mimo jiné ve velmi nízkém počtu prvotních úpisů akcií na zdejší burze a poklesu hodnoty prováděných emisí.

Trend téměř žádných či malých emisí byl zlomen v roce 2016, kdy se pro vstup na trh prostřednictvím primární emise definitivně rozhodla MONETA Money Bank, a.s (Banka). IPO této banky proběhlo v květnu roku 2016 na Burze cenných papírů Praha pod vedením investiční banky J. P. Morgan. Úpis Monety se stal největší emisí na pražské burze za posledních osm let a zároveň osmým největším evropským IPO v roce 2016. Jelikož tato emise upoutala mnoho pozornosti v ČR i ve světě, rozhodl jsem se pro analýzu finančního zdraví a vyhlídek společnosti MONETA Money Bank, a.s. spolu s oceněním akcií tohoto nového titulu na pražské burze.

Práce bude rozdělena do dvou hlavních částí. V první části bude představena metodika, kterou budu v průběhu práce používat. Druhá část se bude věnovat finanční a strategické analýze oceňované společnosti, sestavení finančního plánu a finálnímu ocenění. Na závěr budou shrnuty nejvýznamnější poznatky a závěry vyplývající z provedené analýzy hospodaření a ocenění akcií MONETA Money Bank, a.s.

1 Metodika

V následující kapitole budou představeny metody, pomocí kterých bude provedeno srovnání a analýza bank působících na českém trhu. Dále zde budou uvedeny předpoklady a postup použitých oceňovacích metod.

Pro účely této práce budou využita veřejně dostupná data a informace uvedené ve výročních zprávách zkoumaných společností s primárním zaměřením na období mezi lety 2013 a 2016.

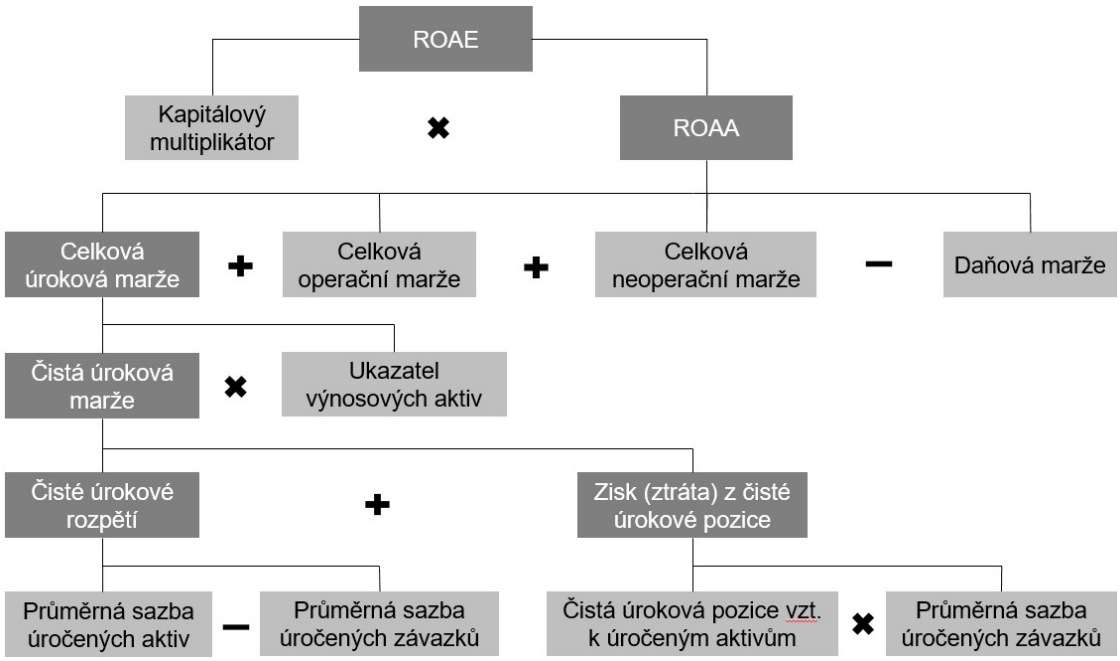
1.1 Finanční analýza

Východiskem pro finanční analýzu budou konsolidované účetní závěrky bank za roky 2013 až 2016 sestavené v souladu s IFRS/IAS. Delší časové období není k dispozici díky přechodu Monety na IFRS v roce 2015. V analýze budou vyhodnoceny mezinárodně používané finanční ukazatele, načež budou zkoumány příčiny zjištěného vývoje.

1.1.1 Analýza finančních ukazatelů

Postup, který jsem zvolil pro provedení rozkladu ukazatelů rentability, lze graficky vyjádřit schématem uvedeným níže. Tento postup odpovídá metodice použité v mé bakalářské práci na toto téma (Potůček, 2015).

Graf 1: Rozklad ukazatele ROE



Zdroj: Ziegler (2006, s. 8)

Rentabilita průměrného vlastního kapitálu

Prvním sledovaným ukazatelem bude ukazatel rentability průměrného vlastního kapitálu, který podává informaci o míře zhodnocení vlastního kapitálu společnosti a je významným kritériem pro vlastníky obchodních podílů na společnosti. Ukazatel bude počítán z průměrné výše vlastního kapitálu v účetním období dle následujícího vzorce:

$$ROAE_t = \frac{2 \times VH_t}{VK_t + VK_{t-1}}$$

přičemž $ROAE_t = rentabilita\ průměrného\ vlastního\ kapitálu\ v\ roce\ t,$

$VH_t = výsledek\ hospodaření\ po\ zdanění\ v\ roce\ t,$

$VK_t = vlastní\ kapitál\ ke\ konci\ roku\ t.$

Kapitálový multiplikátor

Kapitálový multiplikátor porovnává výši celkových aktiv s výší vlastního kapitálu, čímž nás informuje o množství aktiv krytých jednotkou vlastního kapitálu. Ve své podstatě tento ukazatel odpovídá ukazateli finanční páky, používanému u nefinančních podniků, zde bude navíc výpočet vycházet z průměrných hodnot aktiv a vlastního kapitálu.

$$KM_t = \frac{A_t + A_{t-1}}{VK_t + VK_{t-1}}$$

přičemž $KM_t = kapitálový\ multiplikátor\ v\ roce\ t,$

$A_t = výše\ celkových\ aktiv\ ke\ konci\ roku\ t.$

Rentabilita aktiv

Ukazatel rentability aktiv podává informaci o tom, jaká je průměrná výše zisku generovaná jednotkou aktiv, a to bez ohledu na jejich financování (Hrdý, 2002, s. 40).

$$ROA_t = \frac{2 \times VH_t}{A_t + A_{t-1}}$$

přičemž $ROA_t = rentabilita\ aktiv\ v\ roce\ t,$

$VH_t = výsledek\ hospodaření\ po\ zdanění\ v\ roce\ t.$

Celková úroková marže

Celková úroková marže představuje rozdíl mezi úrokovými výnosy a úrokovými náklady vztažený k průměrné výši celkových aktiv.

$$C\acute{U}M_t = \frac{2 \times (\acute{U}V_t - \acute{U}N_t)}{A_t + A_{t-1}}$$

přičemž $C\acute{U}M_t =$ *celková úroková marže v roce t*,

$\acute{U}V_t =$ *úrokové výnosy v roce t*,

$\acute{U}N_t =$ *úrokové náklady v roce t*.

Celková operační marže

Celková operační marže je ukazatelem vyjadřujícím především efektivitu krytí placených poplatků a dalších administrativních nákladů inkasovanými poplatky.

$$COM_t = \frac{2 \times (OV_t - ON_t)}{A_t + A_{t-1}}$$

přičemž $COM_t =$ *celková operační marže v roce t*,

$OV_t =$ *operační výnosy v roce t*,

$ON_t =$ *operační náklady v roce t*.

Operačními výnosy se rozumí položka výkazu zisku a ztráty *výnosy z poplatků a provizí*, operačními náklady pak položka *náklady na poplatky a provize*.

Celková neoperační marže

Celková neoperační marže udává efektivnost ostatních neoperačních výnosů.

$$CNM_t = \frac{2 \times (NV_t - NN_t)}{A_t + A_{t-1}}$$

přičemž $CNM_t =$ *celková neoperační marže v roce t*,

$NV_t =$ *neoperační výnosy v roce t*,

$NN_t =$ *neoperační náklady v roce t*.

Do neoperačních výnosů a nákladů jsou zahrnuty všechny položky nákladů a výnosů, které nebyly součástí výpočtu celkové úrokové marže a celkové operační marže, tedy například výnosy z dividend, osobní náklady, odpisy, či tvorba opravných položek a rezerv.

Daňová marže

Daňová marže souvisí se schopností banky optimalizovat svoji daňovou povinnost a počítá se jako podíl daně z příjmů za období a průměrné výše aktiv v tomto období.

$$DM_t = \frac{2 \times DP_t}{A_t + A_{t-1}}$$

přičemž $DM_t = daňová\ marže\ v\ roce\ t,$

$DP_t = daň\ z\ příjmů\ v\ roce\ t.$

Čistá úroková marže

Čistá úroková marže je ukazatelem, který vztahuje čisté úrokové výnosy banky k průměrným úročeným aktivům.

$$\text{ČÚ}M_t = \frac{2 \times (\text{ÚV}_t - \text{ÚN}_t)}{\text{ÚA}_t + \text{ÚA}_{t-1}}$$

přičemž $\text{ČÚ}M_t = čistá\ úroková\ marže\ v\ roce\ t,$

$\text{ÚA}_t = výše\ úročených\ aktiv\ ke\ konci\ roku\ t.$

Pod pod pojmem úročená aktiva rozumíme všechna aktiva vyjma pokladní hotovosti, hmotného a nehmotného majetku, finančních derivátů a položky ostatních aktiv.

Ukazatel výnosových aktiv

Ukazatel výnosových aktiv nás přímo informuje o podílu úročených aktiv na celkových aktivech banky.

$$UVA_t = \frac{\text{ÚA}_t + \text{ÚA}_{t-1}}{A_t + A_{t-1}}$$

přičemž $UVA_t = ukazatel\ výnosových\ aktiv\ v\ roce\ t.$

Čisté úrokové rozpětí

Čisté úrokové rozpětí představuje rozdíl průměrné sazby úročených aktiv a průměrné sazby úročených závazků, jejichž výpočet bude definován dále.

Průměrná sazba úročených aktiv

Průměrná sazba úročených aktiv bude spočtena dle následujícího vzorce:

$$S\acute{U}A_t = \frac{2 \times \acute{U}V_t}{\acute{U}A_t + \acute{U}A_{t-1}}$$

přičemž $S\acute{U}A_t = průměrná\ sazba\ úročených\ aktiv\ v\ roce\ t.$

Průměrná sazba úročených závazků

Výpočet průměrné sazby úročených závazků bude vypadat takto:

$$S\acute{U}P_t = \frac{2 \times \acute{U}N_t}{\acute{U}Z_t + \acute{U}Z_{t-1}}$$

přičemž $S\acute{U}Z_t = průměrná\ sazba\ úročených\ závazků\ v\ roce\ t,$

$\acute{U}Z_t = výše\ úročených\ závazků\ ke\ konci\ roku\ t.$

Pod úročenými závazky budou chápány veškeré závazky vyjma finančních derivátů se zápornou reálnou hodnotou, rezerv, splatné a odložené daně a ostatních závazků.

Zisky (ztráty) z čisté úrokové pozice

Ukazatel zisků (ztrát) z čisté úrokové pozice je součinem čisté úrokové pozice vztažené k úročeným aktivům a průměrné sazby úročených závazků. Informuje o vlivu odlišné velikosti úročených aktiv a závazků banky.

Čistá úroková pozice vztažená k úročeným aktivům

Tento ukazatel vypovídá o tom, zda má banka v rozvaze více úročených aktiv než pasiv. Výpočet na bázi průměrných hodnot lze znázornit následujícím vzorcem:

$$\check{C}\acute{U}P_t = \frac{(\acute{U}A_t + \acute{U}A_{t-1}) - (\acute{U}Z_t + \acute{U}Z_{t-1})}{2 \times (\acute{U}A_t + \acute{U}A_{t-1})}$$

přičemž $\text{ČÚ}P_t = \text{čistá úroková pozice vztažená k úr. aktivům v roce } t.$

Pomocí všech dosud definovaných ukazatelů bude v praktické části proveden rozklad ukazatelů rentability, jak byl znázorněn v *Grafu 1*.

Kmenový kapitál Tier 1 (CET1)

Common equity Tier 1 představuje regulatorní kapitál, který se skládá ze splaceného základního kapitálu, emisního ážia, nerozděleného zisku, rezervních fondů a rezerv na všeobecná bankovní rizika. Pro výpočet je nutné dále odečíst neuhrazené ztráty minulých let, některé odložené daňové pohledávky, některý dlouhodobý nehmotný majetek a hodnotu vlastních akcií držených společností (MMB, 2016, s. 273). Protože banky nezveřejňují přesnou výši všech komponent tohoto ukazatele, není možné bez interních informací zopakovat jeho přesný výpočet. Pro účely této práce proto budu dále ukazatel počítat zjednodušeně pomocí vzorce nakalibrovaného na historicky skutečně dosahované hodnoty CET1 následovně:

$$CET1_t = VK_t - VH_t - ODP_t$$

přičemž $VK_t = \text{vlastní kapitál v roce } t,$

$VH_t = \text{výsledek hospodaření po zdanění v roce } t,$

$ODP_t = \text{odložená daňová pohledávka v roce } t.$

Tier 1 kapitál

Regulatorní kapitál Tier 1 se skládá z kapitálu CET1 a dodatečného Tier 1 kapitálu, který zahrnuje především bankou emitované prioritní akcie a podřízený dluh. Moneta žádné takové nástroje nevydala, proto se v jejím případě CET1 a Tier 1 rovnají.

Rizikově vážená aktiva (RVA)

Rizikově vážená aktiva zahrnují veškerá aktiva banky násobená přiřazenou váhou dle své rizikovosti. Rizikové váhy jsou stanoveny regulátorem, přičemž nulovou nebo sníženou rizikovou váhu má především pokladní hotovost, pohledávky za vládou ČR, za ČNB a za bankami ve vyspělých zemích. Přesný výpočet není z veřejně dostupných informací možné provést, proto ve výpočtech používám bankou zveřejněné historické hodnoty. Budoucí tempo růstu RVA prognózuji v souladu s růstem celkových aktiv.

CET1 ratio, Tier 1 ratio

Regulatorně a interně stanovené požadavky na minimální výši kapitálu banky jsou udávány pomocí poměrů regulatorního kapitálu CET1 nebo Tier 1 k rizikově váženým aktivům. Výpočet tedy spočívá v prostém podílu těchto položek.

1.2 Ocenění

Cílem práce je stanovení tržní hodnoty minoritního podílu ve formě jedné akcie a následné porovnání se skutečnou tržní cenou akcií kótovaných na burze. Ocenění bude provedeno k datu 31. 12. 2016. Z tohoto důvodu budu vycházet z podmínek na trhu a vstupních dat známých k datu ocenění.

1.2.1 Primární metoda ocenění

Pro ocenění Banky jsem primárně zvolil metodu diskontovaných peněžních toků ve variantě equity, která vychází z plánovaných peněžních toků přímo vlastníkům společnosti. Tento postup představuje vhodnější a intuitivnější přístup k ocenění finanční instituce než metody založené na peněžních tocích do firmy (varianta entity), které je třeba dále upravovat o výši dluhu. Z podstaty bankovního podnikání totiž banky disponují vysokým podílem cizích zdrojů a peněžní toky do firmy (i z firmy) jsou obrovské. Ukazatele jako enterprise value (brutto hodnota), EBIT nebo EBITDA nabývají u bank hodnot, které postrádají informační hodnotu, protože dluh nebo úrokové výnosy a náklady jsou pro banky položkami s odlišným významem, než je tomu u nefinančních podniků. Finanční plán sloužící k ocenění proto bude sestaven tak, aby vyčísloval přímo očekávaný dividendový potenciál pro vlastníky společnosti, jehož diskontováním zjistíme hodnotu vlastního kapitálu banky.

Při ocenění budu vycházet z veřejně dostupných informací a externě vypracovaných makroekonomických odhadů. Diskontní míra pro ocenění bude zvolena na základě tržních dat známých k datu ocenění. Tento postup odpovídá požadavkům na tržní ocenění, jehož cílem je vyčíslení hodnoty transakce mezi ochotnými, nezávislými a informovanými partnery (IVS 2005, s. 82). Výsledná hodnota proto nebude představovat částku odpovídající nárokům na zhodnocení a míru rizikové averznosti konkrétního investora, nýbrž částku, kterou by za *férových* podmínek měli být ochotni akceptovat běžní prodávající a kupující vzhledem k ostatním tržním příležitostem.

Finanční plán

Základní východiska finančního plánu budou vycházet ze skutečností a vztahů zjištěných v rámci finanční a strategické analýzy. Nosným prvkem plánu bude prognóza spravovaného množství poskytnutých úvěrů, jejíž vývoj byl v minulosti úzce svázán s vývojem klíčových makroekonomických veličin. Na základě plánu úvěrů budu dále odhadovat vývoj úrokových výnosů, jakožto nejvýznamnější položky výnosů. Předpoklady plánu ostatních rozvahových a výsledkových položek budou popsány přímo v těle práce.

Plánování výsledovky a rozvahy bude provázaným procesem, kdy plán objemu poskytnutých úvěrů vstupuje do plánu úrokových výnosů, a následně do výsledku hospodaření a nerozděleného zisku. To bude důležité pro výpočet ukazatelů kapitálové přiměřenosti a stanovení maximální možné dividendy při splnění regulatorních omezení.

Konečným výsledkem plánu bude prognóza dividend, která bude sestavena ve třech fázích. V první fázi budu plánovat vývoj rozvahy, výsledovky i vyplácených dividend jednotlivě pro prvních 7 let plánu. Ve druhé fázi plánuji postupnou stabilizaci tempa růstu zisku a výplatního poměru na dlouhodobě udržitelných hodnotách. Ve třetí fázi pak počítám se stabilním tempem růstu zisku i výplatním poměrem, které budou za předpokladu going concern pokračovat donekonečna.

Diskontní míra

Po sestavení finančního plánu a plánu dividend bude třeba stanovit diskontní míru, pomocí níž bude možné převést očekávané peněžní toky na současnou hodnotu k datu ocenění. Dividendy, jak již bylo řečeno, představují peněžní toky náležící přímo vlastníkům oceňované společnosti. Aby byla zachována symetrie na úrovni vyčíslených peněžních toků i diskontní míry, musí být diskontní míra rovněž vyčíslena na úrovni nákladů vlastního kapitálu (Mařík, 2007, s. 206), tj. bez započítání nákladů dluhového financování a vlivu konkrétní kapitálové struktury.

Diskontní míra bude stanovena pomocí modelu CAPM dle následujícího vzorce:

$$COE = R_f + RP_{CZ} + \beta \times (R_m - R_f)$$

přičemž $COE = náklady\ vlastního\ kapitálu\ (cost\ of\ equity)$,

$R_f = bezriziková\ výnosnost\ USA$,

$$R_m = \textit{střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu USA},$$

$$RP_{CZ} = \textit{riziková přirážka kapitálového trhu ČR},$$

$$\beta = \textit{beta faktor srovnatelných společností}.$$

Z důvodu kvality zdrojových dat budou pro výpočet diskontní míry použity informace z kapitálového trhu USA. Zjištěná diskontní míra bude upravena o rizikovou přirážku reflektující místní podmínky, která je již zahrnuta ve výše uvedeném vzorci. Zdrojová data jsem čerpal ze zdrojů obsahujících dostatečně dlouhé časové řady, použitelné pro výpočet. V případě bezrizikové výnosové míry jsem použil třicetiletý geometrický průměr desetiletých amerických treasury bondů, který by měl být dostatečně robustní pro použití v delším časovém horizontu. Střední očekávanou výnosnost kapitálového trhu USA jsem převzal z výpočtů prof. A. Damodarana (2016), vyčíslenou ve formě implikované rizikové prémie FCFE (v souladu se zvolenou oceňovací metodou). Rizikovou přirážku kapitálového trhu ČR jsem také převzal z výpočtů A. Damodarana (2016), založených na kreditním ratingu jednotlivých zemí publikovaném společností Moody's a spreadu credit default swapů oproti americkým státním dluhopisům.

Beta faktor srovnatelných společností jsem vypočetl jako průměr pětileté bety vybraných porovnatelných společností především z hlediska předmětu podnikání (retailové banky) a geografické polohy (střední a východní Evropa). Výsledné hodnoty se poměrně znatelně vzdalovaly hodnotě ß=1, které by bylo možné očekávat, jak uvádí např. Hrdý (2005, s. 24). Koeficient beta jsem již dále neupravoval na konkrétní výši zadlužení, jelikož při absenci významných rozdílů ve výši zadlužení přináší tato úprava v případě bank velmi malé zpřesnění (Massari, 2014, s. 106).

Zvolená diskontní míra neobsahuje žádnou další rizikovou přirážku, jelikož obchodování s vlastnickými podíly Monety je v současnosti možné provádět s minimálními transakčními na burze cenných papírů, nejedná se o malou společnost a ani o společnost s vysokým poměrem tržní a účetní hodnoty (k datu ocenění P/BV=1,6 oproti např. Facebook 6,7; Tesla 11,2 nebo Amazon 21,4). Díky tomu, že diskontní míru stanovuji na úrovni vlastního kapitálu, neuvažuji změny v kapitálové struktuře Banky ani v čase proměnlivé přirážky, rozhodl jsem se použít pro celé ocenění jednotnou diskontní míru.

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu za výše uvedených předpokladů bude proveden podle vzorce:

$$Equity\ Value_0 = \sum_{t=1}^{7} \frac{FCFE_t}{(1+COE)^t} + \sum_{t=8}^{12} \frac{FCFE_t}{(1+COE)^t} + \frac{FCFE_{13}}{(1+COE)^{12} \times (COE - g)}$$

přičemž FCFE = *volný peněžní tok pro akcionáře,*

g = *tempo růstu zisku ve třetí fázi.*

Kontrolní prémie

Výsledkem naznačeného výpočtu získáme hodnotu vlastního kapitálu v plné výši, tzn. hodnotu pro vlastníka 100 % akcií oceňované společnosti. K dosažení cíle práce, tedy zjištění tržní hodnoty jedné akcie, je třeba zjištěnou hodnotu vlastního kapitálu na akcii dále upravit o kontrolní prémii, která je ve vypočtené hodnotě implicitně obsažena. V podmínkách českého kapitálového trhu totiž nepředpokládáme obchodování akcií na trhu za ceny blízké kontrolním balíkům, jako je tomu na některých vysoce rozvinutých trzích (Mařík, 2011, s. 486). V konkrétním případě prováděného ocenění Monety lze díky kontrole nad podnikem dosáhnout vyšší hodnoty pro akcionáře vyplacením mimořádné dividendy (vysvětleno v dalších částech práce), kterou v případě minoritního akcionáře se stávajícím managementem nelze s velkou jistotou předpokládat v maximální možné výši ani v nejbližším možném okamžiku. Pro převod vypočtené hodnoty akcie na hodnotu minoritní proto bude třeba odečíst tuto prémii, kterou uvažuji v hodnotě 25% přirážky k hodnotě minoritního podílu (tzn. uplatnění 20% diskontu z majoritní hodnoty), jak uvádí např. Mařík (2011, s. 506).

1.2.2 Sekundární metoda ocenění

Jako sekundární metodu ocenění jsem pro její jednoduchost a názornost zvolil metodu srovnatelných podniků, která vychází z cen obchodovaných podniků s obdobným předmětem činnosti, které splňují další podmínky podobnosti. Mezi tyto podmínky patří především geografická blízkost, velikost podniku, kapitálová struktura, finanční výkonnost nebo další perspektiva srovnávaných podniků (Mařík, 2007, s. 306). Díky historickému vývoji, nižší rozvinutosti kapitálového trhu a zároveň pozitivnímu výhledu ČR uvažuji v porovnání především společnosti působící v zemích střední a východní Evropy (podobně jako při odhadu beta faktoru), které disponují těmito charakteristikami také. Díky omezenému počtu volně obchodovaných společností, splňujících tato kritéria, jsem byl nucen do porovnání zařadit i násobně větší polské banky (OTP, PKO, Pekao), jejichž ostatní parametry však příliš nevybočovaly z vybraného vzorku.

Jako hlavní vztahovou veličinu v rámci metody tržního porovnání jsem zvolil ukazatel běžné P/E ratio, které porovnává cenu akcie se ziskem na akcii běžného období. Tento ukazatel zjednodušeně říká, jaká by byla doba návratnosti investice do akcie při aktuální výši zisku. P/E ratio se běžně používá při fundamentální analýze obchodovaných společností, a ačkoliv nejde o všeříkající ukazatel, přináší poměrně cennou informaci o relativní *levnosti* či *drahosti* jednotlivých akcií.

Pro výpočet hodnoty akcie bude sloužit průměrná výše násobku P/E porovnatelných společností, kterou vynásobíme ziskem na akcii oceňované banky. Pro zpřesnění ocenění bude před samotným výpočtem dosažený zisk Monety upraven o jednorázové položky, kterými byl účetní zisk v roce 2016 ovlivněn. Jedná se o jednorázový zisk z prodeje některých finančních investic, a dále o jednorázové náklady spojené s rebrandingem a vstupem Monety na burzu.

