

COLT CZ GROUP

Čas vystřelit

2. prosince 2024

Česká republika

Zbrojařský průmysl

mil. Kč	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Tržby	25 332	27 358	29 410	31 381	33 358
% růst	16,0 %	8,0 %	7,5 %	6,7 %	6,3 %
EBITDA	5 405	5 988	6 555	7 119	7 701
EBITDA marže	21,3 %	21,9 %	22,3 %	22,7 %	23,1 %
NOPAT	2 889	3 235	3 573	4 114	4 495
Kapitálové výdaje	-1 216	-1 368	-1 471	-1 569	-1 688
Odpisy a amortizace	1 748	1 893	2 032	1 912	2 011
WACC	8,89 %	8,93 %	8,96 %	8,99 %	9,02 %
FCF	2 979	3 464	3 868	4 144	4 516
Celkový dluh	18 170	16 951	15 733	14 514	9 638

Zahajujeme nové analytické pokrytí společnosti COLT CZ s **cílovou cenou 832 Kč (+35 %) a doporučením KOUPIT**. Vzhledem k bezprostřední válce v Evropě, zvýšeným výdajům ze strany států NATO a zvýšenému zaměření společnosti na zakázky pro policii a ozbrojené složky sdílíme optimistický výhled na akcie společnosti Colt CZ. I když akcie od svého IPO na podzim 2020 vzrostly z 290 Kč na dnešních 618 Kč (+113 %), stále vidíme prostor pro další růst díky významné síle akvizic a organického růstu.

- Colt CZ se zaměřuje na výrobu dlouhých a krátkých zbraní pro komerční a armádní účely. V poslední době se také díky akvizici Sellier & Bellot stane významným hráčem na trhu s municí.
- Colt CZ je stabilní společnost s vyšší ziskovostí (EBITDA marže historicky kolem 20 %), pozitivním cash flow a poměrně **vysokým dividendovým výnosem**, který se momentálně pohybuje okolo **4,9 %**.
- Pro valuaci používáme tradiční metodu diskontovaných peněžních toků a jako diskontní míru používáme vážený průměr nákladů kapitálu (WACC) ve výši 8,89 %. WACC se vyvíjí s klesajícím poměrem mezi dluhem a vlastním kapitálem.
- I díky akvizici Sellier & Bellot by se **v roce 2025 měly tržby přehoupnout přes 25 mld. Kč** a zisk před úroky, zdaněním a odpisy (EBITDA) by měl dosáhnout 5 mld. Kč. V letech 2026-2029 uvažujeme konzervativnější růst v rozmezí 6-8 %, který je v souladu s odhadem¹ růstu trhu se zbraněmi a municí (+7,5 % ročně).
- Společnost za svou existenci nashromáždila relativně vysokou dluhovou zátěž a čistý dluh v prvním pololetí 2024 činil 15,6mld Kč. Ačkoli se dluhová páka v H1/24 vyšplhala na 3,2násobek EBITDA zisku, díky zrychlenému úpisu akcií v říjnu 2024 je **čistý dluh/EBITDA na 2,41**.
- Management se však nechal slyšet, že se bude snažit pohybovat okolo 2násobku, což by byl vhodný odrazový můstek pro další akvizice.
- Coltu hrálo do karet také to, že přes 80 % akcionářů si nechalo vyplátit dividendu ve formě akcií, což ušetřilo společnosti přes 1,2 mld. hotovosti.
- Cílová cena vyplývající z našeho DCF modelu je **832 Kč za akcii** a při současné ceně 618 Kč za akcii (+35 %) odpovídá doporučení **KOUPIT**.

¹ <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/weapons-and-ammunition-market>

KOUPIT

6M Cílová cena 832 Kč

Dividenda 30 Kč

Současná cena 618 Kč

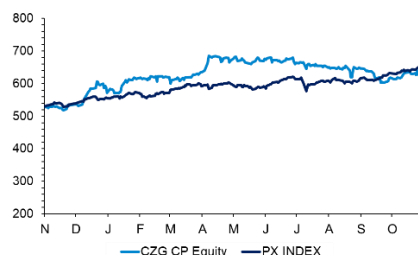
6M Celkový výnos +35 %

 ISIN CZ0009008942
 Bloomberg CZG CP Equity

 Tržní kapitalizace 34,9 mld. Kč
 Počet akcií 56,5m
 Free-float 23,8 %

Výnos **1M 3M 12M**
 Absolutně +0,5 % -4,6 % +23,0 %
 Rel. k PX Index -2,5 % -10,5 % -7,1 %

12M performance vs. index:



Jakub Blaha
 Equity Analyst
 +420 777 747 667
 blaha@patria.cz

OBSAH

EXECUTIVE SUMMARY	- 3 -
PROFIL SPOLEČNOSTI	- 3 -
TRŽNÍ PROSTŘEDÍ A VÁLKA NA UKRAJINĚ	- 5 -
M&A AKTIVITY	- 5 -
AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA.....	- 6 -
ORGANIZAČNÍ STRUKTURA	- 8 -
MANAGEMENT.....	- 8 -
FINANČNÍ SITUACE	- 9 -
OČEKÁVANÝ VÝVOJ	- 13 -
SWOT ANALÝZA	- 14 -
OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI.....	- 15 -
RIZIKA VALUACE.....	- 17 -
POROVNÁNÍ S KONKURENCÍ.....	- 19 -
FINANČNÍ UKAZATELE	- 20 -

EXECUTIVE SUMMARY

Obranný průmysl se v posledních letech stal výkladní skříní české ekonomiky. Jedná se také o průmysl, ve kterém se Česká republika podílí od vývoje až po finální výrobek. Toto odvětví se dostalo do popředí zejména díky zvýšeném důrazu na obranu po invazi Ruska na Ukrajinu.

Colt CZ (tehdy ještě pod jménem CZG – Česká zbrojovka Group) vstupoval na Pražskou burzu na podzim roku 2020 za upisovací cenu 290 Kč za akcii. Prostředky z úpisu akcií skupina použila v únoru 2021 na akvizici americké společnosti Colt.

Po strmém růstu následovalo rozšíření portfolia o muniční divizi, když Colt CZ v červnu 2023 akvíroval švýcarského výrobce munice swissAA Holding AG. Tato divize byla v prosinci 2023 dále rozšířena o českého výrobce Sellier & Bellot v transakci přesahující 700 mil. USD. Díky této akvizici a organickému růstu se předpokládá, že tržby skupiny v roce 2025 přesáhnou 1 mld. EUR.

Z regionálního hráče se tedy stal lídr globálního charakteru a skupina se značně zvětšila, když z tržeb 6,9 mld. Kč v roce 2020 mají letos výnosy podle managementu dosáhnout 20-22 mld. (+32 % ročně).

K akvizicím Colt používal mix hotovosti, akcií a dluhu, který se v prvním pololetí roku 2024 vyšplhal až nad 3násobek EBITDA zisku. Tuto hranici však management považuje za pomyslné maximum a chystá se postupně čistý dluh dostat do rozmezí 2-3násobku EBITDA zisku. Jen v příštím roce by se z celkové částky 15,6 mld. Kč mělo splatit 1,6 mld. Kč.

Při výsledcích za třetí čtvrtletí 2024 Colt poskytl náhled na dluhovou zátěž skupiny po zrychleném úpisu akcií z října, kdy se upsalo 3,9 milionu nových akcií při ceně 575 CZK za kus, což skupině pomohlo dodatečně vygenerovat 2,24 miliard CZK v hotovosti.

Colt CZ zároveň roste i organicky, jelikož se postupně přesunul od prodeje z komerčního segmentu do segmentu vojenských a policejních složek (M&LE), který je lukrativnější. Za prvních 9 měsíců 2024 činil poměr 51 % vs. 49 % ve prospěch komerční divize. Ještě před rokem však byl poměr 62 % vs. 38 %. Management se zavázal, že by rád udržel do budoucna tento poměr 1 ku 1.

Sečteno a podtrženo, Colt CZ nabízí podle nás vhodnou investiční příležitost a doporučujeme akcie **KOUPIT** s cílovou cenou 832 Kč. Zbrojařský průmysl, díky závazkům států NATO vynaložit minimálně 2 % HDP na obranu, zažívá strukturální boom, který není krátkodobého charakteru. Větší orientace na ML&E sektor zajistí společnosti státní zakázky s vyšší ziskovostí, které ještě Colt bude schopen naškálovat stále se rozrůstajícím portfoliem produktů.

PROFIL SPOLEČNOSTI

Colt CZ Group SE je jedním z předních světových výrobců zbraní a munice

Colt CZ Group SE je společně se svými dceřinými společnostmi jedním z předních světových výrobců ručních palných zbraní a munice pro ozbrojené složky, osobní obranu, lov, sportovní střelbu a další komerční využití. Společnost nabízí širokou škálu zbraní, které lze rozdělit na dvě hlavní kategorie: krátké a dlouhé zbraně. Z celkového počtu tvoří krátké zbraně 58 % a dlouhé zbraně 42 %².

