

| Letectví a obrana | Zahájení pokrývání | Česká republika |

Česká zbrojovka Group SE

Největší výrobce zbraní v ČR bude těžit z růstu na trhu v USA

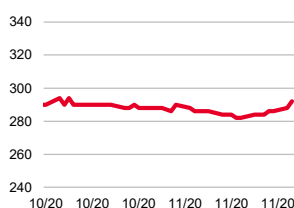
Koupit

Cena 27.11.20	290 CZK
12m cíl	357 CZK
Pot. růst ceny	23,1 %
Dividenda	14 CZK
Celkový výnos	27,9 %

Sektorové doporučení
Zvýšit váhu

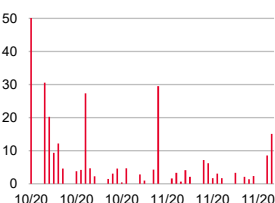
Typ investice
Růstový příběh

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC CZG.PR	Bloom CZG CP
52týdenní rozmezí	280 - 290
Tržní kap. (mld. CZK)	9.5
Tržní kap. (mld. EUR)	0.4
Volně obchod. (%)	9
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	0.7 -18.1 / A N/A
Relativně k PX	-9.9 -23.4 N/A

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

n.a.

Zahajujeme pokrývání výrobce ručních palných zbraní Česká zbrojovka Group SE (CZG) s doporučením Koupit a cílovou cenou 357 CZK, což indikuje zhodnocení ve výši 23,1 %. CZG je jedním z předních evropských výrobců malých střelných zbraní a největším výrobcem střelných zbraní v České republice. Společnost je aktivní na celém světě. Nejdůležitějšími trhy jsou Spojené státy, Česká republika a Evropská unie. Věříme, že společnost má silný růstový potenciál, a to zejména v USA. Společnost by si měla udržet vysokou ziskovost a měla by dále vykazovat silnou schopnost generovat hotovost.

Americký trh je největší z hlediska objemu i poptávky a obecně se očekává, že ve střednědobém horizontu **poroste silným tempem**. Jedním z cílů CZG je postupně **zvyšovat svůj podíl na trhu v USA, který je největším trhem s ručními palnými zbraněmi na světě**. Společnost zde plánuje postavit novou továrnu, aby mohla lépe obsluhovat tento trh. Tím by se také CZG měla kvalifikovat do federálních tendrů pro armádu a ozbrojené složky. Věříme, že nová továrna pomůže CZG zvýšit svůj podíl na trhu a povede k dalšímu růstu prodeje.

Společnost CZG má také ambice **růst v jiných tržních segmentech** než v oblasti zbraní. Usiluje o rozšíření svého podnikání v odvětví balistického a taktického vybavení. Společnost CZG vlastní podíl ve společnosti 4M Systems, která navrhuje, toto vybavení vyrábí a prodává. Výrobci v tomto odvětví mohou být akvizičním cílem.

Potenciál fúzí a akvizic. Společnost CZG často zdůrazňuje důležitou roli fúzí a akvizic při podpoře dalšího růstu. Vize managementu je společnost, která kompletně uspokojí celkovou poptávku týkající se tohoto segmentu (střelné zbraně, příslušenství, vybavení, střelivo atd.). Aktivitu fúzí a akvizic považujeme za jeden z potenciálních faktorů pohánějících další růst a expanzi. Jako potenciální cíle se nabízí výrobci munice nebo optiky.

Atraktivní finanční profil, nízký dluh společnosti CZG a silná tvorba hotovosti, spolu s očekávaným rychlým budoucím růstem, vytváří příležitost pro **atraktivní výplatu dividend**.

Naše cílová cena 357 CZK vychází z modelu DCF. Oceňuje CZG na PE 14,6x (2020e), 16,3x (2021e) a EV / EBITDA pak na 8,2x (2020e), respektive 8,5x (2021e).

Tento report je zkrácenou českou verzí. Kompletní analýza je k dispozici zde https://bit.ly/CZG_Initiation_ENG (v angličtině).

Finanční data	2019	2020f	2021f	2022f	Poměrové ukazatele	2019	2020f	2021f	2022f
Výnosy (mld. CZK)	6.0	6.6	6.3	6.7	P/E (x)	13.3	14.8	16.3	
EBITDA marže	22.5	20.2	20.3	19.1	Price/free cash flow	10.0	18.5	159.3	
Čistý zisk (mil. CZK)	734	702	629	574	Dividendový výnos (%)	3.5	5.0	4.5	
Zisk na akcii (CZK)	22.5	21.5	19.3	17.6	Price/book value (x)	2.0	1.9	1.8	
Dividenda na akcii (CZK)	17.2	10.1	14.2	12.7	P/S (x)	1.4	1.5	1.4	
Úrokové krytí (x)	16.3	18.2	10.3	9.1	EV/S (x)	1.4	1.5	1.5	
Výplatní poměr (%)	98.5	44.7	66.0	66.0	EV/EBITDA (x)	7.2	7.4	7.7	
Čistý dluh / v.l. kapitál (x)	0.4	0.0	0.0	0.1	EV/IC (x)	1.3	1.3	1.2	

SOCIETE
GENERALE
GROUP

Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

Představení společnosti

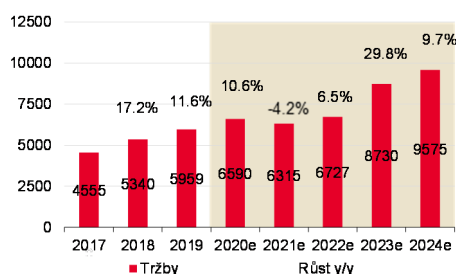
CZG - Česká zbrojovka Group SE (CZG) je jedním z předních evropských výrobců ručních palných zbraní a největším výrobcem střelných zbraní v České republice. V roce 2019 společnost vykázala tržby 6,0 mld. Kč a EBITDA ve výši 1,3 mld. Kč. Společnost CZG je aktivní na celém světě, přičemž jejími nejdůležitějšími trhy jsou USA, Česká republika a EU. CZG má silný růstový potenciál, zejména ve Spojených státech, které jsou největším světovým trhem s malými střelnými zbraněmi. Hlavní činností společnosti je design, výroba a prodej zbraní. Dalším odvětvím, ve kterém se CZG plánuje zaměřit a růst, je výroba a prodej taktického vybavení (balistické vesty a štíty, batohy, pouzdra na zbraně a balistické přilby) a příslušenství. Společnost by si měla udržet vysokou ziskovost a měla by dále ukázat silnou schopnost generovat hotovost.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Uznávaný mezinárodní výrobce střelných zbraní s globální působností Vysoce kvalitní výrobky Silné zaměření na výzkum a vývoj Vysoce kvalifikovaná pracovní síla Atraktivní finanční profil - nízký dluh a silná tvorba peněžních toků Loajální a zkušený manažerský tým se silnou vizí Diverzifikace z hlediska geografie a tržních segmentů 	<ul style="list-style-type: none"> Jakákoli událost, která by vedla k výpadku výroby. CZG nyní závisí víceméně na jednom výrobním závodě v Uherském Brodě (Česká republika) Legislativa & regulace. Výroba, prodej, použití, manipulace atd. střelných zbraní podléhá přísné kontrole. Změna legislativy by mohla negativně ovlivnit fungování společnosti Malý počet volně obchodovaných akcií (Free Float), riziko nízké likvidity Minimální zkušenosti s vývojem projektu na zelené louce
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> Velký potenciál organického růstu, plánovaná nová továrna v USA Expanze na nové trhy Zvýšení tržního podílu dodávek pro armády a ozbrojené složky M&A (akvizice a fúze), CZG plánuje hrát klíčovou roli při konsolidaci trhu Schopnost uspokojit celkovou poptávku týkající se tohoto segmentu (střelné zbraně, příslušenství, vybavení, střelivo atd.) 	<ul style="list-style-type: none"> Vysoce konkurenční trh. Neschopnost konkurovat by mohla ovlivnit hospodaření společnosti Měnové riziko (FX), velká část tržeb je generována v USD a EUR, zatímco většina nákladů je v CZK Zpoždění nebo zrušení plánované expanze do USA (nový výrobní závod) Velmi napjatý trh práce v České republice. Odliv velmi kvalifikovaných zaměstnanců a neschopnost najít nové

Základní přehled o společnosti

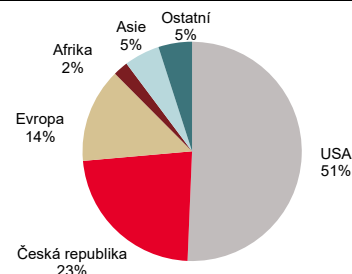
Rychle rostoucí výrobce ručních palných zbraní...

