

# Colt CZ Group SE

## Růst podpořen akvizicemi

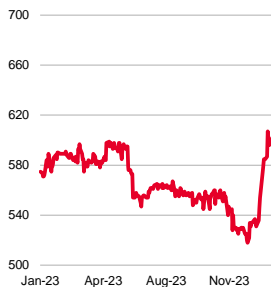
### Koupit

|                |         |
|----------------|---------|
| Cena 09.02.24  | 574 CZK |
| 12m cíl        | 921 CZK |
| Pot. růst ceny | 60,5 %  |
| Dividenda      | 31 CZK  |
| Celkový výnos  | 65,8 %  |

Sektorové doporučení  
Zvýšit váhu

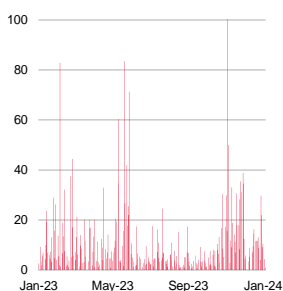
Typ investice  
Růstový příběh

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

| RIC CZG.PR            | Bloom CZG CP   |
|-----------------------|----------------|
| 52týdenní rozmezí     | 518 - 614      |
| Tržní kap. (mld. CZI) | 20,2           |
| Tržní kap. (mld. EUI) | 0,8            |
| Volně obchod. (%)     | 19             |
| Výkon (%)             | 1m 3m 12m      |
| Akcie                 | -0,9 4,0 -1,2  |
| Relativně k PX        | -1,9 -2,7 -6,3 |

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

[https://bit.ly/Colt\\_swissAA](https://bit.ly/Colt_swissAA)

[https://bit.ly/Colt\\_2Q23](https://bit.ly/Colt_2Q23)

[https://bit.ly/Colt\\_3Q23](https://bit.ly/Colt_3Q23)

[https://bit.ly/Colt\\_perrollamSB](https://bit.ly/Colt_perrollamSB)

SOCIETE

GENERALE

GROUP

**Investiční doporučení: Potvrzujeme doporučení *Koupit* pro akcie společnosti Colt CZ Group SE s aktualizovanou cílovou cenou ve výši 921 CZK. Ve srovnání se současnou tržní cenou to znamená možný růstový potenciál +60,5 %. Tomu odpovídá právě doporučení *Koupit*, které tak zůstává beze změny. Naše ocenění zahrnuje nedávné akvizice výrobců munice Sellier & Bellot a swissAA. Předchozí cílová cena byla 652 CZK.**

Prodeje na hlavním trhu Coltu, kterým je civilní sektor v USA, jsou slabší ve srovnání s předchozími roky. A to přesto, že se tamní poptávka vrátila z extrémních hodnot v složitých letech 2020 a 2021 na předkrizovou úroveň. Tento pokles ale dokáže kompenzovat růst na ostatních trzích, zejména v ČR, Evropě a Kanadě. Silnou poptávku zejména na evropských trzích předpokládáme i v následujících letech. Navíc nás čeká report za 4Q23, které je z hlediska sezónnosti nejsilnější a čekáme opravdu rekordní hodnoty.

**Colt je velmi aktivní na posli M&A.** Akvizice jsou kromě organického rozvoje dalším z kanálů celkového růstu společnosti. Nedávno koupení výrobců munice swissAA a zejména Sellier & Bellot podstatně vylepšilo hospodaření společnosti. SwissAA bude konsolidován již od konce roku 2023 a Sellier & Bellot od poloviny 2024. Počítáme také s tím, že akvizice zvýší dosavadní 20% marže o několik procentních bodů. Pomocí akvizic by Colt měl také dosáhnout svých cílů pro rok 2025, které se zdály být velmi ambiciózní. Předpokládáme, že Colt bude i nadále hrát roli v konsolidaci sektoru. Kromě společností vyrábějící munici se na mušku Coltu mohou dostat taky výrobci dalšího vybavení, např. optiky. Colt by tak dokázal uspokojit celkovou poptávku od zbraní, přes munici až po ostatní vybavení, kdy vše bude vyvíjeno a vyráběno „na míru“.

Colt nabízí kromě růstového příběhu také solidní dividendu. Loni vyplatil, ze zisku roku 2022, 30 CZK na jednu akcii. To odpovídá hrubému výnosu 5,2 % a výplatnímu poměru 45 %. Dividendová politika Coltu je stanovena na distribuci 50 % upraveného čistého zisku. V našich projekcích konzervativně předpokládáme výplatu poloviny zisku podle dividendové politiky Coltu. Očekáváme, že dividendy mírně poroste. Hrubý výnos by se ve srovnání s naší novou cílovou cenou vyšplhal ke 4 %.

Ocenění akcií jsme stanovili na základě modelu diskontovaného volného cash flow. Fair value / cílovou cenu jsme odhadli na 921 CZK na akcii. Při naší cílové ceně se Colt obchoduje na násobcích P/E 21,8x (2024e) a 18,1x (2025e) a u násobku EV/EBITDA 14,1x (2024e) a 10,3x (2025e).

| Finanční data                | 2022   | 2023e  | 2024e  | 2025e  | Poměrové ukazatele    | 2022  | 2023e  | 2024e | 2025e |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|-----------------------|-------|--------|-------|-------|
| Výnosy (mil. CZK)            | 14 590 | 14 967 | 19 694 | 24 246 | P/E (x)               | 8,3   | 11,2   | 21,8  | 18,1  |
| EBITDA marže (%)             | 23,1   | 19,6   | 19,8   | 21,6   | Price/free cash flow  | 162,3 | -151,7 | -8,4  | 12,8  |
| Čistý zisk (mil. CZK)        | 2 280  | 2 164  | 2 031  | 2 452  | Dividendový výnos (%) | 4,5   | 5,2    | 3,3   | 2,3   |
| Zisk na akcii (CZK)          | 66,9   | 61,6   | 42,2   | 50,9   | Price/book (x)        | 2,5   | 3,7    | 3,7   | 3,6   |
| Dividenda na akcii (CZK)     | 25,0   | 30,0   | 30,8   | 21,1   | P/S (x)               | 1,3   | 2,3    | 2,3   | 1,8   |
| Úrokové krytí (x)            | 12,8   | 88,4   | 6,7    | 6,8    | EV/S (x)              | 1,6   | 2,7    | 2,8   | 2,2   |
| Výplatní poměr (%)           | 73,4   | 45,3   | 50,0   | 50,0   | EV/EBITDA (x)         | 6,9   | 13,1   | 14,1  | 10,3  |
| Čistý dluh / vl. kapitál (x) | 0,6    | 0,7    | 0,9    | 0,8    | EV/IC (x)             | 1,6   | 2,2    | 2,3   | 2,2   |

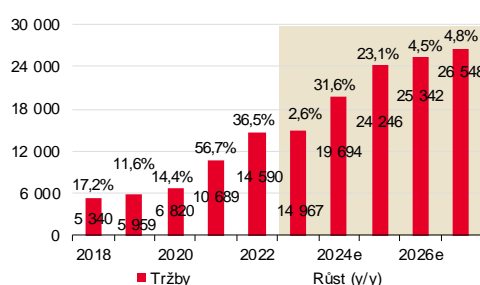


Bohumil Trampota  
Akciový analytik  
(420) 222 008 560  
bohumiil\_trampota@kb.cz

## Základní přehled o společnosti

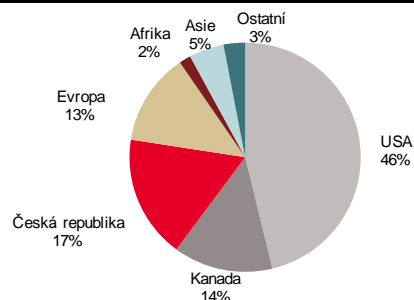
| Silné stránky   | Slabé stránky   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Uznávaný mezinárodní výrobce střelných zbraní s globální působností</li> <li>Silné zaměření na výzkum a vývoj</li> <li>Vysoce kvalifikovaná pracovní síla</li> <li>Atraktivní finanční profil - nízký dluh a silná tvorba 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> <li>Likvidita, malý počet volně obchodovaných akcií</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)