² Zdroj: Colt CZ 3Q 2024 investor presentation

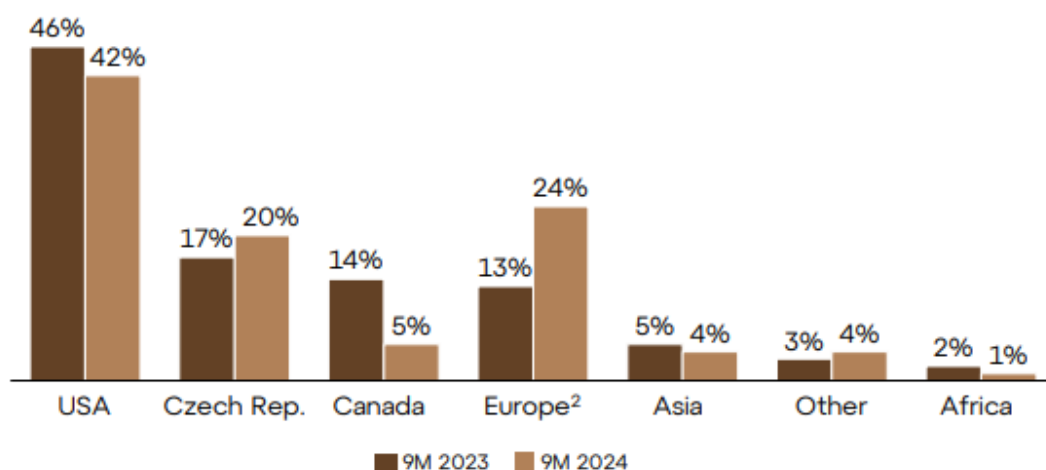
Výrobky Coltu jsou uváděny na trh a prodávány zejména pod značkami Colt, CZ (Česká zbrojovka), Colt Canada, CZ-USA, Dan Wesson, Sellier & Bellot, swissAA, Spuhr a 4M SYSTEMS. Do skupiny patří společnosti Colt, Česká zbrojovka, Colt Canada, CZ-USA, 4M Systems, Spuhr i Dalby, swissAA a Colt CZ Defence Solutions.

Skupina Colt CZ sídlí v České republice a ve svých výrobních závodech v České republice, Spojených státech, Kanadě, Švédsku, Švýcarsku a Maďarsku zaměstnává více než 3 600 lidí. Společnost má dlouhou historii, sahající až do roku 1936, kdy byla v Uherském Brodě založena továrna na střelné zbraně. Původně se jmenovala Česká zbrojovka, ale v roce 2022 došlo k přejmenování na Colt CZ Group po akvizici společností Colt Holding Company.

Po vstupu skupiny na burzu v roce 2020 došlo k jejímu výraznému rozšíření. V roce 2021 Skupina ke své stávající výrobě v České zbrojovce a.s. ("CZUB" nebo "Česká zbrojovka") v České republice připojila amerického výrobce střelných zbraní Colt's Manufacturing Company LLC v USA a jeho kanadskou sesterskou společnost Colt Canada Corporation. V roce 2022 Společnost dokončila akvizici švédského výrobce optických montážních řešení Spuhr i Dalby AB. V roce 2023 koupila společnost swissAA Holding AG, švýcarského výrobce střeliva malého kalibru. V témže roce také podepsala smlouvu o koupi akcií společnosti Sellier & Bellot.

Skupina dodává své výrobky do více než 90 zemí po celém světě. Hlavními trhy podle kategorií zákazníků jsou vojenský trh, policie a bezpečnostní složky (M&LE) a komerční trh. Nejvýznamnějším trhem jsou Spojené státy, kde Colt CZ generuje přibližně 42 % svých příjmů. Akvizicí společnosti Colt Holding Company si firma zajistila přístup na kanadský trh, kde v současnosti dosahuje přibližně 5-10 % svých příjmů (podle sezónnosti). Vzhledem k úzkému partnerství s českou armádou vykazuje společnost značné příjmy také v České republice, kde se jejich podíl pohybuje mezi 17–20 % celkových příjmů. V Evropě momentálně společnost generuje 24 % svých celkových příjmů. Konsolidace společnosti Sellier & Bellot ovlivnila regionální rozložení tržeb – vyšší podíl získala Evropa. Podíly Afriky a Asie se pohybují v jednociferných procentech. Co se segmentů týče, tak dříve dominoval civilní segment v prodejním mixu, ale díky akvizičnímu i organickému růstu Colt CZ výrazně zvyšuje prodeje i u ozbrojených složek. Podíl ozbrojených složek na celkovém mixu směřuje k padesáti procentům.

REVENUE BREAKDOWN¹ BY GEOGRAPHY



Zdroj: Colt CZ 3Q 2024 investor presentation

TRŽNÍ PROSTŘEDÍ A VÁLKA NA UKRAJINĚ

Co se týče exportu zbraní, válka na Ukrajině měla na celkové tržby společnosti jen malý dopad, neboť dodávky zbraní a balistické ochrany ukrajinské vládě tvořily méně než pět procent celkových tržeb skupiny. Současná bezpečnostní situace a ozbrojený konflikt na Ukrajině však mohou vést ke zvýšené poptávce po výrobcích ze strany zákazníků z řad ozbrojených sil. V březnu 2022 společnost uzavřela dodatek k rámcové smlouvě z dubna 2020 na dalších pět let na nákup ručních palných zbraní s Ministerstvem obrany České republiky, který byl sjednán v přímé souvislosti s ruskou invazí na Ukrajinu. Dodatek umožňuje Armádě ČR čerpat dodávky zbraní v hodnotě až o 1,18 miliardy Kč vyšší, než byl původně dohodnutý limit 2,35 miliardy Kč.

V dubnu 2023 kanadské ministerstvo národní obrany oznámilo dodávku 21 000 útočných pušek na Ukrajinu v celkové hodnotě 59 milionů kanadských dolarů. Zakázka byla zadána společnosti Colt Canada a dodávka byla dokončena během 2. a 3. čtvrtletí roku 2023. V listopadu 2023 kanadská vláda oznámila, že dodá Ukrajině dalších 11 000 pušek a více než 9 milionů nábojů v hodnotě 60 milionů CAD, které dodá společnost Colt Canada.

V únoru 2024 Česká zbrojovka podepsala s ukrajinskou státní společností Ukroboronprom Dohodu o společném záměru pro montáž pušek CZ BREN 2 na Ukrajině.

V červenci 2024 dceřiné společnosti Skupiny, CZUB a Sellier & Bellot, podepsaly smlouvy s ukrajinskou státní společností Ukroboronprom v rámci česko-ukrajinských mezivládních konzultací. Sellier & Bellot a Ukroboronprom se dohodly na spolupráci při výrobě několika typů malorážového střeliva na Ukrajině, kdy Sellier & Bellot dodá ukrajinské straně technologii pro výrobu střeliva.

M&A AKTIVITY

Colt byl v poslední době velmi aktivní na poli fúzí a akvizic. Potvrzuje to jak nákup 100 % akcií švýcarského výrobce munice společnosti swissAA Holding AG z června roku 2023, tak naposledy oznámená akvizice české společnosti Sellier & Bellot. Domníváme se, že skupina po dosažení rozumné dluhové úrovně bude v této strategii pokračovat.

Colt 16. května 2024 dokončila akvizici výrobce malorážové munice Sellier & Bellot za cenu 703 milionů USD a vydala nové akcie.

Skupina Colt CZ získala 100 % akcií společnosti Sellier & Bellot a.s. za kombinaci peněžního plnění ve výši 350 milionů USD (cca 8,2 mld. Kč) a emise 13,48 mil. nových akcií Colt CZ. Celková cena akvizice v součtu činí 703 milionů USD (16,4 mld CZK) po odečtení čistého dluhu Sellier & Bellot.

Prodávající společnost CBC Europe S.à r.l. tímto nabyla 27,7 % podíl na základním kapitálu Colt CZ Group. Nové akcie byly vydány k datu 16. května 2024 a společnost Sellier & Bellot vstupuje do konsolidace skupiny rovněž k tomuto datu. Akvizice byla financována kombinací stávajících hotovostních zdrojů a dluhového financování bankovními úvěry splatnými do roku 2029³.

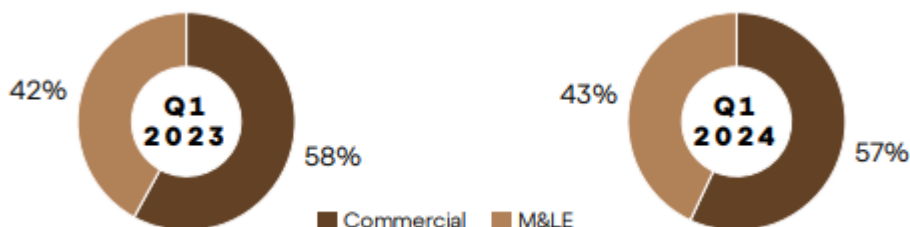
Firma Sellier & Bellot byla založena v roce 1825. Zabývá se výrobou munice pro komerční trh a M&LE. Sídlo a výrobní závod společnosti se nachází ve Vlašimi. Firma zaměstnává 1 630 zaměstnanců a veškeré součástky, kromě střelného prachu, jsou vyráběny interně. Sellier & Bellot je rovněž významným dodavatelem střeliva pro vojenské a ozbrojené složky po celém světě.

