

| Letectví a obrana | Aktualizace | Česká republika |

# Česká zbrojovka Group SE

Vysoká poptávka, akvizice a organický růst

## Koupit

Cena 17.01.22	<b>506 CZK</b>
12m cíl	<b>645 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>27,5 %</b>
Dividenda	<b>12 CZK</b>
Celkový výnos	<b>29,8 %</b>

### Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

### Typ investice

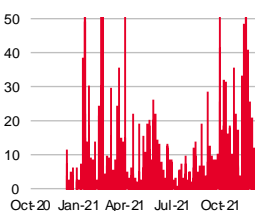
Růstový příběh

### Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akciích

RIC CZG.PR	Bloom CZG CP
52týdenní rozmezí	344 - 604
Tržní kap. (mld. CZK)	17,1
Tržní kap. (mld. EUR)	0,7
Volně obchod. (%)	19
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m 3m 12m</b>
Akcie	0,8 -4,5 47,1
Relativně k PX	-3,2 -10,2 9,1

Zdroj: Bloomberg

### Poslední analýza a komentář:

[https://bit.ly/CZG\\_initiation\\_CZE](https://bit.ly/CZG_initiation_CZE)

[https://bit.ly/CZG\\_divi2021](https://bit.ly/CZG_divi2021)

[https://bit.ly/CZG\\_3Q21\\_results](https://bit.ly/CZG_3Q21_results)

SOCIETE  
GENERALE  
GROUP

**Investiční doporučení:** Pro akcie společnosti **Česká zbrojovka Group SE (CZG)** vydáváme **novou cílovou cenu ve výši 645 CZK**. Zároveň potvrzujeme **doporučení Koupit**, které zůstává beze změny. Naše nová cílová cena naznačuje možnost zhodnocení ve srovnání s aktuálním tržním kurzem o 28 %. Předcházející cílová cena byla 357 CZK.

CZG koupila ikonu v sektoru, a to společnost Colt. Celá skupina CZG tak má silný růstový potenciál. Lépe totiž bude obsluhovat hlavní světový trh se zbraněmi v USA. Stane se také okamžitě účastníkem tendrů pro americké ozbrojené složky. To doplní již tak velmi silnou poptávku tamního zejména civilního sektoru.

Trh v USA je největší na světě a v posledních letech je charakteristický masivní poptávkou. Prakticky vše co CZG vyrobí, se tam prodá. Pro CZG představuje tento trh asi 60 % celkových tržeb. Nicméně ani ostatní trhy, například v Africe či Asii, nezůstávají pozadu a poptávka roste. Z geografického rozdělení poroste také význam domácího trhu vzhledem k začátku plnění kontraktu pro Armádu ČR.

Odhadujeme, že v následujících letech poroste počet vyrobených zbraní a hospodaření společnosti. To je dáno konsolidací Coltu. Celková čísla minulého roku (2021) vylepší asi jen výsledky za půl roku, protože je součástí CZG od konce května. V tomto roce se jeho konsolidace již projeví naplno. Kromě toho, podle plánů CZG, poroste výroba v hlavním výrobním závodě v Uherském Brodě. Společnost by si měla udržet vysokou ziskovost a měla by dále vykazovat silnou schopnost generovat hotovost.

**Atraktivní finanční profil.** CZG má silnou bilanci. Nízké zadlužení a silná tvorba hotovosti dávají společnosti **potenciál na poli M&A** (fúze a akvizice) – viz akvizice společnosti Colt. CZG by chtěla uspokojovat celkovou poptávku segmentu malých střelných zbraní. Kromě zabraní samotných by chtěla růst také v sektorech příslušenství, vybavení nebo munice. Cestu M&A tak považujeme za další potenciál růstu.

**Ocenění akcií** jsme stanovili na základě modelu diskontovaného volného cash flow. Fair value jsme odhadli na 645 CZK. Parametry ke stanovení cílové ceny (sektorová atraktivita, atraktivita společnosti a spekulativní potenciál) jsou tentokrát celkem 0 %. Cílová cena je tedy v tomto případě stejná jako fair value a stanovili jsme ji na 645 CZK na jednu akcii. CZG se obchoduje za P/E 13,5x (2022e) a 12,1x (2023e) a u násobku EV/EBITDA za 7,6x (2022e) a 7,0x (2023e).

Finanční data	2020	2021e	2022e	2023e	Poměrové ukazatele	2020	2021e	2022e	2023e
Výnosy (mil. CZK)	6820	10839	12947	14144	P/E (x)	14,2	14,0	13,5	12,1
EBITDA marže (%)	21,3	19,7	21,4	20,7	Price/free cash flow	5,9	20,3	12,6	10,7
Čistý zisk (mil. CZK)	677	1222	1264	1413	Dividendový výnos (%)	3,7	1,5	2,4	2,4
Zisk na akcii (CZK)	20,7	36,2	37,5	41,9	Price/book (x)	2,1	3,1	2,7	2,3
Dividenda na akcii (CZK)	11,0	7,5	12,0	12,4	P/S (x)	1,4	1,6	1,3	1,2
Úrokové krytí (x)	17,8	13,6	8,7	9,7	EV/S (x)	1,4	2,0	1,6	1,4
Výplatní poměr (%)	44,7	37,4	33,0	33,0	EV/EBITDA (x)	6,6	10,0	7,6	7,0
Čistý dluh / vl. kapitál (x)	0,0	0,8	0,6	0,5	EV/IC (x)	1,4	2,0	1,9	1,6