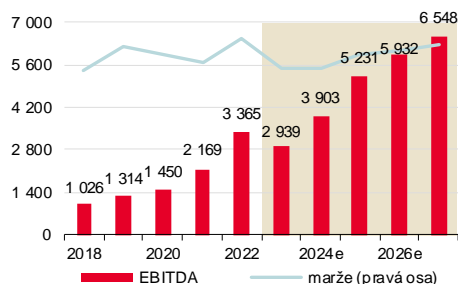


Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Geografické rozdělení tržeb (9M23)

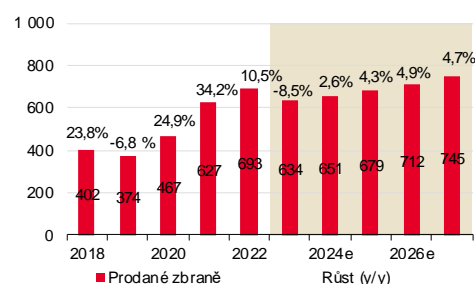


EBITDA (mil. CZK)



Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prodané výrobky (tis. ks)



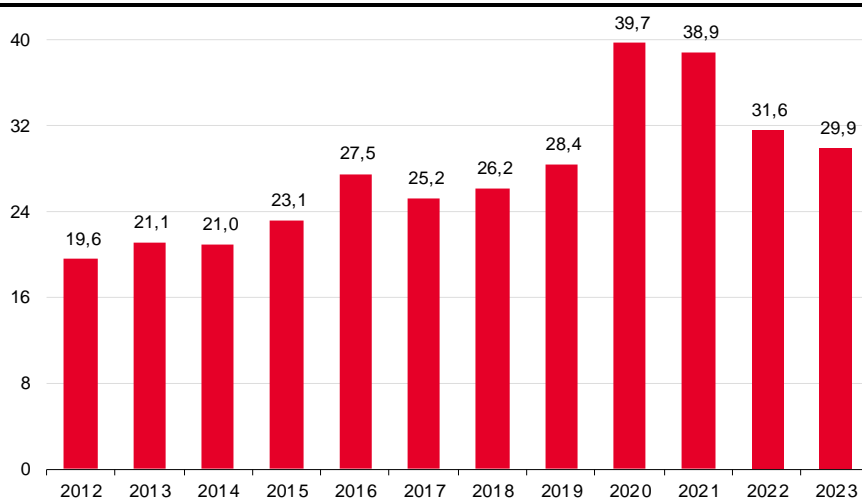
## Trendy v sektoru

### Poptávka se vrátila na předkrizovou úroveň

Poptávka na trhu v USA se vrátila na obvyklou úroveň.

**Komerční nebo civilní trh v USA je pro Colt nejdůležitější segment.** Z grafu níže je patrné, že poptávka doslova vyskočila v krizových letech 2020 a 2021. V loňském roce to vypadá, že vrátila zpět na obvyklou úroveň. Podle údajů za minulý rok klesla o 5,5 %. Nicméně i tuto úroveň považujeme je vysokou. **Ve srovnání s předkrizovým rokem 2019 je o +5,2 % vyšší.** Je to možné demonstrovat na kontrolách před samotným nákupem zbraně v USA tzv. systém NICS. Prodeje Coltu za 9M23 v USA klesly o téměř 20 % y/y. To znamená, pokud budeme brát NICS jako proxy poptávky, Colt ztrácí svůj tržní podíl. Nicméně to může být dáno velmi vysokou srovnávací základnou v krizových letech.

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

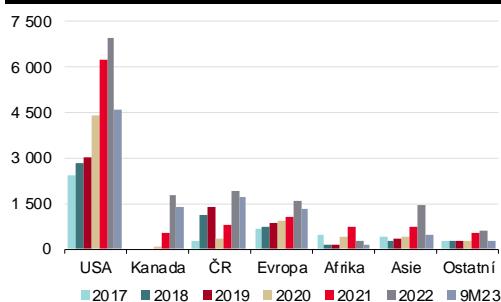


Zdroj: FBI

Prodeje v dalších regionech Coltu slušně vzrostly.

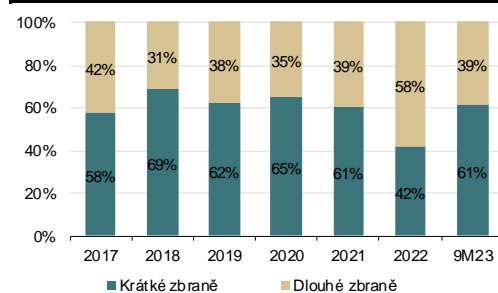
V ČR se prodej za prvních devět měsíců loňského roku zvýšil o +95,9 %. Důvodem jsou pokračující dodávky pro Armádu ČR. Velmi vysoké tempo růstu předvedla také Kanada, která zvýšila výnosy o +79,3 %. Tady byl zřejmý dopad dodávek Ukrajině od kanadské vlády. Evropské výnosy (ex-ČR) nabobtnaly o +13,6 %. Vzhledem k zakázkám pro ozbrojené složky, které se v roce 2023 neopakovaly, klesly výnosy v Asii o 63,4 %. Afrika předvedla růst o +112 % kvůli zakázkám pro ozbrojené složky. Nicméně podíl na celkových tržbách je relativně nižší (1,6 %). V ostatních světových regionech klesly výnosy o 3 %.

Regionální rozdělení tržeb (mil. CZK)



Zdroj: Colt CZ

Produkt mix



Zdroj: Colt CZ

Grafy demonstrují regionální rozdělení výnosů a produkt mix optikou rozdělení na krátké a dlouhé zbraně v portfoliu Coltu. Jasně je vidět dominance trhu USA (viz výše).

## Hospodaření Coltu

### Rok 2023

Reportovaná čísla za 9M23 klesla a zaostala za odhady.

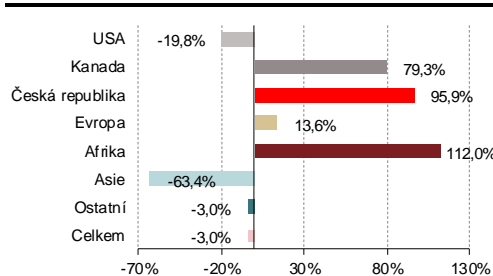
Na konci listopadu zveřejnil Colt své hospodářské výsledky za devět měsíců loňského roku. Klesly v meziročním srovnání a zaostaly za konsensem trhu o 5,3 %. Důvodem byla slabší poptávka na komerčním trhu v USA. Došlo také k revizi celoročních cílů.

Pokles tržního podílu na komerčním trhu v USA.

Zatímco výnosy v USA klesly v meziročním srovnání o 19,8 %, tržby v ČR, Kanadě a Evropě (mimo ČR) slušně vzrostly, a to o +95,9 %, respektive o +79,3 % a +13,6 %. Společným jmenovatelem růstu byla poptávka ze sektoru ozbrojených složek.

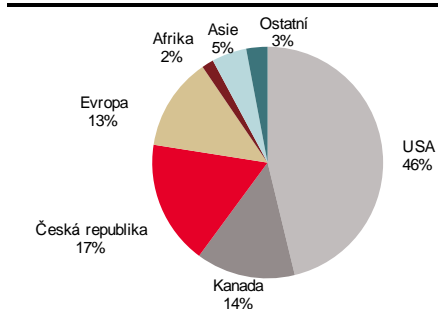
Loni za prvních devět měsíců tvořily americké výnosy 46,2 % těch celkových. To představuje pokles z 55,9 % dosažených v 9M22. Tržby v ČR vzrostly na 17,3 % proti 8,6 % a ve zbytku Evropy na 13,0 % z 11,1 %. Slušný progres zaznamenala také Kanada s 13,9 % celku ve srovnání s 7,5 % v předchozím roce. Geografické rozdělení výnosů je znázorněno v grafu níže.