Generální ředitel Sellier & Bellot, Radek Musil, se nechal slyšet, že společnost má vyprodanou výrobní kapacitu pro letošní rok a značnou část pro rok 2025. Zatímco před

³ Tento úvěr má úrok vázaný na 3M EURIBOR + marži.

několika lety byla hlavním motorem globálního trhu poptávka z komerčního trhu ve Spojených státech, nyní je hlavní silou vojenská poptávka z Evropy. Společnost se snaží upřednostňovat dodávky pro ukrajinskou armádu, kdykoli se objeví požadavek. Munice pro armádu a policejní složky v Q1/24 tvořilo 43 % prodeje společnosti.

Tržby S&B za 1. čtvrtletí 2023 vs. 1. čtvrtletí 2024 podle segmentů



Zdroj: Colt CZ 1Q 2024 investor presentation

Ze čtvrtletní zprávy za Q1 společnosti Colt vyplývá, že Sellier & Bellot by měl v roce 2024 přispět k tržbám a EBITDA zisku 7 mld. CZK (pro forma), respektive 1,85 mld. CZK. To odpovídá EBITDA marži 26,4 %, což je znatelně víc než zbytek skupiny, který měl v poslední době marži mezi 17-21 %. Transakce proběhla za zhruba 8,5násobek očekávané EV/EBITDA za rok 2024. Vzhledem k tomu, že se společnosti ve zbrojařském průmyslu momentálně obchodují za 9,7x očekávané EV/EBITDA⁴, hodnotíme transakci jako rozumně naceněnou.

Skupina Colt CZ pokračuje v hledání akvizičních příležitostí v oblastech, které se vyznačují vysokou mírou moderních technologií, jako je optika, optoelektronika a další moderní příslušenství pro střelné zbraně. Novým trendem, který skupina sleduje, je zavádění autonomních zbraňových systémů a dálkově ovládaných zbraňových stanic v rámci M&LE divize. Kvůli omezené možnosti v emisi nových akcií⁵ ale předpokládáme, že v blízké době nedojde k žádné významné akvizici typu S&B, která by převyšovala hodnotu 10 mld. Kč.

AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA

Skupina je z 51,8 % vlastněna holdingem Česká zbrojovka Partners SE, z 24,3 % CBC Europe S.à r.l. a zbývajících 23,8 % tvoří veřejně obchodované akcie (free float). Během letošního roku 2024 se však vlastnická struktura významně změnila:

Při koupi Sellier & Bellot se počet akcií zvýšil o 13,5 milionu

Dne 16. května 2024 navýšila Společnost svůj základní kapitál o 1 347 644 Kč prostřednictvím emise zaknihovaných akcií ve výši 13 476 440 kusů akcií. Emisní kurz jedné nové akcie byl stanoven smluvním mechanismem na základě auditovaných výsledků hospodaření za rok 2023 společností Colt CZ a Sellier & Bellot a odpovídal částce 24,11 EUR za jednu akcii.

Colt CZ v červnu 2024 zvýšil kapitál při plnění opčního plánu

26. června 2024 společnost Colt Group SE oznámila, že zvýšila svůj základní kapitál o 173 510 Kč prostřednictvím emise 1,735 mil. nových akcií. Důvodem zvýšení základního kapitálu bylo plnění první části akciového opčního plánu.

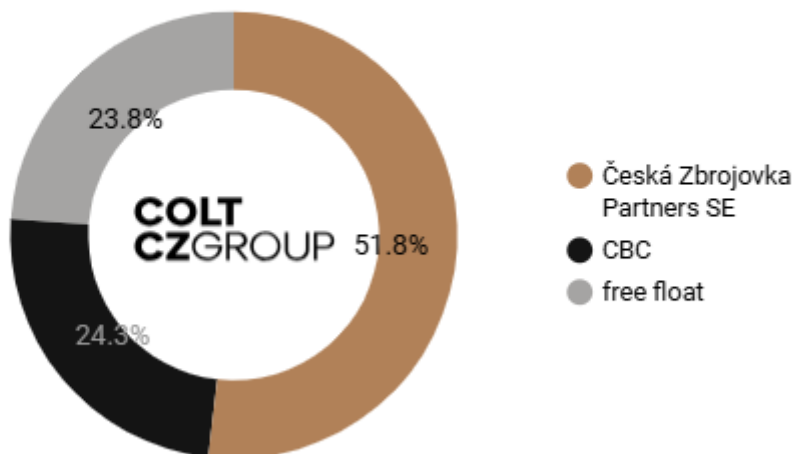
Osoby vybrané představenstvem, včetně zaměstnanců a členů statutárních orgánů, měly možnost účastnit se emise nových akcií. Tito zájemci byli povinni zaplatit nominální hodnotu (emisní kurz) ve výši 0,1 Kč na akcii nejpozději do jednoho měsíce od upsání akcií. Nové akcie budou mít stejná práva jako již existující akcie. Celkový počet akcií vzrostl z původních 48,6 mil. na 50,4 mil.

⁴ Zdroj: Bloomberg

⁵ Dluhopisové kovenanty obsahují podmínku, která limituje podíl Česká Zbrojovka Partners SE dostat se pod 50 % celkového počtu akcií.

Navýšením kapitálu došlo ke změně podílu free float, který se po emisi zvýšil na 20,4 % (nové akcie jsou zahrnuty do free floatu). Podíl většinového vlastníka Česká zbrojovka Partners SE po úpisu nových akcií činil 52,8 % a podíl CBC Europe S.à r.l. byl 26,8 %.

VLASTNICKÁ STRUKTURA K 18. 10. 2024



Zdroj: Coltczgroup.com

80 % akcionářů si nechalo vyplatit dividendu ve formě nových akcií

Společnost Colt Group SE oznámila, že dne 23. srpna 2024 bylo do obchodního rejstříku zapsáno zvýšení základního kapitálu o 219 407,80 Kč vydáním nových zaknihovaných akcií v počtu 2 194 078 kusů. Emisní kurz jedné upisované akcie činí 570 Kč. Zvýšení základního kapitálu a upsání nových akcií bylo provedeno v souvislosti s výplatou dividend ve formě nových akcií. Vydáním 2 194 078 kusů nových akcií se celkový počet akcií zvýšil z 50,4 mil. kusů na 52,6 mil. kusů.

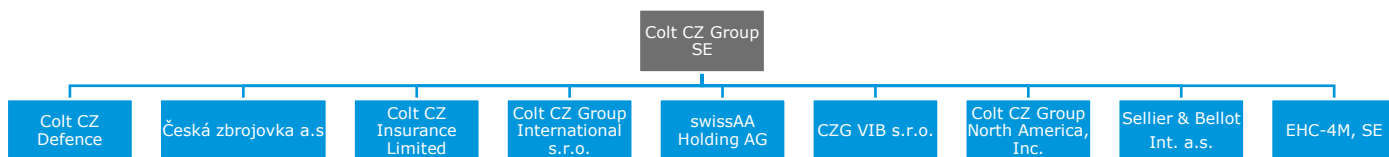
Na základě uvedených údajů je zřejmé, že zájem o výplatu dividendy formou akcií byl letos enormní. S objemem emitovaných akcií ve výši 2,19 milionu kusů a emisním kurzem 570 Kč na akcii firma ušetří na hotovostních výdajích při výplatě dividendy přibližně 1 250,6 miliardy Kč. Celková letošní dividendy by měla činit hrubě 1 511 milionů Kč (50 368 950 kusů x 30 Kč). Úspora 1,25 miliardy Kč bude mít velmi pozitivní vliv na letošní cash flow, a pomůže Coltu udržet úroveň zadlužení pod 3násobem EBITDA zisku ke konci roku 2024.

Vypořádání transakce související s akvizicí S&B

V rámci akvizice společnosti S&B, Colt CZ převzal závazek zvýšit základní kapitál emisí nových akcií v hodnotě odpovídající 100 milionům amerických dolarů ve lhůtě do 31.12.2025. Mezi body programu bylo navýšení základního kapitálu až o 390 tis. Kč skrze vydání nejvýše 3 900 000 zaknihovaných akcií po 0,10 Kč/akcie.

18. října 2024 Colt CZ zvýšil svůj základní kapitál o 390 000 Kč emisí 3 900 000 nových zaknihovaných akcií za emisní kurz 575 Kč na akcii. Toto zvýšení bylo schváleno představenstvem na základě pověření valnou hromadou. Akcie byly nabídnuty institucionálním investorům v rámci zrychleného úpisu. Celkový počet akcií se zvýšil z 52 563 028 na 56 463 028, což vedlo k ředění podílu akcionářů o 7,4 %. Po úpisu nové akcie vlastní Česká zbrojovka Partners SE 51,8 %, CBC Europe S.à r.l. 24,4 % a free float tvoří 23,8 % akcií.