Výše zmíněným postupem zjištěná hodnota bude předmětem dalšího srovnání s výsledkem primární metody a se skutečně dosaženou tržní cenou akcií Banky k datu ocenění.

2 Praktická část

2.1 Předmět ocenění

MONETA Money Bank, a.s. je středně velkou bankou působící na českém trhu komerčního bankovnictví. Banka přijímá vklady a poskytuje různé druhy úvěrů fyzickým i právnickým osobám. Dále zajišťuje služby platebního styku, disponuje sítí bankomatů a obchodních míst, prostřednictvím kterých nabízí i produkty svých dceřiných společností a třetích stran. Akcie Banky jsou v současnosti volně obchodované na hlavním trhu pražské burzy BCPP a tvoří významnou složku akciového indexu PX.

2.1.1 Historie banky

Název MONETA Money Bank nese Banka poměrně krátkou dobu. Její historie začala v roce 1998, kdy byla v ČR založena nová banka s názvem GE Capital Bank, a.s. jako dceřiná společnost amerického konglomerátu General Electric. Svou činností GE Capital Bank navázala na aktivity dříve páté největší české banky Agrobanka.

Agrobanka se v roce 1996 dostala do problémů díky nespláceným úvěrům, načež byla rozdělena na dvě části. Zdravá část portfolia a celá pobočková síť byla prodána nově vzniklé GE Capital Bank, špatné úvěry zůstaly ve společnosti Agrobanka v likvidaci.

Pod názvem GE Capital Bank podnikala Banka do roku 2005, kdy došlo k jejímu přejmenování na GE Money Bank v souladu s politikou celého koncernu GE. Banka nadále podnikala v oblasti retailového bankovnictví, dále se zaměřovala na klientelu menších firem a živnostníků. Zvláštní postavení měla Banka v segmentu klientů z odvětví zemědělství, což bylo způsobeno jejím dědictvím z dob Agrobanky. Banka si toto postavení udržela i v následujících letech a je v tomto segmentu nadprůměrně zastoupena dodnes.

V roce 2015 ohlásila mateřská společnost General Electric, že ze strategických důvodů upouští od podnikání ve finančním sektoru a zaměří se pouze na průmyslové aktivity. V důsledku toho bylo rozhodnuto i o prodeji české GE Money Bank, která již nadále neměla být součástí koncernu GE. V roce 2016 následoval rebranding české části skupiny na MONETA Money Bank, načež došlo k uvedení jejích akcií na Burzu cenných papírů Praha. Během prvotního květnového úpisu GE prodala 51 % akcií, zbylý podíl byl prodán během dvou transakcí v září a v listopadu roku 2016. Od úplného osamostatnění tak Banku nyní dělí pouze část společných IT systémů, která bude časem také nahrazena.

Od svého založení držela Banka obchodní podíly několika dceřiných společností. V roce 1997 došlo ze strany GE Capital k akvizici 100% podílu v úspěšné maloobchodní leasingové společnosti Multiservis, aktivity GE Capital dále zahrnovaly také leasing nových a ojetých vozidel skrze dceřinou společnost GE Capital Leasing. Obě společnosti následně přešly pod GE Capital Bank. Počínaje rokem 2000 Banka rozvíjela své aktivity v oblasti splátkového prodeje a leasingu také na Slovensku. Tyto aktivity však byly od roku 2009 postupně utlumeny. Banka dlouhodobě vlastní také dceřinou společnost Inkasní Expresní Servis, která se zabývá vymáháním neuhrazených pohledávek od fyzických osob, a doplňuje tak hlavní předmět podnikání Banky. V roce 2014 tehdejší GE Money Bank získala další 100% podíl v etablované leasingové společnosti, zaměřené na financování vozidel a strojů, s názvem VB Leasing. Dnes tato společnost vystupuje pod názvem MONETA Leasing a zůstává součástí skupiny Moneta.

2.2 Strategická analýza

2.2.1 Regulace a dohled

Banky jsou podnikatelskými subjekty, a jako takové podléhají standardní regulaci platící na daném území. Podléhají zdanění, musí dodržovat podmínky v oblasti zaměstnávání, hygieny, bezpečnosti nebo třeba vedení účetnictví. Nad rámec povinností společných všem podnikatelským subjektům banky podléhají celému dalšímu systému regulací a povinností, který bývá obvykle zdůvodňován argumenty o bezpečnosti, stabilitě, veřejném zájmu, ochraně spotřebitele či oligopolní struktuře bankovního odvětví. V této práci není mým cílem hodnotit vhodnost, přiměřenost ani výsledky uplatňování těchto pravidel. Omezím se proto pouze na jejich stručný výčet a přiblížení toho, co znamenají pro fungování banky.

Zákon o bankách

Jedním z hlavních pilířů bankovní regulace v ČR je zákon o bankách (č. 21/1992 Sb.). Ten jako první podmínku existence banky stanovuje udělení licence Českou národní bankou (ČNB) a vložení minimálního základního kapitálu ve výši 500 mil. Kč. Pro udělení licence je třeba splnění základních podmínek týkajících se původu kapitálu, způsobilosti a zkušenosti zaměstnanců, akcionářů, dostatečného technického zázemí, kvalitního byznys plánu nebo transparentnosti skupiny.

Mimo podmínek založení upravuje zákon i základní podmínky vnitřní organizace banky, některé nároky na každodenní provoz banky, informační povinnost banky a povinnost podřídit se požadavkům stanoveným orgány EU. Zákon dále stanovuje povinnost bank se podrobit regulaci a dohledu ČNB, informovat ji a v některých případech vyžadovat její souhlas s významnými rozhodnutími. Ostatní části zákona nejsou pro ocenění dobře fungující banky příliš relevantní, a proto jim nebude věnována další pozornost.

Regulace a dohled ČNB, evropská nařízení

Česká národní banka slouží jako hlavní orgán regulace a dohledu fungování bank na území ČR. I přes prohlubující se integraci evropského bankovního systému zůstává ČNB v rukou poměrně velké množství pravomocí a parametrů, jejichž plnění může od bank vyžadovat. Nicméně, základní rámec je dán směrnicemi a nařízeními evropských orgánů. Asi nejzásadnějšími pravidly z hlediska ocenění banky jsou ta týkající se kapitálové přiměřenosti a likvidity.

V případě regulatorního kapitálu jsou banky povinny udržovat jeho výši minimálně na úrovni 8 % rizikově vážených aktiv. Nad rámec těchto 8 % byly v roce 2016 banky v ČR povinny držet bezpečnostní kapitálovou rezervu ve výši 2,5 %, která je od roku 2017 doplněna o proticyklickou kapitálovou rezervu ve výši dodatečných 0,5 %. Minimální kapitálový požadavek na kapitál Tier 1 v roce 2016 tedy činil 10,5 % RVA, přičemž od roku 2017 je zvýšen na 11 %. V kompetenci ČNB je, mimo uvedeného pravidla, možnost požadovat plnění vyššího kapitálového požadavku pro jednotlivé banky v případě, že tak uzná za vhodné na základě informací povinně poskytovaných bankou. V případě Monety (ale i jiných bank) na základě tohoto oprávnění ČNB v roce 2014 zvýšila svůj požadavek na minimální výši kapitálu Tier 1 na celkových 14 % (od roku 2017 14,5 %) RVA. Moneta uvedený požadavek plní s dostatečnou rezervou.

V oblasti likvidity jsou banky v ČR povinny dodržovat stanovenou výši ukazatele LCR, měřícího krátkodobou schopnost bank odolat odtoku likvidity. Přibližně v roce 2018 se očekává zavedení dalšího ukazatele (NSFR), stanovujícího minimální objem stabilního financování. Jelikož se jedná o ukazatele, jejichž výpočet není možný bez interních informací, nebudou předmětem dalšího zkoumání v této práci. Pro úplnost ovšem dodávám, že Moneta oba uvedené ukazatele sleduje a povinné limity plní s velkou rezervou, podobně jako v případě kapitálových požadavků.

2.2.2 Charakteristika trhu

Moneta působí na českém trhu komerčního bankovnictví. V České republice působilo ke 31. 12. 2016 celkem 45 bank, stavebních spořitelen a poboček zahraničních bank (ČNB, 2016). Osm bank bylo v převážně českém vlastnictví, většina kapitálu pak pochází z ostatních zemí Evropské unie.

Sektor bankovnictví jako takový je do velké míry závislý na makroekonomickém vývoji. Klíčové faktory ovlivňující ziskovost, jako jsou objemy čerpaných úvěrů, výše úrokových sazeb nebo míra úvěrového selhání, mají totiž přímou návaznost na vývoj hrubého domácího produktu, inflace, nezaměstnanosti a dalších makroekonomických veličin. Těmi se budeme dále zabývat za účelem odhadnutí vývoje bankovního trhu, což bude mít následně i dopad do samotného ocenění.

Makroekonomická situace

V mezinárodním srovnání se Česká republika obvykle řadí mezi malé trhy na pomezí rozvinutých a rozvíjejících se trhů. Díky geografické poloze, historii, stupni ekonomické rozvinutosti a politické stability bývá ČR srovnávána nejčastěji se zeměmi patřícími do regionu střední a východní Evropy (CEE). Dále se nabízí srovnání se sousedními zeměmi, jako je Německo a Rakousko, které může napovědět, jakým směrem se bude další vývoj v ČR ubírat. Jako země vhodné pro porovnání jsem proto zvolil Polsko, Slovensko, Maďarsko, Rakousko a Německo.

Jako první faktor, informující o potenciálu vývoje bankovního trhu v blízké budoucnosti, jsem zvolil míru zadluženosti soukromého sektoru v ČR a okolních zemích. Poslední dostupné výsledky z roku 2015 jsou shrnuty v tabulce níže.

Tabulka 1: Poměr soukromého dluhu a HDP ve střední Evropě, 2015

Země	Soukromý dluh/HDP
Česká republika	**68,6%**
Rakousko	126,4%
Německo	98,5%
Maďarsko	84,7%
Slovensko	81,4%
Polsko	78,7%

Zdroj: Eurostat

Z uvedených údajů je zřejmé, že zadlužení v ČR nedosahuje výše běžné v Německu, Rakousku, ale ani v ostatních zemích střední Evropy. Z toho lze usuzovat, že je zde

prostor pro další růst tohoto ukazatele, vyjadřujícího míru *proúvěrovanosti* ekonomiky, pokud tomu budou nakloněny i další ekonomické podmínky.

Nyní se zaměříme na makroekonomické veličiny, které by teoreticky měly mít největší vliv na vývoj bankovního trhu, resp. vývoj objemu bankovních úvěrů v ekonomice, který bude pro ocenění směrodatný. Mezi zvolené ukazatele patří hrubý domácí produkt ve stálých cenách, cenová hladina (měřená indexem CPI), a dále pak tržní úroková míra, reprezentovaná mezibankovní sazbou PRIBOR 3M. Volbou těchto ukazatelů předpokládám, že v době ekonomického růstu je díky pozitivnímu očekávání větší ochota jednotlivců i podniků se zadlužovat. Zároveň očekávám, že výše tržních úrokových sazeb (reprezentovaná sazbou PRIBOR) představuje cenu kapitálu, a jako taková je přímým činitelem vyrovnávajícím nabídku a poptávku po úvěrech. Posledním předpokladem je, že vývoj objemu načerpaných úvěrů je vyjádřen v nominálních hodnotách, a jako takový by při nezměněné úrovni ekonomické aktivity (reálného HDP) a stabilní úrovni úrokových sazeb (PRIBOR) měl růst či klesat spolu s agregátní cenovou úrovní.

Historický vývoj zvolených makroekonomických ukazatelů a objemu úvěrů v ekonomice je znázorněn níže.

Tabulka 2: Vývoj makroekonomických ukazatelů ČR, 2006-2016

Období	HDP (Kč mil.)	Cenový index	PRIBOR 3M	Objem úvěrů (Kč mil.)
2006	3 747 206	102,50	2,6%	1 413 084
2007	3 954 399	105,40	4,1%	1 783 988
2008	4 061 601	112,10	3,9%	2 075 687
2009	3 864 947	113,30	1,6%	2 102 089
2010	3 953 651	114,90	1,2%	2 174 740
2011	4 032 910	117,10	1,2%	2 304 308
2012	4 000 653	121,00	0,5%	2 360 046
2013	3 981 303	122,70	0,4%	2 514 321
2014	4 089 400	123,20	0,3%	2 634 880
2015	4 274 880	123,60	0,3%	2 782 378
2016	4 378 590	124,40	0,3%	2 950 383

Zdroj: ČSÚ, ČNB

Z uvedených údajů je zřejmé, že objem úvěrů ve sledovaném období neustále rostl. Podobný vývoj vykazovala i cenová hladina. Ostatní dva ukazatele se již takto jednoznačně nevyvíjely, což naznačuje možnou kombinaci vlivů uvažovaných faktorů. Pro sestavení prognózy vývoje celkového objemu úvěrů v ČR jsem využil mediánovou prognózu makroekonomických ukazatelů Kolokvia Ministerstva financí ČR.

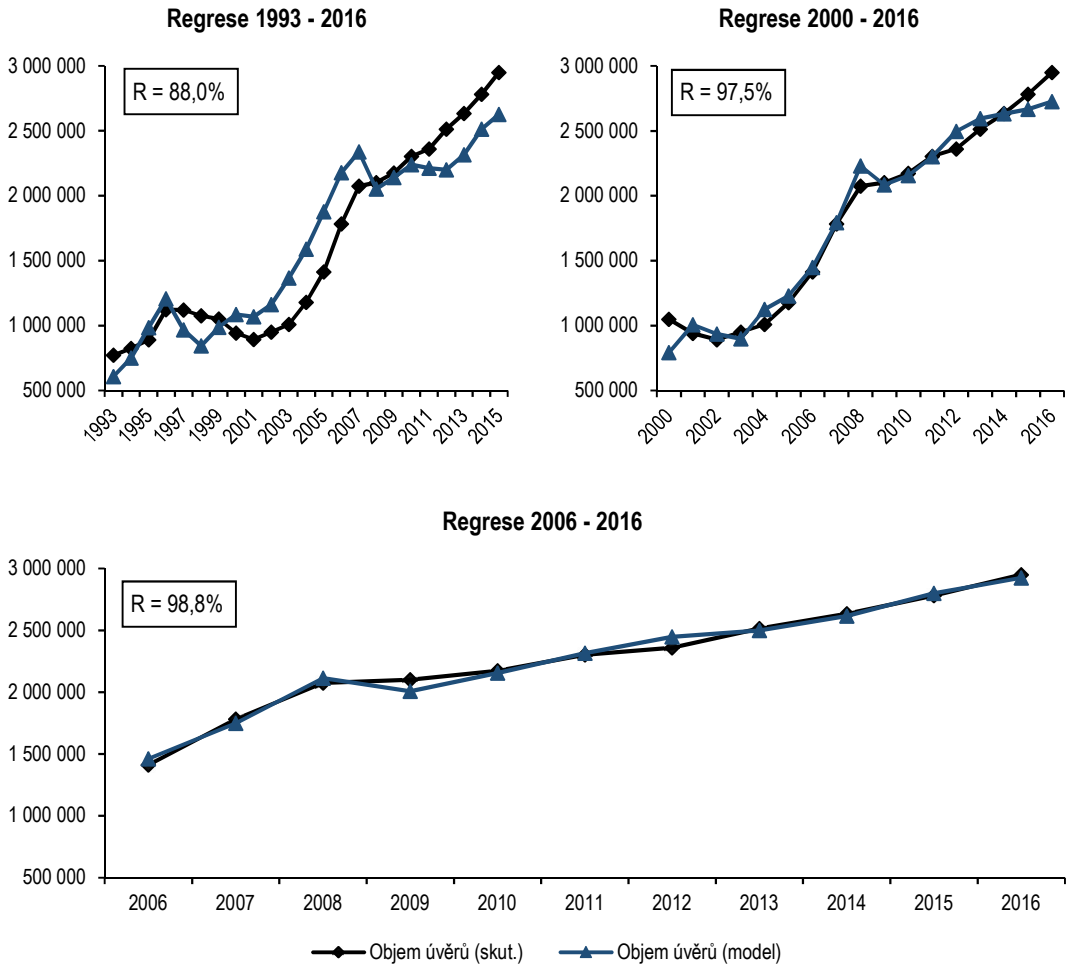
Tabulka 3: Prognóza makroekonomických ukazatelů, 2017-2023

Období	Růst reál. HDP	Inflace	Pribor 3M
2017	2,6%	2,4%	0,3%
2018	2,7%	2,0%	0,6%
2019	2,6%	1,9%	1,2%
2020	2,4%	1,9%	1,5%
2021	2,4%	1,9%	1,7%
2022	2,0%	2,0%	1,9%
2023	2,0%	2,0%	2,0%

Zdroj: Kolokvium Ministerstva financí ČR

Na základě výše uvedených odhadů a vhodně zvolené funkce můžeme nyní sestavit prognózu vývoje objemu poskytnutých bankovních úvěrů. Pro stanovení parametrů funkce vyjadřující objem poskytnutých úvěrů v závislosti na HDP, míře inflace a úrokové míře jsem použil regresní analýzu. Jelikož regresní analýza představuje čistě statistický, nikoliv analytický nástroj, je náchylná na kvalitu a množství vstupních dat. Z tohoto důvodu jsem provedl několik lineárních regresí, z nichž vybrané prezentují grafy níže.

Graf 2: Lineární regrese - poskytnuté úvěry (Kč mil.)



Zdroj: Vlastní výpočty

Na základě uvedených grafů lze soudit, že pro odhad budoucího vývoje objemu poskytnutých úvěrů bude nejvhodnější zvolit poslední model, vycházející pouze z dat za období 2006 až 2016. Tento model vykazuje nejmenší odchylky od skutečně dosažených hodnot a zároveň umožňuje plynulé navázání na dosavadní trend. Nižší přesnost prvního modelu lze v tomto případě pravděpodobně přičíst strukturálním změnám v ekonomice během 90. let. Druhý model pak zřejmě dostatečně nereflektuje ekonomický vývoj v prostředí neobvykle nízkých úrokových sazeb, které v posledních letech panují. Jelikož byly provedené regrese založeny na poměrně malém vzorku vstupních údajů, nemá velký význam testování jejich robustnosti a statistické spolehlivosti.

Pro další prognózování tedy byla použita regresní funkce založená na historických pozorováních z posledních deseti let, jejíž parametry jsou následující:

Tabulka 4: Parametry regresní funkce pro odhad vývoje poskytnutých úvěrů

Parametr	Koeficient
Konstanta	-5 973 034
HDP	0,9
Cenový index	39 969
PRIBOR 3M	-966 196

Zdroj: Vlastní výpočty

Výše zjištěné koeficienty jednotlivých regresorů bychom měli podrobit alespoň základnímu srovnání s prvotními úvahami, na základě nichž byly parametry pro odhad množství úvěrů zvoleny. V případě parametru HDP dosahuje vypočtený koeficient kladné hodnoty, což znamená, že s růstem HDP očekáváme i růst úvěrů. Růst HDP je možné zjednodušeně vnímat jako měřítko ekonomické aktivity, která na sebe obvykle určitou část úvěrů váže. Toto kritérium se tedy zdá být v pořádku. Dále očekáváme, že s růstem inflace poroste i objem úvěrů v ekonomice. To lze mimo jiné vysvětlit například tím, že při nominálně rostoucích cenách bude nutný minimálně obdobný nominální růst úvěrů pro pokrytí stejných výdajů ekonomických subjektů. Toto kritérium také není v rozporu s očekáváním. Třetím kritériem je tržní úroková míra, reprezentovaná tříměsíční sazbou PRIBOR. Zde můžeme aplikovat také základní ekonomickou úvahu, kde úroková sazba představuje cenu peněz. V případě, že cena peněz (úvěrů) roste, klesá jejich poptávané množství, a tedy i objemy úvěrů mají tendenci s růstem úrokové míry klesat. Koeficient parametru PRIBOR je v tomto případě záporný, a je tedy také v souladu s předestřenou teorií.

Všechny zvolené parametry splňují žádané charakteristiky, takže nyní můžeme přistoupit k samotné prognóze celkové velikosti trhu, kterou pro nás představuje objem poskytovaných úvěrů. Vývoj odhadnutý pomocí regresní analýzy by měl být dále také v souladu s očekávaným vývojem podílu soukromého dluhu na HDP, kterému jsme se věnovali výše (viz Tabulka 1).

Tabulka 5: Prognózovaný vývoj objemu úvěrů

Období	HDP (Kč mil.)	Cenový index	PRIBOR 3M	Objem úvěrů (Kč mil.)	Růst	Soukr. dluh/HDP
2006	3 747 206	102,50	2,6%	1 413 084	-	37,7%
2007	3 954 399	105,40	4,1%	1 783 988	26,2%	45,1%
2008	4 061 601	112,10	3,9%	2 075 687	16,4%	51,1%
2009	3 864 947	113,30	1,6%	2 102 089	1,3%	54,4%
2010	3 953 651	114,90	1,2%	2 174 740	3,5%	55,0%
2011	4 032 910	117,10	1,2%	2 304 308	6,0%	57,1%
2012	4 000 653	121,00	0,5%	2 360 046	2,4%	59,0%
2013	3 981 303	122,70	0,4%	2 514 321	6,5%	63,2%
2014	4 089 400	123,20	0,3%	2 634 880	4,8%	64,4%
2015	4 274 880	123,60	0,3%	2 782 378	5,6%	65,1%
2016	4 378 590	124,40	0,3%	2 950 383	6,0%	67,4%
2017P	4 492 433	127,39	0,3%	3 146 885	6,7%	70,0%
2018P	4 613 729	129,93	0,6%	3 354 662	6,6%	72,7%
2019P	4 733 686	132,40	1,2%	3 555 183	6,0%	75,1%
2020P	4 847 294	134,92	1,5%	3 754 780	5,6%	77,5%
2021P	4 963 630	137,48	1,7%	3 959 701	5,5%	79,8%
2022P	5 062 902	140,23	1,9%	4 156 751	5,0%	82,1%
2023P	5 164 160	143,04	2,0%	4 358 748	4,9%	84,4%

Zdroj: ČSÚ, ČNB, Kolokvium Ministerstva financí ČR, vlastní výpočty

Vývoj odhadnutý regresním modelem má rostoucí trend, a navazuje tak na nepřetržitý růst v dřívějších obdobích. Podíl úvěrů na HDP má rostoucí tendenci, přičemž v roce 2023 je předpovídáno dosaženo 84,4 % zadluženosti soukromého sektoru. Tento scénář můžeme považovat za poměrně realistický, jelikož podobných hodnot dosahovalo například Maďarsko nebo Slovensko již v roce 2015, přičemž zůstává zachován určitý odstup za zeměmi jako Německo nebo Rakousko, a tedy i prostor pro další růst.

Po provedené predikci vývoje bankovního trhu se zaměříme na individuální charakteristiky oceňované banky.

2.2.3 Pozice Monety dle velikosti a zaměření

Bankovní trh je možné dělit podle několika hledisek. Jedním je přímo pohled na subjekty, které na trhu působí, a jejich následné zatřídění do skupin například podle velikosti nebo služeb, které nabízejí. Tomuto třídění se bude věnovat tato kapitola. Dále je možné se

dívat přímo na vybrané produkty a skupiny zákazníků, čemuž bude věnovaná kapitola následující.

Dělení bank dle velikosti

V ČR je běžně používané členění, které zavedla Česká národní banka, a které vychází z výše bilanční sumy jednotlivých bank. Mezi lety 2012 a 2015 byly za velké považovány banky s bilanční sumou nad 250 mld. Kč, za střední banky v rozmezí 50 – 250 mld. Kč, a za malé pak banky s bilanční sumou pod 50 mld. Kč. Od roku 2016 již tato absolutní kritéria neplatí a namísto nich se porovnává bilanční suma banky s bilanční sumou celého bankovního sektoru. Nastavené limity jsou: více než 10 %, 10 % až 2 %, a méně než 2 % bilanční sumy bankovního sektoru. Pořadí vybraných bank dle velikosti uvádí následující tabulka.