Tržby (mil. CZK)



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

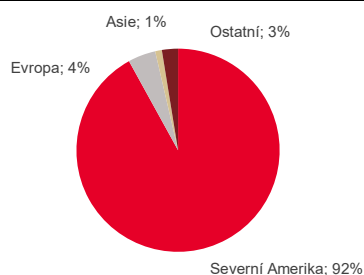
Geografické rozdělení tržeb (2019)



Zdroj: CZG

... mířící na největší světový trh ...

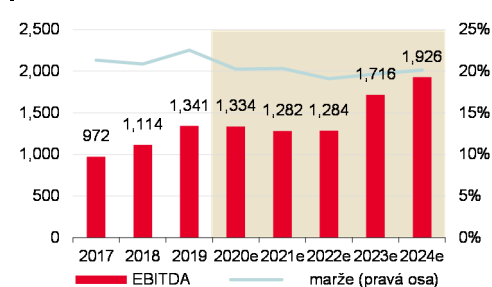
Rozdělení sektoru osobní ochrany v 2018



Zdroj: BIS Small Arms Market Report

... při zachování vysoké ziskovosti

EBITDA Projekce (mil. CZK)



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



1 600+
Zaměstnanců
v 2019



~100
Země ve
kterých
působí



3+1
2 továrny v
ČR, 1 v USA
plus 1
plánovaná v
USA



5
minimum
nových
výrobků
v nejbližších
letech



4
Značky
společnosti:
• CZ
• Brno Rifles
• 4M Systems
• Dan Wesson

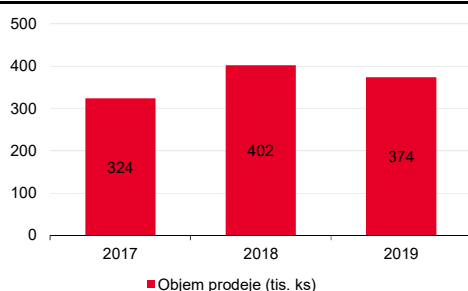


~90
let historie
značky

Finanční profil a projekce

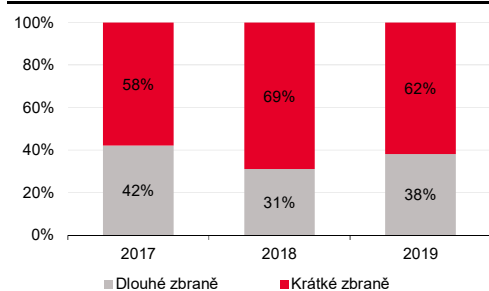
Společnost CZG zaznamenala mezi lety 2017 a 2019 velmi silný průměrný růst tržeb o 14,4 %. Objem prodeje se v roce 2018 meziročně zvýšil o výrazných 24,1 % na cca. 402 tis. ks díky uvedení vysoce úspěšné řady polymerových pistolí. Počet se v roce 2019 snížil o 7 % v důsledku změny v produkt mixu. Podíl dlouhých zbraní se zvýšil z 31 % na 38 %. Společnost CZG prodala v první polovině letošního roku 228 tis. ks střelných zbraní (meziročně +15,1 %). Růst byl způsoben zejména současnou krizovou situací (pandemií covid-19).

Prodej (tis. ks)



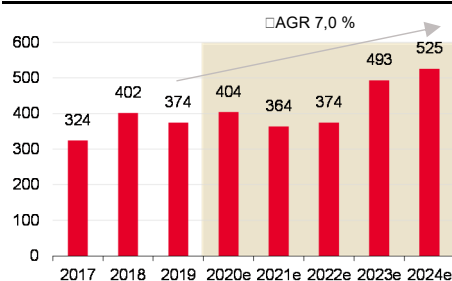
Zdroj: CZG

Produkt mix



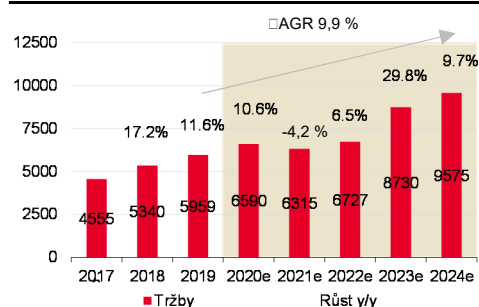
Očekáváme, že společnost poroste v následujících letech. Odhadujeme průměrný růst počtu prodaných zbraní v letech 2019-2024 na 7,0 % (CAGR). To by mělo být podpořeno zahájením výroby v nové továrně v americkém Little Rock. Předpokládáme, že továrna zahájí komerční provoz v roce 2023, přičemž její kapacita bude zhruba poloviční ve srovnání s hlavním výrobním závodem v Uherském Brodě.

Projekce prodaných objemů (tis. ks)



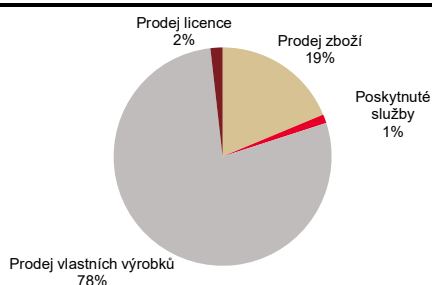
Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkové tržby (mil. CZK)



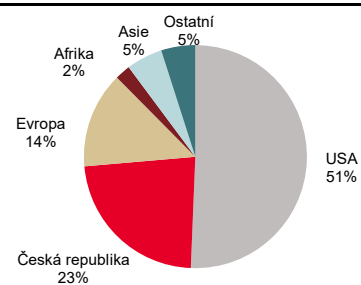
Většina výnosů společnosti CZG pochází z prodeje jejích vlastních produktů (78 % v roce 2019). Podíl prodeje dalšího zboží se zvýšil z 11 % v roce 2017 na 19 % v roce 2019 díky rozšířenému portfoliu balistického a taktického vybavení. Služby a příjmy z licencí byly v roce 2019 3 % tržeb.