ORGANIZAČNÍ STRUKTURA



Zdroj: *Coltczgroup.com, Patria Finance*

Colt CZ Group SE je holdingovou společností založenou v roce 2013

Colt CZ Group SE (před rokem 2022 známá jako CZG – Česká zbrojovka Group SE) je český holding se sídlem v Praze. Byla založena v lednu 2013, ale značky, které zahrnuje, mají mnohem delší historii (Colt vznikl v roce 1836 a Česká zbrojovka v roce 1936). Holding v jednotlivých firmách, které jsou řízeny samostatně, vlastní 100% podíl. V říjnu 2020 uzavřela společnost svou veřejnou nabídku akcií na pražské burze. Akcie společnosti jsou rovněž kótovány na burze RM-SYSTÉM.

MANAGEMENT

Představenstvo společnosti tvoří šest členů: Jan Drahota, Josef Adam, Jan Holeček, Dennis Veilleux, Jan Zajíc a nově i Radek Musil. Společnost po akvizici Sellier & Bellot uvedla, že Radek Musil, generální ředitel Sellier & Bellot, bude zvolen jako člen představenstva Colt CZ se zodpovědností za segment Ammunition/Munice. Právě pan Musil stojí za historickým úspěchem Sellier & Bellot, jelikož je ve vedení společnosti již více než 25 let.



Jan Drahota
Předseda představenstva



Josef Adam
Mistopředseda představenstva



Jan Holeček
Člen představenstva



Dennis Veilleux
Člen představenstva



Jan Zajíc
Člen představenstva



Radek Musil
Člen představenstva

Zdroj: *Coltczgroup.com*

CEO Jan Drahota má letité zkušenosti z investičního bankovníctví.

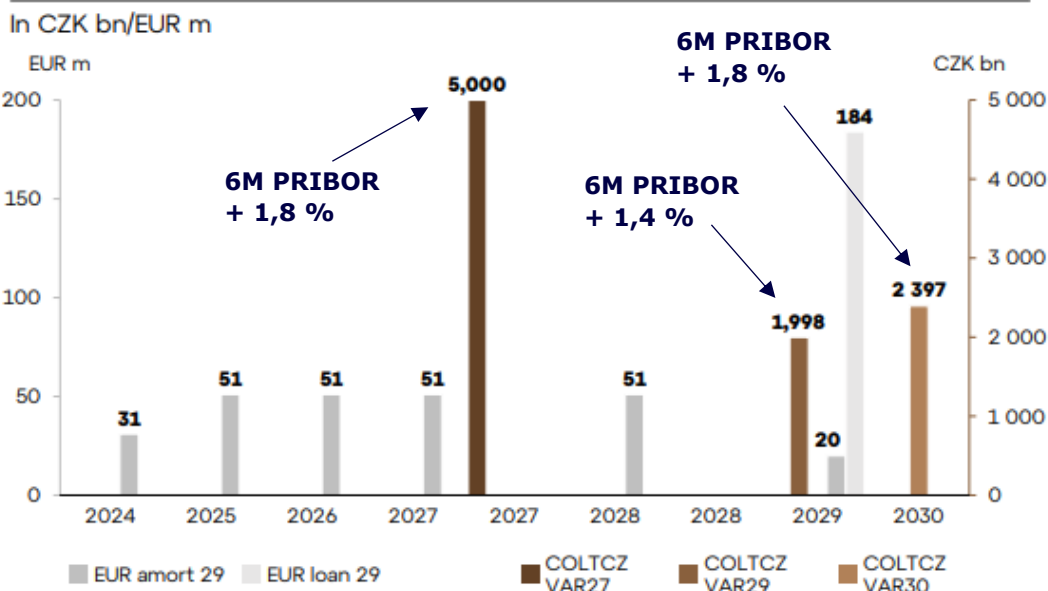
Jan Drahota stojí v čele skupiny Colt CZ jako CEO a předseda představenstva od července 2021, do skupiny nastoupil v roce 2014. Ve své kariéře působil také v investičním bankovníctví ve společnosti Sociétés Générales a na nevykonných vedoucích pozicích ve společnostech ČEPS a Česká exportní banka. Jeho předchozí praxe z investičního bankovníctví se ihned po jeho nástupu do role CEO promítla do nové strategie celé skupiny.

FINANČNÍ SITUACE

Colt má všechny úroky na dluhopisech vázané na referenční sazbu 6M PRIBOR.

Colt CZ má momentálně emitované 3 sady dluhopisů, a to v hodnotě 5 mld. (2027), 1,99 mld. (2029) a 2,39 mld. (2030) CZK. Všechny 3 dluhopisy mají kupón vázaný na referenční sazbu 6M PRIBOR s marží 1,8 %, 1,4 % a 1,8 %. Vzhledem k aktuálnímu výhledu kroků ze strany ČNB můžeme očekávat, že 6M PRIBOR bude postupně klesat a tím i úrok vyplácený ze strany Coltu. Momentálně se však vyšší úrok zařazuje do čisté marže a za prvních devět měsíců Colt odreportoval čistý zisk o 12,8 % nižší než loni.

EXPECTED DEBT MATURITY PROFILE (INC. ACQUISITION FINANCING)

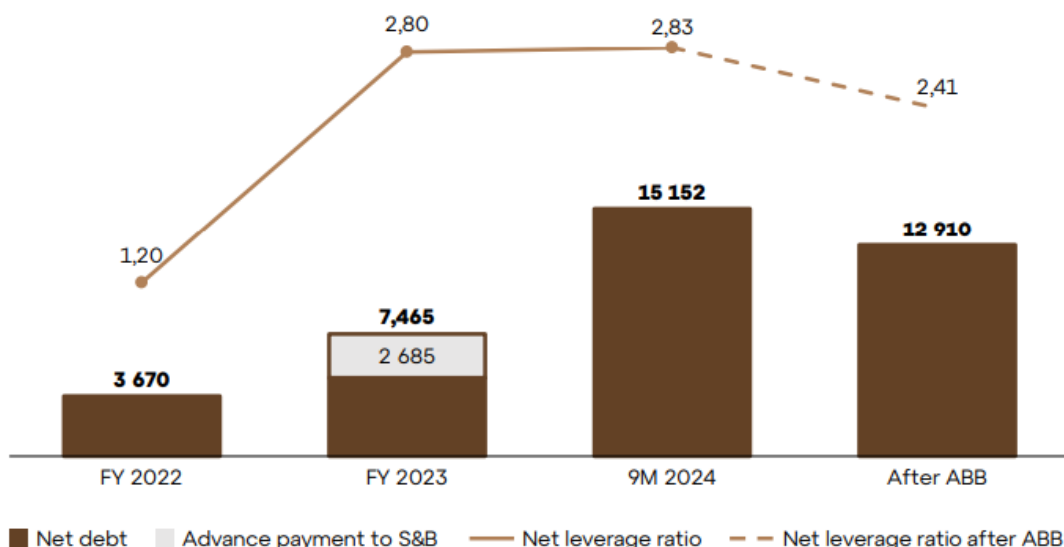


Zdroj: Colt CZ 3Q 2024 investor presentation

V roce 2023 Colt zaznamenal skokový nárůst čistého finančního dluhu, který byl způsoben předčasným splacením akvizice společnosti S&B. Navzdory tomuto zvýšení dluhu má společnost pro-forma čistou finanční páku, která se za první pololetí vyšplhala na úroveň 3,2násobku hrubého zisku (EBITDA), aby následně po Q3 výsledcích spadla na 2,41x.

NET FINANCIAL DEBT¹ & NET LEVERAGE RATIO²

In CZK m



Zdroj: Colt CZ 3Q 2024 investor presentation

Colt se ale, podle našich odhadů, díky nové emisi a silnému provoznímu cash flow bude schopen dostat znovu na úroveň kolem 2x ke konci roku 2025, což by uvolnilo prostor pro další významné akvizice. Finanční plány předpokládají, že akviziční úvěr bude úspěšně splacen do roku 2029.

Společnost dále neplánuje předčasně splatit žádný z dluhopisů, a tak v analýze uvažujeme pouze splacení syndikované půjčky, jejíž nominální hodnota činí 51 mil. EUR ročně. Jelikož Colt uvedl v dluhovém profilu splátku 31 mil. EUR do konce roku 2024, uvažujeme toto splacení pro účel naší analýzy.

Colt historicky vyplácel 50 % zisku ve formě dividend. Při vzniklé amortizaci po transakci S&B se ale musí dividendová politika přehodnotit

Colt za rok 2023 vyplatil hrubou dividendu 30 CZK na akcii, což odpovídalo 60 % výplatnímu poměru s výnosem nad 4,5 %. Stejná částka byla vyplacena i na dividendě v roce 2024. Akcionáři si mohli na základě svého uvážení vybrat mezi dividendou v hotovosti a dividendou z akcií. Ex-date byl naplánován na 3. července 2024. Emisní kurz jedné nové akcie určilo představenstvo jako 570 Kč. 80 % akcionářů se rozhodlo pro dividendu ve formě akcií a Colt CZ tak ušetřil 1,25mld. Kč na hotovosti.