Tabulka 6: Velikost bank dle bilanční sumy 2016

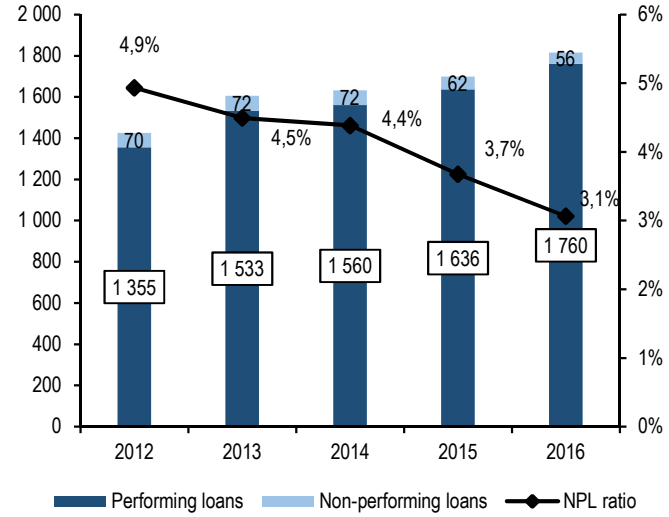
Velikost bank dle bilanční sumy		
Kč mil.	**Pořadí**	**Aktiva**
Československá obchodní banka, a.s.	1	1 085 527
Česká spořitelna, a.s.	2	1 066 526
Komerční banka, a.s.	3	922 737
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	4	632 779
Raiffeisenbank a.s.	5	307 181
MONETA Money Bank, a.s.	**6**	**149 379**
J&T Banka, a.s.	7	139 267
PPF Banka a.s.	8	132 630
ING Bank NV	9	124 004
Air Bank a.s.	10	83 395
Fio banka, a.s.	11	80 372
Sberbank CZ a.s.	12	71 784
Equa bank a.s.	13	44 365

Zdroj: Výroční a čtvrtletní zprávy

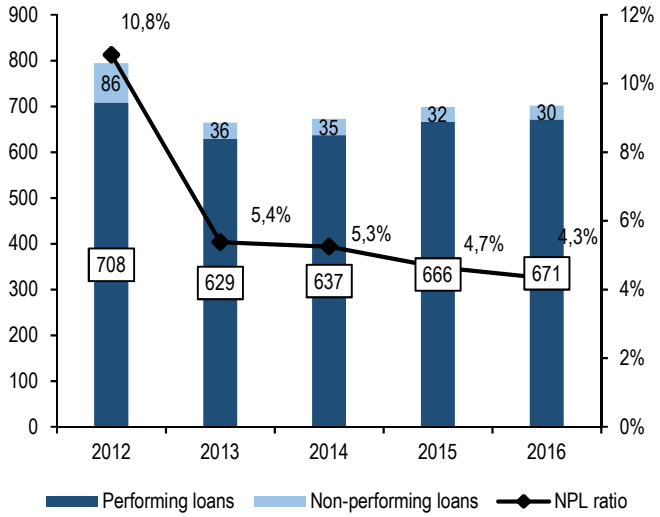
Z uvedené tabulky plyne, že dle velikosti bilanční sumy byla v roce 2016 Moneta šestou největší bankou v České republice s poměrně velkým odstupem za pátou Raiffeisenbank. Byla tak druhou největší bankou střední velikosti.

Následující grafy zobrazují vývoj objemu úvěrů a jejich kvality v segmentu velkých a středních bank dle členění platného v příslušném roce.

Graf 4: Vývoj portfolia velkých bank ČR (mld. Kč)



Graf 3: Vývoj portfolia středních bank ČR (mld. Kč)



Zdroj: ČNB

Z výše uvedených grafů je zřejmé, že v posledních pěti letech zaznamenávaly jak střední, tak velké banky růst celkového objemu poskytnutých úvěrů. Část úvěrů, klasifikovaných jako nevýkonných (tzv. non-performing loans), však po celé období klesala, což značí postupné zvyšování kvality portfolia bank jak v kategorii velkých, tak středních bank.

Prezentovaná data dále poukazují na některé vlastnosti českého bankovního trhu. První vlastností je relativně malý rozdíl v kvalitě portfolia středních a velkých bank, kterou vyjadřuje podíl úvěrů v selhání na celkovém objemu úvěrů (tzv. NPL ratio). Z grafu vidíme, že s výjimkou roku 2012 se rozdíl těchto ukazatelů pohyboval pouze okolo jednoho procentního bodu.

Dalším důležitým faktem je určitá míra koncentrace bankovního trhu do rukou čtyř velkých bank, na kterou poukazuje celková výše úvěrů, poskytnutých velkými bankami, v porovnání úvěry poskytnutými bankami středními (v tuto chvíli odhlížíme od malých bank, jejichž podíl je téměř zanedbatelný). V porovnání s dalšími středoevropskými zeměmi však nejde o ojedinělý jev, jak dokládá například zpráva *CEE Banking Sector Report* zpracovaná skupinou Raiffeisen (2016, s. 6). Dle této zprávy se navíc jedná o dlouhodobý jev, který se v čase téměř nemění, čemuž nahrává rozvinutá a rozšířená infrastruktura zavedených velkých bank. Z tohoto pohledu lze tedy situaci na trhu považovat za stabilní. Podrobnější pohled na konkurenční situaci na trhu a pozici Monety nabídnou další části této práce.

Dělení bank dle nabízených služeb

V České republice funguje model tzv. univerzálního bankovnictví, ve kterém obchodní banky mohou poskytovat široké spektrum služeb. Není zde tedy oddělena část bank, která by poskytovala investiční služby (emisní obchody, správu aktiv aj.), a část bank, která by se nutně musela zaměřovat pouze na služby komerčního typu (vklady, úvěry, platební styk). I přes v tomto směru liberální legislativu však ne všechny banky ve všech uvedených oblastech působí.

Nejširší paletu služeb v současnosti nabízí 4 velké české banky (Česká spořitelna, Komerční banka, ČSOB a UniCredit) spolu se středně velkou Raiffeisenbank. Tyto banky mají silné portfolio retailových klientů, nabízejí sofistikované možnosti financování pro velké firmy, umožňují investování do různých druhů fondů, dluhopisů a dalších produktů (svých i třetích stran), poskytují služby privátního bankovnictví a správu aktiv movité klientele.

Ostatní střední a malé banky již většinou takovou škálu služeb nenabízejí a zaměřují se spíše na jednu nebo několik základních oblastí, jako třeba korporátní nebo retailové bankovnictví. V podobném duchu lze hodnotit i zaměření Monety, která cíluje hodně na retailový segment za podpory široké sítě poboček a bankomatů. Banka dále působí především v segmentu živnostníků a malých a středních firem. Níže uvedená tabulka zobrazuje počty obchodních míst jednotlivých bank v roce 2016, které ilustrují míru zaměření na retailové klienty.

Tabulka 7: Počty OM a bankomatů vybraných bank

Počty obchodních míst a bankomatů vybraných bank	Obchodní místa	Bankomaty
Československá obchodní banka, a.s.	287	1 642
Česká spořitelna, a.s.	561	1 049
Komerční banka, a.s.	392	768
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.*	171	414
Raiffeisenbank a.s.*	134	141
MONETA Money Bank, a.s.	**230**	**632**
J&T Banka, a.s.*	6	0
PPF Banka a.s.	4	0
ING Bank NV*	8	0
Air Bank a.s.	34	180
Fio banka, a.s.*	92	159
Sberbank CZ a.s.*	29	33
Equa bank a.s.	20	0

Zdroj: Výroční a čtvrtletní zprávy
**Poznámka: Některé údaje dostupné pouze za 2015*

Z uvedených údajů vyplývá, že Moneta je co do počtu obchodních míst i bankomatů čtvrtou nejrozšířenější bankou v ČR, a překonává tak čtvrtou největší UniCredit Bank i pátou Raiffeisenbank.

2.2.4 Pozice Monety dle skupin produktů a klientů

Bankovní trh je možné segmentovat nejen z hlediska samotných bank, ale také z hlediska skladby produktů a klientů, které banky obsluhují. Tento pohled bude předmětem následující kapitoly. Pozornost bude dále věnována také členění vkladů, které slouží jako zdroje financování aktivit bank.

Vývoj trhu dle skupin produktů

Pro vyhodnocení vývoje bankovního trhu považuji za vhodné přistoupit odděleně k jednotlivým skupinám produktů, jejichž atraktivita se může v čase měnit, a to jak z pohledu banky, která se snaží vytvářet zisk, tak z pohledů klientů, jejichž potřeby by měly produkty uspokojovat. Uvedené údaje obsahují data za celý bankovní trh, přičemž tato byla agregována do skupin s podobným obsahem. Vyloučeny byly pouze úvěry ze stavebního spoření poskytované stavebními spořitelnami, které nepovažuji za relevantní přímou konkurenci Monety. Velikosti jednotlivých segmentů shrnuje následující tabulka.

Tabulka 8: Velikost a vývoj vybraných segmentů bankovního trhu, 2012-2016

Velikost trhu - úvěry					
Kč mil.	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Kontokorentní úvěry a kreditní karty	170 799	170 318	173 095	181 261	183 126
Spotřební úvěry	157 339	160 262	161 375	172 240	187 260
Hypotéky	864 255	909 656	964 962	1 029 455	1 100 159
Leasing a účelové úvěry	79 358	114 111	123 921	130 701	147 744
Komerční úvěry	949 682	1 027 776	1 084 456	1 141 775	1 203 268

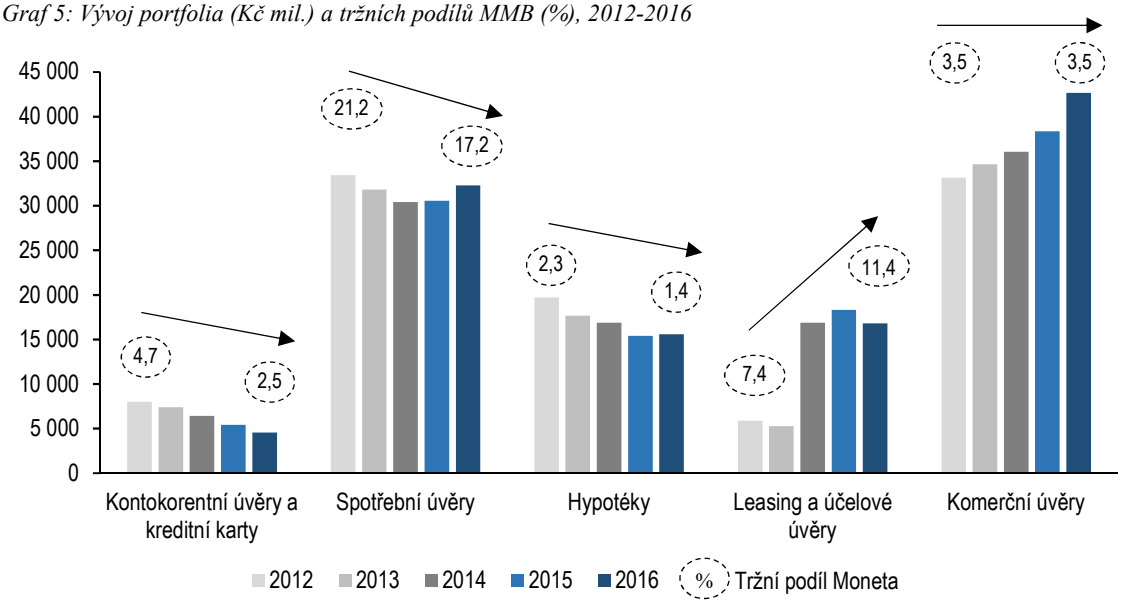
Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Jak ukazují výše uvedené údaje, největší část úvěrů v portfoliích bank představují komerční úvěry (poskytované firemním zákazníkům) a hypoteční úvěry. Během sledovaného období vykázaly nejvyšší dynamiku leasingové produkty a účelové úvěry (+86 %) následované hypotečními úvěry a komerčními úvěry (shodně +27 %).

Můžeme tedy pozorovat, že předpoklad o odlišném vývoji jednotlivých skupin produktů se potvrzuje. Pro účely ocenění je třeba dále analyzovat, jak si v jednotlivých segmentech stojí Moneta v porovnání s trhem. Jak bylo naznačeno v předchozí kapitole, zaměření konkurenčních bank na jednotlivé segmenty zákazníků a produktů je odlišné. Z tohoto důvodu bude důležité zjistit, které skupiny produktů jsou nejvýznamnější přímo

z hlediska oceňované banky, a jaká je dynamika její pozice v jednotlivých segmentech. Vývoj složek portfolia Monety a tržních podílů v těchto segmentech zobrazuje graf níže.

Graf 5: Vývoj portfolia (Kč mil.) a tržních podílů MMB (%), 2012-2016



Zdroj: ČNB, výroční zprávy, vlastní výpočty

Ve sledovaném období tvořily největší část portfolia Monety komerční úvěry (38 %, 2016) následované spotřebními úvěry (29 %, 2016). Z porovnání se strukturou celého trhu je zřejmé především to, že Moneta je nadprůměrně zaměřena na spotřební úvěry. Naopak slabší pozici má v případě hypotečních úvěrů. Těmto pozorováním odpovídají i vyjádřené tržní podíly Monety, dosahující v roce 2016 17,2 % všech spotřebních úvěrů a naopak pouze 1,4 % všech poskytnutých hypoték.

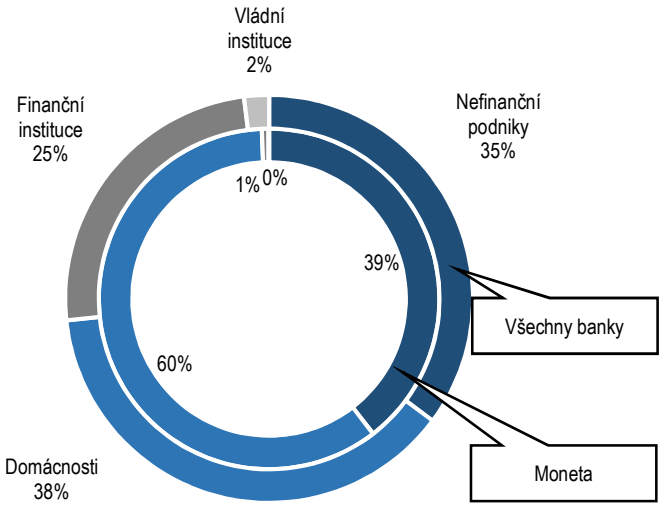
V absolutním vyjádření Moneta ztrácela v oblasti kontokorentních úvěrů a kreditních karet, hypoték a spotřebních úvěrů. Jelikož dynamika celého trhu byla ve všech segmentech pozitivní, docházelo v případě Monety k poklesu tržního podílu. Kde naopak Monetě portfolio rostlo byly komerční úvěry, leasingové produkty a účelové úvěry. Jak ale vidíme, v případě komerčních úvěrů se tržní podíl Banky ani přes citelný nárůst objemu nezvýšil, jelikož růst držel přibližně stejné tempo jako růst celého trhu. Skokové zvýšení objemu leasingů a účelových úvěrů bylo tedy jedinou oblastí, ve které Moneta dokázala trh překonat. Důvodem pro tento nárůst ovšem nebyl organický růst, nýbrž akvizice společnosti VB Leasing (později GE Money Leasing a MONETA Leasing).

Skladba klientů

Přestože největší část portfolia Monety tvoří komerční úvěry (39 %), většina ostatních produktů již souvisela s retailovým segmentem domácností (včetně živnostníků), konkrétně 60 % portfolia. Zbylé jedno procento tvořily pohledávky za finančními a vládními institucemi.

Přiložený graf dokazuje, že ve srovnání s celým trhem je orientace Monety na retailový segment výrazně větší.

Graf 6: Skladba tržního a klientského portfolia MMB, 2016



Zdroj: ČNB, výroční zpráva MMB 2016

Zajímavou skutečností je také velice nízký podíl pohledávek za finančními institucemi (centrální bankou a úvěrovými institucemi), který naznačuje, že Moneta je schopná shromážděné vklady přetvářet na úvěry, a nemusí přebytečnou likviditu ukládat jinde. Více bude tato problematika přiblížena ve finanční části této práce.

Členění vkladů

Po pohledu na pozici Monety v oblasti poskytovaných úvěrů se zaměříme na oblast vkladů, které slouží k financování většiny poskytovaných úvěrů.

Situace na trhu je v případě vkladů o poznání jednodušší než v případě úvěrů, protože budeme pracovat pouze se dvěma klíčovými kategoriemi. Část vkladů spadá do kategorie běžných a spořících účtů (nevázaných žádnou výpovědní lhůtou), část pak do kategorie termínovaných vkladů (s předem stanovenou výpovědní lhůtou). Vývoj celkového tržního objemu těchto kategorií vkladů je zobrazen níže.

Tabulka 9: Objemy vkladů na trhu, 2012-2016

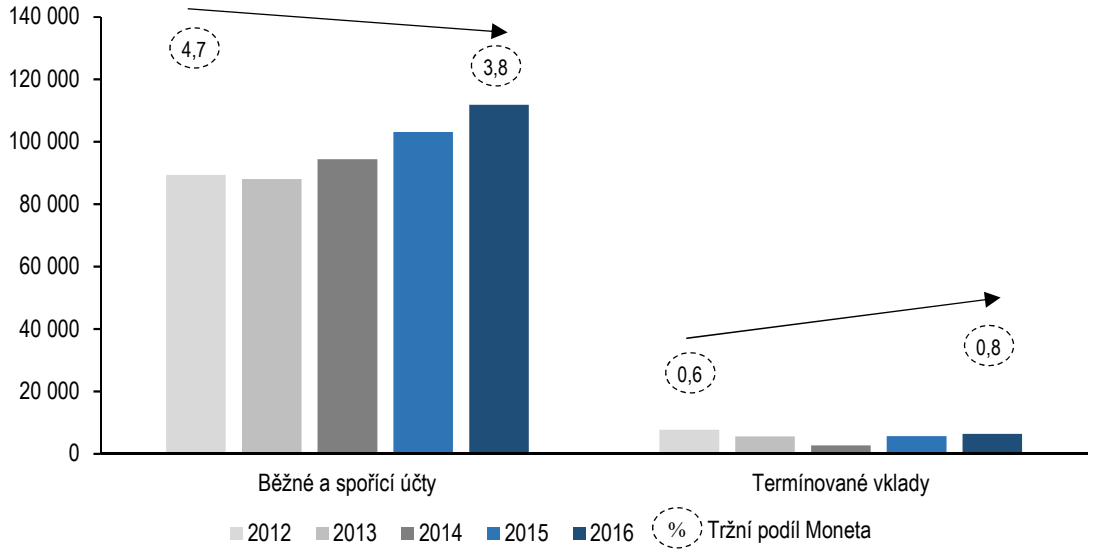
Velikost trhu - vklady					
Kč mil.	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Běžné a spořící účty	1 919 724	2 108 874	2 391 442	2 656 552	2 959 785
Termínované vklady	1 207 858	1 231 193	1 043 689	864 160	807 428
Vklady celkem	**3 127 582**	**3 340 066**	**3 435 131**	**3 520 712**	**3 767 213**

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Během sledovaného období docházelo k růstu vkladů na běžných a spořících účtech, který byl částečně kompenzován odlivem prostředků z vkladů termínovaných. Celkové

objemy vkladů vzrostly přibližně o 20 %. Jak tomu bylo v případě Monety, ukazuje graf níže.

Graf 7: Vývoj vkladů (Kč mil.) a tržních podílů MMB (%), 2012-2016

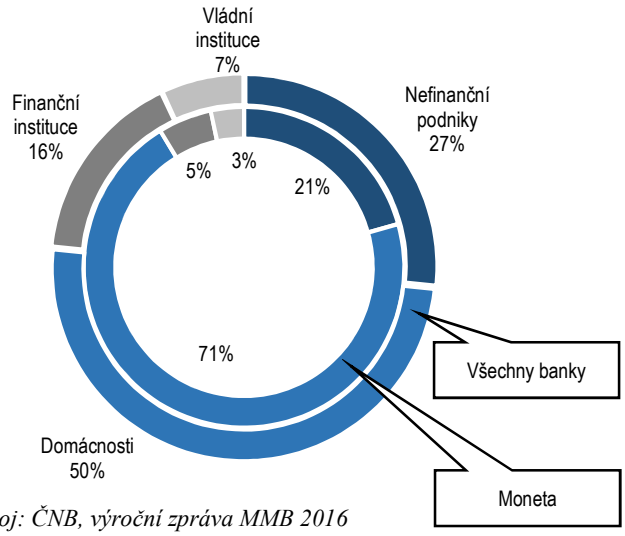


Zdroj: ČNB, výroční zprávy, vlastní výpočty

Z uvedeného srovnání vyplývá, že ačkoliv objem depozit u Banky v posledních letech rostl, v porovnání s trhem rostly vklady u Monety relativně pomaleji. Objem termínovaných vkladů byl poměrně malý, proto jeho vývoj není příliš relevantní. Klesající tržní podíl Monety v případě depozitních produktů ukazuje především na nižší schopnost přilákat zákazníky výhodnými podmínkami pro úročení vkladů a poplatkovou strukturu. Ačkoliv doposud Moneta nedostatkem zdrojů netrpěla a její poměr úvěrů k vkladům měl klesající tendenci, měla by Banka v budoucnosti přemýšlet o zatraktivnění svých depozitních produktů, aby mohla naplnit své expanzivní plány. Lze předpokládat, že taková strategie by se projevila růstem úrokových nákladů (z důvodu vyšších nabízených sazeb) a částečně nejspíš i dodatečných marketingových nákladů.

Největší část vkladů u Monety (71 %) byla v roce 2016 tvořena vklady domácností (vč. podnikatelských fyzických osob). Přibližně 21 % vkladů pocházelo od nefinančních podniků a zbylé jednotky procent připadaly na finanční a vládní instituce. V porovnání s trhem je zde také patrná určitá disproporce ve prospěch retailových klientů, plynoucí ze zaměření banky.

Graf 8:Skladba vkladů MMB a trhu, 2016



Zdroj: ČNB, výroční zpráva MMB 2016

Prezentované cíle managementu

V souvislosti s odloučením Monety a koncernu GE se Banka stala společností s vyšší mírou autonomie. Tuto změnu reflektuje i jmenování nového CEO v roce 2015 a formulování strategických cílů. Současná strategie Monety vychází z následujících cílů:

1) Udržovat a rozvíjet aktivitu v retailovém segmentu a současně významně posílit postavení v segmentu malých a středních podniků.

2) Pokračovat v postupné proměně obchodního mixu, diverzifikovat zdroje příjmů a stát se vedoucí bankou pro OSVČ, živnostníky a malé podniky v ČR.

3) Posílit retailovou pozici díky cenové politice, získat nové klienty a řídit lépe rizika za účelem podpory růstu nezajištěných spotřebitelských úvěrů a rozvoje nabídky hypotečních produktů, rozšířit nabídku produktů třetích stran, zejména pojištění a investičních fondů.

4) Cross-selling v komerčním segmentu a prohlubování obchodních vztahů se středně velkými komerčními klienty díky jedinečné pozici poskytovatele bankovních služeb v zemědělském sektoru a leasingových produktů v rámci skupiny.

5) Organický růst založený na rozvoji dlouhodobých bankovních vztahů a zajištění přístupu malých podniků k řešení a službám v oblasti platebního styku (value-based payments), řízení likvidity a financování.

Prezentované cíle ukazují, že si je Banka vědoma svých konkurenčních výhod, na nichž chce stavět další růst. Tyto cíle budou spolu s dalšími faktory zohledněny při sestavování prognózy tržních podílů dosažených Bankou v nadcházejících letech.

2.2.5 Prognóza vývoje trhu na základě strategické analýzy

V předchozích částech práce jsem pomocí regresní funkce stanovil očekávaný vývoj celkového objemu úvěrů v ČR. Dále jsem trh rozdělil do několika segmentů, na něž se Moneta zaměřuje s odlišnou intenzitou a v nichž má různě silné postavení. Pro odhad budoucího vývoje portfolia Monety musíme nejprve předpovědět vývoj jednotlivých segmentů trhu, po čemž bude následovat prognóza tržních podílů Banky a jejího portfolia.

Následující tabulka ukazuje, jak se jednotlivé segmenty trhu vyvíjely v minulosti a jakou strukturu budu očekávat v následujících obdobích.

Tabulka 10: Struktura dílčích segmentů bankovního trhu

Vývoj segmentů trhu	2012	2013	2014	2015	2016	Plán 2017+
Celkový objem úvěrů (Kč mil.)	2 360 046	2 514 321	2 634 880	2 782 378	2 950 383	-
Z toho:						
Kontokorentní úvěry a kreditní karty	7,2%	6,8%	6,6%	6,5%	6,2%	6,0%
Spotřební úvěry	6,7%	6,4%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%
Hypotéky	36,6%	36,2%	36,6%	37,0%	37,3%	37,5%
Leasing a účelové úvěry	3,4%	4,5%	4,7%	4,7%	5,0%	5,0%
Komerční úvěry	40,2%	40,9%	41,2%	41,0%	40,8%	41,0%

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Z uvedených dat vyplývá, že struktura úvěrů se v minulosti měnila velmi pozvolně a změny dosahovaly řádově desetin procentních bodů. Z tohoto důvodu si můžeme dovolit zjednodušení v podobě odhadu stabilní struktury v budoucnosti, kterou reprezentuje poslední sloupec výše uvedené tabulky. Pro úplnost dodávám, že tabulka nezahrnuje úvěry ze stavebního spoření a podobné produkty, které nejsou v případě Monety relevantní.

Pomocí regresní analýzy jsem stanovil očekávaný vývoj celkového objemu úvěrů. Výše jsem odhadl proporci relevantních úvěrových produktů pro nadcházející roky. Nyní již můžeme přistoupit k prognóze jednotlivých dílčích tržních segmentů, na nichž Moneta operuje.