Tržby dle segmentů (2019)



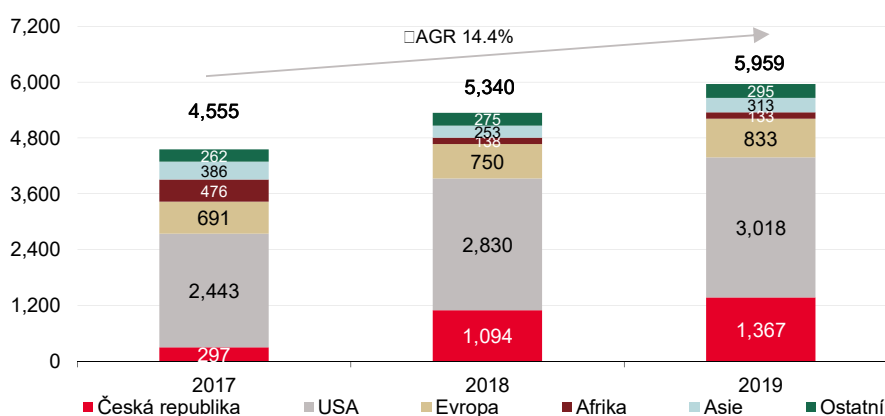
Zdroj: CZG

Geografické rozdělení tržeb (2019)



Z geografického pohledu činily tržby ve Spojených státech 51 % celkových výnosů společnosti v roce 2019. Předpokládáme, že americký trh zůstane pro společnost zásadní. Tamější výrobní kapacita bude rozšířena spuštěním nové továrny. Po USA následovala Česká republika (23 %) a zbytek Evropy (14 %). Asie představovala 5 % celkových příjmů, africké země 2 % a zbytek světa (např. Jižní Amerika) pak 5 %.

Tržby dle regionů (mil. CZK)



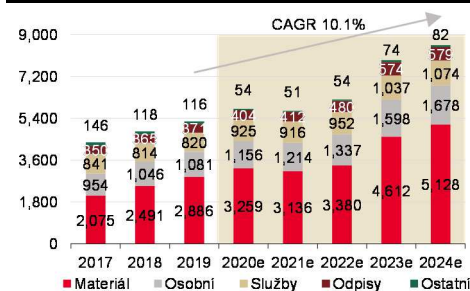
Zdroj: CZG

Očekáváme, že celkové výnosy porostou silným tempem v souladu s objemy prodeje. Odhadujeme průměrný růst tržeb (CAGR 2019-24) na 9,9 %. Růst by se měl projevit zejména v roce 2023, kdy očekáváme meziroční růst 29,8 % vzhledem zahájení plného komerčního provozu v továrně Little Rock. Růst tržeb by také měly podporovat i další regiony a prodej balistického a taktického vybavení. Jedná se o naše předpoklady, vedení společnosti CZG neposkytl žádné projekce na další roky.

Provozní výkonnost

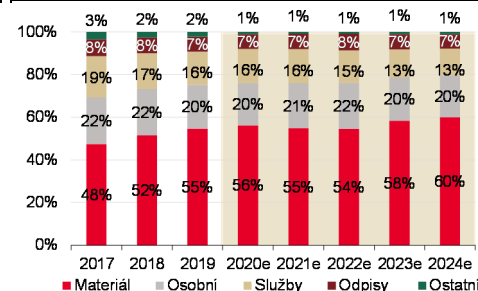
Mezi hlavní kategorie provozních nákladů patří základní suroviny, materiál, osobní náklady a služby. V absolutních číslech jsou nejvýznamnějšími položkami materiál a osobní náklady. Úroveň nákladů byla v posledních letech víceméně stabilní. Během náběhu výroby v nové továrně však lze očekávat růst všech nákladových kategorií. Stane se tak zejména v roce 2023, kdy začne komerční provoz, a v roce 2024, kdy očekáváme, že bude fungovat na plnou kapacitu.

Provozní náklady (mil. CZK)

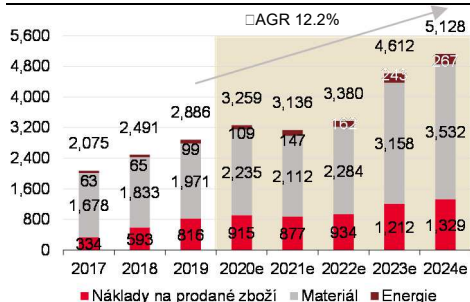


Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Relativně (%)

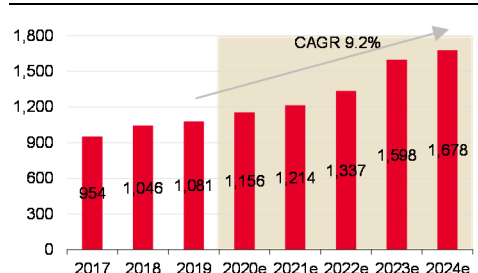


Spotřeba materiálu (mil. CZK)



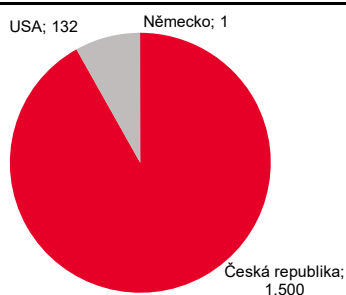
Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banky

Personální náklady (mil. CZK)



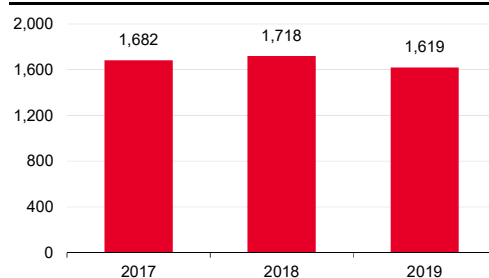
Většina zaměstnanců CZG je v továrně v Uherském Brodě (1 453 v roce 2019) v České republice. To skupině poskytuje velkou výhodu oproti konkurenci, protože personální náklady jsou v ČR výrazně nižší než v EU, USA a dalších lokalitách. Hodinová mzda vyplácená společností CZG je méně než polovina průměru EU.

Zaměstnanci CZG (2019)



Zdroj: CZG

Průměrný počet zaměstnanců



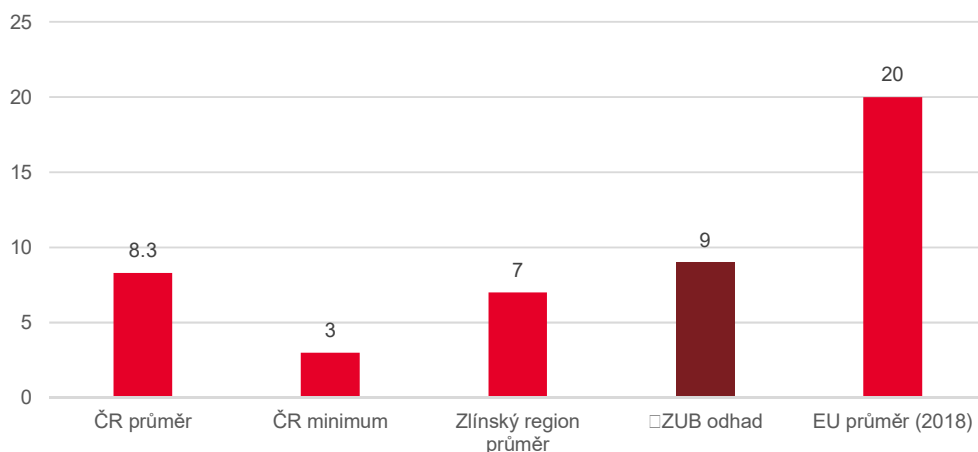
Český trh práce je i přes dopady současné krize stále poměrně napjatý. V červenci 2020 byla nezaměstnanost 3,8 % a ve Zlínském kraji (Uherský Brod) asi 3 %. Průměrná hodinová hrubá mzda v ČR byla podle Českého statistického úřadu ve 4Q19 přibližně 8,3 EUR/hod, minimální mzda byla 3 EUR/hod. Průměrná mzda ve Zlínském kraji byla přibližně 7 EUR/hod. Česká zbrojovka Uherský Brod (CZUB) nabízí svým zaměstnancům průměrnou hodinovou mzdu kolem 9 EUR/hod, což považujeme za velmi atraktivní.