**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumi\_l trampota@kb.cz

## Základní přehled o společnosti

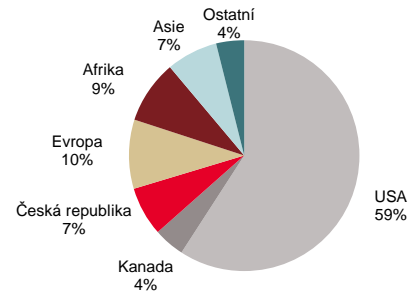
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>Uznávaný mezinárodní výrobce střelných zbraní s globální působností</li> <li>Silné zaměření na výzkum a vývoj</li> <li>Vysoce kvalifikovaná pracovní síla</li> <li>Atraktivní finanční profil - nízký dluh a silná tvorba peněžních toků</li> <li>Diverzifikace z hlediska geografie a tržních segmentů</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Jakákoli událost, která by vedla k výpadku výroby</li> <li>Legislativa &amp; regulace. Výroba, prodej, použití, manipulace atd. střelných zbraní podléhá přísné kontrole. Změna legislativy by mohla negativně ovlivnit fungování společnosti</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>Velký potenciál organického růstu</li> <li>Expanze na nové trhy</li> <li>Zvýšení tržního podílu dodávek pro armády a ozbrojené složky</li> <li>Aktivní role na poli M&amp;A (akvizice a fúze)</li> <li>Schopnost uspokojit celkovou poptávku týkající se tohoto segmentu (střelné zbraně, příslušenství, vybavení, střelivo atd.)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vysoce konkurenční trh. Neschopnost konkurovat by mohla ovlivnit hospodaření společnosti</li> <li>Měnové riziko (FX). Velká část tržeb je generována v USD a EUR, zatímco většina nákladů je v CZK</li> <li>Velmi napjatý trh práce v České republice. Odliv velmi kvalifikovaných zaměstnanců a neschopnost najít nové</li> </ul>

Tržby (mil. CZK)

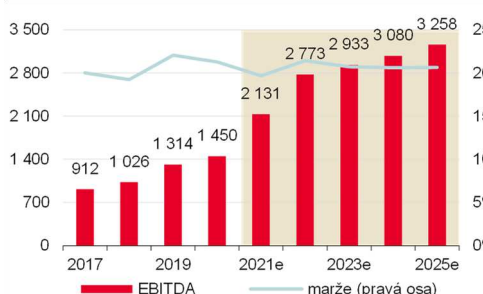


Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Geografické rozdělení tržeb (9M21)

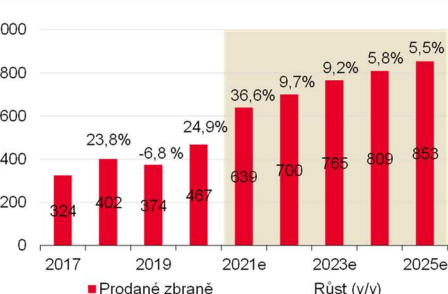


EBITDA (mil. CZK)



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prodané výrobky (tis. ks)



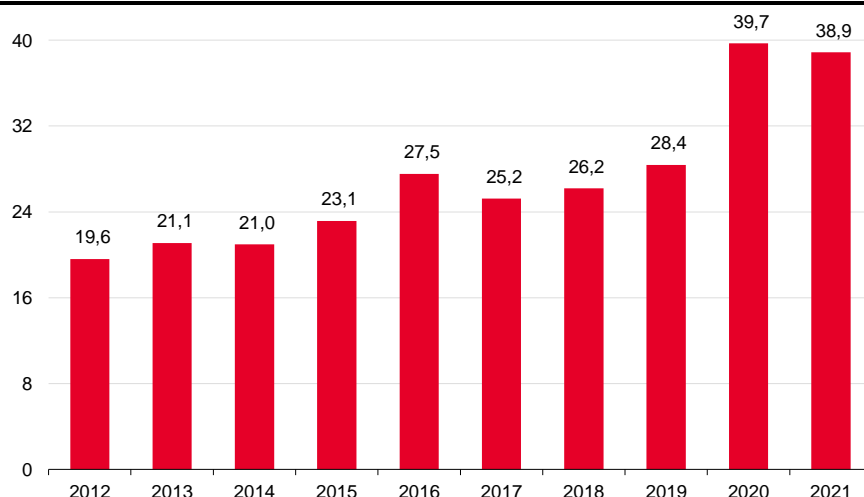
## Trendy v sektoru

### Masivní poptávka po malých palných zbraních

Obrovská poptávka pramení zejména na hlavním trhu společnosti USA ....

Poptávka po ručních palných zbraních je masivní. Vyniká zejména civilní trh v USA. Za posledních 10 let se tamní poptávka téměř zdvojnásobila. Je to vidět na grafu níže – poptávka podle systému kontrol FBI tzv. NICS.

Poptávka po ručních palných zbraních v USA (mil. ks)

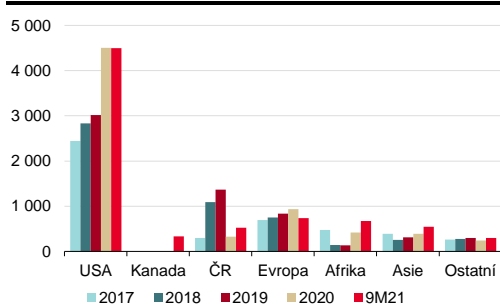


Zdroj: FBI

... ale velká poptávka je vidět i v ostatních regionech.