Tabulka 11: Prognóza vývoje dílčích tržních segmentů (Kč mil.), 2017 - 2023

Prognóza trhu	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Celkový objem úvěrů	3 146 885	3 354 662	3 555 183	3 754 780	3 959 701	4 156 751	4 358 748
Z toho:							
Kontokorentní úvěry a kreditní karty	188 813	201 280	213 311	225 287	237 582	249 405	261 525
Spotřební úvěry	198 254	211 344	223 977	236 551	249 461	261 875	274 601
Hypotéky	1 180 082	1 257 998	1 333 194	1 408 043	1 484 888	1 558 782	1 634 531
Leasing a účelové úvěry	157 344	167 733	177 759	187 739	197 985	207 838	217 937
Komerční úvěry	1 290 223	1 375 412	1 457 625	1 539 460	1 623 477	1 704 268	1 787 087

Zdroj: Vlastní výpočty

Výše uvedený vývoj bude základem pro odhad budoucího portfolia oceňované banky.

2.2.6 Prognóza tržního podílu a poskytnutých úvěrů MMB na základě strategické analýzy

Z dosavadního vývoje tržních podílů, strategické analýzy a cílů managementu můžeme odvodit další předpokládané směřování Banky a výši dosažených tržních podílů v jednotlivých segmentech bankovního trhu.

Tabulka 12: Odhad tržních podílů MMB, 2017 - 2023

Tržní podíly MMB	Kontokorentní úvěry a kreditní karty	Spotřební úvěry	Hypotéky	Leasing a účelové úvěry	Komerční úvěry
2012	*4,7%*	*21,2%*	*2,3%*	*7,4%*	*3,5%*
2013	*4,3%*	*19,8%*	*1,9%*	*4,6%*	*3,4%*
2014	*3,7%*	*18,8%*	*1,7%*	*13,6%*	*3,3%*
2015	*3,0%*	*17,7%*	*1,5%*	*14,0%*	*3,4%*
2016	*2,5%*	*17,2%*	*1,4%*	*11,4%*	*3,5%*
2017P	*2,4%*	*17,3%*	*1,5%*	*11,8%*	*3,6%*
2018P	*2,3%*	*17,4%*	*1,5%*	*12,2%*	*3,6%*
2019P	*2,2%*	*17,5%*	*1,5%*	*12,6%*	*3,7%*
2020P	*2,1%*	*17,6%*	*1,5%*	*13,0%*	*3,7%*
2021P	*2,0%*	*17,8%*	*1,5%*	*13,5%*	*3,8%*
2022P	*2,0%*	*17,8%*	*1,5%*	*13,5%*	*3,8%*
2023P	*2,0%*	*17,8%*	*1,5%*	*13,5%*	*3,8%*

Zdroj: Vlastní výpočty

Na základě předpokládaných tržních podílů (Tabulka 12) a očekávaného vývoje trhu (Tabulka 11) již můžeme sestavit kompletní prognózu portfolia Monety pro roky 2017 až 2023.

Tabulka 13: Prognóza portfolia MMB (Kč mil.), 2017 - 2023

Prognóza portfolia MMB	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Kontokorentní úvěry a kreditní karty	4 532	4 629	4 693	4 731	4 752	4 988	5 230
Spotřební úvěry	34 298	36 774	39 196	41 633	44 404	46 614	48 879
Hypotéky	17 111	18 870	19 998	21 121	22 273	23 382	24 518
Leasing a účelové úvěry	18 567	20 463	22 398	24 406	26 728	28 058	29 422
Komerční úvěry	45 803	49 515	53 203	56 960	60 880	63 910	67 016
Úvěry a pohl. za klienty	**120 310**	**130 251**	**139 488**	**148 851**	**159 037**	**166 952**	**175 065**

Zdroj: Vlastní výpočty

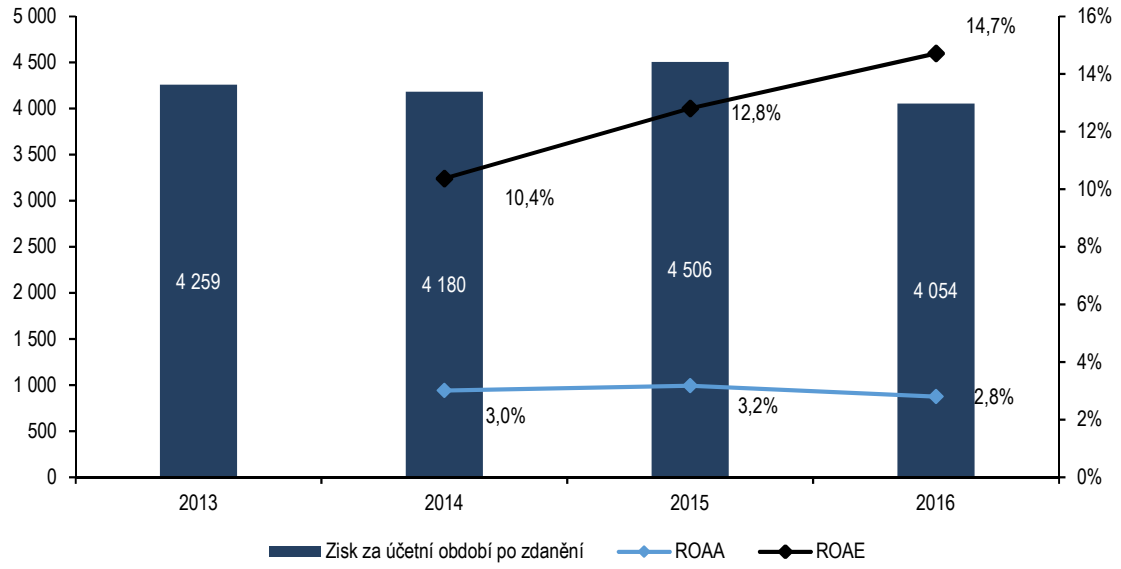
2.3 Finanční analýza

Po provedené strategické analýze a prognóze vývoje portfolia Monety nyní přistoupíme k finanční analýze, která bude východiskem vyhodnocení finančního zdraví oceňované banky a k sestavení finančního plánu pro účely ocenění.

2.3.1 Analýza vrcholových ukazatelů

Vývoj vrcholových ukazatelů ziskovosti Monety znázorňuje následující graf.

Graf 9: Vývoj ukazatelů rentability (Kč mil.), 2013-2016



Zdroj: Výroční zprávy MMB

Hlavním agregátním ukazatelem toho, jakou hodnotu generuje Banka pro vlastníky, je ukazatel rentability průměrného vlastního kapitálu (ROAE). Tento ukazatel se ve sledovaných letech vyvíjel velice pozitivně, a mezi lety 2014 a 2016 vzrostl o 4,3 procentních bodů. Pohled na další ukazatele odhaluje, že tento růst nebyl v první řadě způsoben nárůstem zisku Banky (který osciloval mezi 4 a 4,5 mld. Kč), nýbrž dalšími

faktory. Vývoj ukazatele ROAA kopíroval vývoj čistého zisku, což napovídá, že hlavní příčinou růstu ROAE byl rostoucí podíl cizích zdrojů Banky v poměru k vlastnímu kapitálu. Tento poměr lze vyjádřit ukazatelem kapitálového multiplikátoru.

Tabulka 14: Vývoj kapitálového multiplikátoru MMB, 2014-2016

Vývoj kapitálového multiplikátoru	2013	2014	2015	2016
Kapitálový multiplikátor	-	3,4	4,0	5,3

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Růst kapitálového multiplikátoru potvrzuje, že Banka ve sledovaném období zvyšovala podíl cizích zdrojů na celkových aktivech, čímž zvyšovala rentabilitu vlastního kapitálu.

Jaká byla rentabilita Banky ve srovnání s konkurenčními českými bankami, zobrazuje tabulka níže.

Tabulka 15: Porovnání rentability českých bank, 2016

Porovnání rentability českých bank	ROAA	ROAE
Československá obchodní banka, a.s.	1,4%	17,3%
Česká spořitelna, a.s.	1,4%	12,7%
Komerční banka, a.s.	1,5%	13,4%
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	1,1%	10,7%
Raiffeisenbank a.s.	1,0%	15,0%
MONETA Money Bank, a.s.	**2,8%**	**14,7%**
J&T Banka, a.s.	0,9%	6,4%
PPF Banka a.s.	1,0%	16,0%
ING Bank NV	0,7%	58,0%
Air Bank a.s.	0,3%	5,4%
Fio banka, a.s.	0,1%	8,6%
Sberbank CZ a.s	0,2%	3,4%
Equa bank a.s.	0,2%	3,0%

Zdroj: Výroční zprávy bank

Z uvedených údajů je zřejmé, že Moneta dosahuje velmi nadprůměrné rentability průměrných aktiv a také poměrně vysokých hodnot rentability vlastního kapitálu. Analýza jednotlivých složek zisku generovaného Bankou bude předmětem následující kapitoly.

2.3.2 Analýza výsledovky

Vývoj zisku Monety v letech 2013-2016 nevykazoval jednoznačný trend a osciloval mezi 4 a 4,5 mld. Kč. Během celého sledovaného období docházelo k poklesu hlavních zdrojů výnosů Banky, jimiž jsou úrokové výnosy spolu s inkasovanými poplatky a provizemi. Ve sledovaném období navíc Bance rostly správní náklady a od roku 2014 také náklady na zaměstnance. Zásadním faktorem, který za těchto podmínek bránil setrvalému poklesu

zisků Banky, byly klesající ztráty ze znehodnocení úvěrů a pohledávek. Jednotlivé významné položky nákladů a výnosů budou podrobněji zkoumány dále.

Úrokové výnosy a náklady

Nejvýznamnější položkou vstupující do výsledku hospodaření Monety jsou čisté úrokové výnosy, které představují rozdíl mezi výnosovými a nákladovými úroky.

Tabulka 16: Úrokové výnosy a náklady MMB (Kč mil.), 2013-2016

Úrokové výnosy a náklady	2013	2014	2015	2016
Výnosy z úroků a podobné výnosy	10 385	9 670	9 522	8 494
Náklady na úroky a podobné náklady	-557	-285	-212	-189
Čistý úrokový výnos	**9 828**	**9 385**	**9 310**	**8 305**

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Jak již bylo zmíněno, ve sledovaném období docházelo k postupnému poklesu úrokových výnosů Banky. Za příčinu tohoto negativního trendu lze na první pohled považovat především makroekonomický vývoj a přebytek peněz v ekonomice, díky čemuž docházelo ve sledovaném období k celkovému poklesu úrokových sazeb ve většině vyspělých zemích včetně České republiky. Zda tomu tak skutečně bylo, nám pomůže pochopit sada poměrových ukazatelů, které propojují informace z výsledovky a rozvahy.

Tabulka 17: Poměrové ukazatele úrokových výnosů MMB, 2014-2016

Poměrové ukazatele úrokových výnosů	2013	2014	2015	2016
Čistá úroková marže	-	6,9%	6,7%	5,9%
Ukazatel výnosových aktiv	-	97,4%	97,8%	97,9%
Průměrná sazba úročených aktiv	-	7,1%	6,9%	6,0%
Průměrná sazba úročených závazků	-	-0,3%	-0,2%	-0,2%
Čisté úrokové rozpětí	-	6,8%	6,7%	5,8%

Zdroj: Vlastní výpočty

Mezi lety 2014 a 2016 zaznamenala Moneta pokles čisté úrokové marže o jeden procentní bod. Z toho můžeme odvodit, že pokles čistých úrokových výnosů nebyl způsoben klesajícím objemem úročených aktiv Banky (ta dokonce rostla), nýbrž poklesem průměrné úrokové sazby z držených aktiv. Tento vývoj tedy podporuje tezi o vnějších, makroekonomických příčinách poklesu úrokových výnosů Banky.

Ačkoliv se pokles úrokových sazeb dotýká i úrokových nákladů bank, můžeme říci, že v případě Monety se jedná o relativně málo významný parametr, vstupující do jejího hospodaření.

Výnosy z poplatků a provizí

Vývoj výnosů i nákladů na poplatky a provize byl velice podobný vývoji úrokových výnosů a nákladů, jak dokládá následující tabulka.

Tabulka 18: Náklady a výnosy z poplatků a provizí MMB (Kč mil.), 2013-2016

Náklady a výnosy z poplatků a provizí	2013	2014	2015	2016
Výnosy z poplatků a provizí	3 523	3 004	2 631	2 267
Náklady na poplatky a provize	-365	-330	-295	-306
Čistý výnos z poplatků a provizí	**3 158**	**2 674**	**2 336**	**1 961**

Zdroj: Výroční zprávy MMB

I přes nápadně podobný vývoj čistých výnosů z úroků a poplatků je při bližším pohledu možné postřehnout, že v případě poplatků bylo tempo poklesu významně vyšší (průměrně 14,7 % ročně), než tomu bylo u úrokových výnosů (5,5 % ročně). Důvodem této odlišnosti je to, že spolu obě veličiny ve skutečnosti příliš úzce nesouvisí a jejich vývoj podléhá odlišným tlakům. Klesající úrokové výnosy souvisely s celkovým poklesem úrokových sazeb v ekonomice, kdežto výnosy z poplatků a provizí jsou mnohem více závislé na politice té které banky. V posledních letech jsme mohli být v ČR svědky zvýšeného konkurenčního boje v bankovnictví, kdy na trh vstoupili noví hráči a malé banky, jejichž hlavní konkurenční výhoda tkvěla právě především v jednoduché struktuře a celkově nižší úrovni účtovaných poplatků. Pokles výnosů z poplatků lze tedy považovat za důsledek zvýšené soutěživosti bank a za snahu Monety o udržení zákazníků. Tento závěr bude důležitý při sestavování finančního plánu, kdy bude vhodné prognózovat oba hlavní zdroje výnosů Banky odděleně na základě odlišných faktorů.

Provozní náklady

Mezi provozní náklady banky patří náklady na zaměstnance, ostatní správní náklady, odpisy dlouhodobého majetku a ostatní provozní náklady.

Tabulka 19: Provozní náklady MMB (Kč mil.), 2013-2016

Provozní náklady	2013	2014	2015	2016
Náklady na zaměstnance	-2 275	-1 991	-2 243	-2 263
Ostatní správní náklady	-1 887	-1 933	-1 969	-2 022
Odpisy hmotného a nehmotného majetku	-531	-479	-520	-310
Ostatní provozní náklady	-886	-1 045	-801	-489
Provozní náklady celkem	**-5 579**	**-5 448**	**-5 533**	**-5 084**

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Celková výše provozních nákladů Banky se v letech 2013-2015 významně neměnila a držela se okolo 5,5 mld. Kč, jelikož uvedené položky vykazovaly poměrně stabilní vývoj. V roce 2016 celkové provozní náklady klesly přibližně o 9 %, což bylo způsobeno poklesem odpisů a ostatních provozních nákladů. Pokles odpisů byl dán přeceněním některých hmotných a nehmotných aktiv v souvislosti s osamostatněním Monety v roce 2016. Ostatní provozní náklady byly ovlivněny primárně poklesem tvorby rezerv na soudní spory (související s prodejem bývalé Agrobanky koncernu GE).

Ztráty ze znehodnocení úvěrů a pohledávek

Poslední významnou výsledkovou položkou jsou ztráty ze znehodnocení úvěrů a pohledávek. Ty dosahovaly v roce 2013 více než 2,5 mld. Kč, a velice významně tak ovlivňovaly výsledek hospodaření Banky.

Tabulka 20: Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek MMB (Kč mil.), 2013-2016

Kč mil.	2013	2014	2015	2016
Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	-2 547	-1 742	-849	-927

Zdroj: Výroční zprávy MMB

V uplynulých letech se Bance dařilo tyto ztráty snižovat průměrným tempem 28,6 % ročně na přibližně 0,9 mld. Kč v roce 2016, což při současném zvyšování objemu aktiv Banky značí zlepšování kvality jejího portfolia. Tato problematika bude více rozebrána v kapitole věnované analýze rozvahy.

2.3.3 Analýza aktiv

V této části finanční analýzy jsou analyzovány významné položky aktiv a jejich vývoj ve sledovaném období. V návaznosti na předchozí kapitolu bude nejprve věnována pozornost úvěrovému portfoliu Banky a pohledávkám za klienty, které představují klíčovou položku aktiv bank.

Úvěry a pohledávky za klienty

Ve výkazu o finanční pozici Banky (rozvaze) jsou úvěry a pohledávky za klienty vykazovány ve výši zůstatku nesplacené jistiny zvýšené o akruovanou část naběhnutého úroku. Takto vypočtená hrubá výše pohledávky je dále upravena o opravné položky, které odrážejí snížení hodnoty pohledávky v důsledku pravděpodobnosti jejich zhoršené dobytnosti (kvality). Tvorba opravných položek se průběžně promítá do výsledku hospodaření, konkrétně do položky ztrát ze znehodnocení úvěrů a pohledávek, která byla zmíněna výše.

Výši opravných položek stanovuje oddělení kreditních rizik, které vyčísluje současnou hodnotu očekávaných peněžních toků z jednotlivých úvěrů (v případě větších, individuálně posuzovaných úvěrů). V případě Monety, která je obzvláště silná v oblasti spotřebitelských úvěrů a dalších menších půjček, má velký význam také část opravných položek tvořených na portfoliové bázi pomocí statistických metod dle doby po splatnosti. Do odhadu peněžních toků vstupují faktory, jako je pravděpodobnost selhání dlužníka, ztráta v případě, že k selhání dojde, výše případného zajištění (zástavy, záruky), odhadovaný výnos ze zpeněžení zástavy a faktor času. Moneta používá při stanovení opravných položek vlastní interní modely a jednotlivé pohledávky třídí a vykazuje v souladu s metodikou ČNB. Jednotlivé kategorie pohledávek dle doby po splatnosti zobrazuje tabulka níže.

Tabulka 21: Úvěrové portfolio MMB dle splatnosti, 2013-2016

Úvěry MMB dle splatnosti				
Kč mil.	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Retailové úvěry				
Do splatnosti	53 916	51 534	49 526	51 217
1-30 dní po splatnosti	3 091	2 383	2 028	1 945
31-60 dní po splatnosti	571	432	352	305
61-90 dní po splatnosti	281	228	169	167
Retailové úvěry celkem	**57 859**	**54 577**	**52 075**	**53 634**
Komerční úvěry				
Do splatnosti	35 364	47 193	51 615	55 308
1-30 dní po splatnosti	1 460	2 309	2 146	1 131
31-60 dní po splatnosti	87	340	248	301
61-90 dní po splatnosti	46	131	108	173
Komerční úvěry celkem	**36 957**	**49 973**	**54 117**	**56 913**
Nevýkonné úvěry (přes 90 dní)	**16 513**	**15 547**	**14 023**	**7 488**
Hrubá výše úvěrů celkem	**111 329**	**120 097**	**120 215**	**118 035**
Individuální opravné položky	-820	-928	-1 027	-406
Portfoliové opravné položky	-13 016	-11 972	-10 751	-5 769
Úvěry a pohledávky za klienty	**97 493**	**107 197**	**108 437**	**111 860**

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Z uvedených údajů vyplývá, že absolutní výše nevýkonných úvěrů (NPL) během celého sledovaného období klesala a v roce 2016 dosáhla pouze 45 % výše oproti roku 2013. Nejvýznamnější pokles byl zaznamenán právě v roce 2016, což bylo dáno odepsáním a prodejem části nevýkonných úvěrů v portfoliu Banky. V rámci výkonných úvěrů můžeme pozorovat také postupné mírné zlepšování kvality portfolia, a to jak v kategorii retailových, tak v kategorii komerčních úvěrů. Konečný dopad na poměrové ukazatele kvality portfolia znázorňuje tabulka níže.

Tabulka 22: Kvalita úvěrového portfolia MMB, 2013-2016

Kvalita úvěrového portfolia MMB				
Kč mil.	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Výkonné úvěry	94 816	104 550	106 192	110 547
Nevýkonné úvěry	16 513	15 547	14 023	7 488
Hrubá výše úvěrů celkem	**111 329**	**120 097**	**120 215**	**118 035**
Opravné položky celkem	-13 836	-12 900	-11 778	-6 175
NPL ratio	**14,8%**	**12,9%**	**11,7%**	**6,3%**
NPL coverage	83,8%	83,0%	84,0%	82,5%

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Klesající ukazatel poměru nevýkonných úvěrů na celkových úvěrech potvrzuje, že kvalita portfolia měla po celé sledované období rostoucí tendenci. Tento vývoj pravděpodobně částečně souvisí se zlepšením makroekonomické situace a expanzí české ekonomiky, zčásti ho lze nejspíše připsat také Bankou deklarované snaze o optimalizaci řízení rizik a zvyšování kvality portfolia. Nicméně jak již bylo uvedeno ve strategické analýze, jednalo se o obecný trend platný pro celý český bankovní sektor. Hodnota krytí nevýkonných úvěrů opravnými položkami se držela na poměrně stabilní úrovni mezi 82 % a 84 %, což značí schopnost Banky stabilně předpovídat a vyčíslovat rizika spojená s poskytnutými úvěry. Zároveň je však tento ukazatel poměrně vzdálen hodnotě 100 %, kdy by byly průběžně tvořeny opravné položky přesně odpovídající skutečnému selhávání úvěrů. V případě selhání tedy musí za současné situace Moneta jednotlivé úvěry v předmětném roce jednorázově *doodepsat*.

Pro účely sestavení finančního plánu je důležité posoudit, zda trend rostoucí kvality portfolia Monety může pokračovat i v budoucnosti. Hodnotu NPL poměru konkurenčních českých bank v roce 2016 zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 23: NPL poměr českých bank, 2016

NPL poměr vybraných bank v ČR	NPL poměr
Československá obchodní banka, a.s.	3,0%
Česká spořitelna, a.s.	3,2%
Komerční banka, a.s.	3,8%
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.*	5,1%
Raiffeisenbank a.s.*	3,8%
MONETA Money Bank, a.s.	**6,3%**
J&T Banka, a.s.*	12,4%
PPF Banka a.s.	5,4%
ING Bank NV*	0,0%
Air Bank a.s.	1,1%
Fio banka, a.s.*	5,0%
Sberbank CZ a.s.*	5,2%
Equa bank a.s.	3,0%

Zdroj: Výroční zprávy bank 2016 (údaje k roku 2015)*

Z konkurenčního srovnání plyne, že by určitý prostor pro další snižování NPL poměru, a tedy růst kvality portfolia mohl v případě Monety připadat v úvahu. Na druhou stranu je třeba vzít v úvahu strukturu produktů a zákazníků, která se odráží v kvalitě aktiv jednotlivých bank, a také to, že dosud Moneta zlepšovala kvalitu svého portfolia mnohem pozvolněji, než tomu bylo v posledním roce díky prodeji nevýkonných úvěrů. Proto pro další roky ve finančním plánu budu vycházet z aktuální hodnoty ukazatele NPL a jako pravděpodobnější scénář počítat s jeho udržením i v budoucnosti.

Realizovatelná finanční aktiva

Druhou nejvýznamnější položkou aktiv Banky byla ve sledovaném období realizovatelná finanční aktiva. Drtivou většinu realizovatelných finančních aktiv Monety představovaly státní dluhopisy České republiky. Výnosy z těchto aktiv jsou účtovány do výsledku hospodaření metodou efektivní úrokové míry. Přecenění těchto aktiv se k rozvahovému dni promítá do ostatního úplného výsledku. Do výsledku hospodaření se přecenění promítá až v okamžiku případného prodeje těchto aktiv.

Tabulka 24: Vývoj realizovatelných finančních aktiv MMB (Kč mil.), 2013-2016

Kč mil.	2013	2014	2015	2016
Realizovatelná finanční aktiva	22 835	20 401	13 255	13 749

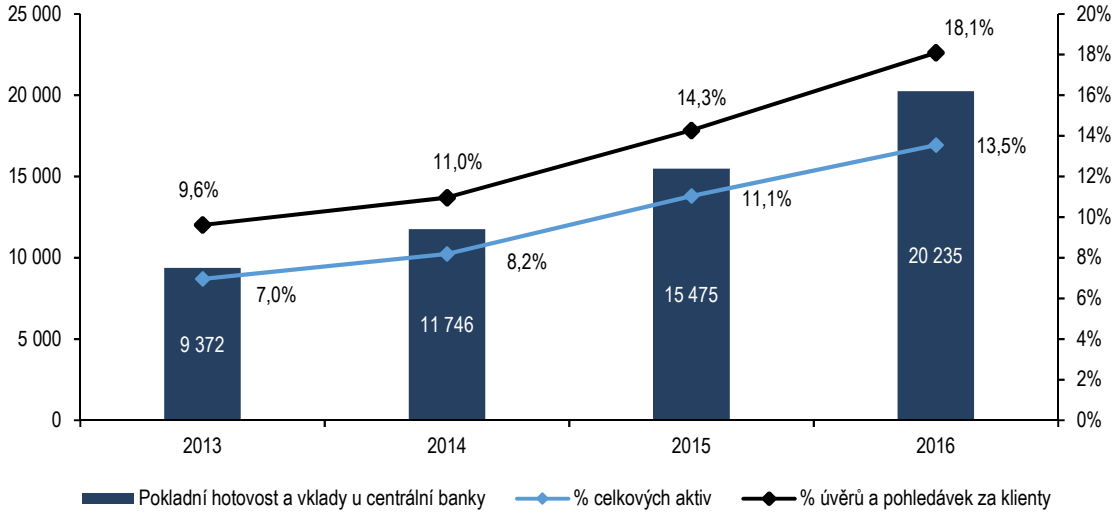
Zdroj: Výroční zprávy MMB

Ve sledovaném období měla výše realizovatelných finančních aktiv v držení Banky spíše klesající tendenci. Tento vývoj naznačuje, že zde nelze hledat přímou vazbu na výši hlavní aktivní položky (úvěry a pohledávkami za klienty), ani na výši celkových aktiv, která ve sledovaném období měla rostoucí tendenci. Pro účely dalšího plánování této položky k ní proto budu přistupovat jako k nástroji řízení přebytečné likvidity Banky. Výnosy z realizovatelných finančních aktiv se účtují v rámci úrokových výnosů, kde ovšem představují relativně nevýznamnou položku (~1 %), proto nebude tato výnosová položka ve finančním plánu prognózována odděleně od ostatních úrokových výnosů.

