

Investiční výzkum

Colt CZ Group



Doporučení: Akumulovat
Cílová cena: 698 Kč

Colt CZ Group	
Souhrn doporučení	
Doporučení	Akumulovat
Cílová cena (12M)	698 Kč
Potenciální výnos	19 %
Datum vydání	15. 1. 2024

Základní informace	
Odvětví	výroba ručních palných zbraní
Tržní kapitalizace	20,6 mld. Kč
Závěrečná cena k 15. 1. 2024	587 Kč
Roční maximum (9.5.2023, čas 16:25)	599 Kč
Roční minimum (15.12.2023, čas 16:25)	518 Kč
Zařazeno v indexu	PX
Podíl v indexu PX	3,41 %

Struktura akcionářů	
Česká Zbrojovka Partners SE	75,4 %
free float	24,6 %

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie Colt CZ



zdroj: Bloomberg, zpracování Fio banka

V naší nové analýze na akcie výrobce ručních palných zbraní Colt CZ Group stanovujeme **cílovou cenu ve výši 698 Kč**. Nová cílová cena převyšuje aktuální tržní cenu o 19 %, proto **vydáváme doporučení „akumulovat“** na tento akciový titul.

Colt CZ již delší čas vykazuje pozitivní trend svého hospodaření, potenciál dalšího růstu vidíme i v nadcházejících letech. **Silné postavení na globálním trhu s ručními palnými zbraněmi, čím dál výraznější vliv v atraktivním segmentu ozbrojených složek, mix akvizičního a organického růstu**, to vše jsou aspekty, které podle našeho názoru budou vytvářet podmínky k tomu, aby společnost nadále udržela rostoucí tržby a ziskovost.

Od vzniku konfliktu na Ukrajině se ve světě **výrazně mění bezpečnostní doktrína**. Řada vyspělých západoevropských zemí významně upravuje svůj pohled na bezpečnostní politiku, uvědomují si, pod vlivem rostoucího geopolitického napětí, nutnost daleko více investovat do modernizace a rozšiřování svých armád a dalších ozbrojených složek.

Dvouprocentní podíl výdajů na obranu na HDP stanovený pro členské státy NATO již zdá se není jen vágní nedosažitelnou hranicí, ale začíná být závazným bodem, kterého chce v co nejbližší době docílit většina členů Severoatlantické aliance.

Colt CZ bude chtít využít aktuálního sentimentu ve zbrojním sektoru. Z dnešního pohledu je ještě více patrné, jak **důležitou a strategickou investicí byla akvizice amerického Coltu** realizovaná v roce 2021. I v období před touto akvizicí sice společnost dodávala zbraně zákazníkům z řad ozbrojených složek, nicméně byla to spíše menšinová záležitost s podílem na prodejním mixu kolem 20 %. Po akvizici začal vliv segmentu ozbrojených složek značně sílit, Colt CZ získal přístup k dodávkám armádě USA, kanadské armádě a dalším severoamerickým státním či federálním bezpečnostním složkám. Vedle toho byl díky tehdejší transakci postupně posílen vliv i v širším mezinárodním měřítku, to znamená jak v evropských armádních a bezpečnostních složkách, tak ve vzdálenějších asijských, afrických či jihoamerických destinacích.

Colt CZ za rok 2023 ve svém **prodejním mixu směřuje k poměru 50 : 50**, tzn. zhruba polovina objemů prodeje by již měla směřovat do atraktivního segmentu ozbrojených složek.

Tabulka č.1: Základní ukazatele (mil. Kč)

rok	2020	2021	2022
Tržby	6820	10689	14590
EBITDA	1450	2169	3365
Čistý zisk	677	1161	2280

zdroj: Colt CZ

Pozn.: zisky jsou očištěné o mimořádné vlivy

Dnes je tedy společnost tak produktově i geograficky diverzifikovaná, že dokáže flexibilně reagovat na rostoucí poptávku z vládního sektoru. Tento aspekt se ještě zvýrazňuje v období aktuálně zvýšeného geopolitického napětí. Management Coltu indikuje zakázkovou naplněnost v segmentu ozbrojených složek. Viditelný dopad do hospodaření za rok 2023 bude mít **kontrakt s kanadskou vládou směřující na Ukrajinu v objemu téměř 1000 mil. Kč**, byl oznámen nový kontrakt s dánskou vládou či pokračující dodávky švédské armádě. Silné zakázky do ozbrojených složek by měly výrazně ovlivňovat tržby a ziskovost zejména v závěru roku 2023 a očekáváme jejich pokračující pozitivní vliv i v letošním roce.

Colt CZ zároveň naplňuje své expanzivní ambice **akvizicí švýcarského výrobce malorážové munice swissAA Holding** realizované v polovině loňského roku. Colt získává finančně zdravou společnost s ročními výnosy, resp. provozní ziskovostí v rozmezí **900 – 1000 mil. Kč, resp. poblíž 250 mil. Kč** a se silným vlivem v armádním segmentu. swissAA operuje ve dvou švýcarských a jednom maďarském závodě a je dodavatelem např. belgických, německých či švýcarských ozbrojených složek.

Výrobu munice v současném zahraničněpolitickém dění vnímáme jako perspektivní odvětví, jež bude podporováno i ze strany EU prostřednictvím programu Act in Support of Ammunition Production v objemu 500 mil. EUR. Produkční kapacity v tomto odvětví jsou nyní nedostatečné, poptávka ze strany států NATO i Ukrajiny převyšuje nabídku. Finanční podpora EU tak bude směřovat zejména na vybudování nových kapacit a rozšíření a modernizaci těch stávajících. Naše první dojmy z této akvizice jsou pozitivní. Transakce je z našeho pohledu vhodně načasovaná, ze strany managementu Coltu vnímáme ambici postupně navyšovat produkční kapacity, široká zákaznická základna z řad ozbrojených složek vytváří potenciál pro rostoucí prodeje munice. Shrneme-li, akvizice swissAA podle nás ideálně doplňuje byznys model Coltu.

Výroba munice může být dle našeho názoru vhodně provázána i s nově vznikajícím **projektem s maďarskou vládou**, jenž byl oznámen koncem roku 2022. Ve společném podniku **Colt drží 51% podíl, zbylých 49 % vlastní maďarská státní společnost N7 Holding**. Na základě tohoto joint venture vznikne v Maďarsku výrobní závod, který bude dodávat zbraně maďarské armádě. Colt tak tímto projektem opět o něco více posiluje svoje napojení na armádní složky, dle našeho odhadu navyšuje kapacity o cca 100 tis. kusů a také rozšiřuje možnosti pro svůj tamní závod na výrobu munice. Kombinace **výrazných zakázek pro ozbrojené složky, akvizice swissAA a maďarského joint venture projektu** bude podle našeho názoru představovat hlavní prorůstový mix do výsledků hospodaření v letech 2023 a 2024.

Zejména vlivem pokračujícího slabšího vývoje na americkém civilním trhu budou výsledky za rok 2023 pod původními předpoklady managementu, které v neutrálním scénáři počítaly s růstem výnosů kolem 10 % a růstem EBITDA ve středních jednotkách procent. Aktuální listopadový výhled managementu společnosti je na úrovni tržeb, resp. EBITDA posazen do rozmezí **15200 – 15500 mil. Kč (+4,2 % až 6,2 %), resp. 3000 – 3300 mil. Kč (-10,9 % až -1,9 %)**. Naše aktuální predikce pak činí 15260 mil. Kč (+4,6 %), resp. 3104 mil. Kč (-7,8 %).

**Tabulka č.2: Geografické rozdělení tržeb
(v mil. Kč)**

rok	2020	2021	2022
USA	4410	6248	6984
<i>podíl na celku</i>	65%	59%	48%
Kanada	97	552	1774
<i>podíl na celku</i>	1%	5%	12%
ČR	327	824	1926
<i>podíl na celku</i>	5%	8%	13%
Evropa (kromě ČR)	936	1054	1584
<i>podíl na celku</i>	14%	10%	11%
Afrika	415	753	243
<i>podíl na celku</i>	6%	7%	2%
Asie	391	727	1483
<i>podíl na celku</i>	6%	7%	10%
Ostatní	244	531	595
<i>podíl na celku</i>	4%	5%	4%

zdroj: Colt CZ

Na úrovni EBITDA tedy nakonec zřejmě dojde k poklesu, nicméně stále vnímáme její hladinu jako relativně výraznou, a to v kontextu silné srovnávací základny, když provozní ziskovost za rok 2022 překonala očekávání. V roce 2024 pak predikujeme růst tržeb o dalších **6,6 % na 16272 mil. Kč, což nám indikuje provozní ziskovost ve výši 3462 mil. Kč.**

Ze střednědobého pohledu Colt CZ naznačuje **ambici dosáhnout výnosů poblíž 24 – 25 mld. Kč, resp. EBITDA kolem 5 mld. Kč.** Bez realizace další akvizice budou tyto úrovně těžko dosažitelné. Nicméně vnímáme další kapacitní možnosti tuzemského výrobního závodu v Uherském Brodě, který v posledních letech prošel modernizací, zvýšil produktivitu a tím se vytváří potenciál pro navyšování kapacit. Ambicí managementu je posunovat roční produkční kapacitu tohoto **stěžejního závodu k hranici 600 tis. kusů zbraní**, což by dle našeho odhadu znamenalo ve srovnání s aktuální úrovní růst o zhruba 25 %. V kombinaci s dalšími závody v USA, Kanadě a Maďarsku tak produkční, resp. prodejní kapacitu v letech 2025 a 2026 odhadujeme do rozmezí 750 – 780 tis. kusů. Takovéto objemy pak podle našich predikcí ukazují na tržby ve výši **18 – 19 mld. Kč a EBITDA v rozmezí 3,8 – 4 mld. Kč.**

Management Coltu dlouhodobě dává najevo průběžný akviziční monitoring. To se v posledních týdnech beze zbytku naplňuje. Nejprve Colt v listopadu přišel s návrhem fúze s americkou společností Vista Outdoor, následně v závěru prosince oznámil **akvizici českého výrobce malorážové munice Sellier & Bellot.** Fúze s Vista Outdoor podle našeho názoru nyní ustupuje do pozadí. Jednak s ohledem na zamítavý postoj managementu Vistry k této transakci a jednak právě kvůli aktuálně oznámené akvizici Sellier & Bellot. Ta se v tuto chvíli jeví mnohem reálněji než navrhovaný projekt s Vistou. Jelikož akvizice Sellier & Bellot ještě není schválena regulatorními orgány, tak ji prozatím nezahrnujeme do našich predikcí hospodaření a modelu ocenění. Na první pohled ji však vnímáme příznivě. Byla pořízena za rozumný 9x EV/EBITDA 2023, jedná se o perspektivní segment munice, je zde potenciál synergií a významně navýší tržby a EBITDA směrem k naplnění výše zmíněných střednědobých ambic. Především pak, i přes plánovanou emisi nových akcií (část kupní ceny tvoří platba v akciích), odhadujeme, že po-akviziční pro-forma zisk na akcii bude převyšovat zisk na akcii samostatného Coltu. Pokud bude akvizice Sellier & Bellot dokončena (je to očekáváno v první polovině roku 2024), pak ji zahrneme do modelu ocenění. Akvizice skýtá zajímavý potenciál do ocenění akcií Coltu. Jak návrh fúze s Vista Outdoor, tak akvizici Sellier & Bellot podrobněji rozebíráme níže v analýze.