Předpokládaný nárůst osobních nákladů odráží vyšší počet zaměstnanců a přirozený růst mezd. V České republice by se měly mzdy z dlouhodobého hlediska postupně přibližovat úrovni EU (zhruba 20 EUR/hod v 2018), což podstatně sníží výhodu nižších personálních nákladů. Očekává

se, že růst celkových osobních nákladů v příštích letech prudce vzroste. Společnost CZG bude muset v novém výrobním závodě najmout a vyškolit velký počet nových zaměstnanců.

Do budoucna by přes podmínky na českém trhu práce neměla mít společnost problémy s hledáním kvalifikované pracovní síly. Společnost spolupracuje se střední školou (jedna z mála škol pro puškaře v Evropě). A všichni absolventi obdrží pracovní nabídku.

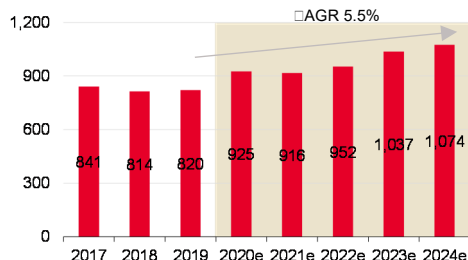
Hrubá hodinová mzda (EUR 2019)



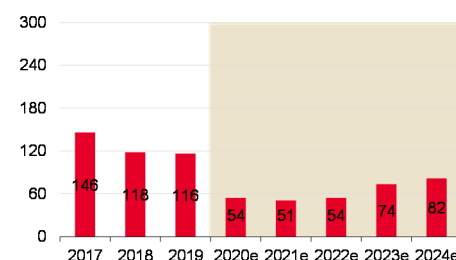
Zdroj: CZG, Český statistický úřad, Eurostat, KB

Další kategorie provozních nákladů uvádíme v grafech níže.

Služby (mil. CZK)



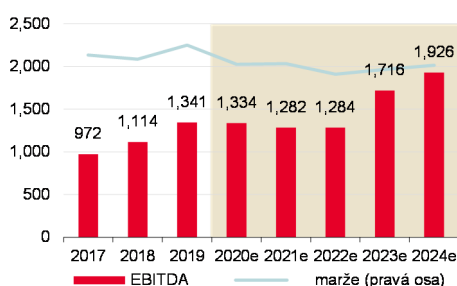
Ostatní provozní náklady (mil. CZK)



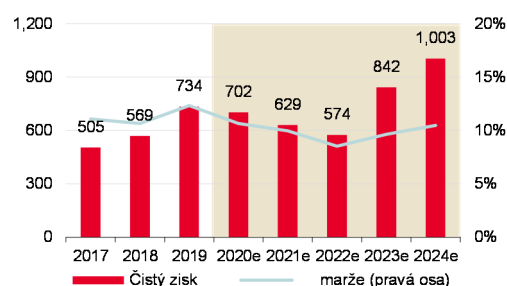
Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

EBITDA a čistý zisk

EBITDA projekce (mil. CZK)



Čistý zisk (mil CZK)



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

EBITDA dosáhla v roce 2019 celkové výše 1,3 mld. CZK s marží 22,5 % (20,9 % v 2018). V našich projekcích pro následující roky odhadujeme, že CZG udrží marže kolem 20 %.

Investiční náklady (CAPEX) a zadluženost

Investiční náklady společnosti směřují hlavně strojního vybavení, budov a nástrojů. V příštích letech se bude jednat o novou továrnu, logistické centrum a modernizaci slévárny.

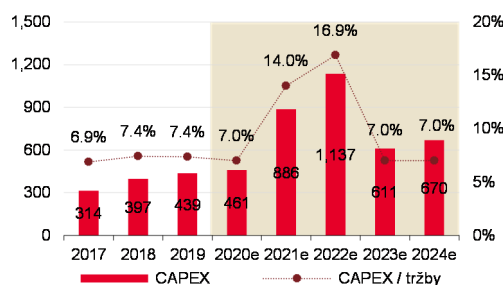
Společnost plánuje poměr investovat 6–7 % tržeb do CAPEX, což odpovídá předchozím rokům, kdy byl tento poměr kolem 7 %. Nicméně kvůli stavbě závodu v Little Rock se CAPEX zvýší. Projekt by měl být zahájen ve 2H21 a měl by být dokončen do konce roku 2022. Očekáváme, že investice do nového výrobního závodu budou rozděleny na tyto dva roky (2021 a 2022). Celková investice by měla činit přibližně 60 mil. USD.

Skupina navíc investuje do konce roku 2021 celých 500 mil. CZK do logistického centra a modernizace slévárny. Tato investice bude provedena v současné továrně v Uherském Brodě.

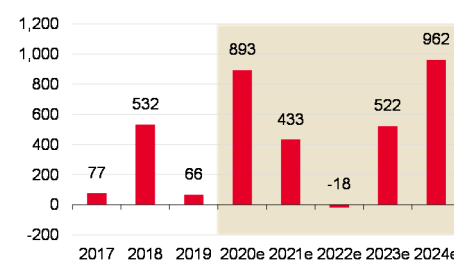
Poměr CAPEX a tržeb se během těchto dvou let zvýší. V následujících letech však očekáváme návrat k rozmezí 6-7 % (viz graf níže).

Společnost CZG může generovat dostatečné množství provozní hotovosti, aby mohla platit své investice. Rozdíl mezi OCF a CAPEX poklesne do záporného teritoria jen v roce 2022, kdy očekáváme, že bude realizována většina nákladů spojených s novou továrnou v USA. V nadcházejících letech však bude OCF slušně nad investicemi. Konverze hotovosti měřené poměrem (EBITDA-capex) / EBITDA se blíží průměru sektoru, který v roce 2019 činil 70 %.

CAPEX / Tržby (mil. CZK)

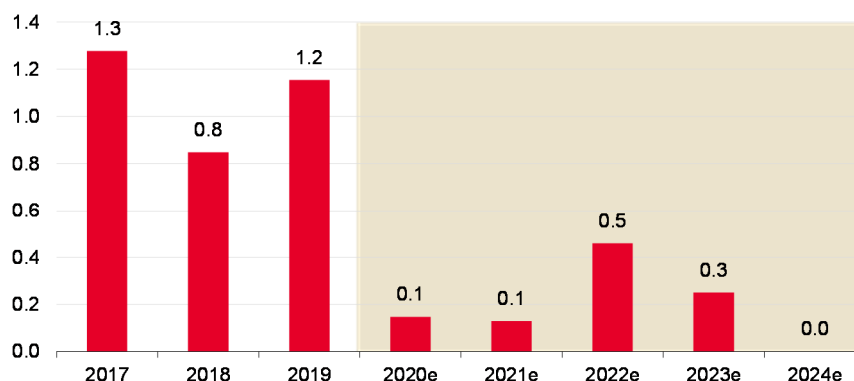


OCF – CAPEX (mil. CZK)



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zadlužení: Čistý dluh / EBITDA



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zadlužení skupiny, měřený čistým dluhem / EBITDA, je nízký. Na konci roku 2019 to bylo 1,2x, oproti 0,8x roce 2018 (1,3x v roce 2017). Vedení společnosti plánuje mít „konzervativní“

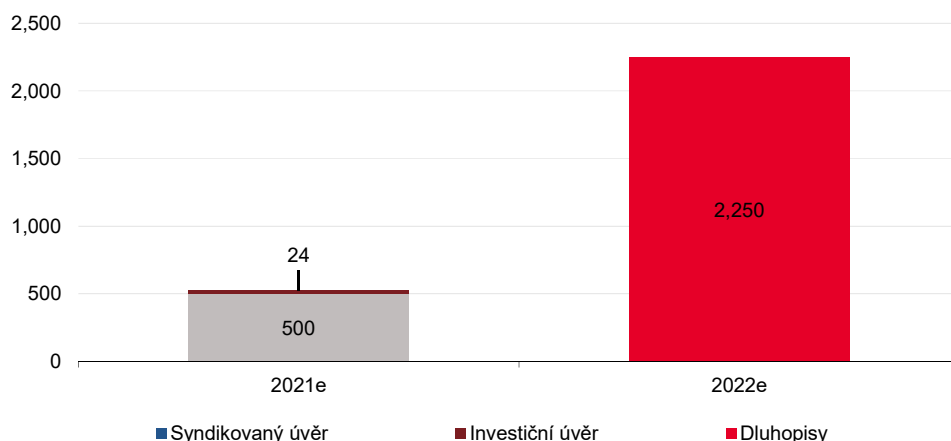
zadlužení. Vzhledem k silné schopnosti společnosti generovat hotovost a v důsledku současného zvýšení kapitálu očekáváme, že zadlužení v příštích letech poklesne téměř na nulu.