Management se však nechal slyšet, že bude muset dividendovou politiku přehodnotit, a to kvůli zvýšené amortizaci goodwillu z akvizice Sellier & Bellot, která zapříčinila propad čistého zisku. Tato amortizace je však pouze účetní položkou, a proto sama o sobě nesnižuje schopnost platit dividendu. Vedení tedy nemá v plánu dividendu snižovat na 50 % zisku, ale výplatní poměr zvednout tak, aby byla dividendy minimálně 30 CZK.

	2020	2021	2022	2023	2024 H1*	2024E
Pozemky, budovy a zařízení	2 051	2 810	3 066	4 281	9 464	9 223
Nehmotná aktiva	770	3 505	3 462	3 414	11 016	10 145
Finanční deriváty	436	171	1 181	1 013	943	783
Dlouhodobé pohledávky	299	70	42	86	56	61
Cenné papíry a podíly v ekvivalenci	111	109	39	2 731	45	45
Goodwill	281	2 390	2 457	2 547	8 178	8 412
Dlouhodobá aktiva celkem	3 948	9 057	10 248	14 073	29 703	28 670
Zásoby	1 623	2 862	3 798	5 298	7 890	8 065
Pohledávky	720	1 359	1 658	2 126	3 863	4 101
Finanční deriváty	93	156	217	149	131	176
Daňové pohledávky	34	6	-	94	128	148
Peníze a peněžní ekvivalenty	2 359	3 573	3 583	4 237	4 998	7 342
Krátkodobá aktiva celkem	4 829	7 957	9 255	11 904	17 009	19 832
Aktiva celkem	8 776	17 013	19 504	25 977	46 712	48 502

	2020	2021	2022	2023	2024 H1*	2024E
Základní kapitál	3	3	3	4	5	5
Kapitálové fondy	1 655	1 642	1 642	1 642	1 642	1 642
Emisní ážio	723	1 139	1 366	1 943	9 971	13 681
Fondy ze zajištění peněžních toků	162	120	1 068	600	420	96
Fond z přepočtu cizích měn	-48	-201	-326	-143	-117	-106
Kumulované zisky	2 028	2 539	3 928	5 230	4 683	5 689
Vlastní kapitál celkem	4 523	5 242	7 681	9 275	16 604	21 007
Dluhopisy, bankovní úvěry a půjčky	2 250	4 973	6 973	9 041	18 942	18 170
Finanční deriváty	268	271	29	244	252	343
Závazky z nájemních smluv	76	33	47	62	59	54
Odložené daňové závazky	324	790	731	723	3 092	2 779
Rezervy	1	64	24	76	116	116
Ostatní dlouhodobé závazky	7	763	535	312	327	327
Dlouhodobé závazky celkem	2 926	6 892	8 338	10 458	22 788	21 789
Dluhopisy, bankovní úvěry a půjčky	41	2 318	209	2 574	1 614	1 614
Finanční deriváty	55	20	39	11	17	15
Závazky z nájemních smluv	11	21	24	26	25	26
Ostatní krátkodobé závazky	1 197	2 394	2 892	3 461	5 474	3 871
Daňové závazky	13	76	269	142	140	130
Rezervy	11	51	51	30	50	50
Krátkodobé závazky celkem	1 328	4 879	3 484	6 244	7 321	5 705
Závazky celkem	8 776	17 013	19 504	25 977	46 712	48 502

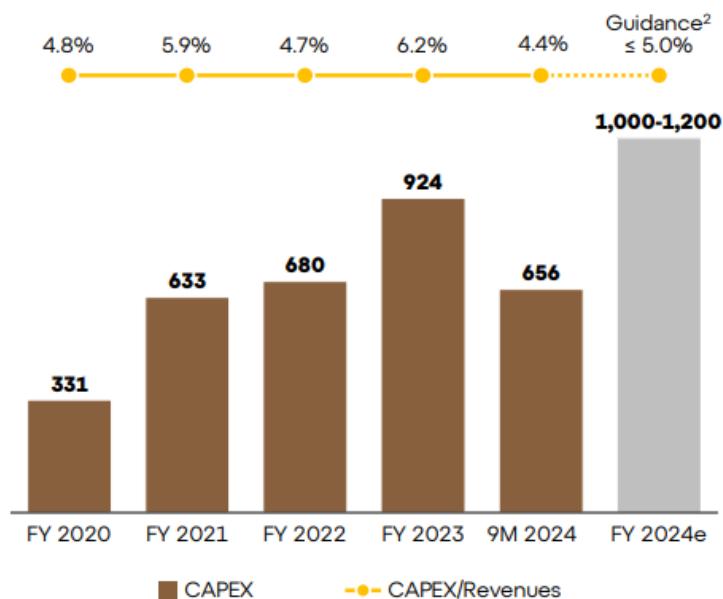
* Stavová rozvaha v období 2024 H1 zohledňuje konsolidaci po akvizici Sellier & Bellot

Zdroj: Coltczgroup.com, Patria Finance

Plán Coltu je držet kapitálové výdaje vzhledem k tržbám pod 5 %

CAPITAL EXPENDITURES¹

CZK m/%



Zdroj: Colt CZ 3Q 2024 investor presentation

V prvních devíti měsících roku 2024 byly uskutečněny kapitálové výdaje (CAPEX), které jsou v souladu s ročním výhledem CAPEX. Tento výhled předpokládá, že celkové kapitálové výdaje nebudou přesahovat 5 % ročních příjmů.

V rámci těchto kapitálových výdajů byly realizovány dodatečné investice v Severní Americe a ve výrobě produktu swissAA. Tyto investice jsou součástí strategie pro posílení přítomnosti na klíčových trzích a zvýšení kapacity výroby inovativních produktů. Výhled CAPEX na rok 2024 dále zohledňuje akvizici společnosti Sellier & Bellot.

HOSPODAŘENÍ za 9M 2024

Rekordní první polovina roku v 2024. Q4 má být nejsilnější v historii firmy

V prvních třech čtvrtletích roku 2024 došlo k mírnému nárůstu prodejů počtu zbraní, a to celkem o 3,2 % na 463 tisíc kusů. Vyšší prodeje zaznamenaly dlouhé palné zbraně, které vzrostly o 11,5 % meziročně na 194 tisíc kusů, zatímco prodeje krátkých zbraní vykázaly mírný pokles meziročně o 2 %. Co se týče poměru, tak dlouhé zbraně se již podílí na 42 % celkových prodejů.

Tržby za první tři čtvrtletí roku 2024 se pohybovaly na úrovni 14 971,9 milionů Kč, což znamená nárůst o 51,1 % oproti stejnému období minulého roku. Tento významný růst byl dosažen díky kombinaci organického růstu a konsolidace nedávné akvizice společnosti Sellier & Bellot. Z regionálního hlediska byl největší růst zaznamenán v Evropě, včetně České republiky, a také ve Spojených státech amerických.

Upravená EBITDA za stejné období dosáhla 3 020,9 milionů Kč, což je meziroční nárůst o 56,1 %. Tento vzestup souvisí především s růstem tržeb, zvýšeným podílem zakázek pro ozbrojené složky, ale hlavně konsolidací nového přírůstku do portfolia, firmy Sellier & Bellot.

Na druhou stranu, upravený čistý zisk po zdanění činil 1 292,7 milionů Kč, což představuje pokles o 12,8 % oproti předchozímu roku. Tento pokles je převážně důsledkem negativního vývoje finančních operací, které byly ovlivněny vysokými úrokovými náklady v souvislosti s financováním akvizice.

OČEKÁVANÝ VÝVOJ

CEO Jan Drahota uvedl, že firma má v plánu pro nadcházející rok růst organicky, avšak očekávání managementu pro rok 2025 ještě nejsou nastolena. Dále je třeba vzít v potaz, že v následujícím roce bude společnost růst i anorganicky, neboť společnost Sellier & Bellot bude poprvé plně konsolidována po dobu celého roku.

Colt CZ během oznámení výsledků zopakoval celoroční výhled a CEO skupiny Jan Drahota to komentoval slovy, že jeho hlavním cílem vůči akcionářům je „underpromise and overdeliver“, čili slíbit méně a doručit více. Interně si myslíme, že tržby by měly atakovat horní hranici výhledu 22 mld. Kč s EBITDA ziskem pohybujícím blízko středu pásma 4 300 – 4 700 mil. Kč, což by odpovídalo EBITDA marži těsně nad 20 procenty – konkrétně 20,6 %. Na pro-forma bázi by však tržby měly sahat až k 25 mld. Kč. (1 mld. EUR), což je jeden z cílů pro druhý opční plán pro rok 2025.

V mil. Kč	Výhled 2024 celý rok	Meziroční změna v %
Colt CZ Group – bez Sellier & Bellot		
Výnosy	16 200–17 800	9,0 %–19,8 %
Upravená EBITDA	3 300–3 800	8,3 %–24,7 %
Colt CZ Group včetně přínosu Sellier & Bellot		
Výnosy	20 000–22 000	34,6 %–48,1 %
Upravená EBITDA	4 300–4 700	41,1 %–54,2 %
Colt CZ Group včetně Sellier & Bellot pro-forma celý rok 2024		
Výnosy	23 000–25 000	54,8 %–68,3 %
Upravená EBITDA	5 200–5 600	70,6 %–83,7 %

Zdroj: Colt CZ 2Q 2024 investor presentation

Kapitálové výdaje Skupiny v roce 2024 by měly dosáhnout hodnoty 1–1,2 mld. Kč, což odpovídá hodnotě kolem 5 % z očekávaných celkových výnosů v roce 2024.