Meziroční vývoj tržeb dle regionů (9M23)



Zdroj: Colt CZ

Geografické rozdělení tržeb (9M23)



Zdroj: Colt CZ

## Výsledky Coltu za 3Q23 / 9M22

| mil. CZK        | 3Q22   | 3Q23   | y/y     | KB     | Kons.  | 9M22   | 9M23   | y/y     | KB     | Kons.  |
|-----------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Tržby           | 3 171  | 3 050  | -3,8 %  | 3 662  | 3 662  | 10 220 | 9 911  | -3,0 %  | 10 522 | 10 522 |
| EBITDA          | 421    | 409    | -2,9 %  | 481    |        | 2 146  | 1 707  | -20,5 % | 1 779  |        |
| marže           | 13,3 % | 13,4 % | 0,1 pb  | 13,1 % |        | 21,0 % | 17,2 % | -3,8 pb | 16,9 % |        |
| EBITDA upr.     | 546    | 471    | -13,8 % | 561    | 566    | 2 341  | 1 935  | -17,3 % | 2 025  | 2 030  |
| marže           | 17,2 % | 15,4 % | -1,8 pb | 15,3 % | 15,5 % | 22,9 % | 19,5 % | -3,4 pb | 19,2 % | 19,3 % |
| EBIT            | 184    | 199    | 8,5 %   | 298    | 297    | 1 487  | 1 124  | -24,4 % | 1 222  | 1 222  |
| Čistý zisk      | 223    | 491    | 120,2 % | 243    |        | 1 328  | 1 538  | 15,8 %  | 1 289  |        |
| Čistý zisk upr. | 278    | 284    | 2,2 %   | 301    | 370    | 1 461  | 1 482  | 1,5 %   | 1 496  | 1 565  |

Zdroj: Colt CZ Group, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vedení společnosti revidovalo celoroční projekci pro rok 2023. Celkové tržby by měly být 15,2-15,5 mld. CZK a EBITDA 3,0-3,3 mld. CZK (předchozí 16,0-16,4 mld. CZK a 3,2-3,4 mld. CZK). To prakticky odpovídá pesimistické variantě originálního cíle ze začátku roku. Je to na základě pomalejšího oživení amerického komerčního trhu a také pravděpodobně přesunutím některých zakázek do dalšího roku. Ale také to naznačuje, že pro samotné čtvrté čtvrtletí by měl Colt dosáhnout tržeb 5,4 mld. CZK a EBITDA 1,7 mld. CZK. To by znamenalo opravdu velmi silné výsledky za 4Q23, které by měly lehce překonat zatím nejlepší čtvrtletí.

## Odhad výsledků Coltu za rok 2023

| mil. CZK   | 2022   | 2023 (odhad KB) | změna   |
|------------|--------|-----------------|---------|
| Tržby      | 14 590 | 14 968          | 2,6 %   |
| EBITDA     | 3 365  | 2 939           | -12,7 % |
| marže      | 23,1 % | 19,6 %          | -3,4 pb |
| EBIT       | 2 199  | 1 795           | -18,4 % |
| Čistý zisk | 2 281  | 2 164           | -5,1 %  |

Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odhadujeme, že Coltu se podaří prodat za celý rok asi 635 tis. ks zbraní. Od začátku roku 2023, respektive za prvních devět měsíců již prodal 449 tis. Celkové tržby by měly překonat úroveň roku 2022 o mírných +2,6 % a měly by dosáhnout 15 mld. CZK. Zisk EBITDA naopak klesne podle našich projekcí na 2,9 mld. CZK. To je ve srovnání s předchozím rokem nižší hodnota o 12,7 %. Obě dvě sledované linky by tak měly být lehce pod spodním okrajem cíle společnosti.

## M&amp;A aktivita

Colt je velmi aktivní hráč na poli akvizic. Potvrzuje to červnový nákup 100 % akcií švýcarského výrobce munice společnosti swissAA Holding AG. Součástí konsolidačního celku se stala od 1. července 2023.

## Akvizice výrobce munice Sellier &amp; Bellot

Colt v pondělí 18. prosince oznámil nákup 100 % společnosti Sellier & Bellot a.s., která je českým výrobcem malorážové munice. Colt ovládne společnost za 350 mil. USD v hotovosti v kombinaci s emisí nových akcií. Současní vlastníci S&B skupina CBC Europe tak získají 27,00-29,91 % podíl na základním kapitálu Coltu. Podle našich odhadů vydá Colt asi 13 mil. nových akcií do rukou CBC. Zadlužení kombinované společnosti v 2024 odhaduje management Coltu na 2,7x (čistý dluh / EBITDA), což je pohodlně pod kovenantem 3,5x. Transakci musí schválit regulátoři. Dokončení se čeká v polovině příštího roku.

S&B by měl za letošní rok reportovat výnosy 6,7 mld. CZK (+8,9 % y/y) a EBITDA 2,1 mld. CZK (+30,4 % y/y). Marže by měla dosáhnout 31,5 %, což je podstatně lepší než očekávaných asi 20 % u Coltu samotného. Kupní cenu jsme odhadli na cca 14,7 mld. CZK (350 mil. USD plus hodnota nových akcií). Podle našich kalkulací je tato akvizice za násobek 8,5x (EV / EBITDA).

Aktivní hráč na poli M&A.  
Akvizice swissAA.

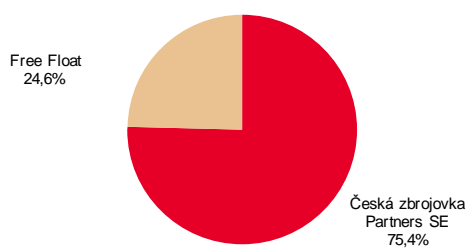
Akvizice Sellier & Bellot.

To je mírně vyšší ve srovnání s hodnotou 7,8x (e2023) u samotného Coltu. Nicméně vzhledem k vysoké ziskovosti považujeme prémii za opodstatněnou. S&B zvýší marže Coltu. U nové společnosti se dají také očekávat výrazné synergie v několika oblastech. Navíc se dá odhadnout výroba munice přímo „na míru“ pro zbraně Coltu. To by mohla být pro Colt další výhoda.

Také bychom rádi zdůraznili, že Colt akvizicí S&B nebuduje nic na zelené louce ani nerespektuje společnost v problémech. Koupil ziskovou firmu, jejíž výsledky vylepší marži a příspěvek v tvorbě hotovosti bude patrný okamžitě.

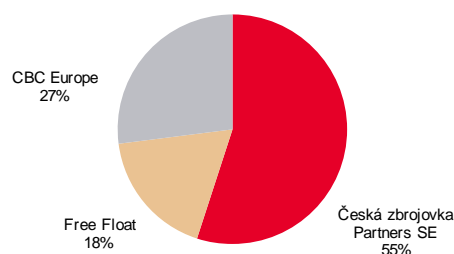
Majoritním vlastníkem společnosti Colt CZ po dokončení akvizice S&B a vydáním nových akcií do rukou prodávající společnosti CBC Europe zůstane Česká zbrojovka Partners SE s očekávaných podílem asi 55 %. CBC ovládne 27-29,91 % všech akcií a Free Float (počet volně obchodovaných akcií) zůstane na asi 18 %. Celkový počet akcií společnosti Colt CZ bude po dokončení transakce kolem 48,2 mil. ks (nyní 35,2 mil. ks). Názorně je to vidět na následujícím grafu.

Akcionářská struktura před akvizicí S&amp;B



Zdroj: Colt CZ

... a po dokončení akvizice S&amp;B



Zdroj: Colt CZ

Cíle pro rok 2025 jsou nadosah.

Colt plánuje dosáhnout v roce 2025 výnosů 1 mld. EUR (cca 25 mld. CZK) a EBITDA 200 mil. EUR (cca 5 mld. CZK). Letošní cíle Coltu jsou výnosy 15,2-15,5 mld. CZK a EBITDA 3,0-3,3 mld. CZK, pokud bychom k tomu přidali odhadovaných 6,7 mld. CZK a 2,1 mld. CZK od S&B, tak by Colt reportoval celkové tržby 22,2 mld. CZK a EBITDA 5,4 mld. CZK. Svůj cíl u výnosů by tak téměř dosáhl, u zisku EBITDA dokonce překonal.

Jsme stále přesvědčení, že Colt bude nadále sledovat veškeré možnosti konsolidace ve svém sektoru (např. výrobci optiky, munice).

Colt má nízké zadlužení. Navíc dokáže generovat silný hotovostní tok. Konverze hotovosti je na vysoké úrovni na zhruba 60 %.

Výše zmíněné indikuje, že Colt bude na poli M&A nadále aktivním hráčem.

Nabídku na fúzi se společností Vista odmítlo vedení cílové společnosti.

