



AKCIOVÝ SPECIÁL



Autor: Petr Bártek, +420 956 765 227

Překlad: David Vantruba

CZG: Kupovat (české shrnutí reportu Erste Group ze dne 13.05.2021)

CZK mn	2020	2021e	2022e	2023e
Net sales	6,819.7	9,681.7	12,170.9	12,828.0
EBITDA	1,470.7	2,079.7	2,468.5	2,686.7
EBIT	1,056.3	1,524.3	1,758.0	1,943.5
Net result after min.	672.9	1,162.3	1,320.1	1,443.9
EPS (CZK)	20.62	35.02	39.13	42.80
CEPS (CZK)	36.15	51.80	60.28	64.94
BVPS (CZK)	138.18	160.88	188.46	218.15
Div./share (CZK)	7.50	11.55	13.11	14.34
EV/EBITDA (x)	6.5	8.2	6.6	5.8
P/E (x)	14.3	10.7	9.5	8.7
P/CE (x)	8.1	7.2	6.2	5.7
Dividend Yield	2.6%	3.1%	3.5%	3.8%



Performance	12M	6M	3M	1M
in CZK	5.7%	31.3%	3.6%	0.0%
Reuters	CZG.PR	Free float		9.2%
Bloomberg	CZG CP	Shareholders	ovka Partners SE (90.8%)	
Div. Ex-date				
Target price	446.0	Homepage:		www.czg.cz

Share price (CZK) close as of 11/05/2021	373.0
Number of shares (mn)	32.6
Market capitalization (CZK mn / EUR mn)	12,174 / 476
Enterprise value (CZK mn / EUR mn)	17,047 / 667

Zdroj : Erste Group Research

Převzetí Coltu je pro Českou zbrojovku výborné doplnění

Erste Group zahájila 13. května pokrytí akcií předního evropského výrobce malých střelných zbraní CZG s doporučením kupovat s cílovou cenou 446 Kč za akcii, určenou na základě DCF modelu. Společnost CZG působí ve všech zákaznických segmentech, tedy civilní trh i vojenské a policejní sbory. CZG má téměř kompletní portfolio ručních střelných zbraní, exportuje své výrobky do více než 90 zemí světa, přičemž klíčovým trhem je USA. Ten měl loni 66% podíl na tržbách.

CZG historicky dosahovala vynikajícího růstu na civilním trhu v USA a později i na evropském trhu. Tržby CZG poslední tři roky rostly 14,4% tempem CAGR a EBITDA rostla tempem 17,3% CAGR. Akvizice Coltu, která čeká na schválení US a kanadskými úřady (a má být dokončena do června 2021), je pro CZG transformativní. Colt by jí měl podle výhledu na rok 2021 přidat asi 74% tržeb a 58% EBITDA zisku (pro-forma plná konsolidace). Akvizice vyřeší otázku výrobních kapacit, doplní portfolio o pušky typu AR-15 a ikonické revolvery. Dominantní 65-85% podíl na tržbách měl v období 2018-20 civilní segment. Erste očekává v důsledku akvizice Coltu nárůst podílu vojenského a policejního segmentu na 40-50%. Uvolnění kapacity v ČR umožní expanzi na evropský vojenský trh. Ocenění této akvizice na úrovni 5,5-6,0x očekávaného EV/EBITDA v roce 2021 je příznivé.

Potenciál pro trh malých střelných zbraní vidí Erste hlavně v případě vojenského segmentu v EU z důvodu navyšování rozpočtů členských států NATO na obranu směrem k závazku NATO ve výši 2,0% HDP. Nyní tento podíl v Evropě dělá asi 1,4% HDP, když byly obranné rozpočty dlouhodobě podinvestované. Aby byla dosažena tato hodnota, potřebují obranné rozpočty v Evropě růst podle odhadů Erste v příštích pěti letech v průměru o 7,2% CAGR a v dalších pěti letech o 6,0% CAGR. U CZG Erste očekává díky

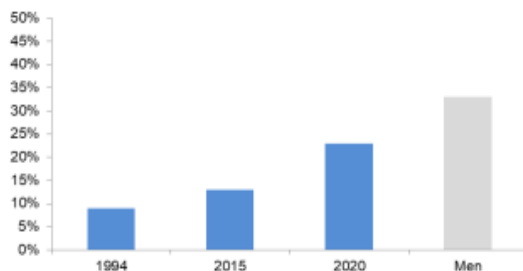
1 Tento text je českým shrnutím akciového reportu vydaného v anglickém jazyce dne 13.05.2021 v 6:49 CET a obsahuje základní body tohoto reportu. Report je určen pouze pro osobní informaci adresáta a nesmí být reprodukován, distribuován nebo publikován bez předchozího souhlasu Erste Bank Group AG a České spořitelny, a.s. Další důležitá upozornění jsou uvedena níže a v originální anglické verzi reportu.



uvolnění výrobních kapacit růst tržního podílu v EU zhruba v souladu s vývojem v posledních letech. Růst podílu na evropském trhu tak odhaduje do roku 2025e z asi 1,8% na 2,8%, při 5,2% CAGR růstu trhu.