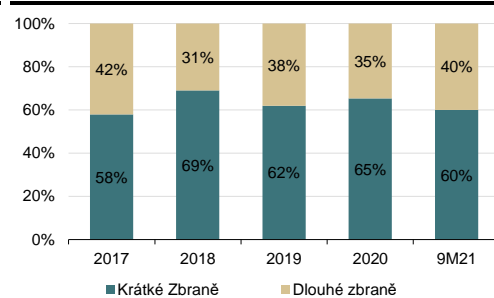
Nicméně nerostla poptávka po produktech CZG pouze v USA. **K slušnému nárůstu došlo také na trzích v Africe a Asii.** Důvodem jsou dodávky pro ozbrojené složky. Podle grafu, který ukazuje geografické rozdělení tržeb poklesly výnosy v České republice, a to jak v 2020 tak v roce 2021. Je to dáno tím, že smlouva/dodávky pro Armádu ČR se začala plnit až v 2H21. Takže do konce roku 2021 by se měl tento výpadek vyrovnat a podíl ČR na celkových výnosech vzroste. Vzhledem k tomu, že CZG koupila Americký Colt, je od roku 2021 součástí geografického mixu také Kanada. CZG začala konsolidovat Colt od konce května 2021. Hospodaření samotného Coltu ukáže druhá polovina roku 2021 a naplno se projeví v roce 2022. Graf ukazuje rozdělení po trzích.

Regionální rozdělení tržeb (mil. CZK)



Zdroj: CZG

Produkt mix



## Hospodaření České zbrojovky

### Letošní rok

Podstatný meziroční růst je dán velmi silnou poptávkou a začátkem konsolidace Coltů.

Poslední reportované výsledky CZG jsou za prvních 9 měsíců minulého roku. Na všech sledovaných úrovních došlo k podstatnému nárůstu. Za tím je vidět začátek konsolidace akvirovaného Coltů a velmi silná poptávka zejména v USA, který je pro zbrojovku hlavním trhem, ale i na dalších trzích, kde je společnost přítomna.

CZG je podařilo za 9M21 prodat meziročně o 37,2 % více zbraní. Celkem zbrojovka prodala 463 tis. ks výrobků. Přitom trh v USA se na celkových výnosech podílí téměř 60 %. To demonstruje již zmíněnou silnou poptávku v USA.

### Výsledky České zbrojovky za 9M21

mil. CZK	9M 20	9M 21	změna
Tržby	4 964	7 602	53,1 %
EBITDA	1 107	1 428	28,9 %
marže	22,3 %	18,8 %	-3,5 pb
EBIT	816	902	10,6 %
Čistý zisk	478	903	89,1 %

Zdroj: CZG

Celoroční projekce za rok 2021 je horní hranice rozpětí 10,34 – 10,64 mld. CZK pro tržby a 1,99 – 2,19 mld. CZK pro zisk EBITDA.

U příležitosti reportu za 9M21 zveřejnila zbrojovka celoroční cíle pro rok 2021. Měly by dosáhnout horní hranice intervalu 10,34 – 10,64 mld. CZK pro tržby a 1,99 – 2,19 mld. CZK pro zisk EBITDA. Za prvních devět měsíců dodala CZG 73 % výnosů a 69 % EBITDA. Připomínáme, že Colt je ve výsledcích zahrnut od konce května 2021. Takže se jeho přínos naplno projeví v 4Q21. Ve výsledcích se také pozitivně projeví plnění kontraktu pro Armádu ČR, který začal až ve druhém pololetí minulého roku.

V našich projekcích očekáváme, že zbrojovka své cíle splní. Naše celoroční projekce jsou v následující tabulce.

### Odhad KB výsledků České zbrojovky za celý rok 2021

mil. CZK	2020	2021 (odhad KB)	změna
Tržby	6 820	10 839	58,9 %
EBITDA	1 450	2 131	47,0 %
marže	21,3 %	19,7 %	-1,6 pb
EBIT	1 056	1 238	17,2 %
Čistý zisk	677	1 222	80,7 %

Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládáme, že zbrojovka za celý letošní rok prodá 638 tis. zbraní. Za prvních devět měsíců to bylo 463 tis. Celkové tržby by měly v meziročním srovnání vzrůst o téměř 60 % na 10,8 mld. CZK. Náš odhad je mírně optimističtější, než samotný výhled managementu. Ve druhém pololetí je naplno projev výsledky Coltů, který se začal konsolidovat na konci minulého května. Navíc ve druhé polovině minulého roku začaly dodávky pro Armádu ČR. EBITDA odhadujeme na 2,13 mld. CZK. To je v rámci cílů samotné CZG.

## Akvizice společnosti Colt

Akvizicí společnosti Colt došlo k výraznému posílení pozice CZG na jejím hlavním trhu.

Česká zbrojovka v lednu minulého roku oznámila, že kupuje konkurenta v oboru, legendární společnost Colt. Za 100% podíl zaplatila 220 mil. USD a 1 098 620 ks nových akcií CZG. Dále pak tzv. earn-out ve formě dalších 1 098 620 akcií pokud zisk EBITDA dosáhne v letech 2021-2023 stanovené úrovně. Transakce je financována z vlastních zdrojů, z prostředků z IPO a z emise dluhopisů.

Zbrojovka tak získala významné výrobní kapacity, ale hlavně tradičního dodavatele amerických ozbrojených složek. A to je asi jeden z hlavních důvodů. Okamžitě se tak bude moci účastnit tendrů pro nejen americkou armádu. Připomínáme, že trh v USA je pro zbrojovku klíčový. Akvizicí Coltu došlo k výraznému posílení na tamním trhu. Dá se také předpokládat, že část výroby ze zatím hlavního výrobního závodu v Uherském Brodě (CZUB) se přesune do továrny Coltu. Lépe se tak budou obsluhovat zámořské trhy.

Transakce byla dokončena a zahrnutí Coltu do hospodaření České zbrojovky proběhlo na konci května 2021.

Stavba nové továrny v americkém Little Rock odložena.