Spolu s výsledky za 3Q23 (23. listopadu 2023) oznámil Colt nabídku akcionářům společnosti Vista Outdoor. Oceňuje Vistu na 30 USD na akcii. V nové společnosti by akcionáři Visty vlastnili 55 %. Fúze by se skládala z 600 mil. USD ve formě nových akcií a z 300 mil. USD dluhu. Zadlužení nové společnosti by bylo asi 1,8x. O možné transakci by s největší pravděpodobností měli rozhodnout akcionáři obou společností na valných hromadách. Na následném konferenčním hovoru nebylo zveřejněno více detailů. Kolem této potenciální transakce je tak mnoho neznámých. Jen ještě připomínáme, že Colt vlastní již 2,4 % akcií Visty a další procenta ovládají CEO a majoritní vlastník Coltu. Dohromady to je 5,7 % akcií Visty. Management Visty ale nabídku Coltu odmítl. A nadále doporučuje akvizici své muniční divize Sporting Products společností Czechoslovak Group, na které se obě společnosti domluví v polovině loňského října.

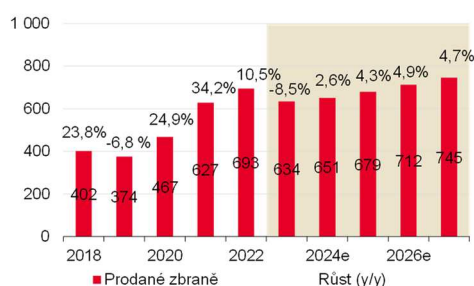
Vzhledem k výše popsané akvizici společnosti S&B nepřikládáme potenciální transakci s Vistou velkou pravděpodobnost.

## Dlouhodobé odhady

Očekáváme nárůst produkce.

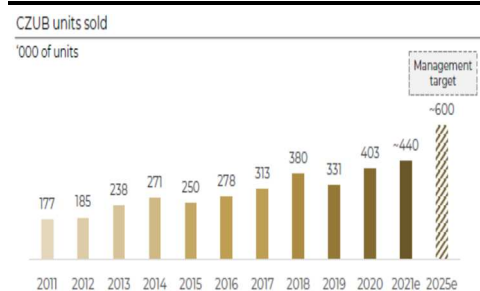
V minulém roce (2022) prodal Colt 693 tis. ks zbraní. Od začátku roku 2023 za prvních devět měsíců prodala společnost ekvivalent 65 % (449 tis.) loňského výsledku. A právě mírně slabší tempo v prvních devíti měsících loňského roku bude podle našeho názoru stát za poklesem za celý rok. I když čekáme ve 4Q23 nárůst objemu na téměř rekordní úroveň, v meziročním srovnání by měl být počet prodaných kusů za minulý rok nižší o 8,5 % (635 tis.). Ve sledovaném období 2023 – 2027 předpokládáme, že počet prodaných zbraní překoná 700 tis., což odpovídá průměrnému ročnímu růstu o +4,1 %. Podstatný nárůst byl vidět v roce 2021, kdy došlo ke konsolidaci Coltu. Přes pokles tržního podílu na komerčním trhu v USA budou tahounem v nejbližších letech kontrakty pro ozbrojené složky v Evropě a Kanadě.

Projekce prodaných objemů (tis. ks)



Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prodané výrobky z továrny v CZUB (tis. ks)

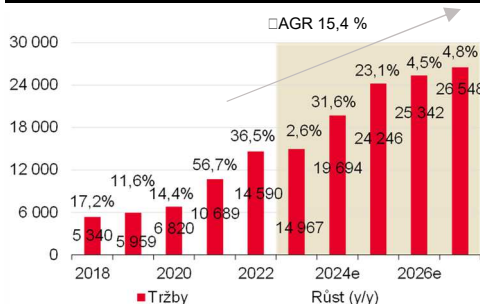


Zdroj: Colt CZ

Celkové tržby vylepší loňská akvizice swissAA a od 2024 akvizice S&B.

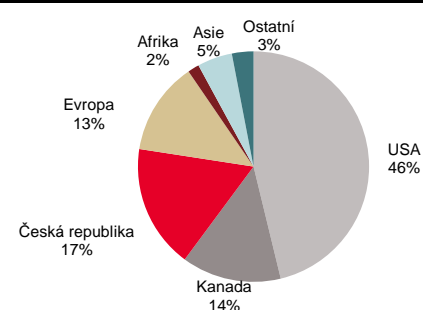
Od 1. července 2023 se stal součástí skupiny Colt výrobce munice swissAA. To by mělo vylepšit hospodaření. V minulém roce odhadujeme, že swissAA přispěl do výnosů asi 0,5 mld. CZK. Celkové tržby by tak dosáhly 15 mld. CZK. To znamená růst o +2,6 % y/y. Tento rok (2024) by měla nová akvizice dodat necelou 1 mld. CZK. A v tomto roce (2024) se kromě organického růstu projeví také další akvizice výrobce munice, tentokrát společnosti Sellier & Bellot. K její konsolidaci by mělo dojít od poloviny roku. V tomto roce by tak do celkových tržeb měla přispět asi 3,5 mld. CZK. Ve sledovaném období předpokládáme, že Colt dosáhne průměrného růstu tržeb +15,4 %. V roce 2027 by to znamenalo 26,5 mld. CZK. Výše zmíněný slabší civilní trh v USA by aspoň v nejbližších letech měly kompenzovat výnosy z dodávek ozbrojeným složkám v Evropě.

Celkové tržby (mil. CZK)



Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Geografické rozdělení tržeb (9M23)



Zdroj: Colt CZ

V minulém roce (2023) by zisk EBITDA měl podle našich odhadů dosáhnout 2,9 mld. CZK (-12,7 % y/y) po 3,4 mld. CZK v roce 2022. Pokles jde na vrub nižším prodejem zbraní zejména na komerčním trhu v USA, což je pro Colt zásadní segment. V roce 2027 čekáme EBITDA

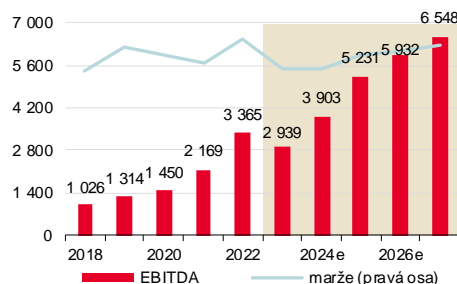


EBITDA marže by měla být nad 20 %.

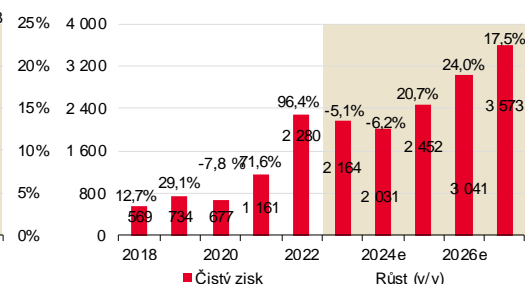
6,5 mld. CZK. To ve sledovaném období odpovídá průměrnému ročnímu růstu o +22,2 %. EBITDA marži odhadujeme v loňském roce na 19,6 %. Nicméně v dalších letech čekáme její růst na téměř 25 %.

Čistý zisk (2023) by podle našich projekcí měl být 2,2 mld. CZK (-5,1 % y/y). V posledním sledovaném roce měl dosáhnout 3,6 mld. CZK (CAGR +13,4 %).

Projekce zisku EBITDA (mil. CZK)



Čistý zisk (mil. CZK)



Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V následujících tabulkách prezentujeme naše odhady hospodaření samostatných společností Colt CZ Group SE a Sellier & Bellot. Finální tabulka ukazuje naše odhady pro novou společnost zahrnující obě jmenované entity.