Podle našeho názoru má společnost prostor ke zvýšení svého dluhu. Jako komfortní úroveň vidíme zhruba 2x (čistý dluh / EBITDA). Nicméně akviziční činnost by mohla krátkodobě vést ke zvýšení zadlužení.

Splatnost

Dluh společnosti CZG je převážně v dluhopisech, dosud vydala bondy v hodnotě 2,25 mld. CZK. Emitent těchto dluhopisů je hlavní dceřiná společnost CZUB. Splatnost je v roce 2022 a kupón 6M PRIBOR + 1,7% p.a. Syndikovaný úvěr ve výši 500 mil. CZK má pohyblivou úrokovou sazbu 1M PRIBOR + 0,9% p.a. Ačkoli úrokové náklady podstatně vzrostly z 30,9 mil. Kč v roce 2017 na 47,2 mil. Kč v roce 2018, společnost se podle našeho názoru stále těší nízkým nákladům na financování. Zvýšení úroku je způsobeno zvýšením emise dluhopisů ze 1,5 mld. CZK v roce 2017 na 2,25 mld. Kč v roce 2019 a rovněž zvýšením úrokových sazeb. Převážná většina dluhu je v CZK a očekáváme jeho refinancování.

Maturita (mil. CZK)



Zdroj: CZG

Dividendová politika

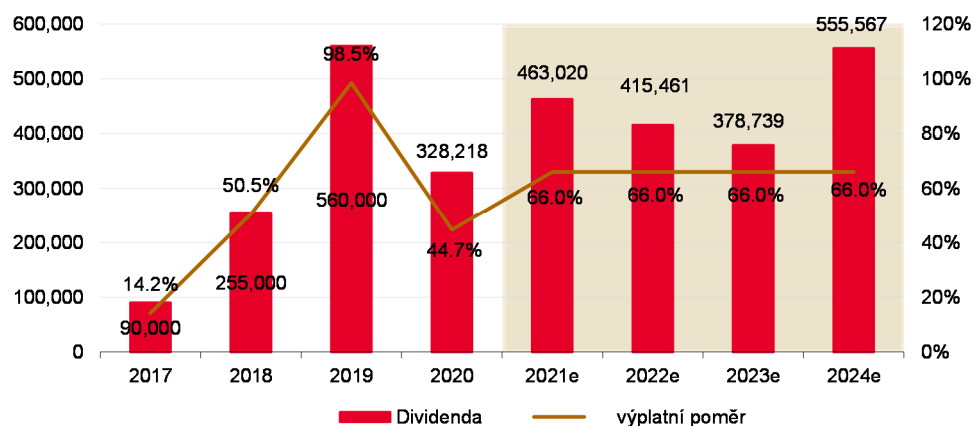
Přestože dividendová politika není zakotvena ve stanovách, **management plánuje vyplácet třetinu konsolidovaného čistého zisku na dividendy.**

Vzhledem k tomu, že CZG je holdingová společnost a nevykonává žádnou vlastní činnost, spoléhá na dividendy od svých dceřiných společností. Jejich schopnost vyplácet dividendy může být omezena z důvodů stanovených podmínek (kovenantů) emitovaných dluhopisů. CZUB, jako zásadní dceřiná společnost, může být omezena z hlediska dividend. V prospektu tohoto dluhopisu je podmínka, že zadlužení měřená čistým dluhem / EBITDA nesmí překročit 3,0x. Na konci roku 2019 činil tento poměr přibližně 1,5x.

V roce 2019 společnost CZG vyplatila 560 mil. CZK, 255 mil. CZK v roce 2018 a 90 mil. CZK v roce 2017. Výplatní poměr byl tedy 98,5 %, 50,5 % a 14,2 %. V roce 2020 společnost vyplatila dividendu ve výši 328 mil. CZK, což odpovídá výplatnímu poměru 44,7 %. To představuje 10 CZK na jednu akcii respektive hrubému výnosu 3,5 %.

V našich projekcích očekáváme, že společnost vygeneruje dostatek hotovosti, aby mohla platit udržitelnou dividendu. Konzervativně očekáváme, že výplatní poměr bude v příštích letech 66 % čistého konsolidovaného zisku.

Projekce dividend (mil. CZK)



Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banky

Samozřejmě schopnost platit dividendu je ovlivněna několika faktory. Může ji ovlivnit např. možná aktivita na poli fúzí a akvizic. Pokud by se společnost rozhodla provést akvizici, mohlo by to ovlivnit výši vyplácené dividendy. Na dividendu by mohla mít vliv také zadluženost, zisk nebo výhled společnosti. Nicméně vedení uvedlo, že i v případě rozsáhlých fúzí a akvizic bude schopno vyplatit dividendu.

Valuace

Základní předpoklady valuace

Celková poptávka na trhu ručních palných zbraní zůstane silná. Očekáváme, že CZG bude obecně růst rychlejším tempem než celkový trh. Důvodem je přítomnost společnosti na velmi silném americkém trhu. Aktuální podíl CZG na trhu v USA se odhaduje na 2–3%. To by se mělo změnit s novým výrobním závodem v provozu, což společnosti umožní lépe obsloužit silnou poptávku v USA. Očekáváme, že společnost získá větší tržní podíl na úkor svých konkurentů.

Předpokládáme, že další rozšíření výroby uspokojí silnou poptávku. Současné výrobní kapacity CZG jsou omezené, což by mělo být vyřešeno výstavbou továrny v americkém Little Rock.

Projekt expanze v USA by měl být dokončen v blízké budoucnosti. Očekáváme, že projekt v Little Rock bude úspěšně pokračovat a nepředpokládáme žádná další zpoždění. Spuštění výroby je se čeká na konci roku 2022, plný provoz od 2023.

Fúze a akvizice (M&A), které jsou pro společnost dalším možným zdrojem budoucího růstu. Z našeho pohledu bude CZG hledat společnosti, které nabízejí produkty, které doplňují sortiment společnosti. Na trhu jsou příležitosti např. ve formě vystresovaných (v nouzi) konkurentů.

Udržení silného inovačního úsilí a zaměření na výzkum a vývoj (R&D). Společnost v posledních letech přišla s několika novými produkty. Očekáváme, že si udrží tempo inovací a v budoucnu představí nové produktové řady, které budou odpovídat aktuální poptávce trhu. Očekáváme také, že společnost bude mít výrobní náklady pod kontrolou v důsledku proaktivního přístupu k R&D.

Zachování současného stavu z hlediska regulace. Neočekáváme žádné podstatné změny na poli legislativy a regulace. Považujeme je však za jedno z možných rizik.