Hrubá marže by se společně s EBITDA marží měla v budoucnu zvedat díky většímu zastoupení M&LE byznysu, rozrůstající se muniční divizi a také synergiím plynoucím z akvizice S&B. Management cíluje EBITDA marži nad 20 % pro oba hlavní segmenty, tedy jak pro střelné zbraně, tak i pro munici.

Americký komerční trh stále zůstává v režimu stagnace či mírného poklesu, přičemž nedávné prezidentské volby nevyvolaly tradiční vlnu zvýšených nákupů, jak tomu bývalo v minulosti. Nicméně, prodeje Colt v USA zůstávají stabilní nebo dokonce zaznamenávají mírný růst, což znamená, že zde společnost zvyšuje tržní podíl.

Vedení dále během hovoru uvedlo, že podobně jako Q2 by mělo být Q4 velmi silné.

	2020	2021	2022	2023	2024 H1*	2024E
Tržby	6 888	10 751	14 723	14 945	9 757	21 838
Výkonová spotřeba	-4 088	-6 572	-8 423	-8 964	-5 927	-12 906
Hrubý zisk	2 800	4 179	6 301	5 981	3 830	8 932
<i>Hrubá marže</i>	<i>40,7 %</i>	<i>38,9 %</i>	<i>42,8 %</i>	<i>40,0 %</i>	<i>39,3 %</i>	<i>40,9 %</i>
Provozní náklady	-1 350	-2 378	-3 191	-3 317	-2 370	-4 490
EBITDA zisk	1 450	1 801	3 109	2 664	1 460	-
<i>EBITDA marže</i>	<i>21,0 %</i>	<i>16,8 %</i>	<i>21,1 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>15,0 %</i>	<i>-</i>
Upravený EBITDA zisk	-	2 169	3 365	3 048	1 981	4 441
<i>Upravená EBITDA marže</i>	<i>-</i>	<i>20,2 %</i>	<i>22,9 %</i>	<i>20,4 %</i>	<i>20,3 %</i>	<i>20,3 %</i>
Odpisy a amortizace	-393	-790	-910	-802	-561	-1 465
Provozní výsledek hospodaření	1 056	1 011	2 199	1 862	899	2 976
Výnosové úroky	17	50	440	757	418	713
Nákladové úroky	-77	-205	-612	-895	-558	-1 252
Ostatní finanční výnosy	1	32	173	252	85	212
Ostatní finanční náklady	-66	-169	-134	-72	-64	-103
Zisk/ztráta z derivátových operací	-101	184	237	221	14	214
Podíl na zisku společností pod podstatným vlivem po zdanění*	21	27	53	385	1	1
Výsledek hospodaření před zdaněním	851	932	2 356	2 510	795	2 761
Daň z příjmů	-174	-171	-322	-467	-185	-580
<i>Daňová sazba</i>	<i>20 %</i>	<i>18 %</i>	<i>14 %</i>	<i>19 %</i>	<i>23 %</i>	<i>21 %</i>
Výsledek hospodaření za účetní období	677	760	2 034	2 043	610	2 181
Zajištění peněžních toků – přecenění efektivní části zajišťovacích nástrojů	275	-43	948	-468	-179	
Přecenění cizí měny zahraničních jednotek	-50	-153	-125	184	26	
Ostatní úplný výsledek	225	-196	823	-285	-154	
Úplný výsledek hospodaření za období	901	564	2 857	1 758	456	
Upravený čistý zisk		1 161	2 280	2 050	1 015	2 181
Počet akcií (m)	32,6	33,7	34,1	35,2	41,0	56,5
Upravený zisk na akcii (Kč)	27,6	34,4	66,9	58,3	24,8	39

* H1 2024 uvádíme v tabulce z důvodu, že se jedná o první report od konsolidace se Sellier & Bellot

Pozn. Od roku 2021 COLT CZ upravuje svůj čistý a EBITDA zisk o jednorázové položky, které nemají vliv na volný peněžní tok (FCF). Pro naši analýzu proto používáme upravené hodnoty EBITDA a EPS, jelikož tyto lépe ukazují skutečnou ziskovost společnosti a volné peněžní toky, zbavené vlivu jednorázových událostí.

Zdroj: Coltczgroup.com, Patria Finance

SWOT ANALÝZA

Silné stránky

- Mezinárodní uznání jako výrobce střelných zbraní s globálním dosahem a silnou značkou
- Silné zaměření na inovace a vývoj nových produktů
- Vysoce kvalifikovaný management s proakcionářsky zaměřenou politikou
- Široká diverzifikace v geografickém pokrytí a tržních segmentech
- Rostoucí zaměření na M&LE segment, který poskytuje skupině lepší marži
- Zlepšující se vnímání zbrojního průmyslu v rámci ESG.

- Nízká volatilita akcií vůči zbytku trhu

Slabé stránky

- Legislativa a regulace omezující výrobu, prodej a použití střelných zbraní
- Omezený přístup k levnému financování ze strany finančních institucí (zlepšuje se v čase)
- Nízká likvidita obchodovaných akcií
- Vyšší zadlužení plynoucí z nedávných akvizic

Příležitosti

- Velký potenciál pro organický růst díky rozšíření na nové trhy
- Pokračování v úspěšném tažení v oblasti fúzí a akvizic (M&A)
- Navýšení rozpočtů v EU z důvodu závazku vydávat 2 % HDP na armádu.
- Zhoršující se geopolitická situace nahrává zbrojařům

Rizika

- Vysoká konkurence na trhu, která by mohla negativně ovlivnit akviziční růst (příkladem je bitva s Czechoslovak Group o muniční divizi Vista Outdoor)
- Měnové riziko spojené s obchodováním v USD a EUR, zatímco většina nákladů je v CZK
- Rigidní trh práce v ČR s omezeným množstvím kvalifikovaných zaměstnanců v místech, kde má Colt svou hlavní výrobu.

Jsme si vědomi toho, že kterékoli z rizik může ovlivnit finanční hospodaření společnosti, což by mělo negativní vliv na cenu akcií. V případě, že by některé z rizik nabylo signifikantnějšího charakteru, námi určená cílová cena nemusí být dosažena.

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

Ocenění Coltu pomocí metody diskontovaných peněžních toků je založeno na předpokládaném budoucím vývoji.

WACC

Jako diskontní míru **používáme vážený průměr nákladů kapitálu (WACC)** stanovený na necelých 9,36 % pro rok 2024. Následující tabulka ukazuje jednotlivé proměnné použité při výpočtu:

WACC	8,89 %
Náklady cizího kapitálu	5,0 %
Daňová sazba	21 %
Celkový dluh	19 784 mil. Kč (2024E)
Váha dluhu	35,8 %
Bezriziková úr. míra	3,95 %
Beta	1,17
Upravená beta (levered)	1,68
Equity risk premium (ERP)	4,04 %
Country risk premium (CRP)	0,88 %
Náklady vlastního kapitálu	11,6 %
Tržní kapitalizace	35,2 mld. Kč
Váha vlastního kapitálu	64,2 %

Zdroj: Patria Finance

Pro stanovení WACC jsme použili následující předpoklady:

Diskontní míra (WACC) se vyvíjí s klesajícím poměrem mezi dluhem a vlastním kapitálem

- **Náklady cizího kapitálu:** průměrná efektivní úroková míra vypočtena z marží a budoucího predikovaného vývoje sazeb PRIBOR a EURIBOR
- **Celkový dluh:** Součet krátkodobých a dlouhodobých dluhopisů, bankovních úvěrů a půjček
- **Bezriziková úroková míra:** výnos 10-letého českého vládního dluhopisu
- **Beta:** převzata z databáze profesora Damodarana (průměr odvětví US recreation za 1/2024) a upravena dle kapitálové struktury Coltu CZ
- **ERP a CRP:** převzaty z databáze profesora Damodarana