Pokladní hotovost a vklady u centrální banky

Třetí významnou položkou aktiv Monety je pokladní hotovost a vklady u centrální banky. Výše této položky v posledních letech neustále rostla a v roce 2016 již dosahovala o 116 % vyšší úrovně než v roce 2013.

Graf 10: Vývoj pokladní hotovosti a vkladů MMB u centrální banky (Kč mil.), 2013-2016



Zdroj: Výroční zprávy MMB

Jak znázorňují linie v grafu výše, zůstatky hotovosti a vkladů u centrální banky rostly rychleji než výše celkových aktiv i úvěrů a pohledávek za klienty. Pro pochopení uvedeného vývoje bude vhodný pohled na detailnější strukturu této rozvahové položky.

Tabulka 25: Struktura hotovosti a vkladů MMB u CB (Kč mil.), 2013-2016

Struktura hotovosti a vkladů MMB u CB				
Kč mil.	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Pokladní hotovost a peníze na cestě	3 610	4 120	3 778	3 843
Povinné minimální rezervy	1 872	1 886	1 997	2 292
Vklady u CB nad rámec PMR	3 890	5 740	9 700	14 100
Pokladní hotovost a vklady u CB	**9 372**	**11 746**	**15 475**	**20 235**

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Podrobnější rozpad pokladní hotovosti a vkladů u centrální banky ukazuje, že růst byl způsoben především zvyšujícími se zůstatky vkladů u centrální banky nad rámec povinných minimálních rezerv. Detail dále ukazuje, že výše hotovosti držené k zajištění nezbytných transakcí byla relativně stabilní a mírně rostoucí požadavky na povinné minimální rezervy byly bez problému naplněny. Ukládání přebytečné hotovosti u centrální banky pak může být doprovodným jevem poklesu držených realizovatelných finančních aktiv (státních dluhopisů), jelikož tyto v posledních letech nesly minimální, či dokonce záporný úrok.

Hmotný a nehmotný majetek

Mimo výše uvedených aktivních položek rozvahy Banky je vhodné zmínit i hmotný a nehmotný majetek, který v případě velké části podniků obvykle tvoří významnou část

aktiv. V případě bank tomu tak většinou není, což je i případ Monety. Většina hmotného a nehmotného majetku Banky je tvořena softwarem, IT vybavením a vykázaným technickým zhodnocením pronajatých prostor. Vzhledem k tomu, že v součtu výše hmotného a nehmotného majetku nepředstavovala ani 1 % celkových aktiv, nebude jim zde věnováno více prostoru.

Ostatní položky aktiv Banky dosahovaly také relativně málo významných hodnot. Všechna Bankou vlastněná aktiva jsem vyhodnotil jako provozní. Vývoj všech rozvahových položek spolu s horizontální analýzou je součástí přílohy této práce.

2.3.4 Analýza závazků

Následující část bude věnována analýze závazků. Nejprve se podíváme na závazky vůči klientům, které tvoří největší část celkových závazků Banky.

Závazky vůči klientům a bankám

V roce 2016 představovaly závazky vůči klientům 95,2 % celkových závazků Banky bez započtení vlastního kapitálu, a byly tak jednoznačně nejvýznamnější pasivní položkou rozvahy. Spolu se vklady jiných bank u MMB tak tvořily největší zdroje financování poskytovaných úvěrů Bankou.

Tabulka 26: Struktura vkladů klientů a bank u MMB (Kč mil.), 2013-2016

Struktura vkladů u MMB				
Kč mil.	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Běžné a spořící účty	87 857	94 119	102 809	109 188
Termínované vklady	5 528	2 658	5 639	6 380
Ostatní závazky ke klientům	256	229	250	684
Závazky k bankám	123	247	289	2 657
Závazky ke klientům a bankám	**93 764**	**97 253**	**108 987**	**118 909**

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Struktura vkladů u Monety ukazuje, že klíčovým zdrojem prostředků Banky jsou běžné a spořící účty, následované termínovanými vklady. Téměř všechny položky vykazovaly ve sledovaném období rostoucí trend, s výjimkou poklesu termínovaných vkladů a ostatních závazků ke klientům v roce 2014.

Jak již bylo uvedeno ve strategické analýze, náklady financování pomocí vkladů se pohybují v řádu desetin procenta per annum, přičemž nejnižší jsou u běžných účtů retailových klientů, jak ukazuje přehled níže.

Tabulka 27: Náklady financování, 2016

Náklady financování vkladů	Zůstatek (Kč mil.)	Náklady financování
Retailová divize	**73 167**	
Běžné účty	37 181	0,0%
Spořící účty	35 409	0,4%
Termínované vklady	577	0,9%
Komerční divize	**45 058**	
Běžné účty	30 445	0,1%
Spořící účty	8 810	0,2%
Termínované vklady	5 803	0,2%
Ostatní závazky	**684**	
Celkem vklady	**118 909**	**0,2%**

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Jednou z typických vlastností bankovního podnikání je transformace zdrojů z časového hlediska, kdy se z krátkodobých vkladů (vklady na viděnou) tvoří aktiva s významně delší splatností. Z tohoto důvodu musí banky sledovat riziko, že nebudou disponovat dostatečnou likviditou v případě, že by velké množství klientů požadovalo vyplacení svých vkladů. Jedním z typicky sledovaných ukazatelů likvidity je poměr klientských úvěrů a vkladů, který může upozornit na přebytek nebo nedostatek zdrojů, které banka od klientů získává. V případě Monety jde o obzvláště významný ukazatel, protože nevyužívá téměř žádné další cizí zdroje financování (jako např. dluhopisy).

Tabulka 28: Vývoj poměru úvěrů k vkladům, 2013-2016

Vývoj úvěrů a vkladů u MMB (Kč mil.)	2013	2014	2015	2016
Úvěry a pohledávky za klienty	97 493	107 197	108 437	111 860
Vklady (závazky ke klientům bez bank)	93 641	97 006	108 698	116 252
Poměr úvěrů k vkladům	**104%**	**111%**	**100%**	**96%**

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Vývoj poskytnutých úvěrů i přijatých vkladů měl rostoucí tendenci, nicméně objem vkladů vzrostl ve sledovaném období rychleji, což vedlo k poklesu poměru úvěrů k vkladům. Tento vývoj potvrzuje již dříve zmíněnou tezi, že Banka v posledních letech netrpí nedostatkem zdrojů a má dle tohoto ukazatele dostatečnou kapacitu pro poskytování dalších úvěrů, pokud budou pro klienty atraktivní.

Další základní ukazatele související s likviditou představuje poměr vlastního kapitálu k celkovým aktivům a poměr likvidních aktiv k celkovým aktivům.

Tabulka 29: Další likviditní ukazatele MMB, 2013-2016

Další likviditní ukazatele	2013	2014	2015	2016
Vlastní kapitál celkem / Celková aktiva	28,3%	29,7%	19,9%	18,3%
Likvidní aktiva / Celková aktiva	24,8%	22,8%	20,6%	22,9%

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv ve sledovaném období spíše klesal, zatímco podíl likvidních aktiv na celkových aktivech nevykazoval žádný jasný trend a kolísal mezi 20 % a 25 %. Abychom mohli lépe vyhodnotit, zda je úroveň těchto ukazatelů dostatečně vysoká či nikoliv, nabízí se srovnání dosažených hodnot s konkurenčními bankami.

Tabulka 30: Likviditní ukazatele konkurenčních bank, 2016

Likviditní ukazatele konkurenčních bank	ČS	CSOB	KB	UniCredit
Poměr úvěrů k vkladům	73,4%	84,1%	83,0%	103,9%
Vlastní kapitál celkem / Celková aktiva	11,4%	8,2%	11,4%	10,2%
Likvidní aktiva / Celková aktiva	25,9%	12,3%	22,1%	14,7%

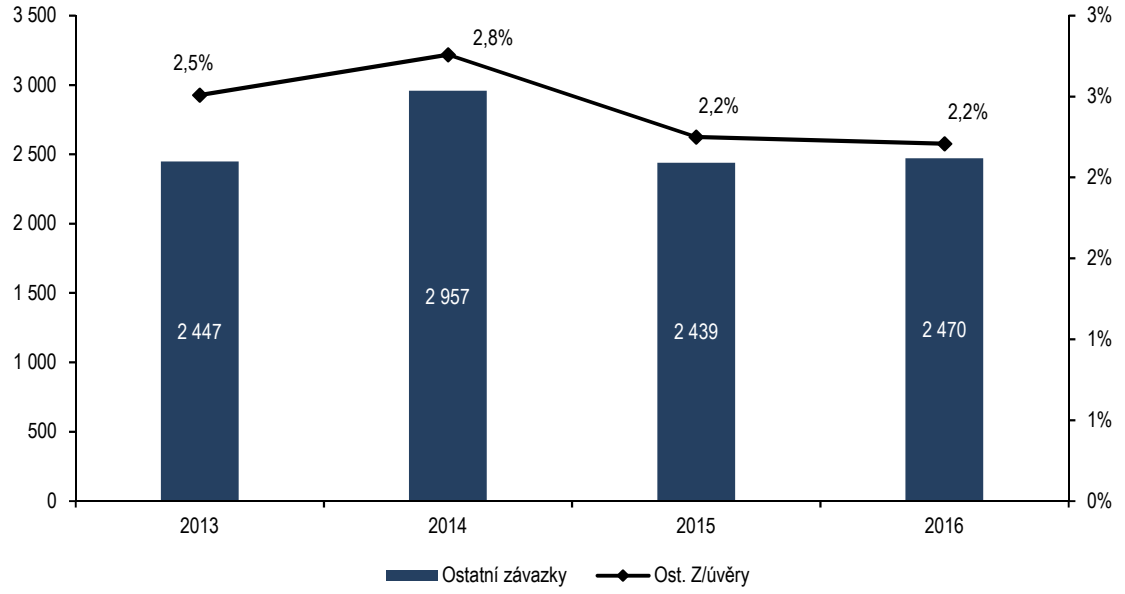
Zdroj: Výroční zprávy bank 2016

Z konkurenčního srovnání vyplývá, že Moneta udržuje relativně vysokou úroveň likvidity a nic nenasvědčuje tomu, že by měla v budoucnu čelit problémům v této oblasti.

Ostatní závazky

Mimo závazků vůči klientům a bankám Banka nevykazovala významné hodnoty žádné další položky závazků. Přibližně 2 % celkových závazků byla tvořena položkou ostatní závazky, která obsahuje závazky vůči zaměstnancům, z obchodního styku, z pojištění vkladů, závazky vůči státu a časové rozlišení.

Graf 11: Vývoj ostatních závazků MMB (Kč mil.), 2013-2016



Zdroj: Výroční zprávy MMB

Vývoj ostatních závazků byl poměrně stabilní s výjimkou roku 2014, kdy zde byla vykázána půjčka od mateřského koncernu GE, která byla následně použita k navýšení základního kapitálu a emisního ážia. Pokud vztáhneme výši těchto závazků k výši poskytnutých úvěrů, dojdeme k hodnotě 2,2 % shodně v roce 2015 i 2016, což bude důležité pro další plánování této položky.

Po provedené analýze závazků bude věnována pozornost analýze vlastního kapitálu.

2.3.5 Analýza vlastního kapitálu

Mimo výše zmíněné transakce, kdy došlo ke zvýšení emisního ážia a základního kapitálu Banky její mateřskou společností, souvisela většina pohybů vlastního kapitálu s kumulováním a rozdělováním zisků.

Tabulka 31: Vývoj a struktura vlastního kapitálu MMB (Kč mil.), 2013-2016

Vlastní kapitál				
Kč mil.	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Základní kapitál	510	510	511	511
Emisní ážio	4 702	4 702	5 028	5 028
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	146	158	167	102
Oceňovací rozdíly z realizovatelných finančních aktiv	1	359	482	363
Fond na úhrady vázané na akcie	2	-2	-2	-2
Nerozdělený zisk	32 686	36 856	21 653	21 266
Vlastní kapitál celkem	**38 047**	**42 583**	**27 839**	**27 268**

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Klíčovým hybatelem vývoje nerozděleného zisku, potažmo i celého vlastního kapitálu Banky, bylo vyplácení dividend mateřské GE, které předcházelo prodeji Banky přes pražskou burzu. Jelikož Moneta v minulosti dlouho zisky pouze kumulovala, měla dostatečný kapitálový polštář pro jednorázovou výplatu 19,7 mld. Kč v roce 2015 (zisk v roce 2014 činil 4,2 mld. Kč) a v roce 2016 bylo vyplaceno 4,5 mld. Kč, odpovídajících celému zisku roku 2015.

Díky tomu, že banky disponují obvykle velkými objemy vkladů, není v případě vyplácení dividend hlavním kritériem dostatek prostředků. Banky jsou povinny dodržovat regulátorem stanovené minimální kapitálové požadavky, které představují spodní hranici vlastního kapitálu (a jeho různě počítaných složek) v závislosti na objemu a rizikovosti bankou spravovaných aktiv. V České republice v současnosti banky podléhají pravidlům Basel III, která v roce 2016 stanovovala minimální hranici kapitálu Tier 1 ve výši 8,0 % rizikově vážených aktiv (RVA). K tomu je dále třeba připočíst bezpečnostní kapitálovou rezervu, kterou stanovila ČNB ve výši dodatečných 2,5 % RVA a proticyklickou

kapitálovou rezervu ve výši 0,5 %. Jak bylo popsáno v kapitole věnované regulaci, v roce 2014 ČNB rozhodla o celkovém minimálním požadavku na kmenový kapitál Tier 1 Monety ve výši 14,5 % RVA. Na základě toho se Banka rozhodla udržovat výši kmenového kapitálu CET1 na úrovni alespoň 15,5 %.

Tabulka 32: Ukazatele kapitálové přiměřenosti MMB, 2013-2016

Ukazatele kapitálové přiměřenosti	2013	2014	2015	2016
Rizikově vážená aktiva / Celková aktiva	90,2%	86,9%	90,4%	73,2%
CET1 poměr (%)	27,1%	30,0%	17,7%	20,5%
Tier 1 poměr (%)	27,1%	30,0%	17,7%	20,5%

Zdroj: Výroční zprávy MMB

Ve vývoji ukazatelů kapitálové přiměřenosti je zřejmý propad v roce 2015 způsobený výše uvedenou výplatou dividend. V roce 2016 odpovídala výplata dividend čistému zisku roku 2015, čímž došlo k zachování absolutní výše regulatorního kapitálu. Nárůst na 20,5 % byl tedy způsoben poklesem objemu rizikově vážených aktiv, což ilustruje i ukazatel jejich podílu na celkových aktivech, uvedený v tabulce.

Druhou rovinou hodnocení dosažených hodnot je porovnání s regulatorními a interními požadavky na výši kapitálu. Z uvedené tabulky je zřejmé, že Banka splňovala oba tyto požadavky ve všech letech s dostatečnou rezervou. Pro účely dalšího plánování je tato informace hodnotná, jelikož ukazuje na prostor pro další rozdělování budoucích zisků a částečně i zisků z minulých let díky relativně velkému prostoru mezi dosaženou a regulatorní i interně stanovenou hranicí kapitálové přiměřenosti.

2.3.6 Podrozvahové položky

Úvěrové přísliby a vydané záruky

V rámci podrozvahových položek evidovala Banka ke 31. 12. 2016 úvěrové přísliby a vydané záruky v souhrnné výši 17,4 mld. Kč. V souvislosti s těmito nástroji Banka tvořila rezervy, jejichž výši dále navýšila při přechodu na IFRS. Koncem roku 2016 tato rezerva představovala 49 mil. Kč. Hodnocení adekvátnosti této rezervy jde však již mimo rámec této práce.

Soudní spory

Ve výročních zprávách Banka dále informuje o probíhajících soudních sporech, které se týkají privatizace dřívější Agrobanky (jak již bylo zmíněno v úvodu), a dále o soudním sporu o správné uvádění sazby RPSN dceřinou společností Moneta Auto. Výše rezerv na

soudní spory ke konci roku 2016 činila 269 mil. Kč, přičemž Banka neuvádí potenciální výši závazků plynoucích z těchto sporů.

Operativní leasing

Banka eviduje závazky z nevypověditelného operativního leasingu, které nejsou zachyceny ve výkazu o finanční pozici. Jedná se především o pronájmy osobních vozidel, poboček a kancelářských prostor, přičemž doba těchto pronájmů se zpravidla pohybuje do pěti let. Celková suma smluvních závazků odpovídá 830 mil. Kč, přičemž průběžně budou tyto výdaje účtovány do nákladů.

Pro účely dalšího plánování budu předpokládat, že uvedené mimobilanční položky nebudou mít neočekávaný dopad na hospodaření Banky a vytvořené rezervy dostatečně pokrývají možné budoucí výdaje.

2.4 Finanční plán

Cílem provedených analýz rozvahy a výsledovky bylo pochopení a vysvětlení dosavadního vývoje klíčových položek finančních výkazů Banky. V rámci strategické analýzy byla dále rozebrána konkurenční pozice Banky, prognózován vývoj tuzemského bankovního trhu a portfolia Monety. Na základě výsledků finanční a strategické analýzy bude sestaven finanční plán Banky pro účely ocenění.

2.4.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Úrokové výnosy a náklady

Výchozí položkou pro sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty Banky je prognóza portfolia úvěrů a pohledávek za klienty banky. Na rozdíl od postupů obvyklých při ocenění výrobních či obchodních podniků, kdy bývá prováděna prognóza tržeb oceňované společnosti, se mnou požitý způsob odráží od prognózy klíčové položky aktiv, nikoliv výnosů. Jelikož se výše úrokových výnosů z jinak stejně velikého portfolia může v čase měnit, považuji tento způsob za vhodnější. Samotný plán úrokových výnosů je pak funkcí objemu úročených aktiv a předpokládaného zhodnocení.

Tabulka 33: Vývoj a plán úrokových výnosů (Kč mil.), 2013-2023

Plán úrokových výnosů	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Úvěry a pohledávky za klienty	97 493	107 197	108 437	111 860	120 310	130 251	139 488	148 851	159 037	166 952	175 065
Úvěry a pohledávky za bankami	1 114	533	139	189	0	0	0	0	0	154	538
Pokladní hotovost a vklady u centrální banky	9 372	11 746	15 475	20 235	16 283	17 628	18 785	20 046	21 311	22 372	23 459
Realizovatelná finanční aktiva	22 835	20 401	13 255	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 903
Finanční aktiva v reálné hodnotě	6	12	7	26	13	13	13	13	13	13	13
Úročená aktiva	**130 820**	**139 889**	**137 313**	**146 059**	**150 355**	**161 641**	**172 034**	**182 658**	**194 110**	**203 239**	**212 977**
Průměrná sazba úročených aktiv	7,9%	6,9%	6,9%	5,8%	5,8%	6,0%	6,3%	6,5%	6,7%	6,7%	6,7%
Plánované výnosy z úroků	**10 385**	**9 670**	**9 522**	**8 494**	**8 721**	**9 698**	**10 838**	**11 873**	**13 005**	**13 617**	**14 269**

Zdroj: Vlastní výpočty

Plánovaný růst výnosů je jednak výsledkem rostoucího objemu úročených aktiv, jednak očekávaným růstem průměrné úrokové sazby těchto úvěrů. Vzhledem k vývoji úrokových sazeb v ekonomice předpokládám od roku 2018 postupný růst směrem k hodnotám dosaženým Bankou v minulosti. Zároveň neodhaduji nárůst sazeb na úroveň přesahující 7 % p. a. (kterou banka v minulosti i překonávala) v souvislosti se snahou banky o zkvalitňování portfolia.

V případě úrokových nákladů byl postup plánování obdobný, pouze vycházel z prognózované výše závazků vůči klientům (vkladů) a průměrné úrokové sazby z těchto závazků.

Tabulka 34: Vývoj a plán úrokových nákladů (Kč mil.), 2013-2023

Plán úrokových nákladů	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Závazky vůči klientům	93 641	97 006	108 698	116 252	121 513	131 554	140 185	149 595	159 037	166 952	175 065
Závazky vůči bankám	123	247	289	2 657	3 287	3 063	2 431	1 289	913	0	0
Finanční závazky v reálné hodnotě	5	16	8	7	7	7	7	7	7	7	7
Úročené závazky	**93 769**	**97 269**	**108 995**	**118 916**	**124 807**	**134 624**	**142 623**	**150 891**	**159 957**	**166 959**	**175 072**
Průměrná sazba úr. záv.	0,6%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%
Plánované úrokové náklady	**556**	**284**	**211**	**185**	**243**	**395**	**561**	**748**	**954**	**1 169**	**1 225**

Zdroj: Vlastní výpočty

Vzhledem k rostoucí konkurenční situaci na českém bankovním trhu a zhoršující se pozici Monety (klesající tržní podíly) předpokládám v budoucnosti růst úrokových sazeb z klientských vkladů spolu s očekávaným růstem úrokových sazeb v ekonomice. Růst průměrné sazby předpokládám přibližně k hranici 0,7 % p. a., která byla před rokem 2013 i překonána.

Ostatní položky provozních výnosů

U výnosů z poplatků a provizí předpokládám vazbu především na výši spravovaných aktiv bankou (a související transakce s těmito prostředky). V budoucnosti již nepředpokládám tak silný trend v oblasti snižování bankovních poplatků, jelikož byly konkurenčním bojem dotčeny v minulosti poměrně silně, a nevidím zde proto již mnoho prostoru pro další snižování. Náklady na poplatky a provize prognózuji v průměrné výši posledních čtyř let.

Zisky z finančních operací a ostatní provozní výnosy jsem rovněž plánoval na základě průměrné výše předchozích čtyř období. V případě výnosů z dividend jsem zvolil stabilní historickou hodnotu očištěnou o jednorázový výkyv v roce 2016. Vzhledem k tomu, že uvedené položky představují v rámci celkových nákladů a výnosů méně významné položky bez zřejmého trendu, považuji tento postup za přiměřený.

Náklady na zaměstnance

Náklady na zaměstnance byly plánovány v poměru k objemu spravovaných aktiv. Tento poměr v posledních letech osciloval kolem hodnoty 2 % a dle mých předpokladů bude v nadcházejících letech pokračovat stabilně na této úrovni. V souvislosti s Bankou deklarovaným cílem o vyšším zaměření na front-endové služby lze očekávat mírný růst počtu zaměstnanců (první podobný nábor proběhl v roce 2016). Banka neuvádí nic o plánovaném otevírání či zavírání svých poboček, proto při jejich stabilním počtu lze uvažovat pouze velmi pozvolný růst, jako např. mnou zvolených 10 zaměstnanců ročně. Při takovémto vývoji by osobní náklady na jednoho zaměstnance rostly v nejbližších letech v období rekordně nízké nezaměstnanosti poměrně rychlým tempem, které by v pozdějších letech postupně klesalo.

Tabulka 35: Vývoj a prognóza nákladů na zaměstnance (Kč mil.), 2013-2023

Prognóza nákladů na zaměstnance	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Náklady na zaměstnance	2 275	1 991	2 243	2 263	2 406	2 605	2 790	2 977	3 181	3 339	3 501
Náklady na zaměstnance / úvěry	2,3%	1,9%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Počet zaměstnanců	3 265	3 214	3 097	3 114	3 125	3 135	3 145	3 155	3 165	3 175	3 185
Průměrné náklady na zaměstnance	58 065	51 623	60 354	60 560	64 165	69 246	73 920	78 632	83 748	87 639	91 609
Růst prům. nákl. na zaměstnance	-	-11,1%	16,9%	0,3%	6,0%	7,9%	6,8%	6,4%	6,5%	4,6%	4,5%
Růst celk. nákl. na zaměstnance	-	-12,5%	12,7%	0,9%	6,3%	8,3%	7,1%	6,7%	6,8%	5,0%	4,9%

Zdroj: Vlastní výpočty

Ostatní položky provozních nákladů

Položka ostatních správních nákladů v sobě obsahuje především výdaje na marketing, ICT, nájemné nebo poradenské služby. V roce 2016 byla tato položka ovlivněna jednorázovými náklady souvisejícími s osamostatněním Monety v celkové výši 289 mil. Kč. Pro účely dalšího plánování budeme předpokládat 2,5% růst těchto nákladů, očištěných o uvedené jednorázové zvýšení, což odpovídá průměrnému vývoji v posledních čtyřech letech.

V případě odpisů došlo v roce 2016 ke změně dřívější odpisové politiky, jak bylo již zmíněno ve finanční analýze. V roce 2016 odpovídaly odpisy zhruba 22,3 % netto hodnoty dlouhodobých hmotných a nehmotných aktiv. Vzhledem k absenci delší srovnatelné časové řady, a rovněž vyšším odpisům v předchozích letech, plánuji odpisy na úrovni 25 % prognózovaných zůstatků dlouhodobých hmotných a nehmotných aktiv.