### Stavba nové továrny v Little Rock odložena

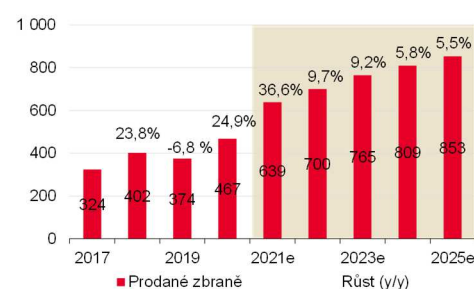
Původní plány na stavbu nové továrny v americkém městě Little Rock se akvizicí Coltu změnily. Stavba nové továrny v Little Rock byla odložena. Předpokládáme, že jakmile se podaří zcela začlenit Colt do struktury CZG, plány na nový výrobní závod se opráší a zbrojovka se k němu vrátí. V našich odhadech se stavbou nové továrny v Little Rock nekalkulujeme.

## Dlouhodobé odhady

Rychlý růst prodaných výrobků ...

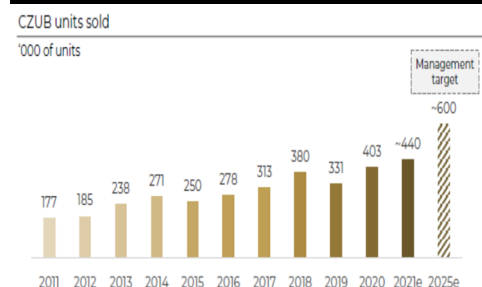
Předpokládáme, že dojde k vysokému růstu počtu vyrobených produktů. V námi sledovaném období 2021 – 2025 odhadujeme průměrné roční tempo růstu 12,8 %. Důvodem je přirozeně akvizice Coltu, ale také navýšení výroby v Uherském Brodě. Z grafu níže je vidět podstatný nárůst v roce 2021, kdy Colt začal být součástí CZG. Předpokládáme, že k růstu přispěl také začátek plnění smlouvy s Armádou ČR. V hlavní továrně v Uherském Brodě se plánuje zvýšit výroba z asi 440 tis. ks, které mělo být dosaženo v roce 2021, na 600 tis. v roce 2025<sup>1</sup>.

Projekce prodaných objemů (tis. ks)



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prodané výrobky z továrny v CZUB (tis. ks)



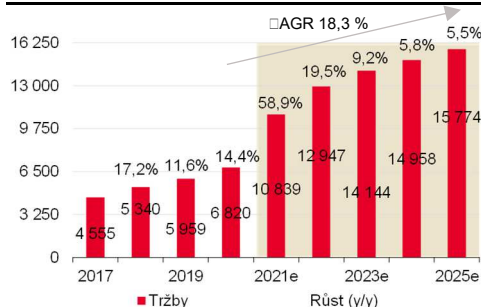
Zdroj: CZG

... znamená růst celkových tržeb.

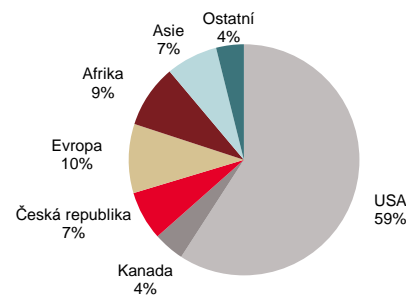
Celkové tržby by z loňských očekávaných 10,8 mld. CZK měly vyšplhat na 15,8 mld. CZK v roce 2025. To je růst o 45,5 %. Průměrné roční tempo růstu je 18,3 % (CAGR). Většina tržeb je generována v zámoří. Civilní trh v USA s jeho masivní poptávkou je rozhodujícím faktorem výnosů. Za prvních 9 měsíců minulého roku prodala CZG v USA 59 % celkových tržeb. Necelých 10 % tvoří evropské (mimo ČR) tržby, zhruba 9 % a 7 % pak Afrika a Asie. Samotná ČR přispěla v 9M21 sedmi procenty. Nicméně se dá čekat, že vzhledem k plnění kontraktu pro Armádu ČR tento podíl vzroste směrem k 10 %.

<sup>1</sup> Prezentace CZG k výsledkům za 9M21, str. 11

### Celkové tržby (mil. CZK)



### Geografické rozdělení tržeb (9M21)



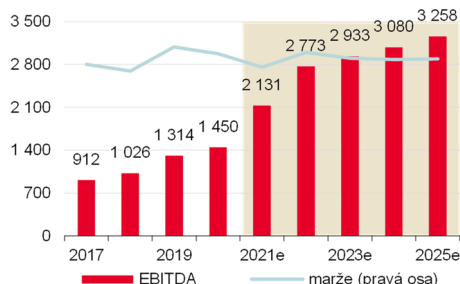
Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

EBITDA poroste a marže by měla být kolem 21 %.

EBITDA za minulý rok by podle našich odhadů měla vzrůst o 47 % na 2,13 mld. CZK. EBITDA marže by měla být 19,7 %. Pokles proti předcházejícímu roku je kvůli nákladům na služby, zejména poradenství, vztahující se k akvizici Coltu. S tím v dalších letech nepočítáme a marže by měla vzrůst a vrátit se až k 21 %. EBITDA v roce 2025 odhadujeme na 3,3 mld. CZK, což znamená průměrné roční tempo růstu 17,6 %.

Čistý zisk by měl v posledním sledovaném roce měl dosáhnout 1,7 mld. CZK z 1,2 mld. CZK, které by měla reportovat zbrojovka za minulý rok.