Udržení zdravého finančního profilu a schopností generovat hotovost. Předpokládáme, že si společnost CZG udrží zdravý finanční profil se silnou ziskovostí a tvorbou hotovosti.

Rizikové faktory

Jakákoli událost, která by vedla k výpadku výroby. CZG v současné době závisí víceméně na jednom výrobním závodě v Uherském Brodě. Jakákoli událost vedoucí k výpadku nebo omezení výroby by vážně ovlivnila fungování společnosti.

Zpoždění nebo zrušení plánovaného rozšíření v USA. Změna plánů na výstavbu nové americké továrny by měla dopad na budoucí výkon společnosti. Společnost CZG nemá žádné předchozí zkušenosti s rozvojem projektu na zelené louce.

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.

Nízká likvidita. Navzdory původním plánům je počet volně obchodovaných akcií (Free Float) pouze 9,2 %, což považujeme za velmi nízké. Mohlo dojít k problémům s likviditou na trhu.

Shrnutí našich předpokladů

Vstupní předpoklady

	CZG projekce	KB projekce
Tržby	N/A	Prům. roční růst o 9,9 % v 2019-24
Prodané výrobky (ks)	N/A	Prům. roční růst o 7,0 % v 2019-24
Provozní náklady		
Materiál	N/A	Prům. roční růst o 12,2 % in 2019-24
COGS	N/A	Prům. roční růst o 10,3 % in 2019-24
Servis	N/A	Prům. roční růst o 5,5 % in 2019-24
D&A	N/A	Prům. roční růst o 9,3 % in 2019-24
EBITDA marže	N/A	~20% v dlouhodobém horizontu
Čistý zisk	N/A	Prům. roční růst o 6,5 % in 2019-24
% marže	N/A	~10 % v 2024
CAPEX/tržby	6-7 %	~7 % v dlouhodobém horizontu
Dividenda	33 % výplatní poměr	66 % výplatní poměr

Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Jako hlavní metodu oceňování CZG jsme použili diskontovaný peněžní tok (DCF). Jako doplňkovou metodu nabízíme srovnání s konkurencí.

Základní předpoklady v našem modelu jsou uvedeny v tabulce výše, zatímco účetní závěrky jsou na konci tohoto shrnutí. Navýšení kapitálu (výnos z IPO) je zahrnut v našich projekcích. Potenciální transakce M&A v našich projekcích nefigurují.

Diskontovaný peněžní tok

V ocenění pomocí DCF předpokládáme náklady na kapitál (WACC) v rozmezí 8,1-9,8 % pro sledované období a 9,8 % pro terminální fázi. Naše ocenění zahrnuje výnosy z IPO a slevu za nízkou likviditu. Dlouhodobý růst předpokládáme na úrovni 2 %. Na základě metody diskontovaných peněžních toků uvedené v následující tabulce jsme dospěli k **ocenění společnosti CZG ve výši 11,6 mld. CZK čili 357 CZK na jednu akcii.**

DCF valuace

tis. CZK	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBITDA	1 334 265	1 282 107	1 301 406	1 715 936	1 926 457
Daně	-200 814	-180 187	-168 217	-240 952	-287 238
WC změna	262 080	289 276	81 111	-269 266	73 223
CAPEX	-461 306	-886 070	-1 136 900	-611 106	-670 237
FCFF	934 225	505 126	77 400	594 612	1 042 205
WACC	8,1%	8,3%	8,1%	8,8%	9,8%
CoE	8,4%	8,5%	8,9%	9,4%	9,8%
Prémie za likviditu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Beta	0,841	0,841	0,841	0,841	0,841
Risk-free	0,7%	0,9%	1,3%	1,9%	2,3%
CZ	1,1%	1,3%	1,5%	1,8%	2,1%
EU	-0,2%	0,0%	0,5%	1,0%	1,3%
US	0,9%	1,1%	1,7%	2,3%	2,7%
Prémie za riziko (Damodaran)	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Riziková přírážka (Damodaran)	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
CZ	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
EU	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
US	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Náklady na dluh	1,1%	0,7%	0,7%	1,1%	1,7%
Diskontní faktor	0,993	0,917	0,849	0,780	0,710
Diskontované FCFF	927 989	463 386	65 676	463 606	740 159
Součet diskontovaných FCFF	2 660 816				
Terminal hodnota	9 697 426				
Dlouhodobí růst	2%				
Enterprise value	12 358 242				
Čistý dluh	712 284				
Equity value	11 645 958				
Na akcii (CZK)	357				

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Citlivostní tabulka

DI. růst / WACC	8,8 %	9,3 %	9,8 %	10,3 %	10,8 %
1,0 %	11 645 958	11 016 063	10 457 868	9 959 789	9 512 612
1,5 %	12 362 316	11 645 958	11 016 063	10 457 868	9 959 789
2,0 %	13 184 250	12 362 316	11 645 958	11 016 063	10 457 868
2,5 %	14 136 958	13 184 250	12 362 316	11 645 958	11 016 063
3,0 %	15 254 347	14 136 958	13 184 250	12 362 316	11 645 958

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Relativní srovnání

Jako doplňkovou metodu jsme také provedli srovnání s konkurenty. Upozorňujeme, že jednotlivé společnosti v našem srovnání se od sebe podstatně liší, zejména pokud jde o velikost, skladbu produktů a geografické působení.

Použité násobky jsme vybrali na základě relevance a dostupnosti dat. Hodnota společnosti založená na této metodě srovnávání dosahuje 8,8 mld. CZK nebo **271 Kč za akcii** (medián).

Relativní srovnání, valuační tabulka

	Tržní kap. (EUR mld.)	P/E 2020e	P/E 2021e	P/S 2020e	P/S 2021e	EV / S 2020e	EV / S 2021e	EV / EBITDA 2020e	EV / EBITDA 2021e
Ruger	922	13,9x	14,9x	2,0x	2,0x	1,8x	1,8x	7,2x	7,5x
Smith & Wesson	759	6,5x	13,4x	1,1x	1,5x	1,1x	1,5x	3,9x	6,3x
Taurus Armas	145	--	--	--	--	--	--	--	--
Průměr		10,2x	14,2x	1,6x	1,8x	1,4x	1,7x	5,6x	6,9x
(tis. CZK)									
CZG hodnota		701 545	629 486	6 590 090	6 315 285	6 590 090	6 315 285	1 334 265	1 282 107
Enterprise value						9 450 492	10 529 594	7 436 816	8 832 197
Čistý dluh (30. 6. 2020)						712 284	712 284	712 284	712 284
Equity value		7 183 885	8 921 858	10 214 883	11 253 099	8 738 208	9 817 310	6 724 532	8 119 913
Equity Value									
40 percentile		8 614 549							
60 percentile		9 100 948							
Medián		8 830 033							
Na akcii (CZK)		271							

Zdroj: Bloomberg (data k 23. listopadu), Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Implikované násobky CZG

	Equity value (mld. CZK)	implikovaná EV (mld. CZK)	P/E 20e	P/E 21e	EV / EBITDA 20e	EV / EBITDA 21e
Spodní hranice	11,6	12,4	16,6	18,5	9,3	9,6
Střed	10,2	11,0	14,6	16,3	8,2	8,5
Horní hranice	8,8	9,5	12,6	14,0	7,2	7,4
Průměr			14,6x	16,3x	8,2x	8,5x

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Násobky CZG jsou o něco vyšší ve srovnání s nejbližšími společnostmi. Věříme, že je to opodstatněné zdravějším finančním profilem, růstovým potenciálem, silnou schopností generovat hotovost a výplatou dividendy. Marže EBITDA je výrazně nad průměrem a zadlužení je podstatně u podobných společností.