Colt od svého vstupu na pražskou burzu v roce 2020 realizuje dividendovou politiku a snaží se v ní reflektovat příznivý vývoj ziskovosti. Zatím poslední indikací managementu je **vyplácet kolem 50 % čistého zisku.** Tento výplatní poměr považujeme, v kontextu nízkého zadlužení a dalších akvizičních ambic, za rozumně nastavený a ve své predikci dividend s ním počítáme. I přes námi očekávaný pokles čisté ziskovosti za rok 2023 z 2280 mil. Kč na úroveň poblíž 2000 mil. Kč nevidíme, vzhledem k silné likvidní pozici a příznivému cash flow, důvod pro pokles dividendy v letošním roce. Očekáváme ji minimálně meziročně stabilní **na hladině 30 Kč na akcii, což značí více než 5% dividendový výnos.** Pro roky 2025 a 2026 je pak naše predikce posazená na hladině **33 Kč, resp. 36 Kč** s tím, že výnos se dostává na zhruba 6% úroveň.

Obsah

Představení společnosti	5
Rok 2023: nadále pozitivní vývoj tržeb, EBITDA po silném roce 2022 bude zřejmě slabší	6
Akvizice výrobce munice swissAA Holding.....	7
Geopolitické napětí přetrvává, Colt bude těžit ze silného postavení v segmentu ozbrojených složek	8
Colt CZ: mix organického a akvizičního růstu v roce 2024.....	10
Střednědobé ambice, potenciál navyšování výrobních kapacit	12
Dividendová politika	13
Akvizice Sellier & Bellot	14
Návrh na fúzi s americkou společností Vista Outdoor	15
Ocenění společnosti	17
Citlivostní analýza	18
Konkurenční srovnání	19
SWOT analýza	21
Příloha č.1: grafický přehled	22
Příloha č.2: výkaz zisku a ztráty	23
Příloha č.3: rozvaha	24

Představení společnosti

Tabulka č.3: Objemy prodejí (v tis. ks)

rok	2020	2021	2022
Krátké zbraně	305,7	380,7	403,9
<i>podíl na celku</i>	<i>65%</i>	<i>61%</i>	<i>58%</i>
Dlouhé zbraně	161,8	246,8	289,5
<i>podíl na celku</i>	<i>35%</i>	<i>39%</i>	<i>42%</i>
Celkem	467,5	627,5	693,4

zdroj: Colt CZ

Colt CZ Group (dále také jen „Colt CZ“ nebo „Colt“) je předním výrobcem ručních palných zbraní, taktického vybavení a munice pro ozbrojené složky, osobní ochranu, lov či sportovní střelbu. Historie společnosti sahá až do roku 1936, kdy byla v Uherském Brodě postavena továrna na střelné zbraně. Tehdy společnost nesla název Česká zbrojovka, který přetrvával až do roku 2022, kdy pod vlivem akvizice Colt Holding Company došlo ke změně názvu na Colt CZ Group.

V rámci moderní historie společnosti byla důležitým milníkem její privatizace v roce 1992. Poté se Colt CZ nadále rozvíjel a rostl. V roce 1997 se společnost začala angažovat ve Spojených státech amerických, tedy na největším trhu s palnými zbraněmi. Za účelem prodeje a servisu zbraní zde byla založena dceřiná firma CZ-USA, prostřednictvím které pak byl v roce 2005 koupen americký výrobce revolverů Dan Wesson. V tomto období, konkrétně v roce 2004, se Colt CZ rovněž rozšířil o divizi střelných zbraní Zbrojovky Brno. V posledních letech se společnost začala zaměřovat i na rozvoj v oblasti taktických příslušenství, doplňků a vybavení a rovněž v oblasti moderních technologických postupů. V roce 2015 tak došlo k akvizici společnosti 4M Systems dodávající taktické vybavení, následně v roce 2018 byl koupen 25% podíl ve firmě Vibrom zabývající se speciálními metodami pro výrobu drobných kovových dílů a v roce 2020 byla realizována akvizice 25% podílu ve švédském výrobcí optických montážních řešení pro střelné zbraně Spuhr i Dalby AB. Podíl v této firmě byl v roce 2022 navýšen na 100 %.

Významným milníkem byl rok 2021, kdy došlo ke koupi amerického výrobce ručních palných zbraní Colt Holding Company. Mezi zatím poslední transakce patří získání výrobců munice swissAA Holding AG a Sellier & Bellot, ke kterým došlo v roce 2023. Akvizice druhé jmenované společnosti ještě musí podlehnout schválení ze strany regulačních orgánů.

Colt CZ má výrobní závody v České republice, USA, Kanadě, Švýcarsku, Maďarsku a Švédsku. Počet zaměstnanců přesahuje dva tisíce. Společnost nabízí široké spektrum zbraní. Její produkci lze rozdělit do dvou hlavních částí, a to na krátké a dlouhé zbraně. Krátké zbraně tvoří pistole, kde mezi nejvýznamnější značky patří např. CZ 75 a Colt 1911. Dlouhé zbraně obsahují různé série malorážek, kulovnic, ale také samopaly, samočinné, samonabíjecí a odstřelovací pušky či granátomety. V rámci této kategorie lze například jmenovat pušky CZ BREN 2 a Colt AR15/M4 nebo samopal CZ Scorpion EVO 3. V prodejním mixu převažují krátké zbraně. Na celkových objemech prodejí se podílejí zhruba 60 %, zbylých cca 40 % tvoří dlouhé zbraně. Roční objem prodejí se aktuálně pohybuje kolem úrovně 700 tisíc kusů zbraní.

Společnost dodává své zbraně a další produkty do celého světa. Nejvýznamnějším trhem jsou Spojené státy americké, kde Colt CZ realizuje kolem 50 % svých tržeb. Akvizicí Colt Holding Company společnost získala i kanadský trh, kde aktuálně generuje cca 14 % tržeb. Díky úzké spolupráci s českou armádou společnost vykazuje poměrně výrazné výnosy i v ČR, jejich podíl na celku se pohybuje mezi 10 – 20 %. V Evropě pak společnost vytváří zhruba 10 – 13 % svých celkových výnosů, podíl Afriky, resp. Asie se pohybuje v řádu jednotek procent, v případě realizace větších kontraktů do segmentu ozbrojených složek se pak přibližuje k hranici 10 %.

Tabulka č.4: Hospodaření za rok 2022

mil. Kč	2022	odhad trhu*	2021	y/y
Tržby	14590	14202	10689	36,5%
EBITDA	3365	3141	2169	55,2%
EBIT	2455	2062	1379	78,0%
Čistý zisk	2280	1804	1161	96,4%
Zisk na akcii (Kč)	67,0	-	34,4	94,8%

zdroj: Colt CZ; *průměr podle průzkumu Colt CZ
Pozn.: v roce 2021 mírně nižší počet emitovaných akcií; zisky jsou očištěné o mimořádné vlivy

Z hlediska typu zákazníka Colt CZ působí jak v civilním segmentu (osobní ochrana, sport a hobby, lov), tak v segmentu ozbrojených složek (armáda, policie, bezpečnostní agentury apod.). V prodejním mixu dříve dominoval civilní segment, díky akvizičnímu i organickému růstu však Colt CZ výrazně zvyšuje prodeje i ozbrojeným složkám, jejichž podíl na celkovém mixu směřuje k padesáti procentům.

Rok 2023: nadále pozitivní vývoj tržeb, EBITDA po silném roce 2022 bude zřejmě slabší

Pozitivní vývoj tržeb očekáváme i v roce 2023. Výrazné růsty dosahující i vyšších desítek procent z let 2021 a 2022, způsobené akvizicí amerického Coltu, sice nevidíme, ale i tak společnost podle našich odhadů směřuje k téměř 5% růstu tržeb.

Tabulka č.5: Výhled hospodaření

mil. Kč	2023	2024	2025	2026
Tržby	15260	16272	18010	18886
EBITDA	3104	3462	3835	3967
EBIT	2311	2710	3071	3186
Čistý zisk	1986	2154	2417	2479

zdroj: odhady Fio banky; pozn.: zisky jsou očištěné o mimořádné vlivy

Colt za rok 2023 očekává tržby, resp. EBITDA v rozmezí 15200 – 15500 mil. Kč, resp. 3000 – 3300 mil. Kč.

Nadále slabší americký civilní trh bude kompenzován veřejnými zakázkami do segmentu ozbrojených složek. Do tržeb v Severní Americe bude viditelně působit zejména kontrakt s kanadskou vládou v objemu téměř 1000 mil. Kč.

V úvodu loňského roku nejprve management stanovil výhled tržeb, resp. EBITDA do poměrně širokého rozmezí 15100 – 16900 mil. Kč, resp. 3100 – 3800 mil. Kč. Poté docházelo ke zpřesňování predikce. Po výsledcích za 2Q 2023 došlo k upřesnění do intervalu 16000 – 16400 mil. Kč, resp. 3200 – 3400 mil. Kč. V listopadu pak Colt ponížil výhled na 15200 – 15500 mil. Kč, resp. 3000 – 3300 mil. Kč. My konkrétně předpokládáme 4,6% růst výnosů na 15260 mil. Kč. Na úrovni EBITDA predikujeme 7,8% snížení na hladinu 3104 mil. Kč.