Na klíčovém civilním trhu CZG v USA roste dlouhodobě poptávka po zbraních u žen a ostatních skupin obyvatel, které dosud byly výrobci přehlíženy. V roce 2020 civilní segment v USA narostl (podle upravených údajů FBI NICS checks) o 56-60%, kvůli společenským nepokojům, pandemické situaci a obavám ze zpříšňování regulace. Trh za první čtyři měsíce 2021 rostl o dalších asi 10% hlavně kvůli obavám ze zpříšňování regulace. V období 2021-22 Erste očekává v tomto segmentu postupné ochlazení o 15% a 11% směrem k dlouhodobému trendu. To by u CZG měl z velké části vyrovnávat růst tržního podílu. U značky CZ (bez Coltu) Erste odhaduje postupný růst tržního podílu v USA z asi 3,0% dlouhodobě na 4,0%. U Coltu Erste předpokládá jen mírný růst tempem 1-2% v souladu s americkými obrannými výdaji.

US: Share of women owning a gun



Source: NRA, Harvard-Northeastern study

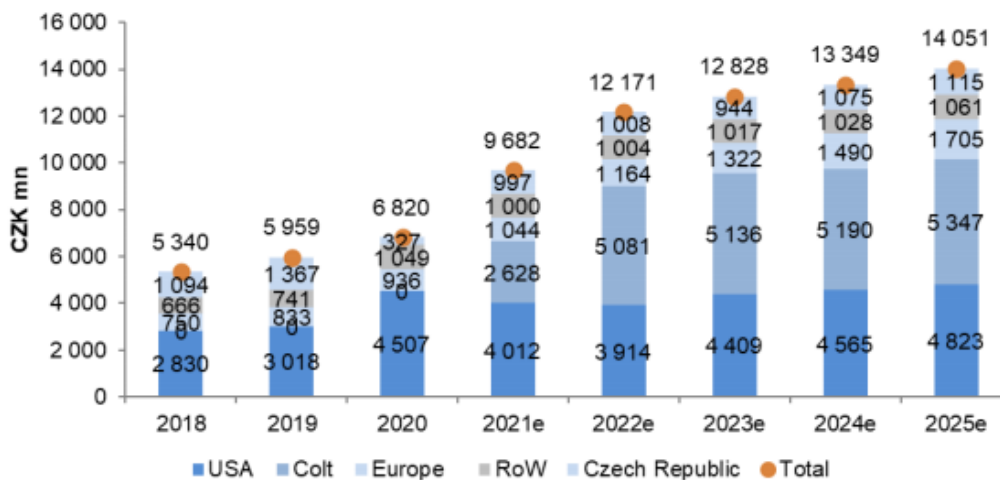
EDA 26 defense spending needed to reach 2% of GDP

EUR bn	2019	2020p	2025e	2030e
EDA 26 GDP nominal	13 653	12 994	15 926	18 373
5YR CAGR	3,5%	1,7%	4,2%	2,9%
Defense spending	186	194	275	367
% of GDP	1,36%	1,49%	1,73%	2,00%
5YR CAGR	4,9%	5,2%	7,2%	6,0%

Source: Eurostat, EDA, SIPRI, Erste Group Research; EDA 26 = EU excl. Denmark

Na základě předcházejících skutečností analytici Erste prognózují 15,6% CAGR tržeb a EBITDA v období 2020-25e. Čistý zisk by pak měl růst tempem 21% CAGR, když výsledky za rok 2020 byly mj. zatíženy výraznými ztrátami z přecenění FX zajišťovacích derivátů. Za rok 2020 management firmy navrhuje dividendu 7,5 Kč na akcii, což představuje 2% dividendový výnos. Erste očekává, že při managementem cílovaném 33% výplatním poměru ze zisku se dividendový výnos zvýší na 3,1% v následujícím roce a až na úroveň 4,5% do roku 2025e. Odhady čistého zisku a s tím dividendy jsou ovšem zatíženy významnou nejistotou plynoucí z toho, že CZG zatím nezveřejnila výsledky Coltu pod úrovní EBITDA zisku.

Consolidated revenue forecast



Source: Erste Group Research, CZG

Akcie CZG se ve srovnání se skupinou přímých konkurentů z amerického trhu obchodují na 6,6x EV/EBITDA násobku pro odhady Erste pro rok 2022 s asi 13% diskontem. 2022 je první rok, kdy je v odhadech plně zohledněna očekávaná akvizice Coltu. Američtí výrobci jsou přitom orientovaní z velké části pouze na domácí civilní trh, vůči vládním složkám a zahraničí mají jen minimální expozici. Ve srovnání se skupinou globálních hráčů z obranného průmyslu (kam se chce CZG v budoucnu rozvíjet) jsou její akcie



obchodovány pro rok 2022e asi s 35% diskontem. Ocenění modelem DCF-FCFF odpovídá asi 7,6x EV/EBITDA násobku pro rok 2022e.

Hlavní rizika pro své doporučení, resp. pro akcie CZG, vidí Erste v možném nedokončení převzetí Coltu, v nedostatku úplných informací o jeho hospodaření a rozvaze a v dalších rizicích typicky spojených s takovýmto převzetím (otázka integrace, skrytých nutných investic, pracovního kapitálu atd.). Kromě toho je rizikem potenciální výraznější než modelované ochlazení na klíčovém civilním trhu v USA a možné negativní dopady regulace na tomto trhu. Omezení prodejů pušek a kapacitních zásobníků by dopad nemělo, ale například zákaz online prodeje a některé další zvažované regulace by dopad mít mohly. Ve směru omezení potenciálu růstu by mohl působit menší růst (či pokles) armádních výdajů v EU v důsledku rozpočtové konsolidace. CZG je jako exportér také citlivá na směnné kurzy Kč k USD a EUR (nicméně se výrazně zajišťuje). Její akcie pak mají v důsledku pouze asi 9% volně obchodovaného podílu relativně nízkou likviditu. Akvizice Colt zvýší čisté zadlužení CZG na asi dvojnásobek EBITDA, další větší akvizice by tak podle analytiků Erste už firma mohla financovat např. vydáním nových akcií.

Oceňovací model Erste se všemi použitými parametry a některými citlivostmi je v tabulce níže:



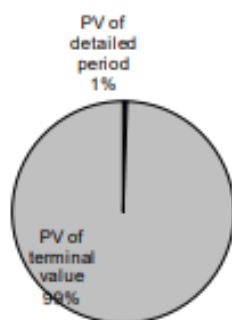
WACC calculation

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Term. value Normalized
Risk free rate	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	3,5%
Equity risk premium	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Cost of equity	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	11,0%
Cost of debt	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	4,0%
Effective tax rate	21,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
After-tax cost of debt	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	3,0%
Equity weight	63%	71%	71%	72%	72%	90%
WACC	7,3%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	10,2%

DCF valuation

(CZK mn)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Normalized
<i>Sales growth</i>	42,0%	25,7%	5,4%	4,1%	5,3%	2,0%
EBITA	1 611	1 844	2 030	2 151	2 314	2 293
<i>EBITA margin</i>	16,6%	15,2%	15,8%	16,1%	16,5%	16,0%
Tax rate	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Taxes on EBITA	-419	-480	-528	-559	-602	-596
NOPLAT	1 192	1 365	1 502	1 592	1 713	1 697
+ Depreciation	433	567	599	627	658	658
<i>Capital expenditures / Depreciation</i>	102%	140%	128%	124%	121%	102,0%
+/- Change in working capital	-669,4	43,6	-219,3	-176,8	-214,3	-84,3
<i>Chg. working capital / chg. Sales</i>	-286,5%	-85,1%	-33,4%	-33,9%	-30,5%	-30,0%
- Capital expenditures	-4 940	-796	-766	-778	-798	-671
Free cash flow to the firm	-3 984	1 179	1 116	1 264	1 358	1 599
<i>Terminal value growth</i>						2,0%
Terminal value						21 446
Discounted free cash flow - Dec 31 2020	-3 714	1 019	894	939	934	13 383
Enterprise value - Dec 31 2020	13 455					
Minorities - Dec 31 2020	13					
Equity accounted investments	111					
Net debt - Dec 31 2020	1					
Other adjustments	0					
Equity value - Dec 31 2020	13 553					
Diluted no. of shares outstanding (mn)	34,8					
Cost of equity	10,2%					
12M target price per share (CZK)	446					
Current share price (CZK)	373					
Up/Downside	20%					

Enterprise value breakdown



Sensitivity (per share)

		Terminal EBITA margin				
		14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	18,0%
WACC	9,2%	441	474	507	541	574
	9,7%	413	444	475	506	537
	10,2%	388	417	446	476	505
	10,7%	366	393	421	449	476
	11,2%	346	372	398	425	451
		Terminal value growth				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	9,2%	446	475	507	545	588
	9,7%	421	446	475	507	545
	10,2%	398	421	446	475	507
	10,7%	378	398	421	446	475
	11,2%	360	378	398	421	446

Source: Erste Group estimates



Důležitá upozornění

Obecně

Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje investičních nástrojů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak společnost Česká spořitelna, a.s. IČ 45244782, sídlem Praha 4, Olbrachtova 1929/62, PSČ 14000, sp. zn.: B 1171 vedená u Městského soudu v Praze (dále jen „Česká spořitelna“ či „ČS“) neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou je Česká národní banka.

Poctivá prezentace doporučení

Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami otevřené DSGE modely, které vycházejí z prací Christiano-Eichenbaum-Evans, Smets-Wouters nebo g3 ČNB. Další informace o dlouhodobější historické výkonnosti jednotlivých investičních nástrojů nebo finančních indexů naleznete zde: www.investicnicentrum.cz/px. Údaje o ceně vyjádřené v tomto materiálu jsou hrubými údaji, to znamená, že do nich není započítán případný vliv odměn za zprostředkování nebo jiných poplatků souvisejících přímo s daným obchodem.

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů

Cílové ceny pro 12měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: kupovat (cílová cena 20% nad cenou akcie), akumulovat (10% až 20% nad), držet (0% až 10% nad), redukovat (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a prodávat (pod -10%).

Rizika

Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu.

Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko. Ne všechny investice jsou vhodné pro každého investora, proto by investor měl každé své investiční rozhodnutí konzultovat se svým investičním poradcem. V případě údajů o ceně, které jsou vyjádřeny v EUR, USD nebo jiné cizí měně, může výnos kolísat i v důsledku výkyvů měnového kurzu vůči CZK.

Aktualizace

Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny a Erste Bank Group. Cílové ceny akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti. Přehled vydaných investičních doporučení za uplynulých 12 měsíců shrnuje tabulka 1.

Tabulka 1: Přehled minulých investičních doporučení na pokrývané akcie na pražské burze



ČEZ			O2 ČR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
16.12.20	634	kupovat	5.10.20	240	akumulovat
26.9.19	603	akumulovat	1.10.19	241	akumulovat
3.10.18	632	akumulovat	15.4.19	271	držet
3.10.17	504	akumulovat	4.10.18	278	držet
Komerční banka			Moneta		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
16.12.20	710	akumulovat	4.3.21	85	držet
10.1.20	905	držet	3.11.20	68	kupovat
8.10.18	1050	akumulovat	10.1.20	102	kupovat
18.4.18	1100	akumulovat	8.10.18	100	kupovat
Kofola			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
7.10.19	v revizi	v revizi	29.6.20	15 297	akumulovat
22.11.17	490	akumulovat	11.8.17	17 640	akumulovat
4.10.16	534	kupovat	20.6.17	15 033	držet
			26.1.17	v revizi	v revizi
VIG			Stock Spirits Group		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
30.7.20	25	kupovat	30.1.19	80	kupovat
29.3.19	29	kupovat	22.12.17	79,2	držet
25.9.18	30	kupovat	16.11.16	58	akumulovat
2.6.17	27	akumulovat	10.2.16	54	akumulovat
Avast			Pílulka		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
26.2.21	161,0	akumulovat	22.1.21	859	akumulovat
16.4.20	128,0	držet			
17.2.20	128,0	redukovat			
4.10.19	126,2	akumulovat			
CTP			CZG		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
5.5.21	17,5	kupovat	13.5.21	446	kupovat

Stanovení odměny analytika

Stanovení výše odměny analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisku celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Konflikt zájmů

Česká spořitelna, Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společnostem poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované na trhu Prime na BCPP) jsou uvedeny v Tabulce 2: [Střety zájmů ČS ve vztahu k pokrývaným akciím na pražské burze](#).

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení Erste Bank Group obsahuje tabulka 3. Tabulka obsahuje poměr u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované na BCPP.

Tabulka 3: Poměr investičních doporučení k pokrývaným akciím na pražské burze

	BCPP	Se vztahem k EBG (5)
Kupovat	45%	100%
Akumulovat	45%	0%
Držet	9%	0%
Redukovat	0%	0%
Prodat	0%	0%

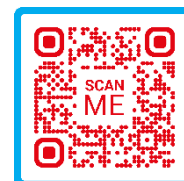


Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Michal Skořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris ČR	Petr Bártek Jan Šafránek	+420/956 765 227 +420/956 765 218	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtúsová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz


[@Research_sporka](https://twitter.com/Research_sporka)

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Petr Valenta Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 821 +420/956 765 817 +420/956 765 520	petrvalenta@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Pícek	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions & Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 205	ocech@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužik	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com