#### Projekce hospodaření samotné společnosti Colt CZ

| mil. CZK   | 2019  | 2020  | 2021   | 2022   | 2023e  | 2024e  | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tržby      | 5 959 | 6 820 | 10 689 | 14 590 | 14 967 | 16 164 | 17 002 | 17 982 | 18 980 |
| EBITDA     | 1 314 | 1 450 | 2 169  | 3 365  | 2 939  | 3 155  | 3 608  | 3 884  | 4 243  |
| marže      | 22,1% | 21,3% | 20,3%  | 23,1%  | 19,6%  | 19,5%  | 21,2%  | 21,6%  | 22,4%  |
| EBIT       | 944   | 1 056 | 1 011  | 2 199  | 1 795  | 2 048  | 1 950  | 2 267  | 2 689  |
| Čistý zisk | 734   | 677   | 1 161  | 2 280  | 2 164  | 1 558  | 1 424  | 1 699  | 2 028  |

Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Projekce hospodaření samotné společnosti Sellier & Bellot

| mil. CZK   | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023e | 2024f | 2025f | 2026f | 2027f |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tržby      | 4 307 | 4 403 | 4 869 | 6 118 | 6 666 | 7 059 | 7 244 | 7 360 | 7 568 |
| EBITDA     | 1 139 | 1 261 | 1 147 | 1 609 | 2 098 | 2 142 | 2 165 | 2 161 | 2 195 |
| marže      | 26,4% | 28,6% | 23,6% | 26,3% | 31,5% | 30,3% | 29,9% | 29,4% | 29,0% |
| EBIT       | 882   | 978   | 852   | 1 304 | 1 754 | 1 776 | 1 781 | 1 760 | 1 778 |
| Čistý zisk | 770   | 895   | 812   | 1 056 | 1 435 | 1 463 | 1 461 | 1 433 | 1 456 |

Zdroj: S&B, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Projekce hospodaření kombinované společnosti

| mil. CZK   | 2019  | 2020  | 2021   | 2022   | 2023e  | 2024f  | 2025f  | 2026f  | 2027f  |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tržby      | 5 959 | 6 820 | 10 689 | 14 590 | 14 967 | 19 694 | 24 246 | 25 342 | 26 548 |
| EBITDA     | 1 314 | 1 450 | 2 169  | 3 365  | 2 939  | 3 903  | 5 231  | 5 932  | 6 548  |
| marže      | 22,1% | 21,3% | 20,3%  | 23,1%  | 19,6%  | 19,8%  | 21,6%  | 23,4%  | 24,7%  |
| EBIT       | 944   | 1 056 | 1 011  | 2 199  | 1 795  | 2 612  | 3 189  | 3 915  | 4 577  |
| Čistý zisk | 734   | 677   | 1 161  | 2 280  | 2 164  | 2 031  | 2 452  | 3 041  | 3 573  |

Zdroj: S&B, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Investiční náklady (CAPEX) a zadluženost

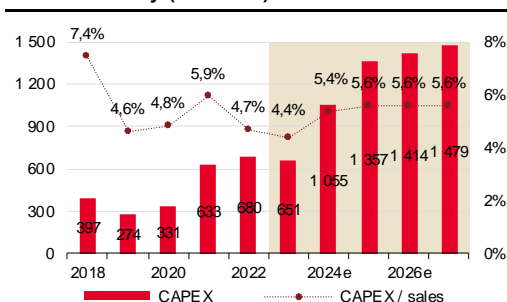
Plán Coltu je držet investiční náklady (CAPEX) pod 5 % ve vztahu k celkovým tržbám. V roce 2022 investoval Colt 680 mil. CZK, což odpovídá 4,7 % výnosů. Od začátku minulého roku za 9M23 dosáhly CAPEX 424 mil. CZK, tedy 4,3 % výnosů. Do konce roku odhadujeme nárůst na 651 mil. CZK. To je v souladu s cílem Coltu na 600-700 mil. CZK nebo max 5,0 % tržeb. Colt v minulém roce koupil výrobce munice swissAA. V tomto roce (2024) by po schválení regulátory



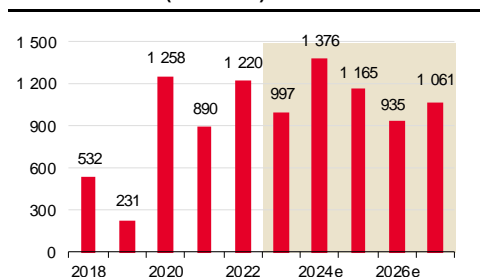
mělo dojít k dokončení akvizice Sellier & Bellot. V příštích letech počítáme s CAPEX na úrovni mezi 5-6 % celkových tržeb. Předpokládáme, že investice budou proudit zejména do modernizace výroby.

Grafy níže ukazují CAPEX (vlevo) a jejich srovnání s provozním hotovostním tokem. Z grafů je vidět, že Colt má schopnost tvořit dostatek hotovosti na uskutečnění svých investičních plánů.

CAPEX / Tržby (mil. CZK)



OCF – CAPEX (mil. CZK)



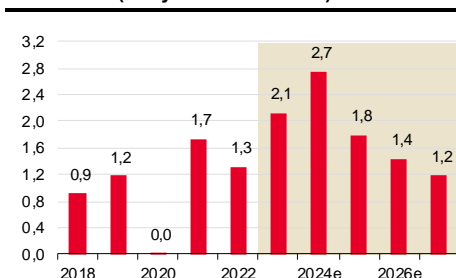
Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Akvizice swissAA mírně zvýšilo zadluženost.

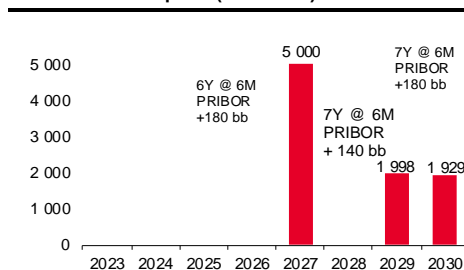
Další růst se čeká vzhledem k nákupu společnosti Sellier & Bellot.

Zadlužení dle násobku čistý dluh / EBITDA vyskočilo v roce 2021 po akvizici Coltu na 1,7x. Na konci roku 2022 se snížilo na 1,2x. V roce 2023 respektive za prvních devět měsíců vzrostlo na 1,8x. Důvodem je akvizice výrobce munice swissAA. Na konci 2023 odhaduje management Coltu úroveň zadlužení ve výši 2,2x. A v příštím roce po akvizici Sellier & Bellot vzroste na 2,7x. Tuto úroveň považujeme za komfortní. V našich odhadech počítáme se zadlužením na konci 2023 ve výši 2,1x a v tomto roce 2,7x. Ale vzhledem k silné schopnosti tvořit hotovost by zadlužení v příštích letech mělo dále klesat k hladině 1,2x.

Zadlužení (čistý dluh / EBITDA)



Maturita dluhopisů (mil. CZK)



Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Dividendová politika

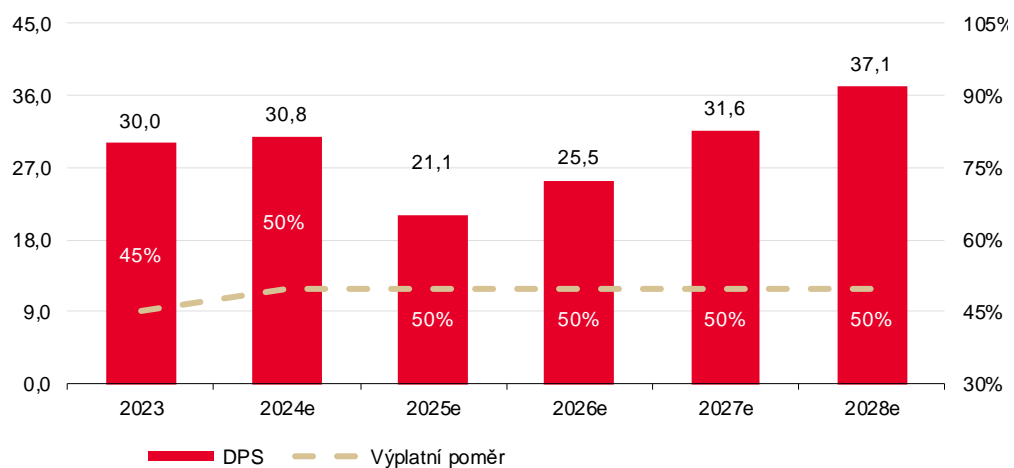
Management Coltu plánuje rozdělovat mezi své akcionáře 50 % upraveného konsolidovaného čistého zisku ve formě dividend.

Loni, tzn. ze zisku předchozího roku (2022), vyplatil Colt 30 CZK na akcii, to odpovídá 45% výplatnímu poměru.