Uplynulý rok byl obecně ve znamení stále relativně slabšího amerického civilního (komerčního) trhu, výrazných dodávek do segmentu ozbrojených složek včetně pokračujících významných prodejů armádě ČR a akvizice švýcarského výrobce munice swissAA Holding.

Americký komerční trh s ručními palnými zbraněmi po předloňském 24% poklesu nadále v průběhu uplynulého roku vykazoval známky slabosti, a to zejména v některých produktových kategoriích, jako např. pušky a samopaly. Výkonnost tohoto trhu zůstávala za očekáváním samotného managementu Coltu a byl to hlavní faktor sníženého výhledu hospodaření na rok 2023. Colt na obtížnější situaci na největším trhu s ručními palnými zbraněmi na světě reaguje zefektivněním svých tamních distribučních kanálů, představením nových produktů a marketingovými aktivitami. Na fluktuaci v komerčním (civilním) segmentu je tedy Colt připraven reagovat svými interními kroky, vedle toho společnost již nějaký čas těží ze své zákaznické i geografické diverzifikace. Jinými slovy, díky svému posilujícímu vlivu v segmentu ozbrojených složek je Colt schopen kompenzovat slabší poptávku na americkém civilním trhu.

Společnost loni uzavřela několik větších kontraktů v segmentu ozbrojených složek. Tržby ze severoamerického trhu budou pozitivně ovlivněny zejména dodávkami zbraní a munice kanadské vlády. Kontrakt je v objemu 59 mil. kanadských dolarů (téměř 1000 mil. Kč), obsahuje 21 tisíc útočných pušek, 38 kulometů a zhruba 2,4 milionu kusů munice a celý je směřován na Ukrajinu. I přes nevýrazný civilní trh v USA tak Colt podle našich odhadů na severoamerickém trhu (tzn. včetně Kanady) za rok 2023 směřuje k tržbám v blízkosti 9000 mil. Kč, což by stále značilo cca 3% meziroční růst.

Celkové hospodaření za uplynulý rok by také mělo být podporováno ze strany pokračujících dodávek české armádě. Po výsledcích za 9M 2023 je patrné, že kontrakt s tuzemskou armádou o celkovém objemu 3530 mil. Kč je nadále realizován výrazným tempem a podle našeho názoru je pravděpodobné, že bude zcela naplněn již v úvodu letošního roku (byť dle smlouvy může být rozprostřen až do roku 2025). Tržby z ČR tak i za rok 2023 budou na nadstandardní úrovni. Předloňskou rekordní hladinu 1926 mil. Kč nebude lehké překonat, nicméně námi predikovaných 1833 mil. Kč je nezanedbatelným podpůrným faktorem do celkových tržeb společnosti.

Akvizice výrobce munice swissAA Holding

Colt kupuje švýcarského výrobce munice swissAA Holding, jehož roční tržby činí 900 – 1000 mil. Kč, resp. EBITDA cca 250 mil. Kč.

Colt naplňuje jednu ze svých strategických ambic, konkrétně akviziční. V polovině loňského roku oznámil koupi švýcarského výrobce munice swissAA Holding. Již dříve management uváděl odvětví munice jako jednu ze svých akvizičních priorit. Colt touto transakcí získává výrobce malorážové munice a nábojů do podvěsného granátometu pro ozbrojené složky. SwissAA je partnerem např. švýcarských, německých či belgických ozbrojených složek a operuje ve třech výrobních závodech (dva ve Švýcarsku a jeden v Maďarsku). Společnost má cca 100 zaměstnanců a dle indikací Coltu její roční tržby, resp. EBITDA dosahují úrovně kolem 35 – 40 mil., resp. 10 mil. švýcarských franků, v přepočtu zhruba 900 – 1000 mil. Kč, resp. zhruba 250 mil. Kč.

Akvizici swissAA vnímáme pozitivně. Dle našeho názoru může být realizována za nízký 4 – 5x EV/EBITDA, příznivě hodnotíme i zaměření na segment ozbrojených složek.

Colt, dle svých výkazů, za swissAA zaplatil 729 mil. Kč. Z komunikace s managementem Coltu vyplývá, že swissAA je finančně zdravou společností. Pokud budeme konzervativně předpokládat zadlužení v blízkosti 1 – 2x EBITDA, pak nám to indikuje realizaci této akvizice za velmi rozumný násobek ve výši 4 – 5x EV/EBITDA.

Shrneme-li, akvizice swissAA zatím z celkového pohledu budí pozitivní dojem. Výroba munice je zejména po vypuknutí konfliktu na Ukrajině perspektivním oborem, podle našeho názoru velmi dobře zapadne do byznys modelu celé skupiny Colt. Může tak přinést řadu synergických efektů s pozitivním dopadem do hospodaření. Již za rok 2023 očekáváme, že tato akvizice přispěje do celkových tržeb, resp. EBITDA kolem 455 mil. Kč, resp. 100 mil. Kč. Výnosy z Evropy se tak za loňský rok podle našich odhadů mohou navýšit o téměř 36 % na cca 2147 mil. Kč.

Tržby ze severoamerického trhu, Evropy a ČR by tak podle našeho názoru měly tvořit hlavní pilíře hospodaření v uplynulém roce. Přesto nakonec očekáváme smíšený vývoj, tzn. růst tržeb a pokles provozní ziskovosti. EBITDA za rok 2022 byla silná, překonala tržní odhady, EBITDA marže dosáhla výrazných 23,1 %.

Colt předloni dokázal být efektivní na nákladové straně, spotřeba materiálů i náklady na služby se vyvíjely lépe, než jsme očekávali, rovněž u výdajů na energie nedošlo k naplnění nejhorších scénářů. To vše, vedle pozitivního vývoje tržeb, vedlo v roce 2022 k nadstandardnímu provoznímu zisku. V roce 2023 nečekáme tak výrazné marže, mírně negativně se mohou např. projevit tlaky na růst osobních nákladů včetně výdajů na odstupné v souvislosti s optimalizací počtu zaměstnanců v tuzemském výrobním závodě. Do toho se projevila slabší než očekávaná poptávka na americkém civilním trhu, kvůli které nakonec management zkorigoval svůj výhled provozní ziskovosti do výše uvedeného rozmezí 3000 – 3300 mil. Kč, přičemž původně předpokládal v neutrálním scénáři růst ve středních jednotkách procent.

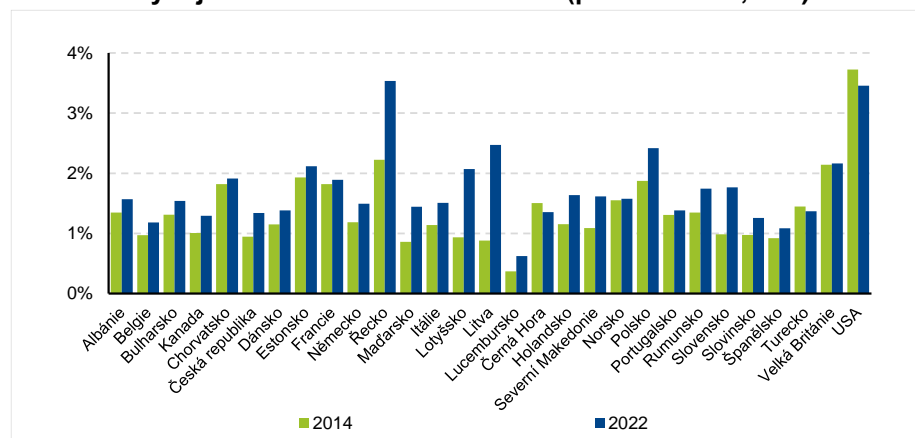
Z obdobných důvodů lze hodnotit naši predikci očištěného čistého zisku, jež je posazena na hladinu 1986 mil. Kč, což je o 12,9 % níže oproti předloňským výrazným 2280 mil. Kč. Meziročně nižší odpisy, nadále výrazné finanční výnosy díky efektivním zajišťovacím derivátovým transakcím či stabilní úrokové náklady budou více než kompenzovány zejména slabší než původně předpokládanou provozní ziskovostí. Nepříznivě by se do čistého zisku za rok 2023 měla podepsat i očekávaná normalizace efektivní daňové sazby z loňských mimořádně nízkých 13,7 % na běžných cca 20 %.

Geopolitické napětí přetrvává, Colt bude těžit ze silného postavení v segmentu ozbrojených složek

Členské státy NATO pod vlivem geopolitického napětí urychlují výdaje na obranu. Po letech neplnění závazků řada států plánuje co nejdříve naplnit cíl ve výši 2 % HDP.

Vypuknutím válečného konfliktu na Ukrajině došlo na dlouhou dobu ke změně bezpečnostní doktríny, ke změně pohledu většiny zemí západního světa na bezpečnostní politiku, na armádní výdaje. Před válkou na Ukrajině nepatřil obranný průmysl, potažmo trh se zbraněmi do úplného popředí zájmu (snad vyjma USA) značné části vyspělých evropských zemí. Země jako např. Francie, Německo, Itálie, Španělsko, Belgie, Dánsko ale i Česká republika nesplňovaly cíl NATO vydávat na obranu 2 % HDP. Zbrojní průmysl se dříve rovněž dostával vlivem různých ESG politik pod tlak ze strany mnohých investorů jako jsou fondy, pojišťovny či banky, které měly tendence brzdit investice do tohoto odvětví, resp. tlumit jeho financování.

Graf č.2: Výdaje na obranu v zemích NATO (podíl na HDP, v %)



zdroj: NATO (www.nato.int)

Válka na Ukrajině mnohé změnila. Evropa upravila směr uvažování a výrazně posiluje armádní rozpočty. Dříve silně zdrženlivé Německo chce dosáhnout na 2% hranici již v roce 2023, co nejrychleji navýšit výdaje na obranu z 1,5 %, resp. 1,1 % HDP na 2 % chce Itálie, resp. Španělsko.