### Projekce zisku EBITDA (mil. CZK)



### Čistý zisk (mil. CZK)



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

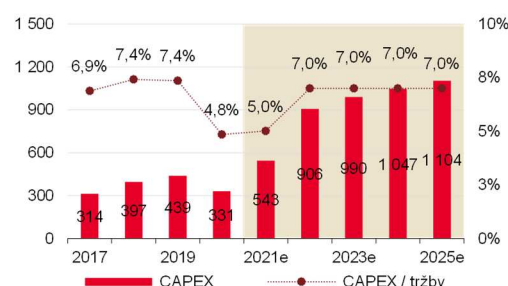
### Investiční náklady (CAPEX) a zadluženost

CAPEX projektujeme na úrovni 7 % celkových výnosů.

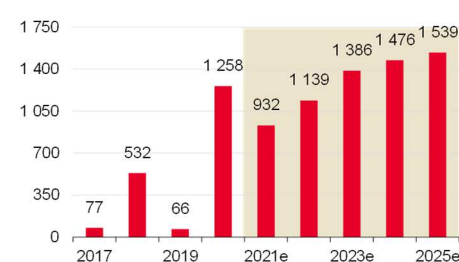
Česká zbrojovka plánuje investovat 6-7 % celkových tržeb do CAPEX. Investiční náklady by se měly týkat modernizaci provozů a investic do strojního vybavení, budov a nástrojů. V našich odhadech předpokládáme, že 7 % výnosů půjde do investic.

Podle našich odhadů bude CZG generovat dostatečnou hotovost, aby mohla platit své investice. Graf, který ukazuje rozdíl mezi provozní cash flow a CAPEX je níže. V nadcházejících letech bude OCF slušně nad investicemi.

CAPEX / Tržby (mil. CZK)



OCF – CAPEX (mil. CZK)



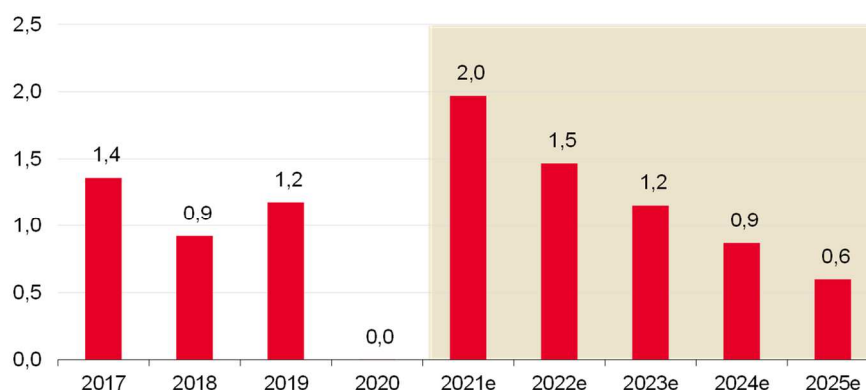
Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přestože zadlužení vzrostlo po akvizici Coltu je stále na komfortní úrovni. V následujících letech klesne.

Zadlužení skupiny, měřený čistým dluhem / EBITDA, je z našeho pohledu nízká. Očekáváme, že v minulém roce vzrostlo na 2,0x z 0. Tuto úroveň považujeme za komfortní. Důvodem je akvizice Coltu. Nicméně vzhledem k silné schopnosti společnosti generovat hotovost zadlužení v příštích letech poklesne a mělo by být kolem 1,0x.

Podle našeho názoru má společnost prostor ke zvýšení svého dluhu. Jako bezpečnou úroveň vidíme zhruba 2x (čistý dluh / EBITDA). Ale pokud by došlo k dalším M&A aktivitám, mohlo by to vést k vyšší zadluženosti.

Zadlužení: Čistý dluh / EBITDA



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Dividendová politika

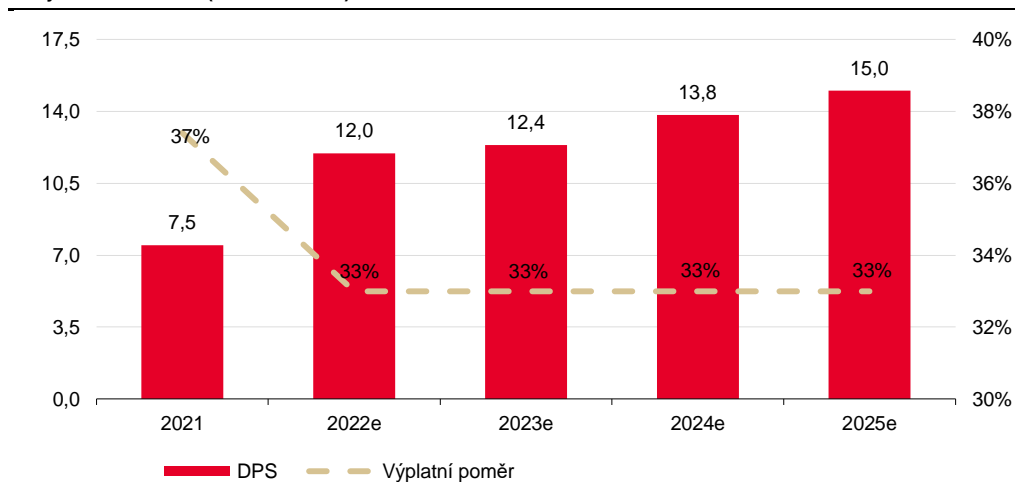
Vedení zbrojovky plánuje distribuovat mezi akcionáře **třetinu konsolidovaného čistého zisku na dividendy**.

V minulém roce vyplatila zbrojovka 7,5 CZK na jednu akcii. To představuje výplatní poměr 37 %, tedy nad plánem vedení společnosti. V předchozích letech byla výplata ještě vyšší (kolem 50 %) a v roce 2019 byl dokonce vyplacen téměř celý zisk.