Loňská výplata 30 CZK na akcii představuje hrubý výnos 5,2 %. V dalších letech by hrubý výnos mohl šplhat ke 6 %.

I když by Colt vzhledem ke své schopnosti generovat hotovost si mohl dovolit vyplácet vyšší dividendy, konzervativně očekáváme, že Colt i po současných akvizicích dodrží svou dividendovou politiku a bude v příštích letech vyplácet 50 % zisku. Jsme si ale vědomi, že vyšší zadlužení může schopnost vyplácet dividendu ovlivnit.

## Projekce dividend (CZK na akcii)



Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banky

Potenciál dělit se s akcionáři o zisky ve formě dividend může být ovlivněna třeba zadlužením nebo výhledem společnosti. Zadlužení může vzrůst např. akvizicemi. Pokud by nová akvizice zvýšila zadlužení podstatným způsobem, je možné, že by to negativně ovlivnilo výši dividendy.

## Valuace

### Sektorové srovnání

Prémie vůči sektoru.

Jako doplňkovou metodu k ocenění Coltu jsme zvolili relativní srovnání. Bohužel vzorek společností ze stejného sektoru není velký. Navíc jednotlivé společnosti v tomto srovnání se od sebe liší, zejména pokud jde o velikost, skladbu produktů a geografické působení. Tuto metodu považujeme pouze za doplňkovou.

|                           | P/E         | P/E         | P/E         | P/S        | P/S        | EV/        | EV/        | EV/        | EV/        | EV/        | Div.       | Div.        | Div.       |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|
|                           | akt.        | 2024        | 2025        | akt.       | 2024       | Sales      | Sales      | EBITDA     | EBITDA     | EBITDA     | výnos      | výnos       | výnos      |
|                           | akt.        | 2024        | 2025        | akt.       | 2024       | akt.       | 2024       | akt.       | 2024       | 2025       | akt.       | 2024        | 2025       |
| Colt CZ Group SE          | 11,2        | 21,8        | 18,1        | 2,3        | 2,3        | 2,7        | 2,8        | 13,1       | 14,1       | 10,3       | 5,2        | 3,3         | 2,3        |
| Sturm Ruger & Co Inc      | 13,9        | 15,9        | 12,8        | 1,4        | 1,4        | 1,2        | 1,2        | 7,4        | 8,1        | 6,7        | 2,5        | 14,1        | 2,6        |
| Smith & Wesson Brands Inc | 16,4        | 20,3        | 14,0        | 1,2        | 1,2        | 1,3        | 1,3        | 7,8        | 9,2        | 6,7        | n/a        | n/a         | n/a        |
| Taurus Armas SA           | 7,7         | n/a         | n/a         | 0,9        | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | n/a         | n/a        |
| <b>SEKTOROVÝ MEDIÁN</b>   | <b>13,9</b> | <b>18,1</b> | <b>13,4</b> | <b>1,2</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>7,6</b> | <b>8,7</b> | <b>6,7</b> | <b>2,5</b> | <b>14,1</b> | <b>2,6</b> |
| Colt vs sektor            | -18,8%      | 21,0%       | 34,8%       | 85,1%      | 74,8%      | 112,5%     | 128,2%     | 72,3%      | 62,8%      | 54,0%      | 113,8%     | -76,3%      | -12,4%     |

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Téměř u všech sledovaných multiplikátorů se Colt obchoduje s premií vůči mediánu skupiny. Podle našeho názoru je to opodstatněné silnou bilancí, růstovým potenciálem (M&A), schopností generovat hotovost a slušným dividendovým výnosem.

### Diskontovaný peněžní tok

Valuace pomocí metody DCF stanovila cílovou cenu na úrovni 921 CZK.

Pro stanovení cílové ceny jsme použili metodu diskontovaného volného cash flow. V ocenění pomocí DCF předpokládáme náklady na kapitál (WACC) v rozmezí 8,9-7,5 % pro sledované období a 7,5 % 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 společnosti Colt na 921 CZK na akcii**. To naznačuje růstový potenciál +60,5 %.

**Ocenění akcií České zbrojovky**

|  | 2023e        | 2024e         | 2025e        | 2026e        | 2027e        | LT          |
|--|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>Kalkulace požadované úrokové míry</b>         |              |               |              |              |              |             |
| <b>WACC</b>                                      | <b>8,9%</b>  | <b>8,0%</b>   | <b>7,3%</b>  | <b>7,3%</b>  | <b>7,5%</b>  | <b>7,5%</b> |
| CoE  | 10,2%        | 10,1%         | 9,8%         | 9,6%         | 9,6%         | 9,6%        |
| Prémie za likviditu                              | 2,0%         | 2,0%          | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%        |
| Beta   | 0,748        | 0,748         | 0,748        | 0,748        | 0,748        | 0,748       |
| Risk-free  | 4,2%         | 4,1%          | 3,8%         | 3,6%         | 3,6%         | 3,6%        |
| Prémie za riziko                                 | 4,8%         | 4,1%          | 3,8%         | 3,6%         | 3,6%         | 3,6%        |
| Riziková přírážka                                | 0,4%         | 0,4%          | 0,4%         | 0,4%         | 0,4%         | 0,4%        |
| Náklady na dluh                                  | 7,2%         | 5,6%          | 4,2%         | 3,8%         | 3,8%         | 3,8%        |
| <b>Model diskontovaných cash flow (mil. CZK)</b> |              |               |              |              |              |             |
| <b>EBITDA</b>                                    | <b>2 939</b> | <b>3 903</b>  | <b>5 231</b> | <b>5 932</b> | <b>6 548</b> |             |
| Zaplacená daň                                    | -576         | -632          | -724         | -811         | -936         |             |
| Změna pracovního kapitálu                        | -1 197       | 454           | 308          | -50          | -117         |             |
| CAPEX  | -1 380       | -9 004        | -1 357       | -1 414       | -1 479       |             |
| <b>FCFF</b>                                      | <b>-213</b>  | <b>-5 278</b> | <b>3 459</b> | <b>3 658</b> | <b>4 016</b> |             |
| <b>Diskontované FCFF</b>                         | <b>-196</b>  | <b>-4 486</b> | <b>2 739</b> | <b>2 700</b> | <b>2 759</b> |             |
| Součet diskontovaných FCFF                       | 3 516        |               |              |              |              |             |
| Terminální hodnota                               | 51 579       |               |              |              |              |             |
| Dlouhodobý růst                                  | 2,0%         |               |              |              |              |             |
| Enterprise value                                 | 55 094       |               |              |              |              |             |
| Čistý dluh                                       | 10 724       |               |              |              |              |             |
| Equity value                                     | 44 370       |               |              |              |              |             |
| <b>Fair value / cílová cena na akcii (CZK)</b>   | <b>921</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  |       |            |       |      |
|-----------|------|-------|-------|------------|-------|------|
|           |      | 6,5%  | 7,0%  | 7,5%       | 8,0%  | 8,5% |
| LT Growth | 1,0% | 921   | 826   | 746        | 678   | 619  |
|           | 1,5% | 1 035 | 921   | 826        | 746   | 678  |
|           | 2,0% | 1 174 | 1 035 | <b>921</b> | 826   | 746  |
|           | 2,5% | 1 349 | 1 174 | 1 035      | 921   | 826  |
|           | 3,0% | 1 574 | 1 349 | 1 174      | 1 035 | 921  |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Rizikové faktory

**Jakákoli událost, která by vedla k výpadku výroby,** by 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.** Colt spoléhá na vysoce kvalifikované zaměstnance. Odliv jejich kvalifikovaných pracovníků a neschopnost je nahradit by mohly nepříznivě ovlivnit budoucí fungování společnosti.