Položka ostatních provozních nákladů obsahuje především nenárokovatelnou DPH, dále pak licenční poplatky koncernu GE, znehodnocení nefinančních aktiv a náklady na vymáhání pohledávek. Plánování této položky počítá s ukončením plateb za licenční poplatky GE (ke kterému částečně došlo již v roce 2016) ve výši 54 mil. Kč ročně. Další vývoj odhaduji stabilní, protože ani v minulosti neměla tato položka jasný růstový trend.

Ztráty ze znehodnocení úvěrů a pohledávek

Na základě závěrů finanční analýzy předpokládám v budoucnosti stabilní kvalitu portfolia Banky na úrovni dosažené v roce 2016. Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek v plánu odráží stabilních 0,83 % ze zůstatku úvěrů a pohledávek za klienty, což odpovídá poměru z roku 2016.

Čistá ztráta ze znehodnocení realizovatelných finančních aktiv je plánována v nulové výši, což odpovídá i minulému vývoji. Daňová sazba je uplatněna na úrovni efektivní daňové sazby z minulých let. Výsledný plán výkazu zisku a ztráty má následující podobu.

Tabulka 36: Plánovaný výkaz zisku ztráty MMB (Kč mil.), 2016-2023

Plánovaný výkaz zisku a ztráty MMB								
Kč mil.	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Výnosy z úroků a podobné výnosy	8 494	8 721	9 698	10 838	11 873	13 005	13 617	14 269
Náklady na úroky a podobné náklady	-189	-243	-395	-561	-748	-954	-1 169	-1 225
Čistý úrokový výnos	**8 305**	**8 478**	**9 304**	**10 277**	**11 125**	**12 051**	**12 448**	**13 044**
Výnosy z poplatků a provizí	2 267	2 187	2 302	2 383	2 543	2 704	2 838	2 976
Náklady na poplatky a provize	-306	-324	-324	-324	-324	-324	-324	-324
Čistý výnos z poplatků a provizí	**1 961**	**1 863**	**1 978**	**2 059**	**2 219**	**2 380**	**2 514**	**2 652**
Výnosy z dividend	26	9	9	9	9	9	9	9
Čistý zisk z finančních operací	598	431	431	431	431	431	431	431
Ostatní provozní výnosy	168	158	158	158	158	158	158	158
Provozní výnosy celkem	**11 058**	**10 939**	**11 880**	**12 935**	**13 942**	**15 029**	**15 561**	**16 294**
Náklady na zaměstnance	-2 263	-2 406	-2 605	-2 790	-2 977	-3 181	-3 339	-3 501
Ostatní správní náklady	-2 022	-1 776	-1 821	-1 866	-1 913	-1 961	-2 010	-2 060
Odpisy hmotného a nehmotného majetku	-310	-391	-423	-453	-484	-517	-543	-569
Ostatní provozní náklady	-489	-435	-435	-435	-435	-435	-435	-435
Provozní náklady celkem	**-5 084**	**-5 009**	**-5 284**	**-5 544**	**-5 809**	**-6 093**	**-6 326**	**-6 565**
Zisk před zdaněním a čistou ztrátou ze znehodnocení úvěrů a realizovatelných finančních aktiv	**5 974**	**5 930**	**6 596**	**7 390**	**8 133**	**8 935**	**9 234**	**9 729**
Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	-927	-997	-1 079	-1 156	-1 234	-1 318	-1 384	-1 451
Čistá ztráta ze znehodnocení realizovatelných finančních aktiv	0	0	0	0	0	0	0	0
Zisk za účetní období před zdaněním	**5 047**	**4 933**	**5 517**	**6 234**	**6 900**	**7 617**	**7 851**	**8 278**
Daň z příjmů	-993	-987	-1 103	-1 247	-1 380	-1 523	-1 570	-1 656
Zisk za účetní období po zdanění	**4 054**	**3 947**	**4 413**	**4 987**	**5 520**	**6 094**	**6 280**	**6 622**

Zdroj: Vlastní výpočty

Z uvedeného plánu je zřejmé, že prognózovaný zisk má pozitivní trend. Podrobnější kontrolní analýza připraveného plánu bude předmětem samostatné kapitoly. Ještě předtím bude ale představena plánovaná rozvaha Banky.

2.4.2 Plán rozvahy

Při plánování rozvahy Banky představují nejvýznamnější položku úvěry a pohledávky za klienty. Plán těchto úvěrů jsem sestavil na základě strategické analýzy, přičemž podrobnosti jeho sestavení byly uvedeny v příslušné kapitole. Následující části budou věnovány prognóze ostatních rozvahových položek.

Plán aktiv

V závislosti na již naplánovaných úvěrech jsem plánoval vývoj některých méně významných aktivních položek, které v minulosti vykazovaly obdobný vývoj jako úvěry nebo u kterých se dá podobný vývoj očekávat. Mezi tyto položky patří dlouhodobý

hmotný a nehmotný majetek, majetek spadající pod položku ostatní aktiva, a v neposlední řadě také pokladní hotovost a vklady u centrální banky.

V případě položek, které nevykazovaly zřejmý trend, a zároveň by jejich plánování bez dalších informací bylo obtížné či nemožné, jsem přikročil k jejich prognóze na základě průměrných zůstatků v minulých letech, případně udržování jejich zůstatku z roku 2016. Tímto způsobem byly naplánovány pohledávky z odložené daně, goodwil, finanční aktiva v reálné hodnotě a majetkové účasti v přidružených společnostech. Plánování nenulové výše odložené daňové pohledávky zde má opodstatnění z regulatorních důvodů, protože vstupuje do výpočtu kapitálové přiměřenosti.

Dlouhodobá aktiva držená k prodeji jsem spolu s pohledávkami ze splatné daně plánoval v nulové výši s ohledem na to, že nejsou známy skutečnosti, které by naznačovaly jiný scénář.

Posledními aktivními položkami, které je třeba naplánovat, jsou úvěry a pohledávky za bankami a realizovatelná finanční aktiva (reprezentovaná především státními dluhopisy). Při sestavování finančního plánu jsem k úvěrům a pohledávkám za bankami přistupoval jako k vyrovnávací položce, která slouží k umístění přebytečných finančních prostředků banky nad rámec poskytovaných úvěrů, pokladní hotovosti a rezerv u centrální banky. V případě, že by se na účtech u jiných bank měly Monetě hromadit zbytečně vysoké zůstatky, plánuji investici zůstatku z předchozího roku do dluhopisů, reprezentovaných položkou realizovatelná finanční aktiva. Tímto postupem zjednodušeně simuluji práci treasury oddělení, které ve skutečnosti kontinuálně vyhodnocuje situaci na trzích a umísťuje volné prostředky dle aktuálních podmínek.

Výsledný plán aktiv je zobrazen níže.

Tabulka 37: Plán aktiv (Kč mil.), 2016-2023

Plán aktiv MMB								
Kč mil.	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Aktiva								
Pokladní hotovost a vklady u centrální banky	20 235	16 283	17 628	18 785	20 046	21 311	22 372	23 459
Finanční aktiva v RH	26	13	13	13	13	13	13	13
Realizovatelná finanční aktiva	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 903
Úvěry a pohledávky za bankami	189	0	0	0	0	0	154	538
Úvěry a pohledávky za klienty	111 860	120 310	130 251	139 488	148 851	159 037	166 952	175 065
Nehmotný majetek	744	842	912	976	1 042	1 113	1 169	1 225
Hmotný majetek	649	722	782	837	893	954	1 002	1 050
Dlouhodobá aktiva držená k prodeji	0	0	0	0	0	0	0	0

Plán aktiv MMB								
Kč mil.	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Goodwill	104	104	104	104	104	104	104	104
Majetkové účasti v přidružených společnostech	2	2	2	2	2	2	2	2
Pohledávky ze splatné daně	267	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky z odložené daně	805	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166
Ostatní aktiva	749	602	651	697	744	795	835	875
Aktiva celkem	**149 379**	**153 792**	**165 258**	**175 817**	**186 610**	**198 245**	**207 516**	**217 400**

Zdroj: Vlastní výpočty

Plán závazků

Plánování závazků bude založeno na obdobných principech jako plánování aktiv.

V případě závazků tvořily největší položku závazky vůči klientům (vklady), které v minulosti oscilovaly mezi 96 % a 111 % poskytnutých úvěrů. Ve střednědobém horizontu předpokládám pro účely plánování konvergenci objemu vkladů ke 100 % poskytovaných úvěrů, přičemž dosažení je podmíněno zvýšením atraktivity depozitních produktů a souvisejících aktivit, které je zohledněno prostřednictvím zvýšených úrokových nákladů v plánované výsledovce.

Další položkou, která byla plánována v přímé návaznosti na výši poskytnutých úvěrů, jsou ostatní závazky. Ty v sobě zahrnují závazky k zaměstnancům, závazky související s platebním stykem, nezaplacené faktury a dohadné účty. Pro účely plánování předpokládám, že objemy transakcí, ze kterých tyto závazky vznikají, budou růst v souladu se spravovaným portfoliem Monety. Konkrétně jsou prognózovány stabilním procentem z úvěrů, dosaženým v letech 2015 i 2016.

Finanční závazky v reálné hodnotě jsem spolu s rezervami ponechal v plánu ve výši z roku 2016. V případě rezerv je jejich významná část tvořena v souvislosti se soudním sporem, jehož výsledek ani horizont kdy dojde k jeho vyřešení, nelze spolehlivě předpovědět. V případě finančních závazků v reálné hodnotě jde o marginální částku.

Posledními závazkovými položkami jsou závazky ze splatné a odložené daně. V případě splatné daně prognózuji závazky v nulové výši. Odložený daňový závazek je prognózován, obdobně jako v případě odložené daňové pohledávky, v průměrné výši za poslední 4 roky.

Tabulka 38: Plán závazků MMB (Kč mil.), 2016-2023

Plán závazků MMB								
Kč mil.	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Závazky vůči bankám	2 657	0	1 017	0	0	0	0	0
Závazky vůči klientům	116 252	121 513	131 554	140 185	149 595	159 037	166 952	175 065
Finanční závazky v RH	7	7	7	7	7	7	7	7
Rezervy	416	416	416	416	416	416	416	416
Závazky ze splatné daně	29	0	0	0	0	0	0	0
Závazky z odložené daně	280	176	176	176	176	176	176	176
Ostatní závazky	2 470	2 657	2 876	3 080	3 287	3 512	3 686	3 866
Závazky celkem	**122 111**	**124 769**	**136 046**	**143 864**	**153 481**	**163 148**	**171 237**	**179 529**

Zdroj: Vlastní výpočty

Plán vlastního kapitálu

Plánování vlastního kapitálu představuje na první pohled poměrně triviální úkol, protože v případě Monety nepředpokládám žádné změny v jednotlivých složkách vlastního kapitálu s výjimkou nerozděleného zisku. Rozdělování zisku však v případě bank podléhá trochu jiným pravidlům, než je tomu v případě nefinančních podniků, a proto je třeba se této problematice věnovat podrobněji.

Ke konci roku 2016 vykazovala Moneta kumulovanou výši nerozdělených zisků přesahující 21 mld. Kč. Díky tomu, že banka již z titulu svého předmětu podnikání disponuje velkým množstvím peněžních prostředků, bylo by teoreticky možné uvažovat o vyplacení těchto zisků na dividendách. V praxi je jednání bank limitováno vnější regulací i vnitřní motivací banky o udržení solventnosti na úrovni, která nebude zbytečně ohrožovat další existenci banky. V kapitole věnované regulatornímu prostředí bylo vysvětleno, proč a jakým způsobem je regulována výše vlastního kapitálu banky. V rámci strategické analýzy jsme zjistili, že Moneta dosahuje vysoké úrovně regulatorního kapitálu, která převyšuje jak minimální hranici určenou ČNB (14,5 %), tak interně určenou hranici (15,5 %). Finanční plán proto bude předpokládat vyplácení maximální možné výše dividend, při které bude dodržena Bankou stanovená hranice regulatorního kapitálu na úrovni 15,5 % RVA. Tento postup umožňuje maximalizaci tržní hodnoty pro vlastníky.

Tabulka 39: Výpočet volného kapitálu MMB (Kč mil.), 2016-2023

Výpočet volného kapitálu MMB	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Vlastní kapitál	27 268	25 736	27 166	29 522	31 839	34 184	36 279	37 871
Zisk za úč. obd. po zdanění	4 054	3 947	4 413	4 987	5 520	6 094	6 280	6 622
Pohledávky z odložené daně	805	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166
CET1 (vypočteno)	**22 409**	**20 624**	**21 587**	**23 368**	**25 154**	**26 924**	**28 833**	**30 083**
CET1 (reportováno)	*22 420*	-	-	-	-	-	-	-
RVA / aktiva	73,2%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%
RVA odhad	109 301	113 806	122 291	130 105	138 091	146 701	153 562	160 876
CET1 ratio dosažené	**20,5%**	**18,1%**	**17,7%**	**18,0%**	**18,2%**	**18,4%**	**18,8%**	**18,7%**
Volný kapitál (CET1 15,5 %)	**5 478**	**2 984**	**2 631**	**3 202**	**3 749**	**4 185**	**5 031**	**5 147**
CET1 ratio po dividendě	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%

Zdroj: Vlastní výpočty

Z uvedených výpočtů vyplývá, že za předpokladu udržování minimální kapitálové přiměřenosti na úrovni odpovídající CET1 ratio 15,5 % by Banka disponovala dostatkem kapitálu k výplatě dividend v roce 2017 ve výši 5,48 mld. Kč (135,1 % zisku po zdanění roku 2016). V následujících letech by další vyplácení oscilovalo mezi 60 % a 80 % zisku po zdanění. Takto sestavený plán má však určité limitace, se kterými je třeba počítat. První omezení spočívá v nepřesném výpočtu kapitálu CET1, pro jehož přesnou kalkulaci nejsou k dispozici dostatečně podrobná data. Výpočet uvedený výše dosahuje mírně nepřesných výsledků, jak ukazuje porovnání vypočteného a reportovaného CET1 v roce 2016. Druhým omezením je nemožnost přesné kalkulace RVA, která proto plánuji stabilním procentem z celkových aktiv přibližně na úrovni z roku 2016, což by mělo odpovídat zachování aktuální rizikové skladby aktiv. Obě uvedené limitace v těchto relacích nemají dramatický dopad na ocenění (více v kapitole věnované výslednému ocenění) a dle mého názoru proto představují únosné zjednodušení.

Výsledný plán vlastního kapitálu má následující podobu.

Tabulka 40: Plán vlastního kapitálu MMB (Kč mil.), 2016-2023

Plán vlastního kapitálu MMB								
Kč mil.	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Základní kapitál	511	511	511	511	511	511	511	511
Emisní ážio	5 028	5 028	5 028	5 028	5 028	5 028	5 028	5 028
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	102	102	102	102	102	102	102	102
Oceňovací rozdíly z realiz. finančních aktiv	363	363	363	363	363	363	363	363
Fond na úhrady vázané na akcie	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Nerozdělený zisk	21 266	19 734	21 164	23 520	25 837	28 182	30 277	31 869
Vlastní kapitál celkem	**27 268**	**25 736**	**27 166**	**29 522**	**31 839**	**34 184**	**36 279**	**37 871**

Zdroj: Vlastní výpočty

Kompletní plánované výkazy jsou součástí přílohy této práce.

2.4.3 Finanční analýza plánu

Pro kontrolu vnitřní konzistence plánu je vhodné provést také základní finanční analýzu plánovaných položek výkazů a porovnat její výsledky s výchozími předpoklady.

Pro účely finanční analýzy jsem zvolil některé ukazatele rentability spolu s ukazateli likvidity. Dosažené hodnoty zvolených ukazatelů zobrazuje tabulka níže.

Tabulka 41: Finanční analýza plánu MMB, 2013-2023

Finanční analýza plánu MMB	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
ROAA	-	3,0%	3,2%	2,8%	2,6%	2,8%	2,9%	3,0%	3,2%	3,1%	3,1%
ROAE	-	10,4%	12,8%	14,7%	14,9%	16,7%	17,6%	18,0%	18,5%	17,8%	17,9%
Kapitálový multiplikátor	-	3,45	4,02	5,25	5,72	6,03	6,02	5,91	5,83	5,76	5,73
Čistá úroková marže	-	6,9%	6,7%	5,9%	5,7%	6,0%	6,2%	6,3%	6,4%	6,3%	6,3%
Ukazatel výnosových aktiv	-	97,4%	97,8%	97,9%	97,8%	97,8%	97,8%	97,9%	97,9%	97,9%	98,0%
Prům. sazba úroč. aktiv	-	7,1%	6,9%	6,0%	5,9%	6,2%	6,5%	6,7%	6,9%	6,9%	6,9%
Prům. sazba úroč. závazků	-	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,6%	-0,7%	-0,7%
Čisté úrokové rozpětí	-	6,8%	6,7%	5,8%	5,7%	5,9%	6,1%	6,2%	6,3%	6,1%	6,1%
Úvěry / Vklady	104,1%	110,5%	99,8%	96,2%	99,0%	99,0%	99,5%	99,5%	100,0%	100,0%	100,0%
VK / Aktiva	28,3%	29,7%	19,9%	18,3%	16,7%	16,4%	16,8%	17,1%	17,2%	17,5%	17,4%
Likvidní akt. / Aktiva	24,8%	22,8%	20,6%	22,9%	19,5%	19,0%	18,5%	18,1%	17,7%	17,5%	17,4%

Zdroj: Vlastní výpočty

Růst rentability celkových aktiv je v souladu s předpokladem růstu úrokových marží banky v následujících letech. Rentabilita vlastního kapitálu vzroste jednak z důvodu růstu ROAA, jednak také díky rostoucímu kapitálovému multiplikátoru v souvislosti s vyplacením volného kapitálu v roce 2017.

Stabilní ukazatel výnosových aktiv ukazuje, že spolu s růstem portfolia Banky nebyly podceněny ani investice do ostatních provozních aktiv.

Vývoj čisté úrokové marže a čistého úrokového rozpětí odpovídá již zmíněným počátečním předpokladům plánu, které vzešly ze strategické analýzy. S těmi je v souladu i růst průměrné sazby úročených aktiv a průměrné sazby úročených závazků.

Poměr úvěrů a vkladů banky byl jedním ze vstupů, na kterých byl finanční plán postaven. Ostatní likviditní ukazatele ukazují mírné zhoršení likviditní pozice banky v souvislosti s vyplacenými dividendami, nicméně i tak Banka dosahuje relativně vysokých hodnot těchto ukazatelů v porovnání s konkurencí (Tab. 30) a téměř dvojnásobku minimální

doporučené hodnoty 10 %, jak ji uvádí Hrdý (2005), a proto lze jejich výši považovat za uspokojivou.

Vzhledem k tomu, že finanční analýza plánu nenaznačuje žádné anomálie či neočekávaný vývoj klíčových ukazatelů, můžeme považovat sestavený finanční plán za dostatečně robustní a pokračovat dále v procesu ocenění.

2.5 Ocenění

Pro konečné ocenění jsem zvolil metodu diskontovaných peněžních toků pro vlastníky, která byla přiblížena v metodické části práce. Cílem ocenění je stanovení tržní hodnoty jedné akcie, jakožto minoritního podílu na vlastním kapitálu Banky. Nejprve bude provedeno ocenění metodou diskontovaných peněžních toků, načež budou zjištěné výsledky konfrontovány s tržní realitou.

2.5.1 DCF model

Hlavním východiskem ocenění je sestavený finanční plán, především pak jeho výstup ve formě dividend vyplácených vlastníkům Banky. Mimo očekávanou výši dividend bude dále nutné stanovit vhodnou diskontní míru pro převod peněžních toků na současnou hodnotu k datu ocenění.

Diskontní míra

Při ocenění komerční banky není vhodný postup pracující s průměrnými váženými náklady kapitálu, jelikož plánované peněžní toky ve formě dividend jsou tokem přímo pro vlastníky (na úrovni equity, nikoliv entity). Ke stanovení diskontní míry bude použit model CAPM, samotnou diskontní míru budu dále značit COE (cost of equity).

Vstupními parametry modelu CAPM bude průměrná sazba desetiletých amerických státních dluhopisů za posledních 30 let, riziková prémie amerického kapitálového trhu, riziková přirážka českého trhu a beta koeficient podobných obchodovaných společností.

Koeficienty beta obchodních bank působících v regionu střední a východní Evropy znázorňuje tabulka níže.

Tabulka 42: Odhad koeficientu beta MMB

Odhad koeficientu beta	
Podobné společnosti	**Beta 5 let**
Komerční banka, a.s.	0,35
mBank S.A.	0,58
Bank Pekao S.A.	0,37
Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski S.A.	0,44
OTP Bank Plc.	0,63
Banca Transilvania S.A.	0,62
Všeobecná úverová banka, a.s.	0,07
Raiffeisen Bank International AG	1,36
Erste Group Bank AG	1,29
MONETA Money Bank, a.s. - odhad	**0,50**

Zdroj: S&P Capital IQ

Z porovnání jsem vyloučil banky Raiffeisen a Erste, které vykazovaly významně odlišné koeficienty beta a zároveň představují banky původem z Rakouska. Třetí vyloučenou bankou byla slovenská Všeobecná úverová banka, jejíž beta byla velice blízko nule. Důvodem v tomto případě bude pravděpodobně velice nízká obchodní aktivita, a tudíž zhoršená vypovídací schopnost pohybů kurzu tohoto titulu.

Výše ostatních použitých parametrů a výpočet COE je zobrazen níže.

Tabulka 43: Výpočet nákladů vlastního kapitálu MMB

Náklady vlastního kapitálu (COE)	Sazba
Bezriziková úroková sazba (30 let)	4,5%
Riziková prémie ČR	1,1%
ß faktor	0,50
Riziková prémie kapitálového trhu	5,7%
COE	**8,5%**

Zdroj: S&P Capital IQ, Damodaran, vlastní výpočty

Pomocí takto stanovené diskontní míry můžeme diskontovat prognózované peněžní toky.

Peněžní toky a ocenění

Při prognóze peněžních toků plynoucích akcionářům Banky budeme v první fázi vycházet ze sestaveného finančního plánu na sedm let. Obvykle používaný oceňovací postup počítá s nekonečnou dobou existence podniku, kdy po skončení první fáze finančního plánu bývá uvažován peněžní tok na úrovni perpetuity se stanoveným procentem růstu. Tento postup implicitně předpokládá stabilizaci míry růstu peněžních toků ve fázi finančního plánování a konvergenci tohoto tempa k tempu růstu celé ekonomiky.

V případě Monety přináší tento postup určité problémy, protože v nadcházejících letech očekáváme pozitivní vývoj spojený s růstem nyní abnormálně nízkých úrokových sazeb. Zisk i peněžní toky pro akcionáře rostou za těchto podmínek poměrně vysokým tempem, které zpomalí až v roce 2023 resp. 2024 (kdy by docházelo k rozdělení zisku roku 2023). Řešením podobné situace by mohlo být prodloužení finančního plánu do doby dostatečné stabilizace tempa růstu peněžních toků. V našem případě ovšem vychází plán z časově omezené predikce úrokových sazeb (do roku 2023), na níž je pomocí regresní funkce vázán vývoj objemu portfolia Banky. Další prodlužování celého plánu by v tomto případě nejspíše nepodávalo významně hodnotnou informaci, protože by spočívalo v arbitrárním odhadu tempa růstu portfolia a dopočtu všech ostatních položek. Při použití obdobné míry subjektivity považuji za korektní řešení vložení druhé fáze mezi finanční plán a terminálovou hodnotu, kdy v této fázi bude plánována konvergence tempa růstu zisku k tempu, které může být použito pro výpočet terminálové hodnoty. Během druhé fáze je postupně stabilizován také výplatní poměr, který dosáhne managementem cílovaných 70 % zisku.

Tabulka 44: Výpočet diskontovaných peněžních toků MMB (Kč mil.), 2017-2028

DCF	1. fáze							2. fáze				
Kč mil.	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**
Zisk po zdanění	3 947	4 413	4 987	5 520	6 094	6 280	6 622	6 954	7 267	7 557	7 822	8 056
g (zisk)	-2,6%	11,8%	13,0%	10,7%	10,4%	3,1%	5,4%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Výplatní poměr	135,1%	75,6%	59,6%	64,2%	67,9%	68,7%	80,1%	77,7%	75,0%	73,0%	71,0%	70,0%
FCFE	**5 478**	**2 984**	**2 631**	**3 202**	**3 749**	**4 185**	**5 031**	**5 147**	**5 215**	**5 305**	**5 366**	**5 475**
g (FCFE)	-	-45,5%	-11,8%	21,7%	17,1%	11,6%	20,2%	2,3%	1,3%	1,7%	1,2%	2,0%
Diskontní míra	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
DCF	**5 260**	**2 640**	**2 146**	**2 407**	**2 598**	**2 673**	**2 961**	**2 792**	**2 608**	**2 445**	**2 280**	**2 144**

Zdroj: Vlastní výpočty

Pro třetí fázi, která již bude vypočtena pomocí Gordonova vzorce, jsem zvolil parametry tempa růstu zisku ve výši 2,5 % a stabilní dividendový výplatní poměr 70 %.

Tabulka 45: Výpočet terminálové hodnoty MMB (Kč mil.), 2017-2028

DCF - pokračování	3. fáze
Kč mil.	**Terminálová hodnota**
Zisk po zdanění	134 404
g (zisk)	2,5%
Výplatní poměr	70,0%
FCFE	**94 083**
g (FCFE)	2,5%
Diskontní míra	8,5%
DCF	**33 957**

Zdroj: Vlastní výpočty

Konečný výpočet equity value (hodnoty vlastního kapitálu) představuje součet diskontovaných peněžních toků z jednotlivých let a diskontované terminálové hodnoty.

Tabulka 46: Výpočet equity value (Kč mil.), 31. 12. 2016

Výpočet equity value (Kč mil.)	**DCF**
2017	5 260
2018	2 640
2019	2 146
2020	2 407
2021	2 598
2022	2 673
2023	2 961
2024	2 792
2025	2 608
2026	2 445
2027	2 280
2028	2 144
Terminálová hodnota	33 957
Equity value	**66 912**

Zdroj: Vlastní výpočty

Výsledná hodnota vlastního kapitálu MONETA Money Bank, a.s. ke dni 31. 12. 2016 byla metodou diskontovaných peněžních toků stanovena na 66 912 mil. Kč.

Výše zjištěná hodnota představuje částku, kterou by měl být ochoten zaplatit nestranný investor za 100% podíl na vlastnictví Monety. Tato hodnota by v sobě již měla obsahovat i tzv. prémii za kontrolu, která se např. v tomto konkrétním případě projevuje plánovaným rozdělováním plné výše volného kapitálu včetně prvotní mimořádné dividendy. Ačkoliv se totiž jedná o teoreticky nejvýhodnější scénář pro akcionáře, obvyklejší je snaha managementu o určitou stabilizaci vyplácených dividend, která vede k hromadění prostředků ve společnosti místo jejich úplného vyplácení. Na rozdíl od minoritního akcionáře má však majoritní vlastník mnohem větší prostor řídit směřování společnosti a měnit například i dividendovou politiku ve svůj prospěch.

Z výše uvedeného plyne, že hodnotu jedné akcie není vhodné počítat jako prostý podíl vypočtené hodnoty vlastního kapitálu a počtu akcií banky. Pro zjištění hodnoty minoritního podílu bude nutné odečíst výši kontrolní prémie na jednu akcii. Výši kontrolní prémie jsem zvolil na úrovni dodatečných 25 % k hodnotě minoritního podílu, jak bylo vysvětleno v metodické části práce. Výpočet hodnoty jedné akcie k datu ocenění je znázorněn v tabulce níže.

Tabulka 47: Výpočet hodnoty akcie MMB (Kč), 31.12.2016

Výpočet hodnoty akcie (Kč)	31.12.2016
Equity value (mil.)	66 912
Počet akcií (mil.)	511
Hodnota na akcii	131
Prémie za kontrolu	25%
Hodnota minoritní akcie	104,8

Zdroj: Vlastní výpočty

Výsledná hodnota jedné akcie MONETA Money Bank, a.s. ke dni 31. 12. 2016 byla metodou diskontovaných peněžních toků stanovena na 104,8 Kč.

2.5.2 Metoda tržního porovnání

Pro zasazení do kontextu reálné tržní situace bude provedeno také ocenění na základě porovnatelných obchodovaných společností. Pro porovnání jsem vybral stejnou skupinu obchodních bank jako v případě výpočtu koeficientu beta.

Tabulka 48: Porovnání cenových násobitelů bank, 31.12.2016

Porovnání cenových násobitelů	P/E	P/BV
Komerční banka, a.s.	9,9	1,6
mBank S.A.	11,5	1,1
Bank Pekao S.A.	14,9	1,5
Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski S.A.	12,9	1,1
OTP Bank Plc.	10,9	1,7
Banca Transilvania S.A.	10,3	1,5
Všeobecná úverová banka, a.s.	10,3	1,1
Česká spořitelna, a.s.	12,9	1,7
Raiffeisen Bank International AG	16,3	0,6
Erste Group Bank AG	8,7	0,9
Průměr	**11,7**	**1,4**
MONETA Money Bank, a.s.	**10,4**	**1,6**

Zdroj: S&P Capital IQ, RM systém

Z uvedených hodnot je zřejmé, že násobitele pro banky Raiffeisen a Erste nebyly příliš v souladu se zbytkem vzorku (podobně jako v případě beta koeficientu), proto jsem je z porovnání vyřadil. Ve vzorku zůstala slovenská VÚB, která i přes nižší likviditu cenově odpovídala zbytku vzorku. Z podobného důvodu byla do vzorku dodatečně přidána Česká spořitelna, která i přes svou příslušnost k rakouské Erste zůstává v menším množství obchodována na RM systému a cena její akcie by měla mít při porovnání určitou vypovídací hodnotu.

Díky tomu, že akcie Monety jsou od května roku 2016 kótovány na BCPP, je možné přímé srovnání jejích cenových ukazatelů s průměrem porovnatelných společností. Z tohoto porovnání vyplývá, že by akcie Monety mohly být na trhu podhodnoceny,

protože z hlediska poměru ceny akcie a zisku na akcii (P/E) jsou její akcie relativně levnější, než je tomu u podobných bank ve střední a východní Evropě. Doplňkový ukazatel P/BV, porovnávající cenu akcie k účetní hodnotě vlastního kapitálu, tuto tezi sice nepodporuje, nicméně jeho relevance pro ocenění je nižší, jelikož nezohledňuje výnosnost ani rizikovost portfolia banky. Pro ocenění akcií Monety proto bude použit ukazatel P/E ratio. Výše zisku vstupujícího do ocenění bude upravena o jednorázové a neopakující se náklady a výnosy, které byly popsány v předchozích kapitolách.

Tabulka 49: Výpočet hodnoty akcie tržním porovnáním (Kč), 31.12.2016

Výpočet hodnoty akcie tržním porovnáním	**31.12.2016**
Účetní zisk po zdanění (mil.)	**4 054**
Úprava 1: Prodej podílů v BCPP a VISA (mil.)	-279
Úprava 2: IPO a rebranding (mil.)	299
Upravený zisk po zdanění (mil.)	**4 074**
P/E podobných společností	11,7
Equity value (mil.)	47 629
Poček akcií (mil.)	511
Hodnota akcie	93,2

Zdroj: Vlastní výpočty

Metodou tržního porovnání byla stanovena hodnota akcie MONETA Money Bank, a.s. k datu 31. 12. 2016 ve výši 93,2 Kč.

2.5.3 Porovnání výsledků

V předchozích kapitolách jsme provedli ocenění metodou diskontovaných peněžních toků a metodou tržního porovnání. Díky tomu, že v roce 2016 vstoupila skupina Moneta na trh se svými akciemi, známe k datu ocenění i konkrétní cenu, za níž se akcie Banky obchodovaly na pražské burze.

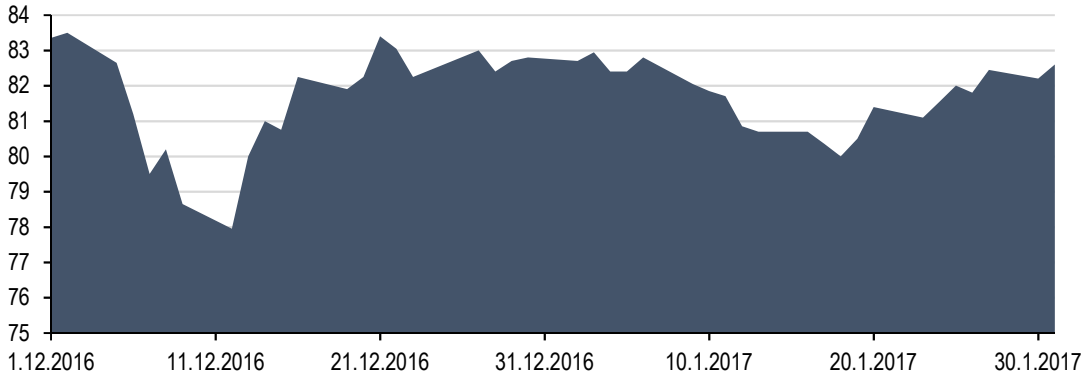
Tabulka 50: Porovnání výsledků ocenění akcií MMB (Kč), 31.12.2016

Výsledky ocenění	**DCF**	**P/E násobek**	**Cena na BCPP**
Hodnota kmenové akcie	104,8	93,2	82,8
Diskont oproti DCF	-	11%	21%
Diskont oproti P/E	-12%	-	11%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha, vlastní výpočty

Z uvedených výsledků je patrné, že cena akcie byla k datu ocenění nižší než hodnota zjištěná oběma oceňovacími postupy. Tento výsledek lze interpretovat různě, nicméně jako pravděpodobný se jeví buď nenadálý tržní výkyv nebo obchodování akcií Monety s diskontem. Pro vyloučení první jmenované možnosti se podívejme na cenu akcie v období měsíc před a měsíc po datu ocenění.

Graf 12: Vývoj ceny akcií MMB (Kč), prosinec 2016 - leden 2017



Zdroj: Burza cenných papírů Praha

Z uvedeného grafu je zřejmé, že koncem roku 2016 byla cena akcií MMB poměrně stabilní, což podporuje tezi o dlouhodobějším obchodování těchto akcií s diskontem oproti srovnatelným společnostem.

Diskont oproti ocenění P/E násobkem

Jako nejpravděpodobnější důvody tohoto diskontu se nabízí relativně krátká historie obchodování s tímto titulem, která znamená v očích investorů horší predikovatelnost vývoje ceny akcie. Podobným způsobem může také působit nejistota v oblasti budoucí dividendové politiky Banky. Co by problémem pro investory být mohlo, ale v případě Monety jím s vysokou pravděpodobností nebude, je absence pozitivního výhledu (díky dostatku ambicí vedení Banky), nízká likvidita nebo malé procento volně obchodovaných akcií. Během doby od primárního úpisu se totiž akcie Monety staly jedním z nejlikvidnějších a nejaktivnějších titulů na BCPP při volném obchodování 80 - 100 % akcií. Výhodou Monety by měla být v očích investorů také nadprůměrná rentabilita, kdy ze zvoleného vzorku dosáhla srovnatelných hodnot pouze rumunská Banca Transilvania, takže odůvodnění diskontu nelze hledat ani v horší finanční výkonnosti Monety.

Tabulka 51: Ukazatele rentability obchodovaných bank, 2016

Ukazatele rentability	ROA	ROE
MONETA Money Bank, a.s.	**2,8%**	**14,7%**
Banca Transilvania S.A.	2,6%	20,6%
OTP Bank Plc.	1,8%	15,3%
Komerční banka, a.s.	1,6%	13,3%
Česká spořitelna, a.s.	1,5%	12,8%
Bank Pekao S.A.	1,3%	9,8%
Všeobecná úverová banka, a.s.	1,2%	10,4%
mBank S.A.	1,0%	9,7%
Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski S.A.	1,0%	9,2%

Zdroj: S&P Capital IQ

Diskont oproti ocenění DCF

Posouzení toho, proč ocenění metodou DCF vychází o dalších 12 % výš, než byla hodnota zjištěná pomocí P/E násobku srovnatelných společností, představuje komplikovanější otázku. První myšlenkou, která se nabízí, je kontrola vstupních předpokladů pro ocenění. Zvláštní pozornost by měla být věnována položkám, které pozitivně ovlivňují očekávané peněžní toky a mohou být nastaveny příliš optimisticky. Analýzu citlivosti konečného ocenění na vybrané parametry je možné si prohlédnout níže.

Tabulka 52: Analýza citlivosti ocenění

		Tempo růstu zisku			
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
COE	7,5%	114	119	126	134
	8,0%	105	109	114	120
	8,5%	97	101	105	110
	9,0%	90	93	97	100

		Výplatní poměr			
		60%	65%	70%	75%
RVA/A	70%	99	102	106	110
	74%	97	101	105	109
	80%	96	99	103	107
	85%	94	98	102	106

Zdroj: Vlastní výpočty

Uvedené matice ukazují, že z porovnávaných veličin má největší vliv na konečné ocenění zvolená diskontní míra, jejíž pohyb o 0,5 p. b. významně zvyšuje nebo snižuje výsledek ocenění. Prostor pro další zvyšování diskontní míry však v tomto směru nevidím, protože současná vypočtená diskontní míra obsahuje dobře podepřené údaje o beta faktoru a zakládá se na 4,5% bezrizikové úrokové sazbě, což v současné době nízkých úrokových sazeb působí jako poměrně vysoká hodnota.

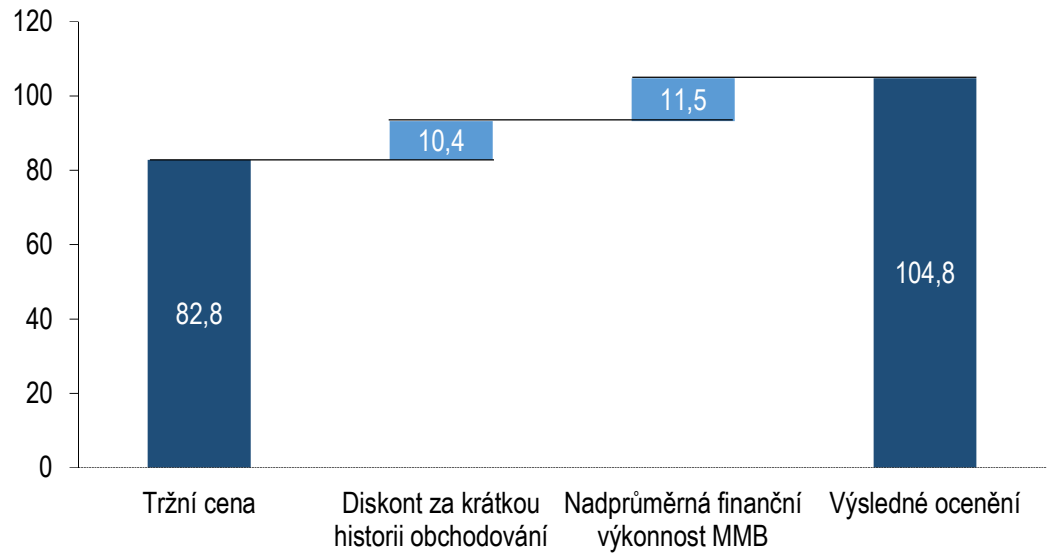
Relativně menší vliv na ocenění má zvolené tempo růstu zisku ve výpočtu terminálové hodnoty nebo výplatní poměr, který byl stanoven na úrovni cílované managementem. Ve finančním plánu byl dále z důvodu nemožnosti přesné kalkulace stanoven stabilní očekávaný poměr RVA k celkovým aktivům. Takto odhadnutá výše RVA potom vstupovala do výpočtu kapitálové přiměřenosti a zprostředkovaně i do výše rozdělitelných dividend. Matice vpravo ovšem ukazuje, že vliv této potenciální chyby není příliš velký, a důvod vysokého ocenění metodou DCF je proto třeba hledat jinde.

Aniž bychom se museli pouštět do hlubší analýzy, můžeme předpokládat, že všechny srovnatelné banky nedisponují obdobně velikým kapitálovým polštářem, jako tomu je v případě Monety. Tento faktor by však ve výsledném ocenění rozdíl mezi modelovaným DCF oceněním a metodou tržního porovnání působit neměl, jelikož byl již zohledněn při sražení diskontu za minoritu, který byl aplikován na ocenění metodou DCF.

Po vyloučení uvedených faktorů se nabízí, abychom ještě jednou podrobili kritickému pohledu prvotní odhady o vývoji trhu a tržních podílech Monety. Vstupní prognóza makroekonomických údajů (viz Tabulka 3) je výsledkem šetření Ministerstva financí ČR mezi 19 finančními a ekonomickými institucemi, což by mělo vylučovat netržní úroveň těchto odhadů. Na základě těchto dat je pomocí regresní funkce odhadnut budoucí vývoj bankovního trhu s koeficientem determinace 98,8 % (viz Graf 2), což odhadu také dodává určitou míru věrohodnosti. Třetím krokem je pak stanovení tržních podílů Monety (viz Tabulka 12), které považuji rovněž za poměrně konzervativní. Pokud by nemělo v budoucnosti dojít k výraznému porušení vztahů použitých v regresní analýze (platných předchozích minimálně 10-20 let), které by navíc trh na rozdíl od sestaveného modelu očekával, nemělo by být ocenění nadhodnocené z důvodu příliš optimistické předpovědi růstu portfolia Banky.

Grafické znázornění výsledků ocenění zobrazuje graf níže.

Graf 13: Výsledné ocenění akcie MMB (Kč), 31.12.2016



Zdroj: Vlastní výpočty

Všechny výše uvedené argumenty mě vedou k přesvědčení, že tržní cena akcií Monety by mela být vyšší, než ke dni 31. 12. 2016 byla, a dále také vyšší, než 11,7 násobek upraveného čistého zisku v roce 2016, který představoval průměrnou cenu srovnatelných bank.

Závěr

Cílem této práce byla analýza finančního zdraví a vyhlídek banky MONETA Money Bank, a.s. spolu s oceněním jejích akcií. Ze strategické analýzy vyplynulo, že i přes výjimečně silnou pozici Banky na poli retailového bankovnictví, spotřebních úvěrů a některých dílčích tržních segmentech se její konkurenční pozice v posledních letech mírně zhoršovala. Finanční analýza dále ukázala nadprůměrnou ziskovost Banky a velmi dobré finanční zdraví, které vytváří prostor pro její případný další růst. Odhad pozitivního vývoje bankovního trhu spolu s očekávaným růstem úrokových marží bank v následujících letech byl identifikován jako hlavní důvod očekávaného růstu Banky.

Ocenění akcií Monety jsem provedl pomocí dvou nezávislých metod a následně jej porovnal se skutečně dosaženou tržní cenou k datu ocenění. Z tohoto srovnání vyplynulo, že akcie Banky se obchodovaly k datu ocenění s diskontem jak vůči ostatním bankám v regionu, tak vůči individuálnímu ocenění provedenému metodou diskontovaných peněžních toků. Dle mého názoru pramení tento diskont ze dvou hlavních skutečností. První část diskontu souvisí s krátkou historií obchodování s akciemi Banky a nejistotou ohledně výše vyplácených dividend. Druhá část diskontu oproti provedenému ocenění pramení z nedostatečného zohlednění nadprůměrné finanční výkonnosti Monety v porovnání s konkurenčními a v regionu působícími bankami v ceně jejích akcií.

Pokud budeme uvažovat, že trh má dlouhodobě tendenci směřovat k efektivnímu fungování a ocenění jednotlivých titulů směřuje k jejich vnitřní hodnotě, lze v budoucnosti (ceteris paribus) očekávat snižování míry identifikovaného diskontu a s tím související růst ceny akcií Banky. Významný růst tržních podílů Monety na úkor ostatních českých bank neočekávám, nicméně i za těchto podmínek považuji nákup jejích akcií k datu ocenění za dobrou příležitost. Po zohlednění aktuálních tržních podmínek by tato práce mohla posloužit jako vodítko k možnému investičnímu rozhodnutí i v následujících měsících.

Seznam tabulek

Tabulka 1: Poměr soukromého dluhu a HDP ve střední Evropě, 2015 18
Tabulka 2: Vývoj makroekonomických ukazatelů ČR, 2006-2016 19
Tabulka 3: Prognóza makroekonomických ukazatelů, 2017-2023 20
Tabulka 4: Parametry regresní funkce pro odhad vývoje poskytnutých úvěrů 21
Tabulka 5: Prognózovaný vývoj objemu úvěrů 22
Tabulka 6: Velikost bank dle bilanční sumy 2016 23
Tabulka 7: Počty OM a bankomatů vybraných bank 25
Tabulka 8: Velikost a vývoj vybraných segmentů bankovního trhu, 2012-2016 26
Tabulka 9: Objemy vkladů na trhu, 2012-2016 28
Tabulka 10: Struktura dílčích segmentů bankovního trhu 31
Tabulka 11: Prognóza vývoje dílčích tržních segmentů (Kč mil.), 2017 - 2023 32
Tabulka 12: Odhad tržních podílů MMB, 2017 - 2023 32
Tabulka 13: Prognóza portfolia MMB (Kč mil.), 2017 - 2023 33
Tabulka 14: Vývoj kapitálového multiplikátoru MMB, 2014-2016 34
Tabulka 15: Porovnání rentability českých bank, 2016 34
Tabulka 16: Úrokové výnosy a náklady MMB (Kč mil.), 2013-2016 35
Tabulka 17: Poměrové ukazatele úrokových výnosů MMB, 2014-2016 35
Tabulka 18: Náklady a výnosy z poplatků a provizí MMB (Kč mil.), 2013-2016 36
Tabulka 19: Provozní náklady MMB (Kč mil.), 2013-2016 36
Tabulka 20: Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek MMB (Kč mil.), 2013-2016 37
Tabulka 21: Úvěrové portfolio MMB dle splatnosti, 2013-2016 38
Tabulka 22: Kvalita úvěrového portfolia MMB, 2013-2016 39
Tabulka 23: NPL poměr českých bank, 2016 39
Tabulka 24: Vývoj realizovatelných finančních aktiv MMB (Kč mil.), 2013-2016 40
Tabulka 25: Struktura hotovosti a vkladů MMB u CB (Kč mil.), 2013-2016 41
Tabulka 26: Struktura vkladů klientů a bank u MMB (Kč mil.), 2013-2016 42
Tabulka 27: Náklady financování, 2016 43
Tabulka 28: Vývoj poměru úvěrů k vkladům, 2013-2016 43
Tabulka 29: Další likviditní ukazatele MMB, 2013-2016 43
Tabulka 30: Likviditní ukazatele konkurenčních bank, 2016 44

Tabulka 31: Vývoj a struktura vlastního kapitálu MMB (Kč mil.), 2013-2016 45
Tabulka 32: Ukazatele kapitálové přiměřenosti MMB, 2013-2016 46
Tabulka 33: Vývoj a plán úrokových výnosů (Kč mil.), 2013-2023 48
Tabulka 34: Vývoj a plán úrokových nákladů (Kč mil.), 2013-2023 48
Tabulka 35: Vývoj a prognóza nákladů na zaměstnance (Kč mil.), 2013-2023 49
Tabulka 36: Plánovaný výkaz zisku ztráty MMB (Kč mil.), 2016-2023 51
Tabulka 37: Plán aktiv (Kč mil.), 2016-2023 52
Tabulka 38: Plán závazků MMB (Kč mil.), 2016-2023 53
Tabulka 39: Výpočet volného kapitálu MMB (Kč mil.), 2016-2023 54
Tabulka 40: Plán vlastního kapitálu MMB (Kč mil.), 2016-2023 55
Tabulka 41: Finanční analýza plánu MMB, 2013-2023 56
Tabulka 42: Odhad koeficientu beta MMB 58
Tabulka 43: Výpočet nákladů vlastního kapitálu MMB 58
Tabulka 44: Výpočet diskontovaných peněžních toků MMB (Kč mil.), 2017-2028 59
Tabulka 45: Výpočet terminálové hodnoty MMB (Kč mil.), 2017-2028 59
Tabulka 46: Výpočet equity value (Kč mil.), 31. 12. 2016 60
Tabulka 47: Výpočet hodnoty akcie MMB (Kč), 31.12.2016 61
Tabulka 48: Porovnání cenových násobitelů bank, 31.12.2016 61
Tabulka 49: Výpočet hodnoty akcie tržním porovnáním (Kč), 31.12.2016 62
Tabulka 50: Porovnání výsledků ocenění akcií MMB (Kč), 31.12.2016 62
Tabulka 51: Ukazatele rentability obchodovaných bank, 2016 63
Tabulka 52: Analýza citlivosti ocenění 64

Seznam grafů

Graf 1: Rozklad ukazatele ROE 4
Graf 2: Lineární regrese - poskytnuté úvěry (Kč mil.) 20
Graf 3: Vývoj portfolia středních bank ČR (mld. Kč) 24
Graf 4: Vývoj portfolia velkých bank ČR (mld. Kč) 24
Graf 5: Vývoj portfolia (Kč mil.) a tržních podílů MMB (%), 2012-2016 27
Graf 6: Skladba tržního a klientského portfolia MMB, 2016 28
Graf 7: Vývoj vkladů (Kč mil.) a tržních podílů MMB (%), 2012-2016 29
Graf 8:Skladba vkladů MMB a trhu, 2016 30

Graf 9: Vývoj ukazatelů rentability (Kč mil.), 2013-2016 33
Graf 10: Vývoj pokladní hotovosti a vkladů u centrální banky (Kč mil.), 2013-2016... 41
Graf 11: Vývoj ostatních závazků MMB (Kč mil.), 2013-2016..... 44
Graf 12: Vývoj ceny akcií MMB (Kč), prosinec 2016 - leden 2017 63
Graf 13: Výsledné ocenění akcie MMB (Kč), 31.12.2016..... 65

Seznam použité literatury

HRDÝ, M. (2005): *Oceňování finančních institucí.* Vyd. 1., Praha, Grada, 2005

MAŘÍK, M. aj. (2007): *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. Vyd. 2., Praha, Ekopress, 2007

MAŘÍK, M. aj. (2011): *Metody oceňování podniku: hlubší pohled na vybrané problémy*. Vyd. 1., Praha, Ekopress, 2011

MASSARI, M. aj. (2014): *The valuation of financial companies: tools and techniques to value banks, insurance companies, and other financial institutions*. Vyd. 1., Chichester, John Wiley & Sons, 2014

ZIEGLER, K. (2006): *Finanční řízení bank*. Vyd. 2., Praha, Bankovní institut vysoká škola, 2006

HRDÝ, M. (2002): *Oceňování bank*. Praha, Oeconomica, 2002

REVENDA, Z. aj. (2012): *Peněžní ekonomie a bankovnictví.* Vyd. 5., Praha, Management Press, 2012

HINDLS, R. (2007): *Statistika pro ekonomy*. Vyd. 8., Praha, Professional Publishing, 2007

MILLER, W.D. (1995): *Commercial Bank Valuation*. New York, Wiley, 1995

REZAEE, Z. (2001): *Financial institutions, valuations, mergers, and acquisitions : the fair value approach*. New York, John Wiley & Sons, 2001

HRDÝ, M. (2011): *Oceňovací standardy pro komerční banky a další finanční instituce*. Oceňování. 2011. sv. 4, č. 3, s. 21-36.