V našich projekcích očekáváme, že společnost vygeneruje dostatek hotovosti, aby mohla platit udržitelnou dividendu. Podle plánu managementu CZG konzervativně očekáváme, že výplatní poměr bude v příštích letech 33 % čistého konsolidovaného zisku. Nicméně je pravděpodobné, že dividendu bude vyšší. Zbrojovka bude mít dostatek prostoru na to, aby platila podstatně vyšší dividendu.

Třetina zisku se rozdělí mezi akcionáře.

Projekce dividend (CZK na akcii)



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banky

Samozřejmě schopnost platit dividendu může být ovlivněna několika faktory. Patří mezi ně například aktivita na poli M&A. Významné akvizice by mohly výši dividendy ovlivnit. Dále například zadluženost nebo výhled společnosti. Co se týká České zbrojovky, nečekáme, že by taková situace nastala.



## Valuace

### Sektorové srovnání

Česká zbrojovka se proti společnostem v sektoru obchoduje s premií.

Ocenění společnosti Česká zbrojovka jsem porovnávali s konkurenty. Bohužel vzhledem k počtu společností a k tomu, že jednotlivé společnosti v relativním srovnání se od sebe liší, zejména pokud jde o velikost, skladbu produktů a geografické působení, je tato metoda pouze doplňková.

	P/E	P/E	P/E	P/S	P/S	EV/ Sales	EV/ Sales	EV/ EBITDA	EV/ EBITDA	EV/ EBITDA	Div. výnos	Div. výnos	Div. výnos
	akt.	2022	2023	akt.	2022	akt.	2022	akt.	2022	2023	akt.	2022	2023
CZG - Ceska zbrojovka Group SE	14,0	13,5	12,1	1,6	1,3	2,0	1,6	10,0	7,6	7,0	1,5	2,4	2,4
Sturm Ruger & Co Inc	8,1	7,9	11,0	1,6	1,7	1,4	1,6	5,0	4,2	5,7	4,5	4,9	4,3
Smith & Wesson Brands Inc	3,2	3,9	6,0	0,8	1,0	0,8	1,0	3,0	2,3	3,5	n/a	n/a	n/a
Taurus Armas SA	3,0	n/a	n/a	0,9	n/a	1,7	n/a	n/a	6,8	n/a	n/a	n/a	n/a
SEKTOROVÝ MEDIÁN	3,2	5,9	8,5	0,9	1,4	1,4	1,3	4,0	4,2	4,6	4,5	4,9	4,3
CZG vs sektor	342,5%	128,6%	42,1%	81,5%	-5,2%	45,3%	28,1%	151,2%	80,7%	51,7%	-67,3%	-52,2%	-42,7%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Násobky CZG jsou ve srovnání s konkurencí vyšší. Věříme, že se to dá částečně opodstatnit zdravým finančním profilem, růstovým potenciálem a schopností generovat hotovost.

### Diskontovaný peněžní tok

Pro ocenění České zbrojovky jsme použili metodu DCF. Cílovou cenu jsme stanovili na úrovni 645 CZK.

Pro stanovení cílové ceny jsme použili metodu diskontovaného volného cash flow. V ocenění pomocí DCF předpokládáme náklady na kapitál (WACC) v rozmezí 6,5-8,2 % pro sledované období a 8,2 % pro terminální fázi. Dlouhodobý růst předpokládáme na úrovni 2 %. Na základě metody diskontovaných peněžních toků uvedené v následující tabulce jsme dospěli k **fair value akcií České zbrojovky na 645 CZK na akcii**. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % až 130 % fair value.

- **Sektorová atraktivita (+3 %):** Naše mateřská společnost Société Générale doporučuje nadvážet sektor Aerospace & Defence<sup>2</sup> vzhledem k oživení ekonomiky. Stanovujeme tento faktor na +3 %.
- **Atraktivita společnosti (+2 %):** Akcie Česká zbrojovka konsoliduje akvírovaný Colt a očekává růst produkce a hospodaření. Tento faktor odhadujeme na +2 %.
- **Spekulativní potenciál (-5 %):** Akcie České zbrojovky se obchodují s velkou premií vůči sektoru podobných společností.

**Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie České zbrojovky 645 CZK (fair value plus 0 %).**

<sup>2</sup> Analýza Société Générale: The Big Picture – Outlook 2022 – Feeding the bull, zveřejněna 24. listopadu 2021 ve 14:51

**Ocenění akcií České zbrojovky**

	2021	2022	2023	2024	2025	LT
<b>Kalkulace požadované úrokové míry</b>						
WACC	6,5%	7,0%	7,2%	7,7%	8,2%	8,2%
CoE	10,4%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Prémie za likviditu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Beta	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735
Risk-free	3,7%	2,5%	2,6%	2,6%	2,7%	2,7%
Prémie za riziko (Damodaran)	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Riziková přírážka (Damodaran)	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Náklady na dluh	1,4%	3,5%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Model diskontovaných cash flow (mil. CZK)</b>						
EBITDA	2 131	2 773	2 933	3 080	3 258	
Zaplacená daň	-384	-397	-444	-482	-526	
Změna pracovního kapitálu	-363	-112	90	119	98	
CAPEX	-543	-906	-990	-1 047	-1 104	
FCFF	842	1 358	1 588	1 669	1 725	
Diskontované FCFF	790	1 192	1 300	1 269	1 213	
Součet diskontovaných FCFF	5 764					
Terminální hodnota	20 017					
Dlouhodobý růst	2,0%					
Enterprise value	25 781					
Čistý dluh	4 013					
Equity value	21 769					
<b>Fair value na akcii (CZK)</b>	<b>645</b>					
Sektorová atraktivita	3,0%					
Atraktivita společnosti	2,0%					
Spekulativní potenciál	-5,0%					
<b>Cílová cena na akcii (CZK)</b>	<b>645</b>					

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Níže uvedená tabulka ukazuje citlivost našeho ocenění na dva hlavní faktory, diskontní sazbu (WACC) v terminální fázi a dlouhodobý růst.