Finanční výkazy - roční

Výkaz zisků a ztrát

tis. CZK	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Tržby	4 555 483	5 339 581	5 958 742	6 590 090	6 315 285	6 727 147	8 730 088	9 574 819
Ostatní provozní výnosy	18 210	49 466	101 515	65 901	63 153	67 271	87 301	95 748
Změna stavu zásob	237 599	1 943	52 096	-100 000	52 096	52 096	52 096	52 096
Aktivace	116 209	103 919	104 974	108 367	105 753	106 365	106 829	106 316
Spotřeba surovin a materiálu	-2 074 732	-2 490 602	-2 885 982	-3 259 026	-3 136 087	-3 380 124	-4 612 341	-5 128 288
CoS	333 735	592 762	815 825	914 837	876 688	933 863	1 211 912	1 329 177
Materiál	1 678 251	1 832 752	1 971 079	2 235 204	2 112 267	2 284 417	3 157 664	3 532 068
Energie	62 745	65 088	99 078	108 986	147 131	161 844	242 766	267 042
Služby	-841 026	-814 033	-820 386	-924 895	-916 339	-951 826	-1 036 679	-1 073 940
Osobní náklady	-954 008	-1 045 645	-1 080 522	-1 156 272	-1 214 086	-1 319 214	-1 598 123	-1 678 029
Odpisy	-349 644	-365 189	-370 601	-404 141	-412 308	-479 988	-573 833	-579 158
Ostatní provozní náklady	-146 092	-118 285	-116 126	-54 193	-50 859	-54 363	-73 747	-81 517
Provozní výsledek hospodaření	561 999	661 155	943 710	865 831	806 609	767 364	1 081 591	1 288 048
Výnosové úroky	44 038	13 231	27 882	40 490	32 421	33 600	38 211	42 365
Nákladové úroky	-30 896	-47 246	-85 842	-88 167	-110 413	-115 815	-121 487	-127 442
Ostatní finanční výnosy	323 132	246 920	373 252	313 706	310 564	332 882	319 051	320 832
Ostatní finanční náklady	-263 073	-159 659	-346 569	-249 413	-247 374	-278 828	-258 538	-261 580
Podíl na výsledku přidružených podniků	428	42						
Před zdaněním	635 628	714 443	912 433	882 447	791 807	739 203	1 058 827	1 262 223
Zisk z pokračujících činností	504 500	568 606	734 119	701 545	629 486	587 667	841 768	1 003 467
EBITDA	972 130	1 113 647	1 341 016	1 334 265	1 282 107	1 301 406	1 715 936	1 926 457
marže	21,3%	20,9%	22,5%	20,2%	20,3%	19,3%	19,7%	20,1%

Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rozvaha

tis. CZK	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Dlouhodobá aktiva	3 323 635	3 360 587	3 173 622	3 266 841	3 690 603	4 347 515	4 384 789	4 475 868
Krátkodobá aktiva	2 981 632	4 125 167	4 374 953	5 550 207	5 508 014	5 336 365	6 286 423	7 037 396
Aktiva celkem	6 305 267	7 485 754	7 548 575	8 817 048	9 198 617	9 683 880	10 671 212	11 513 264
Vlastní kapitál	3 410 648	3 309 375	3 468 961	4 623 994	4 870 949	5 127 668	5 670 315	6 211 391
Dlouhodobé závazky	2 060 537	2 672 832	2 583 992	2 935 550	3 079 416	3 230 476	3 389 089	3 555 632
Krátkodobé závazky	834 082	1 503 547	1 495 622	1 257 504	1 248 251	1 325 736	1 611 808	1 746 241
Závazky celkem	2 894 619	4 176 379	4 079 614	4 193 054	4 327 667	4 556 212	5 000 897	5 301 874
Vlastní kapitál a závazky celkem	6 305 267	7 485 754	7 548 575	8 817 048	9 198 617	9 683 880	10 671 212	11 513 264

Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výkaz o peněžních tocích

tis. CZK	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Výsledek před zdaněním	673 650	751 731	932 129	882 447	791 807	739 203	1 058 827	1 262 223
Úpravy o nepeněžní operace	28 186	356 290	508 201	458 504	496 317	567 618	661 982	668 621
Odpisy dlouhodobých aktiv	389 648	406 689	412 904	404 141	412 308	479 988	573 833	579 158
Změna opravných položek a rezerv	49 248	9 063	28 534	0	0	0	0	0
Ztráta z prodeje dlouhodobých aktiv	-1 086	-437	-3 688	0	0	0	0	0
Nákladové a výnosové úroky	-15 458	38 883	63 023	47 677	77 992	82 215	83 276	85 077
Ostatní nepeněžní operace	-394 166	-97 908	7 428	6 685	6 017	5 415	4 874	4 386
Provozní peněžní tok před WC	701 836	1 108 021	1 440 330	1 340 950	1 288 124	1 306 821	1 720 809	1 930 844
Změna stavu WC	-201 403	40 160	-678 604	262 080	289 276	81 111	-269 266	73 223
Změna stavu pohledávek	-2 396	-76 283	-454 246	-12 368	92 001	-12 788	-227 807	-45 313
Změna stavu závazků	19 354	152 669	-134 519	254 963	72 365	163 184	376 057	228 917
Změna stavu zásob	-218 361	-36 226	-89 839	19 485	124 910	-69 285	-417 516	-110 381
Peněžní tok z provozní činnosti	500 433	1 148 181	761 726	1 603 030	1 577 400	1 387 932	1 451 544	2 004 066
Vyplacené úroky	-37 382	-42 495	-75 555	-88 167	-110 413	-115 815	-121 487	-127 442
Přijaté úroky	48 101	14 193	16 911	40 490	32 421	33 600	38 211	42 365
Zaplacená daň	-120 495	-190 826	-197 966	-200 814	-180 187	-168 217	-240 952	-287 238
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	390 657	929 053	505 116	1 354 539	1 319 220	1 137 501	1 127 316	1 631 751
Nabytí dlouhodobých aktiv	-313 934	-396 666	-274 356	-461 306	-886 070	-1 136 900	-611 106	-670 237
Příjmy z prodeje dlouhodobých aktiv	1 319	11 034	4 488	4 488	4 488	4 488	4 488	4 488
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-312 615	-385 632	-435 275	-456 818	-881 582	-1 132 412	-606 618	-665 749
Výnosy z vydaných dluhopisů	-119	739 314	38 259	1 374 774	200 244	156 793	172 037	184 980
Dividenda vyplacená	-97 568	-260 467	-573 977	-328 218	-463 020	-415 461	-387 860	-555 567
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-97 687	478 847	-535 718	1 046 556	-262 776	-258 668	-215 823	-370 587
Čistá změna peněžních prostředků	-19 645	1 022 268	-465 877	1 944 277	174 862	-253 580	304 875	595 415
BoP	343 005	323 360	1 345 628	805 503*	2 749 780	2 924 642	2 671 063	2 975 937
EoP	323 360	1 345 628	880 315*	2 749 780	2 924 642	2 671 063	2 975 937	3 571 353

Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; *aktiva držená k prodeji a rozdělení vlastníkům zahrnují hotovost vy výši 74 812 tis. CZK