**FX riziko.** Velká část tržeb je generována v USD a EUR.

**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   | 2018         | 2019         | 2020         | 2021          | 2022          | 2023e         | 2024e         | 2025e         | 2026e         | 2027e         |
|--|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b>                             |              |              |              |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Tržby</b>   | <b>5 340</b> | <b>5 959</b> | <b>6 820</b> | <b>10 689</b> | <b>14 590</b> | <b>14 967</b> | <b>19 694</b> | <b>24 246</b> | <b>25 342</b> | <b>26 548</b> |
| Ostatní provozní výnosy                                | 49           | 102          | 68           | 62            | 133           | 109           | 643           | 989           | 1 120         | 1 155         |
| Změna stavu zásob hotových výrobků a nedokončené výrob | 2            | 52           | -380         | 167           | 521           | 982           | 636           | 571           | 634           | 711           |
| Aktivace   | 104          | 105          | 124          | 140           | 152           | 166           | 819           | 1 207         | 1 374         | 1 544         |
| Spotřeba surovin a materiálu                           | -2 491       | -2 886       | -2 736       | -5 113        | -7 326        | -8 395        | -11 074       | -13 653       | -14 240       | -14 897       |
| Služby   | -814         | -820         | -1 095       | -1 765        | -1 769        | -1 900        | -2 352        | -2 282        | -2 473        | -2 487        |
| Osobní náklady   | -1 046       | -1 081       | -1 299       | -2 088        | -2 889        | -3 042        | -3 898        | -4 632        | -4 770        | -4 911        |
| Odpisy   | -365         | -371         | -393         | -790          | -910          | -835          | -884          | -1 415        | -1 359        | -1 313        |
| Ostatní provozní náklady                               | -118         | -117         | -123         | -190          | -238          | -256          | -972          | -1 842        | -1 713        | -1 772        |
| <b>Provozní výsledek hospodaření</b>                   | <b>661</b>   | <b>944</b>   | <b>1 056</b> | <b>1 011</b>  | <b>2 199</b>  | <b>1 795</b>  | <b>2 612</b>  | <b>3 189</b>  | <b>3 915</b>  | <b>4 577</b>  |
| Výnosové úroky   | 13           | 17           | 17           | 50            | 440           | 717           | 120           | 94            | 117           | 132           |
| Nákladové úroky  | -47          | -86          | -77          | -205          | -612          | -737          | -510          | -564          | -573          | -582          |
| Ostatní finanční výnosy                                | 247          | 74           | 1            | 32            | 173           | 379           | 469           | 615           | 592           | 601           |
| Ostatní finanční náklady                               | -160         | -88          | -66          | -169          | -134          | -59           | -376          | -511          | -507          | -504          |
| Podíl na výsledku přidružených podniků                 | 0            | 52           | -80          | 211           | 290           | 468           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Výsledek hospodaření před zdaněním                     | 714          | 912          | 851          | 932           | 2 356         | 2 562         | 2 315         | 2 822         | 3 544         | 4 224         |
| <b>Čistý zisk</b>                                      | <b>569</b>   | <b>734</b>   | <b>677</b>   | <b>1 161</b>  | <b>2 280</b>  | <b>2 164</b>  | <b>2 031</b>  | <b>2 452</b>  | <b>3 041</b>  | <b>3 573</b>  |
| <b>EBITDA</b>  |              |              |              |               |               |               |               |               |               |               |
|  | <b>1 026</b> | <b>1 314</b> | <b>1 450</b> | <b>2 169</b>  | <b>3 365</b>  | <b>2 939</b>  | <b>3 903</b>  | <b>5 231</b>  | <b>5 932</b>  | <b>6 548</b>  |
| <b>ROZVAHA</b>   |              |              |              |               |               |               |               |               |               |               |
| Dlouhodobá aktiva                                      | 3 361        | 3 174        | 3 948        | 9 057         | 10 248        | 11 518        | 18 902        | 18 197        | 17 618        | 17 155        |
| Krátkodobá aktiva                                      | 4 125        | 4 375        | 4 829        | 7 957         | 9 255         | 10 298        | 10 323        | 11 445        | 12 594        | 13 725        |
| <b>Aktiva celkem</b>                                   | <b>7 486</b> | <b>7 549</b> | <b>8 776</b> | <b>17 013</b> | <b>19 504</b> | <b>21 817</b> | <b>29 225</b> | <b>29 641</b> | <b>30 213</b> | <b>30 880</b> |
| <b>Vlastní kapitál</b>                                 | <b>3 309</b> | <b>3 469</b> | <b>4 523</b> | <b>5 242</b>  | <b>7 681</b>  | <b>8 689</b>  | <b>12 068</b> | <b>12 298</b> | <b>12 526</b> | <b>12 865</b> |
| Dlouhodobé závazky                                     | 2 673        | 2 584        | 2 926        | 6 892         | 8 338         | 10 424        | 13 419        | 13 528        | 13 650        | 13 783        |
| Krátkodobé závazky                                     | 1 504        | 1 496        | 1 328        | 4 879         | 3 484         | 2 704         | 3 738         | 3 815         | 4 037         | 4 232         |
| <b>Závazky celkem</b>                                  | <b>4 176</b> | <b>4 080</b> | <b>4 254</b> | <b>11 771</b> | <b>11 822</b> | <b>13 128</b> | <b>17 157</b> | <b>17 343</b> | <b>17 687</b> | <b>18 015</b> |
| <b>Vlastní kapitál a závazky</b>                       | <b>7 486</b> | <b>7 549</b> | <b>8 776</b> | <b>17 013</b> | <b>19 504</b> | <b>21 817</b> | <b>29 225</b> | <b>29 641</b> | <b>30 213</b> | <b>30 880</b> |
| <b>CASH FLOW</b>                                       |              |              |              |               |               |               |               |               |               |               |
| Zisk před zdaněním                                     | 752          | 932          | 851          | 932           | 2 356         | 2 562         | 1 724         | 1 537         | 1 865         | 2 294         |
| Odpisy   | 407          | 413          | 393          | 790           | 910           | 835           | 884           | 1 415         | 1 359         | 1 313         |
| Ostatní nepeněžní operace                              | -50          | 95           | 180          | 226           | 1 330         | 43            | 391           | 456           | 442           | 436           |
| Změna pracovního kapitálu                              | 40           | -679         | 456          | -128          | -2 115        | -1 197        | 454           | 308           | -50           | -117          |
| Čisté placené úroky                                    | -28          | -59          | -79          | -39           | -127          | -20           | -390          | -471          | -456          | -450          |
| Placené daně   | -191         | -198         | -214         | -257          | -454          | -576          | -632          | -724          | -811          | -936          |
| <b>Provozní cash flow</b>                              | <b>929</b>   | <b>505</b>   | <b>1 588</b> | <b>1 523</b>  | <b>1 900</b>  | <b>1 648</b>  | <b>2 432</b>  | <b>2 522</b>  | <b>2 349</b>  | <b>2 540</b>  |
| <b>Investiční cash flow</b>                            | <b>-386</b>  | <b>-435</b>  | <b>-399</b>  | <b>-4 978</b> | <b>-1 484</b> | <b>-1 222</b> | <b>-8 251</b> | <b>-658</b>   | <b>-765</b>   | <b>-876</b>   |
| Placené dividendy                                      | -260         | -574         | -332         | -261          | -843          | -1 034        | -1 082        | -1 015        | -1 226        | -1 521        |
| <b>Finanční cash flow</b>                              | <b>479</b>   | <b>-610</b>  | <b>364</b>   | <b>4 670</b>  | <b>-1 164</b> | <b>-228</b>   | <b>4 377</b>  | <b>-492</b>   | <b>-638</b>   | <b>-770</b>   |
| Změna hotovosti  | 1 022        | -540         | 1 553        | 1 215         | -748          | 197           | -1 442        | 1 372         | 946           | 894           |