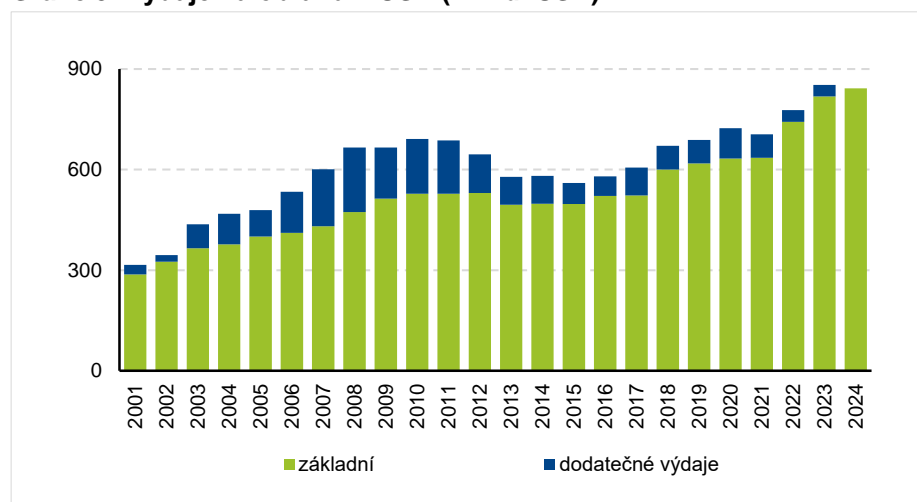
Česká vláda výdaje na obranu ve výši 2 % HDP uzákonila. Plán je dosáhnout této hranice již v roce 2024, přičemž původně se počítalo až s rokem 2025. Obranné výdaje by tak letos mohly výrazně vzrůst z cca 100 mld. Kč na zhruba 150 mld. Kč.

Polsko plánuje navýšit z aktuálních 2,4 % na 3 % a např. Velká Británie z 2,2 % na 3 % HDP. Výdaje na obranu mají vzestupnou tendenci i v České republice. Ještě v roce 2021 činily 85 mld. Kč, v roce 2022 dosáhly úrovně poblíž 90 mld. Kč a za rok 2023 byla ve vládních plánech částka kolem 100 mld. Kč. Skokový nárůst je pak naplánován na letošní rok, kdy se očekává navýšení až k hranici 150 mld. Kč, což by znamenalo naplnění cíle 2 % HDP.

Domníváme se, že trend posilování armádních rozpočtů bude v dalších letech pokračovat bez ohledu na průběh konfliktu na Ukrajině. Jinými slovy, i kdyby válka na Ukrajině brzy skončila, snaha západních zemí o modernizaci svých armád, resp. té ukrajinské bude nadále pokračovat. Napadení Ukrajiny bylo natolik silným mementem, že členské státy NATO budou daleko obezřetnější a důslednější ve své bezpečnostní politice.

USA, jež jsou dlouhodobým světovým zbrojařským lídrem, ještě více posilují svůj obranný rozpočet.

Graf č.3: Výdaje na obranu v USA (v mld. USD)



zdroj: Defense Budget Overview, United States Department of Defence

Expanze výdajů na obranu je patrná i z výše uvedeného grafu ukazující rozpočty ministerstva obrany USA za období 2001 – 2024. Spojené státy americké jako nejdůležitější globální hráč zbrojního průmyslu v posledním období v reakci na zvýšené geopolitické napětí posílily a nadále mají v plánu posilovat výdaje na obranu, resp. je držet na robustní úrovni. V období 2021 – 2024 pozorujeme průměrné roční tempo růstu výdajů (základní rozpočet, tzn. zelené sloupce v grafu) ve výši téměř 10 %. Zohledníme-li dodatečně zahrnuté výdaje (jako např. na Ukrajinu), pak průměrný roční růst rozpočtu v daném období činí 6,1 %. Nelze však vyloučit, že návrh na rok 2024 v objemu 842 mld. USD nedozná, např. právě kvůli Ukrajině, dalšího navýšení. Podíváme-li se na střednědobé prognózy amerického ministerstva obrany, resp. porovnáme-li predikci z doby před válkou na Ukrajině a po vypuknutí konfliktu, pak ta předválečná hovořila pro roky 2021 – 2027 o průměrném růstu výdajů ve výši 3 %, zatímco poté byla prognóza revidována na 6% růst.

Výše uvedené konsekvence se pak promítají i do samotného trhu s ručními palnými zbraněmi. V roce 2022 činil objem tohoto trhu (civilní i obranný segment) cca 8,9 mld. USD (kolem 200 mld. Kč), za rok 2023 se očekává nárůst o 4,5 % na 9,3 mld. USD. Pokračování pozitivního trendu je předpokládáno i ve střednědobém, resp. delším období. Různé studie globálního trhu hovoří pro následujících pět až deset let o ročních růstech ve středních jednotkách procent.

Colt CZ: mix organického a akvizičního růstu v roce 2024

Výše indikovaný globální sentiment ve zbrojním sektoru tak podle našeho názoru vytváří předpoklady k tomu, aby Colt CZ vykázal v roce 2024 rostoucí hospodaření. Odhadujeme, že tržby společnosti mají potenciál přesáhnout 16000 mil. Kč a EBITDA zisk překročit hranici 3400 mil. Kč.

Vnímáme, že Colt CZ je v současné době dobře nastavený na další růsty tržeb a ziskovosti. Kombinace rostoucího vlivu v segmentu ozbrojených složek, vznikajícího společného podniku s maďarskou vládou, potenciálu navyšování výrobních kapacit a akvizice v perspektivním sektoru munice podle našeho názoru vytváří příhodné podmínky pro pokračující pozitivní trend v hospodaření.

Prodejní mix Coltu se dostává k hranici 50 : 50, tzn. zhruba polovina prodejů by již měla směřovat do atraktivního segmentu ozbrojených složek. Colt v tomto segmentu hlásí zakázkovou naplněnost.

Ukazuje se, jak strategickou investicí byla akvizice amerického Coltu z roku 2021. Tato společnost byla již tehdy významným dodavatelem do segmentu ozbrojených složek (cca 70 % výnosů). Colt CZ díky tomu získal zákazníky z řad amerických federálních a státních bezpečnostních složek, kanadské armády a dalších mezinárodních ozbrojených složek. Před touto akvizicí byl Colt CZ společností, jejíž prodeje do segmentu ozbrojených složek se pohybovaly i kolem 20 %. Po akvizici se však postupně dostávaly do rozmezí 30 – 40 %, aktuálně pak management společnosti indikuje rozložení v prodejním mixu v blízkosti 50 : 50. Je tak patrné, že Colt, v době zvýšeného geopolitického napětí a pokračujících dodávek zbraní a munice na Ukrajinu, dokáže flexibilně reagovat a získávat zakázky z veřejného sektoru.

Významný kontrakt s kanadskou vládou pozitivně ovlivňující výsledky hospodaření v roce 2023 jsme již zmiňovali výše. Na nedávném konferenčním hovoru management vyzdvihuje smlouvu s dánskou vládou na dodávku zbraní, byly rovněž oznámeny pokračující dodávky švédské armádě. Celkově společnost indikuje zakázkovou naplněnost v segmentu ozbrojených složek, z čehož by dle našeho názoru měla těžit i v roce 2024.

Colt CZ prostřednictvím vzniku společného podniku s maďarskou vládou navyšuje produkční kapacity a nadále posiluje vliv v segmentu ozbrojených složek.

V kontextu výše uvedeného se jeví zajímavým projektem společný podnik s maďarskou vládou, resp. s tamní státní společností N7 Holding. Smlouva o společném podniku (joint venture) byla podepsána na konci roku 2022. Na jejím základě vznikla společnost Colt CZ Hungary, ve které Colt CZ vlastní 51 % a maďarská vláda 49 %. Forma této spolupráce je taková, že maďarská strana poskytne výrobní podnik a kvalifikovanou pracovní sílu, Colt CZ do společného podniku vkládá know-how, dodavatelský řetězec a přístup do své obchodní sítě. Účelem společného podniku je pak dodávat zbraně pro maďarské ozbrojené síly. Výrobní závod v Maďarsku by již měl být připraven, potenciál zahájení produkce vidíme v průběhu letošního roku.

Dle indikací managementu by produkční kapacita maďarské továrny měla odpovídat cca 20 až 25 % kapacity tuzemského výrobního závodu v Uherském Brodě. To v absolutních číslech může značit roční objem výroby poblíž 100 tis. kusů. Maďarský joint venture podle našeho názoru dobře zapadá do strategie společnosti neustále posilovat vliv v segmentu ozbrojených složek. Domníváme se, že tento projekt již může letos postupně přispívat do tržeb generovaných v Evropě. Jeho roční přínos do výnosů predikujeme na téměř 1000 mil. Kč.

EU plánuje podpořit evropský zbrojní průmysl. Byl vytvořen program s rozpočtem 500 mil. EUR na podporu výroby munice.

Evropské tržby by v roce 2024 měly být rovněž slušně podpořeny produkcí munice, tzn. akvizicí swissAA. Výroba munice je v současnosti kvůli konfliktu na Ukrajině velmi exponovaným odvětvím. Evropa pociťuje nedostatek kapacit, poptávka ze strany Ukrajiny, resp. dalších evropských států je značná a převyšuje nabídku. Evropská unie tak činí kroky, jenž mají za cíl podpořit výrobní kapacity a doplňování zásob. Konkrétně, v prvním loňském pololetí Evropská komise přijala Act in Support of Ammunition Production (ASAP), tedy program, jež je připraven zadotovat odvětví výroby munice částkou 500 mil. EUR (cca 12300 mil. Kč). Finanční podpora bude zaměřena na projekty týkající se rozšíření a modernizace stávajících výrobních kapacit, výstavby nových kapacit, přeshraniční spolupráce. ASAP se rovněž zaměří např. na podporu dostupnosti základních vstupních materiálů a komponentů pro výrobu munice a na eliminaci úzkých (slabých) míst, tak aby byla zajištěna co největší plynulost ve výrobě a dodávkách.

Na základě výše uvedeného vnímáme akvizici swissAA jako vhodně načasovanou. Z komunikace s managementem Coltu cítíme spokojenost s její realizací a pozorujeme ambice ji dále rozvíjet. Jak uvádíme výše, swissAA disponuje dvěma švýcarskými a jedním maďarským závodem. Zejména výroba munice v Maďarsku se tak může vhodně doplňovat s maďarským joint venture projektem na výrobu zbraní pro tamní armádu. V kontextu dané geopolitické situace očekáváme, že Colt bude postupně navyšovat výrobní kapacity ve svých nových závodech na produkci munice a díky své zákaznické základně v segmentu ozbrojených složek bude mít potenciál zvyšovat prodeje munice. Jestliže v roce 2023 očekáváme impuls do výnosů Coltu ze strany akvizice swissAA ve výši cca 455 mil. Kč, tak v roce 2024 bychom již předpokládali meziroční akviziční přínos kolem 500 mil. Kč. To znamená pro-forma meziroční růst tržeb z prodeje munice alespoň ve výši 5 %.