Ukazatele

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ziskovost								
ROA	8,0%	7,6%	9,7%	8,0%	6,8%	6,1%	7,9%	8,7%
ROE	15,1%	17,3%	21,2%	15,2%	13,0%	11,5%	14,9%	16,2%
EBITDA marže	21,3%	20,9%	22,5%	20,2%	20,3%	19,3%	19,7%	20,1%
EBIT marže	13,7%	14,0%	16,3%	14,1%	13,8%	12,2%	13,1%	14,1%
Čistá marže	11,1%	10,6%	12,3%	10,6%	10,0%	8,7%	9,6%	10,5%
Tempo růstu								
Tržby	-7,6%	17,2%	11,6%	10,6%	-4,2%	6,5%	29,8%	9,7%
EBITDA	-9,5%	14,6%	20,4%	-0,5%	-3,9%	1,5%	31,9%	12,3%
EBIT	-14,2%	20,2%	29,7%	-4,2%	-6,5%	-5,6%	39,0%	18,0%
Čistý zisk	-20,2%	12,7%	29,1%	-4,4%	-10,3%	-6,6%	43,2%	19,2%
Zadlužení								
Čistý dluh / EBITDA	1,3	0,8	1,2	0,1	0,1	0,4	0,2	0,0
Dluh / Equity	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Nákladové úroky / Tržby	0,7%	0,9%	1,4%	1,3%	1,7%	1,7%	1,4%	1,3%

Zdroj: CZG, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční výkazy - čtvrtletně

Výkaz zisků a ztrát

tis. CZK	1H2019	9M19	1H2020	9M20
Tržby	2 963 241	4 502 695	3 363 399	4 964 212
Ostatní provozní výnosy	134 222	130 320	43 632	89 294
Změna stavu zásob	13 728	61 753	-215 972	-135 590
Aktivace	52 429	73 024	62 018	91 226
Spotřeba surovin a materiálů	-1 355 149	-2 251 126	-1 278 833	-2 251 592
Služby	-423 325	-648 770	-495 971	-693 888
Osobní náklady	-533 141	-790 786	-615 029	-935 492
Odpisy	-186 169	-278 856	-193 452	-291 709
Ostatní provozní náklady	-39 893	-57 830	5 984	-20 806
Provozní výsledek hospodaření	625 943	740 424	675 776	815 655
Výnosové úroky	11 210	20 325	10 600	14 176
Nákladové úroky	-41 961	-64 733	-68 363	-81 011
Ostatní finanční výnosy	150 861	202 404	328 733	378 795
Ostatní finanční náklady	-116 034	-190 261	-478 542	-544 480
Podíl na výsledku přidružených podniků	181	161	5 368	10 730
Před zdaněním	630 200	708 320	473 572	593 865
Zisk z pokračujících činností	499 054	556 264	381 963	477 515
EBITDA	847 120	1 031 584	724 787	952 409
marže	28,6 %	22,9%	21,5 %	19,2%

Zdroj: CZG

Rozvaha

tis. CZK	1H2020	9M20
Dlouhodobá aktiva	3 487 436	3,451,900
Krátkodobá aktiva	4 113 635	4,085,157
Aktiva celkem	7 601 071	7,537,057
Vlastní kapitál	3 224 092	3,273,079
Dlouhodobé závazky	2 557 969	2,543,688
Krátkodobé závazky	1 819 010	1,720,290
Závazky celkem	4 376 979	4,263,978
Vlastní kapitál a závazky celkem	7 601 071	7,537,057

Zdroj: CZG

Výkaz o peněžních tocích

tis. CZK	1H2019	1H2020	9M20
Výsledek před zdaněním	647 185	468 206	583 135
Úpravy o nepeněžní operace	183 600	306 827	365 370
Odpisy dlouhodobých aktiv	207 989	193 452	291 709
Změna opravných položek a rezerv	-28 522	-26 382	-101 664
Ztráta z prodeje dlouhodobých aktiv	-221	-371	-389
Nákladové a výnosové úroky	33 070	57 763	66 835
Ostatní nepeněžní operace	-28 716	93 512	108 879
Provozní peněžní tok před WC	830 785	786 180	948 505
Změna stavu WC	236 563	109 626	393 535
Změna stavu pohledávek	-88 173	-22 247	178 301
Změna stavu závazků	437 468	-111 152	-23 953
Změna stavu zásob	-112 732	243 025	239 187
Peněžní tok z provozní činnosti	1 067 348	895 806	1 342 040
Vyplacené úroky	-36 122	-44 541	-87 888
Přijaté úroky	11 372	4 877	8 631
Zaplacená daň	-96 936	-54 306	-169 474
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	945 662	801 836	1 093 309
Nabytí dlouhodobých aktiv	-160 365	-191 235	-213 932
Příjmy z prodeje dlouhodobých aktiv	221	458	867
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-160 144	-190 777	-282 888
Výnosy z vydaných dluhopisů	-193 450	5 773	-215 642
Dividenda vyplacená	-560 000	-332 267	-332 267
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-753 450	-326 494	-547 909
FX	-2 773	31 539	23 527
Čistá změna peněžních prostředků	29 295	316 104	286 039
BoP	1 345 628	880 315	880 315
EoP	1 374 923	1 196 419	1 166 354

Zdroj: CZG

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 nezkreslený 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>

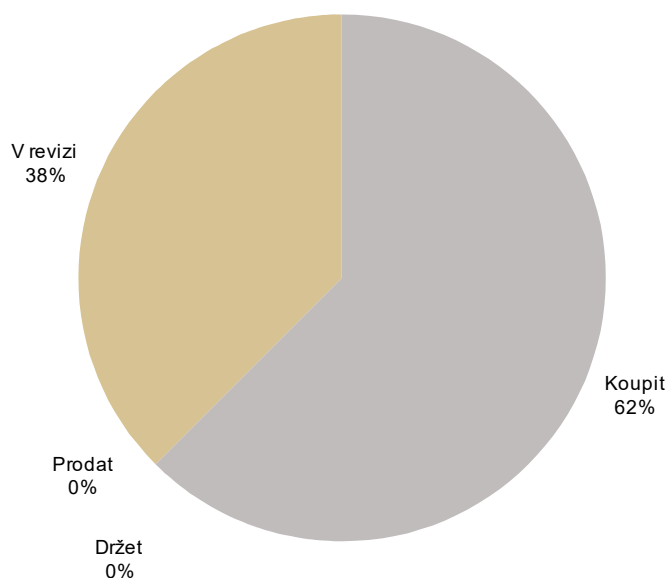
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odraželo 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

	Avast	Česká zbrojovka	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon-wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů									
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	v revizi	koupit	koupit	v revizi	koupit	konec
Cílová cena	v revizi	CZK 357	CZK 621	v revizi	CZK 97	CZK 293	v revizi	CZK 16 512	pokryvání
Datum	12.08.2020	27.11.2020	23.07.2020	26.11.2020	29.10.2019	08.01.2020	30.04.2020	20.11.2020	
Cena v den publikace		CZK 290	CZK 474	CZK 229	CZK 76,3	CZK 234	CZK 624	CZK 14 320	
Investiční horizont		12 měsíců	12 měsíců		12 měsíců	12 měsíců		12 měsíců	
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	M. Frayer	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit		koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	GBp 466		CZK 717	CZK 482	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 18308	EUR 26
Datum	30.08.2019		10.06.2019	04.07.2019	07.03.2019	12.12.2018	01.04.2019	03.12.2018	03.03.2017
Doporučení	v revizi		koupit	koupit	koupit	držet	držet	koupit	
Cílová cena	v revizi		CZK 620	CZK 484	CZK 93	CZK 270	CZK 924	CZK 17546	
Datum	14.08.2019		11.06.2018	26.09.2018	06.03.2018	18.09.2017	26.10.2018	42969	
Doporučení	koupit		koupit		koupit	držet	v revizi	držet	
Cílová cena	GBp 342		CZK 542		CZK 90	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum	15.06.2018		20.09.2017		17.08.2017	31.01.2016	17.05.2018	25.05.2017	
Doporučení					koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena					CZK 95	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum					09.06.2017	22.03.2016	13.09.2017	42534	
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
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty									
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