DCF MODEL

Pro potřeby DCF ocenění jsme modelovali zvláště roky 2025 až 2029. Ty jsou pak následovány terminální periodou. Následující tabulka shrnuje náš DCF model:

mil. Kč	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Terminál
Tržby	25 332	27 358	29 410	31 381	33 358	
% růst	16,0 %	8,0 %	7,5 %	6,7 %	6,3 %	
Hrubý zisk	10 361	11 203	12 102	12 976	13 860	
Hrubá marže	40,9 %	41,0 %	41,2 %	41,4 %	41,6 %	
EBITDA	5 405	5 988	6 555	7 119	7 701	
EBITDA marže	21,3 %	21,9 %	22,3 %	22,7 %	23,1 %	
EBIT	3 657	4 095	4 523	5 207	5 690	
Úrokové náklady a derivátové operace	36	39	80	86	285	
Daňová sazba	21 %	21 %	21 %	21 %	21 %	
Daň	733	854	968	1 117	1 272	
Čistý zisk	2 917	3 266	3 636	4 182	4 720	
NOPAT	2 889	3 235	3 573	4 114	4 495	
Odpisy a amortizace	1 748	1 893	2 032	1 912	2 011	
Kapitálové výdaje	-1 216	-1 368	-1 471	-1 569	-1 688	
% tržeb	4,8 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Změna prac. kapitálu	-442	-296	-266	-313	-322	
FCFF	2 979	3 464	3 868	4 144	4 516	75 195
WACC	8,9 %	8,9 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Míra dlouhodobého růstu						2,5 %
Diskontní faktor	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60
Diskontovaný FCFF	2 797	2 931	3 000	2 956	2 973	45 008
2025–2029						14 531 mil. Kč
Terminální perioda						44 898 mil. Kč
Enterprise value (suma diskont. FCFF)						59 429 mil. Kč
Hotovost						7 342 mil. Kč
Dluh						19 784 mil. Kč
Tržní kapitalizace						46 987 mil. Kč
Cílová cena						832 Kč
Aktuální cena						618 Kč
Upside/downside						+35 %

Zdroj: Patria Finance

Pro období 2025 až 2029 byly použity následující předpoklady:

- **Tržby:** odhadované tržby vychází v roce 2025 z výhledu managementu, růst od roku 2026 je konzervativně určen shodně s odhadovaným vývojem trhu.
- **Hrubá marže a EBITDA marže:** mírně rostoucí kvůli rostoucí divizi munice a většímu zaměření na M&LE segment
- **Odpisy a amortizace:** odvozeny od odhadovaného stavu dlouhodobého majetku, s cílem konvergovat k hodnotě kapitálových nákladů v terminálním roce. Zohledňujeme dodatečnou amortizaci goodwillu vzniklou akvizicí Sellier & Bellot.
- **Kapitálové výdaje:** stanoveny kolem 5 % tržeb, což odráží dlouhodobý výhled společnosti.
- **Pracovní kapitál:** modelován na základě předpokládaného růstu pohledávek, závazků a zásob

V terminální hodnotě se ukrývá téměř 75 % celkové valuace společnosti. Následující tabulka shrnuje citlivost cílové ceny Coltu na pohyb ukazatele WACC a na pohyb míry dlouhodobého růstu:

		Míra dlouhodobého růstu				
		1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
WACC	9,9 %	657	695	738	787	848
	9,4 %	692	735	784	844	906
	8,9 %	732	780	832	902	979
	8,4 %	777	830	898	974	1066
	7,9 %	825	894	970	1061	1172

Zdroj: Patria Finance

		Míra dlouhodobého růstu				
		1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
WACC	9,9 %	-21 %	-17 %	-12 %	-6 %	1 %
	9,4 %	-17 %	-12 %	-6 %	0 %	8 %
	8,9 %	-12 %	-7 %	0 %	8 %	17 %
	8,4 %	-7 %	0 %	7 %	17 %	28 %
	7,9 %	-1 %	7 %	16 %	27 %	40 %

Zdroj: Patria Finance

RIZIKA VALUACE

Hlavní rizika celého našeho ocenění vidíme v odhadu pro:

- **Růst Tržeb:** Pokud tržní podmínky nebo konkurence vyústí v nižší než očekávaný růst tržeb, může to výrazně ovlivnit valuaci společnosti. Tržby v roce 2025 jsou odvozeny z výhledu managementu pro letošní rok na pro forma bázi, a upravené o realistický dodatečný organický růst, který byl během ohlášení výsledků za Q3 managementem zmiňován.
- **Hrubá marže a EBITDA marže:** Rostoucí divize munice a zaměření na segment M&LE (Military & Law Enforcement) by měl zvýšit marže, a synergie plynoucí z akvizice Sellier & Bellot by měla marže ještě více zlepšit. Pokud však k posunu EBITDA marže nad 20 % v obou divizích (zbraně & munice) nedojde, naše valuace by se ukázala jako vychýlená směrem nahoru.
- **Kapitálové výdaje:** Při stanovení kapitálových výdajů na 5 % tržeb existuje riziko, že tato úroveň investic nebude dostatečná pro udržení

konkurenceschopnosti nebo pro realizaci plánovaného růstu, což by mohlo ohrozit budoucí výnosy a tím i valuaci. Naopak, příliš vysoké kapitálové výdaje mohou zatížit krátkodobou finanční situaci společnosti a zvýšit dluhovou páku.

- **Citlivost na WACC a růstové předpoklady:** Jak tabulka a předpoklady (nahore) ukazují, terminální hodnota tvoří významnou část celkové valuace. Malá změna ve WACC nebo v míře dlouhodobého růstu má významný dopad na cílovou cenu. Toto představuje vysoké riziko, protože dlouhodobé prognózy jsou méně jisté a mohou být ovlivněny mnoha faktory mimo kontrolu společnosti, jako jsou změny úrokových sazeb, výdaji na obranu, geopolitickým napětím, nebo regulačními změnami.

POROVNÁNÍ S KONKURENCÍ

Porovnání s konkurencí	Tržní kapitalizace (USD)	P/E fwd	ROE	EV/EBITDA fwd	Ebitda marže %	Dvd yield %
COLT CZ GROUP SE	1,36B	10,8	20,4 %	8,3	17,9 %	4,9 %
SMITH & WESSON BRANDS INC	617,6M	11,8	10,9 %	6,2	14,7 %	3,6 %
STURM RUGER & CO INC	647,0M	15,7	14,9 %	7,5	13,7 %	1,8 %
VISTA OUTDOOR INC	2,59B	9,6	20,1 %	6,5	6,4 %	-
Lockheed Martin	123,7B	18,7	102,6 %	13,8	15,1 %	2,4 %
THALES SA	30,9B	15,4	19,0 %	10	12,0 %	2,4 %
GENERAL DYNAMICS CORP	77,4B	17,7	16,6 %	13,2	12,8 %	2,0 %
BAE SYSTEMS PLC	49,2B	17	16,6 %	11,7	14,6 %	2,4 %
<i>Průměr</i>		14,6	27,6 %	9,7	13,4 %	2,8 %
<i>Medián</i>		15,6	17,8 %	9,2	14,2 %	2,4 %

Zdroj: Bloomberg

Tabulka ukazuje srovnání Coltu s ostatními zbrojními firmami na trhu. Toto srovnání vypadá na první pohled pro Colt velmi příznivě. Například jeho ziskovost je nejvyšší mezi konkurencí, což dokazuje EBITDA marže na úrovni 18 %, zatímco průměr se pohybuje kolem 14 %. Tento rozdíl je způsobený několika faktory, včetně vhodné diverzifikace produktů, silné pozice v kategorii obranných složek a růstu muniční divize, která příznivě ovlivňuje EBITDA marži.

Colt také vyniká vyšším dividendovým výnosem, který činí téměř 5 %, zatímco konkurence se pohybuje okolo 2,5 %. ROE (návratnost vlastního kapitálu) na úrovni 20,4 % zase představuje atraktivní investiční příležitost z hlediska efektivity využití kapitálu. Tento ukazatel je výrazně nad mediánem (Lockheed Martin je zde výrazný outlier) konkurence, což je důležité pro posouzení schopnosti vytvářet hodnotu pro akcionáře.

Akcie Coltu jsou obchodovány za 8,3 - 8,7x EV/EBITDA (fwd), což je pod průměrem trhu, který se pohybuje mezi 9,5x EV/EBITDA. Podobně je to i s poměrem tržní kapitalizace vůči budoucím zisku (P/E fwd), kde Colt dosahuje 10,8násobku, zatímco konkurence je na cca 15x.

Této metodě však nepřisuzujeme větší váhu, protože americké zbrojovky typu Lockheed Martin nebo General Dynamics se byznysově od Coltu hodně liší. Navíc, americké akcie se obecně obchodují na vyšších násobcích než akcie české. Pokud by se ale i tak v tomto ohledu měla hodnota společnosti Colt posunout na průměr v odvětví, dostala by se valuační Coltu do okolí naší cílové ceny.