**Citlivostní tabulka**

		WACC				
		7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
Dlouhodobý růst	1,0%	645	598	558	522	491
	1,5%	701	645	598	558	522
	2,0%	767	701	<b>645</b>	598	558
	2,5%	847	767	701	645	598
	3,0%	946	847	767	701	645

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Rizikové faktory

**Jakákoli událost, která by vedla k výpadku výroby,** by vážně ovlivnila fungování společnosti.

**Rostoucí náklady.** Neschopnost efektivně řídit náklady by mohla mít nepříznivý dopad na hospodaření a/nebo konkurenceschopnost společnosti. Například velmi napjatý trh práce v České republice by mohl vést k neočekávanému rychlému nárůstu personálních nákladů.

**Ztráta kvalifikovaného personálu.** Společnost CZG spoléhá na vysoce kvalifikované zaměstnance. Odliv jejích kvalifikovaných pracovníků a neschopnost je nahradit by mohly nepříznivě ovlivnit budoucí fungování společnosti.

**FX riziko.** Velká část tržeb je generována v USD a EUR, zatímco většina nákladů je v CZK, což znamená přirozené kurzové riziko.

**Vysoce konkurenční trh.** Jak bylo uvedeno výše, trh s ručními palnými zbraněmi je vysoce konkurenční. Neschopnost konkurovat z hlediska produktu nebo ceny by mohla ovlivnit hospodaření společnosti.

**Změna legislativy a regulace.** Výroba, prodej a zacházení se střelnými zbraněmi podléhá přísným pravidlům. Neočekávané utahování legislativy by mělo na společnost negativní vliv.

## Finanční výkazy - roční

### Výkaz zisků a ztrát

mil. CZK	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b>									
Tržby	4 555	5 340	5 959	6 820	10 839	12 947	14 144	14 958	15 774
Ostatní provozní výnosy	18	49	102	50	39	65	71	75	79
Změna stavu zásob hotových výrobků a nedokončené	238	2	52	-380	113	0	0	0	0
Aktivace	116	104	105	124	131	155	170	179	189
Spotřeba surovin a materiálu	-2 075	-2 491	-2 886	-2 736	-4 972	-6 215	-6 789	-7 329	-7 887
Služby	-841	-814	-820	-1 095	-1 728	-1 738	-2 085	-2 094	-2 051
Osobní náklady	-954	-1 046	-1 081	-1 260	-1 992	-2 118	-2 224	-2 335	-2 452
Odpisy	-350	-365	-371	-393	-780	-1 040	-1 021	-1 016	-1 021
Ostatní provozní náklady	-146	-118	-117	-144	-299	-324	-354	-374	-394
Provozní výsledek hospodaření	562	661	944	1 056	1 351	1 733	1 912	2 063	2 237
Výnosové úroky	44	13	17	17	18	38	43	48	52
Nákladové úroky	-31	-47	-86	-77	-117	-238	-240	-241	-243
Ostatní finanční výnosy	323	247	74	296	643	333	319	321	324
Ostatní finanční náklady	-263	-160	-88	-361	-372	-279	-259	-262	-266
Podíl na výsledku přidružených podniků	0	0	52	-80	12	0	0	0	0
Výsledek hospodaření před zdaněním	636	714	912	851	1 535	1 588	1 776	1 929	2 104
Čistý zisk	505	569	734	677	1 222	1 264	1 413	1 535	1 675
EBITDA	912	1 026	1 314	1 450	2 131	2 773	2 933	3 080	3 258

<b>ROZVAHA</b>									
Dlouhodobá aktiva	3 324	3 361	3 174	3 519	9 628	9 495	9 464	9 494	9 578
Krátkodobá aktiva	2 982	4 125	4 375	5 269	7 034	8 043	9 304	10 466	11 654
Aktiva celkem	6 305	7 486	7 549	8 788	16 662	17 538	18 767	19 960	21 231
Vlastní kapitál	3 411	3 309	3 469	4 523	5 511	6 396	7 418	8 512	9 707
Dlouhodobé závazky	2 061	2 673	2 584	2 661	6 276	6 337	6 401	6 469	6 539
Krátkodobé závazky	834	1 504	1 496	1 604	4 875	4 804	4 948	4 979	4 985
Závazky celkem	2 895	4 176	4 080	4 265	11 151	11 141	11 349	11 448	11 524
Vlastní kapitál a závazky	6 305	7 486	7 549	8 788	16 662	17 538	18 767	19 960	21 231

<b>CASH FLOW</b>									
Zisk před zdaněním	674	752	932	830	1 523	1 588	1 776	1 929	2 104
Odpisy	390	407	413	393	780	1 040	1 021	1 016	1 021
Ostatní nepeněžní operace	-361	-50	95	-72	18	127	131	134	138
Změna pracovního kapitálu	-201	40	-679	729	-363	-112	90	119	98
Čisté placené úroky	11	-28	-59	-79	-99	-200	-197	-194	-191
Placené daně	-120	-191	-198	-214	-384	-397	-444	-482	-526
Provozní cash flow	391	929	505	1 588	1 475	2 045	2 376	2 523	2 643
Investiční cash flow	-313	-386	-435	-399	-5 237	-905	-989	-1 046	-1 103
Placené dividendy	-98	-260	-574	-332	-253	-403	-417	-466	-507
Finanční cash flow	-98	479	-536	373	4 532	-970	-658	-718	-767
Změna hotovosti	-20	1 022	-466	1 563	771	171	730	759	773