HRDÝ, M. (2012): *Problematika diskontní úrokové míry při oceňování bank a dalších finančních institucí*. Oceňování. 2012. sv. 5, č. 3, s. 13-26.

International Valuation Standards 2005. Vyd. 7., London, International Valuation Standards Committee. 2005

POTŮČEK, T. (2015): *Porovnání rentability velkých bank České republiky.* Bakalářská práce. 2015

Elektronické zdroje

ČNB (2016): *Celkový přehled počtu subjektů*. [online], Česká národní banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB24.SUBJECTS_COUNTS_2>

ČNB (2016): *Klientské úvěry podle druhového hlediska*. [online], Česká národní banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=AABBAD&p_sestuid=&p_lang=CS>

ČNB (2016): *Úrokové sazby*. [online], Česká národní banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=FBC&p_sestuid=&p_lang=CS>

ČNB (2016): *Úrokové sazby finančních trhů*. [online], Česká národní banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=AAAF&p_sestuid=&p_lang=CS>

ČNB (2016): *Kategorizace pohledávek podle kvality*. [online], Česká národní banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=BAI&p_sestuid=&p_lang=CS>

ČNB (2016): *Vklady klientů podle druhového hlediska*. [online], Česká národní banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=44902&p_strid=AABCAD&p_lang=CS>

ČSÚ (2016): *Hrubý domácí produkt výdajovou metodou*. [online], Český statistický úřad, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=486&katalog=30832&pvo=NUC02-S1az3&pvo=NUC02-S1az3&str=v65&c=v3~8__RP2016>

ČSÚ (2016): *Indexy spotřebitelských cen zboží a služeb*. [online], Český statistický úřad, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&pvokc=&katalog=31779&pvo=CEN09&z=T>

Eurostat (2016): *Private sector debt, consolidated - % of GDP*. [online], Eurostat, 2016, [cit. 28. 8. 2017], < http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tipspd20>

MF (2017): *Šetření prognóz makroekonomického vývoje ČR.* [online], Ministerstvo financí, 2017, [cit. 28. 8. 2017], <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/43-kolokvium-setreni-prognoz-makroekono-28291>

Raiffeisen Bank (2016): *CEE Banking Sector Report*. [online], Raiffeisen Bank, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.rbinternational.com/eBusiness/01_template1/829189266947841370-829189181316930732_829602947997338151_829603177241218127-829603177241218127-NA-2-EN.html>

S&P Capital IQ (2016): *Database.* [online], S&P Global Market Intelligence, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.capitaliq.com/>

DAMODARAN, A. (2016): *Implied Equity Risk Premiums – United States.* [online], 2016 [cit. 28. 8. 2017], <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/implpr.html>

DAMODARAN, A. (2016): *Country Default Spreads and Risk Premiums.* [online], 2016 [cit. 28. 8. 2017], <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

BCPP (2016): *Historická data.* [online], Burza cenných papírů Praha, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/akcie/historicka-data/?ID_NOTATION=160871483&ISIN=CZ0008040318>

MMB (2013, 2014, 2015, 2016): *Výroční zprávy.* [online], MONETA Money Bank, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://investors.moneta.cz/aktualni_informace>

ČSOB (2016): *Výroční zpráva.* [online], Československá obchodní banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.csob.cz/portal/o-csob/vztahy-k-investorum>

ČS (2016): *Výroční zpráva.* [online], Česká spořitelna, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <http://www.csas.cz/banka/appmanager/portal/banka?_nfpb=true&_pageLabel=downloads_subportal01&rootId=10&selnod=17>

KB (2016): *Výroční zpráva.* [online], Komerční banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.kb.cz/cs/o-bance/vztahy-s-investory/vykazy-a-vysledky/vyrocni-zpravy/?ref=999011001>

UniCredit (2016): *Výroční zpráva.* [online], UniCredit Bank, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.unicreditbank.cz/cs/o-bance/vysledky/vyrocni-zpravy.html>

RB (2016): *Výroční zpráva.* [online], Raiffeisenbank, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.rb.cz/o-nas/o-spolecnosti/vysledky-hospodareni/vyrocni-zpravy/?an=ft-it>

J&T (2016): *Výroční zpráva.* [online], J & T BANKA, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.jtbank.cz/informacni-povinnost/#vyrocni_zpravy>

PPF (2016): *Výroční zpráva.* [online], PPF banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.ppfbanka.cz/cz/servis-pro-investory-a-analytiky/povinne-uverejnovane-informace/vyrocni-zpravy.html>

ING (2016): *Výroční zpráva.* [online], ING Bank, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <http://www.ingbank.cz/tiskove-centrum/vyrocni-zpravy/>

Air Bank (2016): *Výroční zpráva.* [online], Air Bank, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.airbank.cz/dokumenty-ke-stazeni>

Fio banka (2016): *Výroční zpráva.* [online], Fio Banka, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.fio.cz/o-nas/fio-banka/vyrocni-zpravy>

Sberbank (2016): *Výroční zpráva.* [online], Sberbank CZ, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.sberbankcz.cz/povinne-uverejnovane-informace>

Equa bank (2016): *Výroční zpráva.* [online], Equa bank, 2016, [cit. 28. 8. 2017], <https://www.equabank.cz/dulezite-dokumenty/povinne-uverejnovane-informace>

Přílohy

Příloha č. 1 – Rozvaha MMB

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ O FINANČNÍ POZICI				
Kč mil.	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Aktiva				
Pokladní hotovost a vklady u centrální banky	9 372	11 746	15 475	20 235
Finanční aktiva v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	6	12	7	26
Realizovatelná finanční aktiva	22 835	20 401	13 255	13 749
Úvěry a pohledávky za bankami	1 114	533	139	189
Úvěry a pohledávky za klienty	97 493	107 197	108 437	111 860
Nehmotný majetek	889	646	429	744
Hmotný majetek	682	654	485	649
Dlouhodobá aktiva držená k prodeji	0	0	22	0
Goodwill	0	104	104	104
Majetkové účasti v přidružených společnostech	2	2	2	2
Pohledávky ze splatné daně	41	300	172	267
Pohledávky z odložené daně	1 664	1 251	944	805
Ostatní aktiva	524	557	566	749
Aktiva celkem	**134 622**	**143 403**	**140 037**	**149 379**
Závazky				
Závazky vůči bankám	123	247	289	2 657
Závazky vůči klientům	93 641	97 006	108 698	116 252
Finanční závazky v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	5	16	8	7
Rezervy	359	390	543	416
Závazky ze splatné daně	0	0	1	29
Závazky z odložené daně	0	204	220	280
Ostatní závazky	2 447	2 957	2 439	2 470
Závazky celkem	**96 575**	**100 820**	**112 198**	**122 111**
Vlastní kapitál				
Základní kapitál	510	510	511	511
Emisní ážio	4 702	4 702	5 028	5 028
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	146	158	167	102
Oceňovací rozdíly z realizovatelných finančních aktiv	1	359	482	363
Fond na úhrady vázané na akcie	2	-2	-2	-2
Nerozdělený zisk	32 686	36 856	21 653	21 266
Vlastní kapitál celkem	**38 047**	**42 583**	**27 839**	**27 268**
Závazky a vlastní kapitál celkem	**134 622**	**143 403**	**140 037**	**149 379**

Příloha č. 2 – Horizontální analýza rozvahy MMB

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ O FINANČNÍ POZICI			
Kč mil.	**2014**	**2015**	**2016**
Aktiva			
Pokladní hotovost a vklady u centrální banky	25,3%	31,7%	30,8%
Finanční aktiva v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	100,0%	-41,7%	271,4%
Realizovatelná finanční aktiva	-10,7%	-35,0%	3,7%
Úvěry a pohledávky za bankami	-52,2%	-73,9%	36,0%
Úvěry a pohledávky za klienty	10,0%	1,2%	3,2%
Nehmotný majetek	-27,3%	-33,6%	73,4%
Hmotný majetek	-4,1%	-25,8%	33,8%
Dlouhodobá aktiva držená k prodeji	0,0%	0,0%	-100,0%
Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%
Majetkové účasti v přidružených společnostech	0,0%	0,0%	0,0%
Pohledávky ze splatné daně	631,7%	-42,7%	55,2%
Pohledávky z odložené daně	-24,8%	-24,5%	-14,7%
Ostatní aktiva	6,3%	1,6%	32,3%
Aktiva celkem	**6,5%**	**-2,3%**	**6,7%**
Závazky			
Závazky vůči bankám	100,8%	975,7%	-89,1%
Závazky vůči klientům	3,6%	19,8%	-6,5%
Finanční závazky v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	220,0%	-56,3%	14,3%
Rezervy	8,6%	6,7%	30,5%
Závazky ze splatné daně	0,0%	0,0%	-96,6%
Závazky z odložené daně	0,0%	37,3%	-21,4%
Ostatní závazky	20,8%	-16,5%	-1,3%
Závazky celkem	**4,4%**	**21,1%**	**-8,1%**
Vlastní kapitál			
Základní kapitál	0,0%	0,2%	0,0%
Emisní ážio	0,0%	6,9%	0,0%
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	8,2%	-35,4%	63,7%
Oceňovací rozdíly z realizovatelných finančních aktiv	0,0%	1,1%	32,8%
Fond na úhrady vázané na akcie	-200,0%	0,0%	0,0%
Nerozdělený zisk	12,8%	-42,3%	1,8%
Vlastní kapitál celkem	**11,9%**	**-36,0%**	**2,1%**
Závazky a vlastní kapitál celkem	**6,5%**	**4,2%**	**-6,3%**

Příloha č. 3 – Výsledovka MMB

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKU A OSTATNÍHO ÚPLNÉHO VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ				
Kč mil.	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Výnosy z úroků a podobné výnosy	10 385	9 670	9 522	8 494
Náklady na úroky a podobné náklady	-557	-285	-212	-189
Čistý úrokový výnos	**9 828**	**9 385**	**9 310**	**8 305**
Výnosy z poplatků a provizí	3 523	3 004	2 631	2 267
Náklady na poplatky a provize	-365	-330	-295	-306
Čistý výnos z poplatků a provizí	**3 158**	**2 674**	**2 336**	**1 961**
Výnosy z dividend	8	9	9	26
Čistý zisk z finančních operací	413	389	324	598
Ostatní provozní výnosy	167	174	123	168
Provozní výnosy celkem	**13 574**	**12 631**	**12 102**	**11 058**
Náklady na zaměstnance	-2 275	-1 991	-2 243	-2 263
Ostatní správní náklady	-1 887	-1 933	-1 969	-2 022
Odpisy hmotného a nehmotného majetku	-531	-479	-520	-310
Ostatní provozní náklady	-886	-1 045	-801	-489
Provozní náklady celkem	**-5 579**	**-5 448**	**-5 533**	**-5 084**
Zisk před zdaněním a čistou ztrátou ze znehodnocení úvěrů a realizovatelných fnančních aktiv	**7 995**	**7 183**	**6 569**	**5 974**
Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	-2 547	-1 742	-849	-927
Čistá ztráta ze znehodnocení realizovatelných finančních aktiv	-7	0	0	0
Zisk za účetní období před zdaněním	**5 441**	**5 441**	**5 720**	**5 047**
Daň z příjmů	-1 182	-1 261	-1 214	-993
Zisk za účetní období po zdanění	**4 259**	**4 180**	**4 506**	**4 054**
Položky, které jsou nebo mohou být v následujících obdobích převedeny do výkazu zisku a ztráty				
– změna reálné hodnoty realizovatelných fnančních aktiv vykázaná v oceňovacích rozdílech z realizovatelných fnančních aktiv	-82	519	165	132
– změna reálné hodnoty realizovatelných fnančních aktiv vykázaná ve výkazu zisku	-164	-77	-13	-279
– odložená daň	47	-84	-29	28
Ostatní úplný výsledek za účetní období po zdanění	**-199**	**358**	**123**	**-119**
Úplný výsledek hospodaření	**4 060**	**4 538**	**4 629**	**3 935**

Příloha č. 4 – Horizontální analýza výsledovky MMB

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKU A OSTATNÍHO ÚPLNÉHO VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ			
Kč mil.	**2014**	**2015**	**2016**
Výnosy z úroků a podobné výnosy	-6,9%	-1,5%	-10,8%
Náklady na úroky a podobné náklady	-48,8%	-25,6%	-10,8%
Čistý úrokový výnos	-4,5%	-0,8%	-10,8%
Výnosy z poplatků a provizí	-14,7%	-12,4%	-13,8%
Náklady na poplatky a provize	-9,6%	-10,6%	3,7%
Čistý výnos z poplatků a provizí	-15,3%	-12,6%	-16,1%
Výnosy z dividend	12,5%	0,0%	188,9%
Čistý zisk z finančních operací	-5,8%	-16,7%	84,6%
Ostatní provozní výnosy	4,2%	-29,3%	36,6%
Provozní výnosy celkem	-6,9%	-4,2%	-8,6%
Náklady na zaměstnance	-12,5%	12,7%	0,9%
Ostatní správní náklady	2,4%	1,9%	2,7%
Odpisy hmotného a nehmotného majetku	-9,8%	8,6%	-40,4%
Ostatní provozní náklady	17,9%	-23,3%	-39,0%
Provozní náklady celkem	-2,3%	1,6%	-8,1%
Zisk před zdaněním a čistou ztrátou ze znehodnocení úvěrů a realizovatelných fnančních aktiv	-10,2%	-8,5%	-9,1%
Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	-31,6%	-51,3%	9,2%
Čistá ztráta ze znehodnocení realizovatelných finančních aktiv	-100,0%	0,0%	0,0%
Zisk za účetní období před zdaněním	0,0%	5,1%	-11,8%
Daň z příjmů	6,7%	-3,7%	-18,2%
Zisk za účetní období po zdanění	**-1,9%**	**7,8%**	**-10,0%**
Položky, které jsou nebo mohou být v následujících obdobích převedeny do výkazu zisku a ztráty			
– změna reálné hodnoty realizovatelných fnančních aktiv vykázaná v oceňovacích rozdílech z realizovatelných fnančních aktiv	-732,9%	-68,2%	-20,0%
– změna reálné hodnoty realizovatelných fnančních aktiv vykázaná ve výkazu zisku	-53,0%	-83,1%	2046,2%
– odložená daň	-278,7%	-65,5%	-196,6%
Ostatní úplný výsledek za účetní období po zdanění	-279,9%	-65,6%	-196,7%
Úplný výsledek hospodaření	**11,8%**	**2,0%**	**-15,0%**

Příloha č. 5 – Plán rozvahy MMB

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ O FINANČNÍ POZICI								
Kč mil.	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Aktiva								
Pokladní hotovost a vklady u centrální banky	20 235	16 283	17 628	18 785	20 046	21 311	22 372	23 459
Finanční aktiva v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	26	13	13	13	13	13	13	13
Realizovatelná finanční aktiva	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 903
Úvěry a pohledávky za bankami	189	0	0	0	0	0	154	538
Úvěry a pohledávky za klienty	111 860	120 310	130 251	139 488	148 851	159 037	166 952	175 065
Nehmotný majetek	744	842	912	976	1 042	1 113	1 169	1 225
Hmotný majetek	649	722	782	837	893	954	1 002	1 050
Dlouhodobá aktiva držená k prodeji	0	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill	104	104	104	104	104	104	104	104
Majetkové účasti v přidružených společnostech	2	2	2	2	2	2	2	2
Pohledávky ze splatné daně	267	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky z odložené daně	805	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166
Ostatní aktiva	749	602	651	697	744	795	835	875
Aktiva celkem	**149 379**	**153 792**	**165 258**	**175 817**	**186 610**	**198 245**	**207 516**	**217 400**
Závazky								
Závazky vůči bankám	2 657	3 287	3 063	2 431	1 289	913	0	0
Závazky vůči klientům	116 252	121 513	131 554	140 185	149 595	159 037	166 952	175 065
Finanční závazky v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	7	7	7	7	7	7	7	7
Rezervy	416	416	416	416	416	416	416	416
Závazky ze splatné daně	29	0	0	0	0	0	0	0
Závazky z odložené daně	280	176	176	176	176	176	176	176
Ostatní závazky	2 470	2 657	2 876	3 080	3 287	3 512	3 686	3 866
Závazky celkem	**122 111**	**128 056**	**138 092**	**146 295**	**154 770**	**164 061**	**171 237**	**179 529**
Vlastní kapitál								
Základní kapitál	511	511	511	511	511	511	511	511
Emisní ážio	5 028	5 028	5 028	5 028	5 028	5 028	5 028	5 028
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	102	102	102	102	102	102	102	102
Oceňovací rozdíly z realizovatelných finančních aktiv	363	363	363	363	363	363	363	363
Fond na úhrady vázané na akcie	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Nerozdělený zisk	21 266	19 734	21 164	23 520	25 837	28 182	30 277	31 869
Vlastní kapitál celkem	**27 268**	**25 736**	**27 166**	**29 522**	**31 839**	**34 184**	**36 279**	**37 871**
Závazky a vlastní kapitál celkem	**149 379**	**153 792**	**165 258**	**175 817**	**186 610**	**198 245**	**207 516**	**217 400**

Příloha č. 6 – Plán výsledovky MMB

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKU A OSTATNÍHO ÚPLNÉHO VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ								
Kč mil.	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Výnosy z úroků a podobné výnosy	8 494	8 721	9 698	10 838	11 873	13 005	13 617	14 269
Náklady na úroky a podobné náklady	-189	-243	-395	-561	-748	-954	-1 169	-1 225
Čistý úrokový výnos	**8 305**	**8 478**	**9 304**	**10 277**	**11 125**	**12 051**	**12 448**	**13 044**
Výnosy z poplatků a provizí	2 267	2 187	2 302	2 383	2 543	2 704	2 838	2 976
Náklady na poplatky a provize	-306	-324	-324	-324	-324	-324	-324	-324
Čistý výnos z poplatků a provizí	**1 961**	**1 863**	**1 978**	**2 059**	**2 219**	**2 380**	**2 514**	**2 652**
Výnosy z dividend	26	9	9	9	9	9	9	9
Čistý zisk z finančních operací	598	431	431	431	431	431	431	431
Ostatní provozní výnosy	168	158	158	158	158	158	158	158
Provozní výnosy celkem	**11 058**	**10 939**	**11 880**	**12 935**	**13 942**	**15 029**	**15 561**	**16 294**
Náklady na zaměstnance	-2 263	-2 406	-2 605	-2 790	-2 977	-3 181	-3 339	-3 501
Ostatní správní náklady	-2 022	-1 776	-1 821	-1 866	-1 913	-1 961	-2 010	-2 060
Odpisy hmotného a nehmotného majetku	-310	-391	-423	-453	-484	-517	-543	-569
Ostatní provozní náklady	-489	-435	-435	-435	-435	-435	-435	-435
Provozní náklady celkem	**-5 084**	**-5 009**	**-5 284**	**-5 544**	**-5 809**	**-6 093**	**-6 326**	**-6 565**
Zisk před zdaněním a čistou ztrátou ze znehodnocení úvěrů a realizovatelných finančních aktiv	**5 974**	**5 930**	**6 596**	**7 390**	**8 133**	**8 935**	**9 234**	**9 729**
Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	-927	-997	-1 079	-1 156	-1 234	-1 318	-1 384	-1 451
Čistá ztráta ze znehodnocení realizovatelných finančních aktiv	0	0	0	0	0	0	0	0
Zisk za účetní období před zdaněním	**5 047**	**4 933**	**5 517**	**6 234**	**6 900**	**7 617**	**7 851**	**8 278**
Daň z příjmů	-993	-987	-1 103	-1 247	-1 380	-1 523	-1 570	-1 656
Zisk za účetní období po zdanění	**4 054**	**3 947**	**4 413**	**4 987**	**5 520**	**6 094**	**6 280**	**6 622**

Příloha č. 7 – Finanční ukazatele konkurence 2016

Finanční ukazatele konkurence										
Kč mil.	**Aktiva**	**Vlastní kapitál**	**Zisk po zdanění**	**ROAA**	**ROAE**	**Tier 1**	**NPL**	**OM**	**Bankomaty**	**Zaměstnanci**
Československá obchodní banka, a.s.	1 085 527	88 735	15 148	1,4%	17,3%	18,2%	3,0%	287	1 642	8 561
Česká spořitelna, a.s.	1 066 526	121 730	15 457	1,4%	12,7%	19,5%	3,2%	561	1 049	10 299
Komerční banka, a.s.	922 737	105 401	13 688	1,5%	13,4%	16,2%	3,8%	392	768	8 476
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.*	632 779	64 849	6 926	1,1%	10,7%	14,2%	5,1%	171	414	3 301
Raiffeisenbank a.s.*	307 181	24 576	2 747	1,0%	15,0%	13,3%	3,8%	134	141	3 110
MONETA Money Bank, a.s.	**149 379**	**27 268**	**4 054**	**2,8%**	**14,7%**	**20,5%**	**6,3%**	**230**	**632**	**3 114**
J&T Banka, a.s.*	139 267	19 052	1 217	0,9%	6,4%	12,8%	12,4%	6	0	689
PPF Banka a.s.	132 630	8 643	1 385	1,0%	16,0%	14,9%	5,4%	4	0	214
ING Bank NV*	124 004	1 536	891	0,7%	58,0%	-	0,0%	8	0	207
Air Bank a.s.	83 395	5 318	289	0,3%	5,4%	11,8%	1,1%	34	180	705
Fio banka, a.s.*	80 372	1 128	97	0,1%	8,6%	10,1%	5,0%	92	159	76
Sberbank CZ a.s.*	71 784	5 212	177	0,2%	3,4%	16,0%	5,2%	29	33	852
Equa bank a.s.	44 365	3 539	108	0,2%	3,0%	12,0%	3,0%	20	0	481

**Poznámka: některé údaje dostupné jen za rok 2015*

Příloha č. 8 – Regresní analýza

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,9940
Hodnota spolehlivosti R	0,9880
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,9828
Chyba stř. hodnoty	58207
Pozorování	11

ANOVA

	Rozdíl	*SS*	*MS*	*F*	*Významnost F*
Regrese	3	1947949828927	649316609642	191,65	0,00
Rezidua	7	23716579913	3388082845		
Celkem	10	1971666408839			

	Koeficienty	*Chyba stř. hodnoty*	*t Stat*	*Hodnota P*	*Dolní 95%*	*Horní 95%*	*Dolní 95,0%*	*Horní 95,0%*
Hranice	-5973034	583309	-10,24	0,00	-7352340	-4593727	-7352340	-4593727
HDP	0,90	0,18	4,95	0,00	0,47	1,33	0,47	1,33
Cenový index	39969	7251	5,51	0,00	22822	57115	22822	57115
PRIBOR 3M	-966196	2913970	-0,33	0,75	-7856640	5924248	-7856640	5924248

REZIDUA

Pozorování	*Očekávané Objem úvěrů*	*Rezidua*
1	1461658	-48574
2	1749100	34888
3	2114636	-38949
4	2007867	94222
5	2155475	19265
6	2315111	-10803
7	2448419	-88373
8	2500161	14160
9	2617535	17345
10	2800450	-18072
11	2925491	24892

Období	**HDP**	**Cenový index**	**PRIBOR 3M**	**Objem úvěrů (skut.)**	**Objem úvěrů (model)**
2006	3 747 206	102,5	0,0256	1 413 084	1 461 658
2007	3 954 399	105,4	0,0405	1 783 988	1 749 100
2008	4 061 601	112,1	0,0389	2 075 687	2 114 636
2009	3 864 947	113,3	0,0164	2 102 089	2 007 867
2010	3 953 651	114,9	0,0122	2 174 740	2 155 475
2011	4 032 910	117,1	0,0116	2 304 308	2 315 111
2012	4 000 653	121,0	0,005	2 360 046	2 448 419
2013	3 981 303	122,7	0,0038	2 514 321	2 500 161
2014	4 089 400	123,2	0,0034	2 634 880	2 617 535
2015	4 274 880	123,6	0,0029	2 782 378	2 800 450
2016	4 378 590	124,4	0,0029	2 950 383	2 925 491