FINANČNÍ UKAZATELE

Tržby (mil. Kč)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Celkové tržby	21 838	25 332	27 358	29 410	31 381	33 358
% růst	47 %	16,0 %	8,0 %	7,5 %	6,7 %	6,3 %

Profitabilita	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Hrubý zisk	8 932	10 361	11 203	12 102	12 976	13 860
Hrubá marže	40,9 %	40,9 %	41,0 %	41,2 %	41,4 %	41,6 %
EBITDA	4 441	5 405	5 988	6 555	7 119	7 701
EBITDA marže	20,3 %	21,3 %	21,9 %	22,3 %	22,7 %	23,1 %
Čistý zisk	2 181	2 917	3 266	3 636	4 182	4 720

Cashflow	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
NOPAT	2 351	2 889	3 235	3 573	4 114	4 495
Daňová sazba	21 %	21 %	21 %	21 %	21 %	21 %
Odpisy a amortizace	1 465	1 748	1 893	2 032	1 912	2 011
Kapitálové výdaje	-983	-1 216	-1 368	-1 471	-1 569	-1 688
Změna prac. Kapitálu	-1 844	-442	-296	-266	-313	-322
Volný cashflow (FCFF)	990*	2 979	3 464	3 868	4 144	4 516

* FCFF v roce 2024 je nižší kvůli vypořádání závazků během Q3

Valuace	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EV/Sales	2,2	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	10,8	8,9	8,0	7,3	6,7	6,2
P/E	16,3	12,2	10,9	9,8	8,5	7,5

Zdroj: Patria odhady

Disclaimer

Pro další informace viz <http://www.patria.cz/disclaimer.html>

Patria Finance
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 111
regulovaná ČNB

Patria – institucionální klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 151
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 109
regulovaná ČNB

Patria - Research
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 128
regulovaná ČNB

Informace pro klienty skupiny Patria

Právní upozornění týkající se prezentace investičních doporučení Skupina Patria:

Tento dokument, investiční doporučení a jiné ekonomické či investiční analýzy (dále jen „analýzy“) byl připraven analytickým oddělením společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Část oddělení vypracovávající investiční doporučení zahrnuje analytiku: Cuong Manh Le, Michal Křikava, Jakub Blaha. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Metoda oceňování:

Při přípravě analýz používá Patria všeobecně uznávané metody oceňování, zejména: (i) diskontování budoucího volného cash-flow (Discounted Cash Flow valuation, DCF), (ii) diskontování budoucích dividend (Dividend Discount Model, DDM), (iii) porovnání ve skupině srovnatelných společností (Market-Based Valuation, MBV) a (iv) screeningový systém. Méně často jsou pak využívány některé další metody stanovení férového ocenění, resp. cílové ceny, jako například Residual Income Valuation.

DCF a DDM: výhodou těchto metod je, že jsou propočítány budoucí finanční výsledky, jejich nevýhodou však je, že prognóza budoucích finančních výsledků je ovlivněna vlastním úsudkem analytika.

Porovnání ve skupině srovnatelných společností: je více nezávislé na úsudku analytika, ale je obvykle založeno na současných finančních výsledcích, které se mohou od výsledků budoucích lišit.

Screeningový systém: je založen na dvou dimenzích – (i) ohodnocení potenciálního růstu a (ii) identifikaci atraktivní hodnoty akcií. Podle výsledků screeningu se tak jednotlivé sektory a tituly dají seřadit ve dvojrozměrném prostoru, což umožňuje posoudit jejich relativní atraktivnost.

Patria Finance používá pouze své proprietární modely, jejichž popis je součástí textu analýzy.

Datum a čas uvedené komunikace jsou shodné s datem a časem dokončení a vytvoření investičního doporučení a datem a časem prvního zveřejnění. Doporučení je vytvořeno v datu a čase zveřejnění, a pokud není uvedeno jinak, vztahuje se pouze k časovému období následujícímu bezprostředně po zveřejnění. Patria Finance neaktualizuje doporučení v žádný předem stanovený čas ani v předem stanovené frekvenci. Patria Finance bude provádět aktualizace doporučení pokrývaných firm na základě specifického vývoje dané společnosti, oznámení, tržních podmínek či jakýchkoli dalších veřejně dostupných informací.

Investiční doporučení Definice

KOUPIT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) 10 % a více během období 6 měsíců
AKUMULOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi 0 % a 15 % během období 6 měsíců
DRŽET	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -5 % a 5 % během období 6 měsíců
REDUKOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -15 % a 0 % během období 6 měsíců
PRODAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) -10 % a hůře během období 6 měsíců

Vzhledem k vnějším faktorům a v mimořádných situacích může Patria Finance použít i doporučení jako: AKCEPTOVAT NABÍDKU, V REVIZI, POZASTAVENO apod.

Financials	Recommendation
Erste Bank	2.4.20 (Under review), 15.1.19 (Buy; EUR 36), 26.11.18 (Buy; EUR 39), 17.10.17 (Accum; EUR 39) 14.3.16 (Accum; EUR 26.5)
Komerční Banka*	3.6.20 (Buy; CZK 715), 2.4.20 (Under review), 30.4.19 (Accum; CZK 990), 28.6.18 (Accum; CZK 990), 8.11.16 (Reduce; CZK 820), 3.11.16 (under review), 14.3.16 (Buy; CZK 1 140)
Vienna Insurance Group	1.9.16 (Hold; EUR 18.5), 22.10.15 (U/R), 19.9.14 (Hold; EUR 39.5), 19.8.13 (Accum; EUR 42.5), 28.1.13 (Hold; EUR 37.5), 7.12.12 (Hold; EUR 40)
Moneta	4.6.20 (Buy; CZK 72), 2.4.20 (Under review), 22.11.19 (Buy; CZK 86), 25.3.19 (Buy; CZK 83), 2.5.18 (Buy; CZK 86.8), 6.5.16 (Buy; CZK 83)
OTP Bank Nyrt.	2.4.20 (Under review), 8.1.20 (Accum; HUF 15,500), 26.6.19 (Accum; HUF 12,501)
* split 1:5	
Telecoms	Recommendation
O2CR	27.4.20 (BUY; CZK 259), 11.3.19 (ACCUMULATE; CZK 249), 15.6.18 (Hold; CZK 250), 6.2.17 (Buy; CZK 286), 28.7.16 (Buy; CZK 265), 23.2.16 (Buy; CZK 301), 22.10.15 (U/R), 17.10.14 (Reduce; CZK 230)
Utilities	Recommendation
CEZ	8.4.20 (Buy; CZK 545), 12.7.18 (Reduce; CZK 526), 17.3.17 (Reduce; CZK 395), 15.10.15 (Accum; CZK 555), 10.4.14 (Hold; CZK 625), 23.3.14 (Hold; CZK 600), 12.2.14 (Hold; CZK 600)
Consumer Staples	Recommendation
Philip Morris	8.10.19 (Accumulate; CZK 15 200), 13.10.15 (Hold; CZK 11 850), 17.2.15 (Accum; CZK 11 000), 17.10.14 (Buy; CZK 11 000), 19.9.14 (Accum; CZK 11 000), 11.9.13 (Hold; CZK 11 000)
Pegas Nonwovens	9.2.16 (Accum; CZK 800), 30.9.15 (Suspended), 15.5.15 (Accum; CZK 800), 14.3.14 (Accum; CZK 664), 20.1.14 (Hold; CZK 560)
IT	Recommendation
CD Projekt	15.1.20 (Sell; PLN 229), 18.12.2019 (Under Review), 15.05.19 (Sell; PLN 159), 28.6.18 (Hold; PLN 149), 18.4.18 (Buy; PLN 133)
Avast	26.2.20 (Accumulate GBP 478), 3.10.19 (Buy; GBP 440), 24.9.18 (Buy; GBP 333)
Consumer Cyclical	Recommendation
CETV	6.11.2019 (Hold; USD 4.58), 13.8.19 (Reduce; USD 4.22), 19.2.19 (Accumulate; USD 3.7), 19.11.13 (Sell; USD 1.9), 1.11.13 (Sell; USD 1.9), 3.5.13 (Sell; USD 3.1), 8.3.13 (Sell; USD 4.6), 1.12.12 (Sell; USD 5.3)

Investiční doporučení Patria Finance je možné rovněž nalézt na www.patria.cz/stocks/research/recommendation.html

Konflikt zájmů:

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria Finance nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do konfliktu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz. Taková situace se zatím nevyskytla.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, tak Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční tipy analytiků Patria Finance. Doporučení makléřů Patria Finance či jiných jejích zaměstnanců ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Přestože tento dokument a analýzy byly vytvořeny v souladu s pravidly k zamezení střetu zájmů, propojené osoby a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou realizovat investiční rozhodnutí, která jsou nekonsistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v těchto analýzách. Investoři by proto měli tuto konkrétní analýzu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování.

Patria Finance analytikům vnitřními pravidly zakazuje provádět osobní obchody s investičními nástroji, které spadají do působení daného analytika, tj. s nástroji, ke kterým daný analytik vytváří analýzu investiční příležitosti. Analytici mají dále zakázáno ve vztahu k těmto investičním nástrojům poskytovat investiční služby, kromě služby investičního doporučení. Analytici nepřijímají pobídky od těch, subjektů, které mají zájem na předmětu investičního výzkumu. Bližší informace o omezení střetu zájmů jsou uvedeny na internetové stránce www.patria-direct.cz v sekci "Dokumenty", v dokumentu nazvaném „Opatření k omezení střetu zájmů“.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejně nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost

CZG

Střet zájmů

1, 2

Investiční doporučení	% z pokrývaných za 12 měsíců	% z pokrývaných se vztahem v investičním bankovníctví za 12 měsíců
KOUPIT	50.0%	0.00%
AKUMULOVAT	40.0%	0.00%
DRŽET	10.0%	0.00%
REDUKOVAT	0.0%	0.00%
PRODAT	0.0%	0.00%

Část analytického týmu vytvářející investiční doporučení je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Odměna analytiků:

Analytici jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných analýzách.

Autor analýzy, která je vám komunikována, prohlašuje, že na svém účtu nevlastní finanční instrument, jenž je předmětem analýzy.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoli finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.