Nový joint venture podnik v Maďarsku a akvizice swissAA tak podle našeho názoru mají potenciál být výraznými tahouny výnosů na evropském trhu v roce 2024. Predikujeme zde zvýšení tržeb o cca 45 % y/y na 3119 mil. Kč. Celkově, jak naznačujeme výše, Colt letos směřuje k 6,6% růstu výnosů na 16272 mil. Kč a 11,5% růstu EBITDA zisku na 3462 mil. Kč.

Střednědobé ambice, potenciál navyšování výrobních kapacit

Střednědobá ambice dosáhnout tržeb v rozmezí 24 – 25 mld. Kč a EBITDA poblíž 5 mld. Kč. To by znamenalo nárůst z námi predikovaných 15260 mil. Kč, resp. 3104 mil. Kč za rok 2023.

Management Coltu již nějakou dobu připomíná svoji střednědobou ambici (uvádí rok 2025) dosáhnout 1 mld. EUR tržeb a 200 mil. EUR provozního zisku EBITDA. To by v přepočtu znamenalo výnosy v rozmezí 24 – 25 mld. Kč a EBITDA poblíž 5 mld. Kč. Colt CZ dnes patří mezi pět největších výrobců ručních palných zbraní na světě a má ambici se stát lídrem. Mezi největší konkurenty Coltu se řadí společnosti Six Sauer, Glock a Beretta Group.

Jak je patrné z výše uvedeného rozboru, Colt CZ se nachází na pozitivní trajektorii svého hospodaření a z průběžné komunikace s managementem vnímáme zřetelnou snahu ji nadále udržet.

Momentálně sice, bez realizace akvizice Sellieru nebo další společnosti, nevidíme navyšování tržeb, resp. EBITDA do výše uvedených úrovní jako reálné, nicméně možnosti a plány týkající se výrobních kapacit nám indikují, že výnosy, resp. provozní ziskovost by se v letech 2025 a 2026 mohly jen organicky dostávat na hladinu poblíž 18 – 19 mld. Kč, resp. do intervalu 3,8 – 4 mld. Kč.

Díky předchozím investicím má Colt možnosti postupně nadále navyšovat výrobní kapacitu ve svém tuzemském závodě v Uherském Brodě.

Vnímáme, že management společnosti chce být připraven na možnosti, které skýtá a bude skýtat nynější sentiment ve zbrojním průmyslu. Vedle již zmíněného potenciálu týkající se jak společného podniku s maďarskou vládou, tak výroby munice, sledujeme další možnosti organického růstu v tuzemském závodě v Uherském Brodě. Colt v tomto důležitém a stěžejním provozu v minulých letech poměrně významně investoval do moderních technologií, řada výrobních procesů je dnes automatizovaná, celá tamní výroba je výrazně efektivnější než v minulosti. To pak přináší prostor pro další rozšiřování kapacit. Aktuální roční výrobní kapacita uherskobrodského závodu se může pohybovat poblíž 480 tis. kusů zbraní. Colt indikuje ambici ji do roku 2025 navyšit k hranici 600 tis. kusů. V kombinaci s kapacitami v USA, Kanadě a Maďarsku tak vidíme ve střednědobém horizontu, tedy v letech 2025 a 2026, potenciál posunu produkce/prodejů zbraní alespoň k hranici 750 – 780 tis. kusů. To by znamenalo navyšování z loňských 693 tis. prodaných kusů.

Nízké zadlužení, pohybující se poblíž 1,6x EBITDA, umožňuje kontinuální monitoring akvizičních příležitostí.

Vedle toho je zřejmý další akviziční potenciál. Akviziční monitoring probíhá průběžně. Finanční stabilita a nízké zadlužení Coltu umožňuje kontinuálně sledovat různé příležitosti jak v samotné oblasti výroby ručních palných zbraní, tak v odvětví munice či např. segmentu optických řešení a taktického příslušenství. Důkazem je nedávno oznámená koupě tuzemského výrobce munice Sellier & Bellot. Tato transakce má svou velikostí potenciál posunout hospodaření Coltu směrem k výše naznačeným střednědobým ambicím. Akvizice Sellier & Bellot zatím není dokončena. Proto ji aktuálně nezahrnujeme do našich predikcí. Nicméně podle našeho názoru skýtá zajímavý potenciál do našeho modelu ocenění. Podrobněji transakci rozebíráme níže v textu.

Dividendová politika

Tabulka.č.6: Výhled dividend (Kč/akcie)

2023	2024	2025	2026
30	30	33	36

zdroj: odhady Fio banky;
pozn.: rok 2023 skutečnost

Příznivý trend v hospodaření se odráží i do dividendové politiky. Od vstupu na kapitálový trh společnost každoročně vyplácí dividendu. Na úvodních konzervativněji laděných 7,50 Kč na akcii z roku 2021, znamenající zhruba 2% dividendový výnos a 36% výplatní poměr, Colt CZ v roce 2022 navázal skokovým navýšením na 25 Kč. Management tehdy reflektoval kombinaci výrazného růstu ziskovosti a stále relativně nízkého zadlužení. Tehdejší velká akvizice amerického Coltu se totiž prakticky záhy významně promítla do ziskovosti. Tím pádem zadluženost zůstávala na relativně nízkých úrovních a vznikl prostor pro zatraktivnění dividendové politiky. V roce 2022 se tak dividendový výnos dostal k úrovni 5 %. Každopádně management předložkou 25korunovou dividendou pozitivně překvapil, výrazný nárůst výplatního poměru z 36 % na cca 72 % trh neočekával.

Loňská dividendy ve výši 30 Kč na akcii naplnila naše očekávání. Jelikož ziskovost za rok 2022 vykázala další skokový akviziční nárůst, tak, i přes pokles výplatního poměru k 45 – 50 % čistého, resp. upraveného čistého zisku, došlo k meziročnímu zvýšení dividendy.

Colt poprvé vyzkoušel výplatu dividendy ve formě akcií. Možnost výplaty v akciích z části využil zejména majoritní vlastníci, naopak naprostá většina minoritních akcionářů zvolila tradiční výplatu v hotovosti.

Z celkového pohledu byla většina dividendy vyplacena v hotovosti, konkrétně 864 mil. Kč. Zbytek byl vyplacen v akciích, a to v hodnotě 170 mil. Kč.

Tentokrát si navíc akcionáři mohli zvolit mezi hotovostní a akciovou výplatou. Colt za účelem výplaty dividendy emitoval 322 170 ks akcií v celkové hodnotě 170 mil. Kč (emisní kurz jedné akcie činil 526,5 Kč). Jinými slovy, 170 mil. Kč vyplatil ve formě akcií, hotovostní část dividendy pak činila 864 mil. Kč. Na hotovosti tak prostřednictvím této transakce společnost ušetřila výše zmíněných 170 mil. Kč. Po výplatě dividendy v akciích vzrostl podíl České zbrojovky Partners, majoritního vlastníka Coltu, o 0,2 p.b. na 76,2 %. Podíl minoritních akcionářů naopak klesl o 0,2 p.b. na 23,8 %. To značí, že naprostou většinu emitovaných akcií upsal majoritní vlastník, konkrétně 314427 ks. Zbýlých 7743 ks upsal minoritní akcionáři. Možnost výplaty dividendy v akciích tedy využil zejména majoritní akcionář, naopak téměř 98 % minoritářů zvolilo hotovost. Možnost volby výplaty dividendy vnímáme jako zajímavý krok. Podle našeho názoru to koresponduje s celkovým nastavením Coltu, jež je stále pro-akviziční. Ušetřená část hotovosti tak může být využita na potenciální růstové příležitosti.

Náš pohled na budoucí vývoj dividend je příznivý. Mix výše naznačeného vývoje hospodaření a silné likvidní pozice dané nízkou zadlužeností by měl vytvářet předpoklady k realizaci dividendové politiky generující cca 5 – 6% dividendový výnos. Ačkoliv management v minulosti dokázal překvapit ohledně velikosti dividendového výplatního poměru, tak jeho základní indikace je vyplácet kolem, resp. minimálně 50 % čistého zisku. To je podle našeho názoru, i vzhledem k dalšímu možnému akvizičnímu potenciálu, rozumně nastavený směr.

Námi předpokládaný letošní pokles očištěného čistého zisku z 2280 mil. Kč k úrovni poblíž 2000 mil. Kč nemusí nutně znamenat meziroční snížení dividendy. Vývoj cash flow by dle našich odhadů měl být i v příštím roce dostatečný k tomu, aby si Colt mohl dovolit na dividendě vyplatit kolem 1000 mil. Kč, tedy opět alespoň 30 Kč na akcii. To značí ve vztahu k aktuální ceně akcie více než 5% dividendový výnos. V letech 2025 a 2026 vidíme, vzhledem k námi predikované očištěné čistě ziskovosti v rozmezí 2150 – 2400 mil. Kč, posun dividendy k 33 Kč, resp. 36 Kč na akcii. Dividendový výnos se pak dostává k hladině 6 %.

Akvizice Sellier & Bellot

Colt oznámil akvizici 100% podílu v tuzemském výrobci malorážové munice Sellier & Bellot. Dokončení transakce je očekáváno v první polovině roku 2024.

Jedná se o významnou transakci, jejíž celkovou hodnotu odhadujeme kolem 18,5 mld. Kč, což indikuje rozumný cca 9x očekávané EV/EBITDA za rok 2023.

Platba proběhně jak v hotovosti (cca 7,8 mld. Kč), tak v akciích. Bude emitováno cca 13,4 mil. ks akcií Coltu, které získá prodávající společnost CBC Europe. Tím se stane s 27 – 28% podílem druhým nejvýznamnějším akcionářem Coltu.

Po-akviziční pro-forma zisk na akcii podle našich odhadů převyšuje, i přes zvýšený počet emitovaných akcií, zisk na akcii samotného Coltu.

Colt nedávno oznámil akvizici 100% podílu v tuzemském výrobci malorážové munice Sellier & Bellot. Dohoda o akvizici byla uzavřena 18. prosince, prodávajícím je společnost CBC Europe. Transakce ještě není dokončená, podléhá schválení regulačními orgány. Schválení a dokončení akvizice je managementem Coltu očekáváno v průběhu první poloviny roku 2024. Proto v tuto chvíli ještě nebudeme přímo zahrnovat hospodaření akvírované společnosti do našeho modelu ocenění. V první fázi nabízíme náš úvodní pohled na tuto záležitost.