Zdroj: GZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Finanční údaje České zbrojovky

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>POMĚRY (%)</b>									
EBITDA marže	20,0	19,2	22,1	21,3	19,7	21,4	20,7	20,6	20,7
Provozní marže	12,3	12,4	15,8	15,5	12,5	13,4	13,5	13,8	14,2
Čistá marže	11,1	10,6	12,3	9,9	11,3	9,8	10,0	10,3	10,6
Úrokové krytí (x)	-42,8	19,4	13,7	17,8	13,6	8,7	9,7	10,7	11,7
Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	0,4	0,3	0,4	0,0	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2
Čistý dluh / EBITDA (x)	1,4	0,9	1,2	0,0	2,0	1,5	1,2	0,9	0,6
ROE	15,1	17,3	21,2	15,0	22,2	19,8	19,1	18,1	17,3
ROA	8,0	7,6	9,7	7,7	7,3	7,2	7,5	7,7	7,9
ROCE	2,2	1,5	1,5	2,0	1,1	1,3	1,5	1,7	1,9
Dividendový výplatní poměr	14,2	50,5	98,5	44,7	37,4	33,0	33,0	33,0	33,0

**ÚDAJE NA AKCII (CZK)**

Čistý zisk	21	36	37	42	46	50
Vlastní kapitál	138	163	189	220	252	288
Volný cash flow	50	25	40	47	49	51
Hrubá dividendy	11,0	7,5	12,0	12,4	13,8	15,0

**TRŽNÍ OCENĚNÍ**

P/E (x)	14,2	14,0	13,5	12,1	11,1	10,2
Cena / provozní cash flow (x)	6,0	11,6	8,3	7,2	6,8	6,5
Cena / volný cash flow (x)	5,9	20,3	12,6	10,7	10,2	9,9
Cena / vlastní kapitál (x)	2,1	3,1	2,7	2,3	2,0	1,8
P/S (x)	1,4	1,6	1,3	1,2	1,1	1,1
Dividendový výnos (%)	3,7	1,5	2,4	2,4	2,7	3,0
EV / tržby (x)	1,4	2,0	1,6	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA (x)	6,6	10,0	7,6	7,0	6,4	5,8
EV/IC (x)	1,4	2,0	1,9	1,6	1,5	1,3

Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>

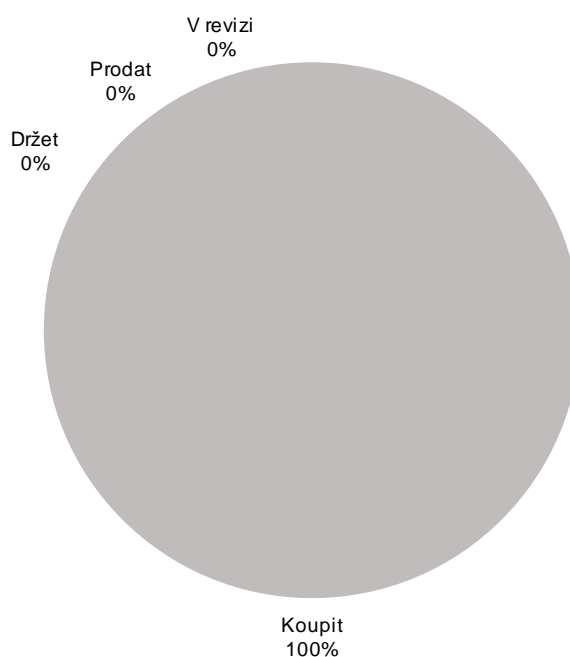
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či premie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (8 doporučení).

#### Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců.

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezičase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.



**Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty**

	Avast	Česká zbrojovka	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon-wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
<b>Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů</b>									
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	konec
Cílová cena	GBP 600	CZK 645	CZK 905	CZK 367	CZK 109.7	CZK 362	pokrývání	CZK 16 512	pokrývání
Datum	11.02.2021	17.01.2022	10.12.2021	12.01.2021	31.08.2021	26.03.2021	15.02.2021	20.11.2020	22.11.2019
Cena v den publikace	CZK 147	CZK 506	CZK 474	CZK 246	CZK 87,1	CZK 259	CZK 800	CZK 14 320	EUR 24.7
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		12 měsíců	
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota		B. Trampota	
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>									
Doporučení	koupit	v revizi	koupit	v revizi	v revizi	koupit	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 466	v revizi	CZK 621	v revizi	v revizi	CZK 293	v revizi	CZK 18308	EUR 26
Datum	30.08.2019	31.03.2021	23.07.2020	26.11.2020	07.05.2021	08.01.2020	30.04.2020	03.12.2018	03.03.2017
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	
Cílová cena	v revizi	CZK 357	CZK 717	CZK 482	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 17546	
Datum	14.08.2019	27.11.2020	10.06.2019	04.07.2019	29.10.2019	12.12.2018	01.04.2019	22.08.2017	
Doporučení	koupit		koupit	koupit	koupit	koupit	držet	držet	
Cílová cena	GBP 342		CZK 620	CZK 484	CZK 97	CZK 270	CZK 924	CZK 13500	
Datum	15.06.2018		11.06.2018	26.09.2018	07.03.2019	18.08.2017	26.10.2018	25.05.2017	
Doporučení			koupit		koupit	držet	v revizi	koupit	
Cílová cena			CZK 542		CZK 93	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum			20.09.2017		06.03.2018	31.01.2017	17.05.2018	13.06.2016	
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>									
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců	ne	ano	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny.								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka