

Investiční výzkum

Česká zbrojovka Group



Doporučení: Koupit
Cílová cena: 476 Kč

Česká zbrojovka Group

Souhrn doporučení

Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	476 Kč
Datum vydání:	11. 5. 2021

Základní informace

Odvětví:	výroba ručních palných zbraní
Tržní kapitalizace:	12,5 mld. Kč
Závěrečná cena k 10.5.2021:	372 Kč
Roční maximum (16.2.2021, čas 16:25):	400 Kč
Roční minimum (12.11.2020, čas 16:25):	282 Kč
Zařazeno v indexu:	PX
Podíl v indexu PX:	0,31%

Struktura akcionářů

Česká Zbrojovka Partners SE	90,8 %
free float	9,2 %

V naší úvodní analýze na akcie společnosti Česká zbrojovka Group (CZG) stanovujeme **nákupní doporučení s 12měsíční cílovou cenou ve výši 476 Kč**. To vzhledem k aktuální ceně akcie znamená téměř 30% růstový potenciál.

Česká zbrojovka je rostoucí společností, která v posledních třech letech zaznamenala na úrovni tržeb, resp. provozního zisku EBITDA **průměrný roční růst 14,4 %, resp. 17,5 %** a podle našeho názoru je potenciál v pozitivním trendu hospodaření pokračovat i v následujících letech.

V letošním roce začíná nabíhat **pětiletý kontrakt s českou armádou na dodávku cca 39 tis. kusů zbraní v objemu až 2350 mil. Kč**, což výrazně podpoří tržby generované v ČR, které by se podle našich odhadů letos mohly posunout z loňské úrovně 327 mil. Kč na cca 840 mil. Kč a v letech 2022 – 2023 pak do úrovně 930 až 1020 mil. Kč. **Impuls do letošních výsledků hospodaření vidíme i v evropském pokoronavirovém oživení**, když loňský jarní „lockdown“ spojený s restrikcemi v dopravě a logistice významně omezoval prodeje v evropských zemích zejména v loňském prvním pololetí. To podle našich predikcí letos navýší tržby z Evropy (kromě ČR) o více než 4 % na cca 980 mil. Kč.

Vedle toho prvotní indikace naznačují **sílu amerického trhu se zbraněmi i v letošním roce**, když počty žadatelů o zbraň v civilním segmentu dle statistik NICS stále vykazují pozitivní trend a v prvních třech měsících meziročně rostou v průměru o 36 %. Podle reportu BIS Small Arms Market letos poroste severoamerický trh s ručními střelnými zbraněmi o 3 – 4 %. Po rekordním loňském 49% růstu tržeb by tak nemusel letos přijít pokles a očekáváme, že CZG v USA vykáže obdobně silnou výkonnost, tedy výnosy poblíž 4500 mil. Kč.

Bez započtení hospodaření Coltu tak podle našeho názoru CZG letos pohodlně naplní svůj výhled tržeb, resp. EBITDA stanovený do intervalu **7100 – 7400 mil. Kč, resp. 1450 – 1650 mil. Kč** a dle našich predikcí vykáže cca 6,5% růst výnosů na 7272 mil. Kč a zvýší EBITDA o 6,1 % na 1561 mil. Kč.

Jednoznačně hlavním faktorem, jenž **posouvá cílovou cenu akcie výrazněji nad aktuální tržní cenu je akvizice firmy Colt**, amerického výrobce ručních palných zbraní. Colt je obdobně velká společnost jako samotná CZG, s ročními tržbami v rozmezí 5000 – 6000 mil. Kč, resp. EBITDA v blízkosti 1000 mil. Kč.

Vývoj ceny akcie CZG za 6M



zdroj: www.fio.cz/e-broker

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

rok	2018	2019	2020
Tržby	5340	5959	6820
EBITDA	1026	1315	1471
Čistý zisk	569	734	677

zdroj: CZG

Hotovostní část kupní ceny činí cca 4510 mil. Kč, v akciích pak CZG může zaplatit dalších v přepočtu až 770 mil. Kč. Celková hodnota kupní ceny se tak dostává k hranici 5280 mil. Kč, což znamená, že **CZG kupuje Colt za velmi přijatelný a rozumný 5 – 6x násobek EV/EBITDA.**

Česká zbrojovka dlouhodobě cíluje **na americký trh ozbrojených a bezpečnostních složek. Akvizicí Coltu prakticky ihned posiluje svoji pozici v tomto segmentu**, jelikož Colt zhruba 70 % svých tržeb generuje prostřednictvím dodávek americkým, kanadským a dalším mezinárodním armádním a bezpečnostním složkám. Podíl segmentu ozbrojených složek na celkových severoamerických tržbách z prodeje zbraní se tak podle našich odhadů bude po akvizici posunovat **z úrovně kolem 10 % k hranici 50 %**. Výrazně větší role v atraktivním segmentu ozbrojených složek povede k vylepšení produktového mixu (zbraně určené armádě, policii apod. se jednak obecně pohybují ve vyšší cenové kategorii, a jednak je předpoklad nárůstu podílu dražších dlouhých zbraní na úkor levnějších krátkých zbraní) s pozitivním dopadem do výnosů, marží a ziskovosti.

Náš předpoklad zapojení Coltu do hospodaření České zbrojovky od poloviny letošního roku indikuje jeho příspěvek do tržeb, resp. EBITDA zisku kolem 2700 mil. Kč, resp. 450 mil. Kč. Včetně výše zmíněného organického růstu tak **za rok 2021 predikujeme 46% nárůst tržeb na cca 9971 mil. Kč a 37% navýšení EBITDA na 2016 mil. Kč**. Je tedy patrné, že Colt by měl začít již letos výrazně ovlivňovat výnosy a ziskovost CZG. Od roku 2022, s už celoročním příspěvkem Coltu, pak podle našich odhadů bude Česká zbrojovka schopná generovat tržby **přesahující hranici 13000 mil. Kč a na úrovni EBITDA překonat hladinu 2600 mil. Kč**.

Colt vnímáme jako **strategickou, stěžejní investici, která má potenciál nadále držet hospodaření České zbrojovky v pozitivním trendu**. Je to pro CZG podle našeho názoru ideální transakce, prostřednictvím které může nadále rozvíjet své severoamerické aktivity, a to i s přesahem na další mezinárodní trhy. CZG doposud v USA realizovala svůj byznys zejména v civilním trhu, u Coltu je naopak dominantní segment ozbrojených složek. Oba tyto pilíře podnikání se tak mohou v rámci očekávaných synergií v provozu, obchodu či ve výzkumu a vývoji efektivně doplňovat a dále expandovat. CZG vstupuje prostřednictvím Coltu do federálních a státních tendrů na dodávky zbraní americkým a kanadským ozbrojeným a bezpečnostním složkám. Okamžitě tak posiluje svoji tržní pozici, získává další reference a zkušenosti. To podle našeho názoru otevírá další příležitosti na mezinárodním poli veřejných zakázek, zejména pak v západní Evropě, která je z hlediska výdajů na obranu poddimenzovaná a v příštích letech lze očekávat navyšování armádních rozpočtů. Více se prosadit do evropských armádních a policejních složek, zejména pak v Německu, je jednou z priorit České zbrojovky.

Domníváme se, že akvizice Coltu vytváří potenciál pro další organický růst jak na severoamerickém, tak evropském zbrojním trhu a očekáváme, že v obou těchto regionech Česká zbrojovka **v letech 2023 – 2024 poroste na tržbách v průměru o 5 – 5,5 % ročně**. Celkově by tak CZG měla podle našich projekcí **do roku 2024 generovat tržby přesahující hladinu 14000 mil. Kč s růstem EBITDA za období 2023 – 2024 v průměru o cca 6 % ročně k úrovni 2935 mil. Kč**.

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

rok	2018	2019	2020
USA	2830	3018	4507
<i>podíl na celku</i>	53%	51%	66%
ČR	1094	1367	327
<i>podíl na celku</i>	21%	23%	5%
Evropa (kromě ČR)	750	833	936
<i>podíl na celku</i>	14%	14%	14%
Afrika	138	133	415
<i>podíl na celku</i>	3%	2%	6%
Asie	253	313	391
<i>podíl na celku</i>	5%	5%	6%
Ostatní	275	295	244
<i>podíl na celku</i>	5%	5%	4%

zdroj: CZG

S námi předpokládanou rostoucí ziskovostí, rozumnou mírou zadlužení a silnou likvidní pozicí vzniká prostor i **pro budoucí navyšování dividend**. Management České zbrojovky již loni na podzim, před vstupem akcií CZG na pražskou burzu, indikoval záměr pokračovat v dividendové politice a **každoročně vyplácet minimálně 33 % čistého zisku**. V letošním roce bude vyplacena dividendy ve výši 7,5 Kč na akcii, tedy 36 % loňského čistého zisku a znamená to 2% dividendový výnos. Za předpokladu realizace 33% výplatního poměru pak v příštím roce vidíme posun k 3% výnosu **s dividendou na úrovni 10,9 Kč**, a to na pozadí námi očekávaného letošního nárůstu čistého zisku z loňských 677 mil. Kč na 1113 mil. Kč daného zejména akvizicí Coltů. Ve střednědobém horizontu se pak vlivem akvizičního i organického růstu úroveň vyplacených dividend dle našich predikcí posouvá **do intervalu 13,8 – 15 Kč na akcii, což indikuje cca 4% dividendový výnos**.

Výše uvedená je základní scénář. V případě, že v nejbližších letech nebude realizována žádná větší akvizice či investice, pak rostoucí ziskovost, příznivý vývoj volného cash flow s pozitivním dopadem do zadlužení (jež by mělo klesat pod 2x, resp. se v letech 2023 a 2024 snižovat do intervalu 1,5 – 1x násobek EBITDA) **vytváří prostor pro realizaci výplatního poměru alespoň v blízkosti 50 %**. To by podle našich projekcí znamenalo již v příštím roce dividendu ve výši 16,5 Kč a ve střednědobém horizontu její posun do úrovně 21 - 23 Kč na akcii s dividendovým výnosem v rozmezí 4,5 – 6 %

Akcie CZG podle našeho názoru i na současných úrovních nabízí zajímavý investiční potenciál. Domníváme se, že akvizice Coltů a její předpokládaný pozitivní dopad do hospodaření České zbrojovky ještě není plně zohledněna v ceně akcie. Atraktivitu titulu naznačuje i sektorové srovnání. Veřejně obchodované konkurenční společnosti se dle mediánu obchodují poblíž 7x EV/EBITDA, akcie CZG se po započtení Coltů a jeho očekávaných příznivých efektů do ziskovosti pohybují na úrovni 6 – 6,5x násobku. To indikuje cenu akcie nad úrovní 400 Kč, resp. poblíž 450 Kč.

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

rok	2018	2019	2020
Krátké zbraně	277,4	232,1	305,7
<i>podíl na celku</i>	<i>69%</i>	<i>62%</i>	<i>65%</i>
Dlouhé zbraně	124,6	142,2	161,8
<i>podíl na celku</i>	<i>31%</i>	<i>38%</i>	<i>35%</i>
Celkem	402,1	374,3	467,5

zdroj: CZG

Představení společnosti

Česká zbrojovka Group (dále také jen Česká zbrojovka nebo CZG) je předním výrobcem ručních palných zbraní a taktického vybavení 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.

V rámci moderní historie společnosti byla důležitým milníkem její privatizace v roce 1992. Poté se Česká zbrojovka nadále rozvíjela a rozrůstala. V roce 1997 se společnost začala angažovat ve Spojených státech amerických, tedy na největším a nejvýznamnějším 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 Česká zbrojovka dále rozrostla, a to 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.

Česká zbrojovka zaměstnává přibližně 1670 lidí a její produkce z velké většiny (cca 85 %) pochází z výrobního závodu v Uherském Brodě. Zbytek výroby je realizován prostřednictvím menších provozoven v USA.

Česká zbrojovka nabízí široké spektrum zbraní. Její produkci/prodeje 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 CZ P-10. Dlouhé zbraně obsahují různé série malorážek, kulovnic, ale také samopalů, útočných, bojových a odstřelovacích pušek či granátomety. V rámci této kategorie lze například jmenovat pušky CZ BREN 2 nebo samopaly CZ SCORPION. V produktovém mixu převažují krátké zbraně. Na celkových objemech prodeje se podílejí zhruba 65 %, zbylých 35 % tvoří dlouhé zbraně. Celkový roční objem prodeje se aktuálně pohybuje na úrovni 467 tisíc kusů zbraní.

Společnost dodává své zbraně a další produkty do celého světa. Nejvýznamnějším trhem pro Českou zbrojovku jsou Spojené státy americké, kde v posledních letech realizovala více než 50 % svých tržeb, v roce 2020 pak dokonce 66 %. Následuje Evropa (bez ČR) se 14% podílem na celkových výnosech, Česká republika se loni podílela téměř 5 %. Česká zbrojovka prodává zbraně i do rozvojového světa. Konkrétně v Africe generuje cca 6 % tržeb, v Asii 5,7 %, více než 3% podíl pak zbývá na ostatní části světa. Z hlediska typu zákazníka Česká zbrojovka působí jak v civilním segmentu (osobní ochrana, sport a hobby, lov), tak v segmentu ozbrojených složek (armáda, policie, bezpečnostní agentury apod.). Díky významným prodejem v USA převažuje civilní segment, nicméně dodávky ozbrojeným složkám v několika evropských zemích či kontrakty v exotičtějších lokalitách jako Mexiko, Malajsie nebo Singapur, dávají segmentu ozbrojených složek nezanedbatelnou roli s významným dopadem do hospodaření společnosti.

Rok 2020 byl rekordní: nárůst tržeb o 14,4 % na 6820 mil. Kč, EBITDA zisk stoupl o téměř 12 % na 1471 mil. Kč

Tabulka č.4: Hospodaření za rok 2020

mil. Kč	2020	odhady Fio	2019	y/y
Tržby	6820	6330	5959	14,4%
EBITDA	1471	1400	1315	11,9%
EBIT	1056	996	944	11,9%
Čistý zisk	677	710	734	-7,8%
Zisk na akcii (Kč)	20,7	21,7	24,6	-15,9%

zdroj: CZG

Pozn.: Zisk na akcii je meziročně neporovnatelný z důvodu odlišného počtu emitovaných akcií

Po rekordním roce 2020 přichází další růstové impulsy – akvizice Coltu a kontrakt s českou armádou

Česká zbrojovka v loňském roce navázala na rostoucí trend hospodaření z posledních let, na provozní úrovni zaznamenala rekordní výsledky a překonala své cíle. Zatímco ještě loni v listopadu management očekával celoroční tržby, resp. EBITDA v rozmezí 6150 – 6450 mil. Kč, resp. 1250 – 1450 mil. Kč, tak skutečně vykázané tržby, resp. EBITDA nakonec meziročně vzrostly o 14,4 % na 6820 mil. Kč, resp. 11,9 % na 1471 mil. Kč. Pokles byl vykázan pouze na úrovni čistého zisku, který se snížil o 7,8 % y/y na 677 mil. Kč. Důvodem však byly výhradně finanční necashové vlivy způsobené depreciací koruny vůči dolaru a euru s negativním dopadem do přecenění měnových derivátů.

CZG v loňském roce těžila zejména z extrémně silné poptávky po zbraních v USA, kde vykazala rekordní 49% růst tržeb na 4507 mil. Kč. Nejistoty ohledně možných změn v zákonech regulujících držbu zbraní před prezidentskými volbami, občanské nepokoje a s tím spojené obavy o zdraví a majetek, nejistoty ohledně vývoje pandemie COVID-19, to vše vyvolávalo v civilním segmentu rostoucí poptávku po zbraních na americkém trhu. O robustní poptávce vypovídala i statistika vývoje žádostí o držbu zbraně, resp. kontrol žadatelů (potenciálních kupců) o zbraň, jež je organizována a sledována americkou institucí NICS (National Instant Criminal Background Check System) spadající pod FBI. Počet kontrol potenciálních kupců loni vzrostl o 40 %, meziroční růsty byly vykazovány v každém měsíci, přičemž rekordní číslo padlo v červenci se 79% navýšením.

I přesto, že Česká zbrojovka loni pracovala na hraně svých produkčních kapacit, tak se jí relativně dařilo, navíc v obtížném koronavirovém období, pružně reagovat na vývoj v USA, což se pak promítlo do výše zmíněného růstu tržeb. Jinými slovy v době jarního evropského lockdownu, který v prvním pololetí významně tlumil prodeje v Evropě, se společnosti dařilo flexibilně reagovat a přesunovat odbyt nejen na americký trh, ale i do Afriky a Asie, kde tržby za rok 2020 vzrostly více než trojnásobně na 415 mil. Kč, resp. o 25 % na 391 mil. Kč.

Výhled hospodaření

Tabulka č.5: Výhled hospodaření

mil. Kč	2021	2022	2023	2024
Tržby	9971	13109	13758	14132
EBITDA	2016	2605	2831	2935
EBIT	1446	1877	2100	2205
Čistý zisk	1113	1415	1589	1664

zdroj: odhady Fio banky

Letošní výhled hospodaření (bez Coltu) nadále optimistický: tržby 7100 – 7400 mil. Kč, EBITDA 1450 – 1650 mil. Kč

Indikace nadále naznačují robustní americký trh se zbraněmi. CZG by tak v USA mohla letos zopakovat obdobně silné tržby jako loni.

Kontrakt s českou armádou v hodnotě až 2350 mil. Kč podepsaný na období 2021 – 2025 posune dle našich odhadů tržby z ČR do roku 2023 z loňských 327 mil. Kč na úroveň poblíž 1000 mil. Kč.

Management letos očekává další růsty, navíc by již měl být do skupiny začleněn Colt

I přes rekordní loňské výsledky hospodaření nahlíží management společnosti do letošního roku optimisticky. V březnu zveřejněný výhled tržeb v rozmezí 7100 – 7400 mil. Kč značí meziroční růst o 4 – 8,4 %, prognóza EBITDA zisku pak byla posazena do intervalu 1450 – 1650 mil. Kč. Na spodní hraně intervalu je tak management po vydařeném loňském roce logicky více konzervativní, když očekává zhruba stabilní vývoj provozní ziskovosti, nicméně střed intervalu již indikuje více než 5% růst a horní hrana dokonce 12% navýšení. Je třeba připomenout, že výše uvedené výhledy neobsahují novou akvizici v podobě americké společnosti Colt.

Je tak patrné, že i bez započítání Coltu (jenž by podle našeho názoru již mohl od poloviny roku přispívat do hospodaření CZG) management nadále očekává příznivý trend v poptávce po zbraních, a to v podstatě napříč geografickými segmenty. Podle našeho názoru by se letos na evropských trzích mohlo projevit pokoronavírové oživení, konkrétně v prvním pololetí by měl být po loňském lockdownu zaznamenán ztlačenější meziroční posun v prodejkách. Byť byl 4Q 2020 v Evropě již vydařený a do značné míry kompenzoval slabší první polovinu roku, tak z celkového pohledu letos očekáváme, že Česká zbrojovka na evropských trzích (kromě ČR) vykáže více než 4% růst tržeb na úroveň poblíž 980 mil. Kč.

Po nevídaně silné loňské expanzi bude zajímavé sledovat, jak si povede americký trh s ručními střelnými zbraněmi v letošním roce. Management vidí pozitivní vývoj v USA i letos. Indikace dle statistik NICS naznačují pokračující růst prodejků malých střelných zbraní mezi civilisty, když počet kontrol žadatelů o zbraň v prvním kvartále letošního roku vykazuje měsíční meziroční růst v průměru o 36 %. Nadále příznivý trend naznačuje i report BIS Small Arms Market, podle kterého severoamerický trh s ručními palnými zbraněmi poroste jak celkově, tak v civilním segmentu o 3 – 4 %. Indikace pro letošní vývoj na největším trhu zbraní na světě tedy zatím vyznívají poměrně optimisticky. Z hlediska letošního vývoje hospodaření CZG v USA budeme považovat za dobrý výsledek, pokud se společnost (bez započítání Coltu) podaří udržet tržby na vysokých loňských úrovních.

Náběh kontraktu s českou armádou výrazně posílí výsledky v ČR

V letošním roce začne nabíhat nový kontrakt s českou armádou, který byl podepsán mezi Českou zbrojovkou a Ministerstvem obrany ČR loni v dubnu. Smlouva je uzavřena na období 2021 – 2025, přičemž většina dodávek by měla probíhat v letech 2021 – 2023. CZG postupně dodá cca 39 tisíc zbraní v celkové hodnotě až 2350 mil. Kč. Největší zastoupení budou mít pistole CZ P-10 (21,3 tis. kusů) a pušky CZ BREN 2 (cca 16,2 tis.). Pak ještě bude dodáno 1,65 tis. granátometů, necelá stovka samopalů CZ SCORPION a cvičná munice.

Od letošního roku by tak Česká zbrojovka měla výrazně zvednout tržby z českého trhu. Po loňském 76% propadu na 327 mil. Kč, způsobeném absencí velkých dodávek munice české armádě realizovaných v letech 2018 a 2019, letos očekáváme obrat a posun výnosů k úrovním kolem 844 mil. Kč, když předpokládáme první plnění smlouvy s armádou ČR v objemu přesahujícím 500 mil. Kč. V letech 2022 a 2023 očekáváme gradaci kontraktu a navýšení výnosů z ČR do rozmezí 930 – 1020 mil. Kč.

CZG kupuje Colt za 5 - 6x EV/EBITDA, tedy za velmi rozumnou a přijatelnou cenu.

Colt je nezadlužená firma, obdobné velikosti jako je samotná CZG. Ta si prostřednictvím této akvizice ještě více upevňuje pozici na americkém trhu, zejména pak razantně vstupuje na tamní trh ozbrojených složek.

Shrneme-li, celkově letos predikujeme, bez zahrnutí Coltu, růst tržeb o 6,5 % na 7272 mil. Kč a zvýšení provozního zisku EBITDA o 6,1 % na 1561 mil. Kč. To nám pak indikuje čistý zisk ve výši 874 mil. Kč, což by znamenalo výraznější meziroční posun o 29 %. Vedle předpokládaného příznivého vývoje na provozní úrovni hospodaření by se dle našich odhadů do čisté ziskovosti již neměly promítnout loňské výrazně negativní měnové vlivy (ztráta z loňských FX vlivů činila 166 mil. Kč), když letos počítáme s posilováním koruny a tedy pozitivním dopadem plynoucím z přecenění měnových derivátů alespoň v řádu nižších desítek miliónů korun.

Historický mezník v historii CZG – akvizice americké firmy Colt

Česká zbrojovka koupila americkou společnost Colt, tradičního amerického výrobce střelných zbraní, letos v únoru. Transakce by podle vyjádření managementu měla být dokončena v letošním druhém čtvrtletí. Hotovostní část kupní ceny činí v přepočtu cca 4840 mil. Kč. Po započtení čisté hotovosti ve výši cca 330 mil. Kč, kterou Colt v době uzavření smlouvy evidoval v rozvaze, pak hotovostní část kupní ceny činí 4510 mil. Kč.

Vedle toho je cena transakce tvořena emisí nových akcií České zbrojovky. Jinými slovy CZG za Colt z části zaplatí svými akciemi. Proces emise je rozdělen do dvou fází. První fáze je daná a je pevnou součástí kupní ceny. Jedná se o emisi v objemu 1,1 mil. ks akcií (3,4 % z celkového množství akcií České zbrojovky), jež byly v době dojednání akvizice naceněny v přepočtu na cca 385 mil. Kč (350 Kč na akcii). Druhá fáze emise je již podmíněna budoucím hospodařením společnosti. Konkrétně, pokud kumulovaná EBITDA za roky 2021 – 2023 dosáhne 275 mil. USD (cca 6050 mil. Kč), pak prodávající Coltu získá dalších 1,1 mil. ks akcií České zbrojovky. Domníváme se, že je reálné této podmínky dosáhnout a že tedy posléze k další emisi akcií skutečně dojde.

Celkově tak hodnota transakce dosáhne cca 5280 mil. Kč. Při letošní očekávané EBITDA Coltu kolem 900 mil. Kč tak Česká zbrojovka realizuje tuto akvizici za cca 5,9x EV/EBITDA. V první fázi, tzn. bez druhé emise akcií, se hodnota transakce dostává pouze na 5,4x EV/EBITDA. Tyto násobky vnímáme jako relativně nízké a značí to, že CZG kupuje Colt za velmi rozumnou a přijatelnou cenu.

Akvizicí Coltu si Česká zbrojovka výrazně upevňuje pozici na stěžejním americkém trhu. Je to pro ni nejdůležitější trh, generuje zde většinu svých tržeb (v loňském roce 66 % celkových tržeb). Doposud zde CZG působila téměř výhradně v civilním segmentu, tzn. většina prodeje (podle našich odhadů cca 90 %) směřovala civilním občanům, a to pro účely osobní obrany, sportu, lovu apod. V segmentu amerických ozbrojených složek zatím Česká zbrojovka působí okrajově, doposud zde získávala zakázky spíše v lokálních, regionálních bezpečnostních složkách jako např. místní policejní jednotky, šerifové apod.

Ambicí je výrazněji proniknout do veřejných zakázek na státní úrovni a hlavně pak získávat kontrakty do federálních ozbrojených složek včetně americké armády. Tento cíl chtěla Česká zbrojovka původně naplnit prostřednictvím investice do výstavby nového výrobního závodu ve státě Arkansas v plánovaném objemu 1,4 – 1,6 mld. Kč. Podmínkou pro účast zbrojních firem v amerických federálních tendrech na dodávky zbraní je totiž

Colt je společnost s ročními tržbami kolem 5400 mil. Kč a EBITDA ziskem téměř 1000 mil. Kč.

Akvizice Coltu přinese synergie v provozu, obchodu i ve výzkumu a vývoji s pozitivními dopady do rozvoje podnikání jak v segmentu ozbrojených složek, tak v civilním segmentu.

realizovat určitou část produkce na území USA. Nakonec se CZG rozhodla jít rychlejší cestou, a to akvizicí společnosti Colt, přičemž projekt výstavby nového závodu je odložen o 3 – 5 let.

Akvizicí Coltu Česká zbrojovka v podstatě okamžitě vstupuje do atraktivního amerického (a rovněž kanadského) segmentu ozbrojených složek. Colt je totiž jedním z dodavatelů americké i kanadské armády a rovněž prodává své zbraně tamním bezpečnostním složkám (policie apod.). Většinu tržeb tedy Colt generuje v segmentu ozbrojených složek, konkrétně 69 % (53 % v USA a 16 % v Kanadě), zbylých 31 % výnosů pak připadá na americký civilní segment.

Česká zbrojovka získává akvizicí Coltu společnost s letošními očekávanými ročními tržbami kolem 5400 mil. Kč (což je 79 % výnosů CZG dosažených v roce 2020) a ročním EBITDA ziskem ve výši cca 900 mil. Kč (61 % EBITDA České zbrojovky). Colt je tak obdobně velká společnost jako samotná Česká zbrojovka, provozuje dva výrobní závody (v USA – Connecticut a Kanadě – Ontario). Akvizicí Coltu se podle našich odhadů navýší roční produkční kapacita České zbrojovky ze stávajících úrovní kolem 450 tisíc kusů zbraní o dalších cca 350 tisíc. Nyní tedy bude operovat se dvěma významnými výrobními základnami: ČR (Uherský Brod) a Severní Amerika.

Colt: impulsem do hospodaření již od poloviny letošního roku, plné projevení efektů z akvizice od roku 2022

Jak zmiňujeme výše, dokončení akvizice Coltu se očekává ve 2Q 2021, to znamená, že od poloviny roku by již Colt mohl být součástí skupiny CZG a přispívat tak do hospodaření. Příspěvek Coltu do letošních tržeb, resp. EBITDA České zbrojovky by podle našich předpokladů mohl činit cca 2700 mil. Kč, resp. 450 mil. Kč. Včetně Coltu tak letos očekáváme nárůst tržeb o 46 % na úroveň poblíž 9971 mil. Kč a zvýšení EBITDA o 37 % na hladinu 2016 mil. Kč. Čistý zisk se pak při těchto úrovních provozní ziskovosti posouvá na hladinu 1113 mil. Kč, což značí 64% růst.

Akvizice Coltu je podle našeho názoru pro Českou zbrojovku ideální transakcí, jejíž prostřednictvím může naplno rozvíjet své aktivity na severoamerickém kontinentu. Byznys samotné České zbrojovky byl v USA, jak uvádíme výše, doposud zaměřen téměř výhradně na civilní segment, Colt naopak z většiny prodává do ozbrojených složek. Oba tyto pilíře podnikání se mohou v rámci jedné skupiny efektivně doplňovat a díky předpokládaným synergickým efektům dále expandovat. Lze očekávat synergie nejen v oblasti provozní a obchodní, ale i ve výzkumu a vývoji s pozitivním dopadem do výnosů, nákladů, marží a ziskovosti. I po akvizici hodlá CZG využít současného managementu Coltu, čímž dává najevo, že Colt disponuje kvalitním corporate governance, tedy, že je dobře řízen. To vnímáme pozitivně z hlediska zachování kontinuity a je to jeden z předpokladů pro další expanzi.

Po akvizici Coltu bude podnikání České zbrojovky na severoamerickém trhu daleko více vyvážené. Očekáváme, že od roku 2022, tedy s již plným začleněním Coltu do skupiny CZG, budou tržby z ozbrojených složek tvořit téměř polovinu celkových výnosů ze Severní Ameriky, resp. poměr mezi ozbrojenými složkami a civilním segmentem se bude ve střednědobém horizontu posouvat do úrovně 50 : 50.

Akvizice Coltu posiluje tržní pozici České zbrojovky ve světě a otevírá bránu do dalších zahraničních tendrů na dodávky zbraní ozbrojeným a bezpečnostním složkám.

Globální trh se zbraněmi by měl v letech 2020 - 2025 růst v průměru o 2,1 % ročně.

Podíl tržeb z USA, resp. ze severoamerického trhu na celkových výnosech podle našich odhadů od příštího roku stoupne k téměř 80 %, a to z úrovně 66 % vykázané v roce 2020, resp. z hladiny 71,7 % očekávané za letošek.

Akvizice Coltu tak podle našich predikcí vytváří pro Českou zbrojovku potenciál od roku 2022 generovat tržby přesahující úroveň 13000 mil. Kč, resp. EBITDA zisk přesahující hladinu 2600 mil. Kč. CZG získává výrazně silnější postavení na americkém zbrojním trhu. Významné proniknutí do veřejných zakázek na dodávky zbraní americkým i kanadským ozbrojeným a bezpečnostním složkám podle našeho názoru České zbrojovce poskytne výrazné reference a zkušenosti směrem k dalším případným tendrům a kontraktům na mezinárodním poli s pozitivním vlivem na hospodaření v Evropě, Asii či Africe. Již nyní CZG například dobře performuje v segmentu ozbrojených a bezpečnostních složek ve střední Evropě, cílem je však více se prosadit i v západní Evropě (zejména pak v Německu). A právě akvizicí Coltu zesílená tržní pozice podle našeho názoru poskytuje České zbrojovce větší šance na získávání větších kontraktů s armádami a policejními sbory v západní Evropě a rovněž skýtá potenciál nadále rozšiřovat spolupráci s ozbrojenými složkami z afrických a asijských zemí, kde již CZG úspěšně působí.

Tento výše zmíněný aspekt nabírá na významu i z toho důvodu, že prakticky celá Evropa se potýká s poddimenzovaným zbrojním sektorem, kdy řada evropských států nesplňuje podmínku NATO vydávat na obranu 2 % HDP (celá EU cca 1,3 % HDP). Zejména USA v tomto směru tlačí na Evropu, aby výrazněji a rychleji navyšovala obranné rozpočty. V příštích letech tak lze očekávat ze strany evropských států zvyšování výdajů na armádní účely, což je pro Českou zbrojovku příležitost. My ve svých střednědobých predikcích s rostoucím evropským zbrojním trhem počítáme a předpokládáme, že České zbrojovce v letech 2022 – 2024 v Evropě (bez ČR) porostou tržby v průměru o 4,8 % ročně na úroveň 1000 – 1100 mil. Kč.

Vedle toho větší prodeje do armádních a dalších bezpečnostních sborů vylepšují produktový mix společnosti s pozitivním dopadem do marží, výnosů a ziskovosti, když zbraně určené těmto složkám se obecně pohybují ve vyšší cenové kategorii než zbraně pro civilní účely, což je navíc podpořeno potenciálem navyšovat podíl dražších dlouhých zbraní (pušky, samopaly apod.) na úkor levnějších kratších zbraní (pistole).

Koupě Coltu však podle našeho názoru přináší další možnosti rozvoje i v civilním segmentu. Zde se právě o to víc mohou projevit synergické efekty, a to nejen v nákladové oblasti, ale i v obchodním modelu, distribuci a v celkovém zefektivnění prodejních procesů s příznivým dopadem do rozšiřování zákaznické základny a navyšování tržního podílu.

Globální trh se zbraněmi by měl v příštích letech růst, CZG by měla mít potenciál tento trend následovat

Česká zbrojovka navíc kupuje Colt v době, kdy vyhlídky pro střednědobý vývoj globálního trhu s ručními palnými zbraněmi jsou poměrně optimistické. Podle aktuálního reportu BIS Small Arms Market trh v období 2020 – 2025 poroste v průměru o 2,1 % ročně, a to z hodnoty 8,6 mld. USD na 9,6 mld. USD. Mezi hlavní příčiny růstu zpráva uvádí např. čím dál větší militarizaci policejních složek, změny v charakteru boje (válečných konfliktů), boj proti terorismu a obchodování s drogami či modernizace armád.

Česká zbrojovka jakožto mezinárodní dodavatel zbraní tak podle našeho názoru bude mít nadále prostor vykazovat rostoucí hospodaření. Tržby se podle našich predikcí budou ve střednědobém horizontu posouvat k hranici 14000 mil. Kč, resp. vidíme potenciál pro překročení této úrovně. Konkrétně, v roce 2023 odhadujeme meziroční růst tržeb o 5 % k hladině 13758 mil. Kč a v roce 2024 pak navýšení o dalších téměř 3 % na 14132 mil. Kč. Při tomto vývoji výnosů a předpokladu EBITDA marže v rozmezí 20 – 21 % to indikuje posun EBITDA k úrovni 2831 mil. Kč v roce 2023 (+8,7 % y/y), resp. 2935 mil. Kč za rok 2024 (+3,7 % y/y).

Samotný management České zbrojovky dává najevo důvěru v rostoucí trh se zbraněmi. I přes úspěšné minulé období, kdy CZG v posledních třech letech rostla na tržbách, resp. EBITDA zisku v průměru o 14,4 %, resp. 17,5 % ročně, má management vizi nadále udržet rostoucí trend hospodaření s cílem do roku 2025 dosáhnout ročních tržeb dokonce ve výši 1000 mil. EUR (cca 25000 mil. Kč!) a stát se lídrem ve svém sektoru podnikání. To je úroveň, kterou zatím v našem modelu zahrnutou nemáme, nicméně je patrné, že management má ambice se stále více, i prostřednictvím nové akvizice v podobě Coltů, na trhu prosazovat, a to jak v civilním segmentu, tak v segmentu ozbrojených složek.

Dividendová politika

Česká zbrojovka vyplácela dividendy již před svým vstupem na pražskou burzu a na to bude chtít navázat i v následujícím období. Management společnosti při vstupu na burzu loni na podzim indikoval záměr každoročně vyplácet minimálně 33 % čistého zisku. V letošním roce CZG vyplatí dividendu ve výši 7,5 Kč na akcii, což znamená 2% dividendový výnos a dosažení 36% výplatního poměru. Námí předpokládaný rostoucí trend ziskovosti daný akvizičním i organickým růstem by měl v následujících letech znamenat i zvyšující se dividendy. Již v příštím roce by se mohla dividendu vyhoupnout k úrovni 10,9 Kč na akcii (3% dividendový výnos), a to na pozadí námi očekávaného růstu čistého zisku z loňských 677 mil. Kč na 1113 mil. Kč daného zejména akvizicí Coltů. V letech 2023 a 2024 pak predikujeme další posun dividendy na 13,8 Kč, resp. 15 Kč. To vše při konzervativně uvažovaném dividendovém výplatním poměru ve výši 33 %.

Za předpokladu, že Česká zbrojovka v nejbližších letech neuskuteční další větší akvizici/investici, je podle našeho názoru dividendový potenciál ještě výraznější. Česká zbrojovka totiž disponuje silnou rozvahou, silnou likvidní pozicí. Její čisté zadlužení bylo před akvizicí Coltů nulové. Ihned po realizaci akvizice sice stoupne k úrovním kolem 3x násobku EBITDA, nicméně již na konci roku 2021 s příspěvkem provozní ziskovosti ze strany Coltů dle našich odhadů poklesne mezi 2,5 – 2x. V roce 2022 by už mělo čisté zadlužení klesnout do intervalu 2 – 1,5x a ve střednědobém horizontu by se mohlo přibližovat k hranici 1x. Za této konstelace by měla být likvidní pozice, resp. volné cash flow natolik robustní, že vznikne prostor pro alespoň 50% výplatní poměr. V takovémto případě by se dividendu vyplacená v roce 2022 mohla pohybovat na hladině 16,5 Kč na akcii a pro roky 2023, resp. 2024 je podle našich odhadů potenciál vyplácet v blízkosti 20 Kč. Námí očekávaný vývoj ziskovosti, potažmo cash flow a zadlužení tak podle našeho názoru České zbrojovce nabízí při výplatě budoucích dividend určitou flexibilitu s tím, že doposud oficiálně stanovený výplatní poměr na hranici 33 % může být pouze odrazovým můstkem pro vyšší úroveň.

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

2021	2022	2023	2024
7,5	10,9	13,8	15,0

zdroj: odhady Fio banky

Na pozadí rostoucí ziskovosti a předpokladu 33% výplatního poměru očekáváme posun dividendy z aktuálních 7,5 Kč do úrovně 11 – 15 Kč na akcii, což značí 3 – 4% dividendový výnos.

Za předpokladu nerealizace další větší akvizice je však dividendový potenciál vyšší. Nízké zadlužení bude poskytovat prostor realizovat výplatní poměr kolem 50 % znamenající dividendu v rozmezí 16,5 – 22,8 Kč na akcii a tedy 4,5 – 6% dividendový výnos.

Ocenění společnosti
Tabulka č.7: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2021	2022	2023	2024	pokračující fáze
risk free rate (%)	1,80	1,90	2,00	2,10	2,50
market return (%)	9,20	9,30	9,40	9,50	10,0
beta	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
equity risk premium (%)	6,29	6,29	6,29	6,29	6,38
cost of equity (%)	8,09	8,19	8,29	8,39	8,88
cost of debt (%)	2,20	2,45	2,70	2,95	3,50
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	1,76	1,96	2,16	2,36	2,80
equity weight	0,53	0,59	0,65	0,72	0,72
debt weight	0,47	0,41	0,35	0,28	0,28
WACC (%)	5,09	5,61	6,17	6,70	7,17

zdroj: odhady Fio banky, Bloomberg

Tabulka č.8: Model diskontovaného cash flow

v mil. Kč	2021	2022	2023	2024
EBIT	1 446	1 877	2 100	2 205
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPLAT	1 156	1 502	1 680	1 764
odpisy	550	707	709	708
CAPEX	497	675	690	700
změna ČPK	810	617	621	635
CF to the firm	399	917	1078	1137
DCF	255	822	900	877
sum of DCF	2 854			
terminal value	17 702			
čistý dluh	4 510			
equity value	16 046			
počet emitovaných akcií (mil. ks)	33,7			
cílová cena (CZK)	476			

zdroj: výpočty a odhady Fio banky

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti Česká zbrojovka 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 vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (vážený průměr výnosu amerického a českého desetiletého státního dluhopisu) a prémie za riziko vycházející z dlouhodobé výnosové míry akciového indexu PX.

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				
	6,77%	6,97%	7,17%	7,37%	7,57%
0,6%	484	467	452	437	423
0,8%	498	480	463	448	433
1,0%	512	493	476	459	444
1,2%	528	508	489	471	455
1,4%	544	523	503	485	467

zdroj: odhady Fio banky

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Etablovaný výrobce zbraní s dlouholetou tradicí.
- Lídr 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 nyní po akvizici amerického Coltů snižuje.
- Citlivost čisté ziskovosti na pohyby měnových kurzů.

• Příležitosti

- Akvizice amerického výrobce zbraní Colt.
- Prostřednictvím akvizice Coltů možnosti dalšího rozvoje na severoamerickém trhu, především výrazné posílení v tamním segmentu ozbrojených a bezpečnostních složek – kontrakty na federální a státní úrovni.
- Akvizice Coltů obecně výrazněji posiluje tržní pozici České zbrojovky na mezinárodním poli – vzniká potenciál se více prosadit na evropském trhu ozbrojených a bezpečnostních složek.
- Navyšování armádních rozpočtů evropských zemí z důvodu plnění závazku vůči NATO vydávat na armádní účely 2 % HDP.
- Spolupráce (joint venture) s maďarskou státní zbrojní firmou HM Arzenal ohledně přezbrojení maďarské armády.

• 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.

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 a VGP.

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 reprodukování 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 zájmům 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**