Colt kupuje společnost, jejíž tržby, resp. EBITDA za rok 2022 dosáhly 6119 mil. Kč, resp. 1609 mil. Kč. Za loňský rok Sellier & Bellot očekává nárůst tržeb o téměř 9 % na 6666 mil. Kč a zvýšení EBITDA o cca 30 % na 2098 mil. Kč.

Colt za akvizici zaplatí z části v hotovosti a z části v akciích. Hotovostní část ceny činí 350 mil. USD (cca 7,8 mld. Kč). Platba v akciích bude znamenat emisi nových akcií Coltu, které získá CBC Europe s tím, že po dokončení transakce bude mít v Coltu dle sjednaných podmínek 27 – 28% podíl. Aby CBC Europe dosáhl tohoto podílu, musí být dle našich propočtů emitováno cca 13,4 mil. ks akcií. Celkový počet emitovaných akcií Coltu by pak vzrostl ze současných 35,2 mil. ks na zhruba 48,6 mil. ks. Hodnota platby v akciích dle současných úrovní tržní ceny akcie Coltu přesahuje 7,5 mld. Kč.

Po započtení čistého dluhu Sellier & Bellot ve výši kolem 3 mld. Kč (na konferenčním hovoru s managementem Coltu zaznělo, že čistý dluh je na úrovni 1,5x EBITDA) nám vychází celková hodnota transakce v blízkosti 18,5 mld. Kč. To by značilo, že Colt kupuje Sellier & Bellot za cca 9x očekávané EV/EBITDA za rok 2023. V kontextu aktuálních ocenění veřejně obchodovaných zbrojních společností pohybujících se v průměru na úrovni 10 – 11x EV/EBITDA vnímáme hodnotu transakce jako rozumnou.

Colt touto významnou transakcí (jež svou velikostí ještě převyšuje předloňskou akvizici amerického Coltu) v podstatě naplňuje své střednědobé ambice. Po akvizici se totiž pro-forma roční tržby, resp. EBITDA Coltu dostávají k úrovním poblíž 22 mld. Kč, resp. 5 mld. Kč. Pro srovnání, za rok 2023 management Coltu očekává tržby, resp. EBITDA v rozmezí 15,2 – 15,5 mld. Kč, resp. 3 – 3,3 mld. Kč.

Jelikož dojde k navýšení počtu emitovaných akcií Coltu na cca 48,6 mil. ks, je důležité se na danou akvizici podívat i z pohledu zisku na akcii (EPS). A zde nám modelové výpočty vychází příznivě.

Při hypotetické úvaze, při které bychom do výsledků roku 2023 plně zahrnuli očekávané hospodaření Sellier & Bellot v roce 2023 (očekávaná EBITDA 2098 mil. Kč), naše výpočty indikují pro-forma roční zisk na akcii ve výši cca 62 Kč, tedy více oproti naší projekci samostatného Coltu (očekávaný zisk na akcii 56,5 Kč) a to i při zahrnutí transakčních nákladů a vyšších úroků plynoucích z vyššího zadlužení.

Výše naznačený vývoj zisku na akcii tak vyznívá pozitivně. Jinými slovy, modelace nám říká, že naředění podílů stávajících akcionářů Coltu je více než kompenzováno ziskovostí, kterou do celkového hospodaření přináší Sellier & Bellot.

Na první pohled tak na nás dělá oznamovaná akvizice příznivý dojem. Colt za rozumný násobek kupuje zavedeného tuzemského výrobce malorážové munice, který dodává jak do segmentu ozbrojených složek (33% podíl na tržbách), tak do civilního segmentu (67% podíl). Sellier & Bellot devadesát procent své produkce vyváží, mezi hlavní exportní trhy patří např. USA, Německo, Belgie, Polsko. Důležitým trhem je i ČR, kde česká armáda a policie patří mezi tradiční zákazníky.

Po-akviziční zadlužení Coltu dle odhadu managementu stoupne na 2,7x pro-forma EBITDA. To je z našeho pohledu přijatelná úroveň a je bezpečně pod kovenantem ve výši 3,5x.

Colt touto transakcí, po letošní menší akvizici švýcarského výrobce munice swissAA, razantně vstupuje do segmentu munice, který nadále, v kontextu geopolitické situace, považujeme za perspektivní obor. Colt tímto výrazně doplňuje svojí vertikální strukturu s potenciálem synergických efektů v oblasti distribuční sítě, produktové nabídky, nákladů či výzkumu a vývoje. Do příznivého hodnocení akvizice zapadá rovněž managementem odhadovaný nárůst po-akvizičního zadlužení z úrovně 1,6x (vykázané na konci 3Q 2023, jedná se o čistý dluh vůči očištěné EBITDA) na 2,7x pro-forma EBITDA. To je v souladu s naším očekáváním a bezpečně pod kovenantem stanoveným na hranici 3,5x.

Jak uvádíme výše, vzhledem k tomu, že akvizice Sellier & Bellot ještě není dokončena a schválena, tak ji zatím nezapočítáváme do našich predikcí hospodaření Coltu. Jakmile dojde k dokončení transakce, zakomponujeme ji do našeho modelu ocenění.

Návrh na fúzi s americkou společností Vista Outdoor

Americká společnost Vista Outdoor je v hledáčku tuzemských zbrojních společností CSG a Colt.

Akviziční, rostoucí ambice Colt nedávno rovněž vyjádřil návrhem na fúzi s americkou společností Vista Outdoor. Kolem tohoto výrobce munice a outdoorového zboží se celkově v průběhu loňského podzimu odehrával zajímavý sled událostí. Nejprve v polovině října oznámil tuzemský průmyslový holding Czechoslovak Group (CSG) dohodu s Vista Outdoor ohledně koupi její muniční divize Sporting Products. Transakce podléhá schválení jak regulačními orgány, tak akcionáři na valné hromadě. Její dokončení je managementem Visty očekáváno v průběhu roku 2024. Této dohodě předcházela plán managementu Visty rozdělit společnost na dvě části – muniční divizi (Sporting Products) a divizi outdoorového zboží (Outdoor Products). Záměr týkající se rozdělení byl zveřejněn již v roce 2022.

Následně na konci října začíná být aktivní kolem společnosti Vista Outdoor také Colt. Nejprve nákupem 2,4% akciového podílu (1,37 mil. ks akcií) za zhruba 34 mil. USD (cca 760 mil. Kč) a poté v polovině listopadu oznámeným návrhem na fúzi s Vista Outdoor.

Management Coltu v rámci této transakce navrhuje emisi nových akcií Coltu v objemu 600 mil. USD (cca 13440 mil. Kč), emisi nového dluhu ve výši 300 mil. USD (6720 mil. Kč) a následný zpětný odkup akcií v nově vzniklé společnosti v objemu 900 mil. USD (20160 mil. Kč). Emise nových akcií spolu s navrhovaným navýšením dluhu by dle informací Coltu sloužila jako zdroj financování zpětného odkupu.

Zároveň emisi nových akcií čteme jako snahu managementu Coltu navýšit tržní kapitalizaci Coltu. Ta je v současnosti o polovinu nižší než tržní kapitalizace Visty.

Díky emisi (odhadujeme, že by bylo upsáno zhruba 25 mil. ks nových akcií Coltu) by se dostala tržní kapitalizace Coltu k úrovním přesahujícím 1500 mil. USD a výrazně by se přiblížila kapitalizaci Visty činící aktuálně 1665 mil. USD. Tím by se otevřel prostor pro fúzi, následný zpětný odkup akcií a vznik nové společnosti („Nová Vista“) s tržní kapitalizací poblíž 2,3 mld. USD.

Management Visty preferuje transakci s CSG (tedy prodej své muniční divize) před návrhem Coltu na fúzi.

Pravděpodobnost fúze Coltu s Vista Outdoor klesla. Management Visty návrh Coltu koncem listopadu zamítl a nadále podporuje dohodu se společností CSG. Finální slovo však budou mít akcionáři Visty na valné hromadě. Pravděpodobnost uskutečnění fúze se podle našeho názoru výrazně snížila i z důvodu oznámené akvizice Sellier & Bellot.

Nicméně podíváme-li se na parametry „Nové Visty“, jejíž pro-forma roční tržby, resp. EBITDA za rok 2023 odhadujeme poblíž 77 mld. Kč, resp. 13 mld. Kč, tak i přes výrazný nárůst počtu emitovaných akcií (současný objem akcií Coltu činí 35,2 mil. ks, zatímco počet akcií „Nové Visty“ odhadujeme v blízkosti 89 mil. ks) zisk na akcii sloučené společnosti podle našich predikcí převyšuje zisk na akcii samostatného Coltu. Ekonomické aspekty navrhovaného projektu tak na první pohled podle našeho názoru vyznívají příznivě. Kvůli výše zmíněným okolnostem se však nyní dostává celá záležitost do pozadí.

Ocenění společnosti

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti Colt CZ Group byl použit model DCF (diskontované cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, náklady, zisk, odpisy, investice atd.). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření firmy. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontním faktorem v našem modelu jsou průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) počítané jako součet nákladů na vlastní a cizí kapitál při zohlednění předpokládaných tržních vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech.

Využíváním derivátových produktů v podobě úrokových swapů se Colt zajišťuje proti úrokovému riziku a tím dokázal efektivně čelit výrazně rostoucím tuzemským úrokovým sazbám. I přes výrazný růst nominálních úrokových sazeb z emitovaných korunových dluhopisů až k hranici 9 % společnost díky zajišťovacím instrumentům realizuje výrazně nižší efektivní úrokovou sazbu. V našem modelu kalkulujeme s náklady na cizí kapitál v rozmezí 3,5 – 4,5 %.

Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého dluhopisu ČR) a rizikové prémie. Základem pro určení rizikové prémie je součet rizikové prémie USA a rizikové přírážky ČR (zdroj: Damodaran). Riziková prémie je upravena koeficientem beta, jenž je měřítkem volatility a systematického rizika. Do modelu jsme použili průměrnou betu sektoru.