Zdroj: Colt CZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



## Finanční údaje České zbrojovky

|                                  | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>POMĚRY (%)</b>                |      |      |      |      |      |       |       |       |       |       |
| EBITDA marže                     | 19,2 | 22,1 | 21,3 | 20,3 | 23,1 | 19,6  | 19,8  | 21,6  | 23,4  | 24,7  |
| Provozní marže                   | 12,4 | 15,8 | 15,5 | 9,5  | 15,1 | 12,0  | 13,3  | 13,2  | 15,4  | 17,2  |
| Čistá marže                      | 10,6 | 12,3 | 9,9  | 10,9 | 15,6 | 14,5  | 10,3  | 10,1  | 12,0  | 13,5  |
| Úrokové krytí (x)                | 19,4 | 13,7 | 17,8 | 6,5  | 12,8 | 88,4  | 6,7   | 6,8   | 8,6   | 10,2  |
| Čistý dluh / vlastní kapitál (x) | 0,3  | 0,4  | 0,0  | 0,7  | 0,6  | 0,7   | 0,9   | 0,8   | 0,7   | 0,6   |
| Čistý dluh / EBITDA (x)          | 0,9  | 1,2  | 0,0  | 1,7  | 1,3  | 2,1   | 2,7   | 1,8   | 1,4   | 1,2   |
| ROE                              | 17,3 | 21,2 | 15,0 | 22,2 | 29,7 | 24,9  | 16,8  | 19,9  | 24,3  | 27,8  |
| ROA                              | 7,6  | 9,7  | 7,7  | 6,8  | 11,7 | 9,9   | 6,9   | 8,3   | 10,1  | 11,6  |
| ROCE                             | 1,5  | 1,5  | 2,0  | 1,0  | 1,1  | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,1   | 1,1   |
| Dividendový výplatní poměr       | 50,5 | 98,5 | 44,7 | 37,4 | 73,4 | 45,3  | 50,0  | 50,0  | 50,0  | 50,0  |

|                             |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>ÚDAJE NA AKCII (CZK)</b> |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |
| Čistý zisk                  | 19,1  | 24,6  | 20,7  | 34,4  | 66,9  | 61,6  | 42,2   | 50,9  | 63,1  | 74,2  |
| Vlastní kapitál             | 110,0 | 115,9 | 138,2 | 155,4 | 225,2 | 247,1 | 250,5  | 255,3 | 260,0 | 267,1 |
| Volný cash flow             | 16,1  | 5,5   | 41,7  | 34,1  | 3,4   | -6,1  | -109,6 | 71,8  | 75,9  | 83,4  |
| Hrubá dividendy             | 8,5   | 18,8  | 11,0  | 7,5   | 25,0  | 30,0  | 30,8   | 21,1  | 25,5  | 31,6  |

|                               |  |  |      |      |       |        |      |      |      |      |
|-------------------------------|--|--|------|------|-------|--------|------|------|------|------|
| <b>TRŽNÍ OCENĚNÍ</b>          |  |  |      |      |       |        |      |      |      |      |
| P/E (x)                       |  |  | 14,2 | 14,8 | 8,3   | 11,2   | 21,8 | 18,1 | 14,6 | 12,4 |
| Cena / provozní cash flow (x) |  |  | 6,0  | 11,3 | 9,9   | 19,6   | 18,2 | 17,6 | 18,9 | 17,5 |
| Cena / volný cash flow (x)    |  |  | 7,0  | 14,9 | 162,3 | -151,7 | -8,4 | 12,8 | 12,1 | 11,0 |
| Cena / vlastní kapitál (x)    |  |  | 2,1  | 3,3  | 2,5   | 3,7    | 3,7  | 3,6  | 3,5  | 3,4  |
| P/S (x)                       |  |  | 1,4  | 1,6  | 1,3   | 2,3    | 2,3  | 1,8  | 1,8  | 1,7  |
| Dividendový výnos (%)         |  |  | 3,7  | 1,5  | 4,5   | 5,2    | 3,3  | 2,3  | 2,8  | 3,4  |
| EV / tržby (x)                |  |  | 1,4  | 2,0  | 1,6   | 2,7    | 2,8  | 2,2  | 2,1  | 2,0  |
| EV/EBITDA (x)                 |  |  | 6,6  | 9,6  | 6,9   | 13,1   | 14,1 | 10,3 | 8,9  | 8,0  |
| EV/IC (x)                     |  |  | 1,4  | 2,0  | 1,6   | 2,2    | 2,3  | 2,2  | 2,2  | 2,1  |

Zdroj: Colt CZ, 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>

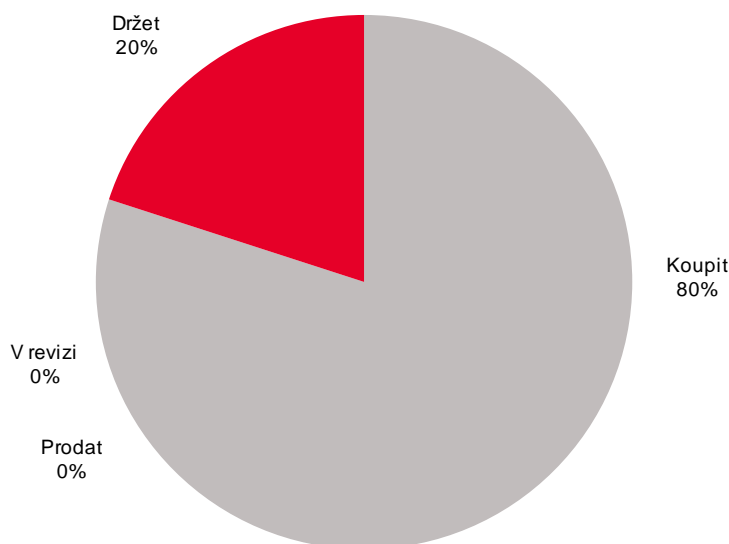
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odráželo 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 prémie 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

|  | ČEZ  | Colt CZ Group SE | Kofola      | MONETA Money Bank | Philip Morris ČR | Avast      | O2 CR      |
|--|--|------------------|-------------|-------------------|------------------|------------|------------|
| <b>Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů</b>                     |  |                  |             |                   |                  |            |            |
| Doporučení   | koupit   | koupit           | koupit      | koupit            | držet            | konec      | konec      |
| Cílová cena  | 1 034 CZK  | 921 CZK          | 313 CZK     | 102,8 CZK         | 18 349 CZK       | pokryvání  | pokryvání  |
| Datum  | 07.09.2023   | 09.02.2024       | 29.05.2023  | 19.10.2023        | 03.03.2023       | 07.09.2022 | 25.02.2022 |
| Cena v den publikace   | 923 CZK  | 574 CZK          | 244 CZK     | 84 CZK            | 17 200 CZK       | 205,1 CZK  | 270 CZK    |
| Investiční horizont  | 12 měsíců  | 12 měsíců        | 12 měsíců   | 12 měsíců         | 12 měsíců        |            |            |
| Autor  | B. Trampota  | B. Trampota      | B. Trampota | B. Trampota       | B. Trampota      |            |            |
| <b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>                          |  |                  |             |                   |                  |            |            |
| Doporučení   | koupit   | koupit           | koupit      | koupit            | koupit           | koupit     | koupit     |
| Cílová cena  | 1 393 CZK  | 652 CZK          | 381 CZK     | 104,6 CZK         | 18 183 CZK       | 600 GBp    | 362 CZK    |
| Datum  | 07.06.2022   | 16.12.2022       | 12.05.2022  | 05.09.2022        | 11.02.2022       | 11.02.2021 | 26.03.2021 |
| Doporučení   | v revizi   | koupit           | v revizi    | koupit            | koupit           | koupit     | koupit     |
| Cílová cena  | v revizi   | 645 CZK          | v revizi    | 109,7 CZK         | 16 512 CZK       | 466 GBp    | 293 CZK    |
| Datum  | 10.05.2022   | 17.01.2022       | 15.02.2022  | 31.08.2021        | 20.11.2020       | 30.08.2019 | 08.01.2020 |
| Doporučení   | koupit   | v revizi         | koupit      | v revizi          | koupit           | v revizi   | koupit     |
| Cílová cena  | 905 CZK  | v revizi         | 367 CZK     | v revizi          | 18 308 CZK       | v revizi   | 298 CZK    |
| Datum  | 10.12.2021   | 31.03.2021       | 12.01.2021  | 07.05.2021        | 03.12.2018       | 14.08.2019 | 12.12.2018 |
| Doporučení   | koupit   | koupit           | v revizi    | koupit            | koupit           | koupit     | koupit     |
| Cílová cena  | 621 CZK  | 357 CZK          | v revizi    | 97 CZK            | 17 546 CZK       | 342 GBp    | 270 CZK    |
| Datum  | 23.07.2020   | 27.11.2020       | 26.11.2020  | 29.10.2019        | 22.08.2017       | 15.06.2018 | 18.08.2017 |
| Metody ocenění   | DFCF   | DFCF             | DFCF        | DFCF DDM ERM      | DDM              | DFCF       | DFCF DDM   |
| Četnost doporučení   | 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         |
| Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi       | 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         |
| Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %   | 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         |
| <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         |
| 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         |
| KB market making pro tituly příslušného emitenta   | 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