Tabulka č.7: Model diskontovaného cash flow			
mil. Kč	2024	2025	2026
EBIT	2 710	3 071	3 186
efektivní daňová sazba (%)	22	22	22
NOPAT	2 114	2 395	2 485
odpisy	752	764	781
změna ČPK	506	944	513
CAPEX	814	901	944
FCFF	1 546	1 314	1 810
FCFF(t+1)	1 846		
terminální hodnota (k datu 1.1.2027)	31 827		
enterprise value	29 298		
čistý dluh	4 742		
equity value	24 556		
počet akcií (mil. ks)	35,2		
cílová cena (Kč)	698		

zdroj: odhady a výpočty Fio banka

Tabulka č.8: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC			
	2024	2025	2026
bezriziková výnosová míra (%)	4,00	3,50	3,50
riziková prémie (%)	5,51	5,51	5,51
beta	0,93	0,93	0,93
náklady vlastního kapitálu (%)	9,12	8,62	8,62
náklady cizího kapitálu (%)	4,50	4,00	3,50
efektivní daňová sazba (%)	22,0	22,0	22,0
Náklady CK po zdanění (%)	3,51	3,12	2,73
váha vlastního kapitálu	0,84	0,85	0,86
váha cizího kapitálu	0,16	0,15	0,14
WACC (%)	8,22	7,82	7,80

zdroj: odhady a výpočty Fio banka, Bloomberg

Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení WACC a tzv. pokračující míry růstu ve druhé fázi našeho modelu ocenění.

Tabulka č.9: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů					
pokračující růst	WACC				
	7,40%	7,60%	7,80%	8,00%	8,20%
1,6%	696	672	651	630	611
1,8%	722	697	674	652	631
2,0%	751	724	698	675	653
2,2%	781	752	725	700	676
2,4%	814	783	754	726	701

zdroj: odhady Fio banky

Konkurenční srovnání

Níže uvedené tabulky znázorňují srovnání Coltu s veřejně obchodovanými zbrojařskými společnostmi. Srovnání Coltu s konkurencí vychází v mnoha aspektech příznivě. Pozorujeme např. vyšší profitabilitu ve srovnání s průměrem, resp. mediánem trhu, když EBITDA marže Coltu v roce 2022 dosahovala 23 %, zatímco průměr trhu se pohyboval na úrovni 16 %. To je podle našeho názoru dané zejména příznivou produktovou, zákaznickou a geografickou diverzifikací, resp. vhodným prodejním mixem. Produkce jak krátkých, tak dlouhých zbraní, posilující vliv v segmentu ozbrojených složek a s tím související rostoucí prodeje zbraní s vyšší přidanou hodnotou a marží, vhodné vertikální doplnění skupiny o taktické příslušenství, optické řešení či moderní technologie, to vše se pozitivně promítá do EBITDA marže.

Poměrně výrazný rozdíl je patrný v dividendovém výnosu, který u Coltu převyšuje 5 %, zatímco trh se pohybuje kolem 2 %. V tomto ukazateli se zřetelně projevuje snaha managementu Coltu reflektovat příznivý vývoj hospodaření a silnou likvidní pozici do dividendové politiky.

Akcíe Coltu se podle našich odhadů aktuálně obchodují v intervalu 7,3 – 8,2x EV/EBITDA, resp. 9,5 – 10,3x P/E. To jsou násobky pohybující se pod průměrem, resp. mediánem trhu, jenž se nachází v rozmezí cca 10 – 12x EV/EBITDA, resp. 15,8 – 18,5x P/E. Naznačuje to atraktivitu akcií Coltu. Výše zmíněné tržní násobky reflektují širší zbrojní trh, tedy i velké nadnárodní korporace produkující obranné systémy, vojenské letouny, těžkou armádní techniku apod. Tyto globální společnosti, mezi investory často široce vyhledávané, mnohdy bývají výše naceněné než-li menší firmy. Relativní srovnání s akciemi Coltu, tak může být v tomto ohledu lehce zavádějící. Čistě pro ilustraci, násobky poblíž 10 – 12x EV/EBITDA ohodnocují akcie Coltu kolem 880 Kč.

Ocenění akcií Coltu nicméně vychází vcelku příznivě i v komparaci s nejbližšími konkurenty, to znamená s americkými společnostmi Sturm Ruger a Smith & Wesson. Vezmeme-li v potaz průměrnou EV/EBITDA 2023 těchto dvou společností ve výši 8,5x, pak to indikuje hodnotu akcie Coltu na úrovni 613 Kč. Markantní rozdíl je patrný na ukazateli P/E, kdy tyto dvě americké firmy se v průměru obchodují za 17,7x P/E 2023, resp. 13,1x P/E 2024. To oceňuje akcie Coltu v blízkosti 800 Kč v případě aplikace násobku ve výši 13,1. Pokud konzervativně do tohoto průměru zahrneme také společnost Vista Outdoor, která se svým charakterem více blíží Coltu než-li globálním zbrojařům s těžkou vojenskou technikou, pak výsledný 10,9x P/E 2024 naznačuje hodnotu akcií Coltu ve výši 668 Kč.

I relativní srovnání s konkurencí nám tak indikuje, že akcie Coltu jsou na současných úrovních podhodnocené a nabízí zajímavý investiční potenciál.

Tabulka č.10: Konkurenční srovnání

	EV/EBITDA		P/E		EBITDA marže	Dividendový výnos
	e2023	e2024	e2023	e2024	2022	e2024
Sturm Ruger & Co Inc	7,9	6,5	15,6	12,6	22%	1,6%
Smith & Wesson Brands Inc*	9,0	6,5	19,8	13,7	19%	3,6%
Vista Outdoor Inc**	5,9	5,2	7,3	6,3	21%	-
Lockheed Martin Corp	12,8	12,9	16,7	17,0	18%	2,8%
BAE Systems PLC	11,9	10,9	18,8	17,4	14%	2,4%
Huntington Ingalls Industries	12,1	11,4	17,6	15,5	8%	2,1%
Saab AB	13,4	11,6	27,5	22,7	13%	0,8%
Textron Inc	10,3	9,7	14,2	13,2	10%	0,1%
Thales SA	10,3	9,0	17,6	16,0	14%	2,2%
General Dynamics Corp	15,0	13,0	20,2	16,8	14%	2,1%
Safran SA	16,0	13,4	30,8	24,4	19%	0,8%
L3Harris Technologies Inc	15,1	13,4	16,5	15,5	21%	2,2%
Průměr	11,6	10,3	18,5	15,9	16%	1,9%
Medián	12,0	11,2	17,6	15,8	16%	2,1%
Colt CZ	8,2	7,3	10,3	9,5	23%	5,1%

zdroj: Bloomberg, odhady Fio banky

pozn.: *finanční rok končí 30.4. následujícího roku

pozn.: **dojde k rozdělení společnosti, byla prodána muniční divize; finanční rok končí 31.3. následujícího roku

pozn.: konkurenční srovnání provedeno k datu 11. 1. 2024

Tabulka č.11: Konkurenční srovnání

	Tržby		EBITDA		Zisk na akcii		Čistý dluh/EBITDA
	e2023	e2024	e2023	e2024	e2023	e2024	
Sturm Ruger & Co Inc	-8,2%	3,5%	-36,2%	21,8%	-43,5%	23,8%	-0,9
Smith & Wesson Brands Inc	8,0%	4,2%	-17,1%	37,8%	-27,9%	44,4%	0,7
Vista Outdoor Inc	-10,3%	3,7%	-30,2%	13,8%	-40,0%	15,6%	1,6
Lockheed Martin Corp	1,0%	3,1%	-16,3%	-0,6%	1,8%	-1,5%	1,2
BAE Systems PLC	15,5%	7,9%	10,5%	8,8%	27,6%	8,0%	1,3
Huntington Ingalls Industries	3,6%	3,5%	22,7%	6,7%	-7,6%	13,6%	3,0
Saab AB	21,2%	12,3%	20,1%	15,8%	47,5%	21,3%	-0,2
Textron Inc	6,8%	7,0%	21,4%	6,8%	37,2%	7,7%	1,2
Thales SA	3,3%	9,3%	14,1%	13,7%	36,6%	9,7%	0,1
General Dynamics Corp	7,9%	8,0%	-3,0%	15,3%	1,9%	20,6%	1,8
Safran SA	19,3%	14,5%	19,9%	19,4%	-	26,0%	0,0
L3Harris Technologies Inc	13,2%	10,3%	-3,3%	12,9%	7,8%	6,7%	3,8
Průměr	6,8%	7,3%	0,2%	14,4%	3,8%	16,3%	1,1
Medián	7,4%	7,4%	3,7%	13,8%	1,9%	14,6%	1,2
Colt CZ	4,6%	6,6%	-7,8%	11,5%	-15,7%	8,5%	1,6

zdroj: Bloomberg, odhady Fio banky

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Etablovaný výrobce zbraní s dlouholetou tradicí.
- Řadí se mezi pět největších výrobců ručních palných zbraní na světě a je lídrem na českém trhu.
- Geografická diverzifikace, dodává zbraně do celého světa.
- Úspěšné působení na trhu v USA, největším trhu se zbraněmi.
- Silné postavení jak v civilním segmentu, tak segmentu ozbrojených a bezpečnostních složek.
- Dlouholeté vazby na českou armádu.
- Silný finanční profil, nízké zadlužení.

• Slabé stránky

- Závislost na kontraktech s českou armádou může způsobovat výkyvy v hospodaření na českém trhu.
- Riziko neuspokojení silné poptávky z důvodu nedostatečných výrobních kapacit. Toto riziko se díky realizovaným akvizicím snižuje.
- Citlivost čisté ziskovosti na pohyby měnových kurzů.

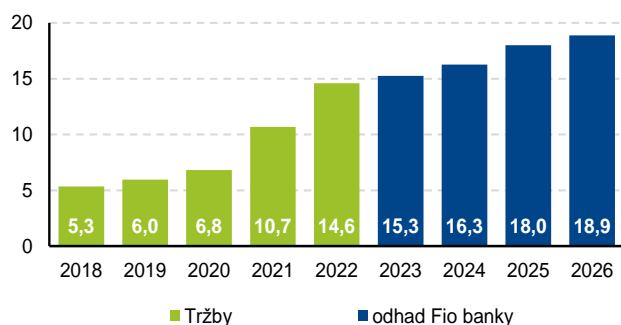
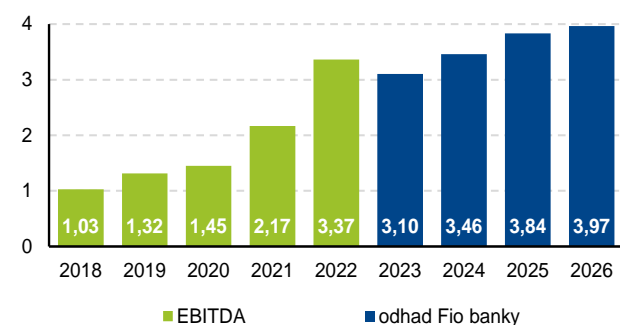
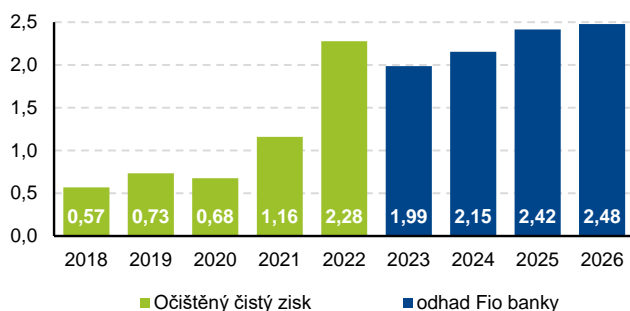
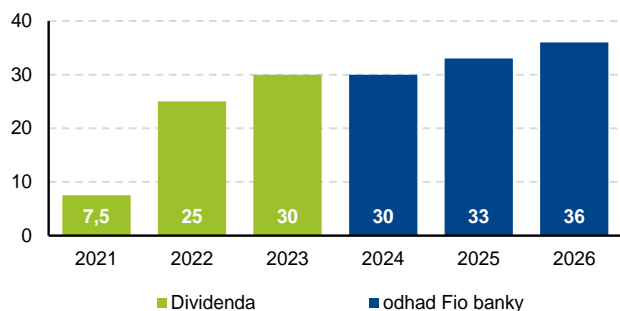
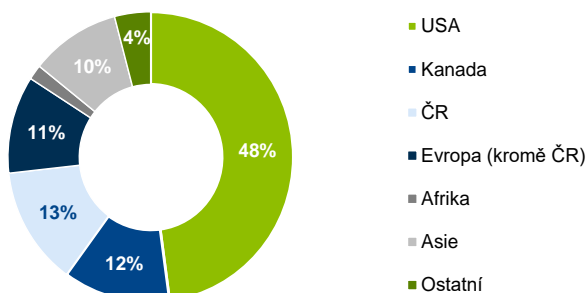
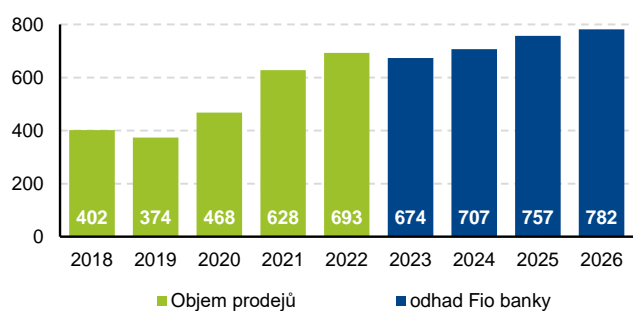
• Příležitosti

- Rozvoj výroby munice prostřednictvím akvizice swissAA Holding a především pak prostřednictvím aktuálně oznámené akvizice Sellier & Bellot.
- Vytvoření společného podniku (joint venture) s maďarskou vládou za účelem dodávek zbraní maďarské armádě.
- Posilování vlivu v atraktivním segmentu ozbrojených složek prostřednictvím své severoamerické divize Colt, švýcarského swissAA Holding, Sellier & Bellot či maďarského joint venture.
- Navyšování armádních rozpočtů evropských zemí z důvodu plnění závazku vůči NATO vydávat na armádní účely 2 % HDP.
- Další akviziční příležitosti, např. v segmentu středorážové či velkorážové munice nebo v odvětví optiky a taktického příslušenství.

• Hrozby

- Restrikce v oblasti právního a regulatorního rámce omezující nákup a držbu zbraní.
- Stav veřejných financí a s tím spojené riziko neplnění armádních závazků vůči NATO.
- Neúspěch v tendrech na dodávky zbraní do ozbrojených a bezpečnostních složek.

Výše uvedená rizika mohou negativně ovlivnit hospodaření společnosti a tím i vývoj ceny akcie. V případě výskytu těchto rizik, nemusí být dosaženo námi stanovené cílové ceny.

Příloha č.1: grafický přehled
Tržby (v mld. Kč)

EBITDA (v mld. Kč)

Očištěný čistý zisk (v mld. Kč)

Dividenda (Kč na akcii)

Geografické rozdělení tržeb (2022)

Objem prodejů (v tis. ks)


zdroj: Colt CZ

Příloha č.2: výkaz zisku a ztráty

mil. Kč	2020	2021	2022	e2023	e2024	e2025	e2026
Výnosy z prodeje vlastních výrobků, zboží a služeb	6 829	10 689	14 590	15 260	16 272	18 010	18 886
Ostatní provozní výnosy	41	61	133	99	102	103	102
Změna stavu zásob	-380	167	615	282	190	180	181
Aktivace	124	140	152	155	151	135	135
Spotřeba surovin a materiálu	-2 736	-5 113	-7 420	-7 645	-8 055	-9 095	-9 594
Služby	-1 095	-1 621	-1 769	-1 820	-1 935	-2 135	-2 314
Osobní náklady	-1 260	-2 088	-2 681	-2 899	-2 983	-3 056	-3 116
Odpisy a amortizace	-393	-790	-910	-793	-752	-764	-781
Ostatní provozní náklady	-72	-67	-254	-328	-281	-307	-313
EBIT	1 056	1 379	2 455	2 311	2 710	3 071	3 186
EBITDA	1 471	2 169	3 365	3 104	3 462	3 835	3 967
EBITDA marže	21,5%	20,3%	23,1%	20,3%	21,3%	21,3%	21,0%
Výnosové úroky	17	50	441	482	473	464	455
Nákladové úroky	-77	-205	-612	-652	-635	-600	-577
Ostatní finanční výnosy	435	217	410	466	390	340	330
Ostatní finanční náklady	-601	-46	-105	-129	-180	-180	-220
Podíl na zisku společností pod podstatným vlivem	21	27	53	4	4	4	4
Zisk před zdaněním	851	1 422	2 642	2 482	2 762	3 099	3 178
Daň z příjmu	-174	-261	-361	-496	-608	-682	-699
Efektivní daňová sazba	20,5%	18,4%	13,7%	20,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Čistý zisk	677	1 161	2 280	1 986	2 154	2 417	2 479
Zisk na akcii (Kč)	21	35	67	57	61	69	71

zdroj: Colt CZ, odhady Fio banky

Příloha č.3: rozvaha

mil. Kč	2020	2021	2022	e2023	e2024	e2025	e2026
Pozemky, budovy a zařízení	2 051	2 810	3 066	4 055	4 052	4 054	4 058
Nehmotná aktiva	770	3 506	3 462	3 348	3 356	3 343	3 352
Dlouhodobé pohledávky	303	241	1 224	1 376	1 441	1 224	1 383
Cenné papíry a podíly v ekvivalenci	111	109	39	41	53	48	47
Goodwill	281	2 390	2 457	2 457	2 441	2 446	2 351
Dlouhodobá aktiva celkem	3 519	9 057	10 248	11 277	11 343	11 115	11 191
Zásoby	1 623	2 862	3 798	3 643	4 142	5 074	5 580
Pohledávky z obchodních vztahů	586	1 013	1 346	1 290	1 467	1 797	1 976
Daňové pohledávky	46	6	-	74	68	61	65
Ostatní pohledávky	127	346	1 069	1 983	1 907	1 899	1 918
Finanční deriváty	530	156	217	487	495	465	457
Peníze a peněžní ekvivalenty	2 359	3 574	2 827	4 296	4 631	4 670	5 093
Krátkodobá aktiva celkem	5 270	7 956	9 256	11 772	12 709	13 966	15 088
Aktiva celkem	8 789	17 013	19 504	23 049	24 052	25 081	26 280

mil. Kč	2020	2021	2022	e2023	e2024	e2025	e2026
Základní kapitál	3	3	3	3	4	4	4
Kapitálové fondy	1 658	1 642	1 642	1 642	1 642	1 642	1 642
Emisní ážio	723	1 139	1 366	1 750	1 954	1 954	1 954
Fondy ze zajištění peněžních toků	161	120	1 068	1 066	1 066	1 063	1 063
Fond z přepočtu cizích měn	-48	-201	-326	-331	-329	-324	-329
Kumulované zisky	2 010	2 539	3 928	5 175	5 903	6 915	8 051
Vlastní kapitál celkem	4 523	5 242	7 681	9 305	10 240	11 254	12 385
Dluhopisy, bankovní úvěry a půjčky	2 252	4 973	6 973	8 927	8 927	8 927	8 927
Finanční deriváty	0	271	29	21	25	24	20
Závazky z leasingu	76	33	47	42	43	45	43
Odložený daňový závazek	325	790	731	789	792	724	673
Rezervy	7	64	24	35	32	30	32
Ostatní dlouhodobé závazky	0	763	535	602	597	452	467
Dlouhodobé závazky celkem	2 661	6 892	8 338	10 416	10 416	10 202	10 162
Závazky z obchodních vztahů	418	1 116	1 155	1 242	1 412	1 730	1 903
Dluhopisy, bankovní úvěry a půjčky	20	2 318	209	46	45	44	45
Závazky z leasingu	11	21	24	23	25	21	25
Rezervy	81	51	51	48	49	53	49
Daňové závazky	44	76	269	296	272	259	272
Ostatní závazky	707	1 278	1 738	1 651	1 563	1 483	1 406
Finanční deriváty	324	20	39	22	30	35	33
Krátkodobé závazky celkem	1 604	4 879	3 484	3 328	3 396	3 625	3 733
Závazky celkem	4 265	11 771	11 822	13 744	13 812	13 827	13 895
Pasiva celkem	8 789	17 013	19 504	23 049	24 052	25 081	26 280

zdroj: Colt CZ, odhady Fio banky

Jan Raška
Fio banka, a.s.
Analytik
jan.raska@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přijme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

Koupit – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

Akumulovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5% až -5%

Redukovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %.

